

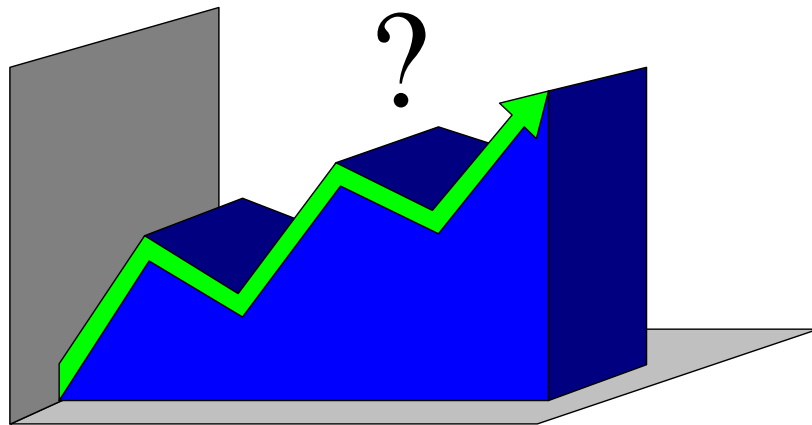
ΑΛΕΞΑΝΔΡΕΙΟ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ

ΣΧΟΛΗ : ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΤΜΗΜΑ : ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: κ. Αν. Σταυρόπουλος

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΘΕΜΑ : «Ελληνικό Χρηματιστήριο και Παράγωγα
Προϊόντα»**



Ντεμτσόλλι Βασιλική
A. M. 320/05
Θεσσαλονίκη 15.09.2010

«A derivative is like a razor. You can use it to shave yourself and make yourself attractive for your girlfriend. You can slit her throat with it. Or you can use it to commit suicide»

Financial Times, 4.3.1995

«Τα παράγωγα είναι σαν το ξυράφι. Μπορείς να το χρησιμοποιήσεις για να γίνεις ελκυστικός στην φιλενάδα σου, μπορείς να της κόψεις το λαιμό μ' αυτό ή μπορείς να το χρησιμοποιήσεις για να αυτοκτονήσεις»

Financial Times, 4.3.1995

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ	σελ.	5
-----------------------------	------	---

ΕΙΣΑΓΩΓΗ		7
-----------------------	--	---

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

1.1. Έννοια και ρόλος του χρηματιστηρίου		9
1.2. Τα είδη των χρηματιστηρίων και η οικονομική τους σημασία		12
1.3. Χρηματιστηριακή και εξω-χρηματιστηριακή κεφαλαιαγορά στην Ελλάδα		21
1.4. Οργάνωση, διοίκηση και εποπτεία του χρηματιστηρίου αξιών - Νομοθετικό πλαίσιο λειτουργίας του		24

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

ΤΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

2.1. Έννοια και ιστορική αναδρομή των παραγώγων		33
2.1.1. Έννοια των παραγώγων		34
2.1.2. Αναδρομή στην ιστορία των παραγώγων		37
2.2. Είδη χρηματοοικονομικών παραγώγων		42
2.2.1. Παράγωγα που βασίζονται σε προθεσμιακές συναλλαγές		44

2.2.2. Παράγωγα που βασίζονται σε προαιρετική άσκηση δικαιώματος (option contracts)	50
--	-----------

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ ΚΑΙ Η ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

3.1. Το θεσμικό πλαίσιο και οι λόγοι που οδήγησαν στη θεσμοθέτηση επίσημης αγοράς παραγώγων στην Ελλάδα	61
3.1.1. Οι πλέον σημαντικές ρυθμίσεις του νέου χρηματιστηριακού νόμου.....	67
3.1.2. Χρησιμότητα των Παραγώγων Χρηματοπιστωτικών Μέσων	79

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	81
---------------------------	-----------

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	83
---------------------------	-----------

Πηγές	83
--------------------	-----------

Ξένη.....	84
------------------	-----------

Ελληνική – Ελληνόγλωσση	86
--------------------------------------	-----------

Νόμοι – Διατάγματα	91
---------------------------------	-----------

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

A.E.	:	Ανώνυμη Εταιρία
A.N.	:	Αναγκαστικός Νόμος
Athibor	:	Athens Interbank Offered Rate
A.Φ.	:	Αριθμός Φύλλου
B.Δ.	:	Βασιλικό Διάταγμα
Βλ.	:	Βλέπε
C.B.O.E.	:	Chicago Board Options Exchange
C.B.O.T.	:	Chicago Board of Trade
C.M.E.	:	Chicago Mercantile Exchange
DR's	:	Depository Receipts
Δ.Σ.	:	Διοικητικό Συμβούλιο
ε.	:	εξής
E.E.T.	:	Ένωση Ελληνικών Τραπεζών
εκδ.	:	εκδόσεις
E.E.	:	Ευρωπαϊκή Ένωση
ΕΤΕΣΕΠ	:	Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων
Η.Π.Α.	:	Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής
κ.α.	:	και άλλα
κτλ	:	και τα λοιπά
Ν.	:	Νόμος
Ν.Δ.	:	Νομοσχέδιο
ο.π.	:	όπως προηγουμένως
παρ.	:	παράγραφος
Π.Δ.	:	Προεδρικό Διάταγμα
περ.	:	περίπτωση
Π.Δ.Τ.Ε	:	Πράξη Διοικητή Τραπέζης Ελλάδος
Πρβλ.	:	Παράβαλε
π.χ.	:	παραδείγματος χάρη
Repos	:	Repurchase Agreements

σ.	:	σελίδα
U.S.	:	United States
τ.	:	τόμος
Φ.Ε.Κ	:	Φύλλο Εφημερίδος της Κυβερνήσεως
F.R.A.'s	:	Forward Rate Agreements
Χ.Α.Α.	:	Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών
Χ.Π.Α.	:	Χρηματιστήριο Παραγωγών Αθηνών

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

«Η λειτουργία του θεσμού του Χρηματιστηρίου είναι μία αγορά αξιών, οι τιμές των οποίων κυμαίνονται καθημερινά, ανάλογα με την προσφορά και ζήτηση».

Emile Zola¹

Χωρίς αμφιβολία, όλος ο κόσμος γνωρίζει ότι μία μονάδα χρήματος (ένα ευρώ για παράδειγμα) δεν έχει την ίδια αξία μετά ή πριν από κάποιο χρονικό διάστημα. Κοινώς, αν έλεγε κανείς στον πιο απλό άνθρωπο: «Δάνεισέ μου σήμερα 1.000 ευρώ και μετά από ένα χρόνο θα σου δώσω πίσω το ίδιο ποσό ακριβώς», είναι σίγουρο ότι δεν θα δεχόταν.

Δεν θα δεχόταν, όχι γιατί τίθεται θέμα εμπιστοσύνης, αλλά επειδή το ένα χιλιάριο που πρόκειται να δανείσει σήμερα θα αξίζει περισσότερο από ένα χιλιάριο μετά από ένα χρόνο. Και αν βέβαια είχε στοιχειώδεις οικονομικές γνώσεις θα υπολόγιζε πόσο ακριβώς αξίζει το σημερινό χιλιάριο εισπρακτέο μετά ένα χρόνο, ώστε να απαιτήσει την επιστροφή αυτού του ποσού και όχι απλά τα αρχικά 1.000 ευρώ.

Με άλλα λόγια, **ένα ευρώ σήμερα, αξίζει περισσότερο (ή και λιγότερο!) από ένα ευρώ αύριο**. Γιατί όμως συμβαίνει αυτό; Απλούστατα, επειδή η αξία του χρήματος μέσα στο χρόνο μεταβάλλεται. Η αξία του χρήματος δηλαδή είναι συνάρτηση του χρόνου. Συνεπώς θα μπορούσαμε να θεωρήσουμε ότι δια μέσω του χρόνου το χρήμα δεν έχει σταθερή αξία.

Τη διαχρονική αξία του χρήματος, και τον τρόπο με τον οποία αυτή υλοποιείται μέσα από **τη χρηματιστηριακή αγορά** και ιδιαίτερα μέσα από τα **παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα**, καθώς και τη νομοθεσία η οποία τα διέπει, προσπαθούμε να διερευνήσουμε στην παρούσα μελέτη.

¹ Emile Zola, *Χρήμα*, 1891, σ.19.

Στο πρώτο κεφάλαιο θα αναφερθούμε γενικά στην έννοια, την οργάνωση και διοίκηση του Ελληνικού Χρηματιστηρίου, κάνοντας συγχρόνως μία ιστορική αναδρομή στον χώρο αυτό.

Το δεύτερο κεφάλαιο άπτεται των παραγώγων, ως βασικών προϊόντων του χρηματο-οικονομικού συστήματος.

Στο τρίτο και τελευταίο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στην ελληνική χρηματιστηριακή νομοθεσία και τη δημιουργία χρηματιστηρίου παραγώγων και ειδικότερα στους λόγους που οδήγησαν στη θεσμοθέτηση όχι μόνο του θεσμικού πλαισίου αλλά και της επίσημης αγοράς παραγώγων στην Ελλάδα.

Τα διεθνή πρότυπα και ιδίως οι ευρωπαϊκές οδηγίες δείχνουν την κατεύθυνση προς την οποία κινούνται οι εποπτικές λειτουργίες του χρηματιστηρίου. Πρέπει όμως σε κάθε χώρα να εκτιμάται τόσο η κατάσταση όσο και η «κουλτούρα» της χρηματιστηριακής αγοράς.

Η ελληνική αγορά ειδικότερα, δεν διαθέτει μία σειρά από απαραίτητους προστατευτικούς μηχανισμούς. Κατατράχεται επίσης από μία μακριά ιστορία κερδοσκοπίας, χειραγώγησης και παραπληροφόρησης, η οποία έχει τροφοδοτήσει μία «κουλτούρα» τζόγου που στις μέρες μας έχει πάρει διαστάσεις χιονοστιβάδας.

Η αποβολή αυτών των στοιχείων μπορεί πράγματι να οδηγήσει, κατά τη γνώμη μας, το Ελληνικό Χρηματιστήριο σε κατάληψη της θέσης που του ανήκει μεταξύ των ώριμων ευρωπαϊκών αγορών. Απαιτεί όμως πολλή δουλειά, επιμονή και ιδίως ψύχραιμη αντιμετώπιση.

Η εργασία μας αυτή ευελπιστούμε να προσθέσει έστω και ένα λιθαράκι προς την κατεύθυνση αυτή της εξυγίανσης, θωράκισης και ανοδικής πορείας μιας υγιούς χρηματιστηριακής αγοράς στην Ελλάδα, και γενικά.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

1.1. Έννοια και ρόλος του χρηματιστηρίου

*«Ούτε ίππω άνευ χαλινού,
ούτε πλούτω άνευ λογισμού
δυνατόν ασφαλώς χρήσασθαι»
Σωκράτης²*

Μετά την εμφάνισή του στη γη και αφού διερεύνησε τον γύρω του κόσμο, ο άνθρωπος προχώρησε και έδωσε λύση στις βασικές του ανάγκες. Στην περίοδο αυτή των αναζητήσεών του διαπίστωσε ότι έχει ανάγκη να ανταλλάσσει αγαθά, που παράγει, με αγαθά που χρειάζεται για να ζήσει. Η ανάγκη αυτή τον οδήγησε καταρχήν σε συγκεντρώσεις σε τακτά χρονικά διαστήματα για την ανταλλαγή των παραγομένων αγαθών. Έτσι γεννήθηκαν τα παζάρια, οι εμποροπανηγύρεις και μετά πάροδο αρκετών αιώνων οι εκθέσεις. Οι διάφοροι τρόποι επαφής και επικοινωνίας των πωλητών και των αγοραστών με την πάροδο του χρόνου και την εξέλιξη των οικονομικών συνθηκών, λόγω του ότι η οργάνωση της παραγωγής συνεχώς βελτιωνόταν και η παραγωγή αυξανόταν, κατέληξαν να μην επαρκούν, με αποτέλεσμα να δημιουργηθεί η ανάγκη της καθημερινής και άμεσης επαφής των ενδιαφερομένων³.

Για την κάλυψη αυτών των αναγκών στην αρχή δημιουργήθηκαν και καθιερώθηκαν τα χρηματιστήρια εμπορευμάτων, όπου γινότουσαν οι συναλλαγές των προϊόντων και στη συνέχεια οι αγορές και πωλήσεις τους. Δηλαδή λειτούργησε ο νόμος της προσφοράς και ζήτησης, που οδήγησε στη

² Πλάτωνος, *Συμπόσιον* 202e-203a.

³ Βλ. Αναστασίου Γ. Σιαφάκα, *Τι είναι Χρηματιστήριο Αξιών – Τι πρέπει να ξέρουμε*, εκδ. Κ & Π. Σμπίλια Α.Ε.Β.Ε., Αθήνα ³1996, σ.33.

συνέχεια τους παραγωγούς σε γιγαντοποίηση των συναλλαγών με συνέπεια να φτάσουν οι απλοί γεωργοί να γίνουν επιχειρηματίες, να οργανώσουν επιχειρήσεις, που με την πάροδο των χρόνων μεγάλωσαν. Έτσι δημιουργήθηκε στη συνέχεια η ανάγκη της εύρεσης νέων κεφαλαίων για νέες επεκτάσεις. Κατά αυτόν τον τρόπο δημιουργήθηκαν και τα Χρηματιστήρια Αξιών.

Η ανάπτυξη επιχειρήσεων και συναλλαγών δημιούργησε την ανάγκη της αμεσότητας για την πραγμάτωση του ζητούμενου και οδήγησε στην απόφαση των ενδιαφερομένων να δημιουργήσουν τις κατάλληλες συνθήκες και προϋποθέσεις για να οργανωθούν οι χώροι, που να εξυπηρετούν αυτές τις ανάγκες. Κάτω λοιπόν από την πίεση αυτών των αναγκών δημιουργήθηκαν και καθιερώθηκαν τα Χρηματιστήρια, στα οποία συγκεντρώνονται οι ενδιαφερόμενοι καθημερινά σε ορισμένους χώρους και σε ορισμένες ώρες και διαπραγματεύονται εμπορεύματα και κινητές αξίες μέσα σε ένα θεσμοθετημένο περιβάλλον, όπου έχουν προκαθορισθεί διατυπώσεις και ενέργειες, που στηρίζονται πάνω σε κανόνες και πρότυπα με νομοθετικές καλύψεις και ρυθμίσεις. Έτσι διασφαλίζεται αφενός η ταχύτητα των συναλλαγών και αφετέρου η διαφάνειά τους⁴.

Το χρηματιστήριο επομένως δεν είναι τίποτε περισσότερο παρά η σύγχρονη έκφραση ενός πολύ παλιού θεσμού: του εμπορίου.

Όπως ήδη αναφέραμε, η διαρκής αύξηση του πλήθους των προϊόντων, που ήταν αντικείμενα συναλλαγής στα χρηματιστήρια, οδήγησε στην ανάγκη για μία μεγαλύτερη εξειδίκευση και οργάνωση των αγορών. Στα πλαίσια αυτά δημιουργήθηκαν το Χρηματιστήριο Αξιών, τα Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων κ.α., ενώ παράλληλα θεσμοθετήθηκαν μία σειρά από κανόνες που διέπουν τη λειτουργία των χρηματιστηρίων, καθώς και ένας μεγάλος αριθμός εποπτικών οργάνων, που εξασφαλίζουν την εύρυθμη λειτουργία τους.

Η διαδικασία αυτή δημιούργησε την ανάγκη να συνδεθούν οι αγοραστές και οι πωλητές μέσω των εξειδικευμένων προσώπων, να εφαρμοσθεί η πιο σύγχρονη τεχνολογία στον τομέα των επικοινωνιών, καθώς και την ανάγκη παροχής συμβουλών στους συναλλασσομένους. Τον κύριο

⁴ Βλ. Αναστασίου Γ. Σιαφάκα, *Τι είναι Χρηματιστήριο Αξιών – Τι πρέπει να ξέρουμε*, ο.π. σ.33.

όγκο αυτών ακριβώς των υπηρεσιών έχουν αναλάβει διεθνώς οι χρηματιστηριακές εταιρίες. Οι εταιρίες αυτές, εκτός από τη μεσολάβηση για την εκτέλεση των αγοραπωλησιών, παρέχουν ταυτόχρονα στους πελάτες τους και υπηρεσίες, που στη χώρα μας παραδοσιακά προσφέρονται από τις εμπορικές τράπεζες (όμως είναι τα δάνεια, οι πιστωτικές κάρτες κλπ). Σημαντική είναι επίσης η συμβολή στην ανάπτυξη των χρηματιστηρίων των Αποθετηρίων Τίτλων, που είναι ειδικευμένοι οργανισμοί που ασχολούνται με τη φύλαξη και τη μεταβίβαση των μετοχών και των άλλων χρεογράφων που διακινούνται στα χρηματιστήρια⁵.

Τα χρηματιστήρια είναι λοιπόν ένα είδος μονίμων εμπορικών αγορών που είναι οργανωμένα υπό μορφή νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου, όπου συνέρχονται ορισμένα πρόσωπα για τη σύναψη δικαιοπραξιών επί κινητών αξιών ή εμπορευμάτων που δεν βρίσκονται επί τόπου⁶.

Ο όρος «χρηματιστήριο» σημαίνει νομικώς την συνάθροιση των παραπάνω προσώπων, αλλά χρησιμοποιείται ακόμη για την υποδήλωση τόσο του τόπου της συνάθροισης, όσο και των πράξεων που διενεργούνται σ' αυτήν⁷.

Οι Rupert Pennant - Rea & Bill Emmott, στο βιβλίο τους *The Pocket Economist* (Ο Οικονομολόγος της Τσέπης), ορίζουν το χρηματιστήριο (Stock Exchange) ως: «Αγορά στην οποία αγοράζονται και πωλούνται μετοχές (equities), ομολογίες (bonds) και άλλα είδη χρεογράφων (securities) και που μπορεί να γίνει συγκέντρωση νέου κεφαλαίου (capital)»⁸.

Το χρηματιστήριο αποτελεί ίσως την πιο ιδιότυπη μορφή αγοράς, που, αν και υπάρχει εδώ και αιώνες, λίγοι είναι αυτοί που γνωρίζουν τον λόγο ύπαρξής του και τον τρόπο λειτουργίας του⁹.

⁵ Βλ. Δ. Παπαριστείδη, *Χρηματιστήριο και Υποψήφιος Επενδυτής*, εκδ. Γαλαίος, Αθήνα 1991, σ.15^ε.

⁶ Βλ. Βασιλικής Π. Μαλινδρέτου, *Χρηματοοικονομικά Προϊόντα*, εκδ. Παπαζήση, Αθήνα 2002, σ.74^ε. Βλ. Γεωργίου Π. Παπούλια, *Χρηματοοικονομική - Διοίκηση και Πολιτική (Financial management and policy)*, εκδ. Θεοδώρου Π. Τυροβόλα, Αθήνα 1982, σ.17^ε.

⁷ Βλ. Κιάντου - Παμπούκη, *Εμπορικά δικαιοπραξίαι*, Θεσσαλονίκη - Αθήνα, σ.237.

⁸ Rupert Pennant - Rea & Bill Emmott, *The Pocket Economist*, μετάφραση Φραγκίσκου Φίλιππα, εκδ. Σμπίλιας - Το Οικονομικό, Αθήνα 1986, σ.303.

⁹ Βλ. Αγγέλου Α. Τσακλάγκανου, *Θέματα Οικονομικής των Επιχειρήσεων*, τ.2^{ος}, εκδ. Αδελφών Κυριακίδη Α.Ε., Θεσσαλονίκη 1995, σ.76.

1.2. Τα είδη των χρηματιστηρίων και η οικονομική τους σημασία

«Ζημίαν αιρείσθαι μάλλον ή κέρδος
αισχρόν, η μεν γάρ άπαξ ελύπησεν, το δέ
διά παντός»

Χείλων¹⁰

Τα χρηματιστήρια διακρίνονται σε δύο κατηγορίες¹¹:

1. Τα χρηματιστήρια αξιών¹² (Stock Exchange, Bourse de Valeurs)

και

2. Τα χρηματιστήρια εμπορευμάτων¹³

Τα **χρηματιστήρια αξιών** είναι οργανωμένες αγορές, στις οποίες διενεργούνται αγοραπωλησίες κινητών αξιών. Ο όρος κινητές αξίες περιλαμβάνει τις μετοχές¹⁴, τις ομολογίες, το χρυσό, τα χρυσά νομίσματα και

¹⁰ Βλ. Heinz-Günther Nesselrath, *Εισαγωγή στην Αρχαιογνωσία – Αρχαία Ελλάδα*, τ.1^{ος}, επιμέλεια Δανιήλ Ιακώβ – Αντώνη Ρεγκάκου, εκδ. Δημ. Ν. Παπαδήμα, Αθήνα 2003, σ.82.

¹¹ Βλ. Αγγέλου Α. Τσακλάγκανου, *Θέματα Οικονομικής των Επιχειρήσεων*, ο.π., σ.76^ε. Πρβλ. Rupert Pennant - Rea & Bill Emmott, «*The Pocket Economist*» ο.π., σ.303^ε.

¹² Βλ. Ν. 3632/1928 «περί Χρηματιστηρίου Αξιών», όπως τροποποιήθηκε με τον Ν. 5469/32, Ν.6410/34, Α.Ν. 1323/39, Α.Ν. 2341/40, Α.Ν. 289/45, Α.Ν. 1818/51, Β.Δ. 845/62.

¹³ Βλ. Ν.Δ. 2/10.11.1923 «περί Χρηματιστηρίου Εμπορευμάτων», όπως τροποποιήθηκε από το Π.Δ. της 14/29.5.1926, από το Π.Δ. της 8/19.1.1927, από το Α.Ν. 19/20.10.1935. Βλ. Β.Δ. 11/1-5/2/1924 «περί ιδρύσεως Χρηματιστηρίου Εμπορευμάτων Πειραιώς» (και Π.Δ. 19/29.2.1940 «περί κανονισμού τούτου») και Β.Δ. 11/1-5.2.1924 «περί ιδρύσεως Χρηματιστηρίου εμπορευμάτων εν Θεσσαλονίκη» (και Π.Δ. 29/9-5.10.1939 «περί κανονισμού τούτου»).

¹⁴ Οι μετοχές αποτελούν χρεόγραφα των Ανωνύμων Εταιρειών του ιδιωτικού τομέα της οικονομίας. Αντιπροσωπεύουν το μέσο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων με ίδια κεφάλαια και είναι χρεόγραφα Ιδιοκτησίας, σε αντιδιαστολή προς τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, με μακροπρόθεσμο χρέος, που γίνεται μέσα από ομολογιακά ή τραπεζικά εγγυημένα δάνεια. Μία Ανώνυμη Εταιρεία αποτελεί σήμερα την πληρέστερη μορφή εταιρείας. Σύμφωνα με την υπάρχουσα νομοθεσία, το μετοχικό κεφάλαιό της δεν μπορεί να είναι μικρότερο από 100.000 ευρώ και η ιδιοκτησιακή απαίτηση στα κεφάλαιά της αντιπροσωπεύεται από μετοχές. Ο κάτοχος των μετοχών ονομάζεται μέτοχος και συμμετέχει στα κέρδη της εταιρείας. Στην περίπτωση που η επιχείρηση χρειάζεται ίδια κεφάλαια, πωλεί στο επενδυτικό κοινό μετοχές. Όταν έχουμε πώληση μετοχών απευθείας στο κοινό, αναφερόμαστε στην «πρωτογενή»

το συνάλλαγμα¹⁵. Στη χώρα μας οι συναλλαγές για το συνάλλαγμα έχουν ανατεθεί μονοπωλιακά στην Τράπεζα της Ελλάδος, για τα νομίσματα μη ευρείας κυκλοφορίας (π.χ. Ράντ Νοτίου Αφρικής)¹⁶. Σε καθημερινές συνεδριάσεις, στις οποίες μετέχουν εκπρόσωποι των εμπορικών τραπεζών και της Τράπεζας της Ελλάδος, καθορίζεται, ανάλογα με την προσφορά και τη ζήτηση κάθε ξένου νομίσματος, η μέση τιμή συναλλάγματος¹⁷.

Τα **χρηματιστήρια εμπορευμάτων** είναι οι οργανωμένες αγορές, στις οποίες διενεργούνται συναλλαγές τυποποιημένων εμπορευμάτων, ναυλώσεων και θαλασσοσφαιριών. Υπάρχουν ειδικά χρηματιστήρια εμπορευμάτων, όπου διαπραγματεύονται ένα μόνο είδος (σιτάρι ή ζάχαρη ή καφέ κ.α.) και γενικά χρηματιστήρια εμπορευμάτων, όπου διαπραγματεύονται περισσότερα είδη. Άλλα χρηματιστήρια εμπορευμάτων είναι «επίσημα» (Νομικά Πρόσωπα Δημοσίου Δικαίου) που λειτουργούν κάτω από κρατική εποπτεία, και άλλα «ελεύθερα» (ιδιωτικές οργανώσεις), που λειτουργούν σύμφωνα με το καταστατικό τους¹⁸.

Πριν από την πρώτη βιομηχανική επανάσταση οι πρόδρομοι της σημερινής επιχείρησης δεν αντιμετώπιζαν το πρόβλημα της χρηματοδότησης της λειτουργίας και επέκτασης των δραστηριοτήτων τους. Η μικρή ανάγκη στα κεφάλαια οφείλονταν στο είδος της τότε επιχείρησης και στην εγγύηση των περιουσιακών στοιχείων του επιχειρηματία, που αποτελούσαν και την περιουσία της επιχείρησης.

Η προβιομηχανική ή προσωπική επιχείρηση είχε τη μορφή εργαστηρίου ή αγροτικής εκμετάλλευσης.

Μετά τη βιομηχανική επανάσταση (μέσα του 18^{ου} αιώνα), παράγοντες όπως το ξεπέραςμα της προσωποπαγούς επιχείρησης, η δημιουργία εταιριών, το τεράστιο μέγεθός τους, η ολοένα και περισσότερο καπιταλιστική

αγορά, ενώ όταν στη συνέχεια οι μετοχές πωλούνται ή αγοράζονται στο χρηματιστήριο, μιλάμε για «δευτερογενή αγορά» ή «χρηματιστηριακή αγορά». Βλ. Αντώνη Αρχοντάκη, *Εισαγωγή στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά*, εκδ. Έντυπο Α.Ε., Αθήνα χ.χ., σ.31.

¹⁵ Βλ. Χαράλαμπος Δεμίρη, *Αξιόγραφα – Θεωρία και Πράξη*, εκδ. Εθνικής Τραπέζης της Ελλάδος, Αθήνα 1992, σ. 15^ε. Βλ. Δημήτρη Γ. Παυλάκη, *Τραπεζικό Μάρκετινγκ*, εκδ. Έντυπο Α.Ε., Αθήνα 1998, σ.29.

¹⁶ Βλ. Εγκυκλοπαίδεια «Επιστήμη και Ζωή», τ.18^{ος}, εκδ. Χατζηϊακώβου Α.Ε., Θεσσαλονίκη - Αθήνα 1996, σ.374^ε.

¹⁷ Βλ. Αγγέλου Α. Τσακλάγκανου, *Θέματα Οικονομικής των Επιχειρήσεων*, ο.π., σ.76^ε. Πρβλ. Rupert Pennant - Rea & Bill Emmott, *The Pocket Economist* ο.π., σ.303^ε.

¹⁸ Βλ. Αγγέλου Θ. Αγγελόπουλου, *Οικονομικά Προβλήματα, Ελληνικά και Διεθνή*, εκδ. Βιβλιοπωλείο της «Εστίας», Αθήνα 1986, σ.9^ε.

παραγωγή, οι σύγχρονες μέθοδοι οργάνωσης και διοίκησης, έκαναν ώστε η διάρκεια ζωής της επιχείρησης να γίνει απροσδιόριστη, να ξεκοπεί από τον επιχειρηματία - ιδιοκτήτη και την προσωπική του περιουσία, να συνδεθεί με ξένες πηγές χρηματοδότησης. Τα κεφάλαια όμως αυτά, από τη φύση τους μακροχρόνια, είναι σπάνια και γι' αυτό κοστίζουν ακριβά¹⁹.

Όλα τα προηγούμενα έπαιξαν καθοριστικό ρόλο στη δημιουργία και ανάπτυξη, ιδίως μετά το 1800, του χρηματιστηρίου αξιών, που επέτρεψε και επιτρέπει την εξεύρεση κεφαλαίων σε συμφέρουσες τιμές για την επιχείρηση²⁰.

Ιστορικά, προηγείται η εμφάνιση του χρηματιστηρίου εμπορευμάτων που έχουν προέλθει από τις εμπορικές αγορές και πανηγύρεις στις οποίες οι έμποροι συνέρχονταν και κανόνιζαν τις τιμές των εμπορευμάτων.

Τα χρηματιστήρια αξιών εμφανίστηκαν μεταγενέστερα, όταν άρχισε το εμπόριο κινητών αξιών, προήλθαν δε από τις συναθροίσεις κυρίως των τραπεζιτών, οι οποίοι διενεργούσαν πράξεις επί χρημάτων και τίτλων.

Από τις εμπορικές αγορές και πανηγύρεις διακρίνονται τα χρηματιστήρια, γιατί σε εκείνες τα εμπορεύματα βρίσκονται επί τόπου, τουλάχιστον σε δείγματα, και είναι πάντως εξειδικευμένα, ενώ στα χρηματιστήρια οι αξίες και τα εμπορεύματα πάνω στα οποία γίνονται οι συναλλαγές δεν βρίσκονται επί τόπου και αφορούν πράγματα κατά γένος καθορισμένα²¹.

Τα πρώτα χρηματιστήρια εμφανίστηκαν στην Ιταλία (Φλωρεντία και Βενετία), μεταγενέστερα στην Ολλανδία κατά τον 16^ο αιώνα.

Στην Ελλάδα τα χρηματιστήρια εμφανίστηκαν κατά τους νεώτερους χρόνους. Από το έτος 1876 λειτουργεί ένα χρηματιστήριο αξιών και από το έτος 1924 λειτουργούν δύο χρηματιστήρια εμπορευμάτων. Το χρηματιστήριο αξιών εδρεύει στην Αθήνα τα δε χρηματιστήρια εμπορευμάτων εδρεύουν στον Πειραιά και στην Θεσσαλονίκη²².

¹⁹ Βλ. Αγγέλου Θ. Αγγελόπουλου, *Οικονομικά Προβλήματα, Ελληνικά και Διεθνή*, ο.π., σ.60^ε.

²⁰ Βλ. Γεωργίου Ν. Καφούση, *Ανάλυση και Κριτική Διερεύνηση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων - Θεωρία - Πρακτικές Εφαρμογές*, Αθήνα 1987 σ.55^ε και σ.82^ε. Πρβλ. Νίκου Τσώρη, *Πώς κινείται το οικονομικό σύστημα στην Ελλάδα*, Αθήνα 1986, σ.37^ε.

²¹ Βλ. Δ. Παπαριστείδη, *Χρηματιστήριο και Υποψήφιος Επενδυτής*, ο.π., σ.85^ε. Πρβλ. Εγκυκλοπαίδεια «Επιστήμη και Ζωή», τ.18^{ος}, ο.π., σ.375.

²² Βλ. Γεωργίου Σ. Κώνστα, *Λεξικόν Νομικής, Το Ελληνικόν Δίκαιον και η Εφαρμογή του*, τ.12^{ος}, εκδ. Αφοι Π. Σάκκουλα, Αθήναι - Θεσσαλονίκη 1965, σ.466. Βλ. Αντώνη Αρχοντάκη, *Εισαγωγή στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά*, ο.π., σ.51^ε.

Στις αρχές του 1997 λειτουργεί και στην Θεσσαλονίκη χρηματιστήριο αξιών, στο οποίο όμως το ύψος των συναλλαγών είναι κατά πολύ υποδεέστερο του αντιστοίχου του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών, και ονομάζεται «Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης»²³.

Στο χρηματιστήριο αξιών συνάπτονται δικαιοπραξίες επί κινητών αξιών, στα δε χρηματιστήρια εμπορευμάτων συμβάσεις επί διαφόρων εμπορευμάτων, καθώς επίσης και συμβάσεις που αφορούν το θαλάσσιο εμπόριο, όπως ήδη προαναφέραμε.

Η **οικονομική σημασία** των χρηματιστηρίων συνίσταται γενικά στο ότι αυτά ρυθμίζουν την αξία του χρήματος, των άλλων κινητών αξιών και των εμπορευμάτων, με βάση το νόμο της προσφοράς και της ζήτησης και με τον τρόπο αυτό υποβοηθούν στην εξίσωση των τιμών, όχι μόνο στο εσωτερικό αλλά και διεθνώς.

Τα χρηματιστήρια αξιών ειδικότερα:

- ◆ Είναι η κυριότερη κεφαλαιαγορά, ιδίως ο κυριότερος τύπος διαμεσολάβησης κατά τις επενδύσεις και διαθέσεις κεφαλαίων
- ◆ Αποδίδουν, αν και όχι πάντοτε με απόλυτη ειλικρίνεια, το μέτρο της κατάστασης της οικονομίας, και αυτή ακόμη η κερδοσκοπία, η οποία αναπτύσσεται σε αυτά, όταν είναι με μέτρο, χρησιμεύει για τη ρύθμιση της κεφαλαιαγοράς, εμποδίζοντας ή επιβραδύνοντας τις οικονομικές κρίσεις και τις απότομες μεταβολές των τιμών
- ◆ Από καθαρά εθνική άποψη, ένα καλά οργανωμένο χρηματιστήριο, χρησιμεύει για την προσέλκυση ξένων κεφαλαίων,

²³ Βλ. Δημερίδα με θέμα: «Χρηματιστηριακή Αγορά Παραγώγων και Άλλες Διατάξεις 2533/1997 (ΦΕΚ Α' 228/11.11.1997)», εισηγητής: Στάθης Ποταμίτης, Οργάνωση Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης σε συνεργασία με το Κ.Ε.Κ Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, Θεσσαλονίκη 21-22 Φεβρουαρίου 1998.

όπως συμβαίνει με τα μεγάλα χρηματιστήρια των Παρισίων, του Λονδίνου και της Νέας Υόρκης²⁴.

Τα χρηματιστήρια ως συνθετικό μέρος της κεφαλαιαγοράς αποτελούν πηγή άντλησης μακροχρόνιων κεφαλαίων. Η ενδιαφερόμενη οικονομική μονάδα για να πετύχει τα κεφάλαια που της χρειάζονται (ιδρυτικά κεφάλαια ή κεφάλαια επέκτασης του ήδη υπάρχοντος δυναμικού τους) καταφεύγει στην αποταμίευση του κοινού.

Έτσι, απευθύνεται είτε στην **χρηματαγορά**, που είναι η βασική πηγή εξεύρεσης βραχυχρόνιων κεφαλαίων, είτε στην **κεφαλαιαγορά**, που αποτελεί πηγή άντλησης μακροχρόνιων κεφαλαίων.

Τρόπος αύξησης των κεφαλαίων μεγάλης χρονικής διάρκειας είναι η έκδοση και διάθεση στο κοινό μετοχών και ομολόγων.

Η αγορά τούτη διακρίνεται:

- * **στην πρωτογενή** και
- * **στη δευτερογενή**

Στην πρωτογενή αγορά, οι νεοεκδιδόμενοι τίτλοι περνούν στα χέρια του αποταμιευτή (επενδυτή σε κινητές αξίες) μέσω τραπεζών ή άλλων πιστωτικών ιδρυμάτων που δρουν σαν μεσολαβητές (underwriters)²⁵, ανάμεσα στην επιχείρηση και το επενδυτικό κοινό. Μέσω αυτών, η αποταμίευση διοχετεύεται στις οικονομικές μονάδες που θέλουν να επενδύσουν σε παραγωγικά μέσα και υπηρεσίες.

²⁴ Βλ. Εφημερίδα «Το Βήμα», Τμήμα Δ' Ανάπτυξη, θέμα άρθρου: «Οι μετοχές στον κόσμο», έτος Στ', Α.Φ. 12468, Αθήνα 15.2.1998 σ.Δ21. Πρβλ. Εφημερίδα «Κέρδος», ημερήσια οικονομική εφημερίδα, θέμα άρθρου: «Ανοιξη στα χρηματιστήρια», έτος ΙΓ', Α.Φ. 3876, Αθήνα 3.4.1998, σ.1.

²⁵ Βλ. Κωνσταντίνου Λυμπερόπουλου, *Εισαγωγή στο Τραπεζικό Μάρκετινγκ*, εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα 1987, σ.149. Πρβλ. Αγγέλου Θ. Αγγελόπουλου, *Οικονομική Ανάπτυξη, Θεωρία και Πολιτική*, νέα συμπληρωμένη έκδοση, εκδόσεις Πιτσιλός, Αθήνα 1989, σ.133^ε και σ.249^ε.

Η δευτερογενής αγορά είναι το χρηματιστήριο. Εδώ γίνεται η διαπραγματεύση και ανταλλαγή αξιογράφων²⁶ που ήδη βρίσκονται στα χέρια του κοινού, που αποκτήθηκαν δηλαδή στην πρωτογενή αγορά²⁷. Όπως σε όλες τις αγορές έτσι και στο χρηματιστήριο αξιών έρχονται σε άμεση επαφή πωλητές και αγοραστές τίτλων. Η συμφωνία των δύο μερών δίδει στους εισηγμένους τίτλους μία κοινώς αποδεκτή τιμή, τη χρηματιστηριακή τιμή του τίτλου.

Το χρηματιστήριο αξιών (δευτερογενής αγορά), έμμεσα βοηθάει τη χρηματοδότηση των μακροχρονίων αναγκών της επιχείρησης από την άποψη ότι κάνει τον τίτλο της ελκυστικό, αφού του εξασφαλίζει μία γενικώς αποδεκτή τιμή και επιτρέπει την άμεση ρευστοποίησή του.

²⁶ Ο Brunner διατυπώνει έναν αναλυτικό ορισμό του αξιογράφου, ο οποίος είναι και ο πλέον γνωστός: «Αξιογραφο είναι το έγγραφο εκείνο στο οποίο η σύνδεση του εγγράφου προς το δικαίωμα είναι τόσο στενή, ώστε κυριολεκτικά να ενσωματώνεται (εγχαρτώνεται) άρρηκτα το δικαίωμα στο έγγραφο κατά τέτοιο τρόπο που για την ενάσκηση του δικαιώματος να είναι απαραίτητη η κατοχή του εγγράφου και για τη μεταβίβαση του δικαιώματος που περιλαμβάνεται στο έγγραφο να απαιτείται, κατά κανόνα, η παράδοση του εγγράφου». Βλ. Χαράλαμπου Δεμίρη, *Αξιογραφα – Θεωρία και Πράξη*, ο.π., σ.13. Τα αξιογραφα λοιπόν έχουν δύο στοιχεία: 1. Είναι έγγραφα.

2. Ενσωματώνουν δικαίωμα.

Έ γ γ ρ α φ ο είναι η ενυπόγραφη και χρονολογημένη γραφή ανθρώπινης δήλωσης σε κινητό πράγμα με σταθερή επιφάνεια. Η γραφή πρέπει να αναφέρεται σε αντικειμενικά διαμορφωμένη γλώσσα (να μην είναι δηλαδή συμβολική ή υποκειμενική) και να αλλοιώνει την επιφάνεια του εγγράφου σταθερά, ώστε να υπάρχει οπτική πρόσβαση και σταθερή ανάγνωση. Η υπογραφή πρέπει να είναι ιδιόχειρη. Υπογραφή με μηχανικό μέσο όπως π.χ. σφραγίδα, επιτρέπεται μόνο σε ανώνυμους τίτλους που εκδίδονται σε μεγάλο αριθμό όπως π.χ. τραπεζογραμμάτια, μετοχές ανωνύμων εταιριών, ομολογίες κλπ). Το δικαίωμα που ενσωματώνεται είναι ιδιωτικού δικαίου και μπορεί να είναι ενοχικό, εμπράγματο ή και συμμετοχικό. Για το λόγο αυτό τα διάφορα ένσημα όπως π.χ. γραμματόσημα, χαρτόσημα κλπ, στα οποία το ενσωματωμένο δικαίωμα είναι δημοσίου δικαίου δεν θεωρούνται αξιογραφα. Αντίθετα, οι ομολογίες κρατικών δανείων ενσωματώνουν ιδιωτικό δικαίωμα (παρόλο που υφίσταται έναντι του Δημοσίου), συνεπώς είναι αξιογραφα. Ε ν σ ω μ ά τ ω σ η τ ο υ δ ι κ α ι ώ μ α τ ο ς στο έγγραφο σημαίνει ότι η άσκηση του δικαιώματος προϋποθέτει την κατοχή του εγγράφου. Αυτή είναι και η συνέπεια της ενσωμάτωσης για το δικαιούχο. Για τον οφειλέτη συνέπεια της ενσωμάτωσης είναι η αρχή της κυκλοφορίας. Τούτο σημαίνει ότι, χωρίς έξοδο του αξιογράφου από την κατοχή του οφειλέτη, δικαίωμα του δικαιούχου δεν υπάρχει. Τέλος, για τους τρίτους η ενσωμάτωση έχει ως συνέπεια τη διεύρυνση της προστασίας των καλόπιστων. Δηλαδή, ο τρίτος που αποκτά καλόπιστα την κυριότητα του αξιογράφου ως χαρτιού, αποκτά και το ενσωματωμένο δικαίωμα. Θεωρείται δηλαδή ότι νόμιμα κατέχει το αξιογραφο και δεν μπορεί να υποστηριχθεί ότι πλούτισε παράνομα από την περιουσία αυτού που το έχασε. Ο τελευταίος, αυτός δηλαδή που έχασε το εμπράγματο δικαίωμα, αδυνατεί να ασκήσει και το ενσωματωμένο δικαίωμα το οποίο και χάνει. Το δικαίωμα αυτό περιέρχεται σε αυτόν που αποκτά το εμπράγματο. Ο παλιός δικαιούχος έχει ενοχική μόνο προστασία, δηλαδή αξίωση αποζημιώσεως εναντίον όποιου τον ζημίωσε, αξίωση αδικαιολόγητου πλουτισμού εναντίον όποιου πλούτισε παράνομα από την περιουσία του. Βλ. Χαράλαμπου Δεμίρη, *Αξιογραφα – Θεωρία και Πράξη*, ο.π., σ.13^ε.

²⁷ Βλ. Αγγέλου Α. Τσακλάγκανου, *Θέματα οικονομικής των επιχειρήσεων*, τ.2^{ος}, ο.π. σ.77. Βλ. Χαράλαμπου Δεμίρη, *Αξιογραφα – Θεωρία και Πράξη*, ο.π., σ.15^ε.

Συμπερασματικά, θα λέγαμε ότι το χρηματιστήριο αξιών είναι μία αγορά αξιών από δεύτερο χέρι, αφού οι πρωτοεμφανιζόμενες εκδόσεις περνούν κατευθείαν από την επιχείρηση στα χέρια του κοινού με διαμεσολαβητές φυσικά, τις τράπεζες ή άλλους ειδικούς οργανισμούς²⁸.

Το χρηματιστήριο συμβάλλει μεν αλλά έμμεσα στη χρηματοδότηση των παραγωγικών μονάδων, καθιστώντας τα «χαρτιά» τους περισσότερο ελκυστικά κι άρα επιτρέποντας μεγαλύτερη και ευκολότερη πρόσβαση στα μακροχρόνια κεφάλαια.

Τα χρηματιστήρια εμπορευμάτων, εξάλλου, είναι ιδιόμορφες αγορές οι οποίες φέρουν σε επαφή την **παραγωγή** με την **κατανάλωση**. Μέσω αυτών, οι τιμές των εμπορευμάτων καθορίζονται σε πραγματικά και δίκαια επίπεδα, εξαιτίας του αναπτυσσόμενου συναγωνισμού σε αυτά, βάσει του νόμου της προσφοράς και της ζήτησης.

Τα χρηματιστήρια όμως δύνανται εύκολα να μετατραπούν σε κέντρα επιβλαβούς για την εθνική οικονομία κερδοσκοπίας, με δυσμενείς επιπτώσεις ακόμη και επί της αξίας του εθνικού νομίσματος. Πράγματι, πολύ συχνά η σύναψη χρηματιστηριακών συμβάσεων, κυρίως δε των αγοραπωλησιών επί προθεσμία, έχει ως σκοπό την καθαρή κερδοσκοπία για την επίτευξη της οποίας χρησιμοποιούνται ακόμη και επιλήψιμα μέσα εκ μέρους των ενδιαφερομένων, όπως είναι η διασπορά ψευδών ειδήσεων σχετικά με την οικονομική κατάσταση των επιχειρήσεων ή οικονομικών οργανισμών ή σχετικά με τις τιμές ορισμένων αξιών ή εμπορευμάτων.

Οι πρώτες χρηματιστηριακές κρίσεις συνδέονται με την κερδοσκοπία που κατελάμβανε κατά περιόδους το ευρύ επενδυτικό κοινό, τους χρηματιστές αλλά και τους επιχειρηματίες, οι οποίοι με διάφορους τρόπους επηρέαζαν την τιμή της μετοχής τους. Η κατάσταση αυτή εύρισκε πρόσφορο έδαφος στο Χρηματιστήριο Αθηνών, από το οποίο έλειπε η στοιχειώδης οργάνωση και υποδομή, καθώς και η σωστή πληροφόρηση για τα χρηματιστηριακά και τις προοπτικές των εισηγμένων εταιρειών²⁹.

²⁸ Βλ. Ν. Νιάρχου, *Η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά: Τρέχουσες εξελίξεις και προοπτικές*, εκδ. IOBE, Αθήνα 1995, με θέμα: «Το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα - Τάσεις και προοπτικές», σ.213.

²⁹ Βλ. Χρήστου Κώνστα, *Χρηματιστήριο, μία πρώτη 'τακτοποίηση' της αγοράς με τον κώδικα δεοντολογίας*, ετήσια έκδοση με τη συνεργασία του περιοδικού «Επιλογή», *Οι Μηχανισμοί του Χρήματος*, Αθήνα Ιούνιος 1997, σ.68^ε. Βλ. Δ. Παπαριστείδη, *Χρηματιστήριο και Υποψήφιος Επενδυτής*, ο.π., σ.21.

Η κερδοσκοπία αυτή εμφανίστηκε συχνά με τη μορφή της αγοράς και πώλησης χρεογράφων «ανοικτά». Αυτό σημαίνει ότι πραγματοποιούνταν αγοραπωλησίες χρεογράφων με μελλοντικό διακανονισμό της πράξης, με την ελπίδα ότι η τιμή της μετοχής θα υψωνόταν ή θα μειωνόταν αντίστοιχα. Στην περίπτωση που η πρόβλεψη δεν επαληθευόταν, θα έπρεπε να πραγματοποιηθεί η συναλλαγή ή να καταβληθεί η διαφορά. Η διαδικασία αυτή, σε συνδυασμό με την έλλειψη υποδομής στο Χρηματιστήριο Αθηνών, οδήγησε, συχνά χωρίς λόγο, τις τιμές των μετοχών στα ύψη, με φυσικό επακόλουθο την πτώση των τιμών και την απώλεια σημαντικών ποσών.

Εκτός από την κερδοσκοπία, υπάρχουν και άλλα γεγονότα τα οποία μπορούν να επηρεάσουν άμεσα το χρηματιστήριο.

Αυτά είναι τα ακόλουθα³⁰:

- Εμπόλεμος κατάσταση: Μετά τη βασική αιτία κρίσεων που είναι η κερδοσκοπία, μία δεύτερη αιτία κρίσεων αποτέλεσε για το Χρηματιστήριο στο παρελθόν και ο πόλεμος μεταξύ των κρατών. Όπως είναι φυσικό, σε εμπόλεμη κατάσταση, το έμψυχο και άψυχο υλικό της χώρας διατίθεται για τις ανάγκες του πολέμου, με καταστροφικές επιπτώσεις για την οικονομία της χώρας άρα και για το Χρηματιστήριο. Ακόμα και χώρες που δεν εμπλέκονται σε έναν πόλεμο, δεν αποφεύγουν και αυτές τις συνέπειές του, αφού παρεμποδίζεται το εμπόριο και δημιουργούνται προβλήματα στη διακίνηση των αγαθών.
- Οικονομικές κρίσεις: Όπως είναι φυσικό, λοιπόν, η πορεία των επιχειρήσεων εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό, από τη γενικότερη οικονομική κατάσταση της χώρας και τη φάση του οικονομικού κύκλου (ανοδική ή καθοδική) στην οποία αυτή βρίσκεται. Για το λόγο αυτό, όλα τα χρηματιστήρια, επηρεάζονται σημαντικά από οικονομική

³⁰ Βλ. Δ. Παπαριστείδη, *Χρηματιστήριο και Υποψήφιος Επενδυτής*, ο.π., σ.23.

κρίση. Χαρακτηριστικά μπορεί να αναφερθεί από την σχετικά πρόσφατη ιστορία, η καθίζηση την οποία υπέστησαν τα χρηματιστήρια σε όλο τον κόσμο, μετά τις δύο πετρελαϊκές κρίσεις που αναστάτωσαν τη διεθνή οικονομία τις περιόδους 1972-1973 και 1979 καθώς και η παγκόσμια οικονομική κρίση στις μέρες μας, που θύμιζε το πασίγνωστο παγκόσμιο κραχ³¹ της 24^{ης} Οκτωβρίου του 1929 στο χρηματιστήριο της Ν. Υόρκης όπου σε διάστημα λίγων ημερών 70 εκατομμύρια τίτλοι άλλαξαν χέρια και μέσα σε λίγες ώρες χάθηκαν τεράστιες περιουσίες και καταποντίστηκαν μεγάλες εταιρίες, γεγονός που παρέσυρε στην καταστροφή μεγάλο αριθμό τραπεζικών και χρηματιστικών συγκροτημάτων. Μόνο στην περίφημη «Μαύρη Πέμπτη», στις 24 Οκτωβρίου του 1929, άλλαξαν χέρια 13 εκατομμύρια χρεόγραφα. Αυτό το κραχ ήταν και η αρχή της μεγάλης οικονομικής κρίσης του 1929-1932 που προκάλεσε γενική πτώση της παραγωγής, μαζική ανεργία εκατομμυρίων εργαζομένων και που χρειάστηκαν μερικά χρόνια για να συνέλθει η οικονομία όλων των κρατών του κόσμου³².

Προς πρόληψη πάντως των κινδύνων αυτών, η σύσταση και η λειτουργία των χρηματιστηρίων υποβάλλεται σε κρατικό έλεγχο και σε πολλούς περιορισμούς. Ο έλεγχος και οι περιορισμοί αυτοί κατοχυρώνονται με την οργάνωση των χρηματιστηρίων με τη μορφή νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου³³.

³¹ «Κράχ». Η λέξη χρησιμοποιήθηκε για πρώτη φορά το 1873 στη Βιέννη, όταν κατά την λεγόμενη «Μαύρη Παρασκευή» πλούσιοι μεταβλήθηκαν σε φτωχούς μέσα σε λίγες ώρες. Από τα νεώτερα κραχ αξιοσημείωτο είναι αυτό που προκλήθηκε από την σκανδαλώδη υπόθεση του Παναμά, αλλά το μεγαλύτερο όλων είναι το κραχ της Νέας Υόρκης του 1929. Βλ. Εγκυκλοπαίδεια *Πάπυρος Λαρούς*, τ.8^{ος}, εκδ. Επιστημονική Εταιρία των Ελληνικών Γραμμάτων Πάπυρος, Αθήναι χ.χ., σ.943.

³² Βλ. Εγκυκλοπαίδεια *Επιστήμη και Ζωή*, τ.9^{ος}, ο.π., σ.326. Βλ. Εγκυκλοπαίδεια *Πάπυρος Λαρούς*, τ.8^{ος}, ο.π., σ.943.

³³ Βλ. Γεωργίου Σ. Κώνστα, *Λεξικόν Νομικής, Το Ελληνικόν Δίκαιον και η Εφαρμογή του*, ο.π., σ.466.

1.3. Χρηματιστηριακή και εξω-χρηματιστηριακή κεφαλαιαγορά στην Ελλάδα

*«Το χρήμα είναι σαν μια έκτη αίσθηση
που σε βοηθάει να εκμεταλλευθείς
τις άλλες πέντε»*

Σώμερσετ Μωμ

Το χρηματιστήριο είναι ο οργανωμένος τομέας της κεφαλαιαγοράς σε αντίθεση με την εξω-χρηματιστηριακή κεφαλαιαγορά, η οποία στερείται του στοιχείου της οργάνωσης με την χρηματιστηριακή έννοια του όρου³⁴.

Στην εξω-χρηματιστηριακή κεφαλαιαγορά δεν υπάρχει δημοσιότητα της προσφοράς ή ζήτησης κεφαλαίων αλλά ούτε και των διενεργούμενων κεφαλαιουχικών τοποθετήσεων. Οι ενδιαφερόμενοι, επικοινωνώντας απευθείας ή μέσω μεσιτών, ενεργούν την μεμονωμένη τοποθέτηση που τους ενδιαφέρει αυτούς και μόνο, χωρίς να εντάσσονται στο γενικό πλαίσιο δημοσιότητας και συγκεντρωμένης προσφοράς και ζήτησης κεφαλαίων.

Σχετική ενότητα μπορεί μόνο να εμφανίζει η δράση των τραπεζών στην εξω-χρηματιστηριακή κεφαλαιαγορά (μακροπρόθεσμα δάνεια, αγορές τίτλων, εγγυήσεις υπέρ ομολογιακών δανείων, όροι της χρηματοδότησης για την ίδρυση ανώνυμων εταιριών από αυτές και της έκδοσης ομολογιακών δανείων) εάν και καθόσον έχει εκδώσει σχετικές αποφάσεις η Νομισματική Επιτροπή³⁵.

³⁴ Βλ. Μ. Ξανθάκη και Σ. Θωμαδάκη, *Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου*, εκδ. Σάκκουλα και Ε.Ε.Τ., Αθήνα 1990, σ.27^ε. Πρβλ. Rose Peter, *Money and Capital Markets, The Financial System in an Increasingly Global Economy*, IRWIN Professional Publishing, USA ⁵1994, σ.522^ε. Πρβλ. Στεφάνου Ν. Κοτζαμάνη, *Ο κόσμος των επενδύσεων*, τ.2^{ος}, εκδ. Finance Invest Ltd., Αθήνα 1997, σ.81^ε.

³⁵ Βλ. Στεφάνου Ν. Κοτζαμάνη, *Ο κόσμος των επενδύσεων*, τ.2^{ος}, ο.π., σ.142.

Σε αντίθεση προς την εξω-χρηματιστηριακή κεφαλαιαγορά, χαρακτηρίζεται η χρηματιστηριακή κεφαλαιαγορά, το χρηματιστήριο, με το στοιχείο της οργάνωσης. Στο ότι δε ακριβώς αποτελεί το χρηματιστήριο, το οργανωμένο τμήμα της κεφαλαιαγοράς γενικά, έγκειται και η οικονομική έννοια του χρηματιστηρίου.

Το χρηματιστήριο, είναι κατά ταύτα, μια ειδική, οργανωμένη αγορά, που διευκολύνει την κάλυψη της προσφοράς και της ζήτησης κεφαλαίων κάτω από συνθήκες που εγγυώνται με Optimum ασφάλειας το ότι οι συναλλασσόμενοι στο χρηματιστήριο επιτυγχάνουν τους άριστους δυνατούς όρους συναλλαγής.

Ειδική αγορά είναι το χρηματιστήριο γιατί οι χρηματιστηριακές συναλλαγές περιορίζονται στα χρηματιστηριακά λεγόμενα πράγματα μόνο, ενώ **οργανωμένη αγορά** είναι το χρηματιστήριο λόγω της σύναψης χρηματιστηριακών πράξεων στο όνομα ορισμένων μόνο προσώπων, «των χρηματιστών», μέσω των οποίων διενεργείται δημόσια, σε ορισμένο τόπο και χρόνο, ολόκληρο το διαμεσολαβητικό εμπόριο τίτλων της οικονομικο-γεωγραφικής περιοχής, την οποία εξυπηρετεί το χρηματιστήριο. Είναι συγχρόνως αγορά **πλήρους δημοσιότητας και πλήρους ανταγωνισμού** (full competition market)³⁶.

Το χρηματιστήριο επιτυγχάνει μία ιδιαίτερη ευελιξία και ταχύτητα διαπραγματεύσεων εξαιτίας του περιορισμού του στη σύναψη των συμφωνιών μόνο χρηματιστηριακών πράξεων και της μη επεκτάσεώς του στην εκτέλεσή τους π.χ. παράδοση τίτλων και τιμήματος.

Η αμοιβαία συμπλήρωση της εξω-χρηματιστηριακής κεφαλαιαγοράς και του χρηματιστηρίου έγκειται κατά πρώτο λόγο στο ότι από την εξω-χρηματιστηριακή κεφαλαιαγορά εξαρτάται η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων εκείνων, οι οποίες δεν μπορούν ή δεν θέλουν να προσφύγουν στο χρηματιστήριο, ή η χρηματοδότηση των μη ωρίμων επιχειρήσεων για το χρηματιστήριο³⁷. Αυτό είναι προφανές, γιατί η ανάγκη μείωσης της χρηματιστηριακής κερδοσκοπίας επιβάλλει, τόσο νομικά όσο και οικονομικά, να εισάγονται σε αυτό για διαπραγμάτευση μόνο τίτλοι επιχειρήσεων που

³⁶ Βλ. Rupert Pennant - Rea & Bill Emmott, «*The Pocket Economist*» (Ο Οικονομολόγος της Τσέπης), ο.π., σ.64^ε.

³⁷ Βλ. Α. Αρχοντάκη, *Εισαγωγή στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά*, ο.π., σ.27^ε.

παρέχουν κατά το μέγιστο δυνατό μέτρο εγγύηση ασφαλούς προοπτικής για το μέλλον.

Η εξω-χρηματιστηριακή κεφαλαιαγορά καλείται στην Ελλάδα να καλύψει τις χρηματοδοτικές ανάγκες του μεγάλου αριθμού των μικρών ελληνικών βιομηχανικών επιχειρήσεων, οι οποίες εξαιτίας του μεγέθους της ελληνικής αγοράς και των περιορισμένων εξαγωγικών δυνατοτήτων των ελληνικών βιομηχανικών επιχειρήσεων, δεν έχουν προοπτική ωρίμανσης για το χρηματιστήριο³⁸.

Η εξω-χρηματιστηριακή κεφαλαιαγορά καλείται να καλύψει τις χρηματοδοτικές ανάγκες των **νέων επιχειρήσεων** πριν την ωρίμανσή τους για το χρηματιστήριο.

Η εξω-χρηματιστηριακή κεφαλαιαγορά μπορεί να προβαίνει στην **προχρηματοδότηση των εκδόσεων μετοχών και ομολογιών** των εν λόγω επιχειρήσεων μέχρι της οριστικής χρηματοδότησής τους δια μέσου του χρηματιστηρίου, στο οποίο εισάγονται οι από τους προχρηματοδοτήσαντες την επιχείρηση αποκτηθέντες τίτλοι προς μεταπώληση και συνεπώς κάλυψη των δαπανών προχρηματοδότησης³⁹.

³⁸ Βλ. Σταύρου Β. Θωμαδάκη, «Η αναδιοργάνωση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς», ετήσια έκδοση με τη συνεργασία του περιοδικού «Επιλογή», *Οι Μηχανισμοί του Χρήματος*, Αθήνα Ιούνιος 1997, σ.72^ε.

³⁹ Βλ. Α. Αρχοντάκη, *Εισαγωγή στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά*, ο.π., σ.68^ε και 77^ε. Πρβλ. Γεωργίου Π. Παπούλια, *Χρηματοοικονομική, διοίκηση και πολιτική (financial management and policy)*, εκδ. Θεοδώρου Π. Τυρόβολα, Αθήνα 1982, σ.311^ε.

1.4. Οργάνωση, διοίκηση και εποπτεία του χρηματιστηρίου αξιών - Νομοθετικό πλαίσιο λειτουργίας του.

«Ένοχος ένοχον ου δύναται ποιείν».

Ρωμαϊκόν Δίκαιον

Οι οργανωτικές δομές για τη λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών διέπονται από διάφορους νόμους και διατάγματα. Σύμφωνα το άρθρο 18 του Νόμου 1806 (ΦΕΚ 207), το χρηματιστήριο συνίσταται με προεδρικό διάταγμα ύστερα από πρόταση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας και γνώμη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Κατόπιν καταρτίζεται ο κανονισμός του χρηματιστηρίου και καθορίζεται η άσκηση της εποπτείας σχετικά με το χρηματιστήριο, καθώς και κάθε ειδικό θέμα και αναγκαία λεπτομέρεια. Ο κανονισμός του χρηματιστηρίου τροποποιείται με απόφαση του Υπουργού, ύστερα από γνώμη του διοικητικού συμβουλίου του χρηματιστηρίου και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Οι χρηματιστηριακές εταιρίες και οι χρηματιστές μπορούν να ζητήσουν την εγγραφή τους σε περισσότερα από ένα χρηματιστήρια⁴⁰.

Το Χρηματιστήριο Αθηνών είναι Νομικό πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου. Λειτουργεί με ιδιωτικά κριτήρια αλλά βρίσκεται υπό τον έλεγχο της πολιτείας και συγκεκριμένα του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας μέσω του διορισμένου κυβερνητικού επόπτη⁴¹.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς⁴² έχει σημαντικές αρμοδιότητες. Αποφασίζει για τη διαγραφή αξιών από τους πίνακες του χρηματιστηρίου, δίνει τη σύμφωνη γνώμη της για την αναστολή διαπραγμάτευσης μετοχών,

⁴⁰ Βλ. Αγγέλου Α. Τσακλάγκανου, *Θέματα Οικονομικής των Επιχειρήσεων*, τόμος 2^{ος}, ο.π., σ.81.

⁴¹ Βλ. Γεωργίου Σ. Κώνστα, *Λεξικόν Νομικής - Το Ελληνικόν Δίκαιον και η Εφαρμογή του*, τόμος 12^{ος}, ο.π., σ.466.

⁴² Βλ. Α. Αρχοντάκη, *Εισαγωγή στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά*, ο.π., σ.28. Πρβλ. Rose Peter, *Money and Capital Markets, The Financial System in an Increasingly Global Economy*, ο.π., σ.523.

γνωμοδοτεί σε θέματα οργάνωσης και λειτουργίας του χρηματιστηρίου, παρέχει την άδεια για την έκδοση ομολόγων στις επιχειρήσεις που θέλουν, γνωμοδοτεί για την έκδοση τραπεζικών ομολόγων και για την εισαγωγή ή όχι νέων επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο.

Ως προς το οικονομικό μέρος το χρηματιστήριο έχει ίδιους πόρους που προέρχονται από τις εισφορές των επιχειρήσεων των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες σ' αυτό, καθώς και από τους συνδρομητές⁴³.

Το χρηματιστήριο είναι χώρος όπου συγκεντρώνονται, διαπραγματεύονται και ανταλλάσσονται τίτλοι που αγοράστηκαν στην πρωτογενή κεφαλαιαγορά και βρίσκονται ήδη στα χέρια του κοινού. Οι αγοραστές και πωλητές τίτλων δεν ανταλλάσσουν απευθείας μεταξύ τους, τους τίτλους στην αίθουσα του χρηματιστηρίου. Τη δουλειά αυτή κάνουν για λογαριασμό των αγοραστών - πωλητών ειδικοί υπάλληλοι, μέλη του χρηματιστηρίου. Είναι οι γνωστοί χρηματιστές (τακτικά μέλη) και αντικριστές (έκτακτα μέλη του χρηματιστηρίου), βοηθοί των χρηματιστών.

Οι **χρηματιστές** και οι **χρηματιστηριακοί εκπρόσωποι** είναι τα φυσικά πρόσωπα που δέχονται έναντι αμοιβής να διεκπεραιώσουν εντολές αγοράς και πώλησης χρεογράφων των πελατών τους. Παρά την ιδιότητα του μεσάζοντα (εμπόρου), οι χρηματιστές ασκούν δημόσιο λειτουργήμα.

Δεν είναι εύκολο να διοριστεί κάποιος χρηματιστής ή χρηματιστηριακός εκπρόσωπος. Απαιτούνται τα ακόλουθα προσόντα⁴⁴:

1. Να έχει ηλικία τουλάχιστον 25 ετών
2. Να είναι πτυχιούχος Τ.Ε.Ι ή Α.Ε.Ι.
3. Να έχει εκπληρώσει τις στρατιωτικές του υποχρεώσεις
4. Να μην έχει καταδικαστεί για αδικήματα που επηρεάζουν επικείμενο διορισμό σε θέση δημοσίου υπαλλήλου

⁴³ Βλ. Α. Αρχοντάκη, *Εισαγωγή στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά*, ο.π., σ.58^ε.

⁴⁴ Βλ. Αγγέλου Α. Τσακλάγκανου, *Θέματα Οικονομικής των Επιχειρήσεων*, τ.2^{οε}, ο.π., σ.82.

5. Να έχει ασχοληθεί επαγγελματικά με πλήρη απασχόληση για μία τριετία τουλάχιστον με χρηματιστηριακό αντικείμενο

Επιπλέον ο υποψήφιος θα υποβληθεί σε εξετάσεις και, αφού πετύχει, θα πρέπει ο διορισμός του να εγκριθεί από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς.

Σύμφωνα με την απόφαση της 65^{ης} (19.1.1990) συνεδρίασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η ύλη των εξετάσεων για τους υποψήφιους χρηματιστηριακούς εκπροσώπους περιλαμβάνει⁴⁵:

- Θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας Χρηματιστηρίων Αξιών και Κεφαλαιαγοράς
- Οδηγίες Ε.Ε. περί Χρηματιστηρίων Αξιών
- Στοιχεία Νομοθεσίας Ανωνύμων Εταιριών
- Στοιχεία Χρηματοοικονομικής

Για να εκδοθεί άδεια σύστασης Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρίας, η εταιρία που θα πρέπει να πληροί τις διατάξεις για Α.Ε., πρέπει να καταθέσει σε ειδικό λογαριασμό σε τράπεζα το μετοχικό της κεφάλαιο και να πάρει την έγκριση της επιτροπής κεφαλαιαγοράς. Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς για να είναι σίγουρη για την καταλληλότητα της εταιρίας πριν δώσει την άδεια συνεκτιμά την οργάνωση, τα τεχνικά και οικονομικά μέσα της εταιρίας, την αξιοπιστία και την πείρα των προσώπων που πρόκειται να την διοικήσουν, καθώς και την καταλληλότητα των μετοχών.

Για τις συναλλαγές της στο χρηματιστήριο η εταιρία διορίζει εκπροσώπους που ονομάζονται χρηματιστηριακοί εκπρόσωποι, οι οποίοι

⁴⁵ Βλ. Αγγέλου Α. Τσακλάγκανου, *Θέματα Οικονομικής των Επιχειρήσεων*, τ.2^{ος}, ο.π., σ.83.

πρέπει να ικανοποιούν τις προϋποθέσεις που απαιτούνται για το διορισμό χρηματιστών.

Τα αναφερόμενα προσόντα είναι μάλλον τυπικά, οι υποψήφιοι χρηματιστές και χρηματιστηριακοί εκπρόσωποι πρέπει να διαθέτουν και ουσιαστικές ικανότητες και προσόντα. Θα πρέπει να είναι γνώστες όχι μόνο της χρηματιστηριακής αγοράς αλλά να έχουν ασχοληθεί σε αυτή και να έχουν τη σχετική εμπειρία. Ο χρηματιστής πρέπει να σκέπτεται οικονομικά και να μπορεί να παρακολουθεί, να αξιολογεί, να αναλύει και να προβλέπει τις εξελίξεις. Θα πρέπει επίσης να έχει τη δυνατότητα να αναλύει με επιστημονικό τρόπο τα ειδικά στοιχεία και να συντάσσει μελέτες με το κατάλληλο υλικό, που θα βοηθήσει τους ενδιαφερόμενους να αποφασίσουν πώς θα κινηθούν στο χρηματιστηριακό χώρο.

Γενικά, θα μπορούσαμε να πούμε ότι ο χρηματιστής, ή ο χρηματιστηριακός εκπρόσωπος πρέπει να είναι πρόσωπα με επιστημονικές γνώσεις και με ακέραιο ήθος για να μπορεί ο θεσμός να λειτουργεί σωστά.

Η Ανώνυμη Χρηματιστηριακή Εταιρία πριν την έναρξη των επαγγελματικών της εργασιών πρέπει να καταβάλει και να καταθέσει σαν εγγύηση την ατομική της ημερίδα, δηλ. συμμετοχή στο συνεγγυητικό κεφάλαιο⁴⁶.

Εκτός των τακτικών μελών υπάρχουν επίσης και τα έκτακτα μέλη του χρηματιστηρίου, που είναι οι αντικριστές και που βοηθούν τους χρηματιστές στο έργο τους. Κάποτε ήταν όρθιοι γύρω από ένα κιγκλίδωμα και φώναζαν. Σήμερα κάθονται μπροστά από μία οθόνη, παίρνουν τις εντολές αγοραπωλησίας από τους χρηματιστές και τις πληκτρολογούν απλά στην κεντρική μονάδα του χρηματιστηρίου⁴⁷.

Η λειτουργία του χρηματιστηρίου ρυθμίζεται από την κείμενη νομοθεσία και πρακτική. Στην αρχή γίνεται προσδιορισμός των χρηματιστηριακών συναλλαγών, που είναι δικαιοπραξίες που συνάπτονται χρηματιστηριακά. Οι χρηματιστηριακές συναλλαγές έχουν αντικείμενο τα χρηματιστηριακά πράγματα τα οποία είναι κινητές αξίες. Κινητές αξίες είναι τίτλοι που εκδίδουν το κράτος, τράπεζες, Δημόσιοι Οργανισμοί, Ανώνυμες

⁴⁶ Βλ. Αγγέλου Α. Τσακλάγκανου, *Θέματα Οικονομικής των Επιχειρήσεων*, τ.2^{ος}, ο.π., σ.83.

⁴⁷ Βλ. Παναγιώτη Κορλιρά, «*Η διαχρονική αξία του χρήματος*», μηνιαίο περιοδικό για την Κεφαλαιαγορά «Χρήμα και Αγορά», Αθήνα σ.16.

Εταιρίες και που προσφέρουν τη δυνατότητα ρευστοποίησης των ακινητοποιηθέντων κεφαλαίων μέσω μιας νόμιμης μεταβίβασής τους.

Στο χρηματιστήριο, κινητές αξίες εννοούμε κυρίως τις μετοχές, τις ομολογίες και τα ομόλογα, τις οποίες ονομάζουμε χρεόγραφα.

Αυτές είναι:

1. Τα Ανώνυμα Δημόσια Χρεόγραφα
2. Τα Ανώνυμα Ελληνικά Χρεόγραφα κάθε Νομικού Προσώπου Δημοσίου Δικαίου
3. Οι Μετοχές και οι Ομολογίες Ελληνικών Α.Ε. με μετοχικό κεφάλαιο τουλάχιστον 500.000.00
4. Οι Μετοχές και οι Ομολογίες Α.Ε. κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις
5. Τα Τραπεζικά Ομόλογα
6. Τα Έντοκα Γραμμάτια Δημοσίου

Το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου που προβλέπεται από το Νόμο 1892/21.7.1990⁴⁸ είναι εννεαμελές και αποτελείται από δύο εκπροσώπους των μελών του Χρηματιστηρίου, από ένα εκπρόσωπο των εισηγμένων στο χρηματιστήριο Εταιριών, έναν εκπρόσωπο των εργαζομένων στο χρηματιστήριο, έναν εκπρόσωπο των Εταιριών Επενδύσεων και των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, έναν εκπρόσωπο της Τράπεζας της Ελλάδος και τρία μέλη με ειδικές γνώσεις και πείρα σε θέματα κεφαλαιαγοράς, που προτείνονται από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας.

⁴⁸ Βλ. Γεωργίου Σ. Κώνστα, *Λεξικόν Νομικής - Το Ελληνικόν Δίκαιον και η Εφαρμογή του*, τ.12^{ος}, ο.π., σ.466.

Η οργάνωση του χρηματιστηρίου αφορά κυρίως το ελληνικό χρηματιστήριο. Στην γενική τους μορφή τα χρηματιστήρια, ανάλογα με τον τρόπο οργάνωσης και τα πρότυπα που ακολουθούν, διακρίνονται σε τρεις κατηγορίες⁴⁹:

- **Τα Δημόσια Χρηματιστήρια ή Χρηματιστήρια Νομικά Πρόσωπα Δημοσίου Δικαίου.** Αντιγράφουν το γαλλικό μοντέλο που δημιουργήθηκε για πρώτη φορά από τον Μ. Ναπολέοντα. Ελέγχονται από το κράτος, το οποίο ορίζει τους χρηματιστές σαν τους μοναδικούς διαπραγματευτές των τίτλων και εκτελεστές για λογαριασμό όλων των οικονομικών μονάδων των χρηματιστηριακών πράξεων. Στην κατηγορία αυτή ανήκει το Χρηματιστήριο του Παρισιού, το Ελληνικό Χρηματιστήριο, το Χρηματιστήριο του Βελγίου, το Χρηματιστήριο της Ιταλίας, της Ισπανίας καθώς και μερικά των γαλλόφωνων χωρών της Αφρικής ή χωρών της Ν. Αμερικής.
- **Τα Ιδιωτικά Χρηματιστήρια ή Χρηματιστήρια Νομικά Πρόσωπα Ιδιωτικού Δικαίου.** Είναι οργανωμένα ελεύθερα (μη κρατική ίδρυση, λειτουργία, έλεγχος) και σύμφωνα με τους κανόνες που διέπουν τις ιδιωτικές επιχειρήσεις. Σε κανέναν δεν ανατίθεται ο ρόλος του μονοπωλίου της διαπραγμάτευσης των τίτλων, δουλειά την οποία μπορεί να κάνει ο καθένας. Τέτοιας μορφής Χρηματιστήρια είναι όλα τα αγγλοσαξωνικά: ΗΠΑ και Καναδά, City του Λονδίνου, Ιαπωνίας, Ν. Αφρικής, Αυστραλίας.
- **Το Χρηματιστήριο των τραπεζιτών.** Είναι το Χρηματιστήριο στο οποίο συμμετέχουν κατά κύριο λόγο οι Τράπεζες. Κάποια θέση αφήνεται και στους μεσίτες

⁴⁹ Βλ. Αγγέλου Α. Τσακλάγκανου, *Θέματα Οικονομικής των Επιχειρήσεων*, τ.2^{ος}, ο.π., σ.84^ε.

μετοχών (dealers), οι οποίοι σε συνεργασία με τις τράπεζες πραγματοποιούν όλες τις συναλλαγές τίτλων. Είναι το γερμανικό μοντέλο. Χρηματιστήρια εμπνευσμένα από αυτά είναι της Γερμανίας, της Αυστρίας, της Ελβετίας, των Σκανδιναβικών χωρών και σε κάποιο βαθμό του Άμστερνταμ και της Δανίας⁵⁰.

Όσον αφορά στο νομοθετικό πλαίσιο της λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, οι κυριότεροι νόμοι που το διέπουν είναι οι εξής⁵¹:

1. Νόμος της 3.9.1876. Ίδρυση του Χ.Α.Α.
2. Νόμος 3632/17.7.1928. Βασικοί κανόνες λειτουργίας του Χ.Α.Α.
3. Νόμος 1806/20.9.1988. Τροποποίηση της νομοθεσίας για τα Χρηματιστήρια Αξιών. Εισάγεται ο θεσμός της Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρίας καθώς και ο θεσμός του κεντρικού αποθετηρίου τίτλων στο Χρηματιστήριο. Ιδρύεται η Παράλληλη Αγορά στο Χ.Α.Α.
4. Νόμος 1892/31.7.1990. Σύσταση Ανώνυμης Εταιρίας Αποθετηρίων Τίτλων. Διεύρυνση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χ.Α.Α.
5. Νόμος 1914/7.12.1990. Ορίζεται ότι η εκκαθάριση των συναλλαγών γίνεται σε δύο εργάσιμες ημέρες.
6. Νόμος 1969/30.10.1991. Ρυθμίζονται θέματα σχετικά με τη διάρθρωση και λειτουργία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου. Εισάγονται διατάξεις με

⁵⁰ Βλ. Αγγέλου Α. Τσακλάγκανου, *Θέματα Οικονομικής των Επιχειρήσεων*, τ.2^{ος}, ο.π., σ.84^ε.

⁵¹ Βλ. Γεωργίου Σ. Κώνστα, *Λεξικόν Νομικής - Το Ελληνικόν Δίκαιον και η Εφαρμογή του*, τ.12^{ος}, ο.π., σ.466.

σκοπό τον εκσυγχρονισμό και την εξυγίανση της Κεφαλαιαγοράς. Ο ρόλος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αναβαθμίζεται ώστε να συμβάλλει περισσότερο στην προστασία του επενδυτικού κοινού και την επίτευξη διαφάνειας στις συναλλαγές.

7. Νόμος 2166/24.8.1993. Αλλαγή θεσμικού πλαισίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Η Εποπτεία του Χρηματιστηρίου και των μελών του καθώς και η προστασία των επενδυτών ασκείται από το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας μέσω⁵²:

- α. Της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και
- β. Της Διεύθυνσης Δημοσιονομικών και Πιστωτικών Υποθέσεων, Τμήμα Χρηματιστηρίων Αξιών.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι μία ανεξάρτητη διοικητική αρχή που ιδρύθηκε το 1967, αλλά οι αρμοδιότητες και η μορφή λειτουργίας της διευρύνθηκαν σημαντικά με τους νόμους 1969/91 και 2166/93.

Η βασική της αποστολή είναι η εποπτεία του Χρηματιστηρίου, των χρηματιστηριακών εταιριών, των εταιριών επενδύσεων, των αμοιβαίων κεφαλαίων, των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών και γενικά η εξασφάλιση της ομαλής λειτουργίας της αγοράς.

Οι αρμοδιότητές της, σύμφωνα με το νόμο, είναι αποφασιστικές, γνωμοδοτικές και ελεγκτικές. Δικαιούται επίσης να επιβάλλει αυστηρά πρόστιμα σε όσους παραβαίνουν τη χρηματιστηριακή νομοθεσία.

Το Τμήμα Εποπτείας Χρηματιστηρίων με επικεφαλής τον Κυβερνητικό Επόπτη, έχει αρμοδιότητα να παρακολουθεί την καθημερινή νόμιμη διεξαγωγή των χρηματιστηριακών συναλλαγών στο χώρο του Χρηματιστηρίου και να ασκεί οποιοδήποτε έλεγχο κρίνει

⁵² Βλ. Αγγέλου Α. Τσακλάγκανου, *Θέματα Οικονομικής των Επιχειρήσεων*, τ.2^{ος}, ο.π., σ.85.

σκόπιμο στα μέλη του Χρηματιστηρίου για την προστασία του επενδυτικού κοινού και του Χρηματιστηρίου γενικότερα⁵³.

⁵³ Βλ. Αγγέλου Α. Τσακλάγκανου, *Θέματα Οικονομικής των Επιχειρήσεων*, τ.2^{ος}, ο.π., σ.85.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

ΤΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

*«Δει δη χρημάτων και άνευ τούτων,
ουδέν εστί γενέσθαι των δεόντων»*
Δημοσθένης

2.1. Έννοια και ιστορική αναδρομή των παραγώγων

Στη συνέχεια θα αναλύσουμε την έννοια των παραγώγων όπως επίσης θα παρακολουθήσουμε και την ιστορική τους διαδρομή μέσα στον χρόνο. Οι διαφορές, χρονικές και ουσιαστικές, μεταξύ της ελληνικής αγοράς και της ευρωπαϊκής αλλά και κυρίως της αμερικάνικης, μπορούν να δώσουν την ευκαιρία σε αυτόν που παρακολουθεί τον συγκεκριμένο χώρο – χρηματιστήριο και τις γενικότερες οικονομικές συνθήκες και συγκυρίες να χρησιμοποιήσει τις γνώσεις του για περαιτέρω έρευνες και εμβάθυνση στη συμπεριφορά των παραγώγων⁵⁴.

⁵⁴ Βλ. Μάγδας Ν. Νικήτα, *Παράγωγα και Θέσεις, FTSE/ASE, UTILITIES, TIMING, UNITIES, RATINGS, EXPECTATIONS, STOCKS*, εκδ. Γρηγόρη, Αθήνα 2003, σ.5. Πρβλ. Στάθη Ποταμίτη, *Χρηματιστηριακή Αγορά Παραγώγων και άλλες διατάξεις*, εκδ. ΧΚΘ, Θεσσαλονίκη 1998, σ.3^ε.

2.1.1. Έννοια των παραγώγων

«Οι μεγάλες επιτυχίες είναι ένα τοις εκατόν έμπνευση, τύχη και αγωνία και ενενήκοντα εννέα τοις εκατόν ιδρώτας»

Αδαμάντιος Κοραΐης

Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα (derivative instruments)⁵⁵ ονομάζονται έτσι, επειδή δεν αποτελούν ουσιαστικά μία νέα κατηγορία χρηματοοικονομικών προϊόντων, αλλά «παράγονται» από κάποια άλλα⁵⁶.

Τα παράγωγα είναι δηλαδή χρηματοοικονομικά μέσα (περιουσιακά στοιχεία), το ύψος της απόδοσης των οποίων εξαρτάται από την εξέλιξη της τιμής ενός άλλου μέσου το οποίο καλείται υποκείμενο (underlying instrument). Το υποκείμενο μέσο ενός παραγώγου μέσου μπορεί να είναι⁵⁷:

- ◆ **είτε πραγματικό** (π.χ. αγροτικά προϊόντα, μεταλλεύματα, συνάλλαγμα, ομολογίες, μετοχές)
- ◆ **είτε πλασματικό** (π.χ. το επιτόκιο μίας τραπεζικής κατάθεσης, ένας δείκτης μετοχών ή ένα άλλο παράγωγο μέσο)

⁵⁵ Βλ. Richard Maturi, *Wall Street Words - From annuities to zero coupon bonds*, Probus Publishing, USA Chicago Illinois 1995, σ.85[€]. Βλ. Μάγδας Ν. Νικήτα, *Παράγωγα και Θέσεις*, ο.π., σ.7[€].

⁵⁶ Βλ. Ιωάννη Κυριακόπουλου, *Εισαγωγή στα παράγωγα προϊόντα*, Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε., Διεύθυνση Ανάπτυξης Προσωπικού, εκδ. Έντυπο Α.Ε., Αθήνα 1997, σ.3.

⁵⁷ Βλ. E. Fama, «*Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*», *Journal of Finance*, USA ²⁵1970, σ.383[€]. Πρβλ. D. Skinner, *Option markets and stock return volatility*, *Journal of Financial Economics*, USA ¹³1989, σ.61.

Στην πρώτη περίπτωση γίνεται λόγος για παράγωγα μέσα «σε συγκεκριμένη βάση»⁵⁸, ενώ στη δεύτερη για παράγωγα μέσα σε «αφηρημένη βάση»⁵⁹.

Στην έννοια των «παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων» εμπίπτει εκείνο το υποσύνολο των παραγώγων μέσων, των οποίων υποκείμενο μέσο είναι⁶⁰:

- ◆ ένα πρωτογενές χρηματοπιστωτικό μέσο
- ◆ συνάλλαγμα
- ◆ τα επιτόκια τραπεζικών καταθέσεων
- ◆ ένας δείκτης μετοχών
- ◆ ένα άλλο παράγωγο χρηματοπιστωτικό μέσο

Συνεπώς, εξαιρούνται τα παράγωγα μέσα επί εμπορευμάτων, υποκείμενο μέσο των οποίων είναι μεταλλεύματα και αγροτικά προϊόντα (commodities derivatives)⁶¹.

Με την ολοκλήρωση της απελευθέρωσης της κίνησης κεφαλαίων που πραγματοποιήθηκε τον Μάιο του 1994⁶² και την κατάργηση και των βραχυχρόνιων συναλλαγματικών περιορισμών, άρχισαν να αναπτύσσονται και στην Ελλάδα τα παράγωγα χρηματοοικονομικά εργαλεία.

⁵⁸ Στην γερμανική ορολογία: «Derivative auf konkreter Basis». Βλ. Χρήστου Γκόρτσου, *Συναλλαγές σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα: πτυχές του Θεσμικού πλαισίου*, σημειώσεις από σεμινάριο του Εκπαιδευτικού Κέντρου της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Αύγουστος 1997, σ.5.

⁵⁹ Στην γερμανική ορολογία: «Derivative auf abstrakter Basis». Βλ. Χρήστου Γκόρτσου, *Συναλλαγές σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα: πτυχές του Θεσμικού πλαισίου*, ο.π., σ.5.

⁶⁰ Βλ. Todd E. Petzel, *Financial Futures and Options - A Guide to Markets, Applications, and Strategies*, Quorum Books New York - Westport, Connecticut, London, σ.64.

⁶¹ Βλ. *Electronic Bulls and Bears, U.S. Securities Markets and Information Technology*, Office of Technology Assessment, Congress of the United States, σ.71.

⁶² Π.Δ. 104/94

Τα εργαλεία αυτά καθιερώθηκαν το 1993⁶³ αλλά ο περιορισμός σε μακροπρόθεσμη κίνηση κεφαλαίων δεν επέτρεψε την ουσιαστική χρήση τους.

⁶³ Π.Δ. 96/93

2.1.2. Αναδρομή στην ιστορία των παραγώγων

«Πλεονεξία μέγιστον ανθρώποις
κακόν»

Διογένους Λαυρεντίου⁶⁴

Η ανάπτυξη των αγορών των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων είναι δίχως αμφιβολία ένα από τα πιο σημαντικά γεγονότα των τελευταίων 30 χρόνων στις χρηματοοικονομικές αγορές. Τα παράγωγα αποτελούν χρηματοοικονομικές καινοτομίες με ιδιαίτερη σημασία επειδή δίνουν τη δυνατότητα στους επενδυτές αφενός να διαχειρίζονται κινδύνους και αφετέρου να συνθέτουν νέα προϊόντα.

Τα πρώτα είδη παραγώγων χρονολογούνται από την αρχαιότητα. Στην εποχή των Βαβυλωνίων ο κώδικας του Χαμουραμπί είχε θεσμοθετήσει την πρακτική των μελλοντικών συμβολαίων, όπου ένας έμπορος μπορούσε να δανειστεί μία ορισμένη ποσότητα χρυσού για να πληρώσει την αγορά σιταριού πριν από τη συγκομιδή του. Αν το σιτάρι ανέβαινε στην τιμή μετά τη συγκομιδή, ο έμπορος θα κέρδιζε, αφού θα αποπλήρωνε το δάνειο έχοντας περισσότερα έσοδα από την πώλησή του. Ο κώδικας μάλιστα, προέβλεπε ότι το μελλοντικό συμβόλαιο θα έπρεπε να ήταν δεόντως υπογεγραμμένο και από τα δύο μέρη, και κανείς δεν θα μπορούσε να υπαναχωρήσει⁶⁵.

⁶⁴ Διογένους Λαυρεντίου, *Διογένης*, στιχ. 41, 6-7.

⁶⁵ Βλ. Ιωάννη Κυριακόπουλου, *Εισαγωγή στα παράγωγα προϊόντα*, ο.π., σ.4. Βλ. Σ. Χουκ, *Μυθολογία της Μέσης Ανατολής*, εκδ. Αρίων, Αθήναι χ.χ., σ.74. Βλ. Μάγδας Ν. Νικήτα, *Παράγωγα και Θέσεις, FTSE/ASE, UTILITIES, TIMING, UNITIES, RATINGS, EXPECTATIONS, STOCKS*, ο.π., σ.13.

Αλλά και σε κείμενα των αρχαίων Ελλήνων αναφέρονται προθεσμιακές συναλλαγές. Συγκεκριμένα:

«Λέγεται λοιπόν ότι επειδή ωνειδίζον αυτόν (τον Θαλή τον Μιλήσιο) δια την πενία του ισχυριζόμενοι ότι είναι ανωφελής η φιλοσοφία, προμαντεύσας, κατά την διάρκεια έτι του χειμώνος δια της αστρολογίας ότι η εσοδεία των ελαιών θα ήτο μεγάλη, επρομηθεύθη χρήματα και καταβαλών εις τους ιδιοκτήτας των ελαιοτριβείων μικρά τινά ποσά ως αρραβώνας ενοικίασε αντί μικρού μισθώματος, ως ουδενός υπερθεματίζοντος, πάντα τα εν Μιλήτω και Χίω ελαιοτριβεία` ότε δε ήλθεν ο καιρός της τριβής των ελαιών και πολλοί εζήτουν ταυτοχρόνως και βιαστικά να ενοικιάσουν ελαιοτριβεία, υπενοικίαζεν ο Θαλής αντί όσου μισθώματος ήθελε, και ούτω πολλά χρήματα συλλέξας απέδειξεν εις τους ονειδίζοντας ότι εύκολον είναι εις τους φιλοσόφους να πλουτίσουν εάν θέλουν, αλλά δεν είναι τούτο το αντικείμενον των μελετών αυτών»⁶⁶.

Η σύγχρονη ιστορία οργανωμένων αγορών παραγώγων ξεκινά τον 19^ο αιώνα. Ωστόσο οι πρώτες διαπραγματεύσεις δικαιωμάτων είναι γνωστό ότι έχουν γίνει στις αρχές του 17^{ου} αιώνα από τους Ολλανδούς καλλιεργητές τουλίπας που αγόραζαν δικαιώματα πώλησης για να προστατεύσουν τα έσοδά τους από την πιθανή πτώση τιμών της τουλίπας, ενώ αναφέρεται επίσης η εκ των προτέρων πώληση Ιαπωνικού ρυζιού τον 16^ο αιώνα⁶⁷.

Τα χρηματιστήρια εμπορευμάτων⁶⁸ αρχικά αναπτύχθηκαν με κύριο στόχο τη διευκόλυνση συναλλαγών σε εμπορεύματα βασικής διατροφής, όπως δημητριακά, ρύζι και ζωικά προϊόντα. Στη συνέχεια βελτίωσαν τον τρόπο λειτουργίας τους και διεύρυναν τον αριθμό των προϊόντων με αποτέλεσμα να αποτελέσουν σημαντικές αγορές διακίνησης προϊόντων και μηχανισμούς διαχείρισης κινδύνων που απορρέουν από τη χρήση των προϊόντων αυτών στην παραγωγική διαδικασία.

Στο Chicago Board of Trade (CBOT) που ιδρύθηκε το 1848 και στο οποίο γινόταν διαπραγμάτευση καλαμποκιού και σιταριού για άμεση και

⁶⁶ Αριστοτέλους, *Πολιτικά*, Βιβλίο Ι, κεφ. ΙV, παρ. 5.

⁶⁷ Βλ. Ιωάννη Κυριακόπουλου, *Εισαγωγή στα παράγωγα προϊόντα*, ο.π., σ.5. Βλ. F. Guirand, *Παγκόσμιος Μυθολογία – Ιαπωνική Μυθολογία*, τ.2^{ος}, μετάφραση Ν. Τετενέ, εκδ. Χρίστου Φ. Γιοβάνη, Αθήναι, σ.574^ε.

⁶⁸ Βλ. F. Taylor, *Mastering Derivatives Markets*, Financial Times market editions, Pitman Publishing, London 1996, σ.221^ε.

μελλοντική παραλαβή, μπορούμε να πούμε ότι πρωτοεμφανίζονται οι αγορές παραγώγων με τη μορφή που γνωρίζουμε σήμερα.

Η ραγδαία ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών παραγώγων ξεκίνησε στη δεκαετία του 1970, μία δεκαετία που χαρακτηρίστηκε από έντονη διακύμανση των επιτοκίων, του πληθωρισμού και με την κατάργηση του διεθνούς συστήματος Bretton Woods, των συναλλαγματικών ισοτιμιών σε παγκόσμιο επίπεδο. Η εισαγωγή χρηματοοικονομικών προθεσμιακών συμβολαίων έγινε το 1973 με υποκείμενο τίτλο «ξένα συναλλάγματα από το Chicago Mercantile Exchange» (C.M.E). Επίσης το 1973 το Chicago Board Options Exchange (C.B.O.E) προσέφερε συμβόλαια δικαιωμάτων αγοράς και πώλησης μετοχών⁶⁹.

Η πληθώρα των χρηματοπιστωτικών τίτλων που είναι αντικείμενο συναλλαγών στην ευρύτερη κεφαλαιαγορά καθώς και οι ανάγκες των θεσμικών επενδυτών να διαχειριστούν ένα πλήθος χαρτοφυλακίων, οδήγησε στην εισαγωγή παραγώγων τόσο στα χρηματιστήρια εμπορευμάτων, όσο και στα χρηματιστήρια αξιών⁷⁰.

Συγκεκριμένα το 1983 άρχισαν να γίνονται στο CBOE αντικείμενο διαπραγμάτευσης δικαιώματα αγοραπωλησίας χρηματιστηριακών δεικτών με την εισαγωγή του δείκτη Standard and Poor's (S&P) 100 Index. Περαιτέρω, δικαιώματα αγοραπωλησίας εισήχθησαν όπου το υποκείμενο εμπόρευμα δεν ήταν κοινές μετοχές αλλά διαδεδομένα εμπορεύματα όπως ο χρυσός και το πετρέλαιο, καθώς επίσης και ξένα συναλλάγματα.

⁶⁹ Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, είναι συμφωνία αγοράς ή πώλησης του υποκείμενου αγαθού ή τίτλου σε καθορισμένη τιμή και σε καθορισμένη μελλοντική ημερομηνία. Προκαθορίζεται μία τιμή για μελλοντική συναλλαγή ανεξάρτητα της τιμής που θα έχει το αγαθό ή ο τίτλος. Ο πωλητής του συμβολαίου συμφωνεί να παραδώσει το υποκείμενο αγαθό ή τίτλο σε μία μελλοντική ημερομηνία (χρόνος εκπλήρωσης) και προκαθορισμένη τιμή. Ο αγοραστής του συμβολαίου αναλαμβάνει την υποχρέωση να παραλάβει το υποκείμενο αγαθό ή τίτλο στην προκαθορισμένη τιμή. Οι τιμές στις οποίες συμφωνούνται μελλοντικές συναλλαγές χαρακτηρίζονται προθεσμιακές τιμές (forward). Οι τιμές που ισχύουν σήμερα για την ίδια τη συναλλαγή χαρακτηρίζονται τρέχουσες τιμές (spot). Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι τυποποιημένα συμβόλαια που καθορίζουν την πληρωμή και παράδοση ενός συγκεκριμένου προϊόντος μέσω ενός κεντρικού εκκαθαριστικού οίκου (Clearing House). Η τυποποίηση σε μέγεθος, αξία, ημερομηνία παράδοσης καθώς και η ύπαρξη κεντρικού εκκαθαριστικού οίκου τα κάνει αντικείμενο συναλλαγών κατά τη διάρκεια της ζωής τους. Ο ρόλος του εκκαθαριστικού οίκου είναι να παρεμβαίνει μεταξύ αγοραστή και πωλητή και να εγγυάται την εκπλήρωση του συμβολαίου. Έτσι εξαλείφει τον πιστωτικό κίνδυνο (Credit Risk). Βλ. Μάγδας Ν. Νικήτα, *Παράγωγα και Θέσεις, FTSE/ASE, UTILITIES, TIMING, UNITIES, RATINGS, EXPECTATIONS, STOCKS*, ο.π., σ.17.

⁷⁰ Βλ. Ιωάννη Κυριακόπουλου, *Εισαγωγή στα παράγωγα προϊόντα*, ο.π., σ.6. Βλ. Μάγδας Ν. Νικήτα, *Παράγωγα και Θέσεις, FTSE/ASE, UTILITIES, TIMING, UNITIES, RATINGS, EXPECTATIONS, STOCKS*, ο.π., σ.201^ε.

Εισήχθησαν επίσης προθεσμιακά συμβόλαια αγοραπωλησίας σε χρηματοπιστωτικούς τίτλους, όπως είναι τα Ομόλογα Δημοσίου των ΗΠΑ μακράς (US Treasury Bonds), μεσαίας (US Treasury Notes) και βραχείας διάρκειας (US Treasury Bills)⁷¹.

Σήμερα υπάρχουν αγορές για προθεσμιακά συμβόλαια και δικαιώματα σε επιτόκια, συνάλλαγμα, δείκτες μετοχών κ.α. Εκτός των Η.Π.Α., αγορές παραγώγων με εύρος και βάθος αναπτύχθηκαν σε πολλές χώρες, όπως στην Αγγλία, την Ιαπωνία και τη Σιγκαπούρη.

Ειδικότερα, από τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η Ελλάδα και το Λουξεμβούργο είναι οι μόνες χώρες χωρίς επίσημα οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά παραγώγων.

Παρόλο που στη χώρα μας δεν υπάρχουν ακόμη οργανωμένες αγορές παραγώγων, οι διεθνείς πολιτικές και οικονομικές εξελίξεις υποδηλώνουν ότι στο άμεσο μέλλον θα υπάρξει ευρεία χρήση των αγορών αυτών. Αυτό οφείλεται κυρίως στην άρση των περιορισμών, στη διακίνηση εμπορευμάτων, κεφαλαίων και γενικά της οικονομικής δραστηριότητας που επιτυγχάνεται στα πλαίσια της Ενωμένης Ευρώπης αλλά και στην αλλαγή των πολιτικών συνθηκών στην Ανατολική Ευρώπη και τα Βαλκάνια. Οι εξελίξεις αυτές οδηγούν αναπόφευκτα στην περαιτέρω αύξηση του ανταγωνισμού.

Έτσι δημιουργείται η καθολική απαίτηση όλες οι μονάδες οικονομικής δραστηριότητας να επιτυγχάνουν τη μεγαλύτερη απόδοση για το επίπεδο κινδύνου που λειτουργούν.

Για τις περισσότερες επιχειρήσεις, η χρήση προθεσμιακών συμβολαίων ή δικαιωμάτων είναι απαραίτητη για τη μείωση του επιχειρηματικού κόστους και την επίτευξη ικανοποιητικής απόδοσης.

Οι προθεσμιακές αγορές επιτρέπουν στους παραγωγούς πρώτων υλών, τους μεταποιητές και χρήστες, τους εμπόρους και διαμετακομιστές, τις τράπεζες και τα άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και εταιρίες, να

⁷¹ Βλ. Αντώνη Αρχοντάκη, *Διεθνής Ορολογία στις Αγορές Κεφαλαίου και Χρήματος (Capital & Money Market Terminology)*, έκδοση της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος Α.Ε., Υποδιεύθυνση Εκπαίδευσης, σ.4^ε.

διαχειριστούν τον κίνδυνο από τη μεταβολή τιμών, επιτοκίων και συναλλαγματικών ισοτιμιών⁷².

Η δραστηριοποίηση σε παράγωγα προϊόντα έχει μεγάλα περιθώρια ανάπτυξης και στην ελληνική αγορά, δεδομένου ότι τα προϊόντα αυτά είναι ιδιαίτερα ελκυστικά τόσο για τους επενδυτές, όσο και για τους δανειολήπτες, καθώς διευρύνουν το πεδίο επιλογών τους και τους παρέχουν προστασία (αντιστάθμιση - hedging) από κινδύνους απρόβλεπτων μεταβολών των επιτοκίων και των συναλλαγματικών ισοτιμιών ή και δυνατότητα κερδοσκοπίας (speculation)⁷³.

⁷² Βλ. Ιωάννη Κυριακόπουλου, *Εισαγωγή στα παράγωγα προϊόντα*, ο.π., σ.7. Βλ. Μάγδας Ν. Νικήτα, *Παράγωγα και Θέσεις, FTSE/ASE, UTILITIES, TIMING, UNITIES, RATINGS, EXPECTATIONS, STOCKS*, ο.π., σ.13.

⁷³ Βλ. G. Gemmill, *Political risk and market efficiency: stock and options markets in the 1987 election*, *Journal of Banking and Finance*, edition 16th, σ.211^ε.

2.2. Είδη χρηματοοικονομικών παραγώγων

«Παπαί Μαρδόνιε, κοίους επ’
 άνδρας ήγαγες μαχησόμενους
 ημέας, οι ου περί χρημάτων τον
 αγώνα ποιούνται αλλά περί αρετής!»
 Ηρόδοτος⁷⁴

Τα παράγωγα, όπως αναφέραμε προηγουμένως, είναι χρηματοπιστωτικά μέσα που η αξία τους εξαρτάται από την αξία ενός ή περισσότερων άλλων χρηματοπιστωτικών μέσων, που ονομάζονται υποθέματα (underlying instruments), όπως μετοχές, ομολογίες, συνάλλαγμα, ένα άλλο παράγωγο ή ακόμη και χρηματιστηριακοί δείκτες.

Κάθε συναλλαγή σε παράγωγο μπορεί να ενταχθεί σε δύο βασικές κατηγορίες:

1. Τα παράγωγα που βασίζονται σε προθεσμιακές συναλλαγές (forward - based derivatives) και περιλαμβάνουν προθεσμιακά συμβόλαια διαπραγματεύσιμα στο χρηματιστήριο (exchange traded futures), εξω-χρηματιστηριακές προθεσμιακές συμφωνίες (forward contracts) και συμφωνίες ανταλλαγής (swaps)⁷⁵

⁷⁴ Ηρόδοτου Αλικαρνασέως, *Ιστορία*, τ.1^{ος}, στιχ. 73. Πρβλ. Ηρόδοτου Αλικαρνασέως, *Ιστορία*, μετάφραση Β. Τάσου, τ.1^{ος}, σειρά: «Βιβλιοθήκη των Ελλήνων», εκδ. Ελληνικός Εκδοτικός Οργανισμός, Αθήναι χ.χ., σ.42.

⁷⁵ Το swap, που αποδίδεται στην ελληνική γλώσσα ως «Ανταλλαγή», είναι η συμφωνία δύο ή περισσότερων συναλλασσομένων μερών να ανταλλάξουν υποχρεώσεις πληρωμών ή δικαιώματα είσπραξης, ορισμένου ποσού και διάρκειας, στο ίδιο ή και σε διαφορετικά νομίσματα. Η ανταλλαγή αυτή έχει σκοπό την αποκόμιση αμοιβαίου κέρδους, την προστασία από τον κίνδυνο μεταβολής των συναλλαγματικών ισοτιμιών (συναλλαγματικό κίνδυνο) και την προστασία από τον κίνδυνο μεταβολής των επιτοκίων. Αυτά επιτυγχάνονται χάρη στην αξιοποίηση των συγκριτικών πλεονεκτημάτων που έχουν οι συμβαλλόμενοι στις διάφορες

2. Τα παράγωγα που βασίζονται στην προαιρετική άσκηση δικαιώματος (option - based derivatives)⁷⁶. Ορισμένα από αυτά είναι διαπραγματεύσιμα τόσο στο χρηματιστήριο όσο και εκτός χρηματιστηρίου όπως π.χ. τα δικαιώματα προαίρεσης επί επιτοκίου (interest rate options) και επί συναλλάγματος (currency options) caps, floors, collars, swaptions, barrier options, exotic options⁷⁷ κ.α.

αγορές. Καταρχήν όλες οι μορφές ανταλλαγών μπορούν να ταξινομηθούν σε δύο βασικές κατηγορίες και συγκεκριμένα: 1. Στα ASSET SWAPS, δηλαδή την ανταλλαγή απαιτήσεων (στοιχείων ενεργητικού) των συναλλασσομένων πλευρών, π.χ. δύο τράπεζες ανταλλάσσουν δανειακές απαιτήσεις τους έναντι πελατών τους. 2. Στα LIABILITY SWAPS, δηλαδή στην ανταλλαγή υποχρεώσεων (στοιχεία παθητικού), π.χ. δύο επιχειρήσεις ανταλλάσσουν δανειακές υποχρεώσεις τους έναντι των τραπεζών. Βλ. Δημήτρη Γ. Παυλάκη, *Τραπεζικό Μάρκετινγκ*, ο.π., σ.119. Βλ. C. Smithson, *A LEGO approach to financial engineering: an introduction to forwards, futures, swaps and options*, Midland Bank Corporate Finance Journal, edition 4th, σ.16^ε. Βλ. Μάγδας Ν. Νικήτα, *Παράγωγα και Θέσεις, FTSE/ASE, UTILITIES, TIMING, UNITIES, RATINGS, EXPECTATIONS, STOCKS*, ο.π., σ.20.

⁷⁶Το συμβόλαιο δικαιωμάτων είναι ένα συμβόλαιο που δίνει στον κάτοχο το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση να αγοράσει ή να πουλήσει μία συγκεκριμένη ποσότητα αγαθού, τίτλου ή αξίας σε μία προσυμφωνημένη τιμή και μετά από κάποιο προκαθορισμένο χρονικό διάστημα ή κατά τη διάρκεια του διαστήματος αυτού. Το αντικείμενο της αγοράς ή πώλησης μπορεί να είναι: α. Αναλώσιμο προϊόν (καφές, σιτάρι κλπ) β. Πολύτιμα μέταλλα (χρυσός, ασήμι κλπ) γ. Αξιόγραφα (μετοχές) δ. Χρεόγραφα (ομολογίες) ε. Δείκτες (FTSE/ASE-20) στ. Νόμισμα. Η απόκτηση του δικαιώματος αγοράς ή (πώλησης) ενός τίτλου σημαίνει αυτόματα υποχρέωση του αντισυμβαλλόμενου μέρους να πουλήσει ή (να αγοράσει) τον τίτλο αυτό όταν ο δικαιούχος του option το ζητήσει. Ο κάτοχος ενός option προβαίνει στην αγορά, ενώ ο αντισυμβαλλόμενος είναι ο πωλητής. Ο αγοραστής καταβάλλει στον πωλητή του option ένα ποσό, το premium το οποίο είναι μικρό ποσοστό της αξίας του option. Η προκαθορισμένη τιμή αγοράς ή πώλησης της συγκεκριμένης ποσότητας αγαθού, τίτλου ή αξίας ονομάζεται τιμή εξάσκησης (strike ή exercise price). Βλ. Μάγδας Ν. Νικήτα, *Παράγωγα και Θέσεις, FTSE/ASE, UTILITIES, TIMING, UNITIES, RATINGS, EXPECTATIONS, STOCKS*, ο.π., σ.39.

⁷⁷ Βλ. Gordon Gemmill, *Options pricing - An international perspective*, Mc Graw - Hill Book Company, England 1993, σ.256^ε. Πρβλ. Μ. Ξανθάκη και Σ. Θωμαδάκη, *Αγορές χρήματος και Κεφαλαίου*, εκδ. Σάκκουλα και Ε.Ε.Τ., Αθήνα 1990, σ.25^ε.

2.2.1. Παράγωγα που βασίζονται σε προθεσμιακές συναλλαγές

«Η σπατάλη του πλούτου επανορθώνεται, της υγείας σπάνια και του χρόνου ποτέ»

Γκαίτε

Προθεσμιακές Συμφωνίες

Στις **προθεσμιακές συμφωνίες (forward contracts)** ο ένας συμβαλλόμενος αναλαμβάνει την υποχρέωση να αγοράσει (ή να πουλήσει) και ο αντισυμβαλλόμενος να πουλήσει (ή να αγοράσει) ορισμένη ποσότητα ενός υποθέματος σε μελλοντική ημερομηνία αλλά σε τιμή προκαθορισμένη κατά την ημερομηνία κατάρτισης της σύμβασης. Ο αγοραστής κατέχει θετική θέση (long position) και ο πωλητής αρνητική θέση (short position). Κέρδη από θετικές (αρνητικές) θέσεις πραγματοποιούνται εάν η αγοραία τιμή (cash price) του υποθέματος στη λήξη της συμφωνίας είναι μεγαλύτερη (μικρότερη) από την τιμή που συμφωνήθηκε στην προθεσμιακή σύμβαση⁷⁸.

Προθεσμιακά Συμβόλαια (Futures)

Τα προθεσμιακά συμβόλαια (Futures)⁷⁹ είναι τυποποιημένα συμβόλαια που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο. Η παράδοση του

⁷⁸ Βλ. Αντώνη Αρχοντάκη, *Διεθνής Ορολογία στις Αγορές Κεφαλαίου και Χρήματος (Capital & Money Market Terminology)*, εκδ. Έντυπο, Αθήνα 1999, σ.15.

⁷⁹ Βλ. Στεφάνου Ν. Κοτζαμάνη, *Ο κόσμος των επενδύσεων*, τ.2^{ος}, εκδ. Finance Invest Ltd, Αθήνα 1997, σ.153^ε. Πρβλ. Αντώνη Αρχοντάκη, *Διεθνής Ορολογία στις Αγορές Κεφαλαίου και Χρήματος (Capital & Money Market Terminology)*, ο.π., σ.15. Πρβλ. Todd E. Petzel, *Financial Futures and Options - A Guide to Markets, Applications, and Strategies*, ο.π., σ.76^ε.

υποθέματος πραγματοποιείται σπάνια γιατί συνήθως οι αντισυμβαλλόμενοι κλείνουν τη θέση τους με μία ίση και αντίθετη συναλλαγή προθεσμιακού συμβολαίου πριν από τη λήξη της συμφωνίας, οπότε ο διακανονισμός των κερδών/ζημιών γίνεται με μετρητά. Οι συναλλασσόμενοι στο χρηματιστήριο πρέπει να καταβάλουν σε ένα λογαριασμό μία αρχική κατάθεση σαν εγγύηση καλής εκτέλεσης του συμβολαίου. Η κατάθεση αυτή καθορίζεται από τον οργανισμό συμψηφισμού του χρηματιστηρίου (clearing house)⁸⁰. Ο λογαριασμός αυτός στη συνέχεια αναπροσαρμόζεται (χρεοπίστωση) ανάλογα με την αξία του συμβολαίου σε καθημερινή βάση (marked to market). Η καθαρή θέση του λογαριασμού αυτού λαμβάνεται υπόψη στο συνολικό υπολογισμό των κερδών/ζημιών.

Οι κυριότερες κατηγορίες προθεσμιακών συμβολαίων είναι τα προθεσμιακά συμβόλαια συναλλάγματος (currency futures), επιτοκίων (interest rate futures) και χρηματιστηριακών δεικτών (stock - index futures).

Οι τιμές των προθεσμιακών συμβολαίων μεταβάλλονται καθημερινά. Έτσι ο πελάτης μπορεί τη μια μέρα να έχει κέρδος και την άλλη ζημία. Οποιοδήποτε κέρδος του πελάτη μπορεί να πραγματοποιηθεί αμέσως με την πώληση του συμβολαίου.

Το πλεονέκτημα των futures είναι η ταχύτητα της συναλλαγής καθώς και η μεγάλη ρευστότητά τους λόγω της διαπραγματέυσής τους στα μεγάλα διεθνή χρηματιστήρια⁸¹.

Διαφορά μεταξύ Futures και Forwards

Οι ομοιότητες των δύο αυτών προϊόντων είναι προφανείς, καθώς και οι δύο βασίζονται σε μία συμφωνία για μελλοντική συναλλαγή σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή και με συγκεκριμένους όρους. Οι κυριότερες διαφορές όμως των δύο προϊόντων έγκεινται στο ότι⁸²:

⁸⁰ Βλ. και υποσημείωση 77.

⁸¹ Βλ. Ιωάννη Κυριακόπουλου, *Εισαγωγή στα παράγωγα προϊόντα*, ο.π., σ.9.

⁸² Βλ. Στέφανου Ν. Κοτζαμάνη, *Ο κόσμος των επενδύσεων - Μετοχές - Ομόλογα - Λοιπές Επενδύσεις*, τ.2^{ος}, ο.π. σ.159.

1. Τα futures διαπραγματεύονται σε μία οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, ενώ τα forwards αποτελούν απλά μία συμφωνία μεταξύ δύο μερών.
2. Τα futures είναι τυποποιημένα προϊόντα με σχετικά περιορισμένες δυνατότητες ευελιξίας ως προς την ποσότητα (π.χ. μονάδα διαπραγμάτευσης είναι οι 50 ούγιες χρυσού άρα η ποσότητα θα πρέπει αναγκαστικά να είναι πολλαπλάσιο των 50 ουγιών), ως προς την ποιότητα (π.χ. το χρηματιστήριο παραγώγων διαπραγματεύεται μόνο μία ποιότητα βάμβακος), αλλά και ως προς την τελική ημερομηνία παράδοσης (π.χ. μπορεί να είναι ανάλογα με το προϊόν και το χρηματιστήριο, μόνο η τελευταία ημέρα κάθε μήνα, ή η τελευταία ημέρα κάθε τριμήνου). Αντίθετα, στα forwards υπάρχει πλήρης ελευθερία κινήσεων ως προς τα παραπάνω.
3. Τα futures, σε αντίθεση με τα forwards, παρέχουν απόλυτη ευελιξία στους επενδυτές να διακόψουν τη συμφωνία (να κλείσουν τη θέση τους) πριν τη λήξη του συμβολαίου, χωρίς τη σύμφωνη γνώμη του αντισυμβαλλόμενου. Έτσι, ένας επενδυτής μπορεί πριν τη λήξη του συμβολαίου και μέσω του χρηματιστηρίου, να κλείσει τη θέση του, παίρνοντας σε ένα νέο συμβόλαιο την αντίθετη θέση από αυτή που είχε λάβει κατά το παρελθόν⁸³. Ένα παράδειγμα, στο οποίο ένας επενδυτής κλείνει στις 3.1.1997 τη θέση long που είχε πάρει την προηγούμενη ημέρα σε ένα future 1.000 μετοχών της Εθνικής Τράπεζας και λήξης στις 30.6.1997, παρουσιάζεται στον επόμενο πίνακα.

⁸³ Βλ. Στέφανου Ν. Κοτζαμάνη, *Ο κόσμος των επενδύσεων - Μετοχές - Ομόλογα - Λοιπές Επενδύσεις*, τ.2^{ος}, ο.π. σ.159.

ΠΙΝΑΚΑΣ Ι

ΚΛΕΙΣΙΜΟ LONG ΘΕΣΗΣ

2.1.1997	Θέση long με συμβόλαιο 1.000 μετοχών της Εθνικής Τράπεζας, λήξης στις 30.6.1997 προς 10.000 δραχμές ανά μετοχή.
3.1.1997	Θέση short σε ένα άλλο συμβόλαιο 1.000 μετοχών της Εθνικής Τράπεζας, λήξης στις 30.6.1997 προς 10.100 δραχμές ανά μετοχή.
Κέρδη επενδυτή	$(10.100-10.000) \times 1.000 = 100.000$ δραχμές

ΠΗΓΗ: Στέφανου Ν. Κοτζαμάνη, *Ο κόσμος των επενδύσεων* σ.159.

Το κλείσιμο της θέσης σε ένα future συνοδεύεται από την επίτευξη κερδών ή ζημιών. Τα futures δηλαδή παρέχουν μεγαλύτερη επενδυτική ευελιξία για την επίτευξη κερδών, ακόμη και σε ιδιαίτερα βραχυπρόθεσμη βάση⁸⁴.

- Υπάρχουν διαδικαστικές διαφορές μεταξύ των δύο προϊόντων, όπως η καθημερινή εκκαθάριση των futures, η παρακράτηση στα futures ενός ποσού ως ασφάλεια (margin), κλπ.

⁸⁴ Βλ. Στέφανου Ν. Κοτζαμάνη, *Ο κόσμος των επενδύσεων - Μετοχές - Ομόλογα - Λοιπές Επενδύσεις*, τ.2^{ος}, ο.π. σ.159.

Συμφωνίες ανταλλαγής (Swaps)

Χρηματοοικονομικές ανταλλαγές ονομάζονται οι συναλλαγές κατά τις οποίες δύο μέρη συμφωνούν να ανταλλάξουν στο μέλλον δύο χρηματοοικονομικά μέσα (π.χ. συνάλλαγμα) ή μια χρηματική ροή ή μία σειρά χρηματικών ροών (π.χ. τόκοι) που συνδέονται με κάποιο χρηματοοικονομικό μέσο⁸⁵.

Οι κυριότερες ανταλλαγές είναι συναλλάγματος, επιτοκίων, προθεσμιακών συμβολαίων και χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων.

Οι ανταλλαγές έχουν σκοπό την αποκόμιση αμοιβαίου κέρδους και την αντιστάθμιση του κινδύνου επιτοκίων ή συναλλάγματος. Αυτό επιτυγχάνεται με την αξιοποίηση των συγκριτικών πλεονεκτημάτων που έχουν τα δύο μέρη σε δύο διαφορετικές αγορές⁸⁶.

Ανταλλαγή Νομισμάτων (Currency Swap)

Το είδος αυτό αναφέρεται σε συμφωνία ανταλλαγής καθορισμένων ποσών που είναι διατυπωμένα σε διαφορετικά νομίσματα, στην τρέχουσα (συνήθως) συναλλαγματική ισοτιμία, με ταυτόχρονη ανάληψη της υποχρέωσης να αντιστρέψουν την ανταλλαγή σε προκαθορισμένο μελλοντικό χρονικό σημείο και σε κάποια επίσης προκαθορισμένη συναλλαγματική ισοτιμία.

Η συμφωνία ανταλλαγής καλύπτει και την πληρωμή των τόκων που αναλογούν στα ποσά που ανταλλάσσονται⁸⁷.

⁸⁵ Βλ. Todd E. Petzel, *Financial Futures and Options - A Guide to Markets, Applications, and Strategies*, ο.π., σ.5^ε. Βλ. και υποσημείωση 77.

⁸⁶ Βλ. Rupert Pennant - Rea & Bill Emmott, «*The Pocket Economist*» ο.π., σ.144.

⁸⁷ Βλ. Αντώνη Αρχοντάκη, *Διεθνής Ορολογία στις Αγορές Κεφαλαίου και Χρήματος (Capital & Money Market Terminology)*, ο.π., σ.10.

Ανταλλαγή Επιτοκίων (Interest Rate Swap)

Η συμφωνία ανταλλαγής επιτοκίων αναφέρεται σε υποχρεώσεις πληρωμής ή δικαιώματα είσπραξης μόνο τόκων (και όχι κεφαλαίων). Διακρίνουμε δύο ειδικότερες περιπτώσεις:

- ◆ **To coupon swap και**

- ◆ **To basis swap**

Το coupon swap είναι συμφωνία ανταλλαγής υποχρεώσεων πληρωμής ή δικαιωμάτων είσπραξης τόκων που υπολογίζονται με βάση επιτόκιο διαφορετικού είδους (σταθερό έναντι κυμαινόμενου).

Το basis swap είναι συμφωνία ανταλλαγής τόκων για ίσα ποσά που εκτοκίζονται με κυμαινόμενα επιτόκια, αλλά έχουν διαφορετική βάση υπολογισμού (π.χ. επιτόκιο ΕΓΕΔ, ΑΤΗΙΒΟΡ, βασικό επιτόκιο).

Υπάρχουν και σύνθετα swaps που αποτελούν συνδυασμούς διαφόρων ειδών swaps. Τέτοια είναι οι ανταλλαγές επιτοκίων - νομισμάτων (cross currency interest rate swaps) και τα cocktail ή (three-corner swaps)⁸⁸.

⁸⁸ Βλ. Ιωάννη Κυριακόπουλου, *Εισαγωγή στα παράγωγα προϊόντα*, ο.π., σ.11.

2.2.2. Παράγωγα που βασίζονται σε προαιρετική άσκηση δικαιώματος (option contracts)

«Συμβούλευε μη τα ήδιστα αλλά τα άριστα».

Αριστοτέλης⁸⁹

Ένα χρηματοοικονομικό δικαίωμα είναι ένα συμβόλαιο που περιέχει το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση, να αγοράσει κάποιος (call) ή να πουλήσει (put), ένα συγκεκριμένο χρηματοοικονομικό αντικείμενο σε μία καθορισμένη τιμή (exercise or strike price - τιμή εκτέλεσης ή εξάσκησης), μέχρι (προκειμένου για αμερικάνικου τύπου) ή σε (προκειμένου για ευρωπαϊκού τύπου) μία προκαθορισμένη ημερομηνία (expiration or maturity date - ημερομηνία εκπνοής ή λήξης). Το αντικείμενο του option μπορεί να είναι μετοχές, επιτόκια, συνάλλαγμα, εμπορεύματα ή χρηματιστηριακοί δείκτες⁹⁰.

Σε ένα συμβόλαιο δικαιώματος υπάρχουν δύο μέρη:

- α. **Ο πωλητής του δικαιώματος (writer)**
- β. **Ο αγοραστής του δικαιώματος (buyer)**

Ο αγοραστής αγοράζει από τον πωλητή μία δέσμευση ότι ο πωλητής θα πωλήσει ή θα αγοράσει ένα προσδιορισμένο αριθμό μονάδων του υποκειμένου σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Το κόστος του αγοραστή γι'

⁸⁹ Αριστοτέλους, *Ηθικά Νικομάχεια* 9,14, 1162^α.

⁹⁰ Βλ. Rupert Pennant - Rea & Bill Emmott, «*The Pocket Economist*» ο.π., σ.231^ε. Βλ. και υποσημείωση 78.

αυτό το δικαίωμα (premium - ασφάλιστρο) πληρώνεται στον πωλητή του δικαιώματος προκαταβολικά, είτε αυτό ασκηθεί είτε όχι⁹¹.

Ένα option μπορεί να διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο (listed option) ή να αποτελεί συμφωνία μεταξύ πελάτη και τράπεζας (conventional option). Στα χρηματιστηριακά δικαιώματα υπάρχει υποχρέωση καταβολής περιθωρίων (margin requirements) αλλά μόνο για τον πωλητή του δικαιώματος.

Υπάρχει πολύ μεγάλη ποικιλία options. Αναφέρονται τα παρακάτω⁹²:

- ◆ **Lookback option:** Η τιμή εξάσκησης είναι η μεγαλύτερη τιμή του υποθέματος κατά τη διάρκεια του option προκειμένου για call ή η μικρότερη προκειμένου για put.
- ◆ **Asian option or average rate option:** Η τιμή εξάσκησης είναι η μέση τιμή του υποκειμένου κατά τη διάρκεια του option.
- ◆ **Barrier option: Down and out, down and in, up and out, up and in.** Το down and out σημαίνει ότι το δικαίωμα δεν μπορεί να εκτελεστεί αν η τιμή του υποκειμένου πέσει κάτω από μία προκαθορισμένη τιμή (barrier). Όμοια ορίζονται και τα άλλα.
- ◆ **Best of two option or either-or option** (το δικαίωμα στηρίζεται σε δύο ανεξάρτητα υποκείμενα).
- ◆ **Swaption:** Δικαίωμα για τη διενέργεια swap.

⁹¹ Βλ. Αντώνη Αρχοντάκη, *Διεθνής Ορολογία στις Αγορές Κεφαλαίου και Χρήματος (Capital & Money Market Terminology)*, ο.π., σ.11.

⁹² Βλ. Ιωάννη Κυριακόπουλου, *Εισαγωγή στα παράγωγα προϊόντα*, ο.π., σ.13. Βλ. Αντώνη Αρχοντάκη, *Διεθνής Ορολογία στις Αγορές Κεφαλαίου και Χρήματος (Capital & Money Market Terminology)*, ο.π., σ.11. Πρβλ. C. Smithson, *A LEGO approach to financial engineering: an introduction to forwards, futures, swaps and options*, Midland Bank Corporate Finance Journal, edition 4th, σ.19^ε.

- ◆ **Compound option:** Δικαίωμα αγοράς άλλου δικαιώματος με προσυμφωνημένο premium σε προσυμφωνημένη ημερομηνία.
- ◆ **Cap:** Συμφωνία με την οποία εξασφαλίζεται ένα μέγιστο επιτόκιο.
- ◆ **Floor:** Συμφωνία με την οποία εξασφαλίζεται ένα ελάχιστο επιτόκιο.
- ◆ **Collar:** Συμφωνία με την οποία εξασφαλίζεται ένα εύρος επιτοκίων.

Warrants

Τα warrants είναι ένα είδος μακροπρόθεσμου call option μετοχών ή συναλλάγματος που διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο. Η βασική διαφορά από τα call options είναι ότι αυτά δημιουργούνται στις δευτερογενείς αγορές ενώ για τα warrants υπάρχει συγκεκριμένος εκδότης που τα προσφέρει αρχικά⁹³.

Η Morgan Stanley είχε εκδώσει ένα warrant (american style) με νόμισμα άσκησης το DEM, τριετούς διάρκειας (λήξης 28.7.1997) γνωστού ως Hellenic Blue Chip Warrant, αποτελούμενο από ένα καλάθι 9 μετοχών με κύριους ανάδοχους για την Ελλάδα, την Εθνική Χρηματιστηριακή και την Πίστewς και με ανάδοχους την Ευρωεπενδυτική και την Ιονική, που διαπραγματεύονταν στο χρηματιστήριο του Λουξεμβούργου. Ο κάτοχος του warrant είχε το δικαίωμα αλλά όχι και την υποχρέωση να το εκτελέσει. Δηλαδή

⁹³ Βλ. Ιωάννη Κυριακόπουλου, *Εισαγωγή στα παράγωγα προϊόντα*, ο.π., σ.13. Βλ. Αντώνη Αρχοντάκη, *Διεθνής Ορολογία στις Αγορές Κεφαλαίου και Χρήματος (Capital & Money Market Terminology)*, ο.π., σ.11.

είχε το δικαίωμα να αγοράσει ή να πωλήσει τις συγκεκριμένες μετοχές με τους όρους που είχαν αρχικά προσδιοριστεί.

Αμέσως μετά, η Bayerische Vereinsbank εξέδωσε δύο συναλλαγματικά warrants, δραχμής - μάρκου και δραχμής - δολαρίου στα χρηματιστήρια Φραγκφούρτης και Μονάχου⁹⁴.

Πιστοποιητικά κατάθεσης μετοχών Depository Receipts (D.R' s)

Είναι πιστοποιητικά με τη μορφή διαπραγματεύσιμου τίτλου που εκδίδει μία αμερικανική τράπεζα και αντιπροσωπεύουν μετοχές μιας ξένης εταιρίας που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο που λειτουργεί στην έδρα της. Τα πιστοποιητικά κυκλοφορούν, είναι διαπραγματεύσιμα στην κεφαλαιαγορά και θεωρούνται αξιόγραφα.

Τα πλεονεκτήματα για την εταιρία είναι:

1. Διευρύνεται η μετοχική βάση της
2. Βελτιώνεται η εικόνα της
3. Δημιουργείται πρόσβαση σε μεγάλη αγορά με υψηλή ρευστότητα
4. Δημιουργείται μηχανισμός για την εξαγορά άλλων επιχειρήσεων

⁹⁴ Βλ. Στέφανου Ν. Κοτζαμάνη, *Ο κόσμος των επενδύσεων - Μετοχές - Ομόλογα - Λοιπές Επενδύσεις*, τ.2^{ος}, ο.π. σ.167. Πρβλ. Ιωάννη Κυριακόπουλου, *Εισαγωγή στα παράγωγα προϊόντα*, ο.π., σ.16.

Τα πλεονεκτήματα για τον επενδυτή είναι:

1. Ευκολότερη διαπραγμάτευση σε οικεία κεφαλαιαγορά
2. Μείωση του κόστους συναλλαγών
3. Ευκολότερη πρόσβαση σε άλλες αγορές

Forward Rate Agreements (F.R.A.' s)

Είναι συμφωνίες καθορισμού επιτοκίου για μελλοντικές περιόδους⁹⁵.

Synthetic Swap

Το synthetic swap ήταν ένα προϊόν καταθέσεων, με στόχο τη μείωση της φορολόγησης των τόκων μέσω της μετατροπής της δραχμικής κατάθεσης σε συναλλαγματική και την ανταλλαγή της μαζί με τους τόκους στη λήξη της.

Δηλαδή ο πελάτης, αντί να καταθέσει τα χρήματα σε ένα λογαριασμό δραχμών, αγόραζε από την τράπεζα συνάλλαγμα με τιμή spot (κατά προτίμηση γιεν που είχαν το χαμηλότερο επιτόκιο). Στη συνέχεια η τράπεζα άνοιγε ένα λογαριασμό καταθέσεων σε συνάλλαγμα σε κατάστημά της στο εξωτερικό ή σε συνεργαζόμενη τράπεζα του εξωτερικού για λογαριασμό του πελάτη της. Ταυτόχρονα η τράπεζα αγόραζε την κατάθεση και τους τόκους με προθεσμιακή τιμή (forward rate) για το διάστημα που θα επέλεγε ο πελάτης⁹⁶.

Όταν περνούσε το διάστημα και δραχμοποιούταν η κατάθεση θα είχε φορολογηθεί με 20% επί του επιτοκίου του ξένου νομίσματος (για το γιεν με 0,5% επιτόκιο αντιστοιχούσε φόρος 2 μονάδες μικρότερος από το φόρο για μία δραχμική κατάθεση με επιτόκιο 14%).

⁹⁵ Βλ. Αντώνη Αρχοντάκη, *Εισαγωγή στην Ελληνική Χρηματοπιστηριακή Αγορά*, ο.π., σ.37^ε.

⁹⁶ Βλ. Δημήτρη Γ. Παυλάκη, *Τραπεζικό Μάρκετινγκ*, ο.π., σ.119.

Για την απλοποίηση των σχετικά πολύπλοκων διαδικασιών, αλλά και την αποφυγή λαθών, χρησιμοποιούνταν τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων σαν δεξαμενές συγκέντρωσης των κεφαλαίων. Δηλαδή το κατάστημα ή ο πελάτης, συμφωνούσε με το dealing room την απόδοση μέσω αυτής της μορφής και στη συνέχεια αγόραζε μερίδια αμοιβαίου κεφαλαίου διαχείρισης διαθεσίμων. Το μεσημέρι το αμοιβαίο κεφάλαιο μάζευε όλα αυτά τα ποσά και έκανε συνολικά τις ενέργειες που προαναφέρθηκαν.

Επένδυση

Με την ευρύτερη οικονομική έννοια επένδυση θεωρείται η χρησιμοποίηση *Χρηματικών Κεφαλαίων* με σκοπό την απόδοση *εισοδήματος ή κέρδους*⁹⁷.

Οι επενδύσεις διακρίνονται σε δύο κατηγορίες:

- α. Τις επενδύσεις σε **ακίνητα** και
- β. Τις επενδύσεις σε **κινητές αξίες**.

Οι επενδύσεις σε κινητές αξίες μπορούν να χωριστούν σε δύο μεγάλες ενότητες:

1. Αντικείμενα αξίας, όπως π.χ. έργα τέχνης, πολύτιμα μέταλλα (χρυσός - άργυρος), πολύτιμοι λίθοι, αντικείμενα ιστορικής, αρχαιολογικής και εμπορικής αξίας, αυτοκίνητα, πλοία, αεροσκάφη, μηχανήματα κλπ. Ή ακόμη **εμπορεύματα**, όπως π.χ. πετρέλαιο, ξυλεία, μεταλλεύματα κλπ.

⁹⁷ Βλ. Στέφανου Ν. Κοτζαμάνη, *Ο κόσμος των επενδύσεων - Μετοχές - Ομόλογα - Λοιπές Επενδύσεις*, τ.2^{ος}, ο.π., σ.167^ε. Πρβλ. Ιωάννη Κυριακόπουλου, *Εισαγωγή στα παράγωγα προϊόντα*, ο.π., σ.17.

2. Χρεόγραφα (τίτλους) και τραπεζικές καταθέσεις.

Τα χρεόγραφα διακρίνονται ανάλογα με την ιδιότητα του εκδότη σε:

- ◆ **Δημόσια** και
- ◆ **Ιδιωτικά**

Η πρακτική αξία της διάκρισης αυτής για τον επενδυτή έγκειται στη διαφορά του κινδύνου.

Επενδύσεις σε χρεόγραφα του Δημοσίου συνεπάγονται μικρό κίνδυνο αποπληρωμής και κατά συνέπεια μικρότερη απόδοση στον επενδυτή, ενώ αντίστροφα στα Ιδιωτικά χρεόγραφα προσδοκάται υψηλότερη απόδοση λόγω του μεγαλύτερου κινδύνου⁹⁸.

Ανάλογα με τον **τρόπο μεταβίβασής** τους χωρίζονται σε:

- ◆ **Ονομαστικά χρεόγραφα**, στα οποία καθορίζεται το πρόσωπο ή τα πρόσωπα (φυσικά ή νομικά), τα οποία δικαιούνται να ασκήσουν τα δικαιώματα που ενσωματώνονται στο χρεόγραφο. Χαρακτηριστικές περιπτώσεις οι ονομαστικές μετοχές, οι τίτλοι των Α/Κ⁹⁹ κλπ.

⁹⁸ Βλ. Στέφανου Ν. Κοτζαμάνη, *Ο κόσμος των επενδύσεων - Μετοχές - Ομόλογα - Λοιπές Επενδύσεις*, τ.2^{ος}, ο.π., σ.167^ε. Πρβλ. Ιωάννη Κυριακόπουλου, *Εισαγωγή στα παράγωγα προϊόντα*, ο.π., σ.17.

⁹⁹ Τα Αμοιβαία Κεφάλαια (Α/Κ), είναι μία κοινή περιουσία, που σχηματίζεται από την κατάθεση πολλών αποταμιευτών, η οποία επενδύεται σε χρηματιστηριακούς και άλλους τίτλους (συνεπώς σταθερής και μη σταθερής απόδοσης), με σκοπό την επίτευξη της δυνατότερης υψηλής απόδοσης για τους μετέχοντες στην περιουσία. Ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων έχει εισαχθεί στην Ελλάδα με το Ν.Δ. 608/70. Οι μεριδιούχοι προστατεύονται με προνόμιο πάνω στο αμοιβαίο κεφάλαιο για το ενδεχόμενο πτώχευσης της διαχειρίστριας ή αναγκαστικής εκτέλεσης τρίτων εναντίον της. Ο νόμος χαρακτηρίζει το αμοιβαίο κεφάλαιο ως κοινωνία. Εκφράζει δηλαδή την έννοια της κοινής περιουσίας πάνω στην οποία στηρίζεται ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων. Η κοινωνία αυτή είναι αδιαίρετη και αορίστου χρόνου. Βλ. Παύλου Περράτη, *Αμοιβαία Κεφάλαια*, περιοδικό «Οικονομικός Ταχυδρόμος», 22/8/1981, σ.49. Πρβλ. Ν.Δ. 608/70.

- ◆ **Χρεόγραφα στον κομιστή ή ανώνυμα**, στα οποία ο δικαιούχος δεν είναι ένα ορισμένο πρόσωπο, αλλά εκείνος ο οποίος έχει στην κατοχή του το χρεόγραφο. Τέτοια χρεόγραφα είναι τα έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου (από τις 31.12.1997 ξεκίνησε η αποϋλοποίησή τους και για τον λόγο αυτό το Δημόσιο έπαψε να εκδίδει ανώνυμα έντοκα γραμμάτια για ένα διάστημα), τα ομόλογα, οι ανώνυμες μετοχές κλπ.

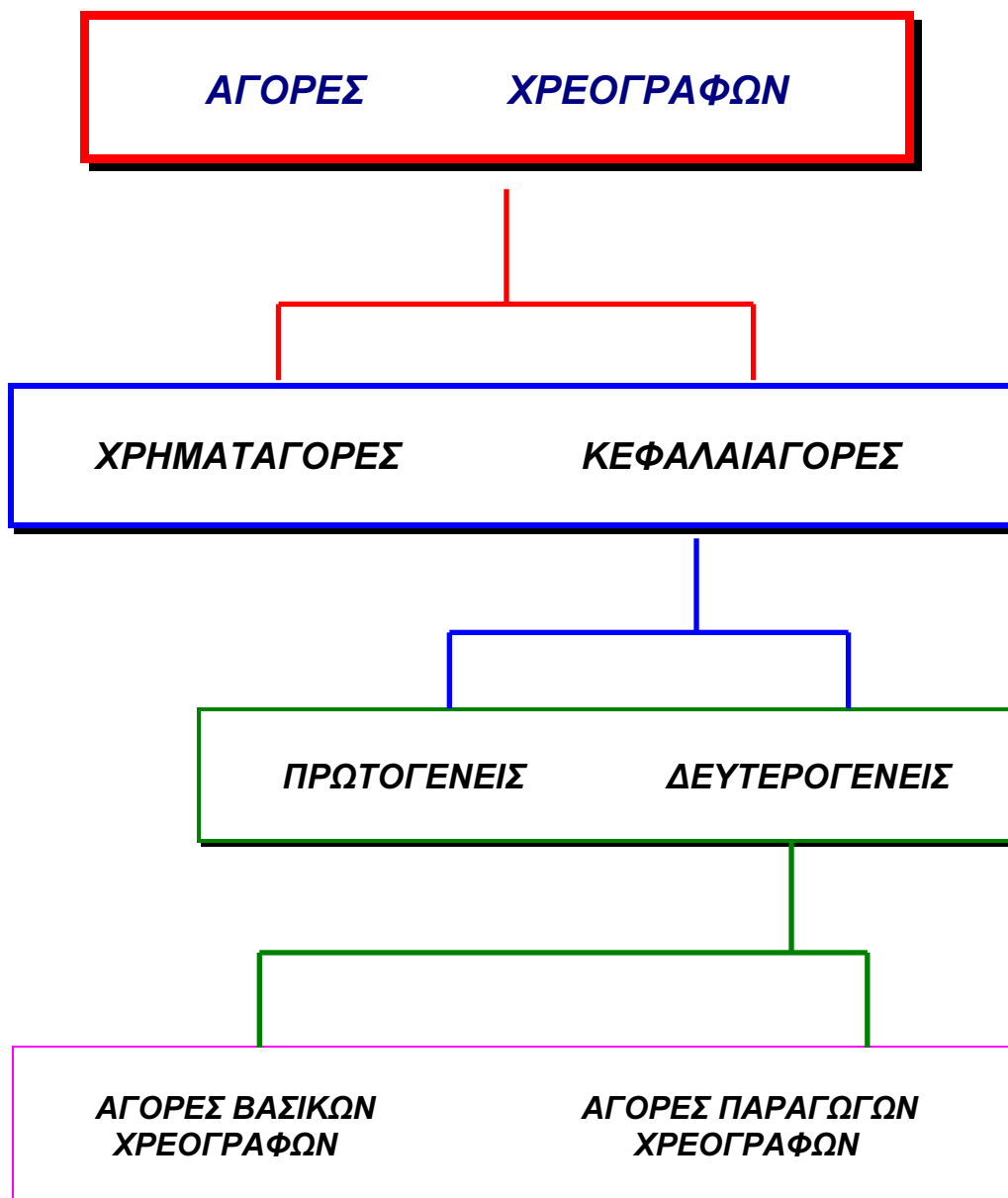
Κυρίως όμως τα χρεόγραφα διακρίνονται με βάση **νομικά κριτήρια** και ανάλογα με τον **τύπο των δικαιωμάτων** που αντιπροσωπεύουν σε:

- ◆ Χρεόγραφα που ενσωματώνουν **χρέος (Ομολογίες)**
- ◆ Χρεόγραφα που ενσωματώνουν **ιδιοκτησία (Μετοχές)**

Η διάκριση αυτή έχει σχέση με την προσδοκώμενη απόδοση. Για τις μετοχές ζητούνται συνήθως υψηλότερες αποδόσεις γιατί ενσωματώνουν υψηλότερο κίνδυνο σε σύγκριση με τα χρεόγραφα χρέους (ομόλογα / ομολογίες), τα οποία έχουν ελάχιστο ή μηδαμινό κίνδυνο¹⁰⁰.

Στο επόμενο σχήμα φαίνεται εν συντομία η αγορά χρεογράφων:

¹⁰⁰ Βλ. Στέφανου Ν. Κοτζαμάνη, *Ο κόσμος των επενδύσεων - Μετοχές - Ομόλογα - Λοιπές Επενδύσεις*, τ.2^{ος}, ο.π., σ.169. Πρβλ. Ιωάννη Κυριακόπουλου, *Εισαγωγή στα παράγωγα προϊόντα*, ο.π., σ.18.

ΣΧΗΜΑ 1^ο

ΠΗΓΗ: Αντώνη Αρχοντάκη, *Εισαγωγή στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά*, σ.26.

Εν συντομία, θα μπορούσαμε να παρουσιάσουμε τις κατηγορίες παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων ως εξής¹⁰¹:

¹⁰¹ Βλ. Στέφανου Ν. Κοτζαμάνη, *Ο κόσμος των επενδύσεων - Μετοχές - Ομόλογα - Λοιπές Επενδύσεις*, τ.2^{ος}, ο.π., σ.169. Πρβλ. Ιωάννη Κυριακόπουλου, *Εισαγωγή στα παράγωγα προϊόντα*, ο.π., σ.18

ΠΙΝΑΚΑΣ II

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ				
Υποκείμενο μέσο	Παράγωγα μέσα βασιζόμενα σε προθεσμιακές πράξεις		Παράγωγα μέσα με δικαίωμα προαίρεσης	
	Χρηματιστηριακά	Εξω-χρηματιστηριακά	Χρηματιστηριακά	Εξω-χρηματιστηριακά
Επιτόκια - ομόλογα	προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίου προθεσμιακές συμβάσεις επί ομολόγων	προθεσμιακές συμφωνίες επιτοκίου συμβάσεις ανταλλαγής επιτοκίων	...για αγορά ή πώληση επιτοκίου	«cap» «collar» «floor»
Μετοχές - δείκτης μετοχών	προθεσμιακές συμβάσεις επί μετοχών προθεσμιακές συμβάσεις επί δείκτη μετοχών	προθεσμιακές πράξεις επί μετοχών συμβάσεις ανταλλαγής δείκτη μετοχών	...για αγορά ή πώληση μετοχών ...για αγορά ή πώληση δείκτη μετοχών	
Συνάλλαγμα	προθεσμιακές συμβάσεις επί συναλλάγματος	προθεσμιακές πράξεις επί συναλλάγματος συμβάσεις ανταλλαγής νομισμάτων συμβάσεις ανταλλαγής επιτοκίων σε διαφορετικά νομίσματα	...για αγορά ή πώληση συναλλάγματος	...για αγορά ή πώληση συναλλάγματος

ΠΗΓΗ: Χρ. Γκόρτσου, *Συναλλαγές σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα: Πτυχές του Θεσμικού Πλαισίου*, σ.18.

Ο επόμενος είναι ένας συγκεντρωτικός πίνακας ο οποίος παρουσιάζει τις διαφορές μεταξύ χρηματιστηριακών και εξω-χρηματιστηριακών παραγώγων μέσων¹⁰²:

¹⁰² Βλ. Χρ. Γκόρτσου, *Συναλλαγές σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα: Πτυχές του Θεσμικού Πλαισίου*, σ.18.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΙΙΙ

ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΜΕΤΑΞΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΚΑΙ ΕΞΩ - ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΜΕΣΩΝ		
Κριτήριο	Χρηματιστηριακά Προϊόντα	Εξω- χρηματιστηριακά Προϊόντα
Ιδιότητες προϊόντων	<ul style="list-style-type: none"> • τυποποίηση συμβατικών όρων • περιορισμένος αριθμός 	<ul style="list-style-type: none"> • σύμφωνα με ανάγκες πελατείας • διαρκές «engineering»
Διακανονισμός συναλλαγών	<ul style="list-style-type: none"> • μέσω γραφείου συμψηφισμού 	<ul style="list-style-type: none"> • μεταξύ συμβαλλομένων
Αποτίμηση θέσεων	<ul style="list-style-type: none"> • καθημερινά 	<ul style="list-style-type: none"> • σύμφωνα με συνήθειες αγοράς
Κόστος συναλλαγών	<ul style="list-style-type: none"> • χαμηλό 	<ul style="list-style-type: none"> • υψηλότερο
Ιδιότητες αγοράς	<ul style="list-style-type: none"> • υψηλή ρευστότητα λόγω δευτερογενούς αγοράς 	<ul style="list-style-type: none"> • ελλιπής δευτερογενής αγορά
Συναλλασσόμενοι	<ul style="list-style-type: none"> • θεσμικοί επενδυτές • ιδιώτες επενδυτές 	<ul style="list-style-type: none"> • θεσμικοί επενδυτές • ιδιώτες επενδυτές
Συνήθης σκοπός συναλλασσομένων	<ul style="list-style-type: none"> • εκμετάλλευση μεταβολής τιμών 	<ul style="list-style-type: none"> • απόκτηση υποκειμένου μέσου σε ευνοϊκή τιμή
Κίνδυνοι	<ul style="list-style-type: none"> • αγοράς • ρευστότητας (μικρός) • λειτουργικός • νομικός (μικρός) 	<ul style="list-style-type: none"> • πιστωτικός • αγοράς • ρευστότητας • λειτουργικός • νομικός
Εποπτεία		
<ul style="list-style-type: none"> • αγοράς 	<ul style="list-style-type: none"> • υψηλή 	-
<ul style="list-style-type: none"> • προϊόντων 	<ul style="list-style-type: none"> • υψηλή 	<ul style="list-style-type: none"> • εξατομικευμένα
<ul style="list-style-type: none"> • συναλλασσομένων (κυρίως θεσμικών) 	<ul style="list-style-type: none"> • εξαρτάται από την ιδιότητα 	<ul style="list-style-type: none"> • εξαρτάται από την ιδιότητα

ΠΗΓΗ: Χρ. Γκόρτσου, *Συναλλαγές σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα: Πτυχές του Θεσμικού Πλαισίου*, σ.20.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ ΚΑΙ Η ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

3.1. Το θεσμικό πλαίσιο και οι λόγοι που οδήγησαν στην θεσμοθέτηση επίσημης αγοράς παραγώγων στην Ελλάδα

«Πόλεως Ψυχή οι Νόμοι»
Ισοκράτης

Με την ολοκλήρωση της απελευθέρωσης της κίνησης κεφαλαίων που πραγματοποιήθηκε το Μάιο του 1994¹⁰³ και την κατάργηση των βραχυχρόνιων συναλλαγματικών περιορισμών, άρχισαν να αναπτύσσονται και στην Ελλάδα τα παράγωγα χρηματοοικονομικά εργαλεία.

Τα εργαλεία αυτά καθιερώθηκαν το 1993¹⁰⁴ αλλά ο περιορισμός σε μακροπρόθεσμη κίνηση κεφαλαίων δεν επέτρεψε την ουσιαστική χρήση τους.

Τα Προεδρικά Διατάγματα 104/94 και 96/93, καθώς και η Πράξη Διοικητή της Τραπέζης Ελλάδος¹⁰⁵ που τα εξειδικεύει δεν έλυσαν βέβαια τα σχετικά με τα παράγωγα ζητήματα και ασφαλώς δεν επαρκούσαν για την ανάπτυξη των αντίστοιχων αγορών. Γι αυτό, μέχρι τα μέσα του 1997, το θεσμικό πλαίσιο το οποίο καθόριζε τις συναλλαγές αυτές ήταν ελλειμματικό και παρουσίαζε σειρά προβλημάτων, τα κυριότερα των οποίων ήταν¹⁰⁶:

¹⁰³ Π.Δ. 104/94

¹⁰⁴ Π.Δ. 96/93

¹⁰⁵ Π.Δ.Τ.Ε. 2303/94

¹⁰⁶ Βλ. Ιωάννη Κυριακόπουλου, *Εισαγωγή στα παράγωγα προϊόντα*, ο.π., σ.19.

- ◆ Η έλλειψη προτύπων νομικών συμβάσεων αντίστοιχων με αυτές που ισχύουν στο εξωτερικό
- ◆ Η αποσπασματική φορολογική αντιμετώπιση των εσόδων και εξόδων που προκύπτουν από τις διάφορες συναλλαγές σε παράγωγα
- ◆ Η απουσία σαφών λογιστικών κανόνων για τη λογιστική απεικόνιση των σχετικών πράξεων
- ◆ Η έλλειψη θεσμικού πλαισίου συμψηφισμού των απαιτήσεων μεταξύ πιστωτικών ιδρυμάτων σε συμβάσεις που αφορούν τη χρήση αυτών των εργαλείων

Μόλις το 1997¹⁰⁷ τέθηκε σε ισχύ ο νέος χρηματιστηριακός νόμος¹⁰⁸. Ο νέος νόμος εισάγει σημαντικές τροποποιήσεις σε ισχύουσες διατάξεις, προβλέπει τη δημιουργία και λειτουργία χρηματιστηρίου παραγώγων στην Αθήνα και αναμορφώνει σημαντικά το Συνεγγυητικό.

Επιπλέον, ο νέος νόμος προνοεί τη δημιουργία νέας παράλληλης αγοράς αξιών αναδυομένων αγορών και νέας αυτοματοποιημένης αγοράς αξιών σταθερού εισοδήματος, και στις δύο παραπάνω περιπτώσεις στα πλαίσια του Χ.Α.Α.

Στην Ελλάδα, δεν υπήρχε μέχρι σχετικά πρόσφατα επίσημη αγορά παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Υπήρχε όμως, ιδιαίτερα τα τελευταία χρόνια, μια ραγδαία ανάπτυξη εξω-χρηματιστηριακών παραγώγων με κύριο φορέα προώθησής τους τις τράπεζες.

Οι συμφωνίες επαναγοράς (repos)¹⁰⁹ αποτελούν μία πολύ διαδεδομένη μορφή παραγώγου προϊόντος. Άλλες συμφωνίες, όπως οι συμφωνίες ανταλλαγής νομισμάτων και επιτοκίων, προθεσμιακές συναλλαγές σε συναλλάγματα, δικαιώματα επί συναλλαγμάτων, έχουν εισέλθει συστηματικά πλέον στην πρακτική των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, των

¹⁰⁷ Τον Νοέμβριο του 1997.

¹⁰⁸ Ν. 2533/1997 (Φ.Ε.Κ. Α' 228/11.11.1997)

¹⁰⁹ Repurchase agreements (RP ή REPOS).

θεσμικών επενδυτών και απορροφούν ένα όγκο συναλλαγών ο οποίος δεν είναι μεν εύκολο να υπολογισθεί, είναι όμως εμφανές ότι απορροφά σημαντικά μεγέθη τοποθετήσεων¹¹⁰.

Αυτή η ταχεία ανάπτυξη (εκ των κάτω), από τη βάση δηλαδή της αγοράς, των συναλλαγών σε παράγωγα, αποδεικνύει ότι εμφανίζεται σημαντική ζήτηση για τα προϊόντα αυτά και ότι η αγορά διερευνά και εφευρίσκει συνεχώς τρόπους για την προστασία από χρηματοοικονομικούς κινδύνους, την παράκαμψη περιορισμών και την παροχή ευέλικτων επιλογών στους επενδυτές.

Αυτή και μόνη η διαπίστωση σηματοδοτεί ότι έχουν ήδη ωριμάσει οι συνθήκες για τη δημιουργία οργανωμένης αγοράς παραγώγων προϊόντων στην Ελλάδα.

Ένας δεύτερος κύκλος ενδείξεων που υπογραμμίζει επίσης την ωρίμανση των συνθηκών για δημιουργία οργανωμένης αγοράς παραγώγων, είναι η μεγάλη αύξηση του όγκου των συναλλαγών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών¹¹¹, καθώς επίσης και η σημαντική προσέλευση νέων εταιριών που επιζητούν εισαγωγή των μετοχών τους στο Χρηματιστήριο¹¹².

Η μεγάλη αύξηση του όγκου των συναλλαγών, αλλά και της ποικιλίας των τίτλων που προσφέρονται στο χρηματιστήριο, δημιουργούν ευνοϊκές συνθήκες για την εκκίνηση επίσημων συναλλαγών σε χρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα.

Ενώ όμως παράγωγα επί επιτοκίων ή συναλλάγματος είναι δυνατόν να διακινούνται εξω-χρηματιστηριακά, αφού το χρηματιστήριο δεν διαθέτει αποκλειστικό δικαίωμα για τις συναλλαγές σε τίτλους σταθερού εισοδήματος ή συναλλάγματος, τα παράγωγα επί μετοχών δεν είναι δυνατόν νομοθετικά, ούτε είναι επιθυμητό λειτουργικά να διακινούνται εξω-χρηματιστηριακά.

¹¹⁰ Βλ. Μάκη Βλασσόπουλου, *Foreign Exchange Operations*, τ.1^{ος}, εκδ. Εθνικής Τραπέζης της Ελλάδος Α.Ε., Διεύθυνση Ανάπτυξης Προσωπικού, Υποδιεύθυνση Εκπαίδευσης Προσωπικού, Αθήνα 1988, σ.9^ε.

¹¹¹ Ο γενικός δείκτης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών είχε ξεπεράσει στις αρχές του Απριλίου του 1998, τις 2.000 μονάδες, κάτι το μοναδικό για τα ελληνικά δεδομένα.

¹¹² Χαρακτηριστικό παράδειγμα εισαγωγής στο Χρηματιστήριο, είναι η εταιρία Minoan Lines, (Μινωικές Γραμμές), η οποία στις 7 Απριλίου του 1998 άρχισε εγγραφές για την αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου. Η διαδικασία των εγγραφών ολοκληρώθηκε την Παρασκευή, 10 Απριλίου 1998. Όπως ανακοίνωσε ο πρόεδρος της εταιρίας, Κωνσταντίνος Κληρονόμος, τα έσοδα από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου θα διατίθεντο για την υλοποίηση επενδυτικών προγραμμάτων. Βλ. «Κέρδος», ημερήσια οικονομική εφημερίδα, άρθρο με θέμα: *Αρχίζουν οι εγγραφές των Μινωικών Γραμμών*, Α.Φ. 3876, έτος ΙΓ', σ.25, καθώς και ολοσέλιδη διαφήμιση της ίδιας εταιρίας σ.5.

Ο λόγος γι' αυτό είναι πολύ απλός: Είναι γνωστό χαρακτηριστικό των παραγώγων προϊόντων ότι μπορεί με τον κατάλληλο συνδυασμό τους να ανασυνθέσει κάποιος τον υποκείμενο τίτλο επί του οποίου ορίζονται τα παράγωγα αυτά.

Προκειμένου επομένως για παράγωγα επί χρηματιστηριακών προϊόντων (π.χ. δικαιώματα επί μετοχών ή προθεσμιακά συμβόλαια επί τίτλων) θα ήταν δυνατόν, αν επιτρεπόταν η 'εξω-χρηματιστηριακή τους διακίνηση' να δημιουργήσουν μία κατ' ουσία παράλληλη αγορά των μετοχών του Χ.Α.Α. εκτός του Χ.Α.Α.

Αυτό όμως θα ήταν ανορθολογικό και επικίνδυνο¹¹³:

- ◆ Ανορθολογικό διότι θα λειτουργούσαν δύο αγορές για τα ίδια αντικείμενα και θα προέκυπτε μία διάσπαση της ρευστότητας που θα προσέρχεται στις αγορές αυτές. Έτσι όμως θα κινδύνευαν και οι δύο αγορές να απωλέσουν το βάθος και τη συνεχή κίνηση των συναλλαγών που έχουν επιτευχθεί στο Χ.Α.Α.
- ◆ Η εξέλιξη θα ήταν και επικίνδυνη, διότι πλάι στο εποπτευόμενο Χ.Α.Α., θα λειτουργούσε μία μη εποπτευόμενη παρα-αγορά, η οποία θα προσφερόταν σε κερδοσκοπικά παιγνίδια που θα έθεταν σε κίνδυνο και τη σταθερότητα των τιμών και των συναλλαγών στο Χ.Α.Α.

Οργανωτικά, η αγορά παραγώγων πρέπει να είναι χωρισμένη από το ίδιο το χρηματιστήριο, διότι οι συναλλαγές σε παράγωγα έχουν ιδιομορφίες που τις διαφοροποιούν από τις συναλλαγές των μετοχών ή των ομολόγων.

Για παράδειγμα, μία βασική τους ιδιομορφία είναι ότι, προκειμένου για ένα προθεσμιακό συμβόλαιο λόγου χάριν, η συναλλαγή επί του συμβολαίου αυτού συνεπάγεται ότι ύστερα από ένα σημαντικό διάστημα (π.χ. τρεις μήνες) θα πραγματοποιηθεί μία άλλη συναλλαγή που θα είναι η πώληση

¹¹³ Βλ. Στέφανου Ν. Κοτζαμάνη, *Ο κόσμος των επενδύσεων - Μετοχές - Ομόλογα - Λοιπές Επενδύσεις*, τ.2^{ος}, ο.π., σ.211^ε.

του «υποκειμένου τίτλου». Για να είναι εφικτή η συναλλαγή του προθεσμιακού προϊόντος επομένως, πρέπει να εξασφαλίζεται ότι και η παρεπόμενη συναλλαγή κατά τη λήξη του συμβολαίου θα πραγματοποιείται. Αλλιώς το προθεσμιακό προϊόν διατρέχει σοβαρότατο πιστωτικό κίνδυνο, ο οποίος ονομάζεται συνήθως «κίνδυνος διακανονισμού».

Αυτή η ιδιομορφία δεν εμφανίζεται σε συναλλαγές τοις μετρητοίς, όπως αυτές του χρηματιστηρίου, όπου υποτίθεται ότι η παράδοση του τίτλου και του χρήματος για την πληρωμή του γίνεται σε βραχύτατο διάστημα και ότι επίσης με την πληρωμή αυτή ολοκληρώνεται και λήγει η σχέση αγοραστή και πωλητή.

Η εξυπηρέτηση των ιδιομορφιών των χρηματιστηριακών παραγώγων μπορεί να γίνει με τη δημιουργία χωριστής αγοράς παραγώγων, η οποία θα συνδέεται με το χρηματιστήριο εταιρικά, συγκροτούμενη ως θυγατρική εταιρία του Χ.Α.Α. Επιπλέον, η εξασφάλιση της αξιοπιστίας των παραγώγων προϊόντων και η εξάλειψη του πιστωτικού κινδύνου από τις σχετικές συναλλαγές θα υλοποιηθούν με τη δημιουργία μιας δεύτερης Εταιρίας Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων (ΕΤΕΣΕΠ), που ο στόχος της θα είναι η εγγύηση της καλής εκτέλεσης των προθεσμιακών συμβολαίων και των δικαιωμάτων επί χρηματιστηριακών προϊόντων.

Σύμφωνα με το σκεπτικό της επιτροπής και της εργασίας που προαναφέρθηκαν, η ΕΤΕΣΕΠ θα πρέπει να συγκροτηθεί ως εταιρία ευρείας μετοχικής βάσης με συμμετοχή, όχι μόνο του Χ.Α.Α. και των μελών του, αλλά θεσμικών επενδυτών και τραπεζών.

Θα εξειδικεύεται ως εταιρία στην ανάληψη και διαχείριση κινδύνων διακανονισμού παραγώγων. Θα έχει τη δυνατότητα μεγάλης ανάπτυξης στο μέλλον διότι θα μπορεί να προσφέρει υπηρεσίες εξασφάλισης κινδύνων και σε άλλες αγορές, π.χ. χρηματιστήρια εμπορευμάτων, αγορές τίτλων του Δημοσίου εκτός του Χ.Α.Α., ακόμη και διατραπεζικές αγορές¹¹⁴.

Βασικό εργαλείο για την διεκπεραίωση των εργασιών της ΕΤΕΣΕΠ θα είναι ο προσδιορισμός, η επιβολή και η είσπραξη ενός περιθωρίου ασφάλειας για κάθε συναλλαγή που διεκπεραιώνεται σε παράγωγα προϊόντα. Αυτό το περιθώριο ασφάλειας αποτελεί μία προκαταβολή η οποία δεσμεύεται,

¹¹⁴ Βλ. Ιωάννη Κυριακόπουλου, *Εισαγωγή στα παράγωγα προϊόντα*, ο.π., σ.25.

και η οποία μπορεί να αυξηθεί ή να ελαττωθεί κατά τη διάρκεια ζωής του παράγωγου προϊόντος.

Τέλος, αναφορικά με τα προϊόντα που θα αποτελέσουν τα αρχικά αντικείμενα συναλλαγών στο Χρηματιστήριο Παραγωγών Αθηνών (Χ.Π.Α), η σωστή προσέγγιση απαιτεί μία λελογισμένη πορεία, η οποία θα ξεκινήσει με λίγα εύληπτα και σχετικά απλά προϊόντα που ταυτόχρονα θα προσφέρουν υψηλή χρησιμότητα. Εξυπακούεται φυσικά ότι στο Χρηματιστήριο Παραγωγών αφετηριακός ρόλος θα πρέπει να δοθεί στα παράγωγα χρηματιστηριακών τίτλων γιατί, όπως ήδη αναφέραμε, αυτά τα παράγωγα δεν είναι ούτε δυνατόν ούτε επιθυμητό να αναπτυχθούν εξω-χρηματιστηριακά.

Σε μεταγενέστερη μόνο φάση, και εφόσον επιτευχθεί η εύρυθμη λειτουργία του Χ.Π.Α. και η εξοικίωση των επενδυτών και των χρηματιστών στα παράγωγα, θα πρέπει να αντιμετωπισθεί η εισαγωγή προς διαπραγμάτευση προϊόντων, τα οποία σήμερα κινούνται εξω-χρηματιστηριακά¹¹⁵.

Με βάση αυτές τις σκέψεις η κατάλληλη προσέγγιση στην επιλογή των προϊόντων είναι η εξής:

Το πρώτο και βασικό προϊόν που θα εισαχθεί στο Χ.Π.Α. θα πρέπει να αποτελείται από προθεσμιακά συμβόλαια επί χρηματιστηριακού δείκτη, τα οποία θα προσφέρονται σε προθεσμίες 3,6,9 και 12 μηνών.

Τα συμβόλαια αυτά θα είναι παρόμοια με τα πιο επιτυχημένα προϊόντα σε μεγάλα διεθνή χρηματιστήρια. Θα είναι προθεσμιακά συμβόλαια που θα εμπεριέχουν μία πρόβλεψη της τιμής του δείκτη σε 3,6,9 και 12 μήνες και που κατά τη λήξη τους θα επιδέχονται διακανονισμό τοις μετρητοίς.

¹¹⁵ Βλ. Ιωάννη Κυριακόπουλου, *Εισαγωγή στα παράγωγα προϊόντα*, ο.π., σ.25.

3.1.1. Οι πλέον σημαντικές ρυθμίσεις του νέου χρηματιστηριακού νόμου

«Η προκοπή σας και η μάθησή σας να μη γίνει σκεπάρνι μόνον διά το άτομόν σας, αλλά να κοιτάξει το καλόν της Κοινότητος και μέσα εις το καλόν αυτό ευρίσκεται και το δικό σας».

Θεόδωρος Κολοκοτρώνης¹¹⁶

Στη συνέχεια παραθέτουμε τις πλέον σημαντικές ρυθμίσεις, τις σχετικές με το Χρηματιστήριο Παραγωγών, οι οποίες περιλαμβάνονται στο Νόμο 2533/1997¹¹⁷:

A. Κανόνες συναλλαγών στο Χ.Π.Α. και συναφή θέματα.

1. Δύο είδη συμβάσεων στο Χ.Π.Α.: εντός κύκλου και εκτός κύκλου. Στις εντός κύκλου συμβάλλεται το μέλος ως παραγγελιοδόχος εκτός αν λειτουργεί ως ειδικός διαπραγματευτής παραγωγών.
2. Η κατάρτιση συμβάσεων εκτός κύκλου επιτρέπεται μόνο εφόσον εκδοθεί σχετική απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Εκτός κύκλου σημαίνει off session.

¹¹⁶ Βλ. Ι. Γούδα, *Συλλογή αρχαίων, νέων και λαϊκών ρητών, γνωμικών, αποφθεγμάτων*, Θεσσαλονίκη 1989, σ.32.

¹¹⁷ Βλ. ΦΕΚ Α' 228/11.11.1997.

3. Για να λειτουργήσει μέλος του Χ.Π.Α., ως ειδικός διαπραγματευτής θα πρέπει να έχει ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο 3.000.000 (τρία εκατομμύρια) ευρώ. Απαιτείται επίσης υπογραφή σύμβασης με το Χ.Π.Α. και την ΕΤΕΣΕΠ.
4. Ειδικοί διαπραγματευτές παραγώγων: λειτουργούν βάσει όρων σύμβασης που υπογράφονται με το Χ.Π.Α. και την ΕΤΕΣΕΠ. Κατά το νόμο, η σύμβαση αυτή θα ορίζει τα καλυπτόμενα παράγωγα, τους όρους της διαπραγμάτευσης και τις σχετικές υποχρεώσεις του μέλους¹¹⁸.
5. Ενδεικτικοί κανόνες για τη λειτουργία ειδικών διαπραγματευτών:
 - α. Εν γένει, ο ειδικός διαπραγματευτής καλείται να προσφέρει τιμές αγοράς και πώλησης για κάθε καλυπτόμενο παράγωγο.
 - β. Τα καλυπτόμενα παράγωγα ορίζονται μέσω της συμφωνίας του Χ.Π.Α. με τον ειδικό διαπραγματευτή.
 - γ. Η υποχρέωση παροχής τιμής αγοράς και πώλησης ισχύει καθ' όλη τη διάρκεια της συνεδρίασης.

Η σύμβαση με τον ειδικό διαπραγματευτή μπορεί να καλύψει τον όγκο προσφοράς ως προς την οποία δεσμεύεται ο ειδικός διαπραγματευτής καθώς και το μέγιστο spread (διαφορά) μεταξύ της τιμής αγοράς και της τιμής πώλησης που προσφέρει ο ειδικός διαπραγματευτής.

Η σύμβαση θα προβλέπει επίσης συνέπειες υπερημερίας του ειδικού διαπραγματευτή ως προς οποιαδήποτε υποχρέωσή του.

¹¹⁸ Βλέπε επίσης άρθρο 31, παρ. 3 (ε): εξουσιοδότηση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χ.Π.Α. να ρυθμίζει θέματα που αφορούν στην ειδική διαπραγμάτευση.

6. Δεδομένου ότι λόγω του ΟΑΣΗΣ το νέο χρηματιστήριο αναμένεται να λειτουργήσει ηλεκτρονικά, οι ακόλουθες συναλλαγές προβλέπονται να γίνονται από τα μέλη μέσω τερματικών σταθμών¹¹⁹:

α. Απλές δηλώσεις: αγορά ή πώληση, προσδιορισμός option/future, ποσότητα και τιμή, προθεσμία ή άλλη ένδειξη ισχύος.

β. Συνδυασμένες δηλώσεις: δηλώσεις που πρέπει να ικανοποιηθούν στο σύνολό τους για να ισχύσουν ως προς οποιοδήποτε μέρος τους.

γ. Άρση δήλωσης - που ενδεχομένως να επιτρέπεται για μη δηλώσεις που δεν έχουν διασταυρωθεί με αντίστροφες.

δ. Διορθώσεις σε δηλώσεις που έχουν διαβιβαστεί - μπορεί να προβλέπεται υπό όρους για δηλώσεις βούλησης που έχουν διασταυρωθεί με αντίστροφες.

ε. Τροποποίηση τιμών από ειδικούς διαπραγματευτές. Αυτό συνήθως γίνεται σε συνάρτηση μεταβολών στην τιμή υποκείμενης αξίας.

7. Ως προς τους κανόνες κατάρτισης συναλλαγών στο Χ.Π.Α¹²⁰.

8. Διαφάνεια των συναλλαγών:

α. Υποχρέωση τήρησης στοιχείων για τις λαμβανόμενες εντολές όσο και για τις συμβάσεις εντός και εκτός κύκλου. Κριτήριο είναι η δυνατότητα των αρμοδίων οργάνων να ασκήσουν εποπτεία.

¹¹⁹ Ήδη από το 1998, οι συναλλαγές από τα μέλη γίνονται ηλεκτρονικά.

¹²⁰ Βλ. επίσης τις διατάξεις του άρθρου 31, παρ.3, περ. (β), (γ) και (δ).

β. Δημοσίευση στοιχείων συναλλαγών στο δελτίο τιμών του Χ.Α.Α.

γ. Ενημέρωση προς την εκδότρια εταιρεία και το Χ.Α.Α. για τη δυνατότητα απόκτησης δικαιωμάτων ψήφου μέσω συναλλαγών επί παραγώγων επί μετοχών εισηγμένων στο Χ.Α.Α. Η πληροφόρηση αυτή διαφοροποιείται από την πληροφόρηση ως προς άλλα μέσα εξασφάλισης δικαιωμάτων ψήφου σε εισηγμένες μετοχές¹²¹.

Άρθρο 5

1. Κάθε πρόσωπο του άρθρου 4 παρ. 1 του παρόντος Προεδρικού Διατάγματος που αποκτά ή εκχωρεί συμμετοχή σε μία εταιρία του άρθρου 4 παρ. 1 και λόγω αυτής της απόκτησης ή εκχώρησης το ποσοστό των δικαιωμάτων ψήφου που κατέχει φθάνει ή υπερβαίνει τα όρια των 10%, 20%, 1/3, 50% και 2/3 του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου ή κατέρχεται κάτω από τα όρια αυτά, οφείλει να ενημερώνει την εταιρία και την αρμόδια αρχή, εντός πέντε ημερολογιακών ημερών, σχετικά με το ποσοστό των δικαιωμάτων ψήφου, όπως επίσης και με το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που κατέχει μετά από αυτήν την απόκτηση ή εκχώρηση.

2. Η προθεσμία των πέντε ημερολογιακών ημερών αρχίζει από την επόμενη της ημέρας κατά την οποία το πρόσωπο της παρ. 1 του άρθρου αυτού έλαβε γνώση της απόκτησης ή της εκχώρησης ή από την επομένη της ημέρας που θα όφειλε, λαμβανομένων υπόψη των περιστάσεων να έχει λάβει σχετική γνώση.

¹²¹ Βλ. σχετικά άρθρα 5 - 7 Π.Δ. 51/1992.

Άρθρο 7

Προκειμένου να κριθεί αν πρόσωπο που αναφέρεται στο άρθρο 4 παρ. 1 του παρόντος υποχρεούται να προβεί στη δήλωση που προβλέπεται στα άρθρα 5 και 6 του παρόντος, εξομοιώνονται προς τα δικαιώματα ψήφου που κατέχει¹²²:

- ◆ τα δικαιώματα ψήφου που κατέχουν στο όνομά τους άλλα πρόσωπα για λογαριασμό του προαναφερομένου προσώπου,
- ◆ τα δικαιώματα ψήφου που κατέχουν επιχειρήσεις ελεγχόμενες από το πρόσωπο αυτό,
- ◆ τα δικαιώματα ψήφου που κατέχει τρίτος με τον οποίο το πρόσωπο αυτό έχει συνάψει γραπτή συμφωνία που το υποχρεώνει να υιοθετεί μέσω συντονισμένης άσκησης των δικαιωμάτων ψήφου που διαθέτει, διαρκή κοινή πολιτική με το άλλο μέρος ως προς τη διοίκηση της εν λόγω εταιρίας,
- ◆ τα δικαιώματα ψήφου που κατέχει τρίτος δυνάμει γραπτής συμφωνίας που έχει συναφθεί με το πρόσωπο αυτό ή με μία από τις ελεγχόμενες από αυτό επιχειρήσεις και η οποία προβλέπει προσωρινή επ' ανταλλάγματι μεταβίβαση αυτών των δικαιωμάτων ψήφου,
- ◆ τα δικαιώματα ψήφου που αντιστοιχούν στις μετοχές που κατέχει το πρόσωπο αυτό και οι οποίες έχουν κατατεθεί ως εγγύηση, εκτός αν τα δικαιώματα ψήφου έχει ο θεματοφύλακας και δηλώσει ότι

¹²² Βλ. Π.Δ. 51/1992 άρθρο 7.

προτίθεται να τα ασκήσει. Στην περίπτωση αυτή τα ανωτέρω δικαιώματα ψήφου εξομοιώνονται με τα δικαιώματα ψήφου που κατέχει ο τελευταίος.

- ◆ τα δικαιώματα ψήφου που αντιστοιχούν στις μετοχές των οποίων επικαρπωτής είναι το πρόσωπο αυτό,
- ◆ τα δικαιώματα ψήφου τα οποία το πρόσωπο αυτό ή ένα από τα πρόσωπα που αναφέρονται στις προηγούμενες περιπτώσεις μπορεί να αποκτήσει, με αποκλειστική πρωτοβουλία του, δυνάμει ρητής συμφωνίας. Στην περίπτωση αυτή η ενημέρωση που προβλέπεται στο άρθρο 5 παρ. 1 πραγματοποιείται κατά την ημερομηνία συμφωνίας¹²³.
- ◆ τα δικαιώματα ψήφου που αντιστοιχούν στις μετοχές που έχουν κατατεθεί στο πρόσωπο αυτό και τα οποία αυτό μπορεί να ασκήσει κατά την κρίση του, εφόσον δεν υπάρχουν ειδικές οδηγίες του κατόχου ή των κατόχων.

Κατά παρέκκλιση από τις διατάξεις του άρθρου 5 παρ.1, εφόσον το πρόσωπο αυτό μπορεί να ασκεί σε μία εταιρία δικαιώματα ψήφου που αναφέρονται στην τελευταία περίπτωση του προηγούμενου εδαφίου και το σύνολο αυτών των δικαιωμάτων ψήφου, σε συνδυασμό με τα άλλα δικαιώματα ψήφου που κατέχει στην εταιρία αυτή, φθάνει ή υπερβαίνει ένα από τα όρια του άρθρου 5 παρ. 1, έχει μόνο την υποχρέωση να ενημερώνει τη συγκεκριμένη εταιρία είκοσι μία ημερολογιακές ημέρες πριν από τη γενική

¹²³ Βλ. Π.Δ. 51/1992 σχετικό άρθρο 5.

συνέλευσή της για το ακριβές ποσοστό των δικαιωμάτων ψήφου που πρόκειται να ασκήσει.

9. Περιορισμοί στο πρόσωπο του παραγγελέα. Εκδότρια εταιρία, συνδεδεμένες με αυτήν εταιρίες, μέλη του Δ.Σ., διευθύνοντες υπάλληλοι, ελεγκτές, νομικοί σύμβουλοι και συγγενείς των παραπάνω προσώπων δεν μπορούν να συναλλάσσονται σε παράγωγα επί μετοχών της εκδότριας ή σε δείκτες στους οποίους οι μετοχές της εκδότριας αντιπροσωπεύουν περισσότερο από 20%. Η παράβαση δεν επηρεάζει το κύρος της συναλλαγής αλλά δημιουργεί βάση αποζημίωσης του αντισυμβαλλομένου (εφόσον έχει υποστεί ζημία) καθώς και πρόστιμα από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και άλλες διοικητικές κυρώσεις για τα φυσικά πρόσωπα¹²⁴.
10. Για την κατάρτιση συναλλαγής στο Χ.Π.Α. (εκτός από συναλλαγές κάλυψης αποκλειστικά για το κλείσιμο ανοικτών θέσεων) απαιτείται η ικανοποίηση ορισμένων προϋποθέσεων ως προς την ΕΤΕΣΕΠ:
- α. παροχή στοιχείων ως προς τις συναλλαγές προς την ΕΤΕΣΕΠ. Αυτό είναι εύλογη συνέπεια μεταξύ άλλων του ρόλου της ΕΤΕΣΕΠ ως αντισυμβαλλόμενης σε κάθε συναλλαγή στο Χ.Π.Α.
- β. άνοιγμα δεσμευμένου λογαριασμού (υπέρ της ΕΤΕΣΕΠ και κατάθεση του περιθωρίου ασφάλισης (margin) των συναλλαγών του παραγγελέα.

¹²⁴ Βλ. Π.Δ. 51/1992.

- γ. το μέλος να μην έχει εκκρεμείς υποχρεώσεις προς την ΕΤΕΣΕΠ ως προς την εκπλήρωση υποχρεώσεών του.
- δ. ο παραγγελέας να μην έχει εκκρεμείς υποχρεώσεις προς την ΕΤΕΣΕΠ ως προς την εκπλήρωση υποχρεώσεών του:
- ◆ για διακανονισμό ανοικτών θέσεων
 - ◆ για παροχή περιθωρίου ασφάλισης.
11. Υποχρεώσεις πληροφόρησης και ενημέρωσης των παραγγελέων ως προς τις συναλλαγές τους και τις υποχρεώσεις τους που απορρέουν από τις συναλλαγές (π.χ. για την παροχή περιθωρίου ασφάλισης).
12. Ως προς το περιθώριο ασφάλισης σημειώνεται ότι ως ύψος και ως είδος ορίζεται από την ΕΤΕΣΕΠ. Κατά το νόμο¹²⁵ το περιθώριο ασφάλισης μπορεί να ορισθεί σε μετρητά ή σε κινητές αξίες εισηγμένες σε χρηματιστηριακή αγορά που έχουν άμεση εμπορευσιμότητα.

Β. Κανόνες εκκαθάρισης και συναφή θέματα

1. Η ΕΤΕΣΕΠ ευθύνεται για την προσήκουσα εκκαθάριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών επί παραγώγων. Συμμετοχή στην εκκαθάριση επιφυλάσσεται στα μέλη της ΕΤΕΣΕΠ.
2. Ευθύνη για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων που απορρέουν από τις συναλλαγές βαρύνει:

¹²⁵ Βλ. άρθρο 31 παρ. 4 περ. (η).

- α. τον παραγγελέα
- β. το μέλος του Χ.Π.Α. που κατήρτισε την πράξη (μέχρι να ολοκληρώσει την ανάλυση της πράξης ορίζοντας παραγγελέα και μέλος ΕΤΕΣΕΠ), και
- γ. το μέλος της ΕΤΕΣΕΠ που εκπροσωπεί τον παραγγελέα στην εκκαθάριση.

3. Η εκκαθάριση έχει δύο σημαντικές πτυχές:

- α. τον ημερήσιο διακανονισμό και
- β. την εκκαθάριση κατά τη λήξη ή άσκηση του παραγώγου.

4. Εφόσον για κάποιο παράγωγο προβλέπεται ημερήσιος διακανονισμός (στοιχείο του παραγώγου) τότε η ΕΤΕΣΕΠ σε ημερήσια βάση θα αποτιμά την ανοικτή θέση κάθε παραγγελέα ως προς το παράγωγο αυτό¹²⁶. Υπάρχουν μαθηματικοί τύποι βάσει των οποίων ορίζονται ως αξία οι ανοικτές αυτές θέσεις λαμβάνοντας υπόψη την τιμή κλεισίματος της συγκεκριμένης ημέρας και άλλα σχετικά στοιχεία. Με βάση τον παραπάνω προσδιορισμό ακολουθεί ο προσδιορισμός των τυχόν πρόσθετων περιθωρίων ασφάλισης που οφείλει να παράσχει ο παραγγελέας (μέσω του μέλους της ΕΤΕΣΕΠ που τον εκπροσωπεί) για την αποκατάσταση της θέσης κάλυψης των εκκρεμών υποχρεώσεων του στα προβλεπόμενα από την ΕΤΕΣΕΠ επίπεδα. Σημειώνεται ότι υπάρχουν διαφορετικές μαθηματικές προσεγγίσεις στον προσδιορισμό του απαραίτητου επιπέδου

¹²⁶ Βλ. Π.Δ. 51/1992.

κάλυψης. Τα θέματα διακανονισμού ρυθμίζονται με απόφαση του Δ.Σ. της ΕΤΕΣΕΠ¹²⁷.

5. Εκκαθάριση κατά τη λήξη ή άσκηση του παραγώγου σημαίνει τον διακανονισμό των υποχρεώσεων που γεννώνται από και προς την ΕΤΕΣΕΠ για καταβολή χρημάτων ή για φυσική παράδοση του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου όταν ενεργοποιούνται τα δικαιώματα που εμπεριέχει το παράγωγο. Η ενεργοποίηση μπορεί να προκύπτει επειδή πέρασε η προβλεπόμενη προθεσμία ή επειδή εντός της προβλεπόμενης προθεσμίας ο κάτοχος δικαιώματος το άσκησε κατά τους όρους του. Το ποσό που οφείλεται από παραγγελία κατά τη λήξη ή άσκηση παραγώγου υπολογίζεται με τρόπο που ορίζει με απόφασή του το Δ.Σ. της ΕΤΕΣΕΠ¹²⁸.
6. Οι κανόνες που αφορούν στην διαδικασία εκκαθάρισης. Η εκκαθάριση μπορεί να ακολουθεί τα εξής βήματα:
 - α. Τη διαβίβαση στην ΕΤΕΣΕΠ από το Χ.Π.Α. των στοιχείων των συναλλαγών. Τα στοιχεία αυτά διαβιβάζονται το συντομότερο δυνατό, το αργότερο μετά το κλείσιμο της συνεδρίασης του Χ.Π.Α.
 - β. Ειδικές ρυθμίσεις ισχύουν συνήθως ως προς συναλλαγές εκτός κύκλου και η σχετική διαδικασία έχει ως στόχο την άμεση στο βαθμό του δυνατού πληροφόρηση της ΕΤΕΣΕΠ ως προς την ύπαρξη παρόμοιων συναλλαγών.
 - γ. Κάθε συναλλαγή εγγράφεται στα βιβλία της ΕΤΕΣΕΠ ως δύο αντίθετες πράξεις σε κάθε μία από τις οποίες (αλλά

¹²⁷ Βλ. άρθρο 31, παρ. 4, περ. (γ) και (δ).

¹²⁸ Βλ. άρθρο 31, παρ. 4, περ. (ε).

σε αντίθετες μεταξύ τους θέσεις) αντισυμβαλλόμενη είναι η ΕΤΕΣΕΠ.

- δ. Στη συνέχεια, προβλέπεται διαδικασία διορθώσεων και τροποποιήσεων των εγγραφών αυτών για την αντιμετώπιση λαθών.
 - ε. Ακολουθεί ο διακανονισμός των αντίστοιχων υποχρεώσεων κατά τον τρόπο που προβλέπεται για το συγκεκριμένο παράγωγο. Συνήθως (όπου βεβαίως δεν προβλέπεται φυσική παράδοση), ο διακανονισμός γίνεται συμψηφιστικά.
 - στ. Ο διακανονισμός γίνεται σε κάθε περίπτωση μεταξύ ΕΤΕΣΕΠ και του αντίστοιχου μέλους της ΕΤΕΣΕΠ, ενώ το κάθε μέλος ευθύνεται για την εκπλήρωση των υποχρεώσεών του προς τους πελάτες του.
 - ζ. Εφόσον ο διακανονισμός περιλαμβάνει φυσική παράδοση κινητής αξίας, τότε για την ολοκλήρωσή του απαιτείται η σύμπραξη του αποθετηρίου τίτλων. Όπως και σε άλλες αντίστοιχες περιπτώσεις, ο νόμος προβλέπει ότι την ευθύνη προσδιορισμού της διαδικασίας είσπραξης και καταβολής χρημάτων και παράδοσης αξιών την φέρει το Δ.Σ. της ΕΤΕΣΕΠ.
7. Τέλος ο νόμος ρυθμίζει την διαδικασία μεταφοράς λογαριασμών παραγγελία από ένα μέρος της ΕΤΕΣΕΠ σε άλλο¹²⁹. Προβλέπεται ειδικότερα η μεταβίβαση των σχετικών υποχρεώσεων από το πρώτο μέλος στο δεύτερο, για την οποία απαιτείται προφανώς η συμφωνία του δεύτερου μέλους (που δεν μπορεί να υποχρεωθεί να μπει στην

¹²⁹ Βλ. άρθρο 30.

πελατειακή σχέση και να αναλάβει τις αντίστοιχες υποχρεώσεις), αλλά και η δυνατότητα σε ορισμένες περιπτώσεις του πρώτου μέλους να αρνηθεί τη μεταβίβαση αυτή. Αυτό γίνεται ειδικότερα, όπως ορίζεται στο νόμο, σε περιπτώσεις που το πρώτο μέλος έχει εκκρεμείς απαιτήσεις κατά του πελάτη του. Ειδική πρόβλεψη υπάρχει, τέλος, για την υποχρεωτική μεταβίβαση λογαριασμού επενδυτή από ένα μέλος της ΕΤΕΣΕΠ σε άλλο, με απόφαση της ΕΤΕΣΕΠ, όταν το πρώτο μέλος βρίσκεται σε αδυναμία (συμπεριλαμβανομένης και της πτώχευσής του)¹³⁰.

¹³⁰ Βλ. Π.Δ. 51/1992

3.2. Χρησιμότητα των Παραγώγων Χρηματοπιστωτικών Μέσων

«Η αληθινή ελευθερία δεν είναι να κάνει κανείς ότι θέλει, αλλά ότι έχει δικαίωμα να κάνει»

B. Ουγκώ

Τα παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα έχουν πολλαπλή χρησιμότητα για θεσμικούς και ιδιώτες επενδυτές¹³¹:

- α. Καθιστούν δυνατή την αντιστάθμιση κινδύνων (risk hedging).
- β. Αποτελούν πρόσφορο μέσο για την επίτευξη βραχυχρόνιων κερδών στις αγορές χρήματος, κεφαλαίων και συναλλάγματος.
- γ. Άλλα χρηματοπιστωτικά στοιχεία (μετοχές, δικαιώματα αγορά μετοχών (warrants), μετατρέψιμοι τίτλοι) μπορούν να αντιμετωπιστούν ως χαρτοφυλάκια τα οποία συντίθενται από περισσότερες συμβάσεις σε παράγωγα μέσα με δικαίωμα προαίρεσης.
- δ. Με τη λήψη διαφόρων θέσεων σε παράγωγα μέσα και τους υποκείμενους τίτλους είναι δυνατή η κατασκευή σύνθετων χρηματοπιστωτικών εργαλείων, η ύπαρξη των οποίων θα ήταν αδύνατη διαφορετικά.

¹³¹ Βλ. Χρήστου Γκόρτσου, *Συναλλαγές σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα: πτυχές του θεσμικού πλαισίου*, ο.π., σ.16.

Η εμπλοκή των τραπεζών σε συναλλαγές επί παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων είναι ιδιαίτερα σημαντική. Πράγματι, ακόμη και σε χώρες (όπως π.χ., η Ελλάδα μέχρι το 2.000), όπου δεν επιτρέπεται να είναι μέλη των χρηματιστηρίων παραγώγων και να εκτελούν εντολές για λογαριασμό των πελατών τους, οι τράπεζες συμβάλλονται για δικό τους λογαριασμό και ενεργούν¹³²:

- ◆ είτε ως μεσολαβητές (arrangers) σε πολλά από τα εξω-χρηματιστηριακά διαπραγματευόμενα παράγωγα μέσα, κατ' εξοχήν δε στις συμβάσεις ανταλλαγής,
- ◆ είτε ως ενεργοί αντισυμβαλλόμενοι με κίνητρο την κερδοσκοπία ή την κάλυψη των χρηματοπιστωτικής φύσεως κινδύνων στους οποίους εκτίθενται από τις λοιπές συναλλαγές τους.

¹³² Βλ. Χρήστου Γκόρτσου, *Συναλλαγές σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα: πτυχές του θεσμικού πλαισίου*, ο.π., σ.16.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Ζούμε σε μία περίοδο κατά την οποία είναι ορατές οι αλλαγές στην παγκόσμια οικονομική αρένα. Η οικονομική κρίση στην ελληνική αλλά και στην παγκόσμια αγορά επηρεάζει άμεσα τις αποδόσεις των τίτλων του Δημοσίου από τη μία πλευρά, των επιτοκίων των καταθέσεων των Τραπεζών από την άλλη και αυτά, ως συγκοινωνούντα δοχεία, επηρεάζουν άμεσα το ελληνικό χρηματιστήριο αλλά και τα χρηματιστήρια παγκοσμίως. Ιδιαίτερα, το ελληνικό χρηματιστήριο δείχνει να έχει λάβει τα μηνύματα των καιρών την περίοδο αυτή και η αντανάκλασή τους βρίσκεται στο ταμπλό του το οποίο έπεσε δυστυχώς ακόμη και κάτω από τις 1500 μονάδες (τον Ιούνιο του 2010).

Παράλληλα, η έλλειψη Κώδικα Δεοντολογίας των Επιχειρήσεων Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (στις οποίες περιλαμβάνονται και οι Χρηματιστηριακές Εταιρίες), καθώς και η έλλειψη ύπαρξης νομικού πλαισίου για τη λειτουργία της Χρηματιστηριακής Αγοράς Παραγώγων μέχρι σχετικά πρόσφατα, είχε αρχίσει να στρέφει σημαντικό αριθμό Ελλήνων επενδυτών σε ξένες αγορές που λειτουργούν κάτω από πλήρες κανονιστικό πλαίσιο.

Η δημιουργία του νομοσχεδίου αυτού λοιπόν, το οποίο στην πραγματικότητα έρχεται να ρυθμίσει πολύ πιο μεγάλο φάσμα από αυτό της Χρηματιστηριακής Αγοράς Παραγώγων, ήταν επιτακτική ανάγκη.

Το νομοσχέδιο προέβλεπε την πλήρη διαφάνεια των συναλλαγών, αφού όλες οι εντολές προς οποιοδήποτε μέλος του Χ.Π.Α. και όλες οι χρηματιστηριακές συμβάσεις εντός και εκτός κύκλου καταγράφονται με πλήρη στοιχεία, και οι συναλλαγές δημοσιεύονται στο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου.

Σημαντική εγγύηση για την ομαλή λειτουργία του Χ.Π.Α. αποτελεί η προβλεπόμενη από το νομοσχέδιο ΕΤΕΣΕΠ, η οργάνωση, διοίκηση και λειτουργία της οποίας ρυθμίζεται από αυτό.

Με δεδομένη όμως την ευαισθησία του αντικειμένου και τη φύση καθώς και τις ιδιομορφίες των παραγώγων, θα μπορούσε να θεωρήσει κανείς ότι σημαντικότερο ρόλο παίζουν για την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς των παραγώγων τα άρθρα του νομοσχεδίου που αφορούν τους κανόνες των

συναλλαγών, τις προϋποθέσεις διενέργειας των συναλλαγών, την υποχρέωση ενημέρωσης και πληροφόρησης των παραγγελόντων και κυρίως την εκκαθάριση των συναλλαγών μέσω ΕΤΕΣΕΠ και τον ημερήσιο διακανονισμό ανοικτών θέσεων.

Το νομοσχέδιο εισήγαγε κυρώσεις σχετικά με την υπερημερία μέλους της ΕΤΕΣΕΠ ως προς την εκκαθάριση, καθώς και διαδικασία μεταβίβασης λογαριασμών παραγωγών σε άλλο μέλος της ΕΤΕΣΕΠ.

Είναι προφανές ότι τα σχετικά με το Χ.Π.Α. άρθρα του νομοσχεδίου εμφανίζουν μία πληρότητα ως προς το περιεχόμενό τους, και όχι άδικα, αφού ρυθμίζουν μία αγορά με τρομακτικές ιδιομορφίες και ευαισθησίες.

Αξίζει όμως να τονισθεί ότι δεν είναι δυνατόν να χαρακτηριστεί το πλαίσιο αυτό «πανάκεια» για την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς παραγωγών, αφού είναι γνωστό ότι ο κανόνας καθίσταται αποτελεσματικός, μόνο εφόσον αυτός τεθεί σε πλήρη εφαρμογή.

Ειδικά, το πλαίσιο αυτό πρέπει να λειτουργεί κυρίως προληπτικά και ελάχιστα κατασταλτικά για τη δημιουργία μίας πραγματικά υγιούς αγοράς παραγωγών. Διαφορετικά, υπάρχει κίνδυνος να γίνουμε μάρτυρες σημαντικών προβλημάτων που δύσκολα θα είναι αναστρέψιμα.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**Πηγές**

Αριστοτέλους, *Ηθικά Νικομάχεια* 9,14, 1162^α.

Αριστοτέλους, *Πολιτικά*, Βιβλίο Ι, κεφ. ΙV, παρ. 5.

Διογένους Λαερτίου, *Διογένης*, στιχ. 41, 6-7.

Ηροδότου Αλικαρνασσέως, *Ιστορίαι*, μετάφραση Β. Τάσου, τ.1^{ος}, σειρά: «Βιβλιοθήκη των Ελλήνων», εκδ. Ελληνικός Εκδοτικός Οργανισμός, Αθήναι Χ·Χ.

Ηροδότου Αλικαρνασσέως, *Ιστορίαι*, τ.1^{ος}, στιχ. 73.

Πλάτωνος, *Συμπόσιον* 202e-203a.

Ξένη

Electronic Bulls and Bears, *U.S. Securities Markets and Information Technology*, Office of Technology Assessment, Congress of the United States.

Fama E., «*Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*», *Journal of Finance*, USA ²⁵1970.

Gemmill G., *Political risk and market efficiency: stock and options markets in the 1987 election*, *Journal of Banking and Finance*, edition 16th.

Gemmill Gordon, *Options pricing - An international perspective*, Mc Graw - Hill Book Company, England 1993.

Maturi Richard, *Wall Street Words - From annuities to zero coupon bonds*, Probus Publishing, USA Chicago Illinois 1995.

Petzel E. Todd, *Financial Futures and Options - A Guide to Markets, Applications, and Strategies*, Quorum Books New York - Westport, Connecticut, London.

Rose Peter, *Money and Capital Markets, The Financial System in an Increasingly Global Economy*, IRWIN Professional Publishing, USA ⁵1994.

Skinner D., *Option markets and stock return volatility*, Journal of Financial Economics, USA ¹³1989.

Smithson C., *A LEGO approach to financial engineering: an introduction to forwards, futures, swaps and options* , Midland Bank Corporate Finance Journal, edition 4th.

Taylor F., *Mastering Derivatives Markets*, Financial Times market editions, Pitman Publishing, London 1996.

Ελληνική - Ελληνόγλωσση

Guirand F., *Παγκόσμιος Μυθολογία – Ιαπωνική Μυθολογία*, τ.2^{ος}, μετάφραση Ν. Τετενέ, εκδ. Χρίστου Φ. Γιοβάνη, Αθήναι.

Heinz-Günther Nesselrath, *Εισαγωγή στην Αρχαιογνωσία – Αρχαία Ελλάδα*, τ.1^{ος}, επιμέλεια Δανιήλ Ιακώβ – Αντώνη Ρεγκάκου, εκδ. Δημ. Ν. Παπαδήμα, Αθήνα 2003.

Rupert Pennant - Rea & Bill Emmott, *The Pocket Economist*, μετάφραση Φραγκίσκου Φίλιππα, εκδ. Σμπίλιας - Το Οικονομικό, Αθήνα 1986.

Zola Emile, *Χρήμα*, 1891.

Αγγελόπουλου Θ. Αγγέλου, *Οικονομικά Προβλήματα, Ελληνικά και Διεθνή*, εκδ. Βιβλιοπωλείο της «Εστίας», Αθήνα 1986.

Αγγελόπουλου Θ. Αγγέλου, *Οικονομική Ανάπτυξη, Θεωρία και Πολιτική*, εκδόσεις Πιτσιλός, Αθήνα 1989.

Αρχοντάκη Αντώνη, *Διεθνής Ορολογία στις Αγορές Κεφαλαίου και Χρήματος (Capital & Money Market Terminology)*, έκδοση της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος Α.Ε., Υποδιεύθυνση Εκπαίδευσης.

Αρχοντάκη Αντώνη, *Διεθνής Ορολογία στις Αγορές Κεφαλαίου και Χρήματος (Capital & Money Market Terminology)*, εκδ. Έντυπο, Αθήνα 1999.

Αρχοντάκη Αντώνη, *Εισαγωγή στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά*, εκδ. Έντυπο Α.Ε., Αθήνα χ.χ.

Βλασσόπουλου Μάκη, *Foreign Exchange Operations*, τ.1^{ος}, εκδ. Εθνικής Τραπέζης της Ελλάδος Α.Ε., Διεύθυνση Ανάπτυξης Προσωπικού, Υποδιεύθυνση Εκπαίδευσης Προσωπικού, Αθήνα 1988.

Γκόρτσου Χρήστου, *Συναλλαγές σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα: πτυχές του Θεσμικού πλαισίου*, σημειώσεις από σεμινάριο του Εκπαιδευτικού Κέντρου της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Αύγουστος 1997.

Γούδα Ι., *Συλλογή αρχαίων, νέων και λαϊκών ρητών, γνωμικών, αποφθεγμάτων*, Θεσσαλονίκη 1989.

Δεμίρη Χαράλαμπου, *Αξιόγραφα – Θεωρία και Πράξη*, εκδ. Εθνικής Τραπέζης της Ελλάδος, Αθήνα 1992.

Διημερίδα με θέμα: «Χρηματιστηριακή Αγορά Παραγώγων και Άλλες Διατάξεις 2533/1997 (ΦΕΚ Α΄ 228/11.11.1997)», εισηγητής: Στάθης Ποταμίτης, Οργάνωση Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης σε συνεργασία με το Κ.Ε.Κ Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, Θεσσαλονίκη 21-22 Φεβρουαρίου 1998.

Εγκυκλοπαίδεια *Επιστήμη και Ζωή*, τ.18^{ος}, εκδ. Χατζηϊακώβου Α.Ε., Θεσσαλονίκη - Αθήνα 1996.

Εγκυκλοπαίδεια Πάπυρος Λαρούς, τ.8^{ος}, εκδ. Επιστημονική Εταιρία των Ελληνικών Γραμμάτων Πάπυρος, Αθήναι χ.χ.

Εφημερίδα «Κέρδος», ημερήσια οικονομική εφημερίδα, θέμα άρθρου: «Άνοιξη στα χρηματιστήρια», έτος ΙΓ΄, Α.Φ. 3876, Αθήνα 3.4.1998.

Εφημερίδα «Το Βήμα», Τμήμα Δ΄ Ανάπτυξης, θέμα άρθρου: «Οι μετοχές στον κόσμο», έτος ΣΤ΄, Α.Φ. 12468, Αθήνα 15.2.1998.

Θωμαδάκη Β. Σταύρου, *«Η αναδιοργάνωση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς»*, ετήσια έκδοση με τη συνεργασία του περιοδικού «Επιλογή», *Οι Μηχανισμοί του Χρήματος*, Αθήνα Ιούνιος 1997.

Καρούση Ν. Γεωργίου, *Ανάλυση και Κριτική Διερεύνηση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων - Θεωρία - Πρακτικές Εφαρμογές*, Αθήνα 1987.

Κιάντου - Παμπούκη, *Εμπορικά δικαιοπράξια*, Θεσσαλονίκη - Αθήναι.

Κορλιρά Παναγιώτη, *«Η διαχρονική αξία του χρήματος»*, μηνιαίο περιοδικό για την Κεφαλαιαγορά «Χρήμα και Αγορά», Αθήνα.

Κοτζαμάνη Ν. Στεφάνου, *Ο κόσμος των επενδύσεων*, τ.2^{ος}, εκδ. Finance Invest Ltd., Αθήνα 1997.

Κυριακόπουλου Ιωάννη, *Εισαγωγή στα παράγωγα προϊόντα*, Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε., Διεύθυνση Ανάπτυξης Προσωπικού, εκδ. Έντυπο Α.Ε., Αθήνα 1997.

Κώνστα Σ. Γεωργίου, *Λεξικόν Νομικής, Το Ελληνικόν Δίκαιον και η Εφαρμογή του*, τ.12^{ος}, εκδ. Αφοι Π. Σάκκουλα, Αθήναι - Θεσσαλονίκη 1965.

Κώνστα Χρήστου, *Χρηματιστήριο, μία πρώτη 'τακτοποίηση' της αγοράς με τον κώδικα δεοντολογίας'*, ετήσια έκδοση με τη συνεργασία του περιοδικού «Επιλογή», *Οι Μηχανισμοί του Χρήματος*, Αθήνα Ιούνιος 1997.

Λυμπερόπουλου Κωνσταντίνου, *Εισαγωγή στο Τραπεζικό Μάρκετινγκ*, εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα 1987.

Μαλινδρέτου Π. Βασιλικής, *Χρηματοοικονομικά Προϊόντα*, εκδ. Παπαζήση, Αθήνα 2002.

Νιάρχου Ν., *Η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά: Τρέχουσες εξελίξεις και προοπτικές*, σειρά: «Το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα - Τάσεις και προοπτικές», εκδ. IOBE, Αθήνα 1995.

Νικήτα Ν. Μάγδας, *Παράγωγα και Θέσεις, FTSE/ASE, UTILITIES, TIMING, UNITIES, RATINGS, EXPECTATIONS, STOCKS*, εκδ. Γρηγόρη, Αθήνα 2003.

Ξανθάκη Μ. και Θωμαδάκη Σ., *Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου*, εκδ. Σάκκουλα και Ε.Ε.Τ., Αθήνα 1990.

Παπαριστείδη Δ., *Χρηματιστήριο και Υποψήφιος Επενδυτής*, εκδ. Γαλαίος, Αθήνα 1991.

Παπούλια Π. Γεωργίου, *Χρηματοοικονομική - Διοίκηση και Πολιτική (Financial management and policy)*, εκδ. Θεοδώρου Π. Τυροβόλα, Αθήνα 1982.

Παυλάκη Γ. Δημήτρη, *Τραπεζικό Μάρκετινγκ*, εκδ. Έντυπο Α.Ε., Αθήνα 1998.

Περράτη Πάυλου, *Αμοιβαία Κεφάλαια*, περιοδικό «Οικονομικός Ταχυδρόμος», 22/8/1981.

Ποταμίτη Στάθη, *Χρηματιστηριακή Αγορά Παραγώγων και άλλες διατάξεις*, εκδ. ΧΚΘ, Θεσσαλονίκη 1998.

Σιαφάκα Γ. Αναστασίου, *Τι είναι Χρηματιστήριο Αξιών – Τι πρέπει να ξέρουμε*, εκδ. Κ & Π. Σμπίλια Α.Ε.Β.Ε., Αθήνα ³1996.

Τσακλάγκανου Α. Αγγέλου, *Θέματα Οικονομικής των Επιχειρήσεων*, τ.2^{ος}, εκδ. Αδελφών Κυριακίδη Α.Ε., Θεσσαλονίκη 1995.

Τσώρη Νίκου, *Πώς κινείται το οικονομικό σύστημα στην Ελλάδα*, Αθήνα 1986.

Χουκ Σ., *Μυθολογία της Μέσης Ανατολής*, εκδ. Αρίων, Αθήναι χ.χ.

ΝΟΜΟΙ - ΔΙΑΤΑΓΜΑΤΑ

A.N. 19/20.10.1935

A.N. 1323/39

A.N. 1818/51

A.N. 2341/40

A.N. 289/45

B.Δ. 845/62

B.Δ. 11/1-5.2.1924 «περί ιδρύσεως Χρηματιστηρίου εμπορευμάτων εν Θεσσαλονίκη»

B.Δ. 11/1-5.2.1924 «περί ιδρύσεως Χρηματιστηρίου Εμπορευμάτων Πειραιώς»

N. 2533/1997 (Φ.Ε.Κ. Α' 228/11.11.1997)

N. 3632/1928 «περί Χρηματιστηρίου Αξιών»

N. 5469/32

N.6410/34

N.Δ. 608/70

N.Δ. 2/10.11.1923 «περί Χρηματιστηρίου Εμπορευμάτων»

Π.Δ. 104/94

Π.Δ. 51/1992 άρθρα 5, 7, 30 ,31

Π.Δ. 96/93

Π.Δ.Τ.Ε. 2303/94