



Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στις
Διεθνείς Επιχειρηματικές Δραστηριότητες
Master in International Business (MIB)



ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΘΕΜΑ: Διαχείριση συναλλαγματικού κινδύνου

Επιβλέπων καθηγητής: Ιορδάνης Ελευθεριάδης

Συντάξασα: Έλσα Σπαρτιώτη

Θεσσαλονίκη, Οκτώβριος 2019

Για την ολοκλήρωση της παρούσας πτυχιακής εργασίας, θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου, κύριο Ιορδάνη Ελευθεριάδη, για την υποστήριξη και την βοήθειά του για την εκπόνηση της μεταπτυχιακής μου εργασίας, με σκοπό το βέλτιστο δυνατό αποτέλεσμα.

Θα ήθελα επιπλέον να ευχαριστήσω όλους τους καθηγητές μου κατά τη διάρκεια των μεταπτυχιακών μου σπουδών στο τμήμα, για την βοήθεια και την πνευματική τους καθοδήγηση.

Τέλος, θα ήθελα φυσικά να εκφράσω και την ευγνωμοσύνη μου στην οικογένειά μου και τους φίλους μου που φροντίζουν να με υποστηρίζουν πάντα σε κάθε μου βήμα με κάθε δυνατό τρόπο.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Abstract.....	6
ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	7
Κεφάλαιο Πρώτο: Ο Χρηματοοικονομικός Κίνδυνος	8
1.1 Η έννοια του κινδύνου	8
1.2 Τα είδη κινδύνου.....	9
1.3 Κατηγοριοποίηση χρηματοοικονομικών κινδύνων	10
1.3.1 Κίνδυνος Αγοράς (market risk).....	10
1.3.2 Πιστωτικός κίνδυνος (Credit risk)	11
1.3.3 Κίνδυνος ρευστότητας	11
1.3.4 Λειτουργικός Κίνδυνος.....	12
1.4 Ο συναλλαγματικός κίνδυνος.....	13
1.4.1 Η ιστορική εξέλιξη.....	13
1.4.2 Η επιρροή του συναλλαγματικού κινδύνου	14
1.5 Η διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου	15
1.5.1 Πρακτικές που αφορούν την διαχείριση συναλλαγματικού κινδύνου	15
Κεφάλαιο Δεύτερο: Τα μέσα διαχείρισης του Συναλλαγματικού Κινδύνου	16
2.1 Διαχείριση συναλλαγματικού κινδύνου στο επίπεδο των Επιχειρήσεων	16
2.1.1 Χρήση Εργαλείων Συναλλαγών σε ξένο συνάλλαγμα.....	17
Ενέγγυα πίστωση (Letter of credit)	17
Επιταγή αποδοχής τράπεζας (Banker’s acceptance)	18
Πρακτορεία (factoring).....	18
Εμπορία απαιτήσεων (fortaiting).....	20
2.2 Τρόποι διαχείρισης συναλλαγματικού κινδύνου	21
2.2.1 Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα	21
2.2.2 Ιστορική Αναδρομή.....	22
2.3 Μέθοδος εκτίμησης ρίσκου VAR “value-at-risk” (αξία σε κίνδυνο).....	25
2.3.1 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα της Μεθόδου VaR.....	26
2.4 Κατηγορίες παράγωγων προϊόντων	27

2.4.1 Προθεσμιακά συμβόλαια	29
2.4.2 Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης.....	31
2.4.3 Fair Value: Η θεωρητική τιμή των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης	33
2.4.4 Σύγκριση Προθεσμιακών Συμβολαίων και Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης.....	35
2.4.5 Δικαιώματα Προαίρεσης.....	36
2.4.6 Δικαιώματα προαίρεσης αγοράς και πώλησης	38
2.4.7 Δικαιώματα αγοράς.....	38
2.4.8 Δικαιώματα Πώλησης.....	40
2.4.9 Συμβάσεις Ανταλλαγής.....	41
Κεφάλαιο Τρίτο: Χρήσεις Παράγωγων προϊόντων	44
3.1 Αντιστάθμιση συναλλαγματικού κινδύνου.....	44
3.1.1 Αντιστάθμιση με Προθεσμιακά Συμβόλαια.....	45
3.1.2 Αντιστάθμιση με Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης	46
3.1.3 Αντιστάθμιση με Συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης.....	49
Προστατευτικό δικαίωμα αγοράς και πώλησης	49
Καλυμμένη πώληση δικαιώματος αγοράς και πώλησης.....	50
Ανοίγματα Δικαιωμάτων (Spreads).....	51
Butterfly Spread.....	52
3.1.4 Αντιστάθμιση με Συμβάσεις Ανταλλαγής	53
Ανταλλαγές Επιτοκίων	53
Ανταλλαγές Νομισμάτων	54
Παράδειγμα Ανταλλαγής Νομισμάτων	55
Ανταλλαγές μετοχικού κεφαλαίου	57
3.2 Κερδοσκοπία με την χρήση Παράγωγων Προϊόντων.....	58
3.3 Εξισορροπητική κερδοσκοπία (arbitrage)	59
Κεφάλαιο Τέταρτο: Μελέτες περιπτώσεων της χρήσης των Παράγωγων Προϊόντων	60
1η Εργασία μελέτης σε χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις της Πορτογαλίας.....	60
A survey into the use of derivatives by non-financial Portuguese firms	60
2η Εργασία μελέτης σε χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις των ΗΠΑ	65
Wharton Survey of Financial Risk Management by US Non-Financial Firms	65

3 ^η Εργασία μελέτης σε χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις της Ιταλίας.....	72
A survey on risk management and usage of derivatives by non-financial Italian firms...	72
4 ^η Εργασία μελέτης σε χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις της Κίνας	75
Cases Study on the Application of Derivatives in Exchange Rate Risk Management in Foreign-Related Enterprises	75
Συμπεράσματα.....	79
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	82

Abstract

Corporate risk is becoming more and more complex in the global economy, causing risk management to experience an evolution over the past years. Furthermore, globalization, has offered countries the opportunity to expand their transactions between different economies, leading foreign exchange risk to arise due to floating exchange rates that cannot be predicted. The most common tool for managing and hedging foreign exchange risk is derivatives. The objective of this thesis is to allow the reader, not only to comprehend but also to develop a solid insight of the derivative's system used in foreign exchange management, in order to document the advantages and efficiency of this practice, but mainly to examine whether this strategy is widely accepted and used.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η διπλωματική αυτή εργασία πραγματεύεται το συναλλαγματικό κίνδυνο που προκύπτει κατά τις επιχειρησιακές συναλλαγές στις διεθνείς αγορές και τη διαχείρισή του μέσω των διαθέσιμων χρηματοοικονομικών παράγωγων προϊόντων.

Στο πρώτο κεφάλαιο, γίνεται παρουσίαση των διαφόρων ειδών των κινδύνων που περιλαμβάνονται κατά τις χρηματοοικονομικές συναλλαγές, εστιάζοντας κυρίως στον συναλλαγματικό κίνδυνο. Παρουσιάζεται μία σύντομη ιστορική αναδρομή για τις συναλλαγές σε ξένα νομίσματα από το 1844 έως σήμερα, αναλύεται ο τρόπος που ο συναλλαγματικός κίνδυνος επηρεάζει τις συναλλαγές στις διεθνείς αγορές και επισημαίνεται η αναγκαιότητα διαχείρισης του.

Στο δεύτερο κεφάλαιο, δίνεται αναλυτική περιγραφή των διάφορων διαθέσιμων χρηματοοικονομικών παράγωγων προϊόντων που χρησιμοποιούνται στις αγορές προκειμένου να διαχειριστούν οι επιχειρήσεις και τα τραπεζικά ιδρύματα τους κινδύνους που προκύπτουν κατά τις συναλλαγές μεταξύ ξένων αγορών και συγκεκριμένα όταν αφορούν ξένα νομίσματα. Επιπλέον, περιγράφονται και κάποια χρηματοοικονομικά εργαλεία που εμπλέκονται στις διαδικασίες συναλλαγής σε ξένο νόμισμα.

Στο τρίτο κεφάλαιο, παρουσιάζονται οι τρόποι διαχείρισης του συναλλαγματικού κινδύνου με σκοπό την αντιστάθμισή του, παρουσιάζοντας τη χρήση των παράγωγων προϊόντων ως μέσα αντιστάθμισης και ταυτόχρονα γίνεται συνοπτική αναφορά και στη χρησιμότητα των παράγωγων προϊόντων στη κερδοσκοπία και την εξισορροπητική κερδοσκοπία.

Τέλος, στο τέταρτο κεφάλαιο, προκειμένου να εξαχθούν τα συμπεράσματα για τη διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου που ακολουθούν, παρουσιάζονται τρεις μελέτες εργασίας που διενεργήθηκαν με στοιχεία μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων σε τρεις χώρες: την Πορτογαλία, την Ιταλία και τις ΗΠΑ.

Κεφάλαιο Πρώτο: Ο Χρηματοοικονομικός Κίνδυνος

1.1 Η έννοια του κινδύνου

Ο κίνδυνος, είναι μια έννοια που συναντάται συχνά στην καθημερινή μας ζωή και μπορεί να μεταφραστεί ως η πιθανότητα να συμβεί κάτι απροσδόκητα στην φυσική ροή των πραγμάτων, κοστίζοντας μας κάτι το οποίο πολλές φορές μπορεί να συνεπάγεται απώλεια, οποιασδήποτε φύσεως. Ο κίνδυνος, επιπλέον, έχει άμεση σχέση με την έννοια του ρίσκου, καθώς μπορεί να θεωρηθεί ως φυσικό επακόλουθο του δευτέρου. Παίρνοντας ένα ρίσκο, είναι λογικό να υποθέσουμε ότι αυτομάτως υπάρχει έκθεση σε κάποιον κίνδυνο. Ωστόσο, είναι σημαντικό να διαχωρίσουμε τον κίνδυνο από την αβεβαιότητα. Το βασικό χαρακτηριστικό που διαχωρίζει αυτές τις δύο έννοιες είναι πως ο κίνδυνος έχει τη δυνατότητα να καταμετρηθεί και να υπολογιστεί ενώ αντίθετα η αβεβαιότητα όχι. Η αβεβαιότητα μπορεί συνεπώς να χαρακτηριστεί ως μια κατάσταση κινδύνου, η οποία ωστόσο, όντας πιο προχωρημένη, δεν μας δίνει την δυνατότητα να περιγράψουμε και να μελετήσουμε τα ενδεχόμενα αποτελέσματά του, αλλά ταυτόχρονα ούτε και όλες τις πιθανότητες με τις οποίες αυτά πρόκειται να συμβούν.

Στην περίπτωση των κλειστών κεντροποιημένων οικονομιών, οι κίνδυνοι που θα εμφανιστούν, θα συγκεντρωθούν στο επίπεδο του κράτους, δηλαδή η διαχείρισή τους θα γίνει ενδογενώς. Το κράτος θα είναι υπεύθυνο να αντιμετωπίσει τους παρουσιαζόμενους κινδύνους με τέτοιο τρόπο, που θα αποφευχθεί να φτάσει η απειλή στους οργανισμούς και στους ιδιώτες. Αντιθέτως, στις ανοιχτές και ελεύθερες οικονομίες, οι οικονομικές δραστηριότητες τόσο των ατόμων όσο και των επιχειρήσεων, βρίσκονται σε άμεση αλληλεξάρτηση με την οικονομία του κράτους. Συνεπώς, οι μεταβολές που θα υπάρξουν στην εγχώρια οικονομία καθώς και οι αλλαγές στο διεθνές προσκήνιο, είτε πρόκειται για πολιτικές είτε για οικονομικές, θα επηρεάσουν κάθε μονάδα της αγοράς. Ωστόσο, ο βαθμός που θα επηρεάσει ο κίνδυνος την κάθε μονάδα, είναι διαφορετικός για κάθε κλάδο (Μυλωνάς, 2005).

1.2 Τα είδη κινδύνου

Ερευνώντας τους οργανισμούς που ασχολούνται με την οικονομική δραστηριότητα, μας δίνεται η δυνατότητα να διαχωρίσουμε τον κίνδυνο σε δύο μεγάλες κατηγορίες. Στον επιχειρηματικό κίνδυνο, που αφορά κυρίως τον τρόπο διαχείρισης και τα προβλήματα που ανακύπτουν στο εσωτερικό και εξωτερικό περιβάλλον είτε μιας επιχείρησης είτε ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, λαμβάνοντας πάντα υπόψη τον τρόπο λειτουργίας τους και τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο στον οποίο αναφέρεται και το κομμάτι μελέτης της παρούσας εργασίας (Froot, et al, 1994).

Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος εμφανίζεται και ορίζεται από την ασταθή μεταβολή των χρηματοοικονομικών αγορών, μέσα στις οποίες συγκαταλέγονται μεταξύ άλλων τα χρηματιστήρια και οι αγορές συναλλάγματος. Λόγω των παραπάνω, είναι φυσικό να συμπεράνουμε ότι ο συγκεκριμένος κίνδυνος επηρεάζει τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, τις εγχώριες επιχειρήσεις που αναπτύσσουν δραστηριότητες με άλλες χώρες και συναλλάσσονται σε ξένο νόμισμα και τους ιδιώτες οι οποίοι συνδέονται άμεσα με τους οργανισμούς αυτούς. Λαμβάνοντας ως δεδομένο ότι, τα προαναφερθέντα ιδρύματα λειτουργούν με πρωταρχικό τους μέλημα την αποφυγή των απότομων μεταβολών στο εσωτερικό τους, καθώς και την μεγιστοποίηση της αξίας τους, η επιθυμία τους να εφαρμόσουν τρόπους αντιμετώπισης των κινδύνων που εντοπίζουν τόσο στο εξωτερικό όσο και στο εσωτερικό τους περιβάλλον, είναι αναγκαία. Σύμφωνα με την Επιτροπή της Βασιλείας (2001), ο ρόλος που λαμβάνει η διαχείριση χρηματοοικονομικών κινδύνων έχει τέσσερις διαστάσεις. Αρχικά, απαραίτητη προϋπόθεση είναι ο διαχωρισμός και η ταξινόμηση των γεγονότων και καταστάσεων που χρήζουν διαχείριση, σε μία από τις τέσσερις κατηγορίες χρηματοοικονομικών κινδύνων, οι οποίες αναλύονται παρακάτω και είναι ο κίνδυνος αγοράς, ο πιστωτικός κίνδυνος, ο κίνδυνος ρευστότητας και ο λειτουργικός κίνδυνος, και στη συνέχεια στην επιπλέον ταξινόμηση των υποκατηγοριών του καθενός κινδύνου. Ακολουθεί η εκτίμηση και αξιολόγηση του κάθε κινδύνου βάσει των δεδομένων που παρουσιάζονται με την χρήση των κατάλληλων εργαλείων, ενώ η παρακολούθησή τους και η αναφορά των παραπάνω εκτιμήσεων θα γίνεται σε ημερήσια βάση. Τέλος, ο έλεγχος των κινδύνων αυτών θα εκτελείται από μορφές διαχείρισης ανώτερου βαθμού (Alexander, 2005).

1.3 Κατηγοριοποίηση χρηματοοικονομικών κινδύνων

Η διάκριση του χρηματοοικονομικού κινδύνου μπορεί να διαμορφωθεί μέσω των τεσσάρων κατηγοριών του, του κινδύνου αγοράς, του πιστωτικού κινδύνου, του κινδύνου ρευστότητας και του λειτουργικού κινδύνου, όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο και αναλύονται παρακάτω (Cornett & Saunders, 2003).

1.3.1 Κίνδυνος Αγοράς (market risk)

Ο κίνδυνος αγοράς μπορεί να μεταφραστεί ως ο κίνδυνος που υπάρχει κατά την διαπραγμάτευση χρηματοοικονομικών τίτλων αγοράς, σε ένα περιβάλλον με δυσμενείς μεταβολές, κατά την αποτίμηση της αξίας των τίτλων αυτών. Οι δυσμενείς αυτές μεταβολές, μπορούν να επηρεάσουν τις τιμές των επιτοκίων, των μετοχών, των εμπορευμάτων και των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η διαχείριση του συγκεκριμένου κινδύνου δεν συνεπάγεται αυτόματα και εξάλειψή του, ωστόσο μπορεί να αντισταθμιστεί (Morgan, 2013). Στον κίνδυνο αγοράς συγκαταλέγεται μεταξύ άλλων και ο συναλλαγματικός κίνδυνος, ο οποίος αποτελεί το θέμα μελέτης της παρούσας εργασίας. Στην προκειμένη περίπτωση, ο κίνδυνος που ελλοχεύει στην αγορά συναλλάγματος οφείλεται στην έννοια της αβεβαιότητας, μια έννοια που χαρακτηρίζει το συγκεκριμένο περιβάλλον. Η αβεβαιότητα πηγάζει φυσικά από τη συνεχή μεταβολή και αστάθεια της ισοτιμίας του συναλλάγματος, όσον αφορά τόσο στις τιμές που λαμβάνουν, αλλά και ταυτόχρονα στις πιθανές μελλοντικές τους εξελίξεις. Στο πλαίσιο των διεθνών αγορών χρήματος, η ισοτιμία κάθε νομίσματος, ως προς κάποιο άλλο, μεταβάλλεται καθημερινά. Συγκεκριμένα, για τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, ο συναλλαγματικός κίνδυνος εκφράζεται μέσα από την διαπραγμάτευση των θέσεων τους, όσον αφορά στα παράγωγα αξιόγραφα τους και στα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού που εκτίθενται στην ευαισθησία της μεταβολής της αγοράς συναλλάγματος. Ταυτόχρονα, στην περίπτωση των επιχειρήσεων ο κίνδυνος μπορεί να εμφανίζεται άμεσα επηρεάζοντας τις δραστηριότητες της επιχείρησης αυτής καθαυτής ή ακόμα και έμμεσα, δεδομένης της πιθανής επιρροής που μπορεί να έχει ο συναλλαγματικός κίνδυνος σε πελάτες ή και προμηθευτές της, λόγω της έκθεσης της επιχείρησης σε διάφορα κανάλια. Ειδικότερα, ο συναλλαγματικός κίνδυνος μπορεί να διακριθεί και στον κίνδυνο συναλλαγών, στον

κίνδυνο μετατροπής και στον οικονομικό κίνδυνο, προσδίδοντας στο κάθε είδος μια πιο ξεκάθαρη διάσταση (Cornett & Saunders, 2003).

1.3.2 Πιστωτικός κίνδυνος (Credit risk)

Ο πιστωτικός κίνδυνος είναι ο κίνδυνος που απειλεί έναν οργανισμό ή και μια επιχείρηση ως προς το ενδεχόμενο, να μην εισπράξουν έγκαιρα τις απαιτήσεις τους, ή ακόμα στην χειρότερη των περιπτώσεων, να μην τις εισπράξουν καθόλου. Συνδέεται άμεσα με την πιστοληπτική ικανότητα των αντισυμβαλλομένων, το οποίο σημαίνει ότι εξαιτίας διαφόρων συνθηκών, όπως για παράδειγμα πιθανές μεταβολές του οικονομικού περιβάλλοντος, ένα από τα δύο μέλη που συμμετέχουν σε μια χρηματοοικονομική συναλλαγή αδυνατεί να αποπληρώσει τις υποχρεώσεις του. Η μείωση λοιπόν και ο περιορισμός της ρευστότητας του οργανισμού ή της εταιρείας, είναι η συνηθέστερη συνέπεια του πιστωτικού κινδύνου, η οποία πολύ συχνά μπορεί να οδηγήσει και σε πτώχευση (Cornett & Saunders, 2003). Ο κίνδυνος αγοράς και ο πιστωτικός κίνδυνος αντιμετωπίζονται και μελετώνται καθολικά υπό την πεποίθηση ότι δεν σχετίζονται καθόλου μεταξύ τους. Ωστόσο, η Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία, σύμφωνα με το 16^ο working paper της, συστήνει ειδική ομάδα (IMCR group) για να ελέγξει την συσχέτιση μεταξύ του κινδύνου αγοράς και του πιστωτικού κινδύνου. Όπως και ο κίνδυνος αγοράς, έτσι και ο πιστωτικός κίνδυνος φαίνεται να προκαλείται και να πυροδοτείται από τους ίδιους εξωτερικούς παράγοντες τόσο στο μικροοικονομικό όσο και στο μακροοικονομικό περιβάλλον (BCBS, 2009).

1.3.3 Κίνδυνος ρευστότητας

Η έννοια της ρευστότητας μπορεί να μεταφραστεί ως η δυνατότητα ενός οργανισμού, είτε επρόκειτο για κάποιο χρηματοοικονομικό ίδρυμα είτε για κάποια εταιρεία, να διεκπεραιώνει τις συναλλαγές του χωρίς να πλήττεται από καταστροφικές απώλειες. Ο κίνδυνος ρευστότητας λαμβάνει διαφορετικές διαστάσεις για την κάθε μια από αυτές τις κατηγορίες. Συγκεκριμένα, από την πλευρά των αγορών, ο κίνδυνος έγκειται στην σημασία της επίδρασης των τιμών κατά την προσπάθεια των οργανισμών να φέρουν εις πέρας συναλλαγές, μέσα σε μικρό χρονικό διάστημα. Αντίθετα, στην περίπτωση των επιχειρήσεων

ο κίνδυνος ρευστότητας αφορά κατά μεγάλο βαθμό την ικανότητα της επιχείρησης να διατηρήσει μια ισορροπία μεταξύ τόσο των εισροών της όσο και των εκροών της (Chollete et al, 2007). Ο αποτελεσματικότερος τρόπος για να διαχειριστεί ο κίνδυνος ρευστότητας, ισοδυναμεί με την ανάγκη να μελετηθούν και να προβλεφθούν οι μελλοντικές χρηματοροές και κάτω από φυσιολογικές συνθήκες, χωρίς δηλαδή εξωτερικές και εσωτερικές μεταβολές, αλλά και υπό ειδικές συνθήκες, που θα προκαλέσουν αποτελέσματα τα οποία οι επιχειρήσεις ίσως να μην έχουν γνωρίσει στο παρελθόν (Cornett & Saunders, 2003).

1.3.4 Λειτουργικός Κίνδυνος

Ο Λειτουργικός κίνδυνος περιλαμβάνει τους κινδύνους που σχετίζονται, μεταξύ άλλων, με την απάτη διαφόρων κατηγοριών, με την αποτυχία συναλλαγών και νομικών πλαισίων και με τις διαστάσεις του ανθρώπινου δυναμικού. Ο λειτουργικός κίνδυνος, αν και δύσκολο να εμφανιστεί μέσω ακραίων περιπτώσεων, προκαλεί μεγάλες και σημαντικές επιπτώσεις στους οργανισμούς καθώς αφορά τις διαδικασίες διαχείρισης τους. Λόγω της αυξανόμενης και συνεχής μεταβολής του επιχειρηματικού περιβάλλοντος αλλά και ταυτόχρονα της εξέλιξης του λειτουργικού κινδύνου, οι δυνάμεις και τα εργαλεία για την διαχείριση του, πρέπει να ανανεώνονται και να ακολουθούν τα δρώμενα, ώστε να προσαρμόζονται στις υπάρχουσες καταστάσεις επίλυσης (BCBS, 2010). Σύμφωνα με τους Cornett και Saunders (2003), οι παράγοντες που μπορούν να προκαλέσουν την εμφάνιση του λειτουργικού κινδύνου, αναλύονται στον ανθρώπινο παράγοντα, δηλαδή στους εργαζόμενους ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, στην τεχνολογία, στις σχέσεις μεταξύ των αντισυμβαλλομένων, με την έτερα πλευρά να είναι οι πελάτες (ή και οι προμηθευτές σε περίπτωση επιχείρησης) και τέλος σε εξωγενείς παράγοντες. Εξωγενείς παράγοντες στην περίπτωση του λειτουργικού κινδύνου, μπορούν να θεωρηθούν τα διάφορα πολιτικά γεγονότα τα οποία επηρεάζουν και το οικονομικό περιβάλλον, καθώς επίσης και οι αλλαγές σε νομοθεσίες και σε θεσμικά πλαίσια.

1.4 Ο συναλλαγματικός κίνδυνος

Η ασταθής μεταβαλλόμενη συναλλαγματική ισοτιμία είναι ένας κίνδυνος που μπορεί να απειλήσει χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, επιχειρήσεις καθώς και άτομα τα οποία ασχολούνται με τις επενδύσεις. Οι διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών, δεδομένου ότι επηρεάζονται από πάρα πολλούς παράγοντες από διάφορους κλάδους είναι δύσκολο να προβλεφθούν. Οι παράγοντες που μπορεί να προκαλέσουν αύξηση ή μείωση των συναλλαγματικών ισοτιμιών, αποτίμηση ή υποτίμηση ενός νομίσματος σε σχέση με κάποιο άλλο ξένο νόμισμα, είναι μεταξύ άλλων, η οικονομία μιας χώρας, δηλαδή η τρέχουσα οικονομική κατάσταση που αντιμετωπίζει ένα κράτος, οι νομισματικές πολιτικές μιας χώρας που ορίζονται συνήθως από την Κεντρική Τράπεζα της συγκεκριμένης χώρας, η διεθνής οικονομία, η εξωτερική και η εσωτερική πολιτική που ασκεί μια χώρα καθώς και η δημοσιονομική πολιτική μιας χώρας.

1.4.1 Η ιστορική εξέλιξη

Η ανάγκη για σταθερότητα στις συναλλαγματικές ισοτιμίες χρονολογείται ήδη από πριν τον Α΄ Παγκόσμιο Πόλεμο. Την περίοδο από το 1870 έως και το 1914 το σύστημα που κυριαρχούσε ήταν ο λεγόμενος «Κανόνας του Χρυσού». Σύμφωνα λοιπόν με τον «Κανόνα του Χρυσού», οι νομισματικές αρχές των χωρών που συμμετείχαν σε αυτή τη συμφωνία, δεσμεύονταν να διατηρούν μια σταθερή αλλά και αμετάκλητη ισοτιμία των νομισμάτων τους έναντι του χρυσού. Με αυτό τον τρόπο, η αξία του χρυσού δύο νομισμάτων αποτελούσε αυτόματα και την ισοτιμία μεταξύ αυτών των δύο νομισμάτων. Επικρατούσε συνεπώς απεριόριστη αγορά και πώληση μεγάλων ποσοτήτων χρυσού μεταξύ των χωρών. Για τον λόγο αυτό, οι Κεντρικές Τράπεζες κάθε κράτους ήταν αναγκασμένες να διαθέτουν ανάλογα αποθέματα χρυσού ώστε να μπορούν να καλύπτουν την έκδοση των νομισμάτων τους, σύμφωνα με αυτά, αλλά και να διατηρούν την επίσημη ισοτιμία μεταξύ του εγχώριου νομίσματός τους και του χρυσού. Το σύστημα του «Κανόνα του Χρυσού» εγκαταλείφθηκε από τις χώρες με την συμμετοχή τους στον Α΄ Παγκόσμιο Πόλεμο και την ανάγκη τους να καλύψουν τις πολεμικές τους δαπάνες μέσω έκδοσης χρήματος (Eichengreen et al, 1997).

Τον Ιούλιο του 1944 συστήνεται στο Μπρέτον Γούντς των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής, η ομώνυμη χρηματοοικονομική διάσκεψη με σκοπό τη δημιουργία ενός συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, γνωστού πλέον ως Bretton Woods, προσδίδοντας ένα πνεύμα παγκόσμιας οικονομικής συνεργασίας αλλά και την δυνατότητα ανάκαμψης των οικονομιών που είχαν πληγεί λόγω του Β' Παγκοσμίου Πολέμου. Υπό το πρίσμα αυτής της διάσκεψης, συστάθηκαν και τα δυο σημαντικά ιδρύματα, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και η Παγκόσμια Τράπεζα (Boughton, & Lateef, 1995). Το σύστημα Bretton Woods ωστόσο διατήρησε την ισχύ του κατά την χρονική περίοδο 1946 έως 1971.

Από τον Μάρτιο του 1973 τίθεται σε λειτουργία το σύστημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών υπό την εποπτεία ωστόσο των Κεντρικών Τραπεζών, οι οποίες προσπαθούσαν να περιορίσουν όσο το δυνατό περισσότερο τις διακυμάνσεις των ισοτιμιών των νομισμάτων τους. Με την εξάπλωση του συστήματος των κυμαινόμενων ισοτιμιών, οι παγκόσμιες αγορές κατάφεραν να επωφεληθούν από τα πλεονεκτήματα του, όπως για παράδειγμα απομόνωση μιας χώρας σε πιθανές εξωτερικές διαταραχές, ωστόσο, ο βαθμός αβεβαιότητας από τις συνεχείς μεταβολές των ισοτιμιών ήταν μια αρνητική επίπτωση σημαίνουσας αξίας (Κουτεντάκης & Κουκουριτάκης, 2015).

1.4.2 Η επιρροή του συναλλαγματικού κινδύνου

Η επιρροή του κινδύνου της συναλλαγματικής ισοτιμίας διαφοροποιείται ανάλογα με τον κλάδο που εξετάζεται. Για παράδειγμα, στην περίπτωση του τραπεζικού τομέα, οι επιπτώσεις του συναλλαγματικού κινδύνου μπορεί να προκύπτουν τόσο άμεσα όσο και έμμεσα. Η άμεση επιρροή εμφανίζεται στην πιθανότητα απωλειών των χρηματικών ροών των τραπεζών, των περιουσιακών στοιχείων της και των υποχρεώσεων της, λόγω μη ευνοϊκών μεταβολών των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Όταν δηλαδή τα παραπάνω εκφράζονται σε ξένο νόμισμα. Η έμμεση επιρροή εμφανίζεται μελλοντικά και αφορά το βαθμό ανταγωνιστικότητας της συγκεκριμένης τράπεζας με άλλα τραπεζικά ιδρύματα. Συγκεκριμένα, εάν μια τράπεζα υπολείπεται ξένων περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων, στην περίπτωση που για παράδειγμα, θα επιχειρήσει να χορηγήσει ένα δάνειο σε έναν ξένο δανειολήπτη, διαφορετικού νομίσματος, η πιθανή ανατίμηση του νομίσματος, θα είναι ζημιογόνα για τον δανειζόμενο και μελλοντικά για την τράπεζα στην περίπτωση

αποπληρωμής του δανείου. Επιπλέον, είναι σημαντικό να τονιστεί, ότι στην περίπτωση του τραπεζικού τομέα, ο συναλλαγματικός κίνδυνος μπορεί να συνδεθεί και με τον κίνδυνο επιτοκίου. Η πολιτική μιας τράπεζας, όσον αφορά στο ποσοστό επιτοκίου της, επηρεάζει έμμεσα την έκθεση της στον συναλλαγματικό κίνδυνο όπως θα αναλυθεί σε επόμενο κεφάλαιο (Popper, H., 1996). Ταυτόχρονα, κάθε επιχείρηση με διεθνή επιχειρηματική δραστηριότητα είναι δυνατό να εκτεθεί στον συναλλαγματικό κίνδυνο. Μία επιχείρηση με εξαγωγικές συναλλαγές, καθώς και μια επιχείρηση που εισάγει προϊόντα από χώρες, από τις οποίες διαφέρει ως προς το νόμισμά της, έχουν υψηλό βαθμό έκθεσης στον συναλλαγματικό κίνδυνο λόγω της μεταβαλλόμενης αξίας του ξένου νομίσματος ως προς το εγχώριο νόμισμα (Μυλωνάς, 2005).

1.5 Η διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου

Η κίνηση των κεφαλαίων με αυξανόμενο ρυθμό, η ταχεία διάδοση πληροφοριών, η έξαρση της παγκοσμιοποίησης και, όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο, το τρέχον σύστημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών έχουν προκαλέσει την εμφάνιση και εξάπλωση του κινδύνου αγοράς (Alexander, 2005). Η πρόβλεψη του κινδύνου αποτελεί πλέον ένα δύσκολο εγχείρημα ακόμα και με την χρήση ιστορικών στοιχείων. Η χρήση ιστορικών στοιχείων μπορεί να βοηθήσει στον προσδιορισμό του κινδύνου, μέσω της πρόβλεψης πιθανών αποτελεσμάτων, σύμφωνα με παρόμοιες καταστάσεις που έχουν εμφανιστεί στο παρελθόν. Ωστόσο, η ταχεία εξέλιξη των οικονομικών γεγονότων σε παγκόσμιο επίπεδο, δημιουργούν νέες συγκυρίες που δεν μπορούν να υπολογιστούν και να αντιμετωπιστούν με βάση ανάλογες συμπεριφορές του παρελθόντος. Η εφαρμογή λοιπόν της διαχείρισης του συναλλαγματικού κινδύνου που απαιτεί διαφορετική δέσμευση από κάθε κλάδο, έχει ωστόσο, ως κοινό στόχο την μείωση του πραγματικού κινδύνου που απειλεί τον κάθε οργανισμό (Μυλωνάς, 2005).

1.5.1 Πρακτικές που αφορούν την διαχείριση συναλλαγματικού κινδύνου

Απαραίτητα κρίνονται ως προϋπόθεση για τους οργανισμούς που επηρεάζονται άμεσα και έχουν μεγάλη έκθεση στην συναλλαγματική ισοτιμία, ο σχεδιασμός και η εφαρμογή ενός λειτουργικού πλαισίου σωστών πρακτικών, όταν καλούνται να πάρουν αποφάσεις σχετικά

με την διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου. Το πρώτο βήμα για την μέτρηση του κινδύνου ξεκινάει από την αναγνώριση και την αξιολόγηση του ρίσκου στο οποίο εκτίθενται, τον προσδιορισμό των ισοτιμιών των συναλλαγών που βρίσκονται σε εξέλιξη αλλά και των πιθανών μελλοντικών συναλλαγών. Για την αξιολόγηση αυτή, οι οργανισμοί μπορούν να χρησιμοποιήσουν διάφορα διαθέσιμα εργαλεία όπως τον δείκτη VaR (Value at Risk) που θα αναλυθεί παρακάτω. Μετά την αξιολόγηση των παραπάνω, οι οργανισμοί έχουν την δυνατότητα να διαμορφώσουν την στρατηγική που θα ακολουθήσουν, δηλαδή τον τρόπο αντιμετώπισης και αντιστάθμισης του συναλλαγματικού κινδύνου στον οποίο είναι πιθανό να εκτεθούν. Η στρατηγική αυτή θα πρέπει να περιλαμβάνει όχι μόνο την διαδικασία εκτέλεσης της αντιστάθμισης, είτε αυτή θα είναι ολική αντιστάθμιση είτε μερική, αλλά ταυτόχρονα και τα εργαλεία που θα χρησιμοποιηθούν για την επίτευξη της. Συνεπώς, δεδομένης της σημαντικότητας που χαρακτηρίζει την αντιστάθμιση των συναλλαγματικών ισοτιμιών, οι οργανισμοί θα επωφελούνταν από την δημιουργία ενός σώματος που θα ασχολείται αποκλειστικά με το συγκεκριμένο θέμα και θα μπορεί να διαχειρίζεται την παραπάνω στρατηγική εξ ολοκλήρου. Μεταξύ άλλων, οι αρμοδιότητες του σώματος αυτού θα είναι η πρόβλεψη των διακυμάνσεων των συναλλαγματικών ισοτιμιών, ο χειρισμός των απαραίτητων εργαλείων που προϋποθέτει η αντιστάθμιση καθώς φυσικά και η εκτίμηση του ανάλογου κόστους των πρακτικών αντιστάθμισης που θα επιβαρύνει τον κάθε οργανισμό (Papaioannou, 2006).

Κεφάλαιο Δεύτερο: Τα μέσα διαχείρισης του Συναλλαγματικού Κινδύνου

2.1 Διαχείριση συναλλαγματικού κινδύνου στο επίπεδο των Επιχειρήσεων

Ο συναλλαγματικός κίνδυνος στο επίπεδο των επιχειρήσεων συγκαταλέγεται στους εξωτερικούς κινδύνους που μπορεί να αντιμετωπίσει μια επιχείρηση με διεθνές χαρακτήρα. Οι επιχειρήσεις, με σκοπό την αποφυγή απειλής των κερδών τους όσον αφορά, μεταξύ άλλων, στο εγχώριο συνάλλαγμα, στην αλλαγή των φορολογικών συνθηκών, στην οικονομική ευημερία της επιχείρησης, και τελικά στην εταιρική επιβίωση πρέπει να προβούν τόσο σε μέτρηση όσο και σε διαχείριση της έκθεσής τους στον συναλλαγματικό κίνδυνο. Συγκεκριμένα, σε μία επιχείρηση εμπορευμάτων με διεθνή χαρακτήρα, η τυχόν διακύμανση

που μπορεί να υποστούν οι τιμές των εμπορευμάτων εξαιτίας της συναλλαγματικής ισοτιμίας μπορεί να προκαλέσει μεγάλες απώλειες στην επιχείρηση, επηρεάζοντας μεταξύ άλλων τις πωλήσεις και τα κόστη παραγωγής. Σύμφωνα λοιπόν με τα παραπάνω, η ανάπτυξη τεχνικών αντιστάθμισης με σκοπό την άμεση διαχείριση του ενδεχόμενου κινδύνου και τελικά την επιβίωση και άνθιση της επιχείρησης, κρίνεται απαραίτητη (Μυλωνάς, 2005). Ο καλύτερος τρόπος για την αντιστάθμιση του συναλλαγματικού κινδύνου που μπορεί να παρουσιάζεται σε μια επιχείρηση είναι μέσω της αγοράς παραγώγων, όπως θα παρουσιαστεί παρακάτω.

2.1.1 Χρήση Εργαλείων Συναλλαγών σε ξένο συνάλλαγμα

Οι διαδικασίες μιας συναλλαγής σε ξένο συνάλλαγμα που αφορούν κυρίως εμπορικές συναλλαγές στις διεθνείς αγορές, περιλαμβάνουν εργαλεία για την εξυπηρέτηση τους, που πολλές φορές μπορούν να διευκολύνουν τις διαδικασίες αλλά και να αντισταθμίσουν ή να εξαλείψουν κινδύνους όπως πίστωσης ή συναλλάγματος. Ακολουθούν κάποια παραδείγματα τέτοιων εργαλείων:

Ενέγγυα πίστωση (Letter of credit)

Στις συναλλαγές με το εξωτερικό, σημαντικό ρόλο παίζουν οι ενέγγυες πιστώσεις που αποτελούν έγγραφα που εκδίδονται από έναν χρηματοοικονομικό οργανισμό και λειτουργούν ως εγγύηση της πληρωμής στον δικαιούχο. Κατά τη συναλλαγή αγοράς-πώλησης, εκδίδεται η ενέγγυα πίστωση με δικαιούχο τον πωλητή, κατά εντολή του αγοραστή και η τράπεζα, που συνήθως εκδίδει την ενέγγυα πίστωση είναι υποχρεωμένη να πληρώσει τον δικαιούχο αν τηρηθούν οι όροι και οι προϋποθέσεις – εγγυήσεις που απαιτούνται από τον εντολέα και κατατεθούν τα απαραίτητα έγγραφα (π.χ. φορτωτική). Στην περίπτωση αυτή, εξαλείφεται ο κίνδυνος πίστωσης καθώς μετατοπίζεται στην τράπεζα που αναλαμβάνει την έκδοση της ενέγγυας πίστωσης.

Τα πλεονεκτήματα της ενέγγυας πίστωσης ως προς τον αγοραστή που έχει τον ρόλο του εισαγωγέα περιλαμβάνουν τη μείωση ή την πλήρη αποφυγή πληρωμής ποσού προκαταβολικά, τη δέσμευση ότι η πληρωμή θα πραγματοποιηθεί μετά την ολοκλήρωση κατάθεσης των απαραίτητων για τη συναλλαγή εγγράφων καθώς και τη διασφάλιση της

τήρησης των όρων και προϋποθέσεων της συναλλαγής, όπως είναι οι προθεσμίες αποστολής και παράδοσης των προϊόντων. Αντίστοιχα, όσον αφορά στον πωλητή που έχει το ρόλο του εξαγωγέα, η ενέγγυα πίστωση του εξασφαλίζει την πλήρη καταβολή της πληρωμής του και εξαλείφει τον κίνδυνο της μη πληρωμής μεταξύ συμβαλλόμενων που δεν είχαν επιχειρηματικές σχέσεις από τις οποίες να προκύπτει η αξιοπιστία τους (RCB Bank, 2019). Η ενέγγυα πίστωση μπορεί να έχει δύο τύπους: αμετάκλητη ή μετακλητή ανάλογα εάν τα συμβαλλόμενα μέλη επιθυμούν τη δυνατότητα τροποποιήσεων σε αυτή (Γραφείο Οικονομικών και Εμπορικών Υποθέσεων, Πρεσβεία της Ελλάδας στο Πεκίνο, 2008). Ο αμετάκλητος τύπος της ενέγγυας πίστωσης μειώνει τους κινδύνους που ενέχονται σε αυτή και συνεπώς συνιστάται στις περισσότερες περιπτώσεις.

Επιταγή αποδοχής τράπεζας (Banker's acceptance)

Η επιταγή αποδοχής τράπεζας είναι μία μεταχρονολογημένη επιταγή με συγκεκριμένη ημερομηνία λήξης που εισπράττεται από την Τράπεζα σε ημερομηνία μεταγενέστερη της ημερομηνίας έκδοσης. Ουσιαστικά αποτελεί τίτλο που φέρει την εγγύηση της Τράπεζας που τον εκδίδει, μειώνοντας τον πιστωτικό κίνδυνο.

Πρακτορεία (factoring)

Η πρακτορεία αποτελεί σύμβαση κατά την οποία ένας πράκτορας αγοράζει ένα λογαριασμό απαιτήσεων αναλαμβάνοντας τον πιστωτικό κίνδυνο και δίνοντας την ευχέρεια στην επιχείρηση ή το πρόσωπο που μεταβιβάζει την πίστωση να εισπράξει νωρίτερα. Αποτελεί μία συνεργασία ανάμεσα στον προμηθευτή μιας συναλλαγής και ενός χρηματοοικονομικού ενδιαμέσου, πράκτορα, ο οποίος έχει τον ρόλο του διαχειριστή αλλά και του εκτελεστή των χρηματοοικονομικών ενεργειών.

Η πρακτορεία διακρίνεται σε εγχώρια και διεθνής ανάλογα εάν καλύπτει τις ανάγκες της επιχείρησης στην εγχώρια ή στη διεθνή αγορά. Επιπλέον, στην περίπτωση που η πρακτορεία αναφέρεται σε διεθνείς αγορές μπορεί να απευθύνεται σε εξαγωγικές επιχειρήσεις (εξαγωγικό factoring) ή σε εισαγωγικές (εισαγωγικό factoring). Η πρακτορεία είναι εργαλείο που μπορεί να εξαλείψει τον πιστωτικό κίνδυνο για την επιχείρηση όταν αναλαμβάνεται

πλήρως από τον πράκτορα, που στην περίπτωση αυτή αναφερόμαστε στο factoring χωρίς δικαίωμα αναγωγής, σε αντίθεση με το factoring με δικαίωμα αναγωγής, όπου ο πιστωτικός κίνδυνος παραμένει στην επιχείρηση – προμηθευτή (Ελληνική Ένωση Factoring, 2013).

Το κόστος της πρακτορείας αποτελεί μια ποσοστιαία αμοιβή - προμήθεια για τον πράκτορα. Υπολογίζεται βάσει του λογαριασμού του πελάτη και διακρίνεται στο κόστος το διαχειριστικό και στο κόστος ασφάλισης. Και οι δύο κατηγορίες κυμαίνονται συνήθως μεταξύ του 0,5 – 1,0 % επί του μικτού ποσού των τιμολογίων και το μεν πρώτο εξαρτάται από τον ετήσιο κύκλο εργασιών, το μέσο όρο εκχωρούμενων απαιτήσεων, το μέσο ποσοστό των τιμολογίων και τον αριθμό πελατών, ενώ το δεύτερο εξαρτάται από τη φερεγγυότητα του πελάτη και τους κινδύνους που αναλαμβάνει ο πράκτορας. Τέλος, το κόστος της πρακτορείας περιλαμβάνει και την επιβάρυνση που δέχεται ο πελάτης λόγω τόκων, η οποία αναφέρεται σε επιτόκιο 1-3% μεγαλύτερο από το επιτόκιο βραχυπρόθεσμου δανεισμού, υπολογίζεται στο κεφάλαιο και αποδίδεται εκ των προτέρων και προσαυξάνεται με μια εισφορά 0,12 του Ν.128/75, χωρίς Ειδικό Φόρο Τραπεζικών Εργασιών (ΕΦΤΕ), καθώς και την επιβάρυνση που υπολογίζεται στο πλεόνασμα των λογαριασμών του προμηθευτή (Ελευθεριάδης, 2016).

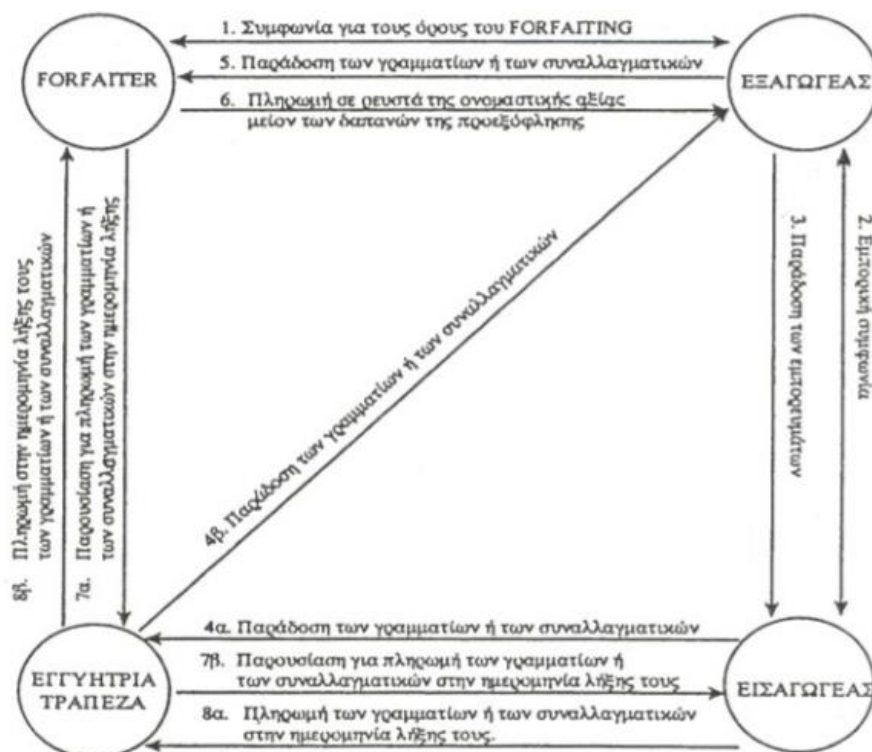
Στην Ελλάδα, σύμφωνα με την Ελληνική Ένωση factoring, η πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων διέπεται από τις διατάξεις του Νόμου 1905/1990 και το πλαίσιο λειτουργίας της καθορίζεται και από την αριθμ. 2622/21.12.2009 Πράξη του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος.

Τα πλεονεκτήματα για τις επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν την πρακτορεία στις συναλλαγές τους είναι πολλά και σημαντικά για την ανάπτυξή τους, με κυριότερο την εξάλειψη του πιστωτικού κινδύνου για τον προμηθευτή καθώς απορροφάται από τον πράκτορα, καθώς και την αποφυγή επισφαλειών. Αντίθετα, για επιχειρήσεις με δυνατή οικονομική ρευστότητα το κόστος της πρακτορείας μπορεί να την καταστήσει μη αποδεκτή και οικονομικά μη συμφέρουσα επιλογή.

Εμπορία απαιτήσεων (forfaiting)

Η εμπορία απαιτήσεων ή όπως ονομάζεται στη διεθνή ορολογία, forfaiting, αποτελεί μορφή χρηματοδότησης του εμπορίου που προϋποθέτει την αγορά – προεξόφληση εμπορικών απαιτήσεων από τον κάτοχό τους χωρίς τη δυνατότητα αναγωγής (Ελευθεριάδης, 2016). Στη διαδικασία αυτή ο χρηματοδότης (forfaiter) αποδίδει στην πωλητή πληρωμή πριν τον καθορισμένο χρόνο αποπληρωμής, αναλαμβάνοντας τον κίνδυνο της μη αποπληρωμής από τον αγοραστή. Με τον τρόπο αυτό, εξαλείφονται οι κίνδυνοι της συναλλαγής για τον πωλητή στους οποίους συμπεριλαμβάνεται και ο συναλλαγματικός κίνδυνος.

Στο παρακάτω σχήμα παρουσιάζονται αναλυτικά οι σχέσεις μεταξύ των συμβαλλόμενων μελών αλλά και οι διαδικασίες που περιλαμβάνει μια συναλλαγή με τη χρήση forfaiting.



(Ιορδάνης Ελευθεριάδης, “Χρηματοδότηση διεθνούς εμπορίου”, 2016)

Αν και, οι δύο μορφές χρηματοδότησης της πρακτορείας και της εμπορίας απαιτήσεων φαίνονται να έχουν πολλά κοινά χαρακτηριστικά, εντούτοις, έχουν και κάποιες σημαντικές διαφορές όπως:

- Το forfaiting χρησιμοποιείται αποκλειστικά στο εξωτερικό εμπόριο, σε αντίθεση με το factoring που μπορεί να αφορά και το εσωτερικό εμπόριο.
- Το forfaiting δεν επιτρέπει το δικαίωμα αναγωγής κατά του εξαγωγέα σε αντίθεση με το factoring που το δικαίωμα αναγωγής μπορεί να αποτελεί μέρος της συμφωνίας.
- Στο factoring σε αντίθεση με το forfaiting ο πράκτορας δεν καλύπτει το πολιτικό κόστος.
- Το forfaiting χρησιμοποιείται σε μεσοπρόθεσμες ή μακροπρόθεσμες χρηματοδοτήσεις.

2.2 Τρόποι διαχείρισης συναλλαγματικού κινδύνου

Βασικό χαρακτηριστικό για την μελέτη της διαχείρισης του συναλλαγματικού κινδύνου είναι η διευκρίνιση ότι, ο συγκεκριμένος κίνδυνος προσφέρεται προς διαχείριση και δεν είναι δυνατόν να εξουδετερωθεί εντελώς. Ο λόγος έγκειται στο υπάρχον σύστημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών, όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο. Ο τρόπος αντιμετώπισης του συναλλαγματικού κινδύνου μπορεί να διαφοροποιηθεί ανάλογα με το επίπεδο στο οποίο εφαρμόζεται (Μυλωνάς, 2005).

2.2.1 Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα

Η πιθανή έκθεση στον κίνδυνο αγοράς, συνετέλεσε στην δημιουργία εργαλείων, πιο συγκεκριμένα προϊόντων, με σκοπό την διαχείρισή του. Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα χαρακτηρίζονται ως συμφωνίες μεταξύ δύο πλευρών με σκοπό την εκπλήρωση μιας συναλλαγής (ή και μη, όπως θα αναλυθεί σε επόμενο κεφάλαιο) σε προσχεδιασμένη τιμή και σε συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία. Η αξία των παράγωγων προϊόντων προκαθορίζεται και διακυμαίνεται σύμφωνα με την αξία κάποιου βασικότερου προϊόντος, δηλαδή κάποιου υποκείμενου τίτλου, τα οποία μεταξύ άλλων μπορεί να είναι μετοχές, ομόλογα, συναλλαγματικές ισοτιμίες, ακόμα και αγροτικά προϊόντα σύμφωνα με τον Hull (2009). Τα γνωστότερα και σημαντικότερα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα είναι τα προθεσμιακά συμβόλαια, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, τα δικαιώματα προαίρεσης και οι συμβάσεις ανταλλαγής απαιτήσεων. Σε μια προσπάθεια να διαχωρίσουμε

τα παράγωγα προϊόντα μεταξύ τους, η πρώτη διάκριση τους αφορά την διαπραγμάτευση τους σε οργανωμένες ή μη αγορές. Ειδικότερα, τα δικαιώματα προαίρεσης και τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης συναντώνται στις οργανωμένες αγορές, στα χρηματιστήρια παραγώγων, ενώ αντιθέτως, οι συμβάσεις ανταλλαγής απαιτήσεων και τα προθεσμιακά συμβόλαια αποτελούν αξιόγραφα που προσφέρονται κυρίως από τραπεζικά ιδρύματα, δηλαδή μη οργανωμένες αγορές.

Τα παράγωγα προϊόντα αποτελούν αξιόγραφα, συμφωνίες, που δημιουργήθηκαν για την διαχείριση και τη μείωση ρίσκου, εξαιτίας της μεταβλητότητας των τιμών που λαμβάνουν οι παραπάνω υποκείμενοι τίτλοι, λόγω της μεταφοράς τους από τον έναν αντισυμβαλλόμενο στον έτερο αντισυμβαλλόμενο, εξαιτίας της διακύμανσης των τιμών των ισοτιμιών. Μια σημαντική λειτουργία συνεπώς, των παράγωγων προϊόντων είναι η αντιστάθμιση του συναλλαγματικού κινδύνου (Morgan, 2013).

Τα προϊόντα διαχείρισης συναλλαγματικού κινδύνου είναι σύνηθες να χρησιμοποιούνται σε ορισμένες περιπτώσεις και από άτομα που επιθυμούν να εισέλθουν κερδοσκοπικά στην αγορά συναλλάγματος, με σκοπό δηλαδή να επωφεληθούν από προκείμενη άνοδο ή πτώση τους. Σε αυτή την περίπτωση, τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα θα αυξήσουν τον κίνδυνο παρά θα τον περιορίσουν. Ωστόσο, μια άλλη χρήση των παράγωγων προϊόντων αφορά την εξισορροπητική κερδοσκοπία, η οποία υλοποιείται χωρίς την ανάληψη κινδύνου και ρίσκου.

2.2.2 Ιστορική Αναδρομή

Όπως αναφέρει ο Hull (2006) τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα, όπως τα γνωρίζει ο σύγχρονος χρηματοοικονομικός κόσμος, γνώρισαν μεγάλη διασημότητα από τις αρχές της δεκαετίας του 1980 και έπειτα. Ωστόσο, η ανάγκη των ανθρώπων για αποφυγή απωλειών στις χρηματικές τους συναλλαγές, ή αλλιώς, η ανάγκη για κάλυψη του κινδύνου εμφανίζεται ήδη από την ανακάλυψη της γραφής, στη Μεσοποταμία. Συμφωνίες που φαίνεται να προσομοιάζουν με κάποιο τρόπο στα σημερινά παράγωγα προϊόντα εμφανίζονται συχνά ιστορικά, μεταξύ της πλευράς των εμπόρων και αυτής των παραγωγών, ήδη από την αρχαία Ελλάδα και τη Ρώμη. Συνεπώς, με την ανάπτυξη του εμπορίου, εμφανίστηκε η ανάγκη

δημιουργίας συμβολαίων μεταξύ των αντισυμβαλλομένων, για μελλοντικές συναλλαγές και παραδόσεις σε προϊόντα, όπως για παράδειγμα η εμπορεία ξυλείας. Ο λόγος για την ύπαρξη αυτών των συμφωνιών ήταν η παράδοση εμπορευμάτων σε μια προσχεδιασμένη τιμή, σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα ώστε να διασφαλιστεί η μείωση της αβεβαιότητας όσον αφορά στη τιμή τους. Υπάρχουν αμέτρητα σημαντικά παραδείγματα που αποδεικνύουν την ύπαρξη παράγωγων προϊόντων από την προ Χριστού εποχή έως και την «επίσημη» εγκαθίδρυση τους στην δραστηριότητα των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων και μη (Swan, 2000).

Ένα από τα χαρακτηριστικότερα παραδείγματα οργανωμένης διαπραγμάτευσης παράγωγων προϊόντων του παρελθόντος, συνέβη στην Ολλανδία, στο χρηματιστήριο του Άμστερνταμ, εξαιτίας της εμφάνισης της τουλίπας (Gurta, 2017). Η τουλίπα αποτελούσε λουλούδι της χλωρίδας της Τουρκίας, μέχρι τον 16^ο αιώνα, όπου ένας βοτανολόγος έφερε την τουλίπα στον Βοτανικό Κήπο της Ολλανδίας και την παρουσίασε στην χώρα. Τότε ξεκίνησε η συστηματική καλλιέργεια της τουλίπας. Το λουλούδι έγινε αμέσως δημοφιλές στους ντόπιους και παρά την ακριβή του τιμή, η ζήτησή του έφτασε στα ύψη ξεπερνώντας ωστόσο την προσφορά. Λόγω της δύσκολης διαδικασίας καλλιέργειας του συγκεκριμένου άνθους, η περίοδος αγοράς και πώλησης των βολβών της τουλίπας, περιοριζόταν μόνο σε τρεις μήνες το χρόνο. Την υπόλοιπη λοιπόν περίοδο του χρόνου, όταν δηλαδή οι βολβοί των τουλιπών είχαν εκλείψει, οι έμποροι, με την βοήθεια συμβολαιογράφων υπέγραφαν συμβόλαια, για να αγοράσουν και να πουλήσουν βολβούς τουλίπας, την περίοδο επανεμφάνισης τους. Σύμφωνα λοιπόν με τα παραπάνω, είναι εύκολο να κατανοήσουμε ότι η εμφάνιση των πρώτων συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, σε μία πρώτη οργανωμένη και συστηματική μορφή, συνέβη στην Ολλανδία, εξαιτίας της ανάγκης για αγορά τουλίπας. Στις διαπραγματεύσεις αυτές μάλιστα, συναντώνται πολλά κοινά χαρακτηριστικά με τις ισχύουσες χρηματοοικονομικές συναλλαγές, όπως ήταν ο συγκεκριμένος χρόνος για την δυνατότητα συναλλαγής, τα επίσημα έγγραφα κ.α. Επιπρόσθετα, η ύπαρξη αυτών των συναλλαγών προκάλεσε μάλιστα και την εμφάνιση κερδοσκόπων, οι οποίοι δεν επιθυμούσαν την αγορά τουλίπας για δική τους χρήση, αλλά για να την μεταπωλήσουν έπειτα, και με αυτόν τον τρόπο να αποκομίσουν κέρδος (Swan, 2000).

Ένα ακόμη παράδειγμα της εμφάνισης των παραγώγων ιστορικά, διαδραματίζεται στο Σικάγο των Ηνωμένων Πολιτειών, ως ανάγκη αποφυγής των μεγάλων διακυμάνσεων στις τιμές των σιτηρών. Οι γεωργοί του Σικάγο γνωρίζοντας ότι η συγκομιδή του σιταριού είναι εποχιακή, έπρεπε να αναζητήσουν έναν τρόπο για την διαφύλαξη των τιμών του σιταριού σε ένα σταθερό επίπεδο, οι οποίες δεν θα επηρεάζονταν εξαιτίας αυτής της εποχικότητας, όπως αποδείχθηκε στο παράδειγμα των τουλιπών της Ολλανδίας. Ο τρόπος αυτός ήταν και πάλι τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης «κλειδώνοντας» έτσι την τιμή του σιταριού μελλοντικά. Στις 3 Απριλίου του 1848, ιδρύεται η Επιτροπή Εμπορίου του Σικάγο, η οποία παίζει σημαντικό ρόλο στην συγκεκριμένη περίπτωση, δεδομένου ότι, αποτελούσε τον επιτηρητή για την σύναψη αυτών των συμβολαίων. Τα συμβόλαια αυτά αποτελούν μια μορφή δικαιωμάτων προαίρεσης και κατοχύρωσαν την νομιμότητα τους το 1865 στο Σικάγο, από την Επιτροπή Εμπορίου (Chance, 1998).

Συμπερασματικά, η εμφάνιση των παραγώγων προϊόντων είναι άμεσα συνδεδεμένη με την εμπορία προϊόντων. Η συνειδητοποίηση της ανάγκης ενός εργαλείου που θα προσφέρει στους εμπόρους και στους καταναλωτές μια συμφωνία, όσον αφορά στην προσχεδιασμένη τιμή ενός προϊόντος μελλοντικά, εμφανίζεται ήδη από την αρχαία Ελλάδα. Τα δικαιώματα προαίρεσης, υπό διάφορες μορφές και αρκετά διαφορετικά από ό,τι εμφανίζονται σήμερα, συναντώνται στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής ήδη από το 1860. Ωστόσο, το 1936 λόγω της τεράστιας έξαρσης που είχαν γνωρίσει τα παράγωγα προϊόντα, απαγορεύτηκε η χρήση τους σε συγκεκριμένα προϊόντα όπως το ρύζι, το καλαμπόκι, το βαμβάκι και άλλες πρώτες ύλες (Commodity Exchange Act), σε μια προσπάθεια αποφυγής της εύκολης χειραγώγησης της αγοράς. Η χρήση ωστόσο των δικαιωμάτων προαίρεσης συνεχιζόταν στην Ευρώπη και είχε γνωρίσει μεγάλη άνθηση στο Λονδίνο. Οι Αμερικανικές εταιρείες που ασχολούνταν κατά κύριο λόγο με το εμπόριο, αναγκάστηκαν να στραφούν στην Μεγάλη Βρετανία, με σκοπό να εκμεταλλευτούν την δική τους ελευθερία χρήσης δικαιωμάτων προαίρεσης. Συνεπώς, μέχρι το τέλος της δεκαετίας του 1970, η αγορά της Μεγάλης Βρετανίας είχε γίνει γνωστή για την προσφορά της σε δικαιώματα προαίρεσης παγκοσμίως (Gupta, 2017). Για τον λόγο αυτό, δημιουργούνται το 1973 τα πρώτα χρηματιστήρια παραγώγων στο Σικάγο, υπό την καθοδήγηση της Επιτροπής Εμπορίου του Σικάγο, γνωστά ως Chicago Board Options Exchange, για την διασφάλιση της ομαλής λειτουργίας της αγοράς και την κυριαρχία διαφάνειας μεταξύ των συναλλαγών. Παρατηρώντας την επιτυχία

που γνώρισαν τα χρηματιστήρια του Σικάγο στις συναλλαγές των παράγωγων προϊόντων, το παράδειγμα τους αποφάσισαν να ακολουθήσουν και τα άλλα χρηματιστήρια παγκοσμίως. Έτσι λοιπόν, μέχρι και τα μέσα της δεκαετία του 19^{ου} αιώνα, η χρήση παραγώγων αφορούσε κατά κύριο λόγο εμπορεύματα, ωστόσο με την παρουσία των πρώτων παραγώγων αναφερόμενα σε χρηματοοικονομικά προϊόντα, δημιουργούνται νέα πεδία τόσο δυνατοτήτων όσο και ευκαιριών (Chance, 1998).

Σύμφωνα με το Χρηματιστήριο Αθηνών, στην Ελλάδα λειτουργεί οργανωμένη αγορά παραγώγων από το 1999, μέσω ενός φορέα που ονομάστηκε Αγορά Παραγώγων και προήλθε από την συγχώνευση δύο Ανώνυμων Εταιρειών: την “Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών” Α.Ε. (Χ.Π.Α.) και την “Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών” Α.Ε. (Χ.Α.Α.). Η Αγορά Παραγώγων πραγματοποιεί συναλλαγές ηλεκτρονικά και τον ρόλο του κεντρικού αντισυμβαλλόμενου έχει η Εταιρία Εκκαθάρισης Α.Ε. (ΕΤ.ΕΚ.), που ανήκει στον όμιλο Ελληνικά Χρηματιστήρια (Ε.Χ. Α.Ε.). Τα παράγωγα προϊόντα που χρησιμοποιούνται από την Αγορά Παραγώγων για τις επενδυτικές συναλλαγές είναι:

- Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) - Futures τόσο επί μετοχών όσο και σε δείκτες
- Συμβόλαια Δικαιωμάτων Προαίρεσης (ΔΠ) - Options τόσο επί μετοχών όσο και σε δείκτες
- Διάφορες Συμβάσεις Repos έναντι της ΕΤ.ΕΚ.

2.3 Μέθοδος εκτίμησης ρίσκου VAR “value-at-risk” (αξία σε κίνδυνο)

Οι ζημιές που προκλήθηκαν στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές λόγω της προσέγγισης του ρίσκου με την χρήση παραγώγων προϊόντων οδήγησαν τους παράγοντες της αγοράς, όπως για παράδειγμα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, στην αναζήτηση ενός εργαλείου, ή αλλιώς μιας μεθόδου, που θα είναι δυνατό να υπολογίζει τον κίνδυνο της αγοράς. Ο J P Morgan τη δεκαετία του 90' ανέπτυξε την μέθοδο εκτίμησης ρίσκου VaR για τον σκοπό αυτό. Η μέθοδος VaR έχει γνωρίσει μεγάλη διασημότητα τις τελευταίες δύο δεκαετίες και έχει γίνει αποδεκτή από μεγάλα τραπεζικά ιδρύματα. Για την καλύτερη κατανόηση της μεθόδου VaR είναι σημαντικό να υπογραμμιστεί ότι, στις κλασικότερες

μεθόδους διαχείρισης του ρίσκου αγοράς, δύο ήταν οι βασικές έννοιες μέτρησης, η έννοια της ευαισθησίας και η μέτρηση της διάρκειας. Η προσέγγιση VaR είναι κατάλληλη για να χρησιμοποιείται σε περιπτώσεις όπου τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μπορούν να χρησιμοποιήσουν και να λάβουν υπόψιν τους ιστορικά στοιχεία για τον επικείμενο κίνδυνο που πρόκειται να αντιμετωπίσουν. Πρόκειται δηλαδή για έναν επερχόμενο κίνδυνο ο οποίος πρόκειται να προκαλέσει απώλειες, οι οποίες πρέπει με κάποιο τρόπο να υπολογιστούν. Συνεπώς, η μέθοδος αυτή θα χρησιμοποιηθεί για να παράσχει στα ιδρύματα μια στατιστική εκτίμηση του συγκεκριμένου κινδύνου. Η στατιστική αυτή εκτίμηση θα υπολογίζει ποιο είναι το χρηματικό ποσό σε μία συγκεκριμένη ισοτιμία, σε ένα συγκεκριμένο δηλαδή νόμισμα, το οποίο το ίδρυμα έχει την οικονομική δυνατότητα να χάσει μέσα σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και για δεδομένο επίπεδο εμπιστοσύνης. Θα υπολογίζεται δηλαδή, η μέγιστη απώλεια που αναμένεται να υποστεί ένα χαρτοφυλάκιο, για ένα καθορισμένο χρονικό διάστημα και εντός συγκεκριμένου διαστήματος στατιστικής εμπιστοσύνης, ή διαφορετικά με προεπιλεγμένη πιθανότητα. Για ένα συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα t και ένα επίπεδο εμπιστοσύνης p , η τιμή VaR είναι η απώλεια της αξίας της αγοράς που ξεπερνά την χρονική στιγμή t , με πιθανότητα $1-p$. Η μέθοδος εκτίμησης ρίσκου VaR έχει αναγνωριστεί ως ένα πολύ χρήσιμο εργαλείο, μεταξύ άλλων, από την Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών, από την Ευρωπαϊκή Ένωση και από την «Ομάδα των 30» πιο γνωστό ως G30 (1993).

2.3.1 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα της Μεθόδου VaR

Όπως όλα τα εργαλεία, έτσι και η μέθοδος διαχείρισης ρίσκου VaR γνωρίζει τόσο πλεονεκτήματα όσο και μειονεκτήματα. Όσον αφορά στα πλεονεκτήματα είναι ασφαλές να υποστηρίξουμε πως η μέθοδος VaR είναι πολύ εύκολο να γίνει κατανοητή. Με ένα μόνο ποσοστό, είναι δυνατό να παρουσιάσει το μέγεθος του κινδύνου που μπορεί να αντιμετωπίσει ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα ή μια εταιρεία στο χαρτοφυλάκιο της. Για αυτόν ακριβώς το λόγο, είναι εύκολο να χρησιμοποιηθεί σε αναλύσεις και αναφορές με σκοπό την δημιουργία μιας ολοκληρωμένης στρατηγικής, με σκοπό την εξάλειψη του κινδύνου. Επιπλέον, η μέθοδος VaR μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την μέτρηση της έκθεσης σε κίνδυνο, ποικίλων χρηματοοικονομικών προϊόντων, όπως μεταξύ άλλων, παράγωγα, δάνεια, μετοχές και

συνάλλαγμα. Αυτός είναι και ένας σημαντικός λόγος για τον οποίο επιλέγεται τόσο συχνά από τις τράπεζες και γενικότερα από τους χρηματοπιστωτικούς θεσμούς. Τέλος, η VaR αποτελεί ένα εργαλείο παγκόσμιας αναγνώρισης και συνεπώς είναι σύνηθες να χρησιμοποιείται από ιδρύματα του χρηματοοικονομικού τομέα που έχουν συναλλαγές με διεθνή χαρακτήρα, ορίζοντας έτσι, ένα κοινό και κατανοητό σημείο συνεννόησης με την απέναντι πλευρά.

Ωστόσο, είναι σημαντικό να υπογραμμιστούν και τα μειονεκτήματα της VaR. Προσπαθώντας να υπολογιστεί η έκθεση σε πιθανό κίνδυνο, η VaR μπορεί να αποδειχθεί παραπλανητική. Αυτό συμβαίνει καθώς το ποσοστό εμπιστοσύνης πιθανής απώλειας που προσφέρει η VaR, λόγω του μεγέθους της, 99% παραδείγματος χάριν, μπορεί να προσφέρει ένα ψευδές αίσθημα ασφάλειας. Το υπολειπόμενο 1% ποσοστό, το οποίο παρουσιάζει την πιθανότητα να έχει αποτύχει η πρόβλεψη, δεν πρέπει να θεωρείται σε καμία περίπτωση αμελητέο και να λαμβάνεται υπόψη. Ένα επιπρόσθετο σημαντικό μειονέκτημα της VaR οφείλεται στο γεγονός ότι, η VaR προβλέπει το μέγιστο μέγεθος απώλειας στηριζόμενη σε ιστορικά στοιχεία. Με τις μεγάλες και απότομες διακυμάνσεις που παρουσιάζει η αγορά, είναι πιθανό οι μελλοντικές ζημιές να μην μπορούν να υπολογιστούν, καθώς τα γεγονότα που εμφανίζονται διαμορφώνονται συνεχώς μέσα από τις τρέχουσες συνθήκες, αλλάζοντας συνεπώς και τον χαρακτήρα τους αλλά και τις συνέπειές τους. Μάλιστα, το 2013 η εφημερίδα Financial Times δημοσιοποίησε ένα άρθρο υποστηρίζοντας ότι η VaR αποτελεί πλέον μια «ωρολογιακή βόμβα», η οποία πρόκειται να εκραγεί και να προκαλέσει μεγάλες ζημιές στην κεφαλαιακή αγορά (Johnson, 2013).

2.4 Κατηγορίες παράγωγων προϊόντων

Όπως ήδη έχει αναφερθεί επιγραμματικά και σε προηγούμενο κεφάλαιο, οι κύριες κατηγορίες χρηματοοικονομικών παραγώγων είναι τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (future contracts), τα προθεσμιακά συμβόλαια (forward contracts), τα δικαιώματα προαίρεσης (options) και οι συμβάσεις ανταλλαγής (swaps). Τα παράγωγα προϊόντα παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον για την παρούσα εργασία, καθώς μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να προστατέψουν από μια μελλοντικά δυσμενή μεταβολή των

συναλλαγματικών ισοτιμιών, καθώς ο υποκείμενος τίτλος που διαπραγματεύονται είναι πιθανό να αφορά και τιμές συναλλάγματος (Hull, 2006).

Εξετάζοντας τον τρόπο διαπραγμάτευσής τους, τα παράγωγα προϊόντα είναι δυνατόν να διακριθούν σε δύο κατηγορίες: σε αυτά που διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές (exchanges) και σε αυτά που διαπραγματεύονται σε μη οργανωμένες αγορές (over-the-counter-market). Στην πρώτη κατηγορία ανήκουν τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και τα δικαιώματα προαίρεσης, ενώ αντίθετα στη δεύτερη, τα προθεσμιακά συμβόλαια και οι συμβάσεις ανταλλαγής. Ειδικότερα, το κύριο χαρακτηριστικό των οργανωμένων αγορών είναι η τυποποίηση των συμβολαίων όσον αφορά στην διαπραγμάτευση για στοιχεία, όπως είναι μεταξύ άλλων, οι ημερομηνίες παράδοσης, οι όροι ανταλλαγής, οι τιμές άσκησης, με σκοπό φυσικά την διευκόλυνση των χρηματοοικονομικών συναλλαγών. Το βασικότερο πλεονέκτημα των οργανωμένων αγορών είναι η ρευστότητα, η οποία προκύπτει εξαιτίας της ύπαρξης συγκεκριμένων χαρακτηριστικών, ενώ αντιθέτως, ένα σημαντικό μειονέκτημα των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και των συμβάσεων ανταλλαγής είναι πως εξαιτίας της τυποποίησής τους δεν προσφέρουν το δικαίωμα προσαρμογής των συμβολαίων ανάλογα με τις συνθήκες κάθε συμφωνίας. Σε αντιδιαστολή με την πρώτη κατηγορία, οι συμβάσεις ανταλλαγής και τα προθεσμιακά συμβόλαια, δεδομένου ότι κυμαίνονται σε μη οργανωμένες αγορές, δίνουν τη δυνατότητα στους αντισυμβαλλομένους να ορίσουν οι ίδιοι τα χαρακτηριστικά των συμφωνιών τους ανάλογα με την κάθε περίπτωση και τα συμφέροντά τους. Το χαρακτηριστικό αυτό αποτελεί ένα μεγάλο πλεονέκτημα και σημαντικό κριτήριο επιλογής των συμβάσεων ανταλλαγής και των προθεσμιακών συμβολαίων, ωστόσο, οι μη οργανωμένες αγορές δεν προσφέρουν τις εγγυήσεις και συνεπώς την ασφάλεια των οργανωμένων αγορών, με αποτέλεσμα να ελλοχεύει κίνδυνος στη σύναψη συμφωνιών τέτοιου είδους, καθώς υπάρχει πάντοτε το ενδεχόμενο να μην τηρηθούν οι προσυμφωνημένοι όροι είτε καθόλου, είτε με τον τρόπο που έχουν καθοριστεί. Λόγω της περιπλοκότητας των όρων διαπραγμάτευσης, δεδομένου ότι, όροι συμφωνούνται ιδιωτικά, τα συγκεκριμένα προϊόντα, δεν είναι δυνατόν να αγοράζονται και να πωλούνται σε χρηματιστήρια, έχοντας ως αποτέλεσμα την έκθεση σε υψηλότερο κίνδυνο (Campelle & Kracaw, 1993).

2.4.1 Προθεσμιακά συμβόλαια

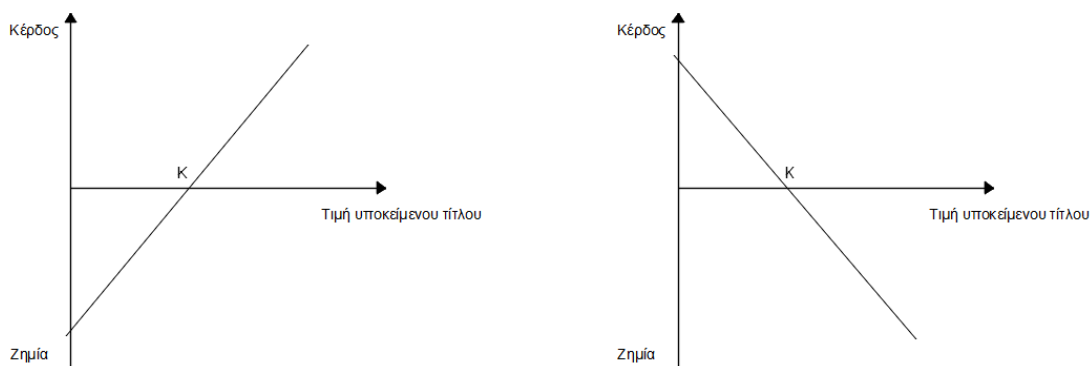
Τα προθεσμιακά συμβόλαια χαρακτηρίζονται ως η απλούστερη μορφή παράγωγων προϊόντων και όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, διαπραγματεύονται σε μη οργανωμένες αγορές. Τα προθεσμιακά συμβόλαια αποτέλεσαν τη βάση για την δημιουργία άλλων πιο σύνθετων μορφών παραγώγων, εξαιτίας της απλότητάς τους. Πιο ειδικά, ένα προθεσμιακό συμβόλαιο αφορά μια συμφωνία είτε αγοράς είτε πώλησης ενός περιουσιακού στοιχείου σε μια μελλοντικά προκαθορισμένη χρονική στιγμή και σε μια προσυμφωνημένη τιμή. Αυτά τα δύο χαρακτηριστικά αποτελούν το χρόνο παράδοσης και τη τιμή παράδοσης. Την στιγμή που γίνεται η σύναψη της συμφωνίας δεν είναι απαραίτητο να προβούν τα μέλη σε πληρωμή, αλλά αντιθέτως, η πληρωμή προγραμματίζεται να πραγματοποιηθεί σε συγκεκριμένη ημερομηνία στο μέλλον, δηλαδή κατά τη λήξη της συμφωνίας (Chisholm, 2011).

Ο αγοραστής του συμβολαίου κατέχει μια θέση αγοράς, δηλαδή μια long θέση, σύμφωνα με την ορολογία των παραγώγων, ενώ ο πωλητής του συμβολαίου κατέχει μια θέση πώλησης, δηλαδή μια short θέση. Η προσυμφωνημένη τιμή κατά την οποία θα αγοράσει και θα πουλήσει ο αγοραστής και ο πωλητής αντίστοιχα, ονομάζεται τιμή παράδοσης (delivery price), ενώ η προσυμφωνημένη ημερομηνία για την αγοραπωλησία των δικαιωμάτων του συμβολαίου ονομάζεται χρόνος ωρίμανσης (maturity time), σημειώνοντας έτσι και τη λήξη της συμφωνίας και την εκπλήρωση των δικαιωμάτων. Η θέση αγοράς, χαρακτηρίζεται ως θετική θέση για το λόγο ότι, ο αγοραστής, συμφωνεί να αγοράσει μελλοντικά ένα περιουσιακό στοιχείο, ορίζοντας προκαταβολικά τη τιμή στην οποία θα το αγοράσει, αντισταθμίζοντας έτσι τον κίνδυνο που πιθανά να αντιμετώπιζε στο μέλλον, σε περίπτωση που η τιμή του περιουσιακού στοιχείου είχε αλλάξει. Σε αντιδιαστολή με την long θέση, ο πωλητής διατηρεί μια αρνητική θέση, διότι προσυμφωνεί να πουλήσει μελλοντικά έναν υποκείμενο τίτλο, προστατεύοντας τα συμφέροντά του από ενδεχόμενη πτώση της τιμής του τίτλου, αντισταθμίζοντας και ο ίδιος τον κίνδυνο που θα αντιμετώπιζε ενδεχομένως μελλοντικά.

Η αξία ενός προθεσμιακού συμβολαίου για μια long θέση, κατά το χρόνο ωρίμανσης του, προκύπτει ως $S_t - K$, όπου S_t θεωρείται η τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου, δηλαδή η spot τιμή του, ενώ K θεωρείται η τιμή του τίτλου κατά τον χρόνο παράδοσης. Αντιθέτως, για μια short θέση, η αξία ορίζεται ως $K - S_t$. Συνεπώς, ο αγοραστής έχει κέρδος όταν και εάν

η τιμή του υποκείμενου τίτλου κατά τον χρόνο ωρίμανσης του συμβολαίου είναι μεγαλύτερη από τη τιμή παράδοσης, προκαλώντας ζημία στον πωλητή, ενώ ο αγοραστής έχει ζημία εάν η τιμή του υποκείμενου τίτλου κατά τον χρόνο ωρίμανσης του συμβολαίου είναι μικρότερη από τη τιμή παράδοσης, προκαλώντας αντίστοιχα κέρδος στον πωλητή.

Στα παρακάτω διαγράμματα απεικονίζεται η αξία ενός προθεσμιακού συμβολαίου τόσο για την θέση αγοράς (long forward) όσο και για την θέση πώλησης (short forward) :



Διάγραμμα: Αξία προθεσμιακού συμβολαίου σε long position και short position (Ελευθεριάδης 2016)

Στο πρώτο παράδειγμα, δηλαδή στο σχεδιάγραμμα που απεικονίζεται η θέση του αγοραστή, η long θέση, είναι φανερό πως το πιθανό κέρδος του αγοραστή είναι απεριόριστο και ισούται όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, με τη θετική διαφορά της τρέχουσας τιμής του υποκείμενου τίτλου από την τιμή του υποκείμενου τίτλου, κατά την στιγμή παράδοσης. Το

πιθανό κέρδος αφορά τις τιμές, όπου $S_t > K$, και συνεπώς η διαφορά τους είναι μεγαλύτερη του μηδενός. Ισχύει για τιμές που κυμαίνονται πάνω από τον οριζόντιο άξονα, για την γραμμή K . Η πιθανή ζημία υφίσταται στην περίπτωση όπου $S_t < K$, και συνεπώς η διαφορά τους είναι μικρότερη του μηδενός. Σε αντίθεση με το κέρδος, η ζημία είναι περιορισμένη όπως φαίνεται από τον οριζόντιο άξονα και κάτω, δεδομένου ότι η τιμή S_t μπορεί να ισούται με την τιμή K και μηδενίζει στο σημείο που ταυτίζεται με την τιμή του κάθετου άξονα.

Στο δεύτερο παράδειγμα, δηλαδή στο σχεδιάγραμμα που απεικονίζεται η θέση του πωλητή, η short θέση, είναι φανερό πως τα δεδομένα είναι ακριβώς αντίστροφα. Το κέρδος του πωλητή είναι περιορισμένο και ισούται με τη ζημία του αγοραστή, ενώ η δυνητική ζημία του πωλητή είναι απεριόριστη και ισούται με το πιθανό κέρδος του αγοραστή, σύμφωνα με τα στοιχεία που αναλύθηκαν προηγουμένως.

Εν κατακλείδι, είναι σημαντικό να υπογραμμιστεί πως τα προθεσμιακά συμβόλαια αφορούν δεσμευτικές πράξεις. Επεξηγηματικά, ο αγοραστής και ο πωλητής δεσμεύονται για την μελλοντική αγορά και πώληση του υποκείμενου τίτλου, είτε η προθεσμιακή τιμή είναι ίση με την τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου, είτε μικρότερη, είτε μεγαλύτερη. Ωστόσο, λόγω του γεγονότος ότι διαπραγματεύονται σε μη οργανωμένες αγορές, υπόκεινται σε πιστωτικό κίνδυνο, με την πιθανότητα είτε ο αγοραστής είτε ο πωλητής να αθετήσουν την συμφωνία.

2.4.2 Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, ή αλλιώς ΣΜΕ όπως δύναται να συναντώνται, αποτελούν συμφωνίες για τη μελλοντική αγορά και πώληση ενός υποκείμενου τίτλου. Συνάπτονται μεταξύ δύο μερών, εκ των οποίων το ένα μέρος λαμβάνει μια θέση αγοράς, long position, και το δεύτερο μέρος μία θέση πώλησης, short position, σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή στο μέλλον, σε μια προσυμφωνημένη τιμή. Πρόκειται συνεπώς, για προθεσμιακά συμβόλαια (forwards) τα οποία ωστόσο διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές, δηλαδή με τη βοήθεια αντίστοιχων χρηματιστηρίων, δημιουργώντας μια διαφορετική κατηγορία παραγώγων, τα λεγόμενα ΣΜΕ (futures). Εξαιτίας μάλιστα της ύπαρξης των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης σε οργανωμένες αγορές, οι επενδυτές

που επιλέγουν να συμμετάσχουν και να κατοχυρώσουν μία θέση δεν είναι απαραίτητο να γνωρίζουν τον δεύτερο αντισυμβαλλόμενο. Επιπλέον, λόγω της τυποποίησης των συμβολαίων, οι χρόνοι εκτέλεσης των συναλλαγών μειώθηκαν αρκετά και ταυτόχρονα κατοχυρώθηκε η διασφάλιση εκπλήρωσης των συμφωνιών. Εξαλείφεται συνεπώς η αβεβαιότητα του κινδύνου επιρροής της μελλοντικής πληρωμής (Chisholm, 2011). Σύμφωνα με τον Hull (2002), ο τρόπος με τον οποίο τα χρηματιστήρια παραγώγων εγγυώνται την διασφάλιση των συναλλαγών, είναι μέσω των λογαριασμών περιθωρίων (margin accounts). Ο ρόλος του συγκεκριμένου λογαριασμού είναι η κατάθεση ενός συγκεκριμένου ποσού της μελλοντικής τιμής K, ειδικότερα, ενός ποσοστού της ονομαστικής αξίας του υποκείμενου τίτλου, και από τα δύο αντισυμβαλλόμενα μέλη, το οποίο ονομάζεται αρχικό περιθώριο (initial margin). Ωστόσο, για να αποφευχθεί η πιθανότητα ο λογαριασμός, να μην διατηρείται σε θετικά επίπεδα, ορίζεται ένα περιθώριο διατήρησης (maintenance margin), το οποίο υπολογίζεται ότι κυμαίνεται σε τιμές μικρότερες του αρχικού περιθωρίου.

Για την διαπραγμάτευση των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης απαιτείται συνεχής αποτίμηση των θέσεων, με αποτέλεσμα η τιμή της συναλλαγής να μεταβάλλεται καθημερινώς, ανάλογα πάντοτε με την μεταβολή της τιμής του υποκείμενου τίτλου. Η διαδικασία αυτή ονομάζεται ημερήσιος διακανονισμός ή σύμφωνα με την ορολογία των χρηματιστηρίων marking to market. Όπως και τα περιθώρια των συναλλαγών, έτσι και την παραπάνω διαδικασία αναλαμβάνουν να φέρουν εις πέρας τα χρηματιστήρια παραγώγων, ενώ οι αγοραστές και οι πωλητές έχουν την δυνατότητα να κλείσουν τις θέσεις τους προτού φτάσει η περίοδος λήξης του συμβολαίου. Ο τρόπος με τον οποίο οι αντισυμβαλλόμενοι μπορούν να προβούν στο κλείσιμο μιας θέσης, είναι με την εισαγωγή τους στην αντίθετη θέση από αυτή που είχαν επιλέξει στην αρχή. Είναι σύνηθες, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης να μην προβαίνουν σε παράδοση κατά την ορισμένη ημερομηνία, με τους αντισυμβαλλόμενους να κλείνουν τις θέσεις τους νωρίτερα.

Σύμφωνα με τον Αγγελόπουλο (2001), οι βασικότεροι ορισμοί για την κατανόηση των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης εξηγούνται παρακάτω:

Υποκείμενος τίτλος	Ο υποκείμενος τίτλος των παράγωγων προϊόντων μπορεί να αφορά οποιοδήποτε χρηματοοικονομικό προϊόν και μη. Στην
--------------------	--

	περίπτωση της παρούσας εργασίας, ο υποκείμενος τίτλος που εξετάζεται είναι το συνάλλαγμα
Μέγεθος συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης	Το μέγεθος του συμβολαίου είναι αυτό το οποίο και θα καθορίσει την ποσότητα του υποκείμενου τίτλου κατά την ημερομηνία παράδοσης
Ελάχιστη μεταβολή τιμής	Ορίζεται μια ελάχιστη μεταβολή της τιμής του υποκείμενου τίτλου
Όρια τιμής ημερησίως	Τίθενται ημερήσια όρια κατά τα οποία η τιμή του υποκείμενου τίτλου δύναται να διακυμανθεί
Όρια θέσεως	Ο κάθε επενδυτής, είτε αγοραστής θέσης είτε πωλητής είναι δυνατόν να συμμετέχει σε έναν ορισμένο αριθμό συμβολαίων σε κάθε οργανωμένη αγορά
Ημερομηνία παράδοσης	Όπως και τα προθεσμιακά συμβόλαια, έτσι και τα ΣΜΕ διαθέτουν μια ημερομηνία λήξης. Η ημερομηνία που λαμβάνουν τα ΣΜΕ, ωστόσο, είναι τυποποιημένη, ολοκληρώνοντας για παράδειγμα έναν κύκλο μηνιαίο, τριμηνιαίο κλπ.

2.4.3 Fair Value: Η θεωρητική τιμή των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης

Για τον υπολογισμό της θεωρητικής τιμής ενός ΣΜΕ είναι αναγκαία η συλλογή των εξής δεδομένων: της τρέχουσας αξίας του υποκείμενου τίτλου (S_t), του τρέχοντος επιτοκίου χωρίς κίνδυνο, το οποίο και διαρκεί όσο και το χρονικό διάστημα που απομένει μέχρι και την ημερομηνία παράδοσης (r), της ετήσιας ποσοστιαίας μερισματικής απόδοσης του υποκείμενου τίτλου (d) και τέλος του χρονικού περιθωρίου που υπολείπεται έως την

ολοκλήρωση του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης που μελετάται (T). Ο τύπος που προκύπτει για τον υπολογισμό της θεωρητικής τιμής ενός ΣΜΕ αναλύεται ως εξής:

$$\text{Fair Value} = St * [1 + (r - d)/100] * T/365$$

Επεξηγηματικά, η τρέχουσα αξία του υποκείμενου τίτλου υποδεικνύει και την τιμή του συμβολαίου του οποίου μελετάται, δεδομένου ότι, η αξία του προκύπτει άμεσα από την αξία του τίτλου. Η ύπαρξη του τρέχοντος επιτοκίου απορρέει από την ανάγκη θέσπισης περιθωρίου διατήρησης. Συνεπώς, αφού δεν απαιτείται η καταβολή όλου του ποσού κατά την διαπραγμάτευση ενός ΣΜΕ, το ποσό που υπολείπεται έγκειται σε μία επένδυση με τόκο χωρίς ωστόσο την πιθανότητα κινδύνου. Η μερισματική απόδοση του υποκείμενου τίτλου αναγκάζει τις απώλειες κάθε ημέρας να αφαιρούνται από τον λογαριασμό περιθωρίων του επενδυτή, ενώ αντίθετως τα ημερήσια κέρδη προστίθενται στον συγκεκριμένο λογαριασμό, δεδομένα τα οποία πρέπει να υπολογίζονται. Τέλος, όπως και σε κάθε παράγωγο προϊόν, έτσι και στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, η ημερομηνία λήξης του συμβολαίου, προσδιορίζει και τον υπολειπόμενο χρόνο μέχρι την τελική ημερομηνία παράδοσης του συμβολαίου.

Για την μελέτη των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, στην περίπτωση των συναλλαγματικών ισοτιμιών, στη θέση του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο, θα χρησιμοποιηθεί το επιτόκιο της ξένης συναλλαγματικής ισοτιμίας, ενώ αντίθετα το επιτόκιο της τοπικής ισοτιμίας χωρίς την πιθανότητα κινδύνου, θα χρησιμοποιηθεί στην θέση της ποσοστιαίας μερισματικής απόδοσης.

Για τον διαχωρισμό της τιμής ενός ΣΜΕ σε τιμή premium και τιμή discount είναι αναγκαία η σύγκριση της τρέχουσας τιμής (S_t) με την θεωρητική τιμή (F). Στην περίπτωση που η τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου είναι μικρότερη από την θεωρητική τιμή, τότε το συμβόλαιο διαπραγματεύεται σε τιμή premium, ενώ αντίθετως, αν η τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου είναι μεγαλύτερη από την θεωρητική τιμή, τότε το συμβόλαιο διαπραγματεύεται σε τιμή discount. Συνεπώς, ένας αγοραστής συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης, με long position, έχει κέρδος όταν διαπραγματεύεται σε τιμή premium, σε αντιδιαστολή με τον πωλητή ενός ΣΜΕ, με short position, που έχει κέρδος όταν διαπραγματεύεται σε τιμή discount. Ο κάθε κάτοχος μιας θέσης long στην διαπραγμάτευση

ΣΜΕ αναμένει την αύξηση της τιμής του υποκείμενου τίτλου, ενώ ο κάθε κάτοχος μιας θέσης short αναμένει την μείωση της τιμής του υποκείμενου τίτλου.

2.4.4 Σύγκριση Προθεσμιακών Συμβολαίων και Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης

Όπως έχει αναφερθεί επιγραμματικά και σε προηγούμενο κεφάλαιο, εξετάζοντας τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι εύκολο να συμπεράνουμε ότι πρόκεινται για τυποποιημένες μορφές προθεσμιακών συμβολαίων. Αναλυτικότερα, και σύμφωνα με όσα έχουν παρουσιαστεί παραπάνω, είναι εύκολο να καθοριστούν οι διαφορές των δύο κατηγοριών παραγώγων που τα κάνουν να ξεχωρίζουν μεταξύ τους. Η κύρια διαφορά των δύο συμβολαίων είναι ο χώρος στον οποίο διαπραγματεύονται, με τα προθεσμιακά συμβόλαια να κυμαίνονται σε μη οργανωμένες αγορές, ενώ αντιθέτως τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε οργανωμένες αγορές, υπό την επίβλεψη και καθοδήγηση των χρηματιστηρίων παραγώγων, εκ των οποίων τα μεγαλύτερα να βρίσκονται σύμφωνα με τον Hull (2006) στο Σικάγο των Ηνωμένων Πολιτειών και να είναι το Chicago Board of Trade (CBOT) και το Chicago Mercantile Exchange (CME). Δεδομένου ότι, τα ΣΜΕ διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές, τα χαρακτηριστικά τους είναι τυποποιημένα και προκαθορισμένα από τα χρηματιστήρια παραγώγων, προσδίδοντας έτσι στους αντισυμβαλλομένους την διασφάλιση ότι δεν θα υπάρξει η πιθανότητα αθέτησης του συμβολαίου. Επιπλέον, τα αντισυμβαλλόμενα μέρη δεν είναι αναγκαίο να γνωρίζουν ποιος κατέχει την αντίθετη θέση, (long ή short position), δεδομένου ότι, δεν χρειάζεται να διαπραγματευτούν όσον αφορά στα χαρακτηριστικά του συμβολαίου στο οποίο εμπλέκονται, εξαιτίας της τυποποιημένης και αμετάκλητης μορφής τους. Σε αντιδιαστολή με τα ΣΜΕ, οι όροι και τα χαρακτηριστικά των προθεσμιακών συμβολαίων, τίθενται σε διαπραγμάτευση και ορίζονται από τα αντισυμβαλλόμενα μέρη, χωρίς την εποπτεία κάποιου φορέα, αυξάνοντας τον κίνδυνο ένα από τα δύο μέρη να μην τηρήσει την συμφωνία. Ωστόσο, λόγω της διαμόρφωσης των χαρακτηριστικών από τα δύο μέρη, ανάλογα με τις ανάγκες των αντισυμβαλλομένων, τα προθεσμιακά συμβόλαια κατέχουν μια πιο ελκυστική παρουσία στους επενδυτές.

Σημαντική διαφορά μεταξύ των δυο συμβολαίων που εξετάζονται καταλαμβάνει η ημερομηνία λήξης, ή αλλιώς, η ημερομηνία παράδοσης του συμβολαίου. Στην περίπτωση

των προθεσμιακών συμβολαίων, η ημερομηνία παράδοσης είναι μία, και τότε οι αντισυμβαλλόμενοι εξασκούν τις θέσεις τους. Αντιθέτως, στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, παρά το γεγονός ότι ορίζεται η ημερομηνία παράδοσης, οι αντισυμβαλλόμενοι μπορούν να κλείσουν την θέση τους, ανά πάσα στιγμή στο εναπομείναν διάστημα που αναφέρει το συμβόλαιο τους, μια τακτική που είναι και αρκετά συνήθης. Επιπλέον, είναι αναγκαίο να τονιστεί η καθημερινή συναλλαγή και εκκαθάριση των ΣΜΕ, σε αντίθεση με τα προθεσμιακά συμβόλαια, τα οποία εκκαθαρίζονται μονάχα κατά το πέρας της ημερομηνίας λήξης του συμβολαίου. Εν κατακλείδι, το τελευταίο ίσως χαρακτηριστικό το οποίο μπορεί να διαχωρίσει τα *future* συμβόλαια από τα *forward* συμβόλαια, αφορά την έκθεση στον πιστωτικό κίνδυνο. Τα παράγωγα προϊόντα, χρησιμοποιούνται για να βοηθήσουν τους επενδυτές, είτε αυτοί πρόκειται να είναι αγοραστές είτε πωλητές, να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο. Συνεπώς, η έκθεση των επενδυτών σε έναν επιπλέον κίνδυνο είναι μια δυσάρεστη διαδικασία, χωρίς εγγύηση. Ο αγοραστής και ο πωλητής είναι δυνατόν να βρεθούν εκτεθειμένοι στον πιστωτικό κίνδυνο, στην πιθανότητα ο ένας από τους δύο αντισυμβαλλόμενους να μην εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του.

2.4.5 Δικαιώματα Προαίρεσης

Τα δικαιώματα προαίρεσης, αφορούν συμβόλαια τα οποία παρέχουν στους επενδυτές, οι οποίοι αποτελούν τους κατόχους του δικαιώματος (*holder*), την δυνατότητα, αλλά όχι την υποχρέωση, να προβούν σε μια μελλοντική συναλλαγή με ειδικά διαμορφωμένους όρους. Ο αγοραστής του συμβολαίου ή κάτοχος, δύναται να αγοράσει ή να πουλήσει τα δικαιώματα του υποκειμένου τίτλου σε μια προσυμφωνημένη τιμή, εντός ενός προκαθορισμένου χρονικού διαστήματος, ή κατά τη λήξη του διαστήματος αυτού, (*call options*). Αντιθέτως, ο πωλητής του δικαιώματος προαίρεσης, έχει την υποχρέωση, δεδομένου ότι ο αγοραστής έχει αποφασίσει να προβεί στην άσκηση του παραπάνω δικαιώματος, τηρώντας έτσι και τους όρους του συγκεκριμένου συμβολαίου, είτε να αγοράσει, είτε να πουλήσει τον υποκειμένο τίτλο της διαπραγμάτευσης (Chisholm, 2011). Συνεπώς, η βασική διάκριση των δικαιωμάτων προαίρεσης από τις υπόλοιπες κατηγορίες παράγωγων αξιογράφων, είναι ότι τα συμβόλαια αυτά παρέχουν στον κάτοχο του δικαιώματος την δυνατότητα να επιλέξει εάν επιθυμεί να εξασκήσει την θέση του ή όχι.

Τα δικαιώματα προαίρεσης (options) αποτελούν μια πιο σύνθετη μορφή παραγώγων, συγκριτικά με τις δυο προηγούμενες κατηγορίες και οι λόγοι θα αναλυθούν παρακάτω. Σύμφωνα με τον Αγγελόπουλο (2001), τα δικαιώματα προαίρεσης σε σχέση με τα προθεσμιακά συμβόλαια και τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, εμφανίστηκαν αρκετά μετέπειτα χρονικά, και γνώρισαν περισσότερη διασημότητα στο τέλος της δεκαετίας του 1960, όταν και εισήχθησαν στα μεγάλα χρηματιστήρια παραγώγων.

Τα δικαιώματα προαίρεσης μπορούν να αφορούν είτε δικαίωμα αγοράς είτε πώλησης. Στην πρώτη περίπτωση, την περίπτωση αγοράς (call option), ο κάτοχος δύναται να αγοράσει τον υποκείμενο τίτλο μέσα στο ορισμένο από το συμβόλαιο χρονικό διάστημα, ή φυσικά και κατά την ημερομηνία λήξης (expiration date) του συμβολαίου, σε μία προσχεδιασμένη τιμή (exercise price ή strike price). Αντιστοίχως, στην περίπτωση της πώλησης (put option), ο κάτοχος δύναται να πουλήσει τον υποκείμενο τίτλο μέσα στο ορισμένο από το συμβόλαιο χρονικό διάστημα, ή και κατά την ημερομηνία λήξης του συμβολαίου, σε μια προσχεδιασμένη τιμή. Βάσει αυτών των δεδομένων, στα δικαιώματα προαίρεσης, διαμορφώνονται τέσσερις διαφορετικοί τύποι θέσεων και αναλύονται ως εξής:

Ο επενδυτής που έχει προβεί στην αγορά δικαιώματος προαίρεσης, διατηρεί δηλαδή long position, έχει την ευχέρεια να διατηρήσει είτε θέση αγοράς σε δικαίωμα αγοράς (long position in a call option ή εν συντομία long call) είτε θέση αγοράς σε δικαίωμα πώλησης (long position in a put option ή εν συντομία long put). Σε αντιδιαστολή με το παραπάνω, ο επενδυτής που έχει προβεί στην πώληση δικαιώματος προαίρεσης, διατηρεί δηλαδή short position, έχει την ευχέρεια να διατηρήσει είτε θέση πώλησης σε δικαίωμα αγοράς (short position in a call option ή εν συντομία short call) είτε θέση πώλησης σε δικαίωμα πώλησης (short position in a put option ή εν συντομία short put).

Μία επιπλέον σημαντική διάκριση των δικαιωμάτων προαίρεσης αφορά τον επιτρεπόμενη χρονική στιγμή εξάσκησης του δικαιώματος, κατηγοριοποιώντας τα δικαιώματα προαίρεσης στα ευρωπαϊκού τύπου δικαιώματα προαίρεσης και στα αμερικάνικου τύπου δικαιώματα προαίρεσης. Τα δικαιώματα προαίρεσης ευρωπαϊκού τύπου επιτρέπουν στον κάτοχο να εξασκήσει το δικαίωμα αγοράς ή πώλησης παρά μόνο κατά την ορισμένη ημερομηνία εκτέλεσης του συμβολαίου, ενώ αντίθετα, τα δικαιώματα αμερικανικού τύπου, επιτρέπουν στον κάτοχο να εξασκήσει το δικαίωμα αγοράς ή πώλησης, οποιαδήποτε χρονική στιγμή

επιθυμεί, από την στιγμή έκδοσης του συμβολαίου μέχρι και την στιγμή λήξης του (Carbaugh, 2008).

2.4.6 Δικαιώματα προαίρεσης αγοράς και πώλησης

Δεδομένου ότι, τα δικαιώματα προαίρεσης προσφέρουν τέσσερις διαφορετικές κατηγορίες θέσεων, είναι λογικό να αναλυθούν οι συνθήκες που προκαλούν την κάθε θέση διακρίνοντας τις σε δύο κατηγορίες: στην κατηγορία δικαιωμάτων αγοράς και στην κατηγορία δικαιωμάτων πώλησης. Τα δικαιώματα προαίρεσης ωστόσο, μπορούν να διακριθούν και με βάση την διαπραγματεύση τους:

- σε in the money δικαιώματα, στην περίπτωση που η τιμή εξάσκησής τους εμφανίζεται να είναι υψηλότερη από την τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου, το δικαίωμα εξάσκησης δηλαδή είναι επικερδές
- σε out of the money δικαιώματα, στην περίπτωση που η τιμή εξάσκησης τους εμφανίζεται να είναι χαμηλότερη από την τρέχουσα τιμή, και συνεπώς τα δικαιώματα δύναται να συνεχίζουν να έχουν αξία
- και τέλος, σε at the money δικαιώματα, όπου η τιμή εξάσκησης είναι ίση με την τρέχουσα τιμή του τίτλου, και συνεπώς η καθαρή αξία του τίτλου είναι μηδενική (Hull, 2006).

2.4.7 Δικαιώματα αγοράς

Ένας επενδυτής επιλέγει να αγοράσει ένα δικαίωμα αγοράς προαίρεσης, γεγονός το οποίο σημαίνει ότι, εκτιμά πως η αξία του υποκείμενου τίτλου πρόκειται να σημειώσει αύξηση κατά την ημερομηνία λήξης του συμβολαίου. Στην περίπτωση λοιπόν, που η τρέχουσα τιμή αυξηθεί και ξεπεράσει την τιμή του υποκείμενου τίτλου κατά την ημερομηνία λήξης, ο αγοραστής θα προβεί σε εξάσκηση του δικαιώματος αγοράς, δεδομένου ότι, η απόκτηση του τίτλου θα γίνει με μικρότερη αξία από αυτή της τρέχουσας. Αντιστοίχως, στην περίπτωση που η τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου, έχει μικρότερη αξία, συγκριτικά με την τιμή της εξάσκησης, ο επενδυτής και κάτοχος του δικαιώματος αγοράς, δεν θα ασκήσει το δικαίωμα του.

Δεδομένου ότι, η τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου συμβολίζεται με S_t , ενώ η τιμή εξάσκησης του τίτλου συμβολίζεται με K , ο αγοραστής και κάτοχος του δικαιώματος αγοράς στο συμβόλαιο, θα προβεί σε εξάσκηση του δικαιώματος του στην περίπτωση που $S_t > K$. Ωστόσο, είναι σημαντικό να λαμβάνεται υπόψη και η τιμή του δικαιώματος που ο κάθε αγοραστής καταβάλλει με σκοπό την απόκτηση αυτού του δικαιώματος και συμβολίζεται ως c . Συνεπώς, για να καταμετρηθεί το καθαρό κέρδος στην περίπτωση που ο κάτοχος δικαιώματος αγοράς επιλέγει να ασκήσει το δικαίωμα του, αρκεί να υπολογιστεί το $S_t - K - c$. Σύμφωνα λοιπόν και με τα παραπάνω, είναι απαραίτητο να τονιστεί πως ακόμα και στην πιθανότητα που ο κάτοχος του δικαιώματος αγοράς, δεν εξασκήσει το δικαίωμα του, θα έχει απώλεια ύψους c , διότι αυτή ήταν η αρχική τιμή, το κόστος, για να αποκτήσει το δικαίωμα.

Συμπερασματικά, είναι εύκολο να εννοηθεί ότι, ενώ το κέρδος ενός επενδυτή, έχοντας αγοράσει ένα δικαίωμα αγοράς, είναι απεριόριστης αξίας, η ζημία είναι περιορισμένη καθώς ισοδυναμεί με την τιμή που έχει καταβληθεί αρχικά για την αγορά του δικαιώματος.

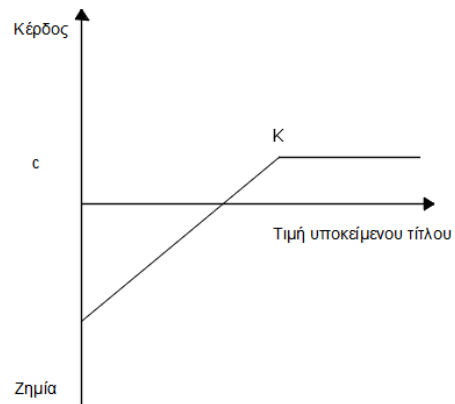
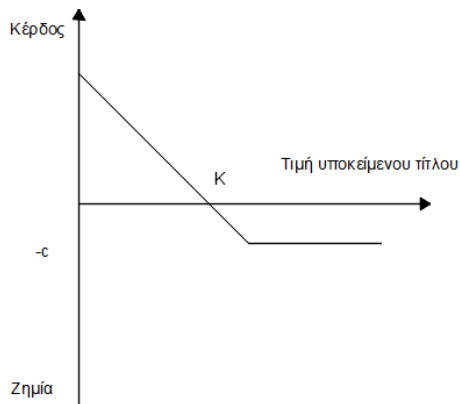
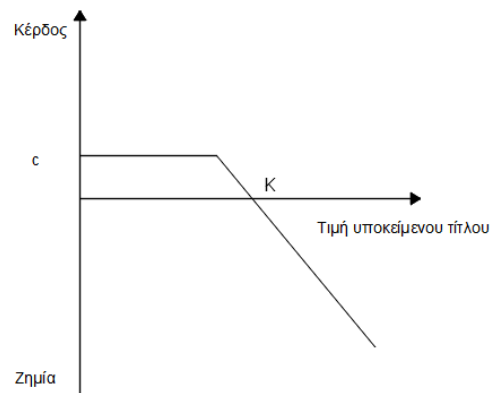
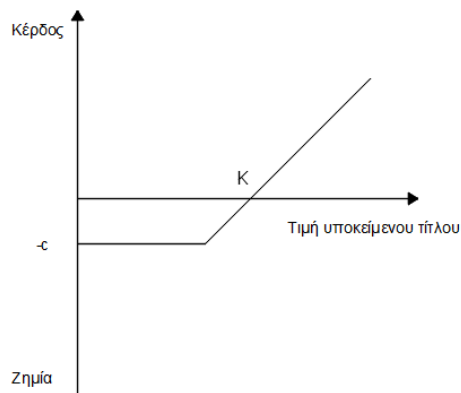
Σε αντιδιαστολή με την αγορά ενός δικαιώματος αγοράς, ο πωλητής ενός δικαιώματος αγοράς θεωρεί πως η αξία του υποκείμενου τίτλου πρόκειται να σημειώσει μείωση κατά την ημερομηνία λήξης του συμβολαίου. Η πιθανότητα ο πωλητής να εξασκήσει το δικαίωμα αγοράς του συναρτάται άμεσα με την επιλογή του αγοραστή του δικαιώματος να εξασκήσει το δικό του δικαίωμα αγοράς. Αυτό συμβαίνει διότι, αν ο αγοραστής προβεί σε εξάσκηση του δικαιώματος του, τότε ο πωλητής αναγκάζεται να αγοράσει τον υποκείμενο τίτλο, στην τρέχουσα αξία του και μετέπειτα να τον πουλήσει στην τιμή που βρίσκεται κατά την στιγμή εξάσκησης του δικαιώματος του συμβολαίου. Συνεπώς, προκύπτει πως για $S_t > K$ τότε η αξία του υποκείμενου τίτλου για τον πωλητή είναι ίση με $K + c - S_t$.

Κατά συνέπεια, το κέρδος ενός πωλητή δικαιώματος αγοράς προέρχεται μέχρι την στιγμή που $S_t = K + c$. Από την στιγμή αυτή και έπειτα, προέρχεται η ζημία του πωλητή η οποία μπορεί να είναι απεριόριστη. Ο πωλητής μπορεί να σημειώσει κέρδος, στην περίπτωση που ο αγοραστής δικαιώματος αγοράς δεν επιθυμεί να εξασκήσει το δικαίωμα του. Τότε το κέρδος του πωλητή είναι ίσο με την τιμή της αξίας του δικαιώματος του υποκείμενου τίτλου, δηλαδή c .

2.4.8 Δικαιώματα Πώλησης

Ο αγοραστής και κάτοχος ενός δικαιώματος πώλησης τείνει να εξασκεί το δικαίωμα του στην περίπτωση που η τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου είναι χαμηλότερη από την τιμή εξάσκησης του. Η αξία του δικαιώματος του υποκείμενου τίτλου συνεπώς, ισούται με $K - S_t - c$. Όταν η τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου έχει τιμή μικρότερη από την διαφορά της τιμής εξάσκησης από την τιμή του δικαιώματος, τότε η αξία του δικαιώματος έχει θετική τιμή. Ο αγοραστής δεν θα ασκήσει το δικαίωμα του όταν S_t μεγαλύτερο ή ίσο με K , με την ζημία του να κατέχει τιμή ίση με c , δηλαδή ίση με την αξία που πλήρωσε ως ασφάλιστρο για την αγορά δικαιώματος. Με την αγορά ενός δικαιώματος πώλησης, ο επενδυτής δύναται να αποκτήσει απεριόριστα κέρδη, ενώ αντίθετα να ζημιωθεί μονάχα το ποσό που καταβλήθηκε για την αγορά του δικαιώματος.

Ο πωλητής ενός δικαιώματος πώλησης θεωρεί πως η αξία του υποκείμενου τίτλου πρόκειται να σημειώσει αύξηση συγκριτικά με την τιμή εξάσκησης. Η πιθανότητα ο πωλητής να εξασκήσει το δικαίωμα αγοράς του, όπως στα δικαιώματα αγοράς έτσι και στα δικαιώματα πώλησης, συναρτάται άμεσα με την επιλογή του αγοραστή του δικαιώματος να εξασκήσει το δικό του δικαίωμα αγοράς. Ο αγοραστής θα εξασκήσει το δικαίωμά του όταν $S_t < K$ και ο πωλητής ταυτοχρόνως, θα προβεί σε αγορά του υποκείμενου τίτλου στην τιμή εξάσκησης του, με την αξία του δικαιώματος να ανταποκρίνεται σε $S_t + c - K$. Όταν η τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου κατέχει τιμή μεγαλύτερη από την διαφορά της τιμής εξάσκησης από την τιμή του δικαιώματος, τότε η αξία του δικαιώματος έχει θετική τιμή για τον πωλητή του δικαιώματος. Ο πωλητής μπορεί να σημειώσει κέρδος, στην περίπτωση που ο αγοραστής δικαιώματος πώλησης δεν επιθυμεί να εξασκήσει το δικαίωμα του, διότι S_t είναι ίσο ή μεγαλύτερο από K . Τότε το κέρδος του πωλητή είναι ίσο με την τιμή της αξίας του δικαιώματος του υποκείμενου τίτλου που καταβλήθηκε ως ασφάλιστρο, δηλαδή c .



Διάγραμμα: Αξία δικαιωμάτων προαίρεσης long position in a call option, short position in a call option, long position in a put option, short position in a put option. (Ελευθεριάδης, 2016)

Σύμφωνα με τα παραπάνω διαγράμματα, είναι εύκολο να συμπεράνουμε ότι, ο αγοραστής ενός δικαιώματος είτε αγοράς είτε πώλησης, είναι δυνατόν να έχει απεριόριστο βαθμό κερδών, με τις απώλειες του να περιορίζονται στην αξία του δικαιώματος που πλήρωσε αρχικά ως ασφάλιστρο, εν αντιθέσει με τον πωλητή, του οποίου τα κέρδη είναι ισόποσα με την τιμή του δικαιώματος ως ασφάλιστρο, και η ζημία του απεριόριστου βαθμού.

2.4.9 Συμβάσεις Ανταλλαγής

Οι συμβάσεις ή αλλιώς συμφωνίες ανταλλαγής ή ανταλλαγές απαιτήσεων (swaps) αποτελούν ένα μέσο χρηματοοικονομικής πολιτικής που διενεργείται μεταξύ δύο μελών

προκειμένου να πραγματοποιηθεί ανταλλαγή χρηματοοικονομικών προϊόντων (Chisholm, 2011). Οι συμβάσεις ανταλλαγής μεταξύ δύο οποιονδήποτε μελών πραγματοποιούνται με τη διαμεσολάβηση ενός τρίτου μέλους, που συνήθως είναι ένα τραπεζικό ίδρυμα ή κάποια χρηματοοικονομική εταιρία. Οι συμβάσεις αυτές περιλαμβάνουν συγκεκριμένους προκαθορισμένους όρους και αποτελούν παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα καθώς βασίζονται σε άλλα υποκείμενα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Η κάθε σύμβαση ανταλλαγής έχει συγκεκριμένο χρονικό διάστημα που ισχύει και συνεπώς αποτελεί μία προθεσμιακή πράξη. Περιλαμβάνει την αρχική ανταλλαγή κεφαλαίων και την τελική ανταλλαγή με τη λήξη της σύμβασης και προϋποθέτει τον καθορισμό των χρονικών διαστημάτων πληρωμών και των συχνοτήτων αυτών.

Οι συμβάσεις ανταλλαγής διακρίνονται σε τέσσερις κατηγορίες: τις συμβάσεις ανταλλαγής νομισμάτων (currency swaps), τις συμβάσεις ανταλλαγής επιτοκίου (interest rate swaps), τις συμβάσεις εμπορευμάτων (commodities swaps) και τέλος τις συμβάσεις ανταλλαγής μετοχών (equity swaps).

Οι συμβάσεις ανταλλαγής νομισμάτων αρχικά αποτέλεσαν έναν τρόπο χρηματοδότησης όπου οι συνθήκες στις αγορές δεν επηρεάζουν την οικονομία στις χώρες συνδιαλλαγής, διατηρώντας την χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Όπως τονίζει ο Hull (2006), ο κύριος λόγος που προκάλεσε την άμεση και ταυτοχρόνως την ταχεία ανάπτυξη της αγοράς συμβάσεων ανταλλαγής ήταν η εδραίωση του συγκριτικού πλεονεκτήματος. Σήμερα, αποτελούν συνήθη εργαλεία χρηματοοικονομικής συναλλαγής που προσφέρουν την επιθυμητή σταθερότητα αλλά επιφέρουν και κέρδη που προκύπτουν από τις μεταβολές της αξίας των νομισμάτων ανταλλαγής. Η χρήση των συμβάσεων ανταλλαγής οδηγεί τις εταιρίες σε δανεισμό με ευνοϊκότερους όρους από τον απευθείας δανεισμό στις διεθνείς αγορές.

Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, ο όρος σύμβαση ανταλλαγής νομισμάτων αναφέρεται στη σύναψη σύμβασης μεταξύ δύο Κεντρικών Τραπεζών που ανταλλάσσουν νομίσματα. Τα χρηματικά ποσά που συμμετέχουν στις ανταλλαγές αυτές, μπορεί να είναι είτε σταθερά είτε μεταβαλλόμενα ανάλογα με τη μεταβολή που λαμβάνει το μέσο συναλλαγής. Παραδείγματος χάριν, εάν η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα συνάψει σύμβαση ανταλλαγής με την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ με σκοπό να αντλήσει δολάρια μπορούν οι δύο τράπεζες να καθορίσουν εάν το επιτόκιο πληρωμής των πόσων που θα λάβει

η κάθε μία από αυτές στο νόμισμα ανταλλαγής είναι σταθερό ή κυμαινόμενο – μεταβαλλόμενο. Επομένως, εφόσον τα ποσά που ανταλλάσσονται δεν είναι σταθερά (currency swaps), τότε ανάλογα με το είδος του επιτοκίου που θα καθοριστεί για την καταβολή των κεφαλαίων, οι συμβάσεις ανταλλαγής επιτοκίων (interest swaps), όπως ονομάζονται, διακρίνονται σε τρεις κατηγορίες:

- Σύμβαση ανταλλαγής με σταθερό επιτόκιο για την μία καταβολή του ποσού και κυμαινόμενου επιτοκίου στην καταβολή του άλλου
- Σύμβαση ανταλλαγής με σταθερό επιτόκιο και για τις δύο καταβολές κεφαλαίων
- Σύμβαση ανταλλαγής όπου και τα δύο ποσά υπολογίζονται με κυμαινόμενο επιτόκιο

Από τις περιπτώσεις σύναψης σύμβασης ανταλλαγής επιτοκίων, οι οποίες πραγματοποιούνται στο ίδιο νόμισμα, οι συμβάσεις σταθερού επιτοκίου είναι αυτές στις οποίες εξαλείφεται ο κίνδυνος που μπορεί να προκύψει από την μεταβολή της αξίας του μέσου συναλλαγής αλλά και από τυχόν περιορισμούς που μπορεί να θέσει η χώρα στην συναλλαγματική ισοτιμία. Ωστόσο, σε κάθε σύμβαση ανταλλαγής ελλοχεύουν και άλλοι κίνδυνοι που μπορούν να οφείλονται στη μη τήρηση των όρων της σύμβασης από τα συμβαλλόμενα μέλη, που μπορεί να περιλαμβάνει και την παραβίαση την έγκυρης εκκαθάρισης (Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, 2016).

Η πιο απλή μορφή σύμβαση ανταλλαγής είναι το ονομαζόμενο Plain Vanilla Interest Rate Swap κατά το οποίο τα ποσά που ανταλλάσσονται καθορίζονται από ένα σταθερό επιτόκιο και υπάρχει ένα συγκεκριμένο ονομαστικό κεφάλαιο στο οποίο επιβάλλεται ένα κυμαινόμενο επιτόκιο. Το σταθερό επιτόκιο στους διεθνείς όρους ονομάζεται swap coupon και το ονομαστικό κεφάλαιο στο οποίο ορίζεται κυμαινόμενο επιτόκιο αποκαλείται notional swap. Στην περίπτωση αυτή, τα συμβαλλόμενα μέρη ανταλλάσσουν μόνο την διαφορά των επιτοκίων αυτών επί του ονομαστικού κεφαλαίου (Hull, 2006).

Το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα που αναλαμβάνει το ρόλο του διαμεσολαβητή σε μια σύμβαση ανταλλαγής ονομάζεται Τράπεζα swap και έχει τη δυνατότητα να λειτουργήσει με δύο διαφορετικούς ρόλους: είτε να συμμετέχει στην ανταλλαγή, αναλαμβάνοντας τον κίνδυνο που εμπεριέχεται στους όρους της ανταλλαγής (market maker), καθορίζοντας και τους όρους των επιτοκίων και των νομισμάτων, ή να λάβει απλώς μια προμήθεια από την ανταλλαγή,

εκτελώντας χρέη μεσίτη, χωρίς να αναλαμβάνει των κίνδυνο της σύμβασης (Ελευθεριάδης, 2016).

Κεφάλαιο Τρίτο: Χρήσεις Παράγωγων προϊόντων

Σύμφωνα με τον Hull (2006), οι επενδυτές μπορούν να προβούν σε χρήση των παράγωγων προϊόντων για τρεις κύριους σκοπούς:

1. για την αντιστάθμιση του συναλλαγματικού κινδύνου, δηλαδή την μείωση του κινδύνου που ανακύπτει από μια θέση στην υποκείμενη συναλλαγή, με το πλεονέκτημα του κλειδώματος της απόδοσης του χαρτοφυλακίου της, ανεξάρτητα με τις κινήσεις (ανοδικές ή πτωτικές) της αγοράς
2. για κερδοσκοπικούς λόγους σε περιπτώσεις που οι επενδυτές διατίθενται να αναλάβουν μεγάλο κίνδυνο προκειμένου να επιτύχουν υψηλές αποδόσεις
3. για την επίτευξη εξισορροπητικής κερδοσκοπίας (arbitrage), όπου εξαλείφεται ο κίνδυνος με την εκμετάλλευση και τη αντιμετώπιση ανισορροπιών ανάμεσα στην υποκείμενη συναλλαγή και την χρήση των παραγώγων.

3.1 Αντιστάθμιση συναλλαγματικού κινδύνου

Ο σκοπός της αντιστάθμισης, όπως προαναφέρθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο αφορά την προσπάθεια και επιδίωξη της επιχείρησης να προστατεύσει τα περιουσιακά της στοιχεία από τους κινδύνους που τα απειλούν, στην προκειμένη περίπτωση από τις πιθανές μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Για να θεωρηθεί η διαδικασία αντιστάθμισης πετυχημένη, πρέπει να καθοριστεί πρώτα το πλαίσιο στο οποίο στοχεύει. Επεξηγηματικά, δεδομένου ότι έχει προσδιοριστεί ο επερχόμενος κίνδυνος που απειλεί την επιχείρηση, η επιχείρηση πρέπει να αναλογιστεί το μέγεθος έκθεσης της στον κίνδυνο, να τον προσμετρήσει και τότε να καταλήξει στο ανάλογο εργαλείο που θα την βοηθήσει στην αντιστάθμιση του. Με τον τρόπο αυτό, η επιχείρηση θα έχει καταφέρει να ταιριάξει το κατάλληλο παράγωγο προϊόν στο συγκεκριμένο πρόβλημα που αντιμετωπίζει, και συνεπώς να το αποφύγει. Δυστυχώς, η συσχέτιση μεταξύ κινδύνου και αντισταθμιστικού εργαλείου δεν θα μπορεί ποτέ να είναι τέλεια, διότι ο συναλλαγματικός κίνδυνος είναι δύσκολο να εξαλειφθεί τελείως. Οι

παραπάνω αποφάσεις και ο καθορισμός του πλαισίου σηματοδοτούν την προσωπικότητα και πολιτική της επιχείρησης, όσον αφορά τόσο στο χρηματοοικονομικό όσο και στο στρατηγικό τους επίπεδο.

Η μέθοδος αντιστάθμισης που εφαρμόζει μια επιχείρηση μπορεί να διαχωριστεί σε δύο κατηγορίες, την στατική αντιστάθμιση και την δυναμική αντιστάθμιση (Hull, 2006). Η στατική αντιστάθμιση, γνωστή στην ξένη ορολογία ως στρατηγική hedge and forget (set-and-forget), διακρίνεται από το γεγονός ότι η επιχείρηση υιοθετεί μια θέση και την διατηρεί για όλο το προβλεπόμενο χρονικό πλαίσιο που έχει οριστεί, χωρίς να προβαίνει σε τυχόν προσαρμογές. Η στρατηγική hedge and forget προτιμάται συνήθως σε περιπτώσεις όπου οι χρηματοροές της επιχείρησης δεν είναι τόσο δύσκολο να προβλεφθούν και οι ανάγκες αντιστάθμισης είναι απλούστερες. Αντιθέτως, η δυναμική αντιστάθμιση, αποτελεί μια πιο περίπλοκη στρατηγική, που εφαρμόζεται κυρίως από εξειδικευμένους επενδυτές δεδομένης της πολυπλοκότητας της στρατηγικής αυτής. Παρά το γεγονός ότι, η δυναμική στρατηγική αντιστάθμισης προσφέρει καλύτερη και αποδοτικότερη αντιστάθμιση συναλλαγματικού κινδύνου, απαιτείται συνεχής παρακολούθηση καθώς και ταυτόχρονη αναπροσαρμογή των θέσεων που έχουν καθοριστεί στο προβλεπόμενο χρονικό πλαίσιο.

3.1.1 Αντιστάθμιση με Προθεσμιακά Συμβόλαια

Η χρήση των προθεσμιακών συμβολαίων (forwards) ως τρόπος αντιστάθμισης, έχει ως κύριο στόχο την εξάλειψη οποιασδήποτε απώλειας που επιφέρει η τυχόν έκθεση στον συναλλαγματικό κίνδυνο, με αποτέλεσμα πάντα ένα πιθανά αντίστοιχο κέρδος ή απώλεια στην ισχύουσα προθεσμιακή θέση. Τα προθεσμιακά συμβόλαια, όπως τονίστηκε, συγκαταλέγονται στα παράγωγα προϊόντα που διαπραγματεύονται σε μη οργανωμένες αγορές με αποτέλεσμα να υπάρχει πολλές φορές έλλειψη εγγυήσεων. Ωστόσο, η διαμόρφωση των εκάστοτε χαρακτηριστικών τους με γνώμονα τις ανάγκες των αντισυμβαλλομένων, αποτελεί τον κυριότερο λόγο προτίμησης τους. Λαμβάνοντας την καταλληλότερη θέση που αρμόζει καλύτερα στην κάθε περίπτωση, οι επιχειρήσεις είναι δυνατόν να καταφέρουν να εξουδετερώσουν τον κίνδυνο που τους απειλεί. Επί παραδείγματι, στην περίπτωση όπου μια επιχείρηση εμπλέκεται σε συναλλαγές με ξένο νόμισμα και γνωρίζει ότι απαιτείται να καταβάλλει ένα συγκεκριμένο χρηματικό ποσό, όχι

σε εγχώριο αλλά σε ξένο νόμισμα, μια δεδομένη χρονική στιγμή, τότε έχει την δυνατότητα να κλειδώσει μια θέση αγοράς με τη βοήθεια του προθεσμιακού συμβολαίου στο ίδιο ξένο νόμισμα με ημερομηνία λήξης τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Με αυτόν τον τρόπο, ανεξαρτήτως των διακυμάνσεων που μπορεί να λάβουν οι συναλλαγματικές ισοτιμίες, η επιχείρηση καταφέρνει να κατοχυρώσει τη συναλλαγματική ισοτιμία που της επιτρέπει το προθεσμιακό συμβόλαιο. Είναι ωστόσο σημαντικό να τονιστεί πως, τα αποτελέσματα που μπορεί να επιφέρει η αντιστάθμιση, είναι πιθανόν να είναι χειρότερα από τα αποτελέσματα που μπορεί να είχε η επιχείρηση χωρίς την εφαρμογή αντιστάθμισης. Ο λόγος έγκειται στο γεγονός ότι, η χρήση του προθεσμιακού συμβολαίου προσφέρει στην επιχείρηση την επιλογή να ορίσει την ισοτιμία σύμφωνα με την οποία θα γίνει η μετατροπή του εγχώριου νομίσματος σε ξένο, τη στιγμή που συνάπτεται το συμβόλαιο, αποφεύγοντας έτσι τον κίνδυνο να υπάρξει μείωση της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Στην προσπάθεια να υπολογιστεί το μέγεθος της αξίας της αντιστάθμισης που εφαρμόζεται με την βοήθεια των προθεσμιακών συμβολαίων παρατίθενται δύο απόψεις. Η πρώτη, η οποία ίσως και θεωρείται και η πιο διαδεδομένη, υποστηρίζει πως για να αναλογιστεί το κόστος της εφαρμόζουσας αντιστάθμισης αρκεί να μετρηθεί η διαφορά ανάμεσα στην συναλλαγματική ισοτιμία που ορίζεται από το προθεσμιακό συμβόλαιο και στην τρέχουσα ισοτιμία τη στιγμή έναρξης του συμβολαίου (premium). Σύμφωνα με την δεύτερη προσέγγιση, ως κόστος της αντιστάθμισης, πρέπει να θεωρείται οποιαδήποτε απώλεια ή κέρδος θα είχε η επιχείρηση στην περίπτωση που δεν είχε προβεί σε αντιστάθμιση, αλλά αντιθέτως είχε βρεθεί εκτεθειμένη στον κίνδυνο. Για τον υπολογισμό του κόστους, κατά την δεύτερη άποψη, αρκεί να προσδιοριστεί η διαφορά ανάμεσα στην προθεσμιακή ισοτιμία και στην τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία την ημερομηνία σύναψης του προθεσμιακού συμβολαίου, συμπεριλαμβάνοντας ταυτοχρόνως, οποιαδήποτε είτε υποτίμηση είτε υπερτίμηση των πρώτων έναντι των δευτέρων καθώς επίσης και τις πιθανές απώλειες και κέρδη των ανοιχτών θέσεων (New York Board of Trade, 2004).

3.1.2 Αντιστάθμιση με Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης

Η χρήση των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης (futures) ως τρόπος αντιστάθμισης, έχει ως κύριο στόχο την εξάλειψη οποιασδήποτε απώλειας που επιφέρει η τυχόν έκθεση στον

συναλλαγματικό κίνδυνο, με αποτέλεσμα πάντα ένα πιθανά αντίστοιχο κέρδος ή απώλεια στην ισχύουσα θέση που προκύπτει από τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης, όπως ακριβώς και στην περίπτωση των Προθεσμιακών Συμβολαίων. Σε αντιδιαστολή με τα Προθεσμιακά Συμβόλαια, τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης προσφέρουν αξιοπιστία στους αντισυμβαλλομένους, δεδομένης της διαπραγματέυσής τους σε οργανωμένες αγορές, αποτρέποντας έτσι την πιθανότητα αθέτησης της συμφωνίας. Επιπλέον, με το πλεονέκτημα του ημερήσιου διακανονισμού και συνεπώς την ευκολία διαπραγματέυσης σε καθημερινό επίπεδο, οι επενδυτές έχουν το δικαίωμα είτε να αποσύρουν είτε να αναπροσαρμόσουν τις θέσεις τους στο καλύτερο για αυτούς αποτέλεσμα (Jones & Jones, 1987).

Στην περίπτωση των ΣΜΕ οι επενδυτές, οι οποίοι μπορεί να είναι τα στελέχη μιας εταιρείας που επιθυμεί την εξάλειψη του ενδεχόμενου κινδύνου, πρέπει να αποφασίσουν ποιο θα είναι το είδος της αντιστάθμισης που θα ακολουθήσουν (Hull, 2006). Στην περίπτωση λοιπόν που ένας επενδυτής επιθυμεί να εξασφαλίσει την προστασία της αξίας ενός υποκείμενου τίτλου από μη προβλεπόμενη πτώση της τιμής του εν λόγω τίτλου, το είδος της αντιστάθμισης που θα επιλέξει είναι αντιστάθμιση πώλησης. Το ίδιο θα συμβεί και στην περίπτωση που ο επενδυτής δεν κατέχει το περιουσιακό υποκείμενο αλλά πρόκειται να το αποκτήσει. Αντιθέτως, εάν ένας επενδυτής επιθυμεί να αγοράσει έναν υποκείμενο τίτλο εξασφαλίζοντας την τιμή της αγοράς του σε μια συγκεκριμένη τιμή, τότε θα προβεί σε εφαρμογή αντιστάθμισης αγοράς.

Συνεπώς, στην περίπτωση των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης η αντιστάθμιση ολοκληρώνεται με δύο διαδικασίες. Αρχικά, ο επενδυτής επιλέγει σύμφωνα με τις ανάγκες του είτε μια θέση αγοράς είτε μια θέση πώλησης και στη συνέχεια αναλόγως των συνθηκών που επικρατούν ο επενδυτής προβαίνει σε κλείσιμο της θέσης του που είχε λάβει πρωτίστως, επιλέγοντας την λήψη αντίθετης θέσης με αυτή που είχε επιλέξει. Με την διαδικασία της αντιστάθμισης να εφαρμόζεται άμεσα, οι επενδυτές και κατ' επέκταση οι επιχειρήσεις έχουν την δυνατότητα να εξαλείφουν μερικώς, αν όχι εξ' ολοκλήρου, τον κίνδυνο, και να προστατεύονται από τυχόν δυσμενείς μεταβολές που μπορεί να εμφανίζονται (Labuszewski, et al 2013).

Για την σωστή επιλογή του κατάλληλου για την κάθε περίπτωση Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης, ο επενδυτής πρέπει να αναλογιστεί τον υποκείμενο τίτλο για τον οποίο

επιχειρείται αντιστάθμιση με ΣΜΕ, καθώς και τον μήνα παράδοσης του συμβολαίου. Δεδομένου ότι, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές, ο επενδυτής καλείται να επιλέξει συμβόλαια τα οποία αφορούν υποκείμενους τίτλους ίδιους με τον υποκείμενο τίτλο, την τιμή του οποίου προσπαθεί να διαφυλάξει ο επενδυτής από τον κίνδυνο. Στην περίπτωση που δεν υπάρχει διαθέσιμο κάποιο ανάλογο συμβόλαιο, τότε ο επενδυτής θα πρέπει να αναζητήσει συμβόλαια με τιμές που εμφανίζουν μια κοντινότερη συσχέτιση με την τιμή του τίτλου, ο οποίος πρόκειται να αντισταθμιστεί.

Αναφορικά με τον μήνα παράδοσης του συμβολαίου παρατηρείται πως υπάρχει προτίμηση συμβολαίων με ημερομηνία λήξης μεταγενέστερη της ημερομηνίας παράδοσης. Αυτό δικαιολογείται από το γεγονός ότι κατά τον μήνα παράδοσης είθισται να εμφανίζονται μεγάλες διακυμάνσεις στις τιμές των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης (New York Board of Trade, 2004).

Σύμφωνα με Χρηματιστήριο Αθηνών (Ιούλιος 2004) υπάρχουν ΣΜΕ σε δείκτες όπου η συμφωνία αποζημίωσης εξαρτάται από την πορεία της τιμής του υποκείμενου δείκτη, ΣΜΕ επί μετοχών αλλά και σε συναλλαγματική ισοτιμία ευρώ/δολάριο τα οποία αποτελούν προϊόντα που επιτρέπουν την ισότιμη συμμετοχή σε διαπραγματεύσεις τόσο των μεγάλων όσο και των μικρών επενδυτών σε δολάρια. Στα συμβόλαια αυτά, ο αγοραστής ανταλλάσσει ένα ποσό σε ευρώ με ένα συγκεκριμένο ποσό σε δολάρια, σε καθορισμένη μελλοντική ημερομηνία, κατά την οποία η ισοτιμία των δύο νομισμάτων αποτελεί και την τιμή της πράξης.

Με τη χρήση των ΣΜΕ σε συναλλαγματικές ισοτιμίες επιτυγχάνεται η αποκόμιση κέρδους, εφόσον προβλεφθεί η μεταβολή στη συναλλαγματική ισοτιμία στο επιθυμητό επίπεδο, αντιστάθμιση μερική ή ολική του συναλλαγματικού κινδύνου, αλλά υπάρχει και η δυνατότητα κερδών χωρίς κίνδυνο με τη χρήση εξισορρόπησης κερδοσκοπίας. Ανάμεσα στα πλεονεκτήματα αυτού του προϊόντος συγκαταλέγονται και η εξασφαλισμένη ρευστότητα που επιτυγχάνεται καθώς λειτουργεί ο θεσμός των Ειδικών Διαπραγματευτών (Market Makers), η φοροαπαλλαγή των συναλλαγών, καθώς και ο καθημερινός έλεγχος κερδών-ζημιών. Στην περίπτωση αυτή, ο επενδυτής προστατεύεται από την ανατίμηση του ευρώ με την αντιστάθμιση αγοράς (long hedge), ενώ η αντιστάθμιση πώλησης (short hedge) τον προστατεύει από την υποτίμησή του (Labuszewski, et al 2013).

3.1.3 Αντιστάθμιση με Συμβολαία δικαιωμάτων προαίρεσης

Η χρήση των συμβολαίων δικαιωμάτων προαίρεσης (options), ως τρόπος αντιστάθμισης διαφέρει σημαντικά από την χρήση προθεσμιακών συμβολαίων στο γεγονός ότι, τα πρώτα παρέχουν ένα είδος ασφάλειας στους επενδυτές. Αυτό δικαιολογείται από το γεγονός ότι, οι απώλειες ενός επενδυτή που έχει αγοράσει ένα δικαίωμα προαίρεσης θα περιοριστούν μόνο στην τιμή που έχει καταβάλλει για το ασφάλιστρο, όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο. Αντιθέτως, ο επενδυτής που έχει αγοράσει ένα ΣΜΕ θα εισπράξει κέρδη μόνο στην περίπτωση που κατά την ημερομηνία λήξης του εν λόγω συμβολαίου, η τιμή εξάσκησης είναι μεγαλύτερη από την τρέχουσα τιμή, ενώ θα υποστεί απώλειες στην περίπτωση που η τιμή εξάσκησης είναι μικρότερη από την τρέχουσα τιμή (Hull, 2006). Για την αντιστάθμιση με χρήση δικαιωμάτων προαίρεσης υπάρχουν διάφορων ειδών στρατηγικές που μπορούν να ακολουθηθούν, οι οποίες διαφοροποιούνται ανάλογα με τις συνθήκες αγοράς κατά την διαδικασία διαπραγμάτευσης ενός υποκείμενου τίτλου. Οι στρατηγικές αυτές θα αναλυθούν παρακάτω.

Προστατευτικό δικαίωμα αγοράς και πώλησης

Στις περιπτώσεις όπου η τιμή του υποκείμενου τίτλου παρουσιάζει αύξηση, το protective call, δηλαδή το προστατευτικό δικαίωμα αγοράς, είναι μια στρατηγική η οποία προσφέρει πλήρη ασφάλιση στον επενδυτή. Επεξηγηματικά, αφορά την εξασφάλιση μιας θέσης αγοράς ενός υποκείμενου τίτλου ή μιας μονάδας του συγκεκριμένου υποκείμενου τίτλου, καθώς και τη διαμόρφωση μιας θέσης αγοράς ενός δικαιώματος αγοράς. Το ενδεχόμενο κέρδος ή η πιθανή απώλεια που μπορεί να προκύψει από την θέση πώλησης μπορεί να αναλυθεί στην διαφορά που εμφανίζουν η τρέχουσα τιμή και η τιμή εξάσκησης. Κατά την εξάσκηση του δικαιώματος, όταν η τιμή του υποκείμενου τίτλου εμφανίζει τιμές υψηλότερες από την τιμή εξάσκησης, το κέρδος μπορεί να αναλυθεί στη διαφορά των δύο τιμών, δηλαδή της τρέχουσας τιμής και της τιμής εξάσκησης, αφαιρώντας ωστόσο την τιμή του δικαιώματος, το ασφάλιστρο δηλαδή που παρείχε στον επενδυτή το δικαίωμα να αγοράσει το δικαίωμα. Σε περίπτωση που το δικαίωμα δεν εξασκηθεί, διότι η τιμή εξάσκησης είναι υψηλότερη από

την τιμή του υποκείμενου τίτλου, τότε ο επενδυτής θα έχει ζημία, η οποία αναλύεται ως η τιμή του ασφάλιστρου.

Αντιθέτως, στις περιπτώσεις όπου η τιμή του υποκείμενου τίτλου παρουσιάζει μείωση, το protective put, δηλαδή το προστατευτικό δικαίωμα πώλησης, είναι μια στρατηγική η οποία προσφέρει πλήρη ασφάλιση στον επενδυτή. Επεξηγηματικά, όπως και στην περίπτωση protective call, η στρατηγική αυτή αφορά την εξασφάλιση μιας θέσης αγοράς ενός υποκείμενου τίτλου ή μιας μονάδας του συγκεκριμένου υποκείμενου τίτλου, ωστόσο σε αυτή την περίπτωση, περιλαμβάνεται η διαμόρφωση μιας θέσης αγοράς ενός δικαιώματος πώλησης. Το ενδεχόμενο κέρδος ή η πιθανή απώλεια που μπορεί να προκύψει από την θέση αγοράς μπορεί να αναλυθεί στη διαφορά που εμφανίζουν η τρέχουσα τιμή και η τιμή εξάσκησης. Κατά την εξάσκηση του δικαιώματος όταν η τιμή του υποκείμενου τίτλου εμφανίζει τιμές χαμηλότερες από την τιμή εξάσκησης, το κέρδος μπορεί να αναλυθεί στη διαφορά των δύο τιμών, δηλαδή της τρέχουσας τιμής και της τιμής εξάσκησης, αφαιρώντας ωστόσο την τιμή του δικαιώματος, το ασφάλιστρο δηλαδή που παρείχε στον επενδυτή το δικαίωμα να αγοράσει το δικαίωμα. Σε περίπτωση που το δικαίωμα δεν εξασκηθεί, διότι η τιμή εξάσκησης είναι χαμηλότερη από την τιμή του υποκείμενου τίτλου, τότε ο επενδυτής θα έχει ζημία, η οποία αναλύεται ως η τιμή του ασφάλιστρου (New York Board of Trade, 2004).

Καλυμμένη πώληση δικαιώματος αγοράς και πώλησης

Η στρατηγική covered call ενός δικαιώματος αγοράς, η καλυμμένη δηλαδή πώληση, στοχεύει στη μείωση του κινδύνου ζημίας στην πιθανότητα μικρής πτώσης της τιμής του υποκείμενου τίτλου, περιορίζοντας όμως ταυτόχρονα τη δυνατότητα κέρδους στην περίπτωση που ο υποκείμενος τίτλος σημειώσει άνοδο της τιμής του. Τον σχηματισμό της στρατηγικής αυτής αναλαμβάνει συνήθως ο εκδότης του δικαιώματος αγοράς, γνωστός ως writer. Στην περίπτωση της καλυμμένης πώλησης, ο εκδότης προβλέπει την πιθανή πτώση της τιμής του υποκείμενου τίτλου και συνεπώς θα διατηρήσει το ασφάλιστρο το οποίο έχει αποκομίσει. Συνεπώς, στην πιθανότητα μεταβολής της τιμής του υποκείμενου τίτλου, ο εκδότης θα βρεθεί εκτεθειμένος στον κίνδυνο. Ο λόγος έγκειται στο γεγονός ότι, με την σύνταξη του εν λόγω δικαιώματος αγοράς, ο εκδότης παραχωρεί στον αντισυμβαλλόμενο

επενδυτή την ελευθερία να αγοράσει τον υποκείμενο τίτλο στην τιμή εξάσκησης, εάν και εφόσον η τιμή αγοράς έχει υπερβεί την τιμή εξάσκησης. Είναι φανερό λοιπόν, πως ενδεχομένως η παραπάνω στρατηγική να φαντάζει ελκυστική για υποκείμενο τίτλο τον οποίο ήδη έχει στην κατοχή ο επενδυτής ή επρόκειτο να αγοράσει πριν την διαπραγμάτευση.

Στην περίπτωση όπου η τιμή του υποκείμενου τίτλου σημειώσει άνοδο και το δικαίωμα εκτελεστεί, τότε η θέση του πωλητή καλύπτεται μέσω του υποκείμενου τίτλου που έχει στην κατοχή του και η αξία του δικαιώματος υπολογίζεται ως η τιμή του ασφάλιστρου που καταβλήθηκε.

Η καλυμμένη πώληση δικαιώματος πώλησης αφορά την ταυτόχρονη ανάληψη θέσης πώλησης ενός υποκείμενου τίτλου, σε συνδυασμό με την πώληση ενός δικαιώματος πώλησης του εν λόγω τίτλου. Ως απόδοση της παραπάνω στρατηγικής για τιμές του υποκείμενου τίτλου που υπολείπονται της τιμής εξάσκησης, θεωρείται η τιμή του ασφάλιστρου που καταβλήθηκε από τον επενδυτή κατά την πώληση του δικαιώματος. Ως απόδοση της στρατηγικής για τιμές του υποκείμενου τίτλου που υπερβαίνουν την τιμή εξάσκησης, θεωρείται η ζημία που σημειώθηκε αφαιρώντας ωστόσο το ασφάλιστρο του δικαιώματος πώλησης (New York Board of Trade, 2004).

Ανοίγματα Δικαιωμάτων (Spreads)

Τα ανοίγματα δικαιωμάτων, γνωστά στην ξένη ορολογία ως spreads είναι στρατηγικές που αφορούν τον σχηματισμό συνδυασμών δικαιωμάτων ίδιου τύπου. Αυτό μπορεί να αναλυθεί ως αγορά ενός δικαιώματος αγοράς και ταυτοχρόνως πώληση ενός δικαιώματος αγοράς τα οποία αναφέρονται στον ίδιο υποκείμενο τίτλο, καθώς και αγορά ενός δικαιώματος πώλησης και ταυτοχρόνως πώληση ενός δικαιώματος πώλησης τα οποία αναφέρονται και πάλι στον ίδιο υποκείμενο τίτλο. Στόχος των στρατηγικών spreads δεν είναι να επιφέρουν μεγάλα κέρδη στους επενδυτές, οι οποίοι τα χειρίζονται, αλλά να καταφέρουν να μετριάσουν την έκθεση των επενδυτών στον κίνδυνο, δεδομένης της ταυτόχρονης ύπαρξης δυο ίδιων και αντίθετων θέσεων, αυτή της αγοράς και αυτή της πώλησης. Τα ανοίγματα δικαιωμάτων χωρίζονται στα ανοδικά ανοίγματα και στα καθοδικά ανοίγματα δικαιωμάτων, γνωστά στην ξένη ορολογία ως στρατηγική bull spread και bear spread αντιστοίχως.

Το Ανοδικό Άνοιγμα Δικαιωμάτων, όπως αποκαλύπτει και η ονομασία του, προτιμάται από τον επενδυτή όταν ο ίδιος προβλέπει πως ο υποκείμενος τίτλος πρόκειται να εμφανίσει μία αύξηση στην τιμή του. Η στρατηγική Bull Spread εφαρμόζεται με τον συνδυασμό δύο κινήσεων, ο επενδυτής, αγοράζει ένα δικαίωμα αγοράς με τιμή εξάσκησης at-the-money και ταυτοχρόνως πουλάει ένα δικαίωμα αγοράς, επί του εν λόγω υποκείμενου τίτλου, με υψηλότερη ωστόσο τιμή εξάσκησης, δηλαδή, out-of-the-money, με την ίδια ημερομηνία λήξης της αγοράς του δικαιώματος αγοράς (Ελευθεριάδης, 2016). Σύμφωνα με αυτή τη στρατηγική, ο επενδυτής πετυχαίνει να έχει περιορισμένη ζημία, με το ανάλογο τίμημα να είναι ότι μειώνεται και το ενδεχόμενο κέρδος του επενδυτή, το οποίο θα μπορούσε να είναι απεριόριστο. Η μέγιστη ζημία του επενδυτή, ισούται με κόστος του ασφάλιστρου για την εξάσκηση των δικαιωμάτων, στην περίπτωση που δεν επιθυμεί να εξασκήσει κανένα δικαίωμα και να αφήσει το δικαίωμα να εκπνεύσει, κατά την ημερομηνία λήξης του. Αντιθέτως, ο επενδυτής θα έχει το μέγιστο κέρδος της στρατηγικής αυτής στην περίπτωση που η τιμή του υποκείμενου τίτλου υπερβεί την μεγαλύτερη τιμή εκ των δύο δικαιωμάτων και είναι ίση με την τιμή εξάσκησης, αφού αφαιρεθεί ωστόσο το ασφάλιστρο που πληρώθηκε για την εξασφάλιση της θέσης.

Το Καθοδικό Άνοιγμα Δικαιωμάτων, σε αντίθεση με το ανοδικό άνοιγμα, προτιμάται από τον επενδυτή όταν ο ίδιος προβλέπει πως ο υποκείμενος τίτλος πρόκειται να εμφανίσει μία μείωση στην τιμή του. Η στρατηγική Bear Spread περιλαμβάνει, όπως και η στρατηγική Bull Spread, τον συνδυασμό δύο θέσεων. Προβλέπεται ότι ο επενδυτής θα αγοράσει ένα δικαίωμα πώλησης με μια υψηλή τιμή εξάσκησης, δηλαδή in-the-money, ενώ ταυτοχρόνως θα πουλήσει ένα δικαίωμα πώλησης, επί του εν λόγω υποκείμενου τίτλου, με μικρότερη τιμή εξάσκησης, δηλαδή out-of-the-money, με την ίδια και πάλι ημερομηνία λήξης. Η συγκεκριμένη στρατηγική αν και προσφέρει χαμηλό κέρδος στον επενδυτή, τον προφυλάσσει από την έκθεση στον κίνδυνο (New York Board of Trade, 2004).

Butterfly Spread

Η Στρατηγική της Πεταλούδας, γνωστή στην ξένη ορολογία ως Butterfly Spread συγκαταλέγεται στις στρατηγικές ουδετερότητας. Η στρατηγική αυτή ακολουθείται όταν ο επενδυτής προβλέπει ότι η τιμή του υποκείμενου τίτλου για τον οποίο διαπραγματεύεται δεν

θα σημειώσει ούτε μεγάλη αύξηση αλλά ούτε και σημαντική μείωση. Αποτελείται από έναν συνδυασμό Bull Spread και Bear Spread. Επεξηγηματικά, περιλαμβάνει την αγορά ενός δικαιώματος αγοράς με χαμηλότερη τιμή εξάσκησης, δηλαδή in-the-money, την αγορά ενός δικαιώματος αγοράς με τιμή εξάσκησης υψηλότερη, δηλαδή, out-of-the-money και ταυτοχρόνως πώληση δύο δικαιωμάτων αγοράς των οποίων η τιμή εξάσκησης κυμαίνεται μεταξύ των δύο προαναφερθέντων δικαιωμάτων. Η ζημία του επενδυτή περιορίζεται στα αρχικά έξοδα που κατέβαλε για την εξασφάλιση των θέσεων των δικαιωμάτων. Σε αντιδιαστολή με τη ζημία του επενδυτή, το κέρδος του επενδυτή, πραγματοποιείται κατά τις περιπτώσεις που η τιμή του υποκείμενου τίτλου κυμαίνεται στα επίπεδα των τιμών εξάσκησης των δικαιωμάτων πώλησης (New York Board of Trade, 2004).

3.1.4 Αντιστάθμιση με Συμβάσεις Ανταλλαγής

Οι συμβάσεις ανταλλαγής, όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο αφορούν την ανταλλαγή χρηματοοικονομικών προϊόντων σε μελλοντική χρονική στιγμή. Οι συμβάσεις ανταλλαγής διαπραγματεύονται σε μη οργανωμένες αγορές, πρόκειται δηλαδή για προϊόντα over-the-counter, των οποίων τα χαρακτηριστικά μπορούν να προσαρμόσουν οι αντισυμβαλλόμενοι ανάλογα με τις ανάγκες της κάθε περίπτωσης που διαπραγματεύεται, όπως ακριβώς άλλωστε και στην περίπτωση των προθεσμιακών συμβολαίων. Σε αντίθεση ωστόσο με τα προθεσμιακά συμβόλαια, οι συμβάσεις ανταλλαγής, μπορούν να περιλαμβάνουν περισσότερες από μια μελλοντικές ημερομηνίες λήξης για την ανταλλαγή των χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Ανταλλαγές Επιτοκίων

Οι ανταλλαγές επιτοκίων, τα λεγόμενα interest rate swaps, αποτελούν μια συμφωνία μεταξύ δύο αντισυμβαλλομένων με σκοπό την ανταλλαγή συγκεκριμένων χρηματικών ροών σε συγκεκριμένες μελλοντικές ημερομηνίες και σε συγκεκριμένο νόμισμα, οι οποίες προκύπτουν από τόκους. Παρά το γεγονός ότι οι τόκοι αφορούν το ίδιο νόμισμα, τα επιτόκια των αντισυμβαλλομένων διαφέρουν μεταξύ τους καθώς οι δύο εμπλεκόμενοι επενδυτές μπορεί να έχουν κυμαινόμενο επιτόκιο, αλλά είναι δυνατόν ο ένας να διαπραγματεύεται με

σταθερό και ο δεύτερος με κυμαινόμενο επιτόκιο. Σύμφωνα με τα παραπάνω προκύπτουν δυο είδη χρηματικών ροών. Ο επενδυτής του σταθερού επιτοκίου γνωρίζει το επιτόκιο κατά την έναρξη της ανταλλαγής και προβαίνει σε πληρωμές σύμφωνα με αυτό, ενώ ο επενδυτής που διαπραγματεύεται με κυμαινόμενο επιτόκιο προβαίνει σε πληρωμές, το επιτόκιο των οποίων παραμένει άγνωστο κατά την έναρξη της διαπραγμάτευσης και πρόκειται να επηρεαστεί από το επίπεδο των επιτοκίων που θα κυμανθούν μελλοντικά (Beagles, 2009).

Με τη χρήση των συμβάσεων ανταλλαγής επιτοκίων, οι επιχειρήσεις έχουν την δυνατότητα να αναζητήσουν και τελικά να εκμεταλλευτούν συνθήκες φθηνότερου δανεισμού, υιοθετώντας και κλειδώνοντας τη θέση τους στο πιο ελκυστικό για αυτές επιτόκιο.

Σύμφωνα με τον Αγγελόπουλο (2001), για την εκπλήρωση των συμβάσεων ανταλλαγής πρέπει να πληρούνται οι παρακάτω προϋποθέσεις. Αρχικά, ένας από τους κυριότερους παράγοντες αφορά την ύπαρξη έστω μιας ανταλλαγής σε κυμαινόμενο επιτόκιο, είτε αυτό σημαίνει ότι και οι δύο αντισυμβαλλόμενοι θα διαπραγματευτούν με κυμαινόμενο επιτόκιο, είτε ο ένας με κυμαινόμενο και ο δεύτερος με σταθερό. Επιπλέον, η ανταλλαγή των δανείων ή των επενδύσεων των αντισυμβαλλομένων πρέπει να αφορούν την ίδια χρονική στιγμή. Επιπλέον, θα πρέπει να συμπίπτει χρονικά και η καταβολή των συμφωνηθέντων τόκων. Τέλος, η ανταλλαγή των δανείων ή των επενδύσεων πρέπει να αφορά το ίδιο ποσό, έτσι ώστε να είναι εφικτό να υπολογιστεί το ύψος των χρηματικών ροών.

Οι συμβάσεις ανταλλαγής επιτοκίων υπερτερούν των άλλων παραγώγων στο γεγονός ότι ο επενδυτής έχει τη δυνατότητα να προφυλάσσεται από τον κίνδυνο σε μεγάλο βάθος χρόνου.

Ανταλλαγές Νομισμάτων

Οι ανταλλαγές νομισμάτων, currency swaps, αφορούν τη διαπραγμάτευση δυο μερών και τέλος, τη συμφωνία καταβολής πληρωμών στο διαθέσιμο συνάλλαγμα του κάθε αντισυμβαλλομένου. Μια σύμβαση ανταλλαγής νομίσματος δίνει το περιθώριο στον αντισυμβαλλόμενο που συμμετέχει στη συμφωνία, να αλλάξει το επιτόκιο ενός συναλλάγματος και να προβεί στο επιτόκιο ενός άλλου συναλλάγματος αποφεύγοντας τον ενδεχόμενο συναλλαγματικό κίνδυνο που μπορεί να ελλόχευε σε αυτή τη διαδικασία. Όπως και στις ανταλλαγές επιτοκίων, τα επιτόκια στις ανταλλαγές νομισμάτων διακρίνονται σε

σταθερά και κυμαινόμενα. Κατά τη διαδικασία ανταλλαγής νομισμάτων σταθερού επιτοκίου ο αντισυμβαλλόμενος έχει το δικαίωμα να ανταλλάξει το περιουσιακό στοιχείο, η αξία του οποίου εκφράζεται σε ένα συγκεκριμένο συνάλλαγμα, σε ένα άλλο περιουσιακό στοιχείο, η αξία του οποίου εκφράζεται σε ένα άλλο συνάλλαγμα, το οποίο χαρακτηρίζεται από σταθερό επιτόκιο. Ως εργαλεία λοιπόν αντιστάθμισης του συναλλαγματικού κινδύνου, οι επενδυτές και κατ' επέκταση οι τυχόν επιχειρήσεις που εμπλέκονται, έχουν την δυνατότητα να τους χορηγηθούν δανεισμοί σταθερού επιτοκίου σε άλλες αγορές, όταν δεν είναι εφικτό να τους χορηγηθεί δανεισμός σε μία συγκεκριμένη αγορά. Οι ίδιες συνθήκες επικρατούν και στις περιπτώσεις κυμαινόμενων επιτοκίων σε ξένες αγορές. Σύμφωνα λοιπόν με τα παραπάνω, είναι άξιο να σημειωθεί ότι οι συμβάσεις ανταλλαγής νομισμάτων εμπεριέχουν τρεις διαδικασίες οι οποίες περιλαμβάνουν την ανταλλαγή κεφαλαίων σε αρχικό στάδιο, την περιοδική κάλυψη των τόκων των κεφαλαίων και την ανταλλαγή των κεφαλαίων σε τελικό στάδιο. Τα κεφάλαια κατά το αρχικό στάδιο πρέπει να είναι ίσης αξίας εκφρασμένα στην συναλλαγματική ισοτιμία κάθε νομίσματος (Beagles, 2009).

Σύμφωνα με τους Jones & Jones οι συμβάσεις ανταλλαγής ως μέσο αντιστάθμισης διακρίνονται από μεγάλη ελκυστικότητα προς τον επενδυτή εξαιτίας της ισχυρής εξάλειψης που σημειώνουν ως προς τον συναλλαγματικό κίνδυνο της προκείμενης διαπραγμάτευσης, ενώ ταυτόχρονα, οι διαδικασίες εμφανίζονται σαφώς πιο απλοποιημένες όσον αφορά μάλιστα και στον δανεισμό για μακροπρόθεσμες χρονικά περιόδους.

Παράδειγμα Ανταλλαγής Νομισμάτων

Ένα παράδειγμα περίπτωσης ανταλλαγής νομισμάτων που περιγράφεται στο βιβλίο του John J. Stevens με τίτλο: “Managing Currency Risk Using Derivatives”, των εκδόσεων John Wiley & Sons, έτους 2001, αναλύει τη λειτουργία αυτού του προϊόντος για το συγκεκριμένο σενάριο σε σύγκριση με τη δυνατότητα χρήσης άλλων διαθέσιμων παράγωγων προϊόντων. Στο σενάριο αυτό παρουσιάζεται μια βρετανική επιχείρηση, η οποία ζητά 50 εκατομμύρια δολάρια, για οποιοδήποτε λόγο, με χρονικό όριο απόδοσής τους τα 3 χρόνια. Σημαντικός όρος της συναλλαγής είναι να προστατευθεί από τον συναλλαγματικό κίνδυνο στον οποίο θα οδηγήσει μία πιθανή ανατίμηση του δολαρίου ΗΠΑ έναντι της λίρας. Στη περίπτωση αυτή θα μπορούσε α χρησιμοποιηθεί οποιοδήποτε παράγωγο προϊόν εκτός από τα συμβόλαια

μελλοντικής εκπλήρωσης και τα συμβατικά συμβόλαια forwardFX καθώς το κεφάλαιο που ζητείται είναι αρκετά μεγάλο και το χρονικό όριο αποπληρωμής είναι πολύ μακρύ για προθεσμιακές συμφωνίες. Συνεπώς, η σύναψη συμφωνίας ανταλλαγής νομισμάτων θεωρείται η ενδεδειγμένη επιλογή για την διεκπεραίωση αυτής της συναλλαγής.

Η σύμβαση ανταλλαγής των νομισμάτων θα μπορούσε να συναφθεί μέσω τράπεζας των ΗΠΑ, η οποία θα αναλάβει την ανταλλαγή 50 εκατομμυρίων δολαρίων για παράδειγμα με £31.250.000, σε συγκεκριμένη ημέρα σε 3 χρόνια. Η συναλλαγματική ισοτιμία στερλίνας / δολαρίου θα είναι πιθανότατα η συναλλαγματική ισοτιμία σε αγορά άμεσης παράδοσης ή αγορά τοις μετρητοίς (spot), στρογγυλοποιημένη στο πλησιέστερο «μεγάλο» νόμισμα, δίνοντας πλεονέκτημα για την επιχείρηση του Ηνωμένου Βασιλείου, καθώς ένα 3ετές προθεσμιακό επιτόκιο θα ήταν σημαντικά λιγότερο ευνοϊκό γι' αυτήν.

Στη συνέχεια, η βρετανική εταιρεία και η αμερικανική τράπεζα θα πραγματοποιήσουν περιοδικές πληρωμές τόκων μεταξύ τους, υπολογιζόμενες στα ποσά κεφαλαίου. Η επιχείρηση του Ηνωμένου Βασιλείου θα καταβάλει τόκους σε δολάρια ΗΠΑ, με σταθερό επιτόκιο που συμφωνήθηκε εξαρχής, υπολογιζόμενο επί του ποσού κεφαλαίου των 50 εκατομμυρίων δολαρίων. Η αμερικανική τράπεζα θα καταβάλει επίσης σταθερό επιτόκιο σε στερλίνες στη βρετανική επιχείρηση, με βάση το κεφάλαιο των £31.250.000. Τα δύο επιτόκια θα συμφωνηθούν μεταξύ των μερών από την αρχή και θα μπορούν να έχουν οποιαδήποτε τιμή, χωρίς να είναι αναγκαστικά τα ίδια σε κάθε νόμισμα. Το τότε τρέχον επιτόκιο σε δολάρια θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί για να διορθωθεί ο τόκος που θα πληρωθεί σε δολάρια και το επιτόκιο της στερλίνας για να καθοριστεί το επιτόκιο που θα πληρωθεί σε στερλίνες. Στην ανταλλαγή αυτή θα χρησιμοποιηθούν επιτόκια ταμειακών ροών που καθορίζονται εξαρχής και παραμένουν σταθερά για όλη τη διάρκεια της ανταλλαγής. Με αυτόν τον τρόπο εξαλείφεται πλήρως ο κίνδυνος επιτοκίου και διαχειρίζεται μόνο ο κίνδυνος συναλλαγματικών ισοτιμιών. Ο συναλλαγματικός κίνδυνος υπάρχει μόνο στις πληρωμές των τόκων, καθώς δεν υπάρχει πλέον συναλλαγματικός κίνδυνος όσον αφορά στην ανταλλαγή κεφαλαίου, διότι η συναλλαγματική ισοτιμία καθορίστηκε στην αρχική σύμβαση. Κατά την πληρωμή των τόκων θα λαμβάνεται υπόψη η εκάστοτε ισοτιμία της αγοράς (spot). Αυτό δημιουργεί συναλλαγματικό κίνδυνο για την βρετανική επιχείρηση που κινδυνεύει με μια ανατίμηση του δολαρίου ΗΠΑ έναντι της στερλίνας και αντίστοιχο

κίνδυνο αντιμετωπίζει και η αμερικανική τράπεζα σε πιθανή περίπτωση ανατίμησης της λίρας έναντι του δολαρίου.

Αυτού του είδους η ανταλλαγή θα μπορούσε να πραγματοποιηθεί ελαφρώς παραλλαγμένη όπου τόσο τα αρχικά ποσά στα δύο νομίσματα, όσο και η προκαταβολή και τα τελικά ποσά καταβάλλονται με συμφωνημένη συναλλαγματική ισοτιμία, και θεωρείται περίπτωση που κατατάσσεται στην κατηγορία των παράγωγων προϊόντων ως ανταλλαγή νομισμάτων. Δηλαδή, η βρετανική επιχείρηση δανείζεται τα κεφάλαια που χρειάζεται σε στερλίνες στο Ηνωμένο Βασίλειο και στη συνέχεια τα ανταλλάσσει με το συμφωνημένο ποσό δολαρίων ΗΠΑ, το οποίο η αμερικανική τράπεζα με τη σειρά της θα πρέπει να δανειστεί στις ΗΠΑ - πιθανώς από εξωτερικούς επενδυτές ή από ίδια κεφάλαια. Οι πληρωμές των τόκων λειτουργούν σε αυτή την περίπτωση με την ίδια λογική όπως προηγουμένως. Στην ολοκλήρωση της ανταλλαγής, στο πέρας του χρονικού ορίου που είχε τεθεί στη σύμβαση, περίοδος που ονομάζεται ωρίμανση (maturation), η αμερικανική τράπεζα επιστρέφει στην βρετανική επιχείρηση το ίδιο ποσό που έλαβε στην αρχή σε στερλίνες, και αντίστοιχα η βρετανική επιχείρηση επιστρέφει ακριβώς το ίδιο ποσό που έλαβε στην αρχή σε αμερικάνικα δολάρια. Αυτή η διαδικασία ανταλλαγής νομισμάτων ονομάζεται *par swap*, καθώς τα ίδια ποσά κεφαλαίου ανταλλάσσονται στην αρχή και στο τέλος, και κατά την οποία, η αρχική ανταλλαγή νομισμάτων έχει αντιστραφεί. Τέλος, τα χρηματικά ποσά που θα λάβουν και τα δύο συμβαλλόμενα μέρη της ανταλλαγής στη λήξη της σύμβασης θα επιστραφούν στους αρχικούς επενδυτές από τους οποίους ενδεχομένως να προήλθαν.

Ανταλλαγές μετοχικού κεφαλαίου

Η ανταλλαγή μετοχών αφορά τη συμφωνία ανταλλαγής πληρωμών της συνολικής απόδοσης, είτε πρόκειται για κεφαλαιακά κέρδη είτε πρόκειται για μερίσματα, ανά τακτά χρονικά διαστήματα και για μια συγκεκριμένη χρονικά διάρκεια. Η μία έστω, εκ των δύο πληρωμών πρέπει να βασίζεται σε κάποιο επιτόκιο, το οποίο φυσικά πρέπει να έχει προσυμφωνηθεί. Οι ανταλλαγές μετοχών έχουν γνωρίσει μεγάλη διασημότητα εξαιτίας της διευκόλυνσης που προσφέρουν στους επενδυτές και στις επιχειρήσεις, τόσο στο να επενδύσουν μελλοντικά όσο και στο να διαχειριστούν τους κινδύνους που τους απειλούν. Ένας τέτοιος κίνδυνος, μπορεί να είναι ο κίνδυνος απώλειας του χαρτοφυλακίου των μετοχών μιας επιχείρησης ο οποίος απαιτεί την δυνατότητα αντιστάθμισης του. Οι επενδυτές που προβαίνουν σε τέτοιου είδους

ανταλλαγές είναι πιθανό να επιθυμούν την διατήρηση των μετοχών τους που διαπραγματεύονται σε μια ξένη χώρα (Beagles, 2009).

3.2 Κερδοσκοπία με την χρήση Παράγωγων Προϊόντων

Η ύπαρξη της έννοιας και της διαδικασίας της αντιστάθμισης με στόχο την εξάλειψη του συναλλαγματικού κινδύνου, με την χρήση συγκεκριμένων εργαλείων για τον σκοπό αυτό, δημιούργησε μια αντίθετη έννοια, την έννοια της κερδοσκοπίας. Δεδομένης της ύπαρξης της θέσης αντιστάθμισης που λαμβάνουν οι επενδυτές στην αγορά των παραγώγων, το κενό που δημιούργησαν οι εκ διαμέτρου αντίθετες θέσεις των παραπάνω επενδυτών έρχονται να καλύψουν οι κερδοσκόποι. Οι κερδοσκόποι ακολουθούν την ίδια διαδικασία με αυτή των επενδυτών που επιθυμούν αντιστάθμιση, με την σημαντική ωστόσο διαφορά ότι οι πρώτοι ανοίγοντας την δική τους θέση βρίσκονται εκτεθειμένοι στον κίνδυνο για τον λόγο ότι προβλέπουν πως οι θέσεις τους θα τους προσφέρουν κέρδη (Furqan. & Mirza., 2015).

Οι κερδοσκόποι επενδυτές μπορούν να κινηθούν σε βραχυπρόθεσμες αγορές επενδύοντας σε χρηματιστηριακές μετοχές, για μικρό χρονικό διάστημα (scalping), προσπαθώντας με αυτό τον τρόπο τόσο να παρακολουθούν την εξέλιξη της επένδυσης όσο και να αποφύγουν τους μεγάλους κινδύνους. Αυτός ο τρόπος επένδυσης είναι πολύ δημοφιλής αλλά επιφέρει μικρά κέρδη.

Επιπλέον, συνήθη επενδυτικά μέσα για τους κερδοσκόπους επενδυτές αποτελούν τα περιουσιακά στοιχεία ή γενικότερα τα χαρτοφυλάκια, με τη χρήση των οποίων μπορούν να επιτυγχάνονται μεγάλα κέρδη και αντίστοιχα σημαντικές ζημιές.

Τα παράγωγα προϊόντα που χρησιμοποιούνται για κερδοσκοπικούς κυρίως σκοπούς είναι εξωχρηματιστηριακά προϊόντα, όπως τα συμβόλαια επί διαφορών (CFDs) και τα παράγωγα επί συναλλάγματος (Forex), τα οποία είναι σύνθετα και περιέχουν κινδύνους σύμφωνα με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Τα παράγωγα αυτά προϊόντα διατίθενται πολλές φορές από μη αδειοδοτημένες και εποπτευόμενες οντότητες μέσω διαδικτυακών πλατφόρμων και έχουν το χαρακτηριστικό ότι περιλαμβάνουν μόχλευση (leverage), δηλαδή η αξία της τοποθέτησης είναι πολύ μεγαλύτερη από το χρηματικό ποσό που απαιτείται ως περιθώριο. Η μόχλευση που εμπεριέχεται στα προϊόντα αυτά χαρακτηρίζεται από ένα συντελεστή (συντελεστής

μόγλευσης) που υποδηλώνει πόσες φορές πολλαπλάσια είναι η αξία της τοποθέτησης από το ποσό περιθωρίου και προσδιορίζεται από την Εταιρεία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών.

Σύμφωνα με πρόσφατο άρθρο της Ναυτεμπορικής, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εφιστά την προσοχή των επενδυτών στη χρήση εξωχρηματιστηριακών προϊόντων, καθώς οι τιμές των υποκείμενων μέσων που χρησιμοποιούνται μπορεί να μεταβάλλονται συχνά και ραγδαία προκαλώντας σημαντικές ζημίες για τις επενδύσεις τους και συνεπώς οι επενδυτές οφείλουν να μελετούν συστηματικά τις συμβάσεις που συνάπτουν με τις εταιρείες παροχής των επενδυτικών αυτών πακέτων και να ελέγχουν για την ύπαρξη ή μη συστήματος εγγύησης επενδύσεων (συνεγγυητικό).

3.3 Εξισορροπητική κερδοσκοπία (arbitrage)

Η εξισορροπητική κερδοσκοπία αποτελεί έννοια που αναφέρεται σε τακτικές επένδυσης που περιλαμβάνουν τουλάχιστον δύο κινήσεις αγοράς και πώλησης οι οποίες εξισορροπούν η μία την άλλη, ούτως ώστε, να εξαλειφθεί πλήρως ο κίνδυνος της ζημίας που θα λάμβανε ο κερδοσκόπος αναλαμβάνοντας μόνο μία θέση. Δηλαδή, στην περίπτωση αυτή ο κερδοσκόπος (arbitrageur) αγοράζει και ταυτόχρονα πουλά το ίδιο ποσό ή παρόμοιο σε δύο διαφορετικές συναλλαγματικές αγορές και από τη διαφορά της τιμής προκύπτει το κέρδος του. Η έννοια του arbitrage συχνά ταυτίζεται με την έννοια της κερδοσκοπίας, πράγμα το οποίο δεν θα έπρεπε να συμβαίνει καθώς οι δύο στρατηγικές διαφέρουν μεταξύ τους. Ο όρος αρμπιτράζ έχει χρησιμοποιηθεί εκτενώς με αποτέλεσμα να μην απαιτείται μετάφραση του, δεδομένου ότι αναγνωρίζεται πλέον διεθνώς. Τα περιθώρια του κέρδους του επενδυτή που ασκεί την στρατηγική της εξισορροπητικής κερδοσκοπίας, εξαρτώνται από το μέγεθος της διαφοράς των νομισματικών ισοτιμιών. Ωστόσο, λόγω εξωτερικών παραγόντων, όπως είναι η προσφορά και η ζήτηση ενός νομίσματος, πολιτικοί παράγοντες κ.α., οι ισοτιμίες αυξομειώνονται επηρεάζοντας το αντικείμενο διαπραγμάτευσης του αρμπιτράζ. Είναι σημαντικό να τονιστεί πως η αγορά και η πώληση του συναλλάγματος στην περίπτωση του αρμπιτράζ είναι μια διαδικασία που γίνεται ταυτοχρόνως, έτσι ώστε, ο επενδυτής να βρίσκεται καλυμμένος από τυχόν συναλλαγματικές διακυμάνσεις που μπορούν να συμβούν ανά πάσα στιγμή. Συνεπώς, ο arbitrageur δεν λαμβάνει κάποια ανοιχτή θέση, όπως γίνεται στις περιπτώσεις της κερδοσκοπίας.

Η εξισορροπητική κερδοσκοπία μπορεί να είναι διμερής κίνηση αλλά και τριμερής κίνηση με τη δεύτερη να ονομάζεται τριγωνικό αρμπιτράζ. Στο τριγωνικό αρμπιτράζ επενδύονται ποσά σε τρεις διαφορετικές συναλλαγματικές αγορές με παρόμοια ποσά, όπου το κέρδος προκύπτει εφόσον κάποιο από τα νομίσματα υπερτιμάται σε σχέση με τα άλλα δύο. Η διαδικασία αυτή συνήθως δεν διαρκεί πολύ χρονικά, καθώς οι ανισορροπίες που προκύπτουν εντοπίζονται από τις αγορές και εξισορροπούνται γρήγορα και συνεπώς είναι μια βραχυχρόνια επένδυση.

Η εξισορροπητική κερδοσκοπία αναφέρεται κυρίως στην αγορά και πώληση είτε προϊόντων είτε μετοχών. Η ανισορροπία συνήθως γίνεται αντιληπτή από τους market makers οι οποίοι κινούνται γρήγορα για να αποκατασταθεί η ισορροπία στην αγορά. Το αρμπιτράζ αποτελεί μορφή επένδυσης που θεωρητικά προσφέρει καθαρό κέρδος αλλά στην πραγματικότητα δεν είναι εύκολο ή πολλές φορές δυνατό να επιτευχθεί, καθώς υπάρχουν διάφορα προβλήματα που το εμποδίζουν (Partnoy, 1996).

Κεφάλαιο Τέταρτο: Μελέτες περιπτώσεων της χρήσης των Παράγωγων Προϊόντων

1η Εργασία μελέτης σε χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις της Πορτογαλίας A survey into the use of derivatives by non-financial Portuguese firms

Οι Silva J., και Dias J. C. G., διεξήγαγαν μια μελέτη περίπτωσης με τίτλο «A survey into the use of derivatives by non-financial Portuguese firms». Η μελέτη περίπτωσης εφαρμόστηκε σε εταιρείες μη χρηματοοικονομικού αντικειμένου, στην Πορτογαλία. Συγκεκριμένα, μελετήθηκαν 123 εταιρείες που εδρεύουν στην Πορτογαλία, οι οποίες είναι εισηγμένες στο National Securities Market Commission (CNMV), κατά την περίοδο 2004. Ο λόγος για τον οποίο χρησιμοποιήθηκαν μη χρηματοοικονομικού αντικειμένου εταιρείες στην έρευνα, έγκειται στο γεγονός ότι, οι μελετητές επιθυμούσαν να διερευνηθεί η χρήση των παράγωγων προϊόντων μόνο σε επιχειρήσεις, εξετάζοντας την εταιρική τους λειτουργία, και όχι σε χρηματοοικονομικά ιδρύματα. Η CNMV είναι μια Ισπανική κρατική υπηρεσία, η οποία είναι υπεύθυνη για τους χρηματοοικονομικούς κανονισμούς που πρέπει να εφαρμόζουν όλες οι

επιχειρήσεις στην Ισπανία και Πορτογαλία. Αν και η CNMV, είναι ανεξάρτητη υπηρεσία, υπάγεται στην αιγίδα του Υπουργείου Οικονομικών της Ισπανίας. Για τον σκοπό της μελέτης, οι μελετητές συνέλεξαν στοιχεία των εταιρειών από τις επίσημες ετήσιες αναφορές ενώ διενεργήθηκαν ειδικοί έλεγχοι ώστε να διακριθούν οι κίνδυνοι τους οποίους αντιμετωπίζουν οι εταιρείες καθώς και ο βαθμός έκθεσης που έχουν στον συναλλαγματικό κίνδυνο αλλά και η ανάγκη των εταιρειών να στραφούν στην χρήση των παράγωγων προϊόντων, με στόχο την αντιστάθμιση του δευτέρου.

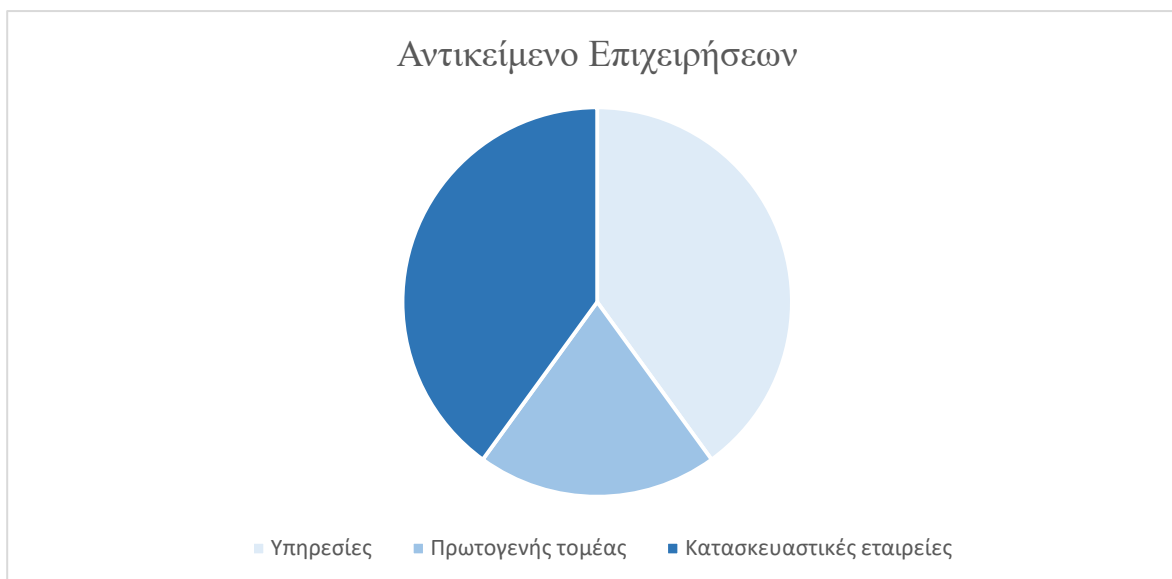
Στην συγκεκριμένη έρευνα οι μελετητές Silva και Dias παρουσιάζουν μέσω εμπειρικής μεθόδου τους λόγους για τους οποίους οι επιχειρήσεις προβαίνουν στις διαδικασίες αντιστάθμισης, ποια παράγωγα προϊόντα χρησιμοποιούνται στις διαδικασίες αντιστάθμισης, ποιοι κίνδυνοι χρήζουν διαχείρισης, και πως εφαρμόζονται οι στρατηγικές τους στην πράξη. Τονίζεται πως στην Πορτογαλία, η διαπραγμάτευση και αγοραπωλησία των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ), και των Δικαιωμάτων Προαίρεσης γίνεται στο παράρτημα του χρηματιστηρίου της Πορτογαλίας, γνωστό υπό την ονομασία Bolsa de Derivados do Porto (BDP), ενώ των Προθεσμιακών Συμβολαίων και των Συμβάσεων Ανταλλαγής, δεδομένου ότι πρόκειται για εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές γίνεται από χρηματοοικονομικά ιδρύματα, επιχειρήσεις κ.α.

Οι Silva και Dias εξηγούν πως μετά την δεκαετία του '90, και εξαιτίας της ανάπτυξης της οικονομίας ήδη παγκοσμίως, η Πορτογαλία γνώρισε και αυτή την «μοντερνοποίηση» του οικονομικού της τομέα κατατάσσοντας πλέον τη χώρα στις ανεπτυγμένες χώρες και κατ' επέκταση αγορές, και όχι πλέον στις αναδυόμενες. Αυτή η νέα πραγματικότητα, ώθησε την κρατική υπηρεσία CNMV να παρουσιάσει και να επιτρέψει στην BDP τη διαχείριση των παράγωγων προϊόντων. Η επίσημη λοιπόν ημερομηνία εμφάνισης των παραγώγων στην BDP είναι η 20^η Ιουνίου του 1996. Ωστόσο, αυτό που παρατηρήθηκε είναι πως οι εμπειρικές μελέτες με σκοπό την παρουσίαση και την μελέτη της χρήσης των παράγωγων προϊόντων στις πορτογαλικές επιχειρήσεις βρίσκονται σε έλλειψη, για αυτό το λόγο μάλιστα οι μελετητές παρακινήθηκαν να διεξάγουν την παραπάνω έρευνα. Η έρευνα αυτή έχει ως στόχο να βοηθήσει με τα αποτελέσματά της την μελέτη και σημασία των παράγωγων προϊόντων αλλά και να οδηγήσει μελλοντικά σε περισσότερη διερεύνηση.

Η μεθοδολογία που ακολούθησαν οι δύο μελετητές, αφορά το μοίρασμα ερωτηματολογίων σε 123 επιχειρήσεις, όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, ακολουθώντας τα παραδείγματα των τριών εμπειρικών μελετών των Brodnar et al τις χρονολογίες 1995, 1996 και 1998. Από τις 123 επιχειρήσεις μόνο το 35,8% των επιχειρήσεων απάντησε στα ερωτηματολόγια, εκ των οποίων το 40% αφορούσε επιχειρήσεις που παρέχουν υπηρεσίες, 20% επιχειρήσεις του πρωτογενούς τομέα και το υπόλοιπο 40% αφορούσε κατασκευαστικές εταιρείες.



Διάγραμμα : Συμμετοχή του δείγματος στην απάντηση του ερωτηματολογίου με σκοπό την διεξαγωγή έρευνας



Διάγραμμα : Συμμετοχή του δείγματος στην απάντηση του ερωτηματολογίου σε σχέση με την φύση της επιχείρησης

Η πρώτη βασικότερη ερώτηση αφορούσε το κατά πόσο αυτές οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν ή όχι παράγωγα προϊόντα. Το 38,5% απάντησε θετικά. Οι Silva και Dias, παρατήρησαν ότι το ποσοστό αυτό είναι μικρότερο των ποσοστών που έχουν παρατηρήσει άλλοι μελετητές σε αντίστοιχες εμπειρικές μελέτες που έχουν διεξαχθεί σε άλλες χώρες, ωστόσο το θεώρησαν δικαιολογημένο, δεδομένου ότι οι πορτογαλικές επιχειρήσεις είναι αρκετά μικρότερες, συγκριτικά με των άλλων χωρών στις οποίες διεξάχθηκαν οι εν λόγω μελέτες αλλά και εξαιτίας της μικρής ωρίμανσης που έχει γνωρίσει η αγορά των παράγωγων προϊόντων στην Πορτογαλία. Ωστόσο, τονίζουν πως η Πορτογαλία έχει μια πολύ ανοιχτή οικονομία και οι διαπραγματεύσεις των επιχειρήσεων της με αυτές άλλων χωρών είναι σύνηθες, συνεπώς κρίνεται απαραίτητη η διεξαγωγή επιπλέον εμπειρικών μελετών στο μέλλον, με σκοπό τη διερεύνηση της ανάπτυξης των παραγώγων στο εγγύς μέλλον.

Η δεύτερη ερώτηση του ερωτηματολογίου, αφορούσε στις επιχειρήσεις που απάντησαν θετικά στην πρώτη ερώτηση, και στόχος της ερώτησης ήταν να προσδιορίσουν τον βαθμό εξέλιξης της χρήσης των παράγωγων προϊόντων στην επιχείρηση, συγκριτικά με το

προηγούμενο έτος. Η πλειοψηφία των επιχειρήσεων, με ποσοστό 60%, απάντησε πως η χρήση των παραγώγων στην επιχείρηση είχε αυξηθεί από πέρσι. Αντιθέτως, η τρίτη ερώτηση αναφερόταν στις επιχειρήσεις που απάντησαν αρνητικά στην πρώτη ερώτηση ζητώντας τους να αιτιολογήσουν τον λόγο για τον οποίο δεν προβαίνουν στην χρήση των παράγωγων προϊόντων. Οι δημοφιλέστερες αιτιολογίες μεταξύ άλλων ήταν, πως ο βαθμός του κινδύνου στον οποίο εκτίθενται οι επιχειρήσεις δεν είναι τόσο μεγάλος ώστε να χρήζει τέτοιου είδους στρατηγικές, πως σε περίπτωση διαχείρισης ενδεχόμενου κινδύνου, προτιμώνται στρατηγικές διαφορετικές από τα παράγωγα προϊόντα και πως η χρήση των παράγωγων προϊόντων, είναι μια διαδικασία δύσκολη να αξιολογηθεί.

Σε συνέχεια του ερωτηματολογίου, τα στοιχεία που συλλέχθηκαν εμφανίζουν πως οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν ή έχουν χρησιμοποιήσει παρελθοντικά, τα παράγωγα προϊόντα για τους παρακάτω κινδύνους στους οποίους βρίσκονται εκτεθειμένοι, με τον πιο συνήθη να είναι ο κίνδυνος επιτοκίου, έπειτα να ακολουθεί ο συναλλαγματικός κίνδυνος και τελευταίος, ο εμπορικός κίνδυνος. Οι μελετητές Silva και Dias θέλησαν ακόμα να μάθουν ποια από τα φαινόμενα που σχετίζονται με την χρήση παραγώγων ανησυχούν περισσότερο τις εταιρείες στην Πορτογαλία. Τα μεγαλύτερα ποσοστά αναφέρονται στη δυσκολία ελέγχου και αξιολόγησης των παράγωγων προϊόντων, γεγονός το οποίο συμπεραίνουν οι μελετητές οφείλεται στη μη επαρκή γνώση και ενημέρωση των πορτογαλικών επιχειρήσεων για την ορθή χρήση των παραγώγων, καθώς και η μη συχνή χρήση τους από αυτές.

Μια από τις πιο σημαντικές ερωτήσεις που ζητήθηκε από τις επιχειρήσεις να απαντήσουν, δεδομένης της αναζήτησης της χρήσης κάθε χρηματοοικονομικού παραγώγου σε μία μη ώριμη αγορά παραγώγων όπως είναι η Πορτογαλία, ήταν ο λόγος για τον οποίο χρησιμοποιούνται τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και τα δικαιώματα προαίρεσης. Στην περίπτωση των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης η αντιστάθμιση του συναλλαγματικού κινδύνου σύλλεξε το 33%, ποσοστό που ταυτίζεται και με την χρήση των δικαιωμάτων προαίρεσης. Συγκεκριμένα, τα δικαιώματα προαίρεσης που εμφανίζουν μεγαλύτερη διασημότητα ήταν τα συμβόλαια ευρωπαϊκού τύπου, με ποσοστό 60%.

Εντύπωση προκαλεί το γεγονός πως μόνο το 20% των επιχειρήσεων που μελετώνται διαθέτει μια καταγεγραμμένη επιχειρησιακή πολιτική που να αφορά αποκλειστικά τη χρήση των παράγωγων προϊόντων. Το μικρό αυτό ποσοστό των επιχειρήσεων μάλιστα, παρουσιάζει τα

δεδομένα που αφορούν τις στρατηγικές που ακολουθήθηκαν, τα αποτελέσματα και οποιαδήποτε άλλα δεδομένα αξίζει να αναφερθούν στο συμβούλιο των μετόχων, κάθε μήνα, γεγονός που υπογραμμίζει την σημαντικότητα του. Σε αντίθεση λοιπόν, με το υπόλοιπο 80%, το οποίο δε διαθέτει ειδική ομάδα για τη διαχείριση του κινδύνου μέσω παραγώγων, η παρουσίαση των στρατηγικών που ακολουθούνται δε διαθέτει συγκεκριμένο χρονικό πλαίσιο, καθώς μπορεί μάλιστα να μην πραγματοποιείται και καθόλου.

Εν κατακλείδι, σύμφωνα με όλα τα παραπάνω, οι δύο μελετητές καταλήγουν πως η έρευνα τους απαρτίζεται από ένα μονομερές και μικρό δείγμα, δεδομένου ότι οι επιχειρήσεις που καταγράφηκαν και ήταν καταχωρημένες στην κρατική υπηρεσία CNMV, ήταν μόνο επιχειρήσεις μη χρηματοοικονομικού αντικειμένου. Ωστόσο, είναι άξιο να παρατηρηθεί πως σε αυτή την κατηγορία των επιχειρήσεων που καλύπτουν την πλειοψηφία των επιχειρήσεων στην Πορτογαλία, τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα έχουν αναγνωριστεί και χρησιμοποιούνται σε αρκετές περιπτώσεις. Η χρήση τους, όμως, στην αγορά της Πορτογαλίας παραμένει περιορισμένη και όχι ευρέως αποδεκτή, ένα φαινόμενο το οποίο παρατηρείται πως αλλάζει σταδιακά με το πέρασμα των χρόνων. Οι επιχειρήσεις, αν και δειλά ακόμα, προβαίνουν στην επιλογή των παραγώγων για την αντιστάθμιση του επιτοκιακού κινδύνου καθώς και του συναλλαγματικού κινδύνου σε έναν αρκετά σημαντικό βαθμό. Για αυτό τον λόγο άλλωστε, η περαιτέρω διερεύνηση μελλοντικά, είναι απαραίτητη, δεδομένου ότι είναι πιθανό να δώσει σημαντικότερα αποτελέσματα.

2η Εργασία μελέτης σε χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις των ΗΠΑ

Wharton Survey of Financial Risk Management by US Non-Financial Firms

Το 1998 οι μελετητές Bodnar G. M., Hayt G. S., και Marston R. C., διεξήγαγαν μια εμπειρική μελέτη με πεδίο μελέτης τη διαχείριση του επιχειρηματικού κινδύνου σε εταιρείες μη χρηματοοικονομικού περιεχομένου που εδρεύουν στις Ηνωμένες Πολιτείες. Η μελέτη αυτή έγινε με σκοπό τον εμπλουτισμό και την σύγκριση των στοιχείων που είχαν συλλέξει σε προηγούμενη τους μελέτη, το 1995, με τίτλο «Wharton survey of derivatives usage by US non-financial firms», θεωρώντας πως η παρούσα μελέτη περιέχει περισσότερες λεπτομέρειες από την προηγούμενη και τα ερωτηματολόγια είναι πιο στοχευμένα στη χρήση

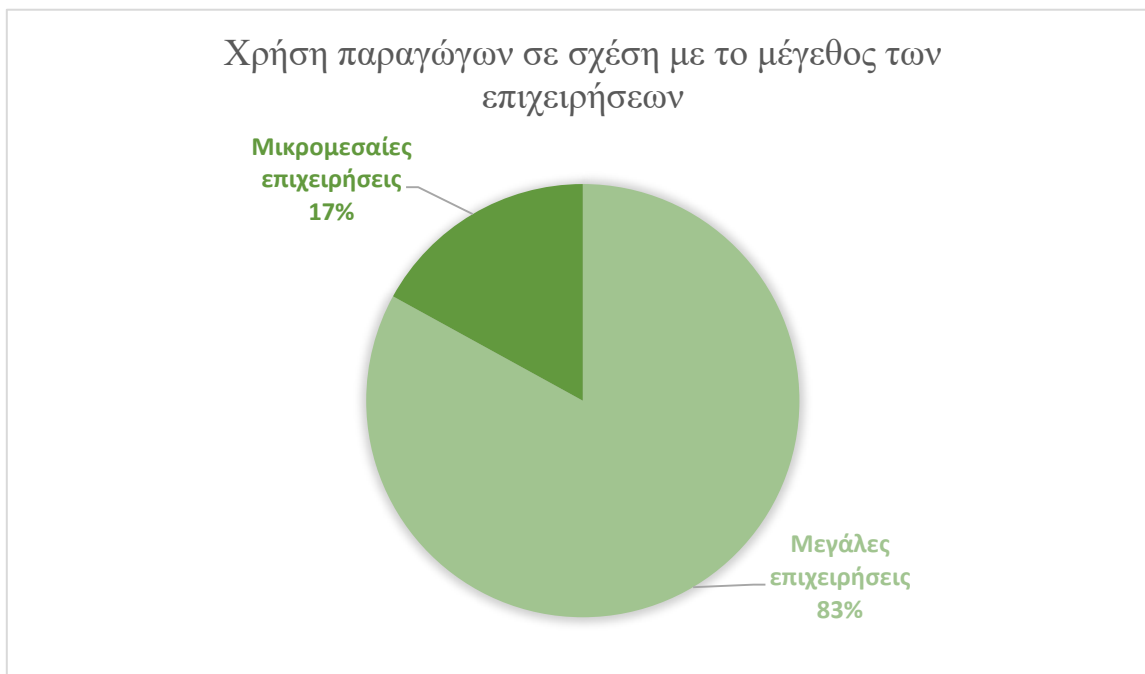
χρηματοοικονομικών παραγώγων, με ένα πιο ευρύ φάσμα ερωτήσεων για την διεξαγωγή συμπερασμάτων.

Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε είναι κατά ένα μέρος ίδιο με αυτό της πρώτης έρευνας, και αποτελείται από 2000 αμερικάνικες επιχειρήσεις, ενώ προστέθηκαν ακόμα 154 επιχειρήσεις οι οποίες προέρχονται από την λίστα του «Fortune 500», την ετήσια παρουσίαση των 500 μεγαλύτερων επιχειρήσεων, με κριτήριο το ύψος των εσόδων τους ετησίως. Επιλέχθηκαν μόνο 154 από τις 500, δεδομένου ότι μόνο οι συγκεκριμένες 154 επιχειρήσεις ήταν μη χρηματοοικονομικού αντικειμένου. Επιπλέον, το δείγμα των 2000 επιχειρήσεων που προέρχεται από την προηγούμενη έρευνα, μειώθηκε, εξαιτίας τυχόν χρεοκοπιών, συγχωνεύσεων και άλλων λόγων. Συνεπώς, ο αριθμός των επιχειρήσεων που ερωτήθηκαν, ανέρχεται στις 1928 επιχειρήσεις. Ωστόσο, μόνο το 20,7% απάντησε ολοκληρωμένα στο ερωτηματολόγιο των μελετητών, δηλαδή μονάχα ο μικρός αριθμός, των 399 επιχειρήσεων.

Η πρώτη ερώτηση και διευκρινιστικότητα του ερωτηματολογίου, διαχώρισε τις επιχειρήσεις σε αυτές που χρησιμοποιούν και σε αυτές που δεν χρησιμοποιούν παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα, με τα ποσοστά και των δύο κατηγοριών να ανέρχονται στο 50%, δείχνοντας έτσι την ισομερή κατανομή των επιχειρήσεων, όσον αφορά στην επιλογή αυτής της στρατηγικής. Συγκρίνοντας τα αποτελέσματα της προηγούμενης έρευνας με την τρέχουσα, οι μελετητές παρατήρησαν πως η στροφή των επιχειρήσεων προς τα παράγωγα προϊόντα έχει αυξηθεί ποσοστιαία. Για την σωστή διεξαγωγή όμως αυτού του συμπεράσματος, οι μελετητές σύγκριναν τα αποτελέσματα των δυο ερευνών με κριτήριο την κατηγορία των επιχειρήσεων που επιλέγουν τη χρήση των παραγώγων, ώστε να δουν αν η αύξηση αυτή είναι εικονική, λόγω του διαφορετικού δείγματος, ή εμφανίζει όντως αύξηση. Η σύγκριση έδειξε πως η αύξηση ήταν όντως εικονική, και πως ο κάθε τομέας επιχειρήσεων δεν έχει αλλάξει, ούτε έχει δείξει κάποια ανοδική ή πτωτική τάση στην προτίμηση των εργαλείων αυτών. Συνεπώς, η επιλογή των επιχειρήσεων για χρήση παραγώγων προϊόντων παραμένει σταθερή για την τριετία 1995-1998. Ωστόσο, σημαντικό είναι το γεγονός πως σε μετέπειτα ερώτηση, οι επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν ήδη τα παράγωγα προϊόντα από το 1995, ισχυρίστηκαν πως η χρήση τους στην επιχείρηση έχει αυξηθεί σημαντικά στο διάστημα αυτής της τριετίας, αφήνοντας τους μελετητές να συμπεράνουν πως τα παράγωγα

είναι ένα βοηθητικό εργαλείο που ικανοποιεί τις επιχειρήσεις σε μεγάλο βαθμό, ώστε να εντείνουν τη χρήση τους.

Είναι εύκολο να εννοηθεί, ότι η εκτενής χρήση των παραγώγων γίνεται από μεγάλες επιχειρήσεις, κατά ποσοστό 83% όπως φαίνεται και στο παρακάτω διάγραμμα, με τις εταιρείες του πρωτογενούς τομέα να τα προτιμούν σε αρκετά μεγάλο βαθμό (68%). Ακολουθούν οι κατασκευαστικές επιχειρήσεις, με ποσοστό 48%, εξαιτίας της εισαγωγικής και εξαγωγικής φύσης τους, που τις εκθέτει στον συναλλαγματικό κίνδυνο. Δεδομένου του διαχωρισμού του επιχειρηματικού κινδύνου σε τέσσερις κατηγορίες, οι επιχειρήσεις ρωτήθηκαν στην εξάλειψη ποιανού κινδύνου αποσκοπεί περισσότερο η επιλογή των παραγώγων ως τρόπος αντιστάθμισης στην περίπτωση τους. Το 83% των επιχειρήσεων απάντησε ως πρώτη επιλογή τον συναλλαγματικό κίνδυνο, με τις κατασκευαστικές επιχειρήσεις να προσφέρουν το ποσοστό 95%, ενώ ο λιγότερο δημοφιλής κίνδυνος, με ποσοστό 34% εμφανίζεται ο κίνδυνος επιτοκίου, τον οποίο φαίνεται να αντιμετωπίζουν λιγότερο οι επιχειρήσεις υπηρεσιών.



Διάγραμμα : Ποσοστό χρήσης των παράγωγων προϊόντων σύμφωνα με το μέγεθος της επιχείρησης

Οι επιχειρήσεις ρωτήθηκαν επιπλέον, ποιες είναι οι ανησυχίες τους όσον αφορά στη χρήση των παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Οι δύο σημαντικότεροι κίνδυνοι που

ανησυχούν τις επιχειρήσεις των Ηνωμένων Πολιτειών, αφορούν τον λογιστικό χειρισμό και τον κίνδυνο αγοράς, δεδομένης της αστάθειας που την διακατέχει. Ο λογιστικός χειρισμός των παραγώγων είναι ένα θέμα που προβληματίζει τις αμερικανικές επιχειρήσεις, ειδικότερα, μετά την εφαρμογή της νέα δήλωσης πολιτικής με αριθμό 133 και τίτλο «Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities», τον Ιούνιο του 1998, παρουσιάζοντας νέους τρόπους, σύμφωνα με τους οποίους οι επιχειρήσεις θα δικαιολογούν, θα υπολογίζουν και θα δηλώνουν τη χρήση παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων στις ετήσιες οικονομικές τους εκθέσεις. Ο νέος αυτός τρόπος περιέπλεξε τα πράγματα για τις επιχειρήσεις προκαλώντας τους έναν σκεπτικισμό για την χρήση τέτοιων εργαλείων. Ωστόσο, αξίζει να τονιστεί πως οι επιχειρήσεις που θεωρούν τη χρήση των παραγώγων ως τον πιο αποτελεσματικό τρόπο εξάλειψης κινδύνου, δεν επηρεάστηκαν από την νέα εφαρμογή και συνέχισαν την προτίμηση και την επιλογή τους προς τα χρηματοοικονομικά αυτά εργαλεία κατά 73%, ενώ οι επιχειρήσεις που επηρεάστηκαν ανέρχονται στο 27%.

Στη συνέχεια του ερωτηματολογίου, η προσοχή στρέφεται στην έκθεση στον συναλλαγματικό κίνδυνο, δεδομένων των απαντήσεων που έδωσαν οι επιχειρήσεις τονίζοντας πως πρόκειται για τον πιο συνήθη κίνδυνο που αντιμετωπίζουν, οι μη χρηματοοικονομικού περιεχομένου, επιχειρήσεις των Ηνωμένων Πολιτειών. Για την καλύτερη κατανόηση της έκθεσης των επιχειρήσεων στον συγκεκριμένο κίνδυνο, οι μελετητές ρώτησαν τις επιχειρήσεις σε τι ύψος ανέρχονται τα έσοδα και τα έξοδα, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών τους σε ξένο νόμισμα. Το 40% των επιχειρήσεων ισχυρίστηκε πως το 1/5 των εσόδων τους προέρχεται από συναλλαγές σε ξένο νόμισμα, ενώ το 36% των επιχειρήσεων ισχυρίστηκε πως το 1/5 των εξόδων τους αποτελείται από συναλλαγές σε ξένο συνάλλαγμα. Τα ποσοστά αυτά εμφανίζονται σημαντικά. Οι τρεις μελετητές επιπλέον παρατήρησαν πως στην μελέτη του 1995, οι επιχειρήσεις είχαν ισχυριστεί πως τα παράγωγα που χρησιμοποιούν, εμφανίζουν μικρή περίοδο ωρίμανσης, ένα γεγονός το οποίο ήθελαν να συγκρίνουν με τα δεδομένα του 1998. Συνεπώς, οι επιχειρήσεις ρωτήθηκαν σχετικά με την χρονική διάρκεια των παραγώγων που επιλέγουν. Το 82% του δείγματος επιλέγει μικρής διάρκειας συμβόλαια, τα οποία δεν ξεπερνούν το διάστημα των 90 ημερών. Αντιθέτως, το 77% των περιπτώσεων, επιλέγουν παράγωγα με χρονική διάρκεια μεταξύ των 91 ημερών και των 180 ημερών, δηλαδή δεν ξεπερνούν τους έξι μήνες. Παρά ταύτα, το ποσοστό των επιχειρήσεων που χρησιμοποιούν παράγωγα μικρής περιόδου,

μειώθηκε, στρέφοντας ένα μικρό ποσοστό της τάξεως του 16% σε συμβόλαια διάρκειας περισσότερης των 12 μηνών.

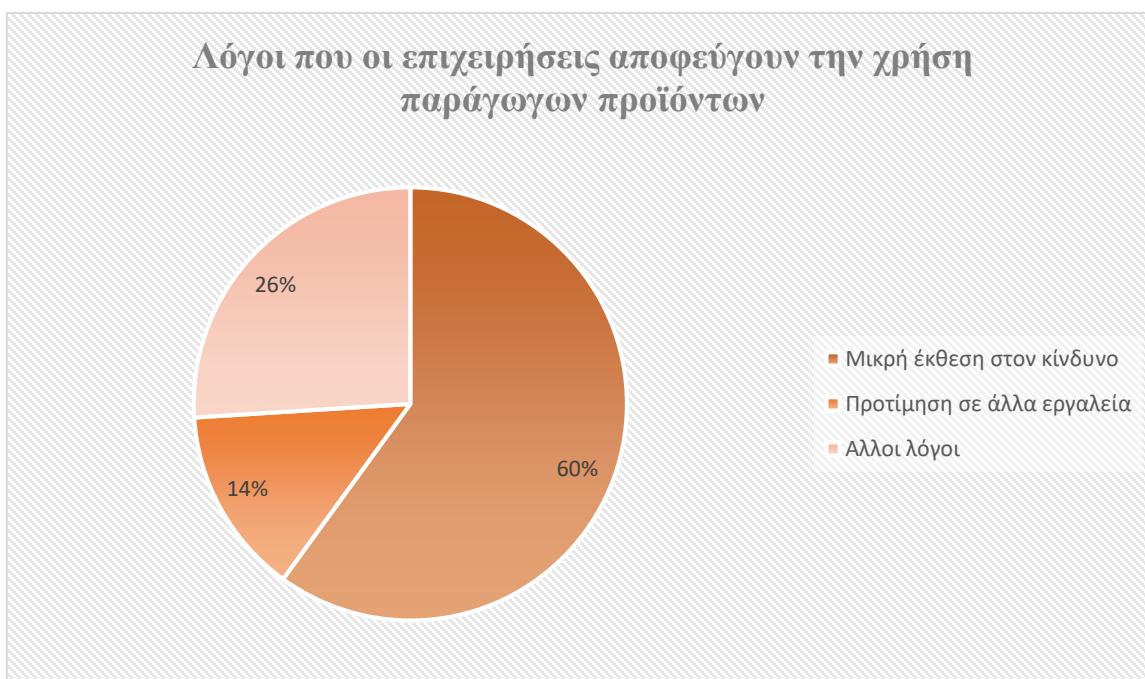
Στη συνέχεια της εμπειρικής μελέτης, οι τρεις μελετητές, θέλησαν να αποκτήσουν περισσότερες πληροφορίες για την χρήση των δικαιωμάτων προαίρεσης. Ο λόγος έγκειται στο γεγονός ότι τα συγκεκριμένα δικαιώματα, ιδιαίτερα την δεκαετία του '90, δεν ήταν τόσο ευρέως διαδεδομένα στη χρήση τους, συγκριτικά με τις υπόλοιπες κατηγορίες παραγώγων που σε κάθε τομέα φαίνεται να κυριαρχεί και από μία. Στην περίπτωση του συναλλαγματικού κινδύνου, τα πιο δημοφιλή παράγωγα φαίνεται να είναι τα προθεσμιακά συμβόλαια. Οι επιχειρήσεις δικαιολόγησαν τη μειωμένη χρήση τους στο παρελθόν, είτε λόγω της στροφής τους προς κάποιο άλλο, καταλληλότερο προϊόν, είτε λόγω της δυσκολίας που εμφανίζουν εξαιτίας της πολυπλοκότητας της συμπεριφοράς τους, αλλά και εξαιτίας του υψηλού τους κόστους. Για την καλύτερη αντίληψη της χρήσης τους, οι μελετητές διαχώρισαν τα δικαιώματα προαίρεσης σε κατηγορίες σχετικά με την φύση τους, δίνοντας έτσι μια πιο εμπειριστατωμένη εικόνα στην συλλογή αποτελεσμάτων. Από τις 200 λοιπόν, επιχειρήσεις που εκμεταλλεύονται χρηματοοικονομικά παράγωγα στις δραστηριότητές τους, το 68% δήλωσε, πως τον τελευταίο χρόνο, είχε χρησιμοποιήσει τουλάχιστον ένα είδος δικαιωμάτων προαίρεσης, με τα αμερικάνικου τύπου και ευρωπαϊκού τύπου δικαιώματα να καταλαμβάνουν τα μεγαλύτερα ποσοστά, με 38% και 42% αντιστοίχως. Εν αντιθέσει, με τις επιχειρήσεις που έχουν κάνει χρήση των δικαιωμάτων προαίρεσης τους τελευταίους 12 μήνες, οι επιχειρήσεις που δεν χρησιμοποιούν τέτοιου είδους παράγωγα, έπρεπε να δικαιολογήσουν αυτή τους τη στάση. Ένας από τους δημοφιλέστερους λόγους, αφορούσε στην ελλιπή εκπαίδευση του προσωπικού πάνω στο αντικείμενο, καθώς και την μη καταλληλότητα του συγκεκριμένου προϊόντος για τους κινδύνους που τυχόν να αντιμετώπιζε η επιχείρηση, την εκάστοτε στιγμή.

Συγκριτικά με τα αποτελέσματα που είχαν συλλέξει από την προηγούμενη έρευνα ο Bodnar και οι υπόλοιποι μελετητές έθεσαν στις επιχειρήσεις προβληματισμούς που αφορούσαν τον έλεγχο και την αξιολόγηση των αποτελεσμάτων των παραγώγων προϊόντων καθώς και του ρίσκου που μπορεί να προκαλούν σε αυτές. Με ποσοστά 28% και 27%, οι επιχειρήσεις απάντησαν πως κάνουν αποτίμηση των αποτελεσμάτων της χρήσης των παραγώγων, ημερησίως ή εβδομαδιαίως και μηνιαία, αντιστοίχως. Σε συνάρτηση με τα ποσοστά της

προηγούμενης έρευνας, παρατηρείται πως η αξιολόγηση των αποτελεσμάτων που προκάλεσαν τα παράγωγα, γίνεται πλέον λιγότερο συχνά σε σχέση με το παρελθόν. Ακόμα, είναι άξιο να σημειωθεί πως σε μετέπειτα ερώτηση, οι επιχειρήσεις απάντησαν πως κάνουν χρήση της μεθόδου VaR, που σχολιάστηκε και αναλύθηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο, ως τρόπο ανίχνευσης των πιθανών κινδύνων που μπορεί να προκαλέσουν τα παράγωγα, στο χαρτοφυλάκιο των επιχειρήσεων. Η χρήση της μεθόδου VaR ωστόσο, αποτελεί εργαλείο που χρησιμοποιείται σε μεγαλύτερο βαθμό από μεγάλες επιχειρήσεις παρά μικρές.

Με την εμπειρική έρευνα των μελετητών να έχει αφιερώσει περισσότερη ανάλυση και διερεύνηση στις επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα, το τελευταίο μέρος του ερωτηματολογίου επικεντρώθηκε στους λόγους που εξηγούν γιατί οι επιχειρήσεις που δεν κάνουν χρήση τέτοιων προϊόντων (50%), δεν επιλέγουν αυτή τη στρατηγική. Η συντριπτική πλειοψηφία, της τάξεως του 60% υποστήριξε πως ο σημαντικότερος λόγος, αφορά στην όχι και τόσο μεγάλη έκθεση τους στον κίνδυνο, ενώ ένα ποσοστό της τάξεως του 14% υποστήριξε πως ακολουθούν άλλα εργαλεία, για την αντιστάθμιση του πιθανού κινδύνου στον οποίο βρίσκονται εκτεθειμένες οι επιχειρήσεις. Άλλοι λόγοι που εμφανίστηκαν ως απαντήσεις στο ερωτηματολόγιο, ήταν μεταξύ άλλων, και το γεγονός ότι τα παράγωγα προϊόντα αποτελούν μια ακριβή λύση για τις επιχειρήσεις, το οποίο δεν θα δικαιολογούσε την στροφή τους προς αυτά, ως επαγγελματική απόφαση,

καθώς και η περιορισμένη γνώση που έχουν οι επιχειρήσεις για το συγκεκριμένο αντικείμενο.



Διάγραμμα : Λόγοι για τους οποίους οι επιχειρήσεις δεν επιλέγουν τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα ως εργαλείο αντιστάθμισης του κινδύνου

Εν κατακλείδι, οι Bodnar, Hayt και Marston συγκρίνοντας τα αποτελέσματα της έρευνας τους, του 1998 με αυτή του 1995, καταλήγουν στο συμπέρασμα πως τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα δεν είναι ευρέως διαδεδομένα, κάτι το οποίο δεν φαίνεται να άλλαξε στο διάστημα της συγκεκριμένης τριετίας. Οι εταιρείες που έχουν στραφεί προς αυτή τη στρατηγική ωστόσο, παραμένουν ικανοποιημένες από τα αποτελέσματα και συνεχίζουν τη χρήση τους, εντείνοντας μάλιστα την συχνότητα της χρήσης τους, με σκοπό την εξάλειψη του κινδύνου, με τον μεγαλύτερο αντίπαλο των αμερικανικών επιχειρήσεων να είναι ο συναλλαγματικός κίνδυνος. Οι μελετητές ωστόσο, φαίνονται αισιόδοξοι, προβλέποντας πως μέσα από τα αποτελέσματα των ερευνών τους, είναι πιθανό, με το πέρασμα των χρόνων, όλο και περισσότερες επιχειρήσεις να στρέφονται προς την αποτελεσματικότητα των χρηματοοικονομικών παραγώγων, μια πρόβλεψη όμως, που επιβάλλει περισσότερη διερεύνηση στο μέλλον.

3^η Εργασία μελέτης σε χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις της Ιταλίας

A survey on risk management and usage of derivatives by non-financial Italian firms

Μετά την εμπειρική έρευνα που διεξάχθηκε στις μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις των Ηνωμένων Πολιτειών από τον μελετητή Bodnar και την ομάδα του, δέκα χρόνια αργότερα ο ίδιος συλλέγει μια αντίστοιχη ομάδα για μια επιπλέον εμπειρική μελέτη. Έτσι, οι μελετητές Bodnar G.M., Consolandi C., Gabbi G., και Jaiswal-Dale A., το 2008 διεξήγαγαν μια εμπειρική μελέτη με σκοπό την διερεύνηση της λειτουργίας διαχείρισης του επιχειρηματικού κινδύνου και της χρήσης των παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων ως τρόπο αντιστάθμισης της έκθεσης, που αντιμετωπίζουν οι Ιταλικές επιχειρήσεις, στον κίνδυνο. Όπως και στην προηγούμενη εμπειρική μελέτη, έτσι και στην περίπτωση των τεσσάρων μελετητών, η μελέτη εφαρμόστηκε σε μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις, οι οποίες ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Ιταλίας, αλλά ταυτοχρόνως χρησιμοποιήθηκε και ένα δείγμα επιχειρήσεων το οποίο δεν έχει εισαχθεί στο συγκεκριμένο χρηματιστήριο, μετρώντας δηλαδή συνολικά 526 επιχειρήσεις. Από τις 526, 62 επιχειρήσεις ισχυρίστηκαν ότι δεν θέλουν να συμμετάσχουν στη συγκεκριμένη έρευνα, μειώνοντας το δείγμα στις 464 επιχειρήσεις. Μετά την επικοινωνία των μελετητών και την παρουσίαση του ερωτηματολογίου, μονάχα 86 επιχειρήσεις απάντησαν συνολικά σε όλο το φάσμα των ερωτήσεων, εκ των οποίων 38 επιχειρήσεις ασχολούνται με την κατασκευή, 12 προέρχονται από τον πρωτογενή τομέα, 10 αφορούσαν είτε επιχειρήσεις λιανικής είτε χονδρικής, και οι εναπομείνουσες διαχωρίζονται σε διάφορους τομείς.

Η πρώτη ερώτηση του ερωτηματολογίου αφορούσε και το κυρίαρχο θέμα μελέτης, την χρήση των παράγωγων προϊόντων. Παρουσιάζοντας στις επιχειρήσεις 8 διαφορετικής φύσεως κινδύνους, όπως είναι ο συναλλαγματικός κίνδυνος, ο κίνδυνος επιτοκίου, ο μετοχικός κίνδυνος κ.α., ζητήθηκε από τις επιχειρήσεις να επιλέξουν με ποιον τρόπο συνήθως επιτυγχάνουν την αντιστάθμιση του καθενός από αυτούς. Ο συναλλαγματικός κίνδυνος σύλλεξε το μεγαλύτερο ποσοστό (67%), με τα παράγωγα προϊόντα να λαμβάνουν επίσης το μεγαλύτερο ποσοστό για την αντιστάθμιση του πρώτου, της τάξεως του 56%.

Εξαιτίας της ένταξης της Ιταλίας στην Ζώνη του Ευρώ, οι μελετητές θέλησαν να μάθουν κατά πόσο έχει αλλάξει η ένταση της χρήσης των παραγώγων πριν και μετά την ένταξη. Η

ένταση της χρήσης κατά την διάρκεια των δύο διαφορετικών περιόδων είναι δυστυχώς χαμηλή, γεγονός που οδηγεί τους μελετητές στο συμπέρασμα ότι, τα παράγωγα προϊόντα δεν είναι ευρέως διαδεδομένα στην Ιταλία, κάτι το οποίο δεν επηρεάστηκε από το ενιαίο πλέον νόμισμα της Ευρωζώνης.

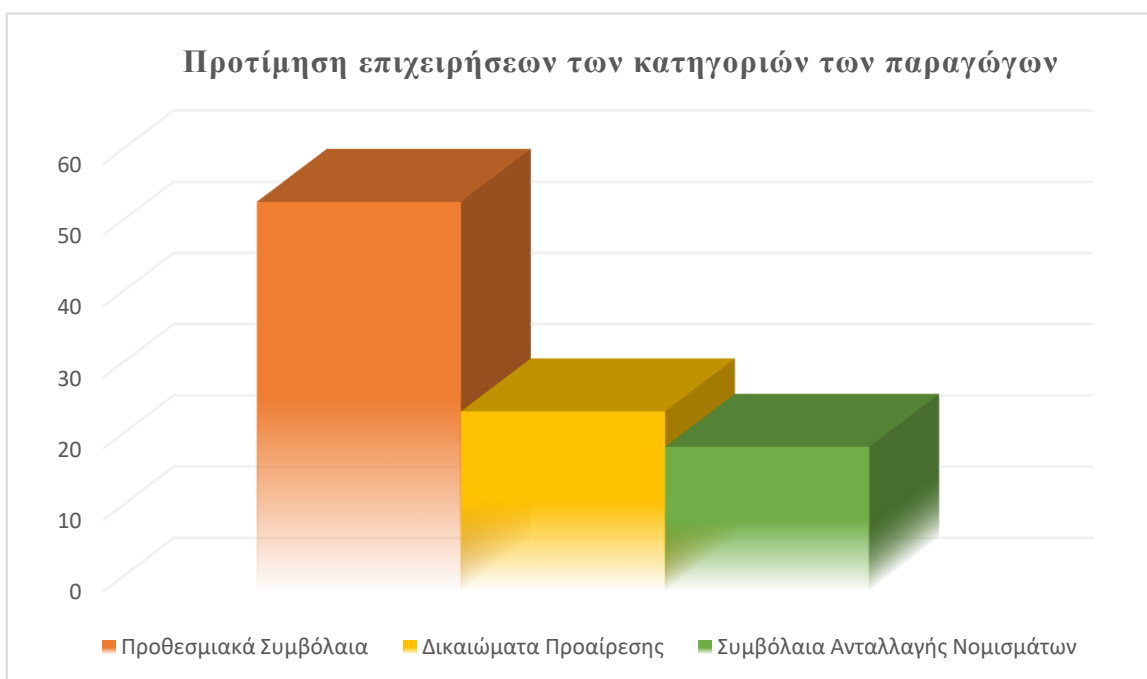
Συνεχίζοντας την εμπειρική μελέτη, διεξάγονται τα παρακάτω συμπεράσματα. Οι μεγάλες επιχειρήσεις τείνουν να κάνουν περισσότερη χρήση των χρηματοοικονομικών παραγώγων προσπαθώντας να εξαλείψουν τον κίνδυνο εμπορίου και τον μετοχικό κίνδυνο, ενώ οι μεσαίες επιχειρήσεις στρέφονται στην εξεταζόμενη στρατηγική, για την εξάλειψη του συναλλαγματικού και του επιτοκιακού κινδύνου. Η ερώτηση, που φαίνεται να συναντάται στις περισσότερες εμπειρικές μελέτες, αφορά τις ανησυχίες των επιχειρήσεων, οι οποίες γεννιούνται εξαιτίας της χρήσης των παραγώγων προϊόντων. Τα μεγαλύτερα ποσοστά μοιράστηκαν μεταξύ της διαχείρισης και αξιολόγησης των αποτελεσμάτων των χρηματοοικονομικών παραγώγων με 34,88%, και του κινδύνου αγοράς, ο οποίος χαρακτηρίζεται από αστάθειες και μπορεί να επηρεάσει την αποτελεσματικότητα αυτής της στρατηγικής (23,26%).

Όπως και στην περίπτωση μελέτης των αμερικανικών επιχειρήσεων, έτσι και στην παρούσα εμπειρική μελέτη, οι μελετητές ενδιαφέρθηκαν για την αντιμετώπιση των ιταλικών επιχειρήσεων απέναντι στις νέες διατάξεις που εφαρμόστηκαν στους κανονισμούς, που αφορούν τα λογιστικά των επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, το 2005 έγινε η εφαρμογή των νέων πολιτικών ((International Accounting Standard n° 32 and n° 39) επηρεάζοντας τον τρόπο με τον οποίο οι επιχειρήσεις αξιολογούν τα χρηματοοικονομικά εργαλεία που χρησιμοποιούν. Περίπου το 68% των ιταλικών επιχειρήσεων, δήλωσε πως η σύσταση των νέων πολιτικών δεν επηρέασαν αρνητικά τα στελέχη των επιχειρήσεων, ως προς την χρήση των παραγώγων προϊόντων, με το 31,71% να διαφωνεί και να ισχυρίζεται πως η εφαρμογή του νέου κανονισμού IAS, περιόρισε την χρήση τους.

Για την καλύτερη κατανόηση της έκθεσης του συναλλαγματικού κινδύνου που αντιμετωπίζουν οι ιταλικές επιχειρήσεις, οι συμμετέχουσες επιχειρήσεις ρωτήθηκαν σχετικά με τα έσοδα και τα έξοδα που έχουν σε ξένο νόμισμα. Το 27,5% των επιχειρήσεων απάντησε πως δεν έχουν εισόδημα σε άλλο νόμισμα εκτός του ευρώ, ενώ το 15,38% δεν έχει κόστη ετησίως σε ξένο νόμισμα. Είναι ωστόσο άξιο να σημειωθεί, ότι υπάρχει ένα σημαντικό

ποσοστό ιταλικών επιχειρήσεων, της τάξεως του 35%, που τα έξοδα τους σε ξένο συνάλλαγμα ξεπερνούν το 10% των συνολικών τους εξόδων, ενώ αντιστοίχως ένα ποσοστό ιταλικών επιχειρήσεων της τάξεως του 40%, υπολογίζεται πως τα κέρδη που αποκομίζουν σε ξένο νόμισμα, ξεπερνούν το 10% των συνολικών τους εσόδων.

Στη συνέχεια ζητήθηκε από τις επιχειρήσεις να απαντήσουν ποια είναι τα πιο ευρέως διαδεδομένα χρηματοοικονομικά παράγωγα για αυτές, τα οποία προτιμούν να χρησιμοποιούν στις καθημερινές τους δραστηριότητες. Με ποσοστό 54,61%, την πρώτη θέση κατέλαβαν τα προθεσμιακά συμβόλαια, ενώ ακολούθησαν με ποσοστό 25,18% τα δικαιώματα προαίρεσης, και τέλος τα συμβόλαια ανταλλαγής νομισμάτων (20,21%).



Διάγραμμα : Κατηγορίες παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων που προτιμώνται περισσότερο από τις επιχειρήσεις

Πριν την διεξαγωγή συμπερασμάτων, ακολούθησαν ερωτήσεις σχετικά με την διαχείριση του λειτουργικού κινδύνου, του εμπορικού κινδύνου καθώς και του μετοχικού κινδύνου, δίνοντας στους μελετητές τα προβλεπόμενα για αυτούς αποτελέσματα. Ο Bodnar και οι

συνεργάτες του, αφού πρώτα ρώτησαν τις επιχειρήσεις ποιο είναι το σημαντικότερο παράγωγο προϊόν για την διαχείριση του εμπορικού κινδύνου, και έπειτα προέβησαν στην σύγκριση μελετών που είχαν διεξαχθεί στην Γερμανία και στις Ηνωμένες Πολιτείες, έφτασαν στο συμπέρασμα πως το σημαντικότερο παράγωγο προϊόν για την Ιταλία είναι τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, κάτι το οποίο ισχύει και για την Γερμανία, ενώ φαίνεται να μην ισχύει για τις Ηνωμένες Πολιτείες, αφού δείχνουν να έχουν μεγαλύτερη προτίμηση στα προθεσμιακά συμβόλαια.

Εν κατακλείδι, οι μελετητές καταλήγουν πως η χρήση των χρηματοοικονομικών παραγώγων δεν έχει αλλάξει στην Ιταλία την τελευταία δεκαετία, με τις μεγάλες ιταλικές επιχειρήσεις να δείχνουν μεγαλύτερη εμπιστοσύνη στην αποτελεσματικότητά τους, κάτι το οποίο είναι πιθανό να δικαιολογείται από την μικρή έκθεση που αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις στην Ιταλία στο σύνολό τους, μετά την ένταξή τους στην Ζώνη του Ευρώ. Ακόμα, δεδομένης της περιορισμένης γνώσης και εξειδίκευσης που δείχνουν να έχουν οι ιταλικές επιχειρήσεις, για το συγκεκριμένο αντικείμενο, καθώς και εξαιτίας της δυσκολίας που αντιμετωπίζουν στην διαχείριση και αξιολόγηση τους, η στροφή προς άλλα χρηματοοικονομικά εργαλεία είναι εμφανής και δικαιολογημένη.

4η Εργασία μελέτης σε χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις της Κίνας

Cases Study on the Application of Derivatives in Exchange Rate Risk Management in Foreign-Related Enterprises

Σύμφωνα με την τέταρτη εξεταζόμενη εμπειρική μελέτη, οι συγγραφείς και μελετητές L. Wenxin και D. Wen βασισμένοι στην σημαντική έλλειψη γνώσεων που αντιμετωπίζουν οι κινέζικες επιχειρήσεις με διεθνή δραστηριότητα, όσον αφορά στα παράγωγα προϊόντα, επιθυμούν να εξετάσουν την διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου με την χρήση συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης (ΣΜΕ) και συμβάσεων ανταλλαγής στις επιχειρήσεις αυτές. Η μελέτη αυτή ξεκίνησε από την αρχή της δεκαετίας του '90, χωρίζοντας τις χρονικές περιόδους μελέτης σε τρεις περιόδους. Η πρώτη αφορά στην δεκαετία του 1990 όπου υπήρξε και η εμφάνιση των χρηματοοικονομικών παραγώγων στις επιχειρήσεις της χώρας, η δεύτερη αφορά στην περίοδο μεταξύ του τέλους της δεκαετίας του '90 έως και το έτος 2005,

περίοδος όπου η προσοχή στρέφεται προς την διαχείριση του κινδύνου και στην αξιολόγηση των παραγώγων και τέλος η τρίτη περίοδος έχει ως αρχή της το έτος 2006 και σηματοδοτείται από παρουσίαση και ανάλυση των εργαλείων αυτών μέσω εμπειρικών μελετών και πρακτικών.

Φαίνεται πως οι εγχώριες επιχειρήσεις της Κίνας, που έχουν στραφεί προς κάποια διεθνή δραστηριότητα εμφανίζουν έντονο συναλλαγματικό κίνδυνο δεδομένης και της ανατίμησης του νομίσματός τους, του Κινέζικου Γουάν, που προκάλεσε μεγάλες δυσκολίες στις επιχειρήσεις. Για τον λόγο αυτό η στροφή προς την χρήση των παράγωγων εργαλείων κρίνεται απαραίτητη, κάτι το οποίο δεν φαίνεται να συμβαίνει δεδομένης της έλλειψης εμπειρίας και γνώσης πάνω στο αντικείμενο, γεγονός που ξεχωρίζει τις επιχειρήσεις της Κίνας από τις υπόλοιπες επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται διεθνώς. Για την καλύτερη κατανόηση του προβλήματος, οι μελετητές θέλησαν να διεξάγουν μια μικρότερη έρευνα στην πόλη Ούχαν της Κίνας παίρνοντας ως δείγμα 20 διεθνώς δραστηριοποιημένες επιχειρήσεις με σκοπό την αναζήτηση τυχόν προτίμησης τους προς τα παράγωγα προϊόντα. Εκ των 20 επιχειρήσεων, μόλις 5 ήταν αυτές που στράφηκαν προς τα συγκεκριμένα εργαλεία και συγκεκριμένα μετά το ξέσπασμα της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης. Η συμμετοχή τους σε συναλλαγές που αφορούσαν παράγωγα ωστόσο, ήταν περιορισμένες συγκεκριμένα, σε αριθμό 9, εκ των οποίων οι 7 είχαν εφαρμοστεί με την βοήθεια των συνεργάτιδων επιχειρήσεων, ενώ η προτίμηση τους προς μια κατηγορία, αυτή των προθεσμιακών συμβολαίων, ήταν εμφανής.

Εξαιτίας λοιπόν της περιορισμένης επαφής και γνώσης με τα εργαλεία αντιμετώπισης του συναλλαγματικού κινδύνου μεγάλες επιχειρήσεις της Κίνας έχουν υποστεί σημαντικές απώλειες, δεδομένης και της ασυμμετρίας σε σχέση με τις ξένες επιχειρήσεις. τόσο στην γνώση όσο και στην εμπειρία, που υπάρχει κατά την διαπραγμάτευση της αγοράς παραγώγων. Ο λόγος έγκειται τόσο σε ενδογενείς όσο και σε εξωγενείς παράγοντες. Αρχικά, τα στελέχη, είτε πρόκειται για διευθυντές, είτε για υπεύθυνους διαχείρισης των εν λόγω τμημάτων, δεν διαθέτουν την απαραίτητη γνώση αλλά αποφεύγουν και την δημιουργία ενός εσωτερικού μηχανισμού μέσα στην επιχείρηση, τον οποίο θα διευθύνουν οι ίδιοι και θα επιβλέπουν τις κινήσεις που αφορούν αποκλειστικά την χρήση των συγκεκριμένων προϊόντων καθώς και να αξιολογούν τα αποτελέσματα κάθε συναλλαγής. Επιπλέον, όσον

αφορά στους εξωγενείς παράγοντες, σημαντικό είναι το γεγονός ότι δεν έχει διαμορφωθεί ένα νομοθετικό πλαίσιο που να αφορά αποκλειστικά στην διαχείριση των κινδύνων μέσω της χρήσης των παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Για την καλύτερη κατανόηση του προβλήματος στις επιχειρήσεις της Κίνας, οι μελετητές εξέτασαν τις περιπτώσεις δυο εταιρειών που χρησιμοποίησαν παράγωγα προϊόντα για την αντιμετώπιση του συναλλαγματικού κινδύνου.

Η πρώτη επιχείρηση, η εταιρεία Β όπως την ονομάζουν οι μελετητές, κατάφερε να φέρει σωστά εις πέρας την διαπραγμάτευση και να βγει κερδισμένη, σε αντίθεση με την ανταγωνίστρια της εταιρεία η οποία έφτασε να αντιμετωπίζει απώλεια ύψους σχεδόν μισού δισεκατομμυρίου που την οδήγησε τελικά σε χρεοκοπία. Ο λόγος έγκειται στο γεγονός ότι η εταιρεία Β παρατηρώντας την ισοτιμία μεταξύ Ευρώ και Κινέζικου Γουάν να μην είναι σταθερή, αλλά αντιθέτως να ανατιμάται και να υποτιμάται συνεχώς, εξαιτίας της οικονομικής κρίσης, η οποία είχε λάβει μεγάλες διαστάσεις στην Ευρώπη, στράφηκε προς ειδικούς μεγάλων επενδυτικών τραπεζών με εμπειρία πάνω στα συγκεκριμένα χρηματοοικονομικά εργαλεία, ώστε να μεταδώσουν τις γνώσεις τους και στο υπόλοιπο προσωπικό της εταιρείας Β, που ασχολούνται είτε με το οικονομικό τμήμα είτε είναι διευθυντικά στελέχη της επιχείρησης. Αντιθέτως, η ανταγωνίστρια εταιρεία, χωρίς τις απαραίτητες γνώσεις αναφορικά με τα παράγωγα προϊόντα, στηρίχθηκε στις αποφάσεις και τις επιλογές του γενικού διευθυντή της, ο οποίος χωρίς να κατέχει εμπειρία στον συγκεκριμένο τομέα, ανέλαβε εξ ολοκλήρου τις διαπραγματεύσεις της επιχείρησης στην αγορά των παραγώγων, οδηγώντας με αυτό τον τρόπο την εταιρεία σε χρεοκοπία.

Η δεύτερη επιχείρηση που μελετάτε, η αποκαλούμενη επιχείρηση Δ, θεωρείται ότι προέβη σε κινήσεις, οι οποίες αποδείχθηκαν τυχαίως εν μέρει αποτελεσματικές, εξαιτίας της τότε πτώσης της ισοτιμίας του δολαρίου. Σε αντίθετη περίπτωση, η επιχείρηση θα είχε υποστεί μεγάλες απώλειες και ο λόγος έγκειται στο ότι οι διαπραγματευτικές κινήσεις που ακολούθησε η εταιρεία, την εξέθεταν σε μεγάλο κίνδυνο αλλά και η προτίμηση της επιχείρησης στις συμβάσεις ανταλλαγής παρά στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης ήταν μία κίνηση που χαρακτηριζόταν από μεγάλο ρίσκο.

Συμπερασματικά, οι Wenxin και Wen παρουσιάζουν τις δύο παραπάνω περιπτώσεις για να τονίσουν πως, αν και εργαλεία για την εξάλειψη του κινδύνου, τα παράγωγα προϊόντα είναι εργαλεία με μεγάλο ρίσκο, στις περιπτώσεις που ο διαπραγματευτής δεν γνωρίζει να τα χειρίζεται σωστά αλλά και αν δεν γίνει η σωστή επιλογή του καταλληλότερου εργαλείου, σύμφωνα πάντοτε με τις ανάγκες της κάθε επιχείρησης. Συνεπώς, κινήσεις πρέπει να γίνουν τόσο από την κυβέρνηση, όσο και από τις επιχειρήσεις τις ίδιες.

Αρχικά, η κυβέρνηση πρέπει να εισάγει και να παρουσιάσει στην αγορά περισσότερα είδη παραγώγων, τα οποία θα πληρούν διαφορετικές προϋποθέσεις καθιστώντας τα πιο ελκυστικά στις επιχειρήσεις, με αποτέλεσμα περισσότερες από αυτές να στρέφονται προς τα συγκεκριμένα χρηματοοικονομικά εργαλεία για την αντιμετώπιση του κινδύνου. Επιπλέον, η εξοικείωση με τα παράγωγα προϊόντα είναι δυνατόν να προέρχεται και μέσω πανεπιστημίων και ινστιτούτων, προσφέροντας στους επιχειρηματίες, αλλά και στους ντόπιους, γνώση πάνω στο αντικείμενο αλλά ταυτόχρονα και η πιθανή συγγραφή και δημοσιοποίηση άρθρων σε οικονομικής φύσεως περιοδικά, θα κινήσει το ενδιαφέρον αρκετών, εμπλουτίζοντας ταυτόχρονα τις γνώσεις τους πάνω στο αντικείμενο.

Από την μεριά των επιχειρήσεων, είναι απαραίτητο να γίνει αντιληπτή η σημαντικότητα της διαχείρισης του κινδύνου στον τομέα των επιχειρήσεων και τι επιπτώσεις μπορεί να υπάρξουν στις περιπτώσεις όπου δεν υπάρχει στρατηγική αντιστάθμισης. Η εκπαίδευση πάνω στο αντικείμενο είναι απαραίτητη, με σκοπό την δημιουργία θέσεων ή και τμημάτων που θα ασχολούνται με την αντιστάθμιση του κινδύνου σε μία επιχείρηση, ανάλογα με το μέγεθός της και με τον βαθμό έκθεσης που παρουσιάζει η εν λόγω επιχείρηση. Επιπλέον, είναι σημαντικό οι επιχειρήσεις να οικειοποιηθούν και με τον όρο της μέτρησης του κινδύνου στον οποίο εκτίθενται, με σκοπό την επιλογή του καταλληλότερου είδους παραγώγων, αλλά και ταυτόχρονα με την πρόβλεψη του κινδύνου που μπορεί να τις απειλήσει, μαθαίνοντας να μελετάνε το οικονομικό περιβάλλον.

Με την συμβολή και των δύο φορέων οι εγχώριες επιχειρήσεις της Κίνας θα είναι προετοιμασμένες για πιθανές διεθνείς διαπραγματεύσεις, προσπαθώντας να προβλέψουν τον κίνδυνο, επιλέγοντας τα κατάλληλα εργαλεία για την πιθανή έκθεσή τους σε αυτόν και καταφέροντας τελικά και να τον αντισταθμίσουν.

Συμπεράσματα

Με την συνεχή ανάπτυξη του οικονομικού τομέα και εξαιτίας της πολυπλοκότητας της φύσης του, οι κίνδυνοι που ελλοχεύουν ποικίλουν και επηρεάζουν τις λειτουργίες του με αποτέλεσμα η διαχείριση τους να είναι μείζονος σημασίας. Η εξέλιξη των οικονομικών γεγονότων σε παγκόσμιο επίπεδο, καθώς και η ύπαρξη ελεύθερων ανοιχτών αγορών έχει δημιουργήσει σχέσεις μεταξύ διαφορετικών οικονομιών, είτε πρόκειται για χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, είτε για επιχειρήσεις είτε ακόμα και για ιδιώτες. Ο συναλλαγματικός κίνδυνος, είναι ένας από τους σημαντικότερους κινδύνους που αναπτύχθηκε εξαιτίας αυτής της αλληλεξάρτησης των οικονομιών των διαφορετικών χωρών. Οι ισοτιμίες των νομισμάτων των χωρών δεν παραμένουν σταθερές, αλλά αντιθέτως μεταβάλλονται καθημερινά, οδηγώντας τις επιχειρήσεις με διεθνή χαρακτήρα να βρίσκονται εκτεθειμένες σε αυτού του είδους τον κίνδυνο. Η εφαρμογή λοιπόν της διαχείρισης του συναλλαγματικού κινδύνου αποτελεί μια φυσική αντίδραση των επιχειρήσεων. Στόχος αυτής της εφαρμογής είναι η μείωση της έκθεσης των επιχειρήσεων στον συναλλαγματικό κίνδυνο, εξαιτίας των μεταβαλλόμενων ισοτιμιών, και ταυτοχρόνως η προστασία της αξίας του χαρτοφυλακίου τους. Ακόμα, με την εξ ολοκλήρου, ή και μη, εξάλειψη του κινδύνου και συνεπώς της αβεβαιότητας που αυτός προκαλεί, οι επιχειρήσεις μπορούν πλέον με περισσότερη ευκολία, να στρέψουν όλη τους την προσοχή στην επιχειρηματική τους δραστηριότητα λαμβάνοντας κατάλληλες αποφάσεις για την οικονομική τους ευημερία.

Η διαδικασία της διαχείρισης του συναλλαγματικού κινδύνου, αλλά και κάθε είδους κινδύνου, αποτελείται από κάποια στάδια τα οποία αφορούν πρώτα την εκτίμηση και αξιολόγηση του κινδύνου και των επιπτώσεων του, την αναζήτηση της καλύτερης στρατηγικής για την αντιμετώπιση αυτού του κινδύνου και τέλος την προσαρμογή αυτής της στρατηγικής ανάλογα με τις ανάγκες της επιχείρησης, για την καλύτερη αποτελεσματικότητα αυτής.

Η ανάγκη λοιπόν για την εύρεση των καλύτερων στρατηγικών για την αντιμετώπιση του συναλλαγματικού κινδύνου, οδήγησε στην εφαρμογή και μετέπειτα ανάπτυξη νέων εργαλείων, των παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων, τα οποία ίσως αποτελούν την

πιο πολυσυζητημένη και αμφιλεγόμενη καινοτομία, στον τομέα της οικονομίας. Η ποικιλομορφία αυτών των προϊόντων έχει συμβάλλει στην ευρεία χρήση τους, καθώς προσφέρει την κάλυψη διαφόρων ειδών αναγκών, δεδομένου ότι όλες οι επιχειρήσεις δεν αντιμετωπίζουν τον συναλλαγματικό κίνδυνο κάτω από τις ίδιες συνθήκες. Με τον διαχωρισμό των τεσσάρων διαφορετικών ειδών παραγώγων, σε αυτά των οργανωμένων και σε αυτά των μη οργανωμένων αγορών, οι επιχειρήσεις είναι σε θέση να διαλέξουν τα χαρακτηριστικά, που εφαρμόζονται καλύτερα στην περίπτωση τους και να σχεδιάσουν μακροπρόθεσμα πλάνα, ευνοϊκά για αυτές.

Είναι φανερό πως με την δέσμευση ενός μικρού κεφαλαίου, οι επιχειρήσεις είναι ικανές να περιορίσουν τον κίνδυνο μεταφέροντας τον στην αγορά, στα πλαίσια της οποίας γίνεται η διαπραγμάτευση, ή σε κάποιον, εξωτερικό, επενδυτή ο οποίος εμφανίζεται πρόθυμος να τον αναλάβει. Σημαντικό πλεονέκτημα, που συμβάλλει στην προτίμηση τους, είναι και το γεγονός ότι με την χρήση των χρηματοοικονομικών παραγώγων, οι επενδυτές, και κατ' επέκταση και οι επιχειρήσεις, μπορούν να αποκομίσουν επιπλέον κέρδη, εκτός από το να διασφαλίσουν την προστασία τους από τυχόν κινδύνους. Εξαιτίας αυτού του χαρακτηριστικού τους άλλωστε, εμφανίστηκαν και οι κερδοσκόποι, οι οποίοι σε αντίθεση με την εξάλειψη του κινδύνου και την εξισορρόπηση ανάμεσα στα κέρδη και τις απώλειες μιας επιχείρησης, λαμβάνουν θέσεις εκτεθειμένες στον κίνδυνο προσδοκώντας σε, ευνοϊκές για αυτούς, μεταβολές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Ωστόσο, είναι σημαντικό να τονιστεί πως, όπως κάθε εργαλείο, έτσι και τα χρηματοοικονομικά παράγωγα, ενέχουν και αυτά τους κινδύνους τους και οδηγούν συχνά σε μεγάλες απώλειες κερδών. Όπως έδειξαν και οι εμπειρικές μελέτες, οι μεγάλες επιχειρήσεις είναι αυτές που δείχνουν μεγαλύτερη αξιοπιστία στα παράγωγα προϊόντα, είτε πρόκειται για επιχειρήσεις ευρωπαϊκών χωρών, είτε για επιχειρήσεις των Ηνωμένων Πολιτειών. Η προτίμηση των επιχειρήσεων προς αυτά, κατά τις δεκαετίες 1990 έως και 2010, φαίνεται να παραμένει σταθερή ανάμεσα στις μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις, με την συχνότητα της χρήσης τους ωστόσο, να αυξάνεται στις επιχειρήσεις που ήδη έχουν στραφεί προς αυτά τα εργαλεία, και πλέον εμπιστεύονται την αποτελεσματικότητά τους. Η διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου, παρουσιάζεται ως μια συνεχώς μεταβαλλόμενη διαδικασία, δεδομένου ότι καθορίζεται από πολλούς παράγοντες, είτε πρόκειται για ενδογενείς ή

εξωγενείς, καλώντας έτσι τις επιχειρήσεις να προσαρμοστούν αναλόγως. Η περαιτέρω διερεύνηση της στροφής και επιλογής των παράγωγων προϊόντων ως τρόπος αντιμετώπισης για τον εν λόγω κίνδυνο, κρίνεται απαραίτητη, έτσι ώστε να μελετηθεί η πιθανή αύξηση ή μείωση της χρήσης τους, και η τυχόν αποτελεσματικότητα τους, σε περισσότερες επιχειρήσεις καθώς και σε περισσότερους κλάδους επιχειρήσεων, με σκοπό την εξαγωγή επιπλέον συμπερασμάτων μελλοντικά. Χρήσιμη ακόμα θα ήταν και η διερεύνηση της χρήσης των παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων σε χώρες που δεν είναι τόσο αναπτυγμένες οικονομικά, όσο αυτές που παρουσιάστηκαν, αλλά ανήκουν στην κατηγορία των αναπτυσσόμενων χωρών, με σκοπό μιας πιο εμπεριστατωμένης εικόνας αυτών των εργαλείων παγκοσμίως.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Andersen, T. J. (1993). *Currency and Interest Rate Hedging: A User's Guide to Options, Futures, Swaps, & Forward Contracts*. New York Institute of Finance.

Alexander, C. (2005). The present and future of financial risk management. *Journal of Financial Econometrics*, 3(1), 3-25.

Basel Committee on Banking Supervision, *Sound Practices for the Management and Supervision of Operational Risk*, Consultative Document, 2010

Beagles, W. A. (2009). *Equity and index options explained*. John Wiley & Sons.

Bodnar, G. M., Consolandi, C., Gabbi, G., & Jaiswal-Dale, A. (2008). A survey on risk management and usage of derivatives by non-financial Italian firms. CAREFIN Research Paper.

Bodnar, G. M., Hayt, G. S., Marston, R. C., & Smithson, C. W. (1995). Wharton survey of derivatives usage by US non-financial firms. *Financial management*.

Bodnar, G. M., Hayt, G. S., & Marston, R. C. (1998). 1998 Wharton survey of financial risk management by US non-financial firms. *Financial management*.

Boughton, J. M., & Lateef, K. S. (1995). Fifty years after Bretton Woods: the future of the IMF and the World Bank: proceedings of a conference held in Madrid, Spain, September 29-30, 1994. International Monetary Fund.

Campbell Tim, S., & Kracaw William, A. (1993). *Financial Risk Management*.

Carbaugh, E. R. (2008). *International Economics*

Chance, D. (1998). *A Brief History of Derivatives*. Chance, Don M. *Essays in Derivatives: Risk-Transfer Tools and Topics Made Easy*.

Chisholm, A. M. (2011). *Derivatives demystified: a step-by-step guide to forwards, futures, swaps and options*. John Wiley & Sons.

- Chollete, L., Næs, R., & Skjeltorp, J. A. (2007). What captures liquidity risk? A comparison of trade and order based liquidity factors. Norges Bank.
- Cornett, M. M., & Saunders, A. (2003). Financial institutions management: A risk management approach. McGraw-Hill/Irwin.
- Darby, M. R. (1994). Over-the-counter derivatives and systemic risk to the global financial system (No. w4801). National bureau of economic research.
- Eichengreen, B. J., Eichengreen, B., & Flandreau, M. (1997). The gold standard in theory and history. Psychology Press.
- Froot, K. A., Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (1994). A framework for risk management. Journal of Applied Corporate Finance, Harvard Business Review.
- Furqan, M., & Mirza, N. (2015). Motives Behind The Use Of Derivatives: Hedging Or Speculation. Pakistan Business Review.
- Géczy, C., Minton, B. A., & Schrand, C. (1997). Why firms use currency derivatives. the Journal of Finance.
- Gupta, S. L. (2017). Financial Derivatives: Theory, concepts and problems. PHI Learning Pvt. Ltd..
- Hull, J. (2006). Options, Futures And Other Derivatives, John C. Hull. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall,.
- Jones, E. T., & Jones, D. L. (1987). Hedging foreign exchange: converting risk to profit. Wiley.
- Labuszewski, J.W., Kamradt, M., Gibbs, D (2013). Understanding Treasury Futures. CME Group
- Lowell, L. (2009). Get Rich with Options: Four Winning Strategies Straight from the Exchange Floor. John Wiley & Sons.

Morgan, J. P. (2013). Derivatives and risk management made simple. London. National Association of Pension Funds Limited.

New York Board of Trade (2004). Understanding Futures and Options, Printed in the USA, World Financial Center.

Partnoy, F. (1996). Financial derivatives and the costs of regulatory arbitrage.

Papaioannou, M. G. (2006). Exchange rate risk measurement and management: issues and approaches for firms. International Monetary Fund.

Prindl, A. R. (1976). Foreign exchange risk. London: Wiley.

Popper, H. (1996). Banks and foreign exchange exposure. FRBSF Economic Letter.

Rhoads, R. (2011). Option spread trading: A comprehensive guide to strategies and tactics (Vol. 474). John Wiley & Sons.

Silva, J., & Dias, J. C. G. (2004). A survey into the use of derivatives by non-financial Portuguese firms. Journal of Financial Services Research.

Swan, E. J. (2000). Building the global market: A 4000 year history of derivatives. Kluwer Law International.

Wenxin L. & Wen D. (2011). Cases Study on the Application of Derivatives in Exchange Rate Risk Management in Foreign-Related Enterprises

Αγγελόπουλος, Π. (2001). Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα (Financial Derivatives). Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα.

Ελληνική Ένωση Factoring, 2013. Επιτροπή Εκπαίδευσης

Ελευθεριάδης Ι., “Χρηματοδότηση διεθνούς εμπορίου”, 2016

Επίσημος διαδικτυακός τόπος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, άρθρο 27_9_2016, «Τι είναι οι συμφωνίες ανταλλαγής νομισμάτων», https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/currency_swap_lines.el.html

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς: Εφιστά την προσοχή των επενδυτών για τα CFDs, τα Forex και άλλα ανάλογα προϊόντα. <http://www.Naftemporiki.gr>

Γραφείο Οικονομικών και Εμπορικών Υποθέσεων, Πρεσβεία της Ελλάδας στο Πεκίνο, 2008.

Ελευθεριάδης Ι. (2016). Διεθνής Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Σημειώσεις από την παράδοση μεταπτυχιακού μαθήματος του τμήματος «Διεθνείς Επιχειρηματικές Δραστηριότητες»

Ζαφόλια, Ι. (2017). Καμπανάκι για κερδοσκοπικές επενδύσεις

Κουτεντάκης, Φ., & Κουκουριτάκης, Μ. (2015). Το Διεθνές Νομισματικό Σύστημα.

Μυλωνάς, Ν. (2005). Αγορές και προϊόντα παραγώγων.

Όμιλος Χρηματιστηρίου Αθηνών, 2013-2019. Athens Exchange Group