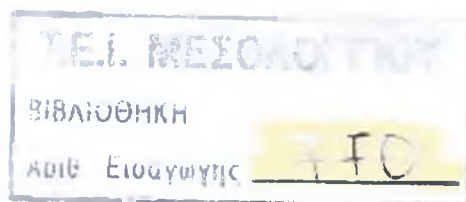


# **Τ.Ε.Ι. ΜΕΣΟΛΟΓΓΙΟΥ**

**ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ  
ΤΜΗΜΑ ΣΤΕΛΕΧΩΝ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΩΝ  
ΟΡΓΑΝΩΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΝ**



## **ΘΕΜΑ: ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ του ΣΤΟΓΙΑΝΝΑΡΗ ΑΔΑΜΑΝΤΙΟΥ**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΝΤΟΒΑΣ ΔΗΜΗΤΡΗΣ**

**ΜΕΣΟΛΟΓΓΙ 2004**

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

---

## ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ

Η ραγδαία οικονομική ανάπτυξη που σημειώθηκε από το δεύτερο μισό του 20<sup>ου</sup> αιώνα σχεδόν σ' ολόκληρο τον κόσμο προκάλεσε πλήθος επενδυτικών ευκαιριών ανά την υφήλιο, ενώ η ταυτόχρονη εξέλιξη της τεχνολογίας δημιούργησε την ικανότητα στους επενδυτές, ειδικούς και μη, να παρακολουθούν τις επενδύσεις τους καθ' όλη την διάρκεια της μέρας ανεξάρτητα που βρίσκονται τοποθετημένα τα κεφάλαια τους. Εκτός αυτού η σύγχρονη οικονομική επιστήμη και τα εξειδικευμένα λογισμικά προγράμματα των Η/Υ έχουν δώσει τα εργαλεία στους επενδυτές για περαιτέρω ανάλυση και αξιολόγηση των επενδύσεων τους, εργασία που στα προηγούμενα χρόνια αποτελούσε προνόμιο των λίγων καλά μυημένων συμβούλων επενδύσεων και διαχειριστών κεφαλαίων. Το γεγονός βέβαια ότι υπάρχει ένα τόσο μεγάλο πλήθος επενδύσεων, κρίνεται επιτακτική ανάγκη για την όσο το δυνατό πληρέστερη και έγκυρη ανάλυση κάθε μορφής επένδυσης, διότι ο κίνδυνος παραπλάνησης ελλοχεύει πάντα, ειδικά στη σύγχρονη εποχή όπου η διάδοση των πληροφοριών γίνεται αστραπιαία. Αυτό που πρέπει να έχει υπόψη του κάθε επενδυτής είναι ότι, ανεξάρτητα σε ποια κατηγορία επενδυτή ανήκει, κάθε επένδυση που πραγματοποιείται στηρίζεται σε ορισμένες βασικές επενδυτικές αρχές. Κάθε υποψήφιος επενδυτής του χρηματιστηρίου προσπαθεί αρχικά να κατασκευάσει τον προσωπικό του κώδικα επενδυτικών αρχών, στον οποίο θα στηρίξει τα πρώτα του βήματα στην αγορά, αλλά και μετέπειτα. Είναι απαραίτητο να κατανοήσει εξ' αρχής πως το ύψος των προσδοκώμενων κερδών είναι απολύτως συνδεδεμένο με το ρίσκο που είναι διατεθειμένος να

αναλάβει. Οι επενδυτές πρέπει να αποζημιώνονται για το γεγονός ότι παίρνουν επιπρόσθετο ρίσκο κατέχοντας μια επισφαλή επένδυση έναντι κάποιας πιο σταθερής και ασφαλούς επένδυσης, όπως μετρητά ή ομόλογα · αυτό ονομάζεται *risk premium* και αποτελεί τη διαφορά μεταξύ μιας ασφαλούς απόδοσης και της απόδοσης από μια επικίνδυνη επένδυση. Η σχέση κινδύνου – απόδοσης είναι ή πρέπει να είναι ανάλογη. Επενδύσεις με υψηλό κίνδυνο πρέπει να έχουν υψηλές αναμενόμενες αποδόσεις, ενώ αυτές με χαμηλή απόδοση πρέπει να προσφέρουν μεγαλύτερη ασφάλεια, χωρίς αυτό να αποτελεί αναγκαία συνθήκη, αφού υπάρχουν επενδύσεις με χαμηλές αποδόσεις και εξαιρετικά υψηλό κίνδυνο. « Οι μεγάλες αποδόσεις προϋποθέτουν αυξημένο ρίσκο. Δεν υπάρχουν δωρεάν γεύματα στις επενδύσεις», σύμφωνα με τον Ρος Μαργκόλης της Salomon Brothers Asset Management και από τους κορυφαίους διαχειριστές hedge fund <sup>1</sup> στον κόσμο.

Ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου μπορεί να διακριθεί σε 2 μέρη. Το μέρος εκείνου του κινδύνου που είναι δυνατό να αντιμετωπιστεί από τον επενδυτή ονομάζεται μη συστηματικός κίνδυνος (*unsystematic or nonsystematic risk*) και σχετίζεται με παράγοντες τους οποίους ο επενδυτής είναι σε θέση να αντιμετωπιστεί, έτσι όταν πρόκειται να τοποθετήσει τα κεφάλαια του σε μια μετοχή είναι αναγκαία προϋπόθεση να προβεί στην χρηματοοικονομική κατάσταση της εταιρίας τις προοπτικές και το κύρος της στην αγορά κτλ. Τις πληροφορίες αυτές μπορεί να τις λάβει από τις οικονομικές εφημερίδες, από την Α.Χ.Ε.\* με τη οποία συνεργάζεται και από τα οικονομικά δελτία που εκδίδει η εταιρία.

---

<sup>1</sup> hedge funds Εταιρία, κοινοπραξία ατόμων με σκοπό να συνενώσουν και να επενδύσουν τα διαθέσιμα τους για να τα διασφαλίσουν ή να πετύχουν αυξημένα κέρδη από υπεραξία P.

Μαργκόλης: Καθημερινή 21/4/2002.

\* Α.Χ.Ε. : Ανώνυμη Χρηματιστηριακή Εταιρία.

Από την άλλη πλευρά το μέρος του κινδύνου το οποίο οφείλεται στις συνθήκες της αγοράς ονομάζεται συστηματικός κίνδυνος (systematic risk). Τον κίνδυνο αυτό ο επενδυτής είναι αδύνατον να τον προβλέψει ή να τον αντιμετωπίσει γιατί έχει σχέση με τα μακροοικονομικά μεγέθη της οικονομίας και γενικότερα παράγοντες τους οποίους δεν μπορεί να επηρεάσει άμεσα, χωρίς αυτό να σημαίνει πως ο επενδυτής γίνεται έρμαιο της αγοράς, μένοντας απροστάτευτος.

Υπάρχουν τρόποι αντιμετώπισης ή μέτρησης του κινδύνου με την Τυπική Απόκλιση (Standard Deviation) η οποία μετρά την μεταβλητότητα μιας επένδυσης και το εύρος της απόδοσης, κατά πόσο διαφέρει η μελλοντική από την μέση ιστορική απόδοση. Από τη μέθοδο αυτή προκύπτει ο τύπος beta (b) ή διαφορετικά η μέθοδος του συστηματικού κινδύνου ο οποίος μετρά τη μεταβολή μεμονωμένων μετοχών ή χαρτοφυλακίων σε σχέση με τις μεταβολές του δείκτη όλης της αγοράς. Το beta της μετοχής δείχνει την αναλογία της διακύμανσης της σε σχέση με το γενικό δείκτη. Αν ο δείκτης ανεβεί 10% και η μετοχή έχει beta=1,8 τότε η προσδοκώμενη άνοδος της μετοχής θα είναι 18%, ενώ αν υπάρξει πτώση 20%, η αναμενόμενη απώλεια είναι 36%. Ο τύπος υπολογισμού του beta (b) είναι:

$$B_i = \frac{Cov(R_i, R_A)}{\sigma^2 A}$$

Cov (R<sub>i</sub>, R<sub>A</sub>) = συνδιακύμανση των αποδόσεων της επένδυσης i με τις αποδόσεις της αγοράς.

σ<sup>2</sup> A = η διακύμανση των αποδόσεων της αγοράς.

Το «b» μας επιτρέπει να κατατάξουμε μετοχές ως επιθετικές όταν έχουν beta πάνω από την μονάδα (b>) και ως αμυντικές με b<1. Συνήθως οι εταιρίες που έχουν υψηλή κεφαλαιοποίηση θεωρούνται αμυντικές εξαιτίας της σπουδαιότητάς τους στην συνολική κεφαλαιοποίηση του χρηματιστηρίου. Στην αντίθετη πλευρά οι εταιρίες με χαμηλή κεφαλαιοποίηση θεωρούνται επιθετικές γιατί μεταβάλλονται

δυσανάλογα σε σχέση με τον γενικό δείκτη, δηλαδή στα ράλλυ ανόδου πρωτοστατούν όπως επίσης και στις πτώσεις.

Ο δείκτης beta (b) είναι το κυριότερο όπλο αντιμετώπισης του κινδύνου για έναν μεμονωμένο επενδυτή. Όσον αφορά τους θεσμικούς επενδυτές αυτοί, λόγω μεγέθους κεφαλαίων, έχουν περισσότερες άμυνες απέναντι σε οποιοδήποτε κίνδυνο, όπως πολύ μεγάλη διασπορά χαρτοφυλακίου, χαμηλότερες προμήθειες στις συναλλαγές που πραγματοποιούν, δυνατότητα έγκυρων και έγκαιρων πληροφοριών για τίτλους ή μεγέθη της οικονομίας, δεν είναι τυχαίο που στις υποτιμήσεις νομισμάτων οι πρώτοι που λαμβάνουν θέσεις πώλησης είναι συνήθως μεγάλοι θεσμικοί επενδυτές.

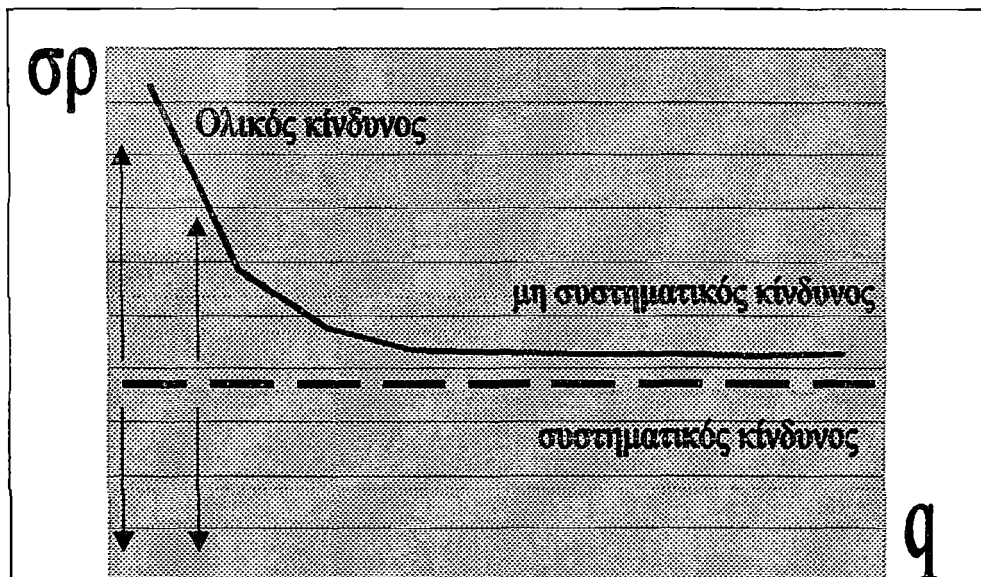
Για την αντιμετώπιση του μη-συστηματικού κινδύνου ο επενδυτής έχει τρόπους να αμυνθεί, γιατί αν κρίνει ότι τα οικονομικά στοιχεία της εταιρίας X δεν τον ικανοποιούν απλά δεν επενδύει σ' αυτήν, επιπλέον όταν πρόκειται για χαρτοφυλάκιο τίτλων η διαφοροποίηση του αποτελεί το καλύτερο όπλο. Επομένως η αμέσως κυριότερη αρχή είναι αυτή της διασποράς των τίτλων άρα και του κινδύνου. Εάν κάποιος νιώθει άβολα με τον επενδυτικό κίνδυνο παραπάνω από το κανονικό, τότε η διαφοροποίηση, και όχι ο συγκεντρωτισμός θα δώσει στο επενδυτικό χαρτοφυλάκιο μια γερή βάση και θα διαθέσει ένα επίπεδο διαχειριστικού ελέγχου που σε καμιά άλλη περίπτωση δεν θα απολαμβάνει. Ο επενδυτής θα πρέπει να κοιτά το χαρτοφυλάκιο\* ως σύνολο αξιών όχι μόνο θέση προς θέση, και αν προσπαθεί να ελαττώσει την μεταβλητότητα ή την αβεβαιότητα του χαρτοφυλακίου του, προφανώς χρειάζεται περισσότερο από ένα τίτλο, όπως επίσης και τίτλους οι οποίοι δεν σχετίζονται μεταξύ τους. « Η επενδυτική στρατηγική θα πρέπει να στοχεύει στις υψηλές αλλά με χαμηλή διακύμανση αποδόσεις, στη μεγάλη διασπορά χαρτοφυλακίου σε επί

---

\* Χαρτοφυλάκιο: Σύνολο κινητών αξιών και χρεογράφων, που κατέχει ο επενδυτής.

μέρους προϊόντα και διαχειριστές και στη χαμηλή συσχέτιση των επενδυτικών τοποθετήσεων του χαρτοφυλακίου», σύμφωνα με τον Σ. Σαραντινό Γενικό Διευθυντή της Κύπρου Α. Ε. Δ. Α. Κ\*. Πολλοί επαγγελματίες σύμβουλοι επενδύσεων προτείνουν μια κατανομή μετρητών 5-10% από τα επενδυμένα κεφάλαια ή τουλάχιστον κεφάλαια ίσα με το ετήσιο κόστος διαβίωσης και τοποθέτησης όχι πάνω από το 10% των κεφαλαίων σ' ένα βιομηχανικό κλάδο ή το πολύ 5% των κεφαλαίων σε μια μετοχή έτσι ώστε να αντιμετωπιστεί ο μη συστηματικός κίνδυνος.

Η αντιμετώπιση του μη-συστηματικού κινδύνου μπορεί να δειχθεί και να εξηγηθεί διαγραμματικά.



$\sigma_p$  = κίνδυνος χαρτοφυλακίου

$q$  = αριθμός επενδύσεων

\* Α. Ε. Δ. Α. Κ. : Ανώνυμη Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων.  
Σ. Σαραντινός, γενικός διευθυντής Κύπρου Α.Ε.Δ.Α.Κ. Συνέντευξη στον Γ. Παπαϊωάννου με θέμα Αποδοτικά Χαρτοφυλάκια, εφημ. ΤΟ ΒΗΜΑ, Κυριακή 14 Απριλίου 2002.

Ο ολικός κίνδυνος του χαρτοφυλακίου μετριέται με τις τυπικές αποκλίσεις διαδοχικά ενός μέσου χαρτοφυλακίου μιας επένδυσης, ενός μέσου χαρτοφυλακίου 2 επενδύσεων κτλ. Στο διάγραμμα φαίνεται ότι ο βαθμός κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου επενδύσεων μειώνεται ασυμπτωτικά προς ένα όριο, καθώς ο αριθμός των τυχαίων επενδύσεων που περιλαμβάνονται σ' αυτό αυξάνεται γι' αυτό και συνιστάται η όσον το δυνατό μεγαλύτερη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Το όριο στο οποίο τείνει ο ολικός κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου, καθώς ο αριθμός των επενδύσεων που περιλαμβάνει αυξάνεται, είναι ο συστηματικός κίνδυνος. Η διαφορά μεταξύ ολικού κινδύνου και συστηματικού είναι ο μη-συστηματικός κίνδυνος. Απ' όσα προαναφέρθηκαν παραπάνω γίνεται κατανοητό πως ο επενδυτής ανάλογα με τους κινδύνους που είναι διατεθειμένος να αναλάβει και ισοσταθμίζοντας τα κέρδη και επικείμενες απώλειες, προχωράει στην τοποθέτηση των κεφαλαίων του στην αγορά. Σ' αυτό το σημείο ο ορθολογικός επενδυτής θα δεσμεύσει εκείνα τα κεφάλαια για επένδυση τα οποία δεν έχει άμεση ανάγκη εφαρμόζοντας την επενδυτική αρχή η οποία προτρέπει την επένδυση από το περίσσειμα των κεφαλαίων μας και όχι από το υστέρημα μας. Η μεταβλητότητα και αβεβαιότητα που επικρατεί στην χρηματιστηριακή αγορά κάνει επιτακτική την ανάγκη για την εφαρμογή της παραπάνω αρχής. Σε περιόδους χρηματιστηριακής καθίζησης αποτρέπεται η απώλεια μεγάλου μέρους του κεφαλαίου, ειδικά δε όταν η πτώση των αξιών παίρνει την μορφή κρίσης η τοποθέτηση του υστερήματος μας στην χρηματιστηριακή αγορά θα δημιουργούσε κατακόρυφη πτώση της αγοραστικής δύναμης και του βιοτικού επιπέδου αντίστοιχα. Γι' αυτό αυτό που είναι ορθό να γίνεται είναι η δέσμευση εκείνου του κεφαλαίου το οποίο δεν το χρειαζόμαστε άμεσα.

Το αμέσως επόμενο βήμα είναι να προσδιορίσει στους στόχους του στην αγορά, δηλαδή σε ποια κατηγορία επενδυτών ανήκει. Ο χρόνος διακράτησης των αξιών που κατέχει έχει απόλυτη σχέση με την κατηγορία επενδυτών που ανήκει. Οι μακροπρόθεσμες βλέψεις των επενδύσεων αποτελούν στοιχείο των συντηρητικών κυρίως επενδυτών, ενώ τα βραχυπρόθεσμα κέρδη είναι κυρίως στόχος των πιο επιθετικών και κερδοσκοπών επενδυτών. Η ουσία των επενδύσεων ανεξάρτητα, από κατηγορία, είναι η αποκόμιση κερδών σε κάποιο προκαθορισμένο χρόνο. Η διαφορά κερδοσκοπίας από μια απλή επένδυση είναι στην μεν πρώτη η εξασφάλιση κέρδους που απορρέει από την μεταβολή της τιμής των τίτλων, έχουν κατά βάση βραχυχρόνιο ορίζοντα χρησιμοποιώντας ακόμα και αθέμιτα μέσα. Φυσικά ο κίνδυνος να χάσουν όλο ή ένα μεγάλο μέρος από το κεφάλαιο τους από τις μεθόδους και τα προϊόντα που χρησιμοποιούν είναι εξίσου υψηλός. Σε μια απλή επένδυση η δέσμευση του κεφαλαίου είναι για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, ενώ σε περιόδους αβεβαιότητας ρευστοποιούν τις επενδύσεις τους, χάνοντας μ' αυτό τον τρόπο μέρος των μελλοντικών κερδών, αλλά διασφαλίζοντας το κεφάλαιο τους.

Σύμφωνα με τα παραπάνω η διεθνής βιβλιογραφία έχει κατατάξει τους επενδυτές σε 4 κατηγορίες.

### **1. ΠΟΛΥ ΣΥΝΤΗΡΗΤΙΚΟΙ (risk averse)**

Βασικός στόχος του συγκεκριμένου τύπου επενδυτή είναι η διατήρηση του κεφαλαίου του και δεν είναι διατεθειμένος να ρισκάρει μεγάλο μέρος του κεφαλαίου, άσχετα αν αυτή η τακτική του αποφέρει ελάχιστα, σε σύγκριση με την υπόλοιπη αγορά, κέρδη. Συνήθως οι επενδυτές αυτοί τοποθετούν το μεγαλύτερο ποσοστό του κεφαλαίου τους σε σταθερά επενδυτικά προϊόντα, όπως *repos*, υψηλότερα



γραμμάτια του Δημοσίου, σταθερά νομίσματα, ενώ το υπόλοιπο μέρος σε μετοχές οι οποίες δεν παρουσιάζουν έντονες διακυμάνσεις. Σε γενικές γραμμές δεν προβαίνουν σε συχνές αλλαγές του χαρτοφυλακίου τους, ενώ σπάνια εκτελούν πράξεις στο χρηματιστήριο.

## **2. ΣΥΝΤΗΡΗΤΙΚΟΣ (risk avoided)**

Η κατηγορία αυτή των επενδυτών έχει σχετικά μικρή ανεκτικότητα στον κίνδυνο (και είναι διατεθειμένοι να ρισκάρουν ένα μικρό μέρος του κεφαλαίου τους για την πραγματοποίηση κάποιων κερδών). Αυτό συνεπάγεται αύξηση της θέσης του επενδυτή σε μετοχικούς τίτλους απ' ότι σ' ένα πολύ συντηρητικό. Η αναλογία του χαρτοφυλακίου του είναι 2/3 σε σταθερούς τίτλους και το υπόλοιπο σε μετοχές του εξωτερικού και εσωτερικού, ενώ εκτελούν πράξεις με συχνότητα από 3 έως 6 μήνες.

## **3. ΜΕΤΡΙΩΣ ΕΠΙΘΕΤΙΚΟΣ (risk takers)**

Σ' αυτή την κατηγορία ανήκουν επενδυτές οι οποίοι είναι διατεθειμένοι να ρισκάρουν το μεγαλύτερο μέρος του κεφαλαίου τους με την προοπτική πραγματοποίησης μεσοπρόθεσμων κερδών. Ο επενδυτής είναι γνώστης της αγοράς και των κινδύνων που έχει, ενώ πιστεύει πως μακρόχρονα οι μετοχές θα αποδώσουν περισσότερο απ' ότι οι άλλες επενδύσεις και οι συναλλαγές του είναι αρκετά συχνές στην χρηματιστηριακή αγορά. Συνήθως ένα ποσοστό γύρω στο 55% του χαρτοφυλακίου τους είναι τοποθετημένο σε μετοχικούς τίτλους και το υπόλοιπο σε πιο σταθερά προϊόντα.

#### **4. ΕΠΙΘΕΤΙΚΟΣ**

Ο συγκεκριμένος τύπος επενδυτή επιδιώκει την πραγματοποίηση κερδών ρισκάροντας ακόμα και ολόκληρο το κεφάλαιο του, έχοντας άριστη γνώση και πολύχρονη εμπειρία των αγορών. Το γεγονός ότι επενδύει σε μετοχικούς τίτλους και παράγωγα, αποδεικνύει το βραχυπρόθεσμο χαρακτήρα των επενδύσεων του καθώς επίσης και την ανοχή του να αποδέχεται σημαντικές αυξομειώσεις του χαρτοφυλακίου του προκειμένου να πετύχει κέρδη. Επιπλέον η σύνθεση του χαρτοφυλακίου μεταβάλλεται διαρκώς ανάλογα με τις ευκαιρίες που παρουσιάζονται στην αγορά, έτσι ενημερώνεται καθημερινά για τις τάσεις της αγοράς και ενδέχεται να πραγματοποιεί πράξεις στο χρηματιστήριο ακόμα και καθημερινά. Η αναλογία του χαρτοφυλακίου ενδέχεται να αποτελείται ακόμα και σε ποσοστό 100% από μετοχικούς τίτλους.

Κλείνοντας ένα τελευταίο αλλά εξίσου σημαντικό στοιχείο που πρέπει να προσέξει ο επενδυτής είναι η χρηματιστηριακή εταιρία με την οποία θα συνεργαστεί. Σ' αυτό που πρέπει να δώσει έμφαση είναι το σύνολο των υπηρεσιών που προσφέρει η Α.Χ.Ε. καθώς και αν είναι αναγνωρισμένη να εκτελεί πράξεις. Η ταχύτητα εκτέλεσης εντολών αποτελεί το σημαντικότερο κριτήριο για την επιλογή της κατάλληλης Α.Χ.Ε., δηλαδή αν οι τιμές αγοράς ή πώλησης που πέτυχαν ήταν σύμφωνες με τις εντολές που της δόθηκαν. Είναι στην κρίση του επενδυτή πρώτα απ' όλα και του χρηματιστή να επιλεγούν οι καταλληλότερες μετοχές και η κατάλληλη χρονική στιγμή για την δημιουργία, τις αναδομήσεις και ρευστοποίηση μετοχών. Ο ορθολογικός επενδυτής είναι απαραίτητο να ενημέρωση μπορούν να προσφέρουν οι Α.Χ.Ε. μέσω δελτίων, αναλύσεων, εκτιμήσεων, καθώς

επίσης για τις προμήθειες που χρεώνουν για την διεκπεραίωση των συναλλαγών και τις επιπρόσθετες υπηρεσίες που προσφέρουν στους πελάτες επενδυτές. Ειδικότερα για τις χρεώσεις το κόστος των συναλλαγών ροκανίζει τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου, οπότε ο επενδυτής είναι καλό να ψάξει εταιρίες, οι οποίες παρέχουν υπηρεσίες σε όσο το δυνατό πιο λογικό κόστος.

**ΠΟΛΥ  
ΣΥΝΤΗΡΗΤΙΚΟΣ**



- Μακροχρόνια Ομόλογα
- Ελληνικές Μετοχές
- Καταθέσεις
- Καταθέσεις Συναλλάγματος

**ΣΥΝΤΗΡΗΤΙΚΟΣ**



- Μετοχές Εξωτερικού
- Ελληνικές Μετοχές
- Μακροχρόνια Ομόλογα
- Καταθέσεις
- Καταθέσεις Συναλλάγματος

**ΜΕΤΡΙΩΣ  
ΕΠΙΘΕΤΙΚΟΣ**



- Μετοχές Εξωτερικού
- Ελληνικές Μετοχές
- Μακροχρόνια Ομόλογα
- Καταθέσεις
- Καταθέσεις Συναλλάγματος

**ΕΠΙΘΕΤΙΚΟΣ**



- Μετοχές Εξωτερικού
- Ελληνικές Μετοχές

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

---

Πριν προχωρήσουμε στο είδος των επενδυτικών επιλογών που έχει στη διάθεση του ο επενδυτής είναι απαραίτητο να αναφέρουμε τον χώρο στον οποίο πραγματοποιούνται αυτές οι συναλλαγές.

Κατ' αρχήν έχουμε την κεφαλαιαγορά\* από την οποία πραγματοποιείται η μακροπρόθεσμη άντληση κεφαλαίων, με σκοπό να επενδυθούν για την δημιουργία παραγωγικών κεφαλαίων. Αντλούνται κεφάλαια από τους εκδότες που μπορεί να είναι δημόσιες ή ιδιωτικές επιχειρήσεις με πώληση μετοχών και ομολογιών στο επενδυτικό κοινό από τους αναδόχους. Η επιμέλεια της έκδοσης είναι ευθύνη του αναδόχου (underwriter), ο οποίος χρησιμοποιείται απαραίτητα στη μετοχική και ομολογιακή αγορά. Κύριες υποχρεώσεις του αναδόχου είναι:

- A) συμβουλές, δηλαδή ο ορισμός των χαρακτηριστικών της έκδοσης (τιμή, διασπορά, χρόνος έκδοσης)
- B) ανάληψη κινδύνου, αγοράζοντας ολόκληρες ή ένα μέρος της έκδοσης σε περίπτωση που δεν υπάρξει ανάλογη ζήτηση, για τις μετοχές ή τις ομολογίες
- Γ) πώληση της έκδοσης έναντι προμήθειας
- Δ) σταθεροποίηση της τιμής στο χρηματιστήριο με εντολές που έχει κάνει γνωστές στη διοίκηση του χρηματιστηρίου.

Χρηματιστηριακή Αγορά ή Δευτερογενής Αγορά είναι η αγορά στην οποία διαπραγματεύονται τα χρεόγραφα που δεν

---

\* υποσημ.: Κεφαλαιαγορά και Χρηματιστηριακή Αγορά δεν είναι το ίδιο, αλλά είναι αγορές που αλληλοσυμπληρώνουν η μια την άλλη. Η υγιής λειτουργία της μιας συντελεί στην αποτελεσματικότητα της άλλης.

προσφέρονται στους επενδυτές για πρώτη φορά. Η άμεση διαπραγμάτευση των τίτλων γίνεται μετά την ολοκλήρωση των διαδικασιών της πρωτογενούς αγοράς. Ο βασικός στόχος της Χ. Αγοράς είναι η δυνατότητα που δίνει στους κατόχους τίτλων της πρωτογενούς αγοράς να διαπραγματεύονται τα χρεόγραφα τους με τους ενδιαφερόμενους επενδυτές σε τιμές που καθορίζονται από τους νόμους της προσφοράς και ζήτησης. Η αγοραπωλησία των μετοχών γίνεται στο χρηματιστήριο αξιών από τους αντικριστές-χρηματιστές και όχι με άμεση ανταλλαγή μεταξύ των επενδυτών. Το χρηματιστήριο αξιών παρέχει τον χώρο, ορίζει τους κανόνες και εφαρμόζει τους μηχανισμούς προστασίας των επενδυτών. Με τις συναλλαγές που πραγματοποιούνται η εταιρία δεν επηρεάζεται άμεσα, αλλά έμμεσα με την μεταβολή μόνο της χρηματιστηριακής της αξίας.

Τέλος υπάρχει η χρηματαγορά στην οποία διαπραγματεύονται το χρήμα και στενά υποκατάστατα, ενώ η χρονική διάρκεια των επενδύσεων είναι βραχυχρόνια. Στην αγορά αυτή παίρνουν μέρος στις αγοραπωλησίες χρεογράφων μόνο τράπεζες και χρηματιστηριακές εταιρίες, οι οποίες κάνουν προσφορά για αγορά και πώληση χρεογράφων σε προκαθορισμένη τιμή και ποσότητα, ενώ οι τιμές που ανακοινώνονται περιλαμβάνουν την προμήθεια και το κέρδος του market maker.\*

Έτσι καθημερινά οι dealers\* καθορίζουν 2 τιμές για κάθε είδος χρεογράφου (Διαδικό σύστημα τιμών), μια στην οποία αγοράζουν οι dealers (buy ή bid) και συνεπώς η τιμή στην οποία μπορούν να πουλήσουν οι κάτοχοι τα χρεόγραφα τους και η τιμή στην οποία πωλούν (offer ή sale) και συνεπώς η τιμή στην οποία μπορούν να

---

\* υποσημ: market maker, ειδικός διαπραγματευτής αγοράς. Μεσίτης ή Τράπεζα, που έχει τη δυνατότητα να προσφέρει καθημερινά τιμές αγοράς και πώλησης για χρεόγραφα και ξένο συνάλλαγμα, ενεργώντας για ίδιο λογαριασμό ή πελατών της.

\* dealer: εξειδικευμένος υπάλληλος πιστωτικού ιδρύματος για τη διενέργεια πράξεων σε χρεόγραφα ή συνάλλαγμα.

αγοράσουν αυτοί που επιθυμούν χρεόγραφα. Η χρηματαγορά αποτελείται από την διατραπεζική αγορά, την αγορά συναλλάγματος και τα χρηματοπιστωτικά χρεόγραφα (ομόλογα Δημοσίου, Τραπεζών, βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα κτλ.)

Η διαπραγμάτευση των μετοχών -όπως αναφέρθηκε- πραγματοποιείται στο χρηματιστήριο αξιών το οποίο μπορεί να έχει άνοδο ή πτώση ανάλογα με τις μεταβολές του γενικού δείκτη τιμών. Ο Γενικός δείκτης αντιπροσωπεύει ένα μόνο μέρος των εισηγμένων εταιριών, εφόσον τον πίνακα του, τον αποτελούν ορισμένες εταιρίες από κάθε κλάδο των εισηγμένων (π.χ. Τράπεζες, κατασκευές, leasinglok). Ο υπολογισμός του δείκτη βρίσκεται με το πηλίκιο της διαίρεσης:

$$\Gamma.\Delta = 100X \frac{\text{Αριθμός Εισηγμένων Μετοχών } X \text{ Τρέχουσα Τιμή Μετοχών}}{\text{Αριθμός Εισηγμένων Μετοχών } X \text{ τιμή μετοχής το έτος ίδρυσης του Χ.Α.}}$$

Παρόλα αυτά ο γενικός δείκτης δεν αποτελεί έγκυρο στοιχείο για τις τάσεις της αγοράς εφόσον ορισμένες μετοχές λόγω της υψηλής κεφαλαιοποίησης έχουν την ικανότητα να επηρεάζουν σε πολύ μεγάλο βαθμό τις μεταβολές του γενικού δείκτη τιμών, δίνοντας μ' αυτό τον τρόπο λανθασμένη εικόνα για την γενικότερη εικόνα της χρηματιστηριακής αγοράς. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί για τη Φινλανδικό χρηματιστήριο, στο οποίο μόνο μια εταιρία (Nokia) εξαιτίας της τεράστιας χρηματιστηριακής της αξίας -το ήμισυ περίπου της συνολικής Χ.Α- μπορεί να επηρεάσει σημαντικά την γενικότερη εικόνα του Φινλανδικού Χρηματιστηρίου οι υψηλές αποδόσεις που είχε η συγκεκριμένη χρηματιστηριακή αγορά, οφειλόταν κατά κύριο λόγο στην μεγάλη άνοδο της τιμής της εταιρίας κατασκευής κινητών τηλεφώνων Nokia.

Ωστόσο υπάρχουν αρκετοί επενδυτές οι οποίοι παρακολουθούν προσεχτικά τις μεταβολές του γενικού δείκτη και αξιολογούν τις αποδόσεις τους έναντι του μέσου όρου της αγοράς. Σε γενικές γραμμές όταν η απόδοση του δείκτη είναι μικρότερη απ' αυτήν του χαρτοφυλακίου μας, τότε σαφώς και είμαστε κερδισμένοι, ενώ χάνουμε στην αντίθετη περίπτωση. Υπάρχει άμεση σχέση μεταξύ μετοχών και γενικού δείκτη, όσον αφορά την δημιουργία ενός χαρτοφυλακίου και αυτό γιατί υπάρχουν μετοχές οι οποίες κινούνται προς τα πάνω όταν η αγορά κινείται αντίστροφα (defensive stock), μετοχές οι οποίες κινούνται σύμφωνα με την αγορά και μετοχές οι οποίες προηγούνται της αγοράς στην αλλαγή κατεύθυνσης κατά την ανοδική αλλά και κατά την καθοδική πορεία – κινούνται ανοδικά νωρίτερα απ' ότι η αγορά και το αντίστροφο.

Εκτός από τον Γενικό Δείκτη Τιμών υπάρχουν στην Ελλάδα και άλλες κατηγορίες δεικτών πιο συγκεκριμένοι, οι οποίοι αντιπροσωπεύουν μια κατηγορία μετοχών λ.χ. τραπεζικός, ασφαλειών, βιομηχανικός, εμπορίου οι λεγόμενοι κλαδικοί δείκτες κτλ. ή σύμφωνα με την κεφαλαιοποίηση των εταιριών ανεξαρτήτως κλάδου όπως, ο FTSE\*/ ASE20 ο οποίος παρουσιάστηκε πρώτη φορά στις 24 Σεπτεμβρίου 1997, εντάσσοντας τις 20 εταιρίες που συνδυάζουν δυο κριτήρια: μεγάλη κεφαλαιοποίηση και διασπορά. Ξεκίνησε με αρχική τιμή 1000 μονάδες, ενώ σχεδιάστηκε για να υποστηρίξει τη δημιουργία παράγωγων προϊόντων.

Ο F.T.S.E/ ASE Mid 40 ο οποίος απαρτίζεται από τις 40 εταιρίες μεσαίας κεφαλαιοποίησης που εκπροσωπούνται από όλους τους κλάδους. Πρωτοπαρουσιάστηκε στις 8 Δεκεμβρίου 1999 ως συμπλήρωμα του F.T.S.E/ASE20, ξεκινώντας από τις 1000 μονάδες.

---

\* F.T.S.E/A.S.E= Financial Times Stock Exchange/ Athens Stock Exchange.



Ο F.T.S.E./ASE Small (ap 80) είναι δείκτης εταιριών μικρής κεφαλαιοποίησης, ο οποίος περιλαμβάνει 80 μετοχές με την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση στην κατηγορία τους που συγχρόνως ικανοποιούν τους ελέγχους καταλληλότητας των δεικτών F.T.S.E

Ο F.T.S.E/AS E 140 ο οποίος είναι ο συγκεντρωτικός δείκτης των παραπάνω τριών.

Όσον αφορά τις αγορές του εξωτερικού οι δείκτες που επηρεάζουν περισσότερο, και κατ' επέκταση είναι οι πιο σημαντικοί είναι οι εξής:

Dow Jones Industrial Average: Ο ιστορικός χρηματιστηριακός δείκτης των Η.Π.Α. και ο διασημότερος δείκτης όλων των αγορών σήμερα. Κατασκευάστηκε στις 26 Μαΐου 1896 από δυο δημοσιογράφους, τον Τσαρλς Ντάου και τον Έντουαρτ Τζόουνς, ιδρυτές της εφημερίδας «Wall Street Journal» και άρχισε να δημοσιεύεται στην εφημερίδα από τις 7 Οκτωβρίου 1896 όταν είχε 40,94 μονάδες. Αρχικά αποτελούνταν από τις βιομηχανικές εταιρίες τις τότε εποχής από τις οποίες έχει απομείνει στις μέρες μας μόνο η General Electric, ενώ οι υπόλοιπες δεν υπάρχουν. Συνολικά στον δείκτη Dow Jones αντιπροσωπεύονται εισηγμένες με συνολική κεφαλαιοποίηση άνω των 10 τρις. Δολαρίων και ημερήσιο όγκο συναλλαγών 2,6 τρις. Δολάρια. Ο Dow Jones Industrial Average είναι ο απλός μέσος όρος 30 μετοχών και θεωρείται ο δείκτης ο οποίος αντιπροσωπεύει καλύτερα την αγορά των Η.Π.Α.

Nasdaq composite είναι ο ευρύτερος δείκτης του ηλεκτρονικού χρηματιστηρίου Nasdaq το οποίο ιδρύθηκε το 1971 και ξεκίνησε από τις 100 μονάδες. Σ' αυτόν περιλαμβάνονται μετοχές αναπτυσσόμενων εταιριών και νέας τεχνολογίας και διαιρείται σε 8 δείκτες.

Στη συνέχεια τα πιο σημαντικά χρηματιστήρια είναι αυτό του Λονδίνου, το οποίο αντιπροσωπεύει περίπου 3000 επιχειρήσεις, του Τόκυο, Φρανκφούρτης, Παρισιού, Μιλάνου, Ζυρίχης, Χονγκ-Κονγκ.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

---

### ΜΕΤΟΧΕΣ

Όπως αναφέρθηκε στην αρχή της εργασίας αυτής ο κάθε επενδυτής έχει στην διάθεση μια πληθώρα επενδυτικών προϊόντων για την τοποθέτηση των χρημάτων του και εφόσον ξεκαθαρίσει τι επιδιώκει από την αγορά μόνο τότε θα προβεί σε επενδύσεις.

Στο κεφάλαιο αυτό θα ασχοληθούμε αναλυτικά με τα είδη των επενδύσεων και με τους τρόπους και τις διαδικασίες που είναι αναγκαίο να ακολουθήσει ο επενδυτής ώστε να έχει κερδοφόρα αποτελέσματα στο χαρτοφυλάκιο του, με την προϋπόθεση βέβαια ότι έχει προηγουμένως σεβαστεί τις επενδυτικές στρατηγικές που πρέπει να ακολουθήσει. Επίσης έγινε αναφορά και στα χρηματιστήρια και επειδή οι επενδύσεις με τις οποίες θα ασχοληθούμε έχουν σκοπό την αύξηση χρηματιστικού κεφαλαίου είναι εύλογο να αρχίσουμε την ανάλυση με την πιο ευρεία επένδυση που γίνεται σ' αυτόν τον χώρο, τις μετοχές. Είναι ορθό να διευκρινιστεί πως οι μετοχές δεν είναι χαρακτηριστικό στοιχείο όλων των επιχειρήσεων παρά μόνο με των Α.Ε. (λ.χ. οι συνεταιρισμοί έχουν τις συνεταιριστικές μερίδες).

### **3.1 ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΜΕΤΟΧΕΣ**

Το μετοχικό κεφάλαιο αποτελεί την κύρια και μόνιμη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων που έχουν την νομική μορφή της Ανώνυμης Εταιρίας (Α.Ε.) και το οποίο διαιρείται σε μικρότερα ίσα μερίδια τα οποία ονομάζονται μετοχές (shares). Επομένως μετοχή είναι μια εγγραφή βεβαίωση που δηλώνει και αποδεικνύει ότι ο κάτοχος της είναι συνέταιρος στην Α.Ε. και έχει όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις που απορρέουν απ' αυτή.

Στο κοινό μετοχικό κεφάλαιο υπάρχουν 2 ειδών μετοχές οι ονομαστικές, στις οποίες αναγράφεται εκτός από το όνομα της εταιρίας και τα στοιχεία του δικαιούχου. Οι εταιρίες που είναι υποχρεωμένες να εκδίδουν μόνο ονομαστικές μετοχές είναι οι τράπεζες, οι ασφαλιστικές εταιρίες, οι εταιρίες ημερήσιου τύπου και κοινής ωφέλειας. Το άλλο είδος μετοχής είναι οι ανώνυμες οι οποίες φέρουν τα στοιχεία της εταιρίας αλλά όχι του ιδιοκτήτη, καθώς επίσης και από μια σειρά μερισματαποδείξεων (κουπόνια). Η πλειοψηφία των εμποροβιομηχανικών εταιριών είναι ανώνυμες.

Μερικές επιχειρήσεις έχουν και άλλες κατηγορίες μετοχικού κεφαλαίου, του οποίου οι μετοχές έχουν ιδιαίτερα χαρακτηριστικά, όσον αφορά τη διανομή κερδών, τα δικαιώματα ψήφου και τη συμμετοχή στο καθαρό προϊόν της εκκαθάρισεως της επιχείρησης. Παραδείγματα τέτοιων μετοχών οι ιδρυτικοί τίτλοι (κοινοί ή εξαιρετικοί) είναι οι τίτλοι οι οποίοι χορηγούνται στους αρχικούς ιδρυτές της επιχειρήσεως. Οι μετοχές επικαρπίας οι οποίες δίνονται σε αντικατάσταση των κοινών μετοχών στους υφιστάμενους μετόχους της επιχείρησης, της οποίας το μετοχικό κεφάλαιο αποσβένεται τμηματικά. Επιπλέον δίνουν στους κατόχους τους όλα τα δικαιώματα των κοινών μετοχών εκτός από την συμμετοχή στη διανομή του πρώτου μερίσματος και σε περίπτωση

εκκαθαρίσεως της επιχειρήσεως οι κάτοχοι μετοχών επικαρπίας συμμετέχουν μόνο στη διανομή των αποθεματικών.

Όσον αφορά τα δικαιώματα των μετόχων αυτά εξαρτώνται από την κατηγορία των μετοχών που κατέχουν, γιατί υπάρχει σημαντική διαφορά μεταξύ κοινών και προνομιούχων μετοχών η οποία πηγάζει από τα επιμέρους χαρακτηριστικά τους.

Τα κύρια γνωρίσματα των κοινών μετοχών είναι:

**A)** Δίνουν στους κατόχους τους δικαίωμα συμμετοχής με ψήφο στις γενικές συνελεύσεις των μετόχων που σημαίνει ότι οι μέτοχοι ως ομάδα συνήθως έχουν τον έλεγχο των υποθέσεων της επιχειρήσεως στις γενικές συνελεύσεις.

**B)** Συμμετέχουν στα κέρδη μέσω του μερίσματος που διανέμεται το οποίο εξαρτάται από την ύπαρξη κερδών, αφού προηγουμένως έχουν πληρωθεί οι τόκοι και οι άλλες σταθερές υποχρεώσεις της επιχείρησης, βέβαια η διανομή ετησίου μερίσματος δεν είναι σταθερή ούτε εγγυημένη.

**Γ)** Συμμετέχουν στη διανομή του ενεργητικού της Α.Ε. σε περίπτωση διάλυσης ή πτώχευσης, με ρευστοποίηση του, δικαίωμα όμως ασήμαντης αξίας λόγω της διηνεκούς διάρκειας των Α.Ε. και ειδικότερα δε των εισηγμένων. Οι μέτοχοι, όμως, μπορούν να εισπράξουν την αξία των μετοχών που κατέχουν με την πώληση τους σε νέους επενδυτές (μετόχους) στη δευτερογενή αγορά κεφαλαίων.

**Δ)** Συμμετέχει σε κάθε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μέσω του δικαιώματος προτίμησης στη νέα έκδοση. Αυτό το δικαίωμα προστατεύει και τα 3 προηγούμενα.

Η έκδοση προνομιούχων μετοχών προβλέπεται από ειδική διάταξη του καταστατικού της επιχείρησης. Σύμφωνα με ισχύουσες

διατάξεις του ν. 876/79, οι εταιρίες, των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, έχουν το δικαίωμα να εκδώσουν προνομιούχες μετοχές μέχρι το 40% των κοινών μετοχών. Βασικά πλεονεκτήματα των μετοχών αυτών αποτελούν, ότι προσφέρουν ως μέρισμα ένα προκαθορισμένο ποσοστό της ονομαστικής τους αξίας, αλλά η διανομή αυτού του μερίσματος εξαρτάται από τη διακριτική ευχέρεια της Γ.Σ. Έχουν το προνόμιο του προβαδίσματος στη διανομή του πρώτου μερίσματος, που σημαίνει ότι μπορεί να γίνει διανομή μερισμάτων πρώτα σ' αυτές και μετά στις κοινές. Σε περιπτώσεις, σύμφωνα με το κάθε καταστατικό, που δεν είναι δυνατή η διανομή μερίσματος σε μια ή περισσότερες οικονομικές χρήσεις η σχετική υποχρέωση είναι σωρευτική, δηλαδή η επιχείρηση υποχρεούται να καταβάλει όλα τα καθυστερημένα μερίσματα των προνομιούχων μετοχών, πριν τη διανομή μερίσματος στις κοινές μετοχές, ενώ όταν δεν πραγματοποιείται η διανομή μερίσματος, οι προνομιούχες μετοχές δίνουν το δικαίωμα απολήψεως τόκου. Η δεύτερη αυτή κατηγορία των προνομιούχων λέγονται συμμετοχικές ή σωρευτικές. Το κύριο μειονέκτημα των προνομιούχων μετοχών είναι το γεγονός ότι στερούν στους κατόχους τους το δικαίωμα ψήφου στις Γενικές συν. των μετόχων και επομένως στην διοίκηση της επιχείρησης.

Όπως είπαμε το μετοχικό κεφάλαιο διαιρείται σε μετοχές οι οποίες έχουν μια αξία η οποία εμφανίζεται επί του τίτλου και λέγεται ονομαστική (par value). Το γινόμενο της ονομαστικής αξίας της μετοχής επί το συνολικό αριθμό των μετοχών ισούται με το μετοχικό κεφάλαιο, αλλά η οικονομική σημασία της ονομαστικής αξίας της μετοχής είναι ασήμαντη. Οι επιχειρήσεις επειδή δεν μπορούν να διαθέσουν νέες μετοχές «υπό το άρτιο» προσδιορίζουν την ονομαστική αξία της μετοχής σε χαμηλό επίπεδο, ενώ αντίθετα η τιμή διάθεσης στο κοινό έχει μεγάλη οικονομική σημασία, γιατί από αυτή εξαρτάται το ποσό της άντλησης κεφαλαίων από το χρηματιστήριο γι' αυτό και είναι υψηλότερη

της ονομαστικής. Στην περίπτωση αυτή η έκδοση αυτή είναι γνωστή ως έκδοση «υπέρ το άρτιο».

Μόλις η επιχείρηση εισαχθεί στο χρηματιστήριο αξιών η πραγματική αξία της εισηγμένης μετοχής αντιπροσωπεύεται από την χρηματιστηριακή αξία της μετοχής η οποία είναι συνάρτηση των μελλοντικών κερδών της επιχείρησης αλλά και των προσδοκιών που έχουν οι επενδυτές γι' αυτήν.

Η επιχείρηση με την πάροδο των ετών προχωρεί σε επενδύσεις με σκοπό την διατήρηση κερδοφορίας επί μακρών διάστημα. Τα κεφάλαια για τις επενδύσεις μπορεί να είναι ίδια ή ξένα με τη μορφή δανείων ή με άντληση τους από το χρηματιστήριο. Όταν η εταιρία εκδίδει μετοχές σε τιμή υπέρ το άρτιο, αυτό το ποσό καταχωρείται υπό το μετοχικό κεφάλαιο στο τμήμα της καθαρής περιουσίας του ισολογισμού. Το μετοχικό κεφάλαιο αυξημένο κατά τα κέρδη που δεν δόθηκαν στους ιδιοκτήτες (αποθεματικά), με τη μορφή μερίσματος σε ευρώ, και κατά το ποσό που προκύπτει από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο και μειωμένο κατά το ποσό των ζημιών των χρήσεων, μας δίνει την αξία της επιχείρησης με βάση τα βιβλία της, την λογιστική αξία της, η οποία ορίζεται από τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης διαιρούμενα με τον αριθμό των εκδοθέντων μετοχών.

Ένα επίσης σημαντικό στοιχείο μιας μετοχής αποτελεί η αξία ρευστοποίησης η οποία αναφέρεται ως το ποσό που θα πραγματοποιηθεί από τυχόν πώληση των ενεργητικών χωριστά από την επιχείρηση που τα χρησιμοποιεί, ενώ γίνεται γνωστή μόνο μετά από την πραγματική πώληση. Θεωρητικά μπορεί να υπολογιστεί αν από την τρέχουσα αξία των ενεργητικών αφαιρεθούν οι υποχρεώσεις που προηγούνται των προνομιούχων και κοινών μετοχών, καθώς και τα έξοδα ρευστοποίησης. Στις περιπτώσεις εκείνες που η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής είναι μικρότερη από την αξία ρευστοποίησης, μπορεί να επιδιωχθεί η αγορά των μετοχών από ορισμένα άτομα μέχρι

απόκτησης της πλειοψηφίας για να προβούν στη διάλυση της εταιρίας, ρευστοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων και διανομή του προϊόντος εκκαθάρισης, το οποίο είναι μεγαλύτερο του κόστους κτήσης των μετοχών που αγοράσθηκαν για την απόκτηση του ελέγχου. Για το μέτοχο δηλαδή, η επιχείρηση είναι απεριόριστης ζωής και σημασία έχει η κερδοφορία της, όταν όμως παύσει να είναι αποδοτική, σημασία αποκτά η αξία ρευστοποίησης των ενεργητικών.

Τέλος υπάρχει η εσωτερική αξία της μετοχής η οποία όμως δεν μπορεί να προσδιοριστεί εύκολα εφόσον αποτιμάται με υποκείμενη και προσωπική κρίση. Για τον υπολογισμό της λαμβάνουμε υπόψη βασικά οικονομικά μεγέθη, όπως κέρδη, πωλήσεις, και τις προοπτικές τους, καθώς και τον παράγοντα διοίκηση. Για τις εισηγμένες στο Χ. Αξιών η εσωτερική τους αξία μετρά την πραγματική τους αξία προς την οποία ταυτίζεται και η χρηματιστηριακή, αλλά μόνο σε αποτελεσματική αγορά (efficient market).

### **3.2 ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΠΟΦΑΣΗΣ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ**

Υπάρχουν πολλοί τρόποι για να επιλέξει κάποιος μια μετοχή στην οποία θα τοποθετήσει τα χρήματά του, αλλά ένας ορθολογικός επενδυτής προτού προβεί στην επένδυση αυτή είναι απαραίτητο να εξετάσει αν η συγκεκριμένη εισηγμένη τηρεί ορισμένα κριτήρια, γιατί θεμελιακό ρόλο σε κάθε αγορά μιας μετοχής παίζει η σωστή πληροφόρηση για την πορεία των εταιρικών υποθέσεων. Οι κυριότεροι δείκτες και κριτήρια τα οποία μπορεί να συμβουλευτεί κάποιος είναι λοιπόν οι εξής:



## **- τιμή προς Κ.Α.Μ.\* (P/E) Price / Earnings**

Ο λόγος P/E δείχνει πόσα χρήματα είναι διατεθειμένος να καταβάλλει ο μέτοχος για κάθε μονάδα κέρδους της επιχείρησης. Ένα σχετικά υψηλό P/E δείχνει ότι η μετοχή προτιμάται από τους επενδυτές. Η προτίμηση αυτή μπορεί να είναι δικαιολογημένη, όταν η επιχείρηση έχει πράγματι αναπτυξιακές προοπτικές ή ενδέχεται οι επενδυτές να έχουν υπερεκτιμήσει τις δυνατότητες της επιχείρησης. Είναι γενικά παραδεκτό ότι μια πολύ υψηλή σχέση χρηματιστηριακής τιμής προς Κ.Α.Μ., προβληματίζει τον υποψήφιο αγοραστή, αν δεν υπάρχουν επιπλέον στοιχεία τα οποία να δικαιολογούν την άνοδο της.

## **- αύξηση κερδών ανά μετοχή**

Η αύξηση των κερδών ανά μετοχή δείχνει την ποσοστιακή μεταβολή των κερδών ανά μετοχή μεταξύ 2 διαδοχικών περιόδων, όσο μεγαλύτερη είναι η αύξηση των κερδών ανά μετοχή τόσο μεγαλύτερο είναι το ενδιαφέρον για τη συγκεκριμένη μετοχή

$$\text{Αύξηση Κ.Α.Μ.} = \frac{\text{Κ.Α.Μ. περιόδου } t - \text{Κ.Α.Μ.}(t-1)}{\text{Κ.Α.Μ.}(t-1)}$$

## **- δείκτης διανομής μερίσματος**

Είναι το ύψος των κερδών που πληρώνεται σαν μέρισμα, σε σχέση με το σύνολο αυτών, χαμηλό δείκτη έχουν οι επιχειρήσεις που κάνουν επενδύσεις, γιατί διατηρούν στα ταμεία τους μεγάλο ποσό αδιανέμητων κερδών τα οποία χρησιμοποιούν για την πραγματοποίηση των επενδύσεών τους

---

\* Κ. Α.Μ.: Κέρδη ανά Μετοχή

$$\Delta. \text{ Διανομής μερίσματος} = \frac{\text{μερίσματα πληρωτέα}}{\text{κέρδη χρήσης}}$$

### **- Λόγος τιμής προς εσωτερική αξία**

ο δείκτης αυτός δείχνει κατά πόσο η μετοχή είναι υπερτιμημένη από τους επενδυτές σε σχέση με την εσωτερική της αξία. Η εσωτερική αξία της εταιρίας περιλαμβάνει πέραν της λογιστικής αξίας και στοιχεία που δεν έχουν αποτιμηθεί στο ενεργητικό μιας επιχείρησης, όπως είναι οι υπεραξίες ή υποτιμήσεις ακινήτων, χρεογράφων, συμμετοχών, με αποτέλεσμα να έχουμε μια πιο σφαιρική εικόνα της επιχείρησης.

Στην αντίθετη περίπτωση ένα χαμηλό P/E μπορεί να είναι αποτέλεσμα υψηλής αβεβαιότητας για τα μελλοντικά κέρδη. Πάντως, όσο χαμηλότερο είναι το P/E μιας μετοχής τόσο μεγαλύτερα είναι τα περιθώρια για αύξηση της τιμής της.

$$\text{Εσωτερική Αξία} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Αριθμός Μετοχών}}$$

### **- Δείκτης τιμή προς Λογιστική Αξία (P/BV) Price/Book Value**

Η λογιστική αξία της μετοχής είναι το αποτέλεσμα που προκύπτει από τη διαίρεση της συνολικής λογιστικής αξίας της εταιρίας με τον αριθμό των μετοχών της. Όταν ο δείκτης είναι P/BV<3 τότε θεωρείται ικανοποιητικός.

$$P/BV = \frac{\text{Χρηματ. τιμή μετοχής}}{\text{Λογιστική αξία μετοχής}}$$

Σκοπός του δείκτη αυτού είναι να απεικονίσει το κατά πόσο η τιμή μιας μετοχής αντικατοπτρίζει την αξία της εταιρίας. Με δείκτη κάτω από 1, η μετοχή θεωρείται υποτιμημένη, ενώ όταν είναι μεγαλύτερος από 1 θεωρείται υπερτιμημένη. Όσο πλησιέστερος προς την μονάδα είναι δείκτης, σημαίνει πως η τιμή της μετοχής αντικατοπτρίζει τη πραγματική της αξία.

### **- μερισματική απόδοση**

Ο δείκτης αυτός δείχνει τη σχέση που υπάρχει μεταξύ μερίσματος και της τιμής της κοινής μετοχής, δηλώνει την απόδοση που θα πρέπει να πάρουν οι μέτοχοι (αποζημίωση) για το χρόνο που κρατούν τη μετοχή της επιχείρησης.

$$\text{ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ} = \frac{\text{ΜΕΡΙΣΜΑ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ}}{\text{ΧΡ.ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ}}$$

Κατά το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί από τη επίσημη ανακοίνωση των αποτελεσμάτων μιας εταιρίας, έως την μέρα που θα γίνει η αποκοπή του μερίσματος και θα αφαιρεθεί από την τρέχουσα τιμή της μετοχής της το ύψος του μερίσματος, ο δείκτης αυτός αποκτά πρακτική σημασία και μπορεί να αποτελέσει οδηγό για τοποθετήσεις. Πρέπει να επισημανθεί όμως ότι το ποσό του μερίσματος αφαιρείται από την αγοραία αξία της μετοχής, δηλαδή δεν έχει το δικαίωμα ο επενδυτής να πουλήσει τις μετοχές την επόμενη ακριβώς της αποκοπής του μερίσματος. Είναι υποχρεωμένος να περιμένει ώσπου να προσαρμοστεί σταδιακά η τιμή της μετοχής, όπως συνήθως συμβαίνει στα προ της αποκοπής επίπεδα.

Για πολλούς επενδυτές η μερισματική απόδοση αποτελεί μέτρο σύγκρισης με άλλες μορφές επενδύσεων που θα μπορούσαν να γίνουν στο ίδιο χρονικό διάστημα με το οποίο έγινε η αγορά μιας συγκεκριμένης μετοχής, έτσι ώστε να αξιολογείται συγκριτικά η επιτυχία της επένδυσης στη συγκεκριμένη μετοχή.

### - απόδοση

Η απόδοση της μετοχής περιλαμβάνει, εκτός από το μέρισμα, και τη μεταβολή που παρουσίασε η τιμή της μετοχής μέσα σε μια περίοδο (κέρδος κεφαλαίου) και δίνεται από τον τύπο

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$$

$R_t$  = η απόδοση της μετοχής την περίοδο  $t$

$D_t$  = το μέρισμα που δίνει η μετοχή στην περίοδο  $t$

$P_{t-1}$  = η τιμή της μετοχής την περίοδο  $t-1$

$P_t$  = η τιμή της μετοχής την περίοδο  $t$

### - κίνδυνος

Όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο ο κίνδυνος μιας μετοχής μπορεί να εκτιμηθεί από την τιμή του ( $\beta$ ). Το ( $\beta$ ) είναι ένα σχετικό μέτρο του κινδύνου, το οποίο εκφράζει τον κίνδυνο της μετοχής που προέρχεται από την αστάθεια της απόδοσης της σε σχέση με την αγορά. Αν η μετοχή είναι ασταθής  $\beta > 1$ , ενώ αν είναι πιο σταθερή  $\beta < 1$ .

## - εμπορευσιμότητα

Η εμπορευσιμότητα εκφράζεται με το ποσοστό των μετοχών της επιχείρησης που διακινήθηκαν σε μια περίοδο και δείχνει την ευκολία εκποίησης της μετοχής και δίνεται από τον ακόλουθο τύπο.

$$\text{Εμπορευσιμότητα} = \frac{\text{αριθμός μετοχών που διακινήθηκαν τον χρόνο } t}{\text{συν. αριθμός μετοχών περιόδου } t}$$

## - δείκτης διανομής μερίσματος

Είναι το ύψος των κερδών που πληρώνεται σαν μέρισμα, σε σχέση με το σύνολο αυτών. Χαμηλό δείκτη έχουν οι επιχειρήσεις που κάνουν επενδύσεις, γιατί διατηρούν σημαντικά κέρδη για να χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξη τους.

$$\Delta. \text{ Διαν. μερ.} = \frac{\text{μερίσματα πληρωτέα}}{\text{κέρδη χρήσης}}$$

Σε μια χρηματιστηριακή απόφαση, εκτός από τα παραπάνω ποσοτικά κριτήρια, πρέπει να λαμβάνονται υπόψη ορισμένα ποιοτικά, όπως είναι η θέση του κλάδου μέσα στην αγορά ή η θέση της επιχείρησης μέσα στον κλάδο της, το σύστημα διοίκησης της κτλ.

Επίσης είναι απαραίτητο να αναφέρει πως αυτοί είναι οι κυριότεροι δείκτες και όχι οι μοναδικοί, υπάρχουν δείκτες ρευστότητας, ενεργητικού, αλλά το γεγονός ότι αυτοί αποτελούν κυρίως στοιχεία

λεπτομερειακής γνώσης χρηματιστηριακής λογιστικής, και επιπλέον δεν θα προσφέρουν τίποτε το ουσιώδες. Παρακάτω ακολουθούν ορισμένοι

άλλοι δείκτες οι οποίοι προσφέρουν εξίσου σπουδαία στοιχεία για την οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης.

### **- Χρηματιστηριακή αξία προς πωλήσεις.**

Όσο μικρότερος από τη μονάδα είναι αυτός ο δείκτης τόσο μεγαλύτερα θεωρούνται τα περιθώρια ανόδου της μετοχής. Ο μικρότερος δείκτης παράγεται από μεγάλη αξία πωλήσεων και μικρή διαμόρφωση της χρηματιστηριακής αξίας. Αυτό δηλώνει ότι η εμπορευσιμότητα της μετοχής φτάνει σε αξίες που δεν αντιστοιχούν ακόμη στα περιθώρια μέσα στα οποία μπορεί να ανεβεί η τιμή η οποία για άλλους λόγους είναι χαμηλή. Για να υπολογιστεί ο δείκτης αυτός υπάρχουν 2 τρόποι: α) Διαιρώντας την μετοχική αξία με τις ετήσιες πωλήσεις ανά μετοχή και β) Διαιρώντας την χρηματιστηριακή αξία της εταιρίας με τις ετήσιες πωλήσεις.

### **- leverage- μόχλευση**

Υπάρχουν 2 είδη μόχλευσης η λειτουργική και η χρηματοοικονομική.

Λειτουργική μόχλευση ορίζεται ως η ποσοστιαία μεταβολή στα κέρδη που είναι υψηλότερη από την ποσοστιαία μεταβολή στις πωλήσεις που την προκαλεί. Οπότε αν μια επιχείρηση έχει υψηλή λειτουργική μόχλευση θα έχει μια περαιτέρω αποκόμιση κερδών από μια πιθανή αύξηση των πωλήσεων. Η λειτουργική μόχλευση εκφράζεται στην περίπτωση που υπάρχουν σταθερές δαπάνες που πρέπει να καλυφθούν. Η ανάλυση του νεκρού σημείου, είναι η μέθοδος που μετρά την έκταση που έχει χρησιμοποιηθεί η Λ.Μ. Όταν η επιχείρηση έχει υψηλό βαθμό Λ.Μ., τότε και το νεκρό σημείο της βρίσκεται σε υψηλό επίπεδο, το οποίο σημαίνει πως απαιτείται υψηλότερο επίπεδο

παραγωγής και πωλήσεων, έτσι ώστε να καλυφθεί το σταθερό κόστος να προκύψουν κέρδη.

Χρηματοοικονομική μόχλευση δείχνει την έκταση στην οποία εξαρτάται μια επιχείρηση από τον εξωτερικό δανεισμό και ειδικότερα από τα μακροπρόθεσμα δάνεια, και εκφράζεται ως η ποσοστιαία αναλογία των ξένων προς τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης. Η Χ.Μ. είναι θετική, όταν η επιχείρηση με τα ενεργητικά στοιχεία που αποκτά κερδίζει περισσότερα σε συνάρτηση μ' αυτά που πληρώνει, ενώ είναι αρνητική όταν η επιχείρηση πληρώνει περισσότερα απ' όσα κερδίζει. Ένας χαμηλός βαθμός Χ.Μ. ακολουθείται συνήθως από ένα υψηλό βαθμό Λ.Μ.

#### **- κριτήριο ρευστότητας**

Είναι η δυνατότητα άμεσης αγοράς ή πώλησης. Η σημασία αυτού του παράγοντα είναι πολύ μεγάλη σε πτωτικές περιόδους του χρηματιστηρίου, όταν υπάρχουν μαζικές πωλήσεις μετοχών. Οι αμυντικές μετοχές, αυτές δηλαδή με υψηλή κεφαλαιοποίηση έχουν συνήθως μεγάλη ρευστότητα και είναι ευκολότερο να βρεθεί αγοραστής σε περιόδους κρίσεων, χωρίς να πιεστεί η τιμή της μετοχής.

#### **- κριτήριο πωλήσεων και κερδών**

Επιλογή μετοχών οι οποίες παρουσιάζουν σταθερότητα με ανοδικές τάσεις πωλήσεων, κερδών και η χρηματιστηριακή τους τιμή δεν παρουσιάζει βίαιες διακυμάνσεις, αποπνέοντας μια σιγουριά στον κάτοχο μετοχών της ως προς την επένδυση. Τέτοιου είδους επιχειρήσεις είναι οι τράπεζες, παραγωγής τροφίμων και βαριές βιομηχανίες (χάλυβα, σιδήρου κτλ.)

### **- δείκτης P.E.G. (price to earning growth)**

Ένα μεικτό κλάσμα με αριθμητή τον πολλαπλασιαστή κερδών (p/e) και παρανομαστή τον εκτιμώμενο ρυθμό αύξησης των κερδών ανά μετοχή. Η διαφορά από το p/e είναι ότι ο αριθμός αυτός ενσωματώνει τις προοπτικές της εταιρίας, έστω και στο βαθμό της πρόβλεψης. Όσο ο δείκτης αυτός τείνει προς τη μονάδα, τόσο περισσότερο αντανakλάται η δίκαιη αποτίμηση της μετοχής. Όσο ο δείκτης τείνει προς το μηδέν, σημαίνει ότι ο ρυθμός αύξησης των κερδών είναι μεγαλύτερος από το τρέχον p/e της μετοχής και υποδηλώνει μικρότερο μελλοντικό p/e της μετοχής, έτσι θεωρείται υποτιμημένη σε σχέση με τις προοπτικές της. Όταν ο αριθμός είναι μεγαλύτερος της μονάδος, τότε δηλώνει ότι ο ρυθμός αύξησης των κερδών είναι μικρότερος από το τρέχον p/e της μετοχής και υποδηλώνει ότι το μελλοντικό p/e θα αυξηθεί. Μια μετοχή αν έχει PEG 0,5 , τότε έχει αυξημένες πιθανότητες να ανέβει η τιμή της. Αντιθέτως, εάν μια μετοχή έχει PEG 2 ή ανώτερο του τότε υπάρχουν αυξημένες πιθανότητες η τιμή της μετοχής να υποχωρήσει. Ο δείκτης λειτουργεί ως εργαλείο για μακροχρόνιες επενδύσεις και αναφέρεται σε μετοχές με ικανοποιητική εμπορευσιμότητα. Το μειονέκτημα του δείκτη είναι ο βαθμός αξιοπιστίας της πρόβλεψης του ρυθμού αύξησης κερδών.

### **- όγκος συναλλαγών ( εμπορευσιμότητα)**

Ο όγκος συναλλαγών μπορεί να μας υποδείξει την τάση της μετοχής και αυτό γιατί όταν είναι υψηλός δείχνει ότι ο μέσος επενδυτής ενδιαφέρεται γι' αυτήν με αποτέλεσμα την άνοδο των τιμών, ενώ το αντίστροφο υποδηλώνει πτώση της αξίας μετοχής. Παρόλα αυτά



υπάρχουν περιπτώσεις –αρκετά συχνά– να παρατηρείται αντίστροφη πορεία του όγκου συναλλαγών με την τιμή της μετοχής, το οποίο αποτελεί ένδειξη αλλαγής της τάσης της αγοράς. Άρα συνοπτικά θα λέγαμε ότι υπάρχουν 4 σενάρια για τη σχέση όγκου συναλλαγών και τιμής.

1. Άνοδος τιμών με ταυτόχρονη αύξηση του όγκου συναλλαγών υποδηλώνει άνοδο τιμών, με μια μόνο εξαίρεση. Αν σημειωθεί μεγάλη άνοδος τιμών με πολύ μεγάλους όγκους, ενώ η τιμή έχει απομακρυνθεί κατά 30%, 40% ή πιο πολύ από μια βάση η οποία ολοκληρώθηκε πριν από 1-4 μήνες, αυτό θα μπορούσε να σημαίνει ότι η αγορά βρίσκεται στην κορυφή της, οπότε μια ενδεχόμενη πτώση είναι πολύ πιθανή.
2. Άνοδος τιμών με μείωση όγκου είναι προειδοποίηση ότι η αγορά δεν έχει δυναμική και μια διόρθωση είναι πολύ πιθανή. Αυτό συμβαίνει γιατί υπάρχουν λίγοι αγοραστές σ' αυτά τα επίπεδα, γι' αυτό και ο χαμηλός όγκος, με αποτέλεσμα η αγορά ή η μετοχή να φτάσει σ' ένα σημείο (στάδιο κορεσμού) στο οποίο οι πωλητές να υπερτερούν των αγοραστών και να αρχίσει η πτώση.
3. Κάθοδος τιμών με αύξηση των όγκων προειδοποιεί μια περαιτέρω πτώση τιμών. Σ' αυτή την φάση οι πωλητές είναι περισσότεροι των αγοραστών, αλλά υπάρχει σχετική ψυχραιμία στην αγορά, γιατί οι αγοραστές περιμένουν τη ευκαιρία να αγοράσουν σε πιο χαμηλές τιμές τις μετοχές με την ελπίδα να πουλήσουν αργότερα σε υψηλότερες τιμές.
4. Τέλος υπάρχει η κάθοδος των τιμών με μείωση του όγκου το οποίο σημαίνει ότι η πτώση επιδεινώνεται. Επικρατεί μια τάση πανικού σ' αυτές τις περιπτώσεις, εφόσον, ενώ υποχωρούν οι τιμές η πλειοψηφία των αγοραστών απέχει πιστεύοντας πως οι τιμές έστω και σ' αυτά τα χαμηλότερα επίπεδα παραμένουν

υπερτιμημένες, με αποτέλεσμα να υφίσταται καθίζηση των μετοχών.

### **3.3 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ**

#### **Συνολική απόδοση μετοχής**

Η συνολική απόδοση μετοχής αποτελείται από την μεταβολή στην τιμή της μετοχής από την χρονική στιγμή της αγοράς και της πώλησης και του μερίσματος που θα διανείμει η εισηγμένη. Φυσικά για να υπάρχει πιο σαφής εικόνα για την απόδοση της επιχείρησης είναι απαραίτητο να συγκριθεί με ομοειδής εισηγμένες του κλάδου της, καθώς επίσης και με την συνολική απόδοση του κλάδου. Αν π.χ. μια επιχείρηση έχει συν απόδοση 30%, παρότι είναι πολύ σημαντική, σε περίπτωση που ο κλάδος έχει 60% θεωρείται σαφώς ανεμική. Όπως επίσης μια απόδοση 10% είναι πολύ καλή αν ο κλάδος έχει απόδοση 2%.

#### **Κέρδη ανά μετοχή**

Το πηλίκο της διαίρεσης των κερδών προ φόρων της επιχείρησης δια του αριθμού των μετοχών της μας δίνουν τα κέρδη, ανά μετοχή, αλλά ο πιο αντικειμενικός υπολογισμός τους γίνεται με την διαίρεση τους με τα κέρδη μετά τους φόρους που αναλογούν. Ο συγκεκριμένος δείκτης είναι αρκετά σημαντικός για έναν επενδυτή γιατί του παρέχει την δυνατότητα να διαπιστώσει το ποσό των κερδών τα οποία πλήρωσε η επιχείρηση για μερίσματα και πόσα επένδυσε για

αναπτυξιακά προγράμματα. Οι επιχειρήσεις επιδιώκουν μια σταθερά άνοδο των μερισμάτων τους και να επενδύσουν ξανά ένα σημαντικό μέρος των καθαρών κερδών, έτσι ώστε να μπορέσουν να επιβιώσουν. Σε περίπτωση που η εταιρία καθυστερεί να δώσει μερίσματα, αυτά που θα δοθούν στο μέλλον θα είναι πολύ μεγαλύτερα, με την λογική ότι με αυτό τον τρόπο θα αποζημιωθούν οι μέτοχοι για την παρακράτηση των μετοχών τους χωρίς να λαμβάνουν μερίσματα. Προϋπόθεση όμως για επίτευξη και διανομή μερίσματος και κεφαλαιακών κερδών, είναι η δυνατότητα ύπαρξης μελλοντικών κερδών. Παρακολουθώντας τα Κ.Α.Μ. μπορούμε να έχουμε λεπτομερή εικόνα για την επιτυχία ή μη των επενδυτικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης π.χ.

Αν μια επιχείρηση έχει μετοχικό κεφάλαιο 2000000 και 5.000.000 μετοχές, με απόδοση ιδίων κεφαλαίων 25% προκύπτει το εξής:

$$\text{Κ.Α.Μ.} = \frac{2.000.000 \times 0,25}{5.000.000} = \frac{5}{50} = 0,1 \text{ ανά μετοχή}$$

Αν η επιχείρηση κάνει Α. Μ. Κ.\* κατά 100% πουλώντας 2.000.000 μετοχές προς 1€ την μια θα κερδίσει 15% (κέρδη νέου κεφαλαίου)

$$\text{Κ. Παλαιών κεφ.} \quad 2.000.000 \times 0,25 = 500.000$$

$$\text{Κ. Νέων κεφαλαίων} \quad 2.000.000 \times 0,15 = 300.000$$

$$\text{Συν. κερδών} \quad 800.000$$

$$\text{Κ.Α.Μ. (2)} = \frac{80}{700} = 0,11 \text{ άρα}$$

Η Α.Μ.Κ. θεωρείται επιτυχημένη κρίνοντας από τα Κ.Α.Μ. εφόσον αυξήθηκαν κατά 11%.

---

\* Α.Μ.Κ. : Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου

Αν η επιχείρηση είχε απόδοση νέων κεφαλαίων 6% τότε θα είχαμε:

Κ. Παλαιών κεφ.  $2.000.000 \times 0.25 = 500.000$

Κέρδος νέων κεφ.  $2.000.000 \times 0,66 = \underline{120.000}$

Σύνολο κερδών 620.000

Κ.Α.Μ. <sup>(2)</sup>

Πτώση κατά 10% περίπου από τα παλιά Κ.Α.Μ.

Ανάλογα με τον ρυθμό αύξησης των κερδών Α.Μ. οι μετοχές διακρίνονται σε:

Α) Μετοχές δυναμικής αύξησης είναι αυτές των οποίων τα Κ.Α.Μ. έχουν αυξηθεί περισσότερο από τη μέση τιμή των μετοχών και αναμένεται συνέχιση της αύξησης για αρκετά ακόμα χρόνια.

Β) Μετοχές κανονικής αύξησης των οποίων τα Κ.Α.Μ. αυξάνονται συνεχώς με τον ίδιο ρυθμό, όπως και η μέση τιμή των άλλων μετοχών.

Γ) Μετοχές χωρίς αύξηση όταν τα κέρδη ανά μετοχή παραμένουν αμετάβλητα ή αυξάνονται κατά το ποσοστό το οποίο εξουδετερώνεται ο πληθωρισμός.

Δ) Φθίνουσες μετοχές, είναι εκείνες των οποίων τα κέρδη μειώνονται και αυτή η τάση αναμένεται να συνεχιστεί.

Προσδιορισμός της τιμής με τη μέθοδο της παρούσας αξίας.

Με τη μέθοδο αυτή εκτός από τα Κ.Α.Μ. χρειαζόμαστε και το επιτόκιο προεξόφλησης. Για τον προσδιορισμό της τιμής ο τύπος είναι:

$$T = \text{τιμή μετοχής}$$
$$T = \frac{M1}{r - g} \quad \text{τύπου } M1 = \text{μέρισμα επόμενου έτους}$$

$r$  = απαιτούμενη απόδοση ή επιτόκιο προεξόφλησης

$g$  = ρυθμός αύξησης στα μερίσματα.

οπότε αν μια επιχείρηση προβλέπεται να διανείμει μέρισμα 2 ευρώ, και η απαιτούμενη απόδοση 15% και η αύξηση του ποσοστού στα μερίσματα είναι 5%, τότε θα έχουμε

$$T = \frac{2 \times 1,2}{0,15 - 0,05} = \frac{2,4}{0,1} = 24 \text{ ευρώ}$$

### **Προσδοκώμενη απόδοση μιας μετοχής (Π.Α.Μ.)**

Ο συγκεκριμένος τύπος απόδοσης για να υπολογιστεί απαιτεί 2 στοιχεία, την μερισματική απόδοση του κεφαλαίου. Εάν ένας επενδυτής αγοράσει ένα τίτλο και σκοπεύει να κάνει διακράτηση της μετοχής για ένα χρόνο είναι εύλογο να προσδοκεί κέρδη από την τιμή κτήσης και την τιμή πώλησης, πέρα φυσικά από το μέρισμα που θα λάβει. Ο υπολογισμός της προσδοκώμενης απόδοσης γίνεται ως εξής:

$$\text{Π.Α.Μ.} = \frac{\text{Μέρισμα} + (\text{τιμή αγοράς} - \text{τιμή πώλησης})}{\text{Υψος επένδυσης (τιμή αγοράς)}}$$

αν αγοράσει ο επενδυτής μια μετοχή στα 5 ευρώ και περιμένει άνοδο της τιμής, λόγω της π.χ. ηγετικής θέσης της επιχείρησης στον κλάδο της, 2 ευρώ, και διανεμόμενο μέρισμα 0,5 ευρώ τότε θα έχουμε:

$$\text{Π.Α.Μ.} = \frac{0,5+2}{5} = \frac{2,5}{5} = 0,5 \text{ ή } 50\%$$

Είναι απαραίτητο να επισημανθεί πως το γεγονός ότι ο επενδυτής προσδοκά άνοδο της τιμής δεν σημαίνει πως θα υπάρξει άνοδος της μετοχής. Εξωγενείς παράγοντες ενδέχεται να επηρεάσουν σε μικρό ή μεγάλο βαθμό την χρηματιστηριακή αγορά, καταστάσεις που είναι αδύνατο να προβλεφθούν.

Σε γενικές γραμμές η πλειοψηφία των επενδυτών προτού τοποθετηθεί σε μετοχές μελετάει τους δείκτες P/E και P/BV και αυτό γιατί μπορούν να συγκρίνουν εύκολα μετοχές χωρίς εξειδικευμένες αναλύσεις και να κατανοήσουν εάν είναι ή όχι υπερτιμημένες οι μετοχές. Συγκεκριμένα υπάρχουν 4 περιπτώσεις αναγνώρισης μετοχών.

A) Μετοχές με χαμηλό P/BV και P/E έναντι του κλάδου τους θεωρούνται υποτιμημένες καθώς η τιμή τους υπολείπεται των μεγεθών που έχει.

B) Στην αντίθετη περίπτωση υπερτιμημένες θεωρούνται μετοχές με υψηλό P/BV και P/E, το οποίο δείχνει ότι η αγορά έχει υπερεκτιμήσει τα μεγέθη και τις ικανότητες της επιχείρησης απ' ότι είναι στην πραγματικότητα.

Γ) Υπάρχουν φυσικά και εταιρίες οι οποίες εμφανίζουν ανάμεικτα στοιχεία, δηλαδή υψηλό P/BV και χαμηλό P/E. Αυτό αποδεικνύει ότι η εταιρία έχει προοπτικές εφόσον κάνει ορθολογική χρήση των συνολικών κεφαλαίων της αποκομίζοντας ικανοποιητικά κέρδη, οπότε μια ανατίμηση της μετοχής είναι πολύ πιθανή.

Δ) Με χαμηλό P/BV και P/E σε υψηλά επίπεδα σημαίνει πως η μετοχή δεν έχει μεγάλα περιθώρια ανόδου, γιατί η εταιρία δεν προβαίνει σε κερδοφόρες επενδύσεις ή δεν χρησιμοποιεί όλα τα ίδια κεφάλαια της

κατά συνέπεια να προκαλείται μείωση της κερδοφορίας της και χρηματοοικονομική δυσλειτουργία.

### **3.4 ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**

Μια οποιαδήποτε εισηγμένη εταιρία ενδιαφέρεται πάντα να αποτελεί επιλογή των επενδυτών, έτσι ώστε ανά πάσα στιγμή να είναι σε θέση να αντλεί κεφάλαια από την χρηματιστηριακή αγορά. Όπως είναι αυτονόητο, για να κερδίσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών επιβάλλεται να τηρεί κάποιες προϋποθέσεις, λ.χ. υψηλή κερδοφορία κ μερίσματα, υγιή χρηματοοικονομική κατάσταση, προοδευτικά συστήματα διοίκησης, έτσι ώστε όταν χρειαστεί κεφάλαια για επενδύσεις να υπάρχει ένα πλήθος επενδυτών οι οποίοι θα είναι διατεθειμένοι να τοποθετήσουν τα κεφάλαια τους στην μετοχή της με την προσδοκία των μελλοντικών αποδόσεων. Άρα τα κεφάλαια για την επιχείρηση είναι ότι το οξυγόνο για τον άνθρωπο.

Στο κεφάλαιο αυτό θα ασχοληθούμε με την άντληση κεφαλαίων μέσω της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου. Η Α.Μ.Κ. αποτελεί μέρος της εξωεκμεταλλευτικής χρηματοδότησης της επιχείρησης και μπορεί να συμβεί με 3 τρόπους.

- Με πώληση μετοχών στους ήδη μετόχους κάνοντας χρήση του δικαιώματος προτίμησης.
- Με πώληση μετοχών σε νέους μετόχους.
- Με ιδιωτική τοποθέτηση (πιο πολύ για μη εισηγμένες)

Στις 2 τελευταίες περιπτώσεις οι παλιοί μέτοχοι παραιτούνται και δεν κάνουν χρήση του δικαιώματος προτίμησης στην

αύξηση. Το συγκεκριμένο δικαίωμα δίνει την δυνατότητα στον ήδη μέτοχο της επιχείρησης να αγοράσει πρώτος, ανάλογα με τον αριθμό των μετόχων τους, τις νέες μετοχές που εκδίδονται κατά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, διατηρώντας έτσι αμετάβλητο το ποσοστό των συμφερόντων του στην επιχείρηση. Αν δεν υπήρχε το δικαίωμα αυτό, θα υπήρχε το ενδεχόμενο οι παλαιοί μέτοχοι που είχαν τον έλεγχο της επιχείρησης, να παραμεριστούν και να γίνουν μειοψηφία στο Μ.Κ. της επιχείρησης, σε περίπτωση την οποία οι νέοι μέτοχοι ενορχήστρωναν μια μαζική αγορά των νέων μετοχών και αποκτούσαν το πλειοψηφικό πακέτο του μετοχικού κεφαλαίου.

Η μεταβολή στο μετοχικό κεφάλαιο μπορεί να προέλθει με τους εξής τρόπους:

#### **A) Αύξηση με μετρητά.**

Εκτός από την άντληση κεφαλαίων για επενδύσεις οι εισηγμένες προχωρούν στην Α.Μ.Κ. με σκοπό την μείωση των υποχρεώσεων κάλυψη δανείων που συνάφθηκαν στο παρελθόν. Μια αρκετά διαδεδομένη μέθοδος αποτελεί η συμμετοχή των ήδη μετόχων της εταιρίας ή τρίτων επενδυτών στην αύξηση Μ.Κ. Η απόφαση για Α.Μ.Κ. δεν αποτελεί μια βιαστική απόφαση της επιχείρησης, αλλά μέρος ενός καλά προγραμματισμένου στρατηγικού σχεδιασμού της, εφόσον επιβάλλεται από την διοίκηση της να προσδιορίσει ακριβώς το ύψος των κεφαλαίων που απαιτούνται προκειμένου να χρηματοδοτηθούν τα επενδυτικά σχέδια της επιχείρησης. Την τιμή έκδοσης των μετοχών, τον αριθμό των νέων μετοχών, την αναλογία παλαιών και νέων μετοχών, την τιμή του δικαιώματος και η σταθεροποίηση των μετοχών στη αγορά θα την αναλάβει η ανάδοχος εταιρία.

Ο αριθμός μετοχών που εκδίδονται είναι συνάρτηση των αντλούμενων κεφαλαίων και της τιμής έκδοσης.



$$\text{Αριθμός νέων μετοχών} = \frac{\text{αντλσόμενα κεφάλαια}}{\text{τιμή έκδοσης}}$$

Άρα έχουμε μεγάλη διασπορά μετοχών όταν η τιμή έκδοσης είναι μικρή, ενώ αντίθετα όταν γίνεται έκδοση σχετικά μικρού αριθμού μετοχών η τιμή έκδοσης είναι υψηλή. Π.χ<sub>1</sub>

$$\frac{5.000.000\text{€}}{2,5\text{€}} = 2.000.000 \text{ μετοχές}$$

Π.χ<sub>2</sub>.

$$\frac{5.000.000\text{€}}{10\text{€}} = 500.000 \text{ νεοεκδοθήσες μετοχές}$$

Ο αριθμός δικαιωμάτων που πρέπει να κατέχει ο μέτοχος εξαρτάται από τον αριθμό των παλαιών και νέων μετοχών συγκεκριμένα

$$\frac{\text{αριθμός παλαιών μετοχών}}{\text{αριθμός νέων μετοχών}}$$

$$\text{αν π.χ.} \quad \frac{8.000.000(\text{παλαιός})}{2.000.000(\text{νέος})} = 4 \text{ δικαιώματα}$$

Αυτό σημαίνει πως αν ο μέτοχος έχει 4 μετοχές μετά την αύξηση θα λάβει 1 νέα μετοχή της επιχείρησης.

Το σημαντικότερο ίσως στοιχείο στην Α.Μ.Κ. αποτελεί η τιμή έκδοσης των νέων μετόχων. Συνήθως η τιμή ορίζεται σε αρκετά χαμηλότερα επίπεδα από την χρηματιστηριακή, έτσι ώστε να προσελκύσει τους επενδυτές (και ειδικά τους παλαιούς) στην αύξηση

του κεφαλαίου. Παρόλα αυτά η τιμή έκδοσης εξαρτάται κυρίως από 2 παράγοντες:

Την τάση και ποιότητα της αγοράς.

Αν η αγορά βρίσκεται σε άνοδο και γενικότερα υπάρχει κλίμα ευφορίας στην αγορά, η διαφορά μεταξύ χρηματιστηριακής τιμής και τιμής έκδοσης είναι μικρή, γιατί υπάρχουν αρκετοί επενδυτές να τοποθετήσουν τα χρήματά τους στην αγορά, ενώ αντίθετα η διαφορά είναι μεγαλύτερη σε περιόδους χρηματιστηριακής κάμψης, επειδή υπάρχει αβεβαιότητα και χαμηλές προσδοκίες. Δεν είναι τυχαίο το γεγονός ότι σε περιόδους οικονομικής ευφορίας υπάρχει το φαινόμενο εισαγωγής στην χρηματιστηριακή αγορά πλήθους εταιριών, ενώ σε περιόδους ύφεσης οι εισαγωγές εταιριών είναι περιορισμένες, όπως επίσης και το μέγεθος των αντληθέντων κεφαλαίων.

Η σύνθεση, το είδος των μετοχών και το μέγεθος του νέου κεφαλαίου.

Αν μεγαλομέτοχοι είναι ιδρύματα ή φυσικά πρόσωπα που ενδιαφέρονται να συνεχίσουν να αντιπροσωπεύονται στο Δ.Σ. της εταιρίας, έχουν συμφέρον να συμμετάσχουν στην αύξηση του Μ.Κ. έστω και αν η τιμή έκδοσης πλησιάζει την χρηματιστηριακή. Όσον αφορά το μέγεθος της Α.Μ.Κ. οι μεγαλομέτοχοι ή αυτοί που έχουν την πλειοψηφία των μετοχών παίρνουν μέρος σε μεγάλες αυξήσεις του Μ.Κ., ενώ οι μικρομέτοχοι σε μικρότερες.

Στη συνέχεια εφόσον προσδιοριστούν οι κυριότεροι όροι έκδοσης διανέμει το ενημερωτικό δελτίο και δημοσιεύει συνοπτική ανακοίνωση, στην οποία συμπεριλαμβάνονται όλες οι πληροφορίες της έκδοσης καθώς και η ημερομηνία έναρξης και λήξης της άσκησης του δικαιώματος. Στην ανακοίνωση αυτή αναφέρεται η μερισματοπόδειξη με την προσκόμιση της οποίας θα καταστεί δυνατή η συμμετοχή στην αύξηση και για την διευκόλυνση των μετόχων μπορεί η καταβολή του

ποσού να οριστεί σε δόσεις οπότε αναγράφεται στην ανακοίνωση το ποσό κάθε δόσης και η ημερομηνία καταβολής.

Οι μετοχές, από την ημέρα που ορίζει το Δ.Σ. διαπραγματεύονται χωρίς τη δημοσίευση της ανακοίνωσης, όμως μέχρι την ημέρα αυτή οι μετοχές διαπραγματεύονται στο Χ. Αξιών με την μερισματαπόδειξη, με την αποκοπή και προσκόμιση της οποίας θα γίνει η αύξηση. Για την παραλαβή της νέας μετοχής ο μέτοχος είναι απαραίτητο να προσκομίσει τα δικαιώματα που αναλογούν σε κάθε μετοχή. Το δικαίωμα αυτό έχει κάποια αξία, η οποία αφαιρείται από την αρχική τιμή κτήσης και μπορούμε να υπολογίσουμε με τον εξής τύπο.

$$\text{Χρ. Αξία μετοχής χωρίς δικαίωμα} = \frac{T1\Delta\pi + T0Mv}{\Delta\pi + Mv}$$

T1 = Χρ. Αξία της μετοχής με δικαίωμα

T0 = Τιμή έκδοσης

Δπ = απαιτούμενος για τη συμμετοχή αριθμός δικαιωμάτων

Mv = αριθμός νέων μετοχών.

άρα αν έχουμε μια εταιρία με χ. αξία 10€, με τιμή έκδοσης νέων μετοχών 7€ και αριθμό των δικαιωμάτων που απαιτείται για τη λήψη 1 νέας μετοχής είναι 4. η αξία της μετοχής χωρίς το δικαίωμα θα είναι:

$$\frac{10 \times 4 + 7 \times 1}{4 + 1} = \frac{40 + 7}{5} = \frac{47}{5} = 9,4 \text{ €}$$

άρα η αξία του δικαιώματος είναι 0,6€

$$T1 - T0 = 10 - 9,4 = 0,6$$

Επιπλέον υπάρχει ένας ακόμα τύπος με τον οποίο μπορούμε να βρούμε την αξία του δικαιώματος μιας μετοχής. Σύμφωνα με τα παραπάνω δεδομένα θα έχουμε:

$$\frac{T_1 - T_0}{\left(\frac{\Delta\pi}{Nv}\right) + 1} = \frac{10 - 7}{\frac{4}{1} + 1} = \frac{3}{5} = 0,6\text{€}$$

Το δικαίωμα προτίμησης δεν αποτελεί ιδιαίτερη αξία για το μέτοχο αλλά είναι μέρος του κεφαλαίου του γιατί το άθροισμα της αξίας της μετοχής χωρίς το δικαίωμα και η αξία του δικαιώματος είναι ίση με την αξία της μετοχής πριν την απόσταση του δικαιώματος δηλαδή,

$$10\text{€} = 94 + 0,6$$

↑ αξία με δικαίωμα

← αξία μετοχής χωρίς δικαίωμα

← δικαίωμα

## **β) Α.Μ.Κ. με κεφαλαιοποίηση**

Στην πράξη η μέθοδος αυτή αποτελεί ουσιαστικά αλλαγή διάρθρωσης των ίδιων κεφαλαίων η οποία πραγματοποιείται με τη μετακίνηση κονδυλίων από ένα λογαριασμό στον άλλο. Είναι απλά λογιστική ρύθμιση η οποία μεταφέρει τα κατά καιρούς συγκεντρωθέντα αποθεματικά στο Μ.Κ. και δεν το αλλάζει ουσιαστικά, γιατί απλούστατα δεν εισέρχεται κανένα νέο περιουσιακό στοιχείο στην επιχείρηση, απλά διαφοροποιείται ο αριθμός μετοχών η ονομαστική τιμή της μετοχής με αποτέλεσμα η χρηματιστηριακή τιμή να ακολουθήσει πτωτική πορεία. Οι μετοχές που θα προκύψουν από την ρύθμιση αυτή, διανέμονται στους

παλαιούς μετόχους, και η παράπάνω διαδικασία ονομάζεται μετοχοποίηση.

Οι Α.Μ.Κ. που δεν απαιτούν ή δεν ακολουθούνται από εισροή μετρητών στην επιχείρηση είναι:

### **I) Μετοχοποίηση των κερδών χρήσης**

Η κεφαλαιοποίηση των κερδών χρήσης πραγματοποιείται με τη διανομή μερίσματος σε μετοχές (stock dividend) με βάση την ονομαστική αξία, εάν πρόκειται για μετοχές οι οποίες δεν διαπραγματεύονται σε κάποια αγορά (π.χ. όταν η επιχείρηση είναι οικογενειακή) και στην πραγματική τους αξία αν οι μετοχές διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο αξιών. Σύμφωνα με την νομοθεσία το μέρισμα σε μετοχές δεν είναι απαραίτητο να καταβάλλεται σε όμοιες μετοχές. Τα κέρδη διανέμονται σε μεγαλύτερο αριθμό μετοχών, με συνέπεια την ανάλογη πτώση τους για κάθε μετοχή. (παρ. 1). Η κατάσταση αλλάζει όταν μετά την αναγγελία του μερίσματος σε μετοχές αναγγελθεί το ίδιο ύψος μερίσματος σε μετρητά/ ανά μετοχή στο νέο αριθμό μετοχών. Παρότι αυξάνεται το μέρισμα που λαμβάνει ο μέτοχος, αν και τα κέρδη είναι αμετάβλητα.

Παρ. 1

	Αριθμός μετοχών	Κ.Α.Μ.	συν. κέρδη
προ της διανομής	1.000.000	0,5€	500.000€
μετά την διανομή	1.250.000	0,4€	500.000€

Υπόψη πως η επιχείρηση αυξάνει κατά 25% τον αριθμό κυκλοφορούντων μετοχών, εφόσον πρόσφερε δωρεάν 250.000 νέες μετοχές αντί για μέρισμα. Παρατηρούμε πως με την αύξηση των

μετοχών, τα κέρδη Κ.Α.Μ. μειώθηκαν. Ο κυριότερος λόγος για τον οποίο γίνεται αυτή η διανομή είναι γιατί η επιχείρηση θέλει να αποφύγει την εκροή μετρητών από το ταμείο της. Μ' αυτή την μέθοδο εκταμιεύονται κεφάλαια για την χρηματοδότηση των επενδυτικών προγραμμάτων της επιχείρησης, αλλά επίσης και για να κάνουν την μετοχή πιο ελκυστική στο ευρύ επενδυτικό κοινό στην χρηματιστηριακή αγορά. Πιο εύκολα αγοράζει κάποιος μια μετοχή στα 5€ παρά στα 30€. Η νέα αξία της μετοχής μετά την κεφαλαιοποίηση των κερδών είναι:

$$\frac{\text{δικαιώματα} + 0.1\text{τιμή μετ.}}{\text{δικαίωμα} + \text{νέος αριθμός μετ}(1)}$$

$$= \frac{4.10 + 0.1}{4 + 1} = \frac{40}{5} = 8 \text{ αξίας μετοχής}$$

## **II) Αύξηση με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών.**

Τα ίδια κεφάλαια μιας εταιρίας αποτελούνται από το Μετοχικό Κεφάλαιο, τα διάφορα αποθεματικά και τον λογαριασμό κέρδη εις νέο. Αρκετές φορές το σύνολο των ίδιων κεφαλαίων είναι υψηλότερο από το Μ.Κ. κυρίως για τους εξής λόγους.

- το μέρος των κερδών που οι επιχειρήσεις επανεπενδύουν απεικονίζονται σε διάφορους λογαριασμούς όπως Τακτικό Αποθεματικό, διάφορα έκτακτα αποτελέσματα, κέρδη εις νέο.
- λογιστικοποίηση μέρους των υπεραξιών που περικλείονται στα πάγια περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης. Αυτή η διαδικασία γίνεται κάθε τέσσερα χρόνια και το ποσό της αξίας που λογιστικοποιείται είναι αποτελέσματα νομοθετικής ρύθμισης και εμφανίζεται με την μορφή αποθεματικού, δηλαδή αν μια επιχείρηση αγοράσει ένα ακίνητο έναντι 10 εκατομμυρίων ευρώ και μετά από 5 χρόνια αυτό κοστίζει 15 εκ ευρώ αυτό θα εμφανιστεί ως υπεραξία, η οποία μπορεί να ρευστοποιηθεί με

αποτέλεσμα να αυξηθεί το μετοχικό κεφάλαιο. Τα χρήματα που θα εισπραχθούν μπορούν να διακρατηθούν και να διανεμηθούν στους μετόχους σε μετρητά μέσω των μερισμάτων ή να δοθούν δωρεάν μετοχές.

- η Α.Μ.Κ. με καταβολή μετρητών σε περίπτωση που η τιμή διάθεσης των νέων μετοχών είναι υψηλότερη της ονομαστικής αξίας της μετοχής, έχει ως συνέπεια να δημιουργείται το αποθεματικό υπέρ το άρτιο από την έκδοση των νέων μετοχών.

### **Γ) Μετοχοποίηση της υπεραξίας**

Ένα πολύ σημαντικό κριτήριο για την συμμετοχή των παλαιών μετοχών στην Α.Μ.Κ. είναι όταν η τιμή κτήσης είναι μικρότερη από αυτήν πριν την αύξηση, έτσι οι παλαιοί μέτοχοι κατέχουν περισσότερες μετοχές με χαμηλότερες τιμές. Σε περίπτωση που η μετοχή ανέλθει στα προ-αύξησης επίπεδα τότε η κεφαλαιακή υπεραξία θα είναι μεγάλη.

Και στις 3 παραπάνω περιπτώσεις μεταβάλλεται η ονομαστική αξία των μετοχών. Η μεταβολή αυτή γίνεται με την διάσπαση (stock split) που σημαίνει αύξηση του αριθμού των μετοχών, ενώ το Μ.Κ. και τα αποθέματα παραμένουν αμετάβλητα, και μείωση της ονομαστικής αξίας. Υπάρχει και η αντίστροφη διάσπαση (reverse split) στην οποία πραγματοποιείται μείωση του αριθμού των μετοχών με ανάλογη αύξηση της ονομαστικής αξίας. Οι πιο συνήθεις αιτίες γι' αυτήν την μέθοδο αποτελούν οι οικονομικές δυσκολίες της επιχείρησης ή επειδή η διοίκηση της επιχείρησης θεωρεί πως κυκλοφορεί πολύ μεγάλος αριθμός μετοχών της, καθιστώντας αρκετά δύσκολη παραπέρα άνοδο της μετοχής.

Συνοπτικά θα λέγαμε πως ο μέτοχος έχει 3 εναλλακτικές πρακτικές στην διάθεση του κατά τη διάρκεια της Α.Μ.Κ.

- μπορεί να ασκήσει το δικαίωμα και να λάβει μέρος στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, συμμετέχοντας έτσι με το αμετάβλητο ποσοστό του στα μελλοντικά κέρδη της επιχείρησης, το μερίδιο του στο Μ.Κ. δεν αλλάζει καθόλου.
- να πουλήσει τα δικαιώματα του στη χρηματιστηριακή αγορά μειώνοντας μ' αυτό τον τρόπο το ποσοστό του στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης στην περίπτωση αυτή δεν κερδίζει, αλλά αποφεύγει ζημία.
- να αφήσει την ημερομηνία άσκησης του δικαιώματος να περάσει χωρίς να ενεργήσει στην περίπτωση μικρής ή μηδενικής αξίας του δικαιώματος, διαφορετικά υφίσταται ζημία ίση με την αξία του δικαιώματος.

$$\text{Χρ. Αξία μετοχής χωρίς δικαίωμα} = \frac{T1\Delta\pi + T0M\nu}{\Delta\pi + M\nu}$$

$T1$  = Χρ. Αξία με δικαίωμα ,  $\Delta\pi$  = αριθμός δικαιωμάτων

$T0$  = τιμή έκδοσης  $M\nu$  = αριθμός νέων δικαιωμάτων

ΠΕΡ.1

$$T1 = 10\text{€}, \quad T0=7, \quad \Delta\pi=22, \quad M\nu = 1$$

$$\frac{10*1+7*1}{1+1} = \frac{10+7}{2} = \frac{17}{2} = 8,5$$

$$\text{Αξία δικαιώματος} = 10\text{€} - 8,5\text{€} = 1,5\text{€}$$

Είναι προς συμφέρον του μετόχου να συμμετάσχει στην Α.Μ.Κ.

ΠΕΡ.2



$$T_1 = 10\text{€}, \quad T_0 = 7, \quad \Delta\pi = 4, \quad Mv = 1$$

$$\frac{10 * 4 + 7 * 1}{4 + 1} = \frac{40 + 7}{5} = \frac{47}{5} = 9,4\text{€}$$

$$\text{Αξία δικαιώματος} = 10\text{€} - 9,4\text{€} = 0,6\text{€}$$

ΠΕΡ.3

$$T_1 = 10\text{€}, \quad T_0 = 7, \quad \Delta\pi = 8 \quad Mv = 1$$

$$\frac{10 * 8 + 7 * 1}{8 + 1} = \frac{80 + 7}{9} = \frac{87}{9} = 9,66$$

$$\text{Αξία δικαιώματος} = 10\text{€} - 9,66\text{€} = 0,34\text{€}$$

Δεν συμμετέχει στην Α.Μ.Κ.

Κλείνοντας πρέπει να τονιστεί πως κάθε Α.Μ.Κ. δεν συνεπάγεται επιτυχή έκβαση του. Υπάρχει το ενδεχόμενο – ειδικότερα σε περιόδους ύφεσης – να μην γίνεται πλήρης κάλυψη των νεοεκδοθέντων μετοχών το οποίο σημαίνει ότι οι επενδυτές δεν έχουν δείξει το ανάλογο ενδιαφέρον, είτε για ψυχολογικούς λόγους, είτε γιατί δεν πιστεύουν στις προοπτικές της επιχείρησης, και έτσι η εταιρία δεν αντλεί τα απαιτούμενα κεφάλαια. Γι' αυτό το λόγο οι δημόσιες εγγραφές ή αυξήσεις μετ. κεφ. ανατίθενται σε τράπεζες ή μεγάλες χρηματοπιστηριακές εταιρίες, οι οποίες έχουν την οικονομική δυνατότητα να καλύψουν με χρηματικά κεφάλαια το υπόλοιπο των ζητούμενων κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις.

Το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις μπορούν να αντλούν φτηνό χρήμα από την χρηματαγορά, δεν εννοείται ότι αυτό μπορεί να γίνεται συχνά. Όσον αφορά τις νεοεισηγμένες το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. επιβάλλει ένα

χρονικό διάστημα τουλάχιστον 12 μηνών μεταξύ της εισαγωγής της επιχείρησης και της Α.Μ.Κ. με μετρητά ή μεταξύ δυο (2) διαδοχικών Α.Μ.Κ. με μετρητά. Αυτό το χρονικό διάστημα έχει επιβληθεί έτσι ώστε να ελέγχεται εάν έχει γίνει ορθή διαχείριση των αντληθέντων κεφαλαίων κατά το διάστημα αυτό από τις επιχειρήσεις, όπως αναγράφονταν στο ενημερωτικό δελτίο. Για να γίνει οποιαδήποτε Α.Μ.Κ. σ' αυτό το διάστημα οι εταιρίες είναι υποχρεωμένες να το ζητήσουν με αίτηση από το Δ.Σ. του χρηματιστηρίου και εφόσον εγκριθεί μπορούν να προχωρήσουν στην αύξηση.

Η καταλληλότερη στιγμή για Α.Μ.Κ. αποτελούν οι περίοδοι χρηματιστηριακής ευφορίας όταν υπάρχουν αρκετοί επενδυτές να τοποθετήσουν τα χρήματά τους σε μετοχές ανεξάρτητα αν έχουν ή όχι προοπτικές ανάπτυξης. Παρόλα αυτά οι συχνές Α.Μ.Κ. δεν συνιστώνται γιατί η υπερπροσφορά τίτλων θα οδηγήσει σε πολύ μεγάλη διασπορά της μετοχής με συνέπεια να υπάρχει δυσκολία για περαιτέρω άνοδο, επιπλέον το επενδυτικό κοινό ενδεχομένως να μην είναι πρόθυμο να ξαναεπενδύσει σε μια νέα έκδοση μετοχών της εταιρίας. Τέλος η μεγάλη διασπορά θέτει τον κίνδυνο της εξαγοράς από μια μεγαλύτερη επιχείρηση και έτσι οι μέτοχοι μπορεί να βρεθούν εκτός της διοίκησης της εταιρίας. Αυτό είναι συνηθισμένο για τις επιχειρήσεις το πλειοψηφικό μετοχικό κεφάλαιο των οποίων (άνω του 50%) ανήκει στο ευρύ επενδυτικό κοινό.

### **3.5 Short selling**

Οι προηγούμενες περιπτώσεις που εξετάστηκαν αναφερόντουσαν σε καταστάσεις όπου ο επενδυτής είναι κάτοχος μετοχών. Τα τελευταία χρόνια όμως σε αρκετές χρηματαγορές του κόσμου για να καλυφθούν οι ανάγκες του επενδυτικού κοινού αλλά

κυρίως για να εισρεύσουν χρήματα στις χρηματαγορές έχουν θεσπιστεί διάφορες τεχνικές με τις οποίες ο επενδυτής έχει την δυνατότητα να αποκομίσει σε σύντομο χρονικό διάστημα σημαντικά κέρδη.

Πλέον ένας επενδυτής μπορεί να πουλήσει μια μετοχή χωρίς προηγουμένως να την έχει αγοράσει. Η πράξη αυτή ονομάζεται short selling (ανοικτή πώληση), αλλά για να εκτελεστεί είναι απαραίτητο ο πελάτης να έχει margin account σε μια χρηματιστηριακή εταιρία. Το margin του δανειζόμενου φθάνει ως το 125% της αξίας των πωληθέντων τίτλων. Η χρηματιστηριακή εταιρία του δανείζει τις μετοχές μέσω του Αποθετηρίου τίτλων που επιθυμεί να πουλήσει ανοικτά και στη συνέχεια τις πουλάει για λογαριασμό του. Ας υποθέσουμε πως ο επενδυτής προβλέπει πτώση της τιμής μιας μετοχής επειδή έχει ανέλθει σε πολύ υψηλά επίπεδα τότε θα εκτελέσει τις εξής ενέργειες.

Πώληση 2000 μετοχών προς 10€ / μετοχή = 20.000€ στις 1-5-2002

Αγορά 2000 μετοχών προς 7,5€ / μετοχή = 15.000€ στις 15-5-2002

άρα κέρδος = 5.000€

Φυσικά υπάρχει πάντα το ενδεχόμενο της λάθος πρόβλεψης, έτσι αν ο ίδιος επενδυτής πίστεψε σε πτώση της τιμής, ενώ αυτή ανέβηκε θα έχει ανάλογες απώλειες.

Πώληση 2000 μετοχές προς 10€ / μετοχή = 20.000€

στις 1-5-2002

Αγορά 2000 μετοχές προς 12€ / μετοχή = 24.000€

στις 15-5-2002

Διαπιστώνει πως η μετοχή ανεβαίνει και για να μην υποστεί μεγαλύτερες απώλειες προβαίνει σε αγορά μετοχών.

Διεθνώς υπάρχουν 3 τρόποι διενέργειας των συναλλαγών ανοικτών πωλήσεων αναφορικά με την τιμή εκτέλεσης

A) άνευ περιορισμών

B) σε τιμή μεγαλύτερη ή ίση από την τιμή της τελευταίας καταρτισθείσης συναλλαγής

Γ) σε τιμή μεγαλύτερη από την τιμή της τελευταίας συναλλαγής (up tick)

### **Περίπτωση up-tick**

Η τελευταία τιμή διαπραγμάτευσης είναι 10€ και ο επενδυτής δίνει εντολή να πουλήσει ανοικτά στα 10€ τότε

- αν η χρονική σειρά των πράξεων είναι 10€, 10€, 10,5€ και 10€ η τελευταία πράξη δεν θα εκτελεσθεί γιατί η τιμή διαπραγμάτευσης πριν τα 10€ ήταν 10,5€.

- αν η χρονική σειρά των πράξεων είναι 10€, 10€ , 9,25€ , 9,5€ και 10€ η πράξη θα εκτελεσθεί γιατί η τιμή διαπραγμάτευσης πριν τα 10€ ήταν 9,5€.

---

Υποσημ.: είπαμε σε προηγούμενο κεφάλαιο πως ο επενδυτής είναι επιβεβλημένο να αποφασίσει πριν επενδύσει έως πιο σημείο διατίθεται να χάσει μέρος του κεφαλαίου σε περίπτωση που η αγορά ή μια μετοχή αρχίσουν και υποχωρούν

Οι κυριότεροι λόγοι για τους οποίους θεσπίστηκε το short selling είναι:

- A) γιατί βοηθάει τη χρηματιστηριακή αγορά να έχει μεγαλύτερη ρευστότητα εφόσον νομιμοποιεί τον λεγόμενο 'αέρα'
- B) δρα ανασταλτικά αμβλύνοντας σημαντικά τις μακροχρόνιες κατακόρυφες ανόδους και καθόδους της χρηματιστηριακής αγοράς.
- Γ) δίνεται στον επενδυτή ένα νέο επενδυτικό εργαλείο το οποίο αν χρησιμοποιηθεί ορθά βελτιώνει κατά πολύ το επενδυτικό χαρτοφυλάκιο του.
- Δ) οι χρηματιστηριακές εταιρίες αυξάνουν σημαντικά τα έσοδα τους, με την προϋπόθεση βέβαια ότι επιλέγουν με ποιοτικά κριτήρια τους πελάτες, δηλαδή πόσο φερέγγυοι είναι για να ανοίξουν ένα margin account.
- E) δημιουργούνται μ' αυτή την μέθοδο τα επενδυτικά hedge funds.

Πρέπει να τονιστεί πως κάθε επενδυτής επιβάλλεται να είναι αρκετά ενημερωμένος για την τάση της αγοράς ή μιας μετοχής, γιατί πρόκειται για μια πρακτική καθαρά κερδοσκοπική το οποίο συνεπάγεται ιδιαίτερα αυξημένο ρίσκο σε σχέση με τις άλλες επενδύσεις. Επομένως ο επενδυτής οφείλει να γνωρίζει ότι:

A) η υποτιμητική κερδοσκοπία εγκυμονεί πολύ μεγαλύτερο επενδυτικό κίνδυνο από εκείνον της αγοράς μετοχών τοις μετρητοίς, γιατί είναι αδύνατον να γνωρίζουμε πόσο μπορεί να ανεβεί μια μετοχή, άρα θεωρητικά η ζημιά μπορεί να είναι απεριόριστη, δηλαδή έχουμε απεριόριστη ζημιά, αλλά περιορισμένα κέρδη.

B) αν η μετοχή που πουλήθηκε ανοικτά πληρώνει μέρισμα, αυτό ανήκει σε εκείνον που δάνεισε τις μετοχές και όχι στον short seller.

Γ) πολλές φορές ο επενδυτής που πούλησε ανοικτά μπορεί να βρεθεί στην κατάσταση του λεγόμενου short squeeze το οποίο δημιουργείται σε περιστάσεις.

Στην μια όταν η χρηματιστηριακή εταιρία που δανείστηκε τίτλους για τους πελάτες της είναι υποχρεωμένη να τους επιστρέψει σ' αυτούς από τους οποίους τους δανείστηκε και δεν μπορεί να τους αντικαταστήσει με άλλους. Ο επενδυτής που πραγματοποίησε short selling πρέπει να τους αγοράσει αμέσως σε οποιαδήποτε τιμή και στην άλλη όταν οι επενδυτές έχουν πουλήσει μεγάλο αριθμό τίτλων μιας εταιρίας και σε πολύ σύντομο διάστημα ανακοινώνεται ένα πολύ θετικό νέο για την εταιρία αυτή. Η άμεση συνέπεια της είδησης αυτής θα είναι η κατακόρυφη άνοδος της τιμής, γιατί όλοι θα σπεύσουν να την αποκτήσουν, και οι short seller για να περιορίσουν όσο γίνεται την ζημιά αλλά και οι υπόλοιποι επενδυτές με την ελπίδα πως θα κερδίσουν από την άνοδο.

Π. χ.

Πώληση στις 15-5-02 8000 μετοχές προς 10€ / μετοχή συν. αξίας 80.000 μετ.

Ανακοίνωση από την εταιρία X (στις 17-5-02), της οποίας ήταν κάτοχος μετοχών ο επενδυτής, ότι θα συγχωνευτεί με άλλη και έτσι θα κατέχει ηγετική θέση στην αγορά των προϊόντων που παράγει με συνέπεια την άνοδο της τιμής στα 12€.

Ο επενδυτής αναγκαστικά

Αγοράζει στις 18-5-02 8000 μετοχές προς 12€ / μετοχή συν. αξίας 96.000 με ζημιά 16.000€

Έτσι περιορίζει την ζημιά στα 16.000€, αντί να περιμένει να πέσει κάτω από τα 10€ για να πραγματοποιήσει κέρδη.

### 3.6 Margin account

Στην αρχή της ανάλυσης για το short selling έγινε λόγος για τον θεσμό του margin account\*. Ο κυριότερος λόγος ύπαρξης του θεσμού αυτού αποτελεί η αποφυγή των κόκκινων κωδικών (χαρτοφυλάκια τα οποία παρουσιάζουν αρνητική απόδοση και μείωση του αρχικού κεφαλαίου) που προέρχεται πολλές φορές από τον ανεξέλεγκτο δανεισμό. Η μέθοδος αυτή παρέχει στους επενδυτές τη δυνατότητα να αγοράσουν περισσότερες μετοχές από εκείνες που θα τους επέτρεπε το διαθέσιμο κεφάλαιο τους με δανεισμό είτε από τις Α.Χ.Ε. είτε από τις τράπεζες.

Για να λάβει λοιπόν ο πελάτης πίστωση απαιτείται έγγραφη σύμβαση μεταξύ του μέλους και του πελάτη η οποία καταρτίζεται σύμφωνα με τον Κώδικα Δεοντολογίας Ε.Π.Ε.Υ και η οποία συν τοις άλλοις περιλαμβάνει το λεγόμενο χαρτοφυλάκιο ασφαλείας, το οποίο αποτελεί ουσιαστικά εγγύηση για την παραχωμένη πίστωση, το οποίο μπορεί να αποτελείται από μετρητά ή κινητές αξίες (αξίας που μπορούν να ρευστοποιηθούν εύκολα).

Από την άλλη πλευρά η Α.Χ.Ε. είναι υποχρεωμένη να ενημερώνει τον πελάτη το αργότερο μέχρι την έναρξη της επόμενης συνεδρίασης του Χ. Αξιών για τις συναλλαγές που πραγματοποίησε για λογαριασμό του με πίστωση, καθώς επίσης έγγραφη αναλυτική ενημέρωση τουλάχιστον μια φορά τον μήνα για τις συναλλαγές του και την κίνηση του λογαριασμού του σε χρήματα και σε στοιχεία του χαρτοφυλακίου ασφαλείας κατά τον προηγούμενο μήνα, όπως επίσης για την αποτίμηση του χαρτοφυλακίου ασφαλείας και το ύψος της πίστωσης κατά την τελευταία ημέρα της περιόδου, στην οποία αναφέρεται η ενημέρωση.

---

\* Καρούττος Ν. « Ο Θεσμός του margin account», εφ. ΜΑΚΕΔΟΝΙΑ Κυριακή 17 Ιουνίου 2001

Ο μαθηματικός τύπος του margin account είναι  $T. X. A. - X. Y. = \Pi$

Το Περιθώριο ( $\Pi$ ) προκύπτει ως υπόλοιπο:

- Εάν  $\Pi < 50\% * T. X. A.$  τότε  $E. \Pi. = (50\% * T. X. A.) - \Pi$
- Εάν  $\Pi > 50\% * T. X. A.$  τότε  $\Pi. \Pi. = \Pi - (50\% * T. X. A.)$

$T. X. A.$  = Τρέχουσα Αξία Χαρτοφυλακίου Ασφαλείας

$X. Y.$  = Πίστωση (Χρεωστικό Υπόλοιπο) που έχει χορηγηθεί συνολικά στον επενδυτή

$\Pi$  = Περιθώριο (margin ή equity) στο συγκεκριμένο Λογαριασμό Πίστωσης

$E. \Pi.$  = Έλλειμμα Περιθωρίου

$\Pi. \Pi.$  = Πλεόνασμα Περιθωρίου

$\Sigma. X. A.$  = Στοιχεία Χαρτοφυλακίου Ασφάλειας

Π. χ.

Ένας επενδυτής έχει μετοχές αξίας 20.000 € τις οποίες δέχεται ως χαρτοφυλάκιο ασφαλείας η Χ. Εταιρία και του δίνει τη δυνατότητα να αγοράσει με πίστωση μετοχές αξίας 20.000 €. Άρα ο επενδυτής έχει στη διάθεση του 40.000€. Έως ότου η χρημ. αξία του χαρτοφυλακίου του γίνει ίση με τη σχέση χρηματικό υπόλοιπο / 0,65 δηλαδή μέχρι το έλλειμμα περιθωρίου υποχωρήσει κάτω από το 35% η χρηματιστηριακή δεν θα προβεί σε καμιά ενέργεια εναντίον του πελάτη της.

---

Αναφέρθηκε ότι ο επενδυτής μπορεί να δανειστεί έως και το 125% του κεφαλαίου του.



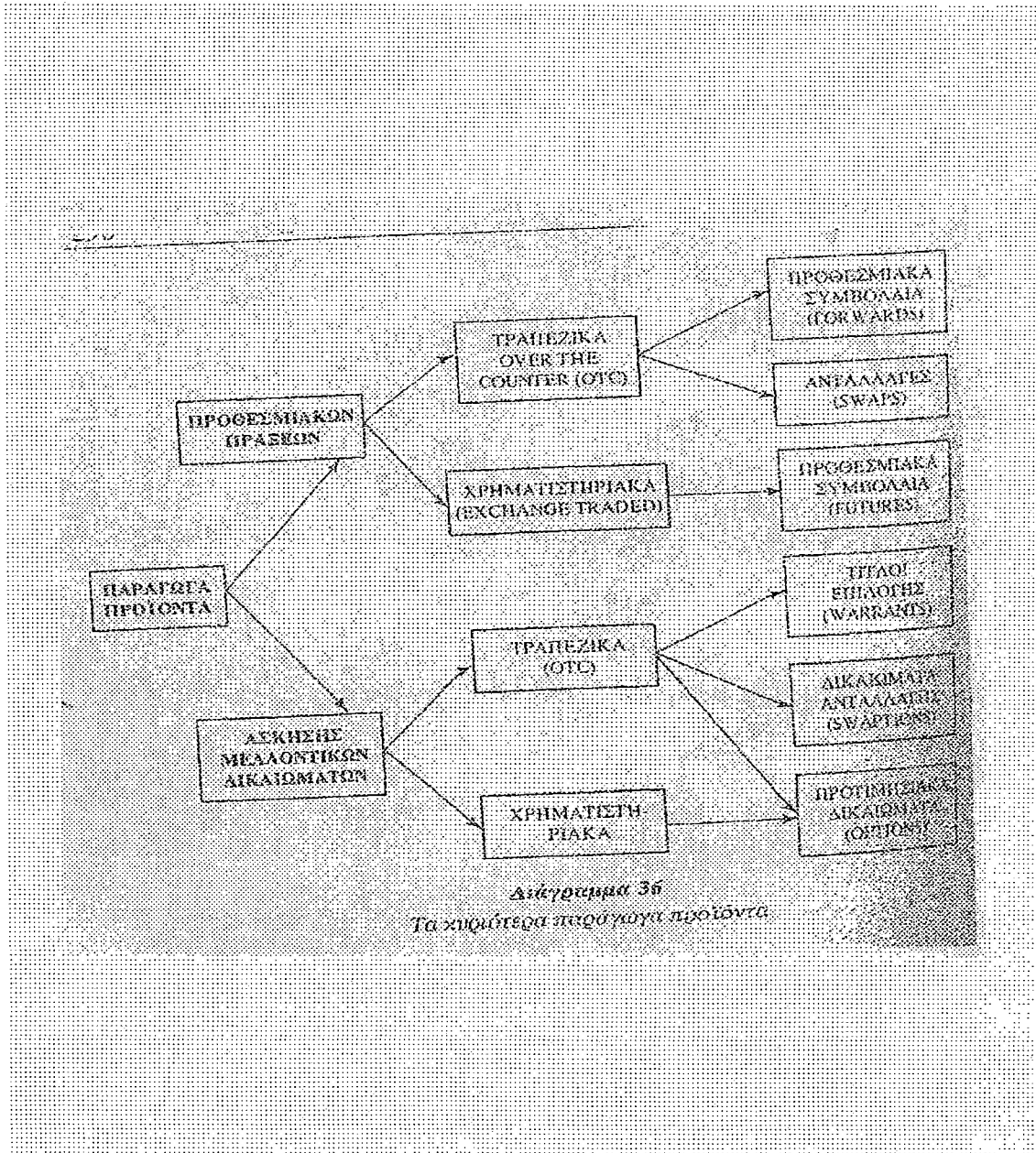
Ο πελάτης καθ' όλη την διάρκεια κατοχής του χαρτοφυλακίου του, είναι ευνόητο ότι προβαίνει σε αγοραπωλησίες τίτλων ανάλογα πως τον συμφέρει κάθε φορά η κατάσταση. Έτσι λοιπόν μπορεί από τα 40.000€ να πουλήσει μετοχές αξίας 5.000€, τότε η πίστωση του μειώνεται σε 15.000€, το οποίο σημαίνει πως η αξία του χαρτοφυλακίου δεν πρέπει να πέσει κάτω από τα 23076,9€. Σε περίπτωση που υπάρχει πτώση κάτω από 35% στην αξία του χαρτοφυλακίου υποχρεούται ο πελάτης να το καλύψει εντός 3 ημερών την διαφορά.

Από την άλλη πλευρά η δημιουργία πλεονάσματος περιθωρίου δίνει την δυνατότητα στον πελάτη να αγοράσει επιπλέον μετοχές με πίστωση είτε να πουλήσει μειώνοντας τον δανεισμό του. Αν η αξία του χαρτοφυλακίου ασφαλείας αυξηθεί στα 50.000€, τότε ο πελάτης μπορεί να πουλήσει μετοχές αξίας 10.000€ και να λάβει μετρητά ή να μειώσει τον δανεισμό του κατά το ίδιο ποσό ή ακόμα να αγοράσει μετοχές αξίας 10.000€.

$$\text{Περιθώριο} - (50\% * \text{T. X. A.}) = 20.000 - (0,5 * 50.000) = 20.000 - 25.000 = 5.000\text{€}$$

Έτσι ο πελάτης έχει αγοραστική δύναμη επιπλέον 5.000€ και δικαίωμα δανεισμού άλλων 5.000€, ώστε το αρχικό περιθώριο να μην πέφτει κάτω από 50%. Αν αγοράσει μετοχές 5.000€ η αξία χαρτοφυλακίου θα είναι 25.000€ και ο δανεισμός στα 25.000€ = 50% του χαρτοφυλακίου ασφαλείας.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4ο



## 4.1 ΤΙ ΟΝΟΜΑΖΟΥΜΕ ΠΑΡΑΓΩΓΑ

Τα παράγωγα (derivatives) είναι χρηματοπιστωτικά μέσα των οποίων η τιμή εξαρτάται από την αξία άλλων υποκείμενων μεταβλητών, οι οποίες μπορεί να είναι χρηματιστηριακές μετοχές, δείκτες μετοχών, συνάλλαγμα, επιτόκια, κρατικά ομόλογα, έντοκα γραμμάτια, εμπορεύματα. Τα παράγωγα είναι γνωστά και σαν εξαρτημένες απαιτήσεις, γιατί εξαρτώνται από τις τιμές άλλων πρωτογενών προϊόντων. Ανάλογα με τον χρόνο εκτέλεσης των δικαιωμάτων τα παράγωγα χωρίζονται σε 2 κατηγορίες, στις προθεσμιακές πράξεις, όπως τα futures, forwards και swaps και στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης όπως options και warrants, ενώ ως προς τον χώρο όπου γίνονται οι πράξεις τα προθεσμιακά συμβόλαια (futures) και τα προτιμησιακά δικαιώματα (options) είναι αντικείμενα διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο, ενώ τα forwards, swaps, warrants όπως και ορισμένοι τύποι options δημιουργούνται από τα πιστωτικά ιδρύματα για να καλύψουν ανάγκες των εταιρικών πελατών τους.

Τα παράγωγα χρηματιστικά προϊόντα χρησιμοποιούνται κυρίως από

- Τελικούς χρήστες (end users), όπως βιομηχανικές επιχειρήσεις, ασφαλιστικές, συνταξιοδοτικά ταμεία, ειδικευμένα πιστωτικά ιδρύματα.
- Ενδιάμεσους χρήστες, όπως μεσίτες (brokers, courtiers) ή μεγάλες τράπεζες που ενεργούν για λογαριασμό των πελατών τους έναντι αμοιβής.
- Κερδοσκόπους, οι οποίοι αναλαμβάνουν εκουσίως τον κίνδυνο επιδιώκοντας το κέρδος.

Είναι απαραίτητο να διευκρινισθεί ότι μεταξύ των παραδοσιακών τυποποιημένων προθεσμιακών συμβολαίων, τα οποία διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια των Π.Χ.Π. , τα οποία διαπραγματεύονται εκτός οργανωμένης αγοράς (over the counter), υπάρχει μια θεμελιώδης διαφορά. Τα πρώτα διέπονται από λεπτομερείς κανονισμούς και υπόκεινται σε αυστηρούς ελέγχους, ώστε να είναι διασφαλισμένες οι συναλλαγές, ενώ τα Π.Χ.Π.\* δεν υπάρχουν κανονισμοί και έλεγχοι, λόγω του ιδιωτικού χαρακτήρα τους, αλλά μόνον οι αυτορυθμιστικές συστάσεις της Διεθνούς Ένωσης Swaps και Παραγώγων (International Swaps and Derivatives Association – ISDA).

Παρακάτω θα γίνει λεπτομερής ανάλυση των παραπάνω επενδυτικών προϊόντων καθώς και των στρατηγικών που είναι απαραίτητο να ακολουθούνται έτσι ώστε να πραγματοποιούνται τα μέγιστα κέρδη για τους επενδυτές. Αρχικά θα αναλυθούν οι προθεσμιακές πράξεις οι οποίες χωρίζονται σε τραπεζικές (over the counter) και χρηματιστηριακές (exchange traded). Οι τραπεζικές πράξεις είναι 2, τα προθεσμιακά συμβόλαια (forwards) και ανταλλαγές (swaps).

---

\* Π.Χ.Π. = Παράγωγα Χρηματιστηριακά Προϊόντα

## 4.2 ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΠΡΑΞΕΙΣ

### 4.2.1 ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΟ ΣΥΜΒΟΛΑΙΟ (FORWARD)

Το συμβόλαιο forward αποτελεί μια διμερή συμφωνία να αγοράσουν ή να πουλήσουν μια αξία ή ένα εμπόρευμα σε μια ορισμένη μελλοντική ημερομηνία και σε ορισμένη τιμή. Το ένα μέρος στο συμβόλαιο συμφωνεί να αγοράσει το υποκείμενο στοιχείο σε ορισμένη τιμή και σε ορισμένη ημερομηνία (long position) και το άλλο συμφωνεί να πουλήσει το ίδιο στοιχείο, στην ίδια ημερομηνία και στην ίδια τιμή (short position). Όταν υπογράφεται το συμβόλαιο, δεν υπάρχει κόστος ούτε για τη θέση του αγοραστή ούτε για τη θέση του πωλητή. Η συγκεκριμένη μορφή επένδυσης εκκαθαρίζεται μόνο στη λήξη. Το συμβόλαιο έχει μηδενική αξία όταν υπογράφεται αλλά μετά την έναρξη οι τιμές του υποκείμενου στοιχείου ανεβαίνουν, με αποτέλεσμα η αξία του για τον αγοραστή γίνεται θετική και η αξία του για τον πωλητή αρνητική και το αντίστροφο.

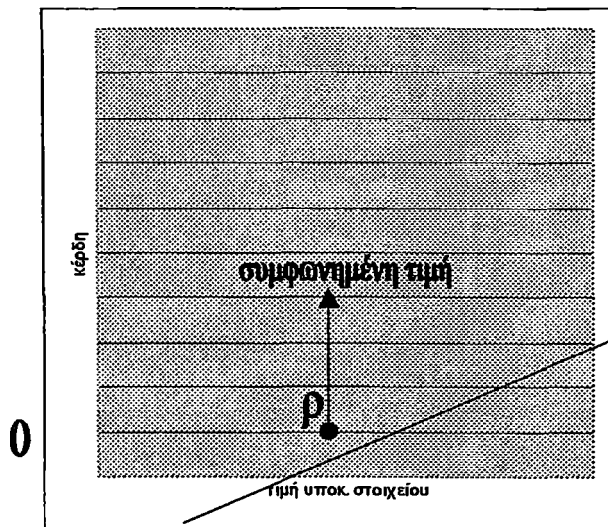
Π.Χ.

υποθέτουμε πως μια εταιρία υπογράφει στις 5/5/02 ένα forward συμφωνώντας να αγοράσει 2 εκ. \$ σε 90 μέρες, με ισοτιμία  $1\text{€} = 0,926\text{\$}$  δηλαδή έναντι 2.159.830€. Αν η ισοτιμία € και \$ διαμορφωθεί σε  $1\text{€} = 0,95\text{\$}$  μετά από 90 μέρες δηλαδή, υπάρχει ανατίμηση του € τότε, για την απόκτηση 2 εκ. \$ θα απαιτηθούν 2.105.260€, άρα κέρδος 54.570€.

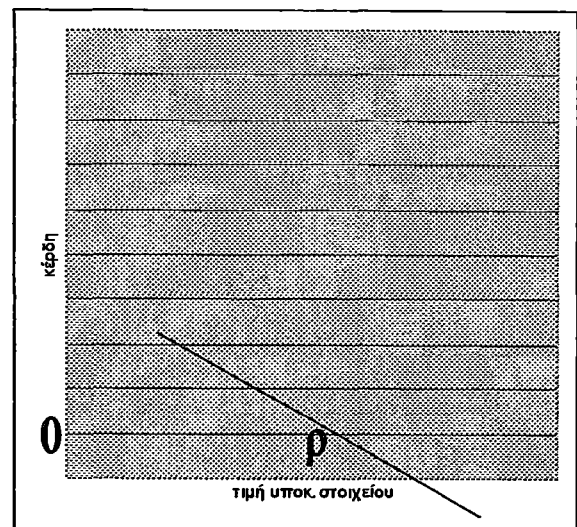
Αντίθετα αν στο τέλος των 90 ημερών υπάρξει υποτίμηση του € έναντι του \$ και διαμορφωθεί στα  $1\text{€} = 0,9\text{\$}$  τότε θα απαιτηθούν 2.222.220€, άρα ζημία 62.390€, για αγορά 2 εκ. \$. Από την πλευρά του

πωλητή τα αντίστοιχα ποσά είναι ζημία στην 1<sup>η</sup> περίπτωση και κέρδος στη 2<sup>η</sup>.

Διαγραμματικά έχει ως εξής:



Θέση αγοραστή



Θέση πωλητή

#### 4.2.1α Προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίων (Forward Rate Agreements) ή FRAs

Το F.R.A. είναι ένα συμβόλαιο forward όπου τα μέρη συμφωνούν ότι ένα ορισμένο επιτόκιο θα ισχύσει σε ένα ορισμένο κεφάλαιο κατά την διάρκεια μιας προκαθορισμένης μελλοντικής περιόδου. Είναι συμφωνίες ανταλλαγής των τόκων πάνω στο συγκεκριμένο κεφάλαιο και πληρώνονται μόνο οι τόκοι, ενώ στα λεγόμενα forward-forward γίνεται ανταλλαγή και του δανειζόμενου ποσού. Ο αγοραστής ενός συμβολαίου F.R.A. επιδιώκει την προστασία από μια αύξηση του επιτοκίου με το οποίο θα ανταμειφθούν μελλοντικά

δάνεια του και ο πωλητής την προστασία από τη μείωση του επιτοκίου χορηγήσεως δανείων στο μέλλον. Άρα ο κυριότερος λόγος ύπαρξης των συμβολαίων F.R.A. έγκειται στην προστασία από μεταβολές του επιτοκίου και σε περιπτώσεις διαιτησίας (arbitrage\*).

Π.χ.

Μια εταιρία συμφωνεί με την Alpha Τράπεζα να αγοράσει ένα F.R.A. με σταθερό επιτόκιο 5% επί Κεφαλαίου 50.000€, για μια περίοδο 6 μηνών, η οποία θα αρχίσει 2 μήνες μετά τη συμφωνία. Το κεφάλαιο των 50.000€ δεν ανταλλάσσεται μεταξύ των 2 μερών, είναι ιδεατό και χρησιμεύει για να υπολογιστεί το ποσό πληρωμής του αγοραστή προς τον πωλητή. Η εταιρία αγοράζει το F.R.A. γιατί θέλει να κλειδώσει το επιτόκιο δανεισμού στο 5%, επειδή το διατραπεζικό επιτόκιο είναι κυμαινόμενο και θέλει να προφυλαχθεί από τυχόν διακυμάνσεις ή να κερδοσκοπήσει από αυτές.

Έστω λοιπόν πως την ημέρα εκκαθάρισης του συμβολαίου, που είναι η πρώτη ημέρα της περιόδου των 6 μηνών, το διατραπεζικό εξαμηνιαίο επιτόκιο είναι 8%. Τότε ο πωλητής του F.R.A. (τράπεζα) εισπράττει σε μετρητά ένα ποσό από τον αγοραστή (εταιρία) που ισούται με την παρούσα αξία της αύξησης κατά 3% των τόκων, και υπολογίζεται ως εξής.

$$\left[ \frac{1}{1 + 0.08 \left( \frac{181}{360} \right)} \right] \times 0.03 \times \frac{181}{360} \times 50.000 = 721.1\text{€}$$

Αν ο αγοραστής ήθελε να δανειστεί για 6 μήνες θα έπρεπε να πληρώσει επιτόκιο 8% και όχι 5%, το οποίο σημαίνει επιπλέον τόκο ίσο με

---

\* Το arbitrage είναι η πράξη της ταυτοχρόνου αγοράς αξιών (χρηματικά ποσά, τίτλοι) ή εμπορευμάτων σε μια αγορά και της πώλησης τους σε μια άλλη, ώστε να προκύψει ωφέλεια από την διαφορά τιμών. Η λογική της μεθόδου αυτής είναι ότι ο συμμετάσχων στο arbitrage θα έχει υψηλότερα κέρδη απ' ότι θα είχε αν αγόρασε ή πουλούσε τα προϊόντα απ' ευθείας.

$$50,000 \times 0.03 \times \frac{181}{360} = 754.5\text{€}$$

Τα 754,5€ αποτελούν τη μελλοντική αξία στο τέλος των 6 μηνών της περιόδου δανεισμού (με επιτόκιο 8%) των 721,1€ που πλήρωσε σε μετρητά, οπότε έχει πετύχει να κλειδώσει το επιτόκιο δανεισμού στο 5%.

Υπάρχει φυσικά και το αντίθετο ενδεχόμενο δηλαδή να υπάρξει μείωση του επιτοκίου στο 2% οπότε ο αγοραστής θα πληρώσει παραπάνω το εξής ποσό:

$$\frac{1}{1+0.02\left(\frac{181}{360}\right)} \times 0.013 \times \frac{181}{360} \times 50.000 =$$

$$= \frac{1}{1+0.01} \times 0.013 \times 0.5 \times 50.000 = 742.57\text{€}$$

Ο αγοραστής μπορεί να δανειστεί με χαμηλότερο επιτόκιο κατά 3% από το συμφωνημένο, και θα μπορούσε να πληρώσει λιγότερους τόκους ίσους με 754,5€ αλλά έχει ήδη πληρώσει στον πωλητή 742,57€ το οποίο ποσό είναι η παρούσα αξία των 754,5€, με  $i = 2\%$  και συνεπώς το επιτόκιο που πέτυχε είναι στο επίπεδο του 5%. Αν η τρέχουσα τιμή του υποκείμενου επιτοκίου είναι υψηλότερη από την τιμή forward, ο αγοραστής έχει κέρδος, ενώ αντίθετα θα υποστεί απώλειες.

#### 4.2.2 ΑΝΤΑΛΛΑΓΕΣ (SWAPS)

Είναι ιδιωτικές συμφωνίες μεταξύ 2 εταιριών να ανταλλάξουν μετρητά στο μέλλον σύμφωνα με έναν προκαθορισμένο τρόπο, και



μπορούν να θεωρηθούν χαρτοφυλάκια forwards. Οι πιο διαδεδομένες μέθοδοι swaps είναι τα swap επιτοκίου και τα swap συναλλάγματος.

#### **4.2.2.a swap επιτοκίου**

Τα συμβόλαια ανταλλαγής επιτοκίων (Interest Rate Swaps) εμφανίστηκαν πρώτη φορά το 1982. Μ' αυτά οι επιχειρήσεις κάνοντας χρήση της καλής πιστωτικής φήμης τους, διευκολύνουν άλλες επιχειρήσεις και ταυτόχρονα πραγματοποιούν κέρδη. Το ένα μέρος συμφωνεί να πληρώσει στο άλλο μέρος τόκο, με σταθερό επιτόκιο, σε ένα ιδεατό κεφάλαιο, για ένα ορισμένο αριθμό ετών. Αντί αυτού παίρνει τόκο με κυμαινόμενο  $i$  πάνω στο ίδιο ιδεατό κεφάλαιο, για τον ίδιο αριθμό ετών. Το ιδεατό κεφάλαιο (notional principal) δεν ανταλλάσσεται απλά χρησιμοποιείται μόνο για τον υπολογισμό των τόκων. Τα swaps επιτοκίου χρησιμοποιούνται για να μετατρέψουν ένα δάνειο με κυμαινόμενο επιτόκιο σε δάνειο με σταθερό επιτόκιο και αντίστροφα.

Π.χ.

Η εταιρία X συμφωνεί να πληρώνει στη εταιρία Y ένα σταθερό επιτόκιο 6% ετήσια σ' ένα ιδεατό κεφάλαιο 500.000€ και σε αντάλλαγμα η Y συμφωνεί να πληρώσει στην X το εξαμηνιαίο LIBOR στο ίδιο κεφάλαιο των 500.000€ . Οι πληρωμές έστω ότι συμφωνήθηκαν να γίνονται κάθε εξάμηνο και το  $i = 6\%$  ανατοκίζεται εξαμηνιαία. Το swap άρχισε την 1<sup>η</sup> Ιούνη του 2001 και είναι για 4 έτη. Στο σύνολο θα γίνουν εισπράξεις και πληρωμές από την εταιρία B σύμφωνα με τον παρακάτω πίνακα:

Ημερομηνία	Κυμαινόμενο LIBOR	Εισπράξεις κυμαινόμενες	Πληρωμές σταθερές	Καθαρά Ποσά
1 <sup>η</sup> Ιούνη '01	5%	12500	15000	-2500
1 <sup>η</sup> Γενάρη '02	5,5%	14100	15450	-1350
1 <sup>η</sup> Ιούνη '02	5,8%	15270	15915	-645
2 <sup>η</sup> Γενάρη '03	6,2%	16800	16390	+410
1 <sup>η</sup> Ιούνη '03	6,5%	18155	16880	+1275
1 <sup>η</sup> Γενάρη '04	6,9%	19900	17390	+2510
1 <sup>η</sup> Ιούνη '04	7,0%	20885	17910	+2975
1 <sup>η</sup> Γενάρη '05	7,2%	22235	18450	+3785

#### 4.2.2 β swap συναλλάγματος (currency swap)

Ο δεύτερος δημοφιλής τύπος swap στην απλή μορφή του σημαίνει την ανταλλαγή ενός κεφαλαίου με σταθερό τόκο, σε νόμισμα μιας χώρας, με το ίδιο περίπου κεφάλαιο και με σταθερό επίσης τόκο σε νόμισμα άλλης χώρας. Η κάθε πλευρά έχει τη σύμβαση του δανεισμού της στο εθνικό νόμισμα και την εκτελεί στο ακέραιο, ενώ το συμβόλαιο ανταλλαγής εμφανίζεται ως εκτός ισολογισμού δέσμευση. Αν η μια πλευρά χρεοκοπήσει, το κόστος για την άλλη θα είναι ίσον προς τη δαπάνη μετατροπής του ξένου νομίσματος προς το εθνικό νόμισμα, δηλαδή η παρεχόμενη υπηρεσία απ' αυτόν τον τύπο της ανταλλαγής συνίσταται στην προστασία από τον κίνδυνο αλλαγής ισοτιμιών.

Π.χ.

Μια ελληνική εταιρία ζητά 2.000.000 λίρες Αγγλίας και μια Αγγλική εταιρία διατίθεται να χορηγήσει το ποσό με ισοτιμία 1GBL = 1,5€ για 3 χρόνια, και με προθεσμιακή 1GBL = 1,65€. Η ελληνική

εταιρία πληρώνει 3.000.000€ στις 1 Γενάρη 2002 και εισπράττει 2.000.000 GBP, ενώ στις 1 Γενάρη 2005 θα δώσει πίσω στην αγγλική εταιρία 3.300.000 €.

#### **4.3 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΠΡΑΞΕΙΣ**

##### **4.3.1 (FUTURES) ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ**

Το συμβόλαιο futures είναι χρηματιστηριακό συμβόλαιο αγοράς ή πώλησης σήμερα, για παράδοση σε προσδιορισμένη μελλοντική ημερομηνία και σε προκαθορισμένη τιμή ενός φυσικού ή χρηματιστικού προϊόντος, όπως πρώτες ύλες, πολύτιμα μέταλλα συναλλάγμα, μετοχές, ομόλογα. Χαρακτηριστικό των futures είναι ότι κατά το πλείστον δεν καταλήγουν στη φυσική παράδοση του προϊόντος που καλύπτουν αλλά λύνονται με την ίδρυση ενός αντίθετου συμβολαίου, γίνεται το λεγόμενο κλείσιμο θέσεων. Η πλευρά που αγοράζει ένα συμβόλαιο, αναλαμβάνει θέση long position, ενώ το μέρος που πουλά παίρνει θέση short position.

Η πρωτοτυπία της συναλλαγής επί των συμβολαίων futures έναντι της διαπραγματευτικής προθεσμιακής συναλλαγής έγκειται στη διπλή πράξη με τη μορφή επαναγοράς ενός συμβολαίου από τον πωλητή και επαναπώλησης από τον αγοραστή ενός συμβολαίου με την ίδια προθεσμία λήξεως. Οι 2 τεχνικές μοιάζουν ως προς τον προσδιορισμό της τιμής κατά την διαπραγμάτευση, αλλά διαφέρουν ως προς την τακτοποίηση, οποία στη διαπραγματευτική συναλλαγή εκτελείται κατά την λήξη της προθεσμίας.

Το Χρ. Παραγωγών είναι υποχρεωμένο για κάθε νέο είδος futures που εισέρχεται να διευκρινίσει την ακριβή φύση της συμφωνίας μεταξύ αγοραστή και πωλητή, συγκεκριμένα:

- Την υποκείμενη αξία ή εμπόρευμα
- Το μέγεθος του συμβολαίου, δηλαδή την ποσότητα της αξίας ή του εμπορεύματος που πρέπει να παραδοθεί
- Τον τρόπο καθορισμού της τιμής του συμβολαίου ώστε να είναι εύκολος και να εξυπηρετεί τους συναλλασσόμενους (π.χ. ευρώ)
- Τόπο παράδοσης
- Χρόνο παράδοσης. Στο συμβόλαιο αναφέρονται μήνες παράδοσης και διαλέγονται έτσι ώστε να εξυπηρετούν τους ενδιαφερόμενους, διευκρινίζεται επίσης πότε αρχίζει η διαπραγμάτευση ενός συμβολαίου ορισμένου μήνα καθώς και την τελευταία μέρα που διαπραγματεύεται ένα συγκεκριμένο συμβόλαιο.
- Την ημερήσια διακύμανση της τιμής η οποία καθορίζεται συνήθως από το χρηματιστήριο για την πλειοψηφία των συμβολαίων, οπότε αν η τιμή του συμβολαίου ξεπεράσει αυτά τα όρια σε μια μέρα, παύει να διαπραγματεύεται αλλά το Χρηματιστήριο έχει την δικαιοδοσία να αλλάξει αυτά τα όρια.
- Όρια κάθε θέσης το οποίο αποτελεί τον μέγιστο αριθμό συμβολαίων που μπορεί να αγοράσει ή να πουλήσει κάποιος για κάθε αξία ή εμπόρευμα και για κάθε μήνα παράδοσης. Ο όρος αυτός υπάρχει έτσι ώστε να αποφεύγονται κερδοσκοπικές πιέσεις στην αγορά.

Για να αγοράσει ή να πουλήσει κάποιος ένα future πρέπει να απευθυνθεί σε χρηματιστηριακή εταιρία, ανεξάρτητο χρηματιστή (broker) ή τράπεζα με την προϋπόθεση να είναι μέλη του Χ.Π.Α. για να εκτελέσουν την εντολή, ειδάλλως θα την διαβιβάσουν σ' ένα μέλος για να εκτελεστεί. Οι εντολές αναφέρουν τη θέση του επενδυτή long ή short, το είδος συμβολαίου, την ποσότητα και τον μήνα λήξης κάθε

συμβολαίου. Η εντολή μπορεί να δωθεί στην τιμή αγοράς (market order) ή σε ορισμένη τιμή και στο καλύτερο (limit order).

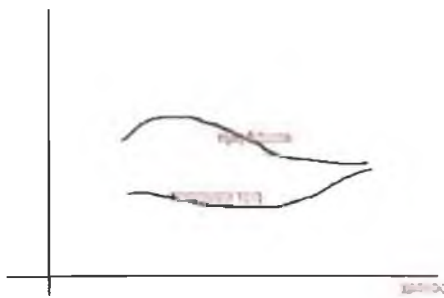
### **Σύγκλιση ενός future στην τρέχουσα τιμή του υποκείμενου στοιχείου.**

Υπάρχουν 2 τύποι futures, ο ένας λέγεται ομαλή αγορά (normal market) όσο επιμηκύνεται ο χρόνος λήξης του συμβολαίου και αυξάνει η τιμή του και ο άλλος αντίστροφη αγορά (inverted market) όταν η τιμή future μειώνεται, όσο επιμηκύνεται ο χρόνος λήξης. Όταν φτάσει η περίοδος παράδοσης, η τιμή του future ισούται ή είναι πολύ κοντά στην τρέχουσα τιμή του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου (spot price).

Ας υποθέσουμε πρώτα ότι η τιμή του future είναι μεγαλύτερη από την τρέχουσα τιμή κατά την περίοδο παράδοσης, αυτό δίνει την δυνατότητα σ' όποιον εμπορεύεται futures να κάνει arbitrage δηλαδή

- A) να πουλήσει το συμβόλαιο futures
- B) να αγοράσει το περιουσιακό στοιχείο
- Γ) να κάνει την παράδοση

Έτσι θα κερδίσει το ποσό της διαφοράς της τιμής του futures από την τρέχουσα τιμή του περιουσιακού στοιχείου, αλλά καθώς πωλούνται τα futures οι τιμές τους πέφτουν κατά την ημερομηνία παράδοσης. Σε αντίθετη περίπτωση όταν η τιμή του future είναι χαμηλότερη από την τρέχουσα τιμή κατά την ημερομηνία παράδοσης, τότε οι εταιρίες που ενδιαφέρονται να αποκτήσουν future προβαίνουν σε αγορές συμβολαίων με συνέπεια την άνοδο της τιμής τους.



A) τιμή του futures  
μεγαλύτερη της τρέχουσας  
του στοιχείου



B) τιμή του futures μικρότερη  
της τρέχουσας του στοιχείου

#### 4.3.1a Futures επί δεικτών μετοχών

Τα συμβόλαια αυτά εκκαθαρίζονται με μετρητά και όχι με παράδοση του υποκείμενου στοιχείου γιατί αυτό είναι αδύνατο και αποτιμούνται (marked to market) την τελευταία μέρα διαπραγμάτευσης τους και όλες οι θέσεις (long και short) θεωρούνται ότι κλείνουν. Οι τιμές αγοράς και πώλησης είναι σκόπιμο να αναφερθεί πως αναφέρονται σε μονάδες του δείκτη και το ελάχιστο μέγεθος μεταβολής είναι 0,25 μονάδες του δείκτη, ισοδύναμες με 1,5 € (500 δρχ). οπότε αν ο δείκτης βρίσκεται στις 2.500 μονάδες ο επενδυτής θα πληρώσει  $2.500 \times 6€ = 15.000 €$ . Η ημέρα λήξης και η τελική ημέρα συναλλαγής έχει οριστεί η 3<sup>η</sup> Παρασκευή του μήνα λήξης την ώρα που παύουν οι συναλλαγές στο χρηματιστήριο.

Ο επενδυτής είναι υποχρεωμένος να καταβάλει σε δεσμευμένο λογαριασμό από την ΕΤΕΣΕΠ\* ποσό που ανέρχεται σε ποσοστό 18% - 22% επί της αξίας του συμβολαίου. Οι μικροί επενδυτές

\* Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. : Είναι ο εκκαθαριστικός οίκος της αγοράς παραγώγων και έχει το ρόλο του κεντρικού αντισυμβαλλόμενου. Σκοπός του είναι η συμμετοχή στις συμβάσεις που συνάπτονται στην αγορά παραγώγων, η εκκαθάριση και η εγγύηση των συναλλαγών. Η Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. υποκαθιστά τον αντισυμβαλλόμενο σε κάθε συναλλαγή που πραγματοποιείται δηλ. γίνεται ο πωλητής ενός αγοραστή συμβολαίου και ο αγοραστής ενός πωλητή συμβολαίου.

προκειμένου να συμμετάσχουν στην αγορά παραγώγων πρέπει να διαθέτουν δεσμευμένο λογαριασμό της τάξεως των 20 εκ. δρχ ( $\cong 60.000\text{€}$ ) ο οποίος θα τροφοδοτεί και τα όρια ασφαλείας – περιθωρίου (margins) που επιβάλλονται από το Χ.Π.Α. και από το μέλος του που διενεργεί την συναλλαγή.

Οι πράξεις που λαμβάνουν χώρα όσον αφορά τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι αυτής της αγοράς και πώλησης και ο τρόπος με τον οποίο πραγματοποιούνται είναι οι εξής:

### **Θέση αγοράς**

Συμφωνεί κάποιος να αγοράσει τον δείκτη FTSE/ASE20 την ημερομηνία του διακανονισμού του Σ.Μ.Ε. στην τιμή κλεισίματος.

Αναμένει ότι το Χ.Α.Α. θα κινηθεί ανοδικά και πιστεύει ότι μέχρι την συμφωνημένη ημερομηνία ο δείκτης θα ανέλθει πάνω από τις 2.400 όπου βρίσκεται τώρα. Κάθε άνοδος του δείκτη κατά 1 μονάδα σημαίνει κέρδος 6€ για τον επενδυτή όπως και το αντίθετο. Άρα αν ο δείκτης ανέλθει στις 2.600 το κέρδος θα είναι  $6 \times 200 = 1200\text{€}$  για κάθε συμβόλαιο που κατέχει ο επενδυτής. Αντίστοιχα αν υπάρξει πτώση στις 2.300 μονάδες η απώλεια θα είναι 600€ για κάθε συμβόλαιο. Φυσικά το συμβόλαιο μπορεί να ρευστοποιηθεί (ανά πάσα στιγμή) πριν από τη λήψη του (long sale).

Έτσι αν λήγει σε 3 μήνες και ο κάτοχος του το πουλήσει στον 2 μήνα (ενώ ο δείκτης είναι στις 2.600 μον.), κλείνει την θέση του και αποκομίζει τα κέρδη. Είναι προτιμότερο να πάρει κάποιος θέση αγοράς αν θεωρεί ότι η τιμή του υποκείμενου τίτλου θα αυξηθεί αλλά δεν θέλει ακόμα να επενδύσει μέρος του κεφαλαίου του. Ένα Σ.Μ.Ε. του δίνει τη δυνατότητα να αποφύγει μια μεγάλη επένδυση, ενώ μπορεί και να κερδίσει από την αύξηση της τιμής. Αν ένας επενδυτής σχεδιάζει να

κάνει μια πιο μακροπρόθεσμη επένδυση, μπορεί να καταχωρήσει τις οποίες αποδόσεις ως «μειώσεις της τιμής» όταν αγοράζει τον τίτλο ή στην περίπτωση των ομολογιακών Σ.Μ.Ε., να του παραδοθούν τα ομόλογα αν κρατήσει την θέση του ανοικτή μέχρι το κλείσιμο της τελευταίας συνεδρίασης. αν δεν θέλει ή δεν μπορεί να αναλάβει τον κίνδυνο της απώλειας, ο οποίος είναι ενδογενής σ' ένα Σ.Μ.Ε. , μπορεί να διαλέξει ένα δικαίωμα αγοράς στο υποκείμενο προϊόν.

### **Θέση πώλησης**

Ο επενδυτής συμφωνεί να πουλήσει το δείκτη FTSE/ASE20 την ημερομηνία της συμφωνίας του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης στην τιμή κλεισίματος.

Αναμένει μείωση του δείκτη, μέχρι την ημερομηνία που θα λήξει το συμβόλαιο του, κάτω από τις 2.400. Τώρα κάθε μονάδα πτώσης συνεπάγεται κέρδος για τον επενδυτή ενώ μια αύξηση του δείκτη πάνω από τις 2.400 αποτελεί ζημιά. Οπότε αν υπάρχει πτώση στις 2.200 μονάδες το κέρδος θα είναι  $6 \times 200 = 1200\text{€}$  για κάθε συμβόλαιο που έχει στην κατοχή του. Από την άλλη πλευρά αν ανεβεί ο δείκτης στις 2500 η ζημιά θα ισούται με 600€.

Αν η αναμενόμενη πτώση των τιμών των μετοχών συμβεί πριν από την συμφωνημένη ημερομηνία λήξης του συμβολαίου, ο επενδυτής μπορεί να πραγματοποιήσει τα κέρδη του αγοράζοντας πίσω το μελλοντικό συμβόλαιο σε χαμηλότερη προθεσμιακή τιμή (κλείσιμο θέσης). Αντιθέτως αν υπάρχουν ενδείξεις για πιθανή ζημιά και δεν αναμένεται καμία αντιστροφή της τάσης πριν από την συμφωνημένη ημερομηνία, ο επενδυτής μπορεί να περιορίσει τη ζημιά κλείνοντας τη θέση του εγκαίρως.



Συνίσταται η θέση πώλησης αν θεωρεί ότι η τιμή του υποκειμένου θα μειωθεί. Δεν υπάρχει άλλος τρόπος στην αγορά τίτλων για να μετατραπεί μια τέτοια προσδοκία σε κερδοφόρα στρατηγική, ειδικά στην περίπτωση ενός Σ.Μ.Ε. στον δείκτη, πώληση ενός ολόκληρου χαρτοφυλακίου μετοχών θα είχε ως αποτέλεσμα υπερβολικό κόστος συναλλαγών. Αν ο επενδυτής κατέχει αυτές τις μετοχές, θα τις πουλήσει αν νομίζει ότι οι τιμές θα συνεχίσουν πτωτική πορεία για μεγάλο χρονικό διάστημα. Όταν ενδέχεται η πτώση των τιμών να είναι σύντομη είναι προτιμότερο να διατηρήσει το χαρτοφυλάκιο του και να πάρει θέση πώλησης σε Σ.Μ.Ε. Στην κατοχή ομολογιακών Σ.Μ.Ε. η θέση πώλησης είναι γενικά ο καλύτερος τρόπος να μετατραπεί μια πιθανή αύξηση των επιτοκίων (άρα μείωση των τιμών των ομολόγων) σε κέρδος.

#### **4.3.1β Future επί μετοχής**

Ένα Σ.Μ.Ε. επί μιας μετοχής αποτελεί μια δεσμευτική συμφωνία μεταξύ του αγοραστή και του πωλητή για την παράδοση συγκεκριμένης ποσότητας της μετοχής σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία (στην τιμή που καθορίστηκε κατά το χρόνο της σύμβασης). Τα εν λόγω συμβόλαια δίνουν την δυνατότητα για πράξεις επί μετοχών σήμερα, με μετάθεση της παράδοσης ή παραλαβή των μετοχών και του αντίστοιχου ποσού στη λήξη συμβολαίου.

Το Σ.Μ.Ε. είναι ένα επενδυτικό προϊόν το οποίο απευθύνεται σ' όλες τις κατηγορίες επενδυτών. Οι ιδιώτες επενδυτές μπορούν να το χρησιμοποιήσουν λόγω της μόχλευσης που δίνει, αφού η αξία της θέσης είναι περίπου 5,5 φορές του καταβληθέν περιθώριο ασφάλισης. Λόγω της φυσικής παράδοσης των μετοχών στη λήξη του συμβολαίου, είναι δυνατόν να χρησιμοποιηθεί ως υποκατάστατο της

αγοράς μετοχών, ιδιαίτερα αν δεν υπάρχει το πλήρες διαθέσιμο κεφάλαιο από τον επενδυτή. Επιπλέον παρέχεται η δυνατότητα πώλησης του Σ.Μ.Ε. αντί να γίνεται ρευστοποίηση της θέσης. Σε στατικές\* αγορές υπάρχει η δυνατότητα για λήψη θέσεων αγοράς σε μια μετοχή Α και πώλησης σε μια άλλη Β, αν υπάρχει προσδοκία ότι η μετοχή Α θα έχει καλύτερη απόδοση από τη μετοχή Β. Το ίδιο μπορεί να γίνει μεταξύ Σ.Μ.Ε. σε μετοχές και Σ.Μ.Ε. σε δείκτες.

Οι θεσμικοί εκτός της μικρής προμήθειας που πληρώνουν έχουν τη δυνατότητα να

- αναδιαρθρώσουν το χαρτοφυλάκιο τους μέσω της φυσικής παράδοσης ή παραλαβής μετοχών.
- επιτύχουν υπεραποδόσεις μέσω στρατηγικών αγοράς Σ.Μ.Ε. σε μετοχή Α και πωλήσεις Σ.Μ.Ε. σε μετοχή Β (pairs trading).
- να πάρουν θέση στο alpha μιας μετοχής (αγορά Σ.Μ.Ε. σε μετοχή και πώληση Σ.Μ.Ε. σε δείκτη) έτσι ώστε να αντισταθμίσουν τη θέση τους σε μετοχές.

Τα Σ.Μ.Ε. παρέχουν την δυνατότητα σ' ένα επενδυτή

- να μειώσει τον κίνδυνο που προέρχεται από τις κινήσεις μια μετοχής που περιλαμβάνεται στο χαρτοφυλάκιο του μέσω αντιστάθμισης. Πουλώντας Σ.Μ.Ε. επί της μετοχής, ο επενδυτής εξουδετερώνει τις επιπτώσεις από την κίνηση της τιμής της μετοχής χάρη στ' αντίθετα αποτελέσματα που αποδίδει η θέση σε Σ.Μ.Ε. με συνέπεια το κλείδωμα της τιμής στο μέλλον (short hedge)
- να κλειδώνει την τιμή αγοράς μιας μετοχής στο μέλλον (long hedge), σε περίπτωση που δεν έχει σήμερα το απαιτούμενο κεφάλαιο για να αγοράσει την μετοχή.

---

\* στατική αγορά: Η αγορά η οποία δεν παρουσιάζει έντονες διακυμάνσεις αλλά έχει κάποια σταθερότητα.

- να διαφοροποιεί το χαρτοφυλάκιο του μέσω της φυσικής παράδοσης ή παραλαβής μετοχών στην λήξη.
- να αναπαράγει τα οφέλη από την κατοχή της μετοχής (portfolio substitution) δεσμεύοντας μικρότερα κεφάλαια (μόχλευση) ή υπάρχουσες μετοχές ως ενέχυρο.
- να πραγματοποιεί συνδυαστικές θέσεις μεταξύ 2 μετοχών ή μετοχών και δεικτών.
- να πραγματοποιεί εξισορροπητική κερδοσκοπία (arbitrage) μεταξύ των αγορών.
- να αλλάζει το βάρος μιας μετοχής στο χαρτοφυλάκιο του με μικρό κόστος συναλλαγών.

#### **4.3.1γ Futures επί επιτοκίων**

Futures επί επιτοκίου είναι ένα συμβόλαιο futures επί ενός περιουσιακού στοιχείου του οποίου η αξία εξαρτάται από το ύψος των επιτοκίων, όπως ομολογίες του Δημοσίου, τα ομόλογα και τα έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου, τα ευρωδολάρια, το διατραπεζικό επιτόκιο της αγοράς του Λονδίνου (LIBOR) . Κατ' εξαίρεση των 2 τελευταίων μπορεί να πραγματοποιηθεί φυσική παράδοση του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου, αν και δεν προτιμάται από τους επενδυτές.

Από τα πιο διαδεδομένα futures αυτής της μορφής είναι αυτά που σχετίζονται με τα ευρωδολάρια. Ευρωδολάριο είναι το δολάριο το οποίο έχει κατατεθεί σε αμερικανική ή ξένη τράπεζα εκτός Η.Π.Α. Το επιτόκιο των ευρωδολαρίων είναι το επιτόκιο που κερδίζει μια τράπεζα, αν καταθέσει σ' άλλη τράπεζα ευρωδολάρια, και τι οποίο είναι γνωστό σαν London Interbank Offer Rate (LIBOR) γιατί το κέντρο της αγοράς ευρωδολαρίων είναι το Λονδίνο. Τα επιτόκια αυτά είναι υψηλότερα απ' αυτά των αμερικανικών εντόκων γραμματίων του Δημοσίου (Treasury

Bonds), εξαιτίας του γεγονότος ότι μια τράπεζα είναι υποχρεωμένη να πληρώνει υψηλότερα επιτόκια από μια κυβέρνηση, όταν δανείζεται κεφάλαια. Το επιτόκιο που υπόκειται στα futures αυτά είναι 90 ημερών.

Τα συμβόλαια futures επί επιτοκίων γενικά χρησιμοποιούνται για προστασία από τις διακυμάνσεις των επιτοκίων, επειδή οι αξίες των ομολογιών και των ομολόγων εξαρτώνται αντίστροφα από τα επίπεδα των επιτοκίων. Έτσι βραχυχρόνια χρειάζονται προστασία από την αύξηση των επιτοκίων και μακροχρόνια από την πτώση τους.

Στα futures επί κρατικών ομολογιών που διαπραγματεύονται στο Chicago Bonds of Trade το μέρος με τη θέση πωλητή (short position) μπορεί να έχει τα εξής δικαιώματα.

- Η παράδοση μπορεί να γίνει οποιαδήποτε ημέρα του μήνα παράδοσης
- Μπορεί να παραδώσει οποιεσδήποτε ομολογίες ή ομόλογα όσον αφορά τα τοκομερίδια και την ημερομηνία λήξης και όχι απαραίτητα τα πωληθέντα, άρα μπορεί να διαλέξει τα φθηνότερα διαθέσιμα στην αγορά.
- Η διαπραγμάτευση των futures επί ομολογιών σταματά στις 2 μ.μ. , ενώ η διαπραγμάτευση των ίδιων των ομολογιών συνεχίζεται μέχρι τις 4 μ.μ. Το μέρος με τη short position μπορεί να ειδοποιήσει με σημείωμα την Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών μέχρι τις 8 μ.μ. , ότι έχει σκοπό να παραδώσει τις ομολογίες. Σ' αυτήν την περίπτωση αν δώσει την ειδοποίηση η τιμή του τιμολογίου υπολογίζεται στην τιμή κλεισίματος πριν τις 2 μ.μ. Η τακτική αυτή είναι γνωστή σαν wild card play (παιχνίδι με τρελά χαρτιά).

## **4.4 ΑΣΚΗΣΗΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ**

Τα συγκεκριμένα χρηματιστηριακά παράγωγα, όπως και στην περίπτωση των προθεσμιακών πράξεων, χωρίζονται σε 2 κατηγορίες, σ' αυτά που διαπραγματεύονται στο Χ.Α. και σ' αυτά που αποτελούν αντικείμενο συναλλαγών στις τράπεζες. Τρία είναι τα επενδυτικά προϊόντα αυτής της κατηγορίας παραγώγων που οι συναλλαγές τους πραγματοποιούνται στις τράπεζες warrants (τίτλοι επιλογής), δικαιώματα ανταλλαγής (swaptions) και προτιμησιακά δικαιώματα (options), αν και τα τελευταία διαπραγματεύονται και στο Χ. Αξιών.

### **4.4.1 Τίτλοι Επιλογής (Warrants)**

Οι τίτλοι επιλογής (warrants) είναι options που εκδίδονται από μια εταιρία ή ένα πιστωτικό ίδρυμα. Ο αριθμός των ανοικτών συμβολαίων καθορίζεται από το μέγεθος της αρχικής έκδοσης και αλλάζει μόνο όταν τα options ασκούνται στη λήξη. Οι τίτλοι επιλογής αγοράζονται και πωλούνται με τον ίδιο σχεδόν τρόπο όπως οι μετοχές και δεν χρειάζεται η μεσολάβηση της Εταιρίας Εκκαθάρισης Συναλλαγών. Όταν ασκείται ο τίτλος επιλογής, ο αρχικός εκδότης κάνει εκκαθάριση με τον κάτοχο του τίτλου επιλογής.

Τίτλοι επιλογής που δίνουν το δικαίωμα αγοράς (call warrants) διανέμονται από τις εταιρίες πάνω στη δική τους μετοχή. Μια εταιρία λ.χ. εκδίδοντας ομολογιακό δάνειο μπορεί να προσφέρει στους επενδυτές μαζί με τις ομολογίες και warrants στη μετοχή τους. Σε περίπτωση την οποία τα warrants ασκηθούν, η εταιρία διανέμει στους κατόχους των warrants νέες μετοχές στην τιμή άσκησης που

καθορίζεται στο συμβόλαιο. Η τιμή άσκησης και η ημερομηνία άσκησης των warrants δεν ταιριάζουν απαραίτητα μ' αυτές των χρηματιστηριακών call options, αλλά τα warrants λήγουν αργότερα από τα call options.

Put και call warrants εκδίδονται από μια τράπεζα για να ικανοποιηθούν οι ανάγκες της αγοράς και τα υποκείμενα στοιχεία επένδυσης μπορεί να είναι ένας δείκτης, συνάλλαγμα ή εμπόρευμα. Μόλις εκδοθεί ένα τέτοιο warrant συχνά διαπραγματεύεται και σ' ένα χρηματιστήριο, ενώ η τράπεζα πραγματοποιεί την εκκαθάριση με μετρητά, όταν ασκηθεί το warrant.

#### **4.4.2 Δικαιώματα ανταλλαγής (swaptions)**

Ένα swaption αποτελεί ένα τραπεζικό option με το οποίο κάποιος μπορεί να πάρει μέρος σ' ένα swap επί επιτοκίου και χρησιμοποιείται συνήθως στην αγορά των μετατρέψιμων ομολογιών (convertibles bonds) οι οποίες εκδίδονται από τις εταιρίες. Ο κάτοχος έχει το δικαίωμα (αλλά όχι την υποχρέωση ) να ανταλλάξει μια μετατρέψιμη ομολογία με μια μετοχή της εκδότριας εταιρίας, σε ορισμένες ημερομηνίες στο μέλλον και σ' ορισμένο ποσοστό.

Τα swaptions χρησιμοποιούνται για arbitrage στην αγορά εξαγοράσιμων ομολογιών (callable bond). Εξαγοράσιμη ομολογία είναι αυτή στην οποία ο εκδότης μπορεί να την εξαγοράσει σε ορισμένη τιμή και ορισμένες ημερομηνίες στο μέλλον. Αν ασκηθούν οι μετατρέψιμες ομολογίες, ο κάτοχος μπορεί να διαλέξει την μετατροπή πριν την εξαγορά. Ο όρος της εξαγοράς έχει σκοπό να δώσει το δικαίωμα στον εκδότη να πιέσει τον κάτοχο της ομολογίας να τη μετατρέψει νωρίτερα απ' ότι θα διάλεγε ο ίδιος. Σε περίπτωση που πραγματοποιηθεί η

μετατροπή αυτή, ο εκδότης προμηθεύει τον κάτοχο της με νέες μετοχές ως αντάλλαγμα τις ομολογίες. Τα πιο πολλά swaptions έχουν ευρωπαϊκό δικαίωμα εξάσκησης, δηλαδή μπορεί να εξασκηθεί μόνο κατά την λήξη του συμβολαίου.

#### **4.4.3 Προτιμησιακά δικαιώματα (options)**

Τα προτιμησιακά δικαιώματα ή options είναι συμβάσεις που δίνουν τη δυνατότητα στον επενδυτή να αγοράσει ή να πουλήσει ένα συγκεκριμένο προϊόν σε μια προκαθορισμένη τιμή, χωρίς όμως την υποχρέωση να κάνει αυτή την αγορά ή πώληση.

Οι κατηγορίες των options είναι 2 τα call options και τα put options.

Το call option δίνει το δικαίωμα στον κάτοχο του να αγοράσει το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο σε ορισμένη ημερομηνία και τιμή, ενώ το put option το δικαίωμα στον κάτοχο να πουλήσει το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο σε ορισμένη τιμή και ημερομηνία.

Η τιμή του συμβολαίου ονομάζεται τιμή άσκησης (exercise price) ή strike price και η ημερομηνία λήξης ή άσκησης (expiration date, exercise date).

Μια άλλη κατηγορία διαχωρισμού των options είναι τα αμερικανικού τύπου (American options) τα οποία μπορούν να ασκηθούν οποιαδήποτε στιγμή μέχρι την ημερομηνία λήξης και τα ευρωπαϊκού τύπου (European options) τα οποία μπορούν να ασκηθούν μόνο την ημερομηνία λήξης τους. Τα περισσότερα options είναι αμερικανικού τύπου.

Για να έχει κάποιος δικαιώματα σ' ένα option πληρώνει στον πωλητή του option (counter) ένα ποσό το λεγόμενο ασφάλιστρο. Η τιμή του ασφάλιστρου που είναι και η τιμή απόκτησης του option, εξαρτάται

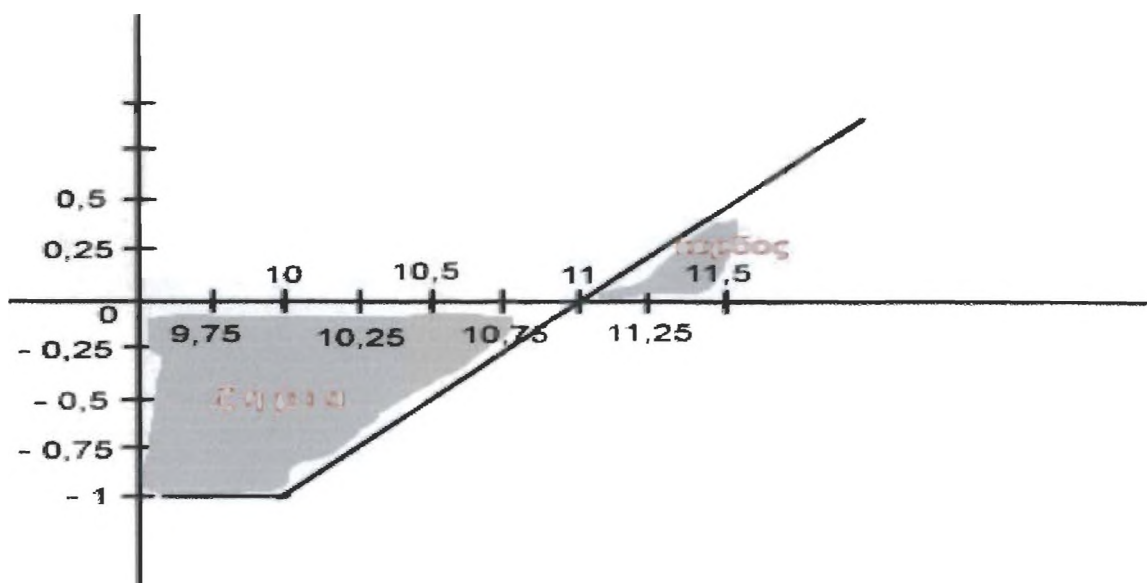
από την τιμή άσκησης του, η οποία όσο μεγαλύτερη είναι τόσο μικρότερο είναι το ύψος του ασφάλιστρου και αντίθετα. Η διαφορά με futures, forwards, swaps είναι ότι στα τελευταία η συμφωνία είναι δεσμευτική και για τα 2 μέρη. Τα είδη options που διαπραγματεύονται στις αγορές είναι 4, options επί μετοχών, επί δείκτη επί συναλλάγματος και τα futures options. Παρακάτω θα γίνει λεπτομερή ανάλυση του τρόπου με τον οποίο λειτουργούν τα options.

### Αγορά δικαιώματος αγοράς (call option)

Κάποιος αγοράζει το δικαίωμα να αγοράσει μια συγκεκριμένη μετοχή κατά την διάρκεια μιας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου στην τιμή εξάσκησης. Αυτό γίνεται αν ο επενδυτής αναμένει μια σημαντική αύξηση στις τιμές της μετοχής με σχετικά μεγάλη μεταβλητότητα των τιμών. Μ' αυτόν τον τρόπο επιδιώκει να συγκρατήσει τον κίνδυνο και ταυτόχρονα να εκμεταλλευτεί τις ανοδικές τάσεις της τιμής.

Έστω λοιπόν ότι η μετοχή πωλείται 10€. Αγοράζει 100 call options με τιμή εξάσκησης 10€ στην τιμή του 1€ / ανά μετοχή, (1 συμβόλαιο = 100 μετοχές)

Κέρδη και ζημιές ενός αγοραστή call options





Τιμή Stock	Τιμή δικαιώματος	Τιμή εξάσκησης	Αποτέλεσμα	Αποτέλεσμα ανά συμβ.
10	1	OXI	-1	-100€
10,25	1	0,25	-0,75	-75€
10,5	1	0,5	-0,5	-50€
10,75	1	0,75	-0,25	-25€
11,00	1	1	0	-
11,25	1	1,25	+0,25	+25€
11,5	1	11,5	+0,5	+50€

Το διάγραμμα δείχνει σχηματικά τα κέρδη και τις ζημιές κατά την ημερομηνία λήξης για διάφορες τιμές της μετοχής. Κατά την ημερομηνία λήξης χάνει 0,25€ / μετοχή όταν η μετοχή διαπραγματεύεται 0,25€ κάτω από τα 11€. Οποιοδήποτε κέρδος καταφέρει σε περιόδους αύξησης των τιμών των μετοχών πρέπει να διορθωθεί ως προς την τιμή του δικαιώματος που έχει ήδη πληρωθεί. Στην τιμή των 11€ τα κέρδη ισοσκελίζονται με την τιμή του δικαιώματος που έχει ήδη πληρωθεί (νεκρό σημείο –breakereen point). Σε περίπτωση που οι προσδοκίες του επενδυτή δεν αποδειχτούν σωστές και η τιμή παραμείνει κάτω από την τιμή εξάσκησης, ο επενδυτής αφήνει το δικαίωμα να εκπνεύσει, καθώς θα μπορεί να αγοράσει τη μετοχή φθηνότερα στην τρέχουσα αγορά.

Αν η άνοδος της τιμής συμβεί πριν από την ημερομηνία λήξης, τότε ο επενδυτής μπορεί να πραγματοποιήσει τα κέρδη του μεταπωλώντας το δικαίωμα αγοράς σε μια υψηλότερη τιμή, ενώ από την άλλη μεριά αν φαίνεται πως η τιμή δεν πρόκειται να περάσει τα 11€ μέχρι την ημερομηνία λήξης, μπορεί να μειώσει την ζημιά του με το να ρευστοποιήσει τη θέση του εγκαίρως. Στην περίπτωση που ένας επενδυτής επιθυμεί να εκμεταλλευτεί μια πιθανή βραχυχρόνια άνοδο της

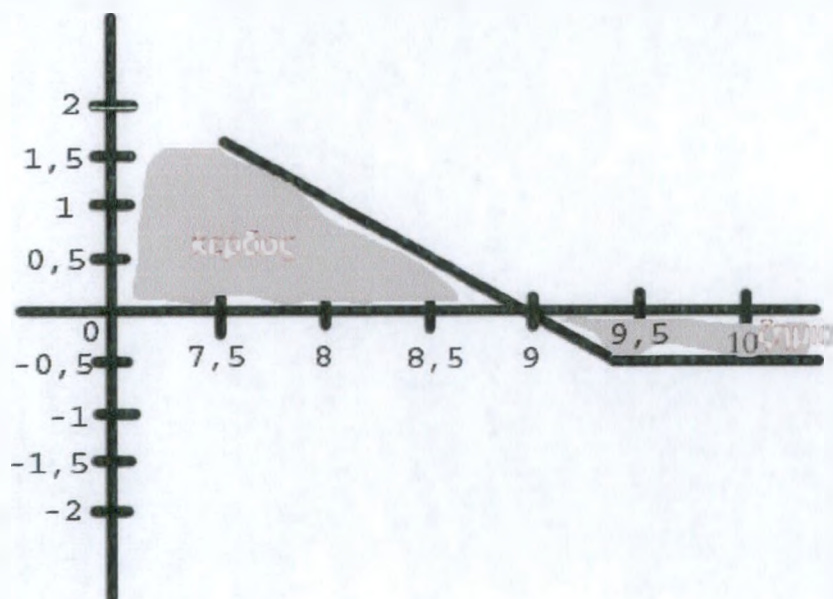
τιμής της μετοχής με μικρό κίνδυνο ζημιάς, τότε θα αγοράσει ένα δικαίωμα αγοράς. Όσο μεγαλύτερη είναι η διακύμανση της τιμής της μετοχής στην τρέχουσα αγορά τόσο υψηλότερη θα είναι η τιμή του call option και συνεπώς το κέρδος του επενδυτή αν το ρευστοποιήσει.

### Αγορά δικαιώματος πώλησης (put option)

Κάποιος αγοράζει το δικαίωμα να πουλήσει μια συγκεκριμένη μετοχή κατά τη διάρκεια μιας καθορισμένης χρονικής περιόδου στη τιμή εξάσκησης. Έστω ότι ένας επενδυτής αναμένει μια σημαντική πτώση της τιμής της μετοχής και μια σχετικά μεγάλη διακύμανση των τιμών, συγκρατώντας τον κίνδυνο και ταυτόχρονα να εκμεταλλευτεί τις πτώσεις των τιμών.

Αν η μετοχή πωλείται 9,5 €, αγοράζει κάποιος ένα δικαίωμα πώλησης με τιμή εξάσκησης 9€ στην τιμή 0,5€.

Κέρδη και ζημιές αγοραστή ενός put option



Τιμή μετοχής €	Τιμή δικαιώματος €	Τιμή εξάσκησης €	Αποτέλεσμα	Αποτέλεσμα ανά συμβόλαιο €
7,5	0,5	1,5	+1	100
8,0	0,5	1	+0,5	50
8,5	0,5	0,5	-	-
9,0	0,5	-	-0,5	-50
9,5	0,5	OXI	-0,5	-50
10	0,5	OXI	-0,5	-50
10,5	0,5	OXI	-0,5	-50

Το διάγραμμα δείχνει σχηματικά τα κέρδη και τις ζημιές για διάφορες τιμές της μετοχής του κατά την ημερομηνία λήξης του δικαιώματος. Κατά την ημερομηνία λήξης ο επενδυτής κερδίζει 0,50€ / μετοχή για κάθε 0,5€ που η τιμή της μετοχής βρίσκεται χαμηλότερα από την τιμή εξάσκησης των 9€. Το νεκρό σημείο σ' αυτήν την περίπτωση είναι 8,5€ όπου τα κέρδη ισούται ακριβώς με την τιμή δικαιώματος που έχει ήδη πληρωθεί.

Από την άλλη πλευρά αν η τιμή εξελιχθεί όπως ανέμενε ο επενδυτής και παραμείνει πάνω από την τιμή εξάσκησης, αφήνει το δικαίωμα να εκπνεύσει, σε διαφορετική περίπτωση, αν η τιμή πέσει πριν την λήξη, ο επενδυτής δικαιούται να πουλήσει το option σε υψηλότερη τιμή, αποκομίζοντας ανάλογα κέρδη. Αν φαίνεται ότι η τιμή της μετοχής δεν θα πέσει κάτω από την τιμή των 9€ μέχρι την ημερομηνία λήξης, μπορεί να περιορίσει την ζημιά του με το να κλείσει την θέση του εγκαίρως. Μ' αυτό τον τρόπο αν θέλει ένας επενδυτής να εκμεταλλευτεί μια απότομη πτώση της μετοχής βραχυχρόνια, χωρίς να διατρέξει υψηλό κίνδυνο, αγοράζει ένα δικαίωμα πώλησης. Όσο μεγαλύτερη είναι

η μεταβλητότητα (volatility) της τιμής μετά την αγορά του put option τόσο υψηλότερη θα είναι η τιμή του και θα είναι περισσότερο επικερδές για τον επενδυτή το να κλείσει το put option.

Η αγορά ενός option αποδεικνύεται η σωστή στρατηγική όταν ο επενδυτής αναμένει σημαντική μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών στο άμεσο μέλλον. Η μεγάλη volatility της μετοχής είναι ικανή να επιφέρει αρκετά (απεριόριστα θεωρητικά) κέρδη, ενώ αν δεν επιβεβαιωθούν οι προβλέψεις του η ζημιά δεν είναι μεγαλύτερη από την τιμή του δικαιώματος. Καθώς αυτό είναι το λογικό για όλους τους συναλλασσόμενους στη αγορά, η τιμή του δικαιώματος αντιδρά σε τέτοιες απότομες διακυμάνσεις με το να αυξάνεται σημαντικά, και με το κλείσιμο της θέσης του θα του αποδώσει κέρδος. Παρ' όλα αυτά, είναι σημαντικό να έχει κάποιος υπόψη του ότι η διαχρονική αξία του δικαιώματος πέφτει αυτόματα όταν υπάρχει μικρή αλλαγή στην τιμή της υποκείμενης επένδυσης.

Οι συνδυασμοί είναι πολλοί και ο καθένας τους είναι κατάλληλος να αντιμετωπίσει μια συγκεκριμένη κατάσταση, όπως για παράδειγμα ότι του παρέχεται η δυνατότητα να αγοράσει ένα δικαίωμα αγοράς και ένα πώλησης, ταυτόχρονα, με την ίδια τιμή και με την ίδια ημερομηνία πώλησης, όταν δεν μπορεί να προβλέψει την τάση της αγοράς ή εκτιμά ότι θα έχει διακυμάνσεις, αλλά με το πέρασμα του χρόνου, οι εξελίξεις αναμένονται δυσμενείς.

Αν πάλι, γνωρίζει ότι η αγορά θα είναι ανοδική ή πτωτική, αλλά δεν γνωρίζει το εύρος της διακύμανσης τότε παίρνει θέση strangle, δηλαδή αγοράζει ένα δικαίωμα αγοράς (call option) και ένα δικαίωμα πώλησης (put option) με ίδια ημερομηνία λήξης και διαφορετική τιμή εξάσκησης. Αν πιστεύει ότι θα αυξηθεί η μεταβλητότητα της αγοράς τότε αγοράζει strangle, διαφορετικά πωλεί. Όσο οι τιμές άσκησης

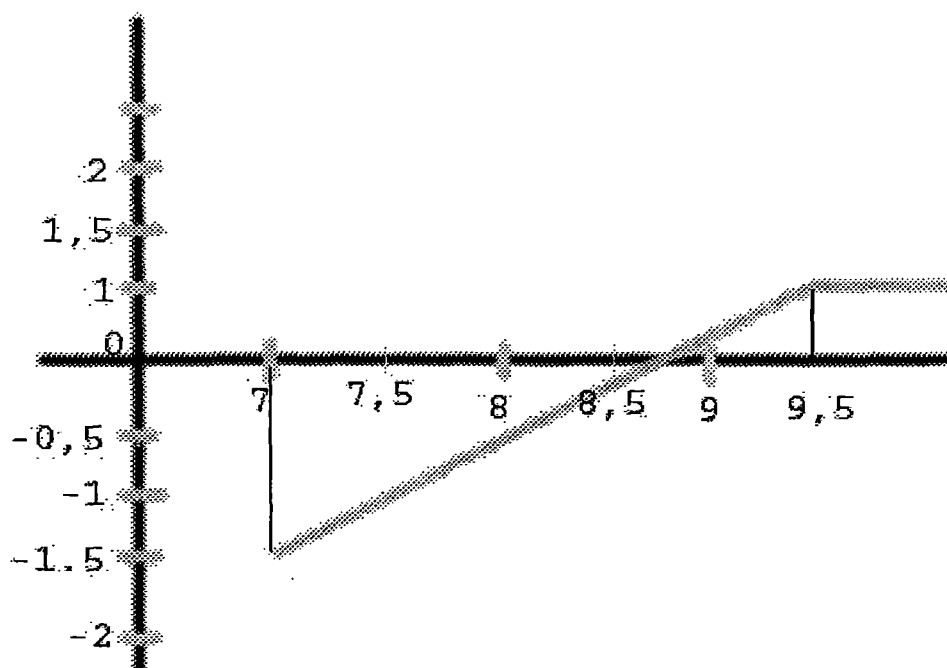
απέχουν μεταξύ τους, τόσο μικρότερος είναι ο κίνδυνος από την πτώση στην τιμή της μετοχής.

Αν ο επενδυτής δεν γνωρίζει αν θα έχει πτώση ή άνοδο η μετοχή ή ο δείκτης μετοχών, αλλά ότι η διακύμανση θα ήταν μεγάλη τότε κάνει χρήση ενός straddle, δηλαδή αγοράζει 2 αντίθετα δικαιώματα, ένα call option και ένα put option με ίδια τιμή εξάσκησης και ημερομηνίας λήξης. Αν προβλέπονται μεγάλες διακυμάνσεις, πωλεί straddle ενώ αν προβλέπεται σταθερότητα αγοράζει.

Εν κατακλείδι ο επενδυτής αγοράζει call options όταν περιμένει άνοδο της αγοράς και put option στην αντίθετη περίπτωση, ενώ αν δεν προβλέψει σωστά, τότε χάνει το πολύ το αρχικό ποσό που αγόρασε το δικαίωμα (premium). Διευκρινίζεται ότι τα options έχουν τιμή για να τα αγοράσει κανείς, ενώ τα Σ.Μ.Ε. όχι.

Η σημαντικότερη διαφορά των options από την αγορά μετοχών ή συμβολαίων Μ.Ε. για επενδυτή, ο οποίος αναμένει πιθανή αύξηση της τιμής μιας μετοχής ή δείκτη, είναι το γεγονός ότι με την αγορά του δικαιώματος αγοράς περιορίζει τον κίνδυνο του σε περίπτωση πτώσης του δείκτη/ μετοχής, ενώ συμμετέχει σε κέρδη στην αντίθετη περίπτωση.

Κέρδη και ζημιές πωλητή put option



#### 4.1.5 L.E.A.P.S.

Το χρηματιστήριο των options είναι υποχρεωμένο να καθορίσει όχι μόνο τον μήνα λήξης, αλλά και την συγκεκριμένη ημέρα και ώρα. Εκτός από τα κοινά options υπάρχουν και options μακρύτερης διάρκειας γνωστά ως long-term equity anticipation securities ή L.E.A.P.S. που λήγουν μέχρι και 2 έτη μετά. Για να ξεχωρίσουν τα options μεταξύ τους τα κατατάσσουν σε κατηγορίες (classes) και σειρές (series) π.χ. όλα τα συμβόλαια calls πάνω στην μετοχή της Εθνικής είναι μια τάξη, ενώ όλα τα συμβόλαια puts πάνω στην ίδια μετοχή αποτελούν άλλη πράξη. Σειρά είναι όλα τα συμβόλαια μιας τάξης με την ίδια ημερομηνία λήξης και τιμή εξάσκησης, π.χ. όλα τα συμβόλαια calls επί της μετοχής της Εθνικής που λήγουν τον Γενάρη και έχουν τιμή εξάσκησης 500€ αποτελούν μια σειρά.

Το Χρηματιστήριο επίσης καθορίζει όρια θέσης (position limits) για κάθε μετοχή πάνω στην οποία διαπραγματεύονται options. Αυτό σημαίνει ότι ορίζει τον αριθμό των συμβολαίων που μπορεί να αποκτήσει ένας επενδυτής στην κάθε πλευρά της αγοράς. Παρόμοιος περιορισμός είναι το όριο άσκησης (exercise limit). Ορίζει τον ανώτατο αριθμό συμβολαίων που μπορούν να ασκηθούν από ένα πρόσωπο( ή ομάδα προσώπων που δρουν μαζί) σε κάθε περίοδο πέντε συνεχών εργάσιμων ημερών. Ο σκοπός των παραπάνω ορίων είναι να εμποδίσει έναν επενδυτή ή μια ομάδα επενδυτών να επηρεάζει υπερβολικά την αγορά.

Ανάλογα με τα περιθώρια ασφαλείας υπάρχουν 2 κατηγορίες options , τα «γυμνά» και τα καλυμμένα call option ή put option.

Ένα option επί μετοχής λέγεται γυμνό (naked) όταν δεν συνοδεύεται με αντίθετη θέση στην υποκείμενη μετοχή και το αρχικό

περιθώριο που ζητείται από τον επενδυτή είναι μεγαλύτερο από τα 2 παραπάνω ποσά.

- σύνολο του 100% εισπράξεων της πώλησης + 20% της τιμής της υποκείμενης μετοχής – το τυχόν ποσό ζημιάς όταν το option είναι εκτός χρήματος.
- το σύνολο του 100% εισπράξεων της πώλησης + 10% της αξίας της υποκείμενης μετοχής.

Π.χ.

ένας επενδυτής πουλά 5 ακάλυπτα (γυμνά) συμβόλαια call options επί μιας μετοχής. Η αξία του option είναι 6€, η τιμή άσκησης 50€ και η τιμή της μετοχής 45€.

Το option είναι εκτός χρήματος με ζημιά  $45€ - 50€ = -5€$ .

Κάθε option σημαίνει πώληση 100 μετοχών, οπότε έχουμε:

$$1^\circ \quad 500 \times (6€ + 10\% \times 45€ - 5€) = 500 \times (6+8) = 7000€$$

$$2^\circ \quad 500 \times (6€ + 10\% \times 45€) = 5250€$$

Άρα το αρχικό περιθώριο που θα ζητηθεί είναι 7.000€ γιατί είναι το μεγαλύτερο ποσό. Αν ήταν put option θα ήταν 5€ 'μέσα στο χρήμα'\*, δηλαδή θα είχαν 5€ κέρδος, και το αρχικό περιθώριο που θα χρειαζόταν θα ήταν:

$$500 \times (6€ + 20\% \times 45) = 500 \times (6+9) = 7.500€$$

όταν ο υπολογισμός δείχνει ότι το τρέχον ποσό είναι μεγαλύτερο από το περιθώριο που χρειάζεται, τότε μπορεί να γίνει ανάληψη μετρητών από

---

\* Μέσα στο χρήμα (in the money) option = Option το οποίο αν ασκηθεί αμέσως μετά την αγορά του αποφέρει κέρδη στον κάτοχο του.

τον επενδυτή. Αν το περιθώριο που απαιτείται είναι υψηλότερο από το τρέχον ποσό, τότε καλείται ο επενδυτής να το συμπληρώσει (margin call).

Η πώληση καλυμμένου call option (writing covered calls) αφορά την πώληση call option όπου ο πωλητής έχει ήδη στην κατοχή του τις μετοχές τις οποίες τυχόν θα χρειαστεί να παραδώσει. Τα options αυτά είναι λιγότερο επικίνδυνα από τα γυμνά call options, γιατί το χειρότερο που μπορεί να συμβεί είναι ο επενδυτής να χρειαστεί να πουλήσει τις μετοχές που ήδη έχει, σε τιμή μικρότερη της τιμής που έχουν στην αγορά. Αν τα καλυμμένα call options είναι εκτός χρήματος δεν χρειάζονται περιθώρια ασφαλείας, οι μετοχές που οφείλονται μπορούν να αγοραστούν χρησιμοποιώντας ένα ποσό από λογαριασμό περιθωρίων και πληρώνονται το 50% της αξίας τους και το ποσό που θα εισπράξει από το option μπορεί εν μέρει να χρησιμοποιηθεί για να καλύψει τις ανάγκες αυτής της αγοράς. Σε περίπτωση που τα options είναι 'μέσα στο χρήμα' δεν χρειάζονται περιθώρια. Για να υπολογιστεί η θέση ισορροπίας του επενδυτή, η τιμή της μετοχής μειώνεται κατά το ποσό (αν υπάρχει) κέρδους του option που είναι 'μέσα στο χρήμα'. Πρακτικά σημαίνει πως αν αυξηθεί η τιμή της μετοχής, μειώνεται το ποσό που μπορεί να σηκώσει από τον λογαριασμό περιθωρίων ο επενδυτής.

Π.χ.

ένας επενδυτής αποφασίζει να αγοράσει 500 μετοχές με λογαριασμό περιθωρίων και να πωλήσει και 2 call options επί της ίδιας μετοχής. Η τιμή της μετοχής είναι 30€, η τιμή άσκησης 35€ και η τιμή του option 3€.



Εφόσον τα options είναι ` εκτός χρήματος' ο λογαριασμός περιθωρίων επιτρέπει στον επενδυτή να δανειστεί το 50% της αξίας της μετοχής, δηλαδή

$$500 \times 30\text{€} \times 50\% = 15000 \times 50\% = 7.500\text{€}$$

Μπορεί επίσης να χρησιμοποιήσει την αξία που εισέπραξε από τα options (500 x 3,5€) 1750€ για να χρηματοδοτήσει την αγορά μετοχών, οι οποίες κοστίζουν 30€ x 500 = 15000€.

Οπότε ο επενδυτής θα χρειαστεί κεφάλαια ίσα με 15.000 – 7.500 – 1750 = 5.750€

#### **4.6 Πώς ερμηνεύεται το open interest των παραγωγών.**

Σύμφωνα με τον Charles Dow, ο όγκος αποτελεί αναπόσπαστο στοιχείο της τεχνικής ανάλυσης, διότι επιβεβαιώνει τη δύναμη σε οποιαδήποτε κατεύθυνση των μετοχών. Ο όγκος είναι εξίσου σημαντικός στα παράγωγα, αλλά λειτουργεί διαφορετικά, μολονότι ο όγκος είναι μέρος της όλης εικόνας, είναι χρήσιμος ως επιβεβαίωση του τι λένε οι άλλοι δείκτες.

Στο Χ. Παραγώγων, εκτός από τον όγκο, υπάρχει μια ακόμη τιμή αυτή του open interest (ανοικτό ενδιαφέρον) η οποία είναι εξίσου σημαντική για τους επενδυτές των Σ.Μ.Ε.. Ο όγκος αναφέρεται στον αριθμό των Σ.Μ.Ε.\* τα οποία αλλάζουν χέρια μέσα σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο, που μπορεί να είναι μέρα, εβδομάδα ή μήνας. Open interest ορίζεται ως ο αριθμός των συμβολαίων τα οποία είναι σε κυκλοφορία, δηλαδή είναι ανεκτέλεστα

Π.χ.

---

\* Σ.Μ.Ε. = Συμβόλαια Μελλοντικής Εκκλήρωσης

Ο επενδυτής Α θεωρεί ότι ένα Σ.Μ.Ε. του F.T.S.E – 20 του Χ.Π.Α. θα έχει καθοδική πορεία στο άμεσο μέλλον, και ανοίγει μια θέση short, πωλώντας ένα συμβόλαιο παραγώγων (Σ.Μ.Ε.). Ο επενδυτής Β την ίδια χρονική στιγμή πιστεύει ακριβώς το αντίθετο και προβαίνει σε μια θέση long. Οι 2 αυτές αντίθετες θέσεις μαζί συνιστούν μια μονάδα open interest.

Με την πάροδο του χρόνου η αγορά προσελκύει το ενδιαφέρον των επενδυτών. Ο επενδυτής Γ αγοράζει ένα συμβόλαιο από τον επενδυτή Δ με αποτέλεσμα το open interest να αυξηθεί σε 2 μονάδες. Στην συνέχεια ο επενδυτής Ε αγοράζει ένα Σ.Μ.Ε. από τον επενδυτή Ζ και το open interest αυξάνεται σε 3 μονάδες. Στις παραπάνω περιπτώσεις είδαμε πως αυξάνεται το open interest των παραγωγών.

Αν, τώρα ένας επενδυτής Η αποφασίσει να λάβει θέση long στο συγκεκριμένο συμβόλαιο, αντί να αγοράσει ένα συμβόλαιο από ένα επενδυτή, αγοράζει ένα συμβόλαιο από τον επενδυτή Β που είχε λάβει θέση long και ο οποίος αποφάσισε να αποχωρήσει από την αγορά. Έτσι ο Η παίρνει την θέση του επενδυτή Β με θέση long, δηλαδή γίνεται μια αντικατάσταση και μόνο, ενώ το open interest παραμένει στις 3 μονάδες και δεν αλλάζει.

Για να υπάρξει μείωση του open interest κατά μια μονάδα πρέπει να φύγουν από την αγορά 2 επενδυτές. Ο επενδυτής Γ και Δ αποφασίζουν να κλείσουν τις θέσεις τους με αντίστροφες πράξεις δηλαδή, ο Γ να πωλήσει, εφόσον είχε long, και ο Δ να αγοράσει εφόσον είχε θέση short.

Το open interest είναι μια καμπύλη η οποία συνήθως σχεδιάζεται πάνω από τις μπάρες του όγκου. Ουσιαστικά το open interest μετράει ποσότητα του χρήματος το οποίο εισέρχεται και εξέρχεται από την αγορά των παραγωγών.

- όταν και οι 2 πλευρές μιας πράξης είναι νέες στην αγορά, μια νέα θέση long και short, τότε το open interest αυξάνει.
- όταν η μια πλευρά είναι νέα και απλά αντικαθιστά την παλιά τότε παραμένει το ίδιο.
- με κλείσιμο θέσεων και από τις 2 πλευρές, το open interest μειώνεται.

Ο αναλυτής ο οποίος εξετάζει τον όγκο και το open interest εύκολα καταλαβαίνει ότι υπάρχει μια σχέση ανάμεσα σ' αυτά και την τιμή του αντίστοιχου Σ.Μ.Ε., η οποία οδηγεί σε συμπεράσματα για την αντίστοιχη αγορά. Έτσι αν η αγορά βρίσκεται σε ανοδική τάση, θα πρέπει όταν ανεβαίνει η τιμή να ανεβαίνει και ο όγκος, και το αντίστροφο, ενώ σε περίπτωση μη επαλήθευσης του κανόνα θα πρέπει να υπάρχουν αμφιβολίες όσον αφορά το μέλλον της ανοδικής τάσης, το ανάποδο ισχύει για μια καθοδική αγορά. Ο όγκος θα πρέπει να έχει αυξητική τάση και να μειώνεται όταν πραγματοποιούνται διορθωτικό ράλι.

Το open interest είναι λίγο πιο σύνθετο απ' ότι είναι ο όγκος όσον αφορά την διαγνωστική του ικανότητα. Ο χαρακτήρας του open interest και η μεταβολή του σε σχέση με τις τιμές παρέχουν ενδείξεις που αιτιολογούν το γιατί η αγορά κινείται με τον τρόπο που βλέπουμε και υπάρχουν 4 κανόνες γι' αυτές τις κινήσεις.

## **ΚΑΝΟΝΑΣ 1**

Μια άνοδος των τιμών με ταυτόχρονη άνοδο του open interest. Θεωρείται ως ένδειξη ότι η αγορά έχει δυναμική. Αν τις τελευταίες 2 εβδομάδες οι τιμές και το open interest είχαν απότομη άνοδο, αυτό σημαίνει ότι οι αγοραστές ήταν επιθετικοί στο να εισέλθουν

στην αγορά και η άνοδος του open interest αποτελεί ένδειξη ότι καινούργιοι επενδυτές\* εισέρχονται στην αγορά και οι παλαιοί που είχαν θέσεις short κλείνουν τις θέσεις τους.

## **ΚΑΝΟΝΑΣ 2**

Όταν οι τιμές ανεβαίνουν και το open interest μειώνεται, η αγορά θεωρείται τεχνικά αδύνατη. Αν η άνοδος στην τιμή συνοδεύεται από μειούμενο open interest ή επίπεδο τότε θεωρείται ύποπτη. Αυτό δείχνει ότι το ράλι ουσιαστικά πραγματοποιείται απ' αυτούς που έχουν θέση short και οι οποίοι αγοράζουν για να εγκαταλείψουν την αγορά, και θα διαρκέσει μέχρι που αυτοί που έχουν θέση short αγοράσουν για να κλείσουν τις θέσεις short που ήδη έχουν. Εάν δεν εισέρθει νέο χρήμα, το ράλι αναγκαστικά θα σταματήσει όταν και ο τελευταίος επενδυτής με θέση short έχει αγοράσει.

## **ΚΑΝΟΝΑΣ 3**

Η ταυτόχρονη πτώση των τιμών και μείωσης του open interest χαρακτηρίζει μια δυνατή αγορά. Η πτώση στην τιμή η οποία συνοδεύεται με πτώση του open interest αποτελεί προσωρινή κατάσταση. Ουσιαστικά πρόκειται για μια αγορά ρευστοποίησης όπου η πολιτική πίεση προέρχεται κυρίως απ' αυτούς με θέση long. Η κατάσταση αυτή θα φτάσει στο τέλος μόλις ξεπουλήσουν αυτοί που έχουν θέση long.

---

\* Με τον όρο νέοι επενδυτές δεν εννοούνται αυτοί που εισέρχονται στην αγορά για πρώτη φορά, αλλά το νέο χρήμα που εισέρχεται με την αγορά νέων συμβολαίων. Δηλαδή και όταν ένας παλιός επενδυτής αγοράζει νέα συμβόλαια.

## **ΚΑΝΟΝΑΣ 4**

Η πτώση των τιμών με αυξανόμενο open interest, προσδίδει μια αγορά τεχνικά αδύνατη. Στην αγορά αυτή υπάρχει πολιτική πίεση, η οποία προέρχεται από επιθετικούς νέους επενδυτές που λαμβάνουν θέση short και εισέρχονται ξαφνικά στην αγορά.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

---

### ΟΜΟΛΟΓΑ

#### 5.1

Μια άλλη κατηγορία επενδύσεων περισσότερο ασφαλής απ' ότι οι μετοχές και τα παράγωγα αποτελούν τα ομόλογα. Στα ομολογιακά δάνεια καταφεύγουν οι επιχειρήσεις, το κράτος, διάφοροι οργανισμοί για την κάλυψη αναγκών τους που απαιτούν μεγάλα κεφάλαια. Το ομολογιακό δάνειο διαιρείται σε μικρά τμήματα, τις ομολογίες. Οι ομολογίες είναι αριθμημένες και σε κάθε μια αναγράφεται η ονομαστική της αξία και το επιτόκιο του δανείου. Οι μικρές αποδείξεις που συνοδεύουν τις ομολογίες ονομάζονται τοκομερίδια.

Για την έκδοση ενός ομολογιακού δανείου απαιτείται μια σύμβαση που είναι συμβολαιογραφική πράξη μεταξύ του εκδότη και μιας τράπεζας που αναλαμβάνει ως εγγυητής (trustee) των συμφερόντων των επενδυτών. Στη σύμβαση έκδοσης ενός ομολογιακού δανείου μπορεί να περιληφθεί ο όρος σύμφωνα με τον οποίο ο εκδότης έχει το δικαίωμα να ζητήσει την αποπληρωμή του δανείου (callable bond) πριν από την λήξη του (maturity date). Στην περίπτωση αυτή, στη σύμβαση αναφέρεται και η τιμή στην οποία θα εξοφληθούν οι ομολογίες του δανείου. Είναι φανερό ότι ο εκδότης θα ασκήσει το δικαίωμα αυτό αν τα επιτόκια που επικρατούν στην αγορά είναι μικρότερα από το επιτόκιο του ομολογιακού δανείου. Συνήθως ο εκδότης δεν έχει το δικαίωμα να ζητήσει την αποπληρωμή του ομολογιακού δανείου για μια ορισμένη περίοδο μετά την ημερομηνία της έκδοσης του (π.χ. 3 έτη). Η τιμή στην οποία εξοφλούνται οι ομολογίες (call price) είναι συνήθως μεγαλύτερη από την τιμή εκδόσεως τους,

ώστε οι κάτοχοι των ομολογιών, που λέγονται ομολογιούχοι ( bond holders), να εισπράξουν ένα ασφάλιστρο (premium) για την νωρίτερη εξόφληση των ομολογιών τους. Πλέον έχουν απλουστευθεί οι διαδικασίες για αγορά ομολόγων, από τον Απρίλιο του 2003, όπου δημιουργήθηκε αγορά λιανικής διαπραγμάτευσης ομολόγων η οποία δίνει στους επενδυτές τη δυνατότητα να αγοράσουν και να πωλούν κρατικούς τίτλους απευθείας στο Χρηματιστήριο, με τις ίδιες διαδικασίες που ισχύουν για τις μετοχές.

**2)** Ανάλογα με το βαθμό ασφάλειας που παρέχουν στον ομολογιούχο δανειστή, διακρίνονται σε κοινά τα οποία δεν παρέχουν καμία άλλη ασφάλεια εκτός από την οικονομική επιφάνεια του εκδότη, δάνεια που ασφαλιζονται με υποθήκη πάνω στην περιουσία του εκδότη, και δάνεια που ασφαλιζονται με ρήτρα ξένου νομίσματος.

**3)** Ανάλογα με τον τρόπο εξόφλησης υπάρχουν δάνεια που εξοφλούνται μια φορά, όταν λήγουν όλες μαζί οι ομολογίες και σε δάνεια που εξοφλούνται τμηματικά με κληρώσεις των ομολογιών στο άρτιο ή υπέρ το άρτιο. Επίσης ο εκδότης έχει το δικαίωμα της αναβολής της εξόφλησης επ' αόριστον, τα λεγόμενα πάγια ομολογιακά δάνεια. Τέλος υπάρχουν δάνεια που εξοφλούνται με ετήσιες τοκοχρεολυτικές αποδείξεις, οπότε μειώνεται η ονομαστική αξία των ομολογιών και αφού αποκοπεί η τελευταία απόδειξη, το σώμα της ομολογίας είναι χωρίς αξία.

**4)** Ομολογιακά δάνεια εσωτερικά και εξωτερικά.

Τα εσωτερικά εκδίδονται σ' ένα κράτος και οι ομολογίες και τα τοκομερίδια τους εξοφλούνται με το εθνικό νόμισμα της χώρας που τα εκδίδει.

Εξωτερικά είναι αυτά που εκδίδονται σε ξένο νόμισμα και καλύπτονται και από ξένους εκτός των ορίων της εκδότριας χώρας, αλλά πληρώνεται σε συνάλλαγμα μόνο το μέρος των ομολογιών, που βρίσκονται εκτός της χώρας.

## **5.2 Τα ομολογιακά δάνεια διακρίνονται**

### **1) Ανάλογα με την ιδιότητα του εκδότη**

- τραπεζικά ομόλογα τα οποία εκδίδονται από τις τράπεζες κατόπιν απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και της Νομισματικής Επιτροπής, και μπορούν να προεξοφληθούν, πριν την λήξη τους, στο Χρηματιστήριο – όπου μπαίνουν ένα μήνα μετά την έκδοσή τους, - ή στην εκδότρια τράπεζα μετά ένα εξάμηνο από την έκδοσή τους. Τα ομόλογα αυτά είναι ετήσια και δεν έχουν τοκομερίδια\* και ανανεώνονται σιωπηρά μέχρι και 4 ακόμη χρόνια, σε περίπτωση που δεν εξοφληθούν 3 μήνες μετά την λήξη της. Το επιτόκιο που ισχύει κάθε φορά είναι αυτό με το οποίο εκδίδει η Τράπεζα νέα ομόλογα της ίδιας κατηγορίας και μετά 4 χρόνια δεν αποφέρουν τόκους.

- Ομόλογα E.T.B.A. τα οποία μπορούν να προεξοφληθούν μετά από 6, 9, 4 12 μήνες χωρίς ο επενδυτής να χάνει τους τόκους.

---

\* Τοκομερίδια: Τα τοκομερίδια είναι προσαρτημένα στο κύριο σώμα κάθε ομολογία και δίνουν δικαίωμα στον κάτοχο τους, στις ημερομηνίες που σημειώνονται πάνω τους, να εισπράττει τον τόκο της ομολογίας με βάση το επιτόκιο, το οποίο γράφεται πάνω σ' αυτά. Αποτελούν σύμφωνα με το νόμο αξιόγραφα ή δικαιόγραφα, δηλαδή ενσωματώνουν μια ορισμένη αξία που είναι ο τόκος που εισπράττει ο κάτοχος και το δικαίωμα ότι ο τόκος θα εισπράττει σε σταθερό συνήθως χρονικό διάστημα.



- Διετή και τριετή ομόλογα τα οποία έχουν τοκομερίδια για την είσπραξη των τόκων και δεν ανατοκίζονται, ούτε ανανεώνονται πέρα από το χρονικό διάστημα για το οποίο εκδόθηκαν.
- Ανατοκιζόμενα ομόλογα Ε.Τ.Β.Α (Zero coupon), τα οποία εκδόθηκαν για πρώτη φορά το 1989 και είναι τριετή με ανατοκιζόμενο επιτόκιο, και μοιάζουν με τις ομολογίες χωρίς τοκομερίδια ως προς την είσπραξη του εισοδήματος τους και τον υπολογισμό του επιτοκίου τους.

#### - Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου (Ο. Ε. Δ.)

Το Ελληνικό Δημόσιο για να χρηματοδοτήσει τις ανάγκες του εκδίδει ομόλογα τα οποία είναι πλέον εκφρασμένα σε ευρώ. Η χρονική διάρκεια τους είναι 3, 5, 7 και 10 έτη και έχουν προσαρτημένο στο σώμα τους τοκομερίδια για την είσπραξη των τόκων τους, που γίνεται στο τέλος του χρόνου. Από τον Σεπτέμβριο του 1998 εκδόθηκε για πρώτη φορά ένα καινούργιο είδος ομολόγων τα οποία ονομάστηκαν προμέτοχα και ήταν 3 έτους διάρκειας και οι κάτοχοι τους έχουν το δικαίωμα να τα ανταλλάξουν με μετοχές των Δ.Ε.Κ.Ο. που ιδιωτικοποιήθηκαν ή θα ιδιωτικοποιηθούν με προνομιακή μεταχείριση. Οι τίτλοι αυτοί έχουν επιτόκιο, είναι αφορολόγητα και αν ανταλλάγουν πριν τη λήξη τους ο κάτοχος του θα πάρει τον τόκο που αναλογεί από το χρόνο έκδοσης ως την ημερομηνία ανταλλαγής τους με μετοχές. Επίσης οι κάτοχοι θα έχουν έκπτωση 5% επί της τιμής διάθεσης των μετοχών των Δ.Ε.Κ.Ο.

## **- Έντοκα Γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου**

Είναι τίτλοι βραχυπρόθεσμης διάρκειας οι οποίοι εκδίδονται από το Ελληνικό Δημόσιο, για την κάλυψη των αναγκών του και έχουν 3μηνη, 6μηνη και 12μηνη διάρκεια. Αν δεν προσκομιστούν μέσα σε 30 μέρες από την ημερομηνία λήξης τους για ανανέωση, θεωρείται ότι ανανεώνεται σιωπηρά για περίοδο ίση με την αρχική. Η ανανέωση αυτή γίνεται μια φορά και μετά τα Ε.Γ.Ε.Δ. παύουν να είναι τοκοφόρα. Ο τόκος τους υπολογίζεται, τόσο στην αγορά όσο και στην προεξόφληση, με εσωτερική αφαίρεση και είναι τίτλοι ελεύθεροι μεταβιβάσιμοι και ρευστοποιούνται εύκολα. Από τον Ιούνιο του '90 η Τράπεζα της Ελλάδος εγκαινίασε τις πρώτες δημοπρασίες Ε.Γ.Ε.Δ. με συμφωνία επαναγοράς τους μέσα σε συγκεκριμένο διάστημα (Repos).

### **Ομόλογα Τοπικής Αυτοδιοίκησης**

Πρόκειται για ομόλογα που εκδίδονται από δήμους και υπάρχει μικρή πιθανότητα απώλειας των κεφαλαίων λόγω αδυναμίας πληρωμών. Αυτού του είδους τα ομόλογα δεν υπάρχουν στην αγορά της Ελλάδας, εφόσον τις ανάγκες των δήμων τις καλύπτει το κράτος, αλλά στο εξωτερικό είναι αρκετά ανεπτυγμένος ο θεσμός αυτός.

### **Ομόλογα Ιδιωτικών Επιχειρήσεων**

Η φερεγγυότητα των ομολόγων αυτών σχετίζεται με την γενικότερη πορεία της εταιρίας, με αποτέλεσμα αν μια επιχείρηση πραγματοποιεί κέρδη, είναι δηλαδή αξιόπιστη ο κίνδυνος είναι αρκετά χαμηλός. Σε αντίθετη περίπτωση όταν ελλοχεύει ο κίνδυνος χρεοκοπίας

της αυξάνεται το επιτόκιο των ομολόγων της όπως φυσικά και ο κίνδυνος απώλειας των επενδεδυμένων κεφαλαίων.

### **Ομόλογα Εταιριών Υψηλού Κινδύνου**

Τα ονομαζόμενα junk-bonds εκδίδονται από εταιρίες που αντιμετωπίζουν οξύ πρόβλημα επιβίωσης προκειμένου να χρηματοδοτήσουν την αναδιάρθρωση τους και ο κίνδυνος απώλειας των επενδεδυμένων χρημάτων είναι ιδιαίτερα υψηλός. Τα ομόλογα αυτά αποτελούν χαρακτηρισμό που υποδηλώνει την μηδαμινή τους αξία. Μια εταιρία μπορεί να δανειστεί με ευνοϊκό επιτόκιο, λόγω π. χ. εξαιτίας της αξιοπιστίας της, των προσδοκιών των επενδυτών γι' αυτήν, αλλά μερικά χρόνια αργότερα τα ομόλογα της να χαρακτηρίζονται junk-bonds δηλαδή ομόλογα σκουπίδια. Ο τηλεπικοινωνιακός κλάδος αποτελεί τρανό παράδειγμα, όπου την τελευταία 5ετία δανείστηκαν παγκοσμίως πάνω από 1 τρις \$ για την χρηματοδότηση των επενδύσεων τους με αποτέλεσμα να υπερχρεωθεί και τα άλλοτε πολυπόθητα ομόλογα των εταιριών αυτών να καταντήσουν ομόλογα χωρίς αντίκρισμα.

Για την αξιολόγηση των ομολόγων υπάρχει μια διαβάθμιση κινδύνου η οποία μετράει τον κίνδυνο φερεγγυότητας. Οι κυριότερες εταιρίες αξιολόγησης ομολόγων είναι η Moody's Standard Poors, Solomon Smith Barney. Η αντικειμενική αξιολόγηση των επενδυτικών προτάσεων που προσφέρονται στο κοινό κρίνεται αναγκαία καθώς με την προοδευτική αύξηση της πολυπλοκότητας των χρηματοοικονομικών αγορών η επενδυτική κοινότητα επιδιώκει όλο και περισσότερο την αυστηρή, αντικειμενική ανάλυση. Ο τρόπος με τον οποίο εκτιμάται η

ποιότητα ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, αποτελείται από διάφορα στάδια. Εδώ θα δούμε πως τα αξιολογεί η Standard & Poors\*.

Αρχικώς επιλέγεται το αμοιβαίο κεφάλαιο στο οποίο ελέγχεται η συνέχεια των αποδόσεων σε σειρά ετών. Στη συνέχεια οι διευθυντές των εταιριών διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων που επιλέγονται μετά τον αρχικό έλεγχο περνούν από προσωπικές συνεντεύξεις. Στη διάρκεια των συνεντεύξεων αυτών οι αναλυτές της Standard & Poors εξετάζουν την ισχύ του οργανισμού και την επίδραση που μπορεί να έχει στα χαρτοφυλάκια που χειρίζεται η εταιρία. Επίσης συγκεντρώνουν την προσοχή τους στην ποιότητα και στην εμπειρία της ομάδας διαχείρισης,

### **Ομόλογα και έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου**

Θεωρούνται οι ασφαλέστερες τοποθετήσεις κεφαλαίων με τον χαμηλότερο κίνδυνο αφού σπάνια κάποια κυβέρνηση δηλώνει αδυναμία εκπλήρωσης των πληρωμών στους κατόχους των ομολογιών. Φυσικά όλες οι χώρες εκδίδουν και όπως είναι αναμενόμενο όλα τα ομόλογα δεν είναι το ίδιο αξιόπιστα, γι' αυτό ευκολότερα επενδύει κάποιος σε ομόλογα των Η.Π.Α. παρά σε ομόλογα χωρών της Αφρικής ή κρατών οι οικονομίες των οποίων πασχίζουν από χρόνια μακροοικονομικά προβλήματα.

### **Ομόλογα κρατικών οργανισμών**

Τα ομόλογα αυτά εκδίδονται από οργανισμούς και επιχειρήσεις του ευρύτερου δημόσιου τομέα, αν και δεν απολαμβάνουν

---

\* Η S.I.P. ιδρύθηκε πριν από 140 χρόνια. Σήμερα περίπου 1 τρις \$ που είναι τοποθετημένα σε επενδυτικά κεφάλαια έχουν συνδεθεί με τον S. & P500. Αξιολογεί 60.000 αμοιβαία σε 52 χώρες και 15,5 τρις σε επενδεδυμένα κεφάλαια, εκ των οποίων τα 8 τρις \$ είναι τοποθετημένα σε αμοιβαία κεφάλαια. Η Υπηρεσία Αμοιβαίων Κεφαλαίων της εταιρίας εξετάζει μόνο το 20% από τα κορυφαία αμοιβαία κεφάλαια κάθε τομέα.  
Εφημερίδα 'ΤΟ ΒΗΜΑ' 16-5-2002

πάντα την πλήρη υποστήριξη της κυβέρνησης της χώρας στην οποία εκδίδονται οπότε ο βαθμός επιτυχίας της έκδοσης αυτών των ομολόγων συνιστάται στο κατά πόσο τυγχάνουν της υποστήριξης του κράτους.

### **Ετήσιοι αποταμιευτικοί τίτλοι (Ε.Τ.Α.)**

Οι Ε.Τ.Α. ή κοινώς «λαϊκά ομόλογα» είναι μια νέα μορφή ομολόγων η οποία εμφανίστηκε για πρώτη φορά τον Φεβρουάριο του 2003 στη Ελλάδα. Είναι τίτλοι ετήσιας διάρκειας οι οποίοι εκδίδονται από το Δημόσιο με απόδοση η οποία συνδέεται με τον προβλεπόμενο πληθωρισμό και όχι τον τρέχοντα, προκειμένου να διευκολυνθεί το ευρύ αποταμιευτικό κοινό σε περιόδους υψηλού πληθωρισμού όπου πλήττονται κυρίως οι μικροκαταθέτες, εφόσον οι αποδόσεις των επιτοκίων για μικρές καταθέσεις κυμαίνονται κάτω από τον πληθωρισμό. Παρότι τα ομόλογα εφευρέθηκαν με σκοπό την προστασία των μικροκαταθετών από τον πληθωρισμό, η τακτική του Δημοσίου να εκδίδει τους τίτλους αυτούς χωρίς να λαμβάνει υπόψη του τον τρέχοντα πληθωρισμό αποτελεί μειονέκτημα, αν όχι εξαπάτηση, γιατί αν η πρόβλεψη είναι πληθωρισμός π.χ. 3,5% και τα επιτόκια των ομολόγων αυτών 3,0% αλλά με τρέχοντα πληθωρισμό 3,3% τότε ο επενδυτής δεν έχει λόγο να επενδύσει σ' αυτά.

Ένα επιπλέον μειονέκτημα αποτελεί ο περιορισμός που θέτει ο εκδότης στην αγορά Ε.Τ.Α. Σύμφωνα λοιπόν με τον σχετικό νόμο που διέπει τα Ε.Τ.Α., κάθε επενδυτής έχει το δικαίωμα να επενδύσει έως 10000€ για κάθε έκδοση ομολόγων. Το 2003 αναμένεται να πραγματοποιηθούν 3 εκδόσεις που σημαίνει πως το μέγιστο ποσό που δικαιούται να επενδυθεί από κάποιον είναι 30000€. Σε περίπτωση που κάποιος έχει εγγραφεί για περισσότερα από 10000€, όλες οι αιτήσεις του θα απορρίπτονται και δεν

θα συμμετάσχει στην κατανομή των τίτλων που θα ακολουθήσει. Τη μη παραβίαση του πλαφόν των 10000€ τη διασφαλίζει το Σύστημα Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.) του αποθετηρίου τίτλων του Χ. Α., στο οποίο απαραίτητη προϋπόθεση είναι ο ενδιαφερόμενος να διαθέτει μερίδα στο Σ.Α.Τ. προκειμένου να λάβει μέρος στην αγορά τίτλων Ε.Τ.Α. Αν η ζήτηση για τους Ε.Τ.Α. είναι μεγαλύτερη της αξίας που προσφέρει το Δημόσιο, τότε ο ενδιαφερόμενος θα λάβει αναλογικά μικρότερο ποσό από αυτό που ζήτησε, ενώ αν η ζήτηση είναι μικρότερη ή ίση με το προσφερόμενο ποσό τότε ο ενδιαφερόμενος θα λάβει τους τίτλους που επιθυμεί. Η διάθεση των τίτλων Ε.Τ.Α. γίνεται μέσω των τραπεζών με δημόσια εγγραφή, στις οποίες ο ενδιαφερόμενος θα δηλώνει στην τράπεζα το ποσό των τίτλων που προτίθεται να αγοράσει.

Από τα κυριότερα πλεονεκτήματα των Ε.Τ.Α. αποτελεί το γεγονός ότι ο κάτοχος έχει το δικαίωμα να τους ρευστοποιήσει οποιαδήποτε στιγμή το θελήσει, αν και σ' αυτή την περίπτωση θα του κρατηθούν φόροι ίσοι με το 10% των δεδουλευμένων τόκων. Παρότι υπάρχει παρακράτηση τόκων η απόδοση παραμένει σε υψηλότερα επίπεδα απ' ότι στα έντοκα γραμμάτια ετήσιας βάσης ή από οποιαδήποτε άλλη ετήσια επένδυση, και από το πρώτο κιόλας ευρώ. Αν το επιτόκιο είναι λ.χ. 3,5% και η ρευστοποίηση γίνει την επόμενη μέρα η απόδοση θα είναι 3,15% μετά την φορολόγηση.

## **5) Ομολογιακά δάνεια μετατρέψιμα σε μετοχές.**

Είναι δάνεια που εκδίδονται από τις Ανώνυμες Εταιρίες και μπορεί ο κάτοχος των ομολογιών να τις μετατρέψει σε ορισμένο χρόνο και υπό ορισμένους όρους σε μετοχές της εταιρίας. Αυτή η μέθοδος αποσκοπεί στην προσέλκυση μεγαλύτερου αριθμού επενδυτών. Φυσικά

ο κάτοχος θα κάνει χρήση του δικαιώματος αυτού όταν τον συμφέρει η τιμή της μετοχής της εκδότριας εταιρίας.

## **6) Ομολογιακά λαχειοφόρα δάνεια**

Οι ομολογιούχοι σ' αυτά τα δάνεια εκτός από τον τόκο που εισπράττουν κάθε χρόνο και τυχόν δικαίωμα σε κλήρωση των ομολόγων υπέρ το άρτιο, συμμετέχουν και σε κληρώσεις χρηματικών λαχείων. Αυτές γίνονται σε διάφορα χρονικά διαστήματα μαζί με την κλήρωση ορισμένου αριθμού ομολογιών.

## **7) Ομολογιακά δάνεια σταθερού και μεταβλητού εισοδήματος.**

Σταθερού εισοδήματος είναι τα δάνεια που κατά την διάρκεια της ζωής τους δίνουν ένα σταθερό τόκο, δηλαδή ένα σταθερό εισόδημα, ενώ μεταβλητού είναι αυτά που ο τόκος τους κυμαίνεται ανάλογα με το πώς διαμορφώνεται κάποια άλλη επένδυση.

## **8) Ομολογιακά δάνεια χωρίς τοκομερίδια (Zero coupon)**

Τα δάνεια αυτά εκδίδονται κάτω από την ονομαστική τιμή (υπό το άρτιο), εξοφλούνται στο άρτιο και δεν δίνουν τόκο σε ορισμένα χρονικά διαστήματα, γι' αυτό στο σώμα των ομολογιών τους δεν έχουν προσαρτημένα τοκομερίδια. Η διαφορά μεταξύ της ονομαστικής τιμής και της τιμής αγοράς αποτελεί το εισόδημα που αποφέρουν τα ομολογιακά δάνεια.

## **5.3 Είδη ομολογιών**

### **1. Ανάλογα με τον τρόπο έκδοσης**

ονομαστικές στις οποίες αναγράφεται το όνομα του δικαιούχου μικτές, οι οποίες είναι οι ονομαστικές αλλά με τοκομερίδια στον κομιστή

στον κομιστή οι οποίες μεταβιβάζονται με απλή παράδοση σε διαταγή που είναι ονομαστικές αλλά μεταβιβάζονται με οπισθογράφηση.

### **2. Ανάλογα με τη τιμή έκδοσης τους**

Έκδοσης στο άρτιο των οποίων η τιμή έκδοσης συμπίπτει με την ονομαστική τους αξία.

Έκδοσης υπό το άρτιο των οποίων η τιμή έκδοσης είναι κάτω από την ονομαστική αξία

### **3. Ανάλογα με τον τρόπο εξόφλησης τους.**

- Εξοφλητέες στο άρτιο της οποίας η αξία εξόφλησης είναι ίδια με την ονομαστική
- Εξοφλητέες υπέρ το άρτιο της οποίας η αξία εξόφλησης είναι μεγαλύτερη από την ονομαστική
- Λαχειοφόροι οι οποίες δίνουν δικαίωμα σε λαχειοφόρο κλήρωση με πιθανότητα κέρδους
- Με συμμετοχή στα κέρδη
- Μετατρέψιμες σε μετοχές.



#### **4. Ανάλογα με τις παρεχόμενες εγγυήσεις.**

- Συνήθεις ομολογίες των οποίων ο δικαιούχος είναι απλός δανειστής του εκδότη του ομολογιακού δανείου.
- Προνομιούχες οι οποίες συνοδεύονται με υποθήκη στα πάγια περιουσιακά στοιχεία του εκδότη ή ενέχυρο στα κινητά περιουσιακά στοιχεία του.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

---

### ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

#### ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

##### 6.1

Στο κεφάλαιο αυτό θα γίνει παρουσίαση μιας άλλης μορφής επένδυσης, αυτής των αμοιβαίων κεφαλαίων. Η παρούσα οικονομική συγκυρία, τόσο στη χώρα μας όσο και στην πλειοψηφία των χωρών του κόσμου, χαρακτηρίζεται από χαμηλό πληθωρισμό ο οποίος κάνει ασύμφορη τις επενδύσεις σε τραπεζικές καταθέσεις, με αποτέλεσμα ο επενδυτής να στρέφεται σε άλλες μορφές επένδυσης έτσι ώστε να προστατέψει το εισόδημα του. Σκοπό κάθε επένδυσης αποτελεί η επίτευξη αποδόσεων μεγαλύτερων από τον πληθωρισμό για να διατηρείται η αγοραστική δύναμη σε ανεκτά επίπεδα. Όπως αναφέρθηκε και στο πρώτο κεφάλαιο δυο από τις βασικές αρχές που πρέπει να τηρήσει ο επενδυτής είναι: πρώτον, να προχωρήσει σε διασπορά των τοποθετήσεων του και δεύτερον, να αναλάβει μικρό ή μεγάλο ρίσκο ανάλογο με τις δυνατότητες και τις απαιτήσεις του. Παρόλα αυτά η διαμόρφωση του χαρτοφυλακίου και το επίπεδο του επενδυτικού κινδύνου συνήθως απαιτούν εξειδικευμένες γνώσεις που ο μέσος επενδυτής δεν διαθέτει. Για τον σκοπό αυτό δημιουργήθηκε ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Σύμφωνα με την επιστημονική έννοια του όρου, αμοιβαία κεφάλαια λέμε ένα χαρτοφυλάκιο αξιών με διασπορά, εγγεγραμμένο ως μια «ανοικτού τύπου» εταιρία επενδύσεων, το οποίο πουλά μερίδια στο ευρύτερο κοινό σε μια συγκεκριμένη τιμή και τα επαναγοράζει τη στιγμή που σωστό απαιτηθεί, στην πραγματική τους λογική αξία. Πιο απλουστευμένα το αμοιβαίο κεφάλαιο αποτελεί ένα πορτοφόλι (χαρτοφυλάκιο) γεμάτο με αξιόγραφα και μετρητά, το οποίο δημιουργήθηκε από ένα μεγάλο αριθμό ατόμων αλλά διαχειρίζεται από μια μικρή ομάδα εξειδικευμένων επαγγελματιών η οποία διαθέτει γνώσεις, εμπειρία και πληροφορίες.

## **6.2 ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

Τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν μια συλλογική επένδυση η οποία συνδέει τα κεφάλαια πολλών επενδυτών με μια κοινή περιουσία. Η έννοια της κοινής περιουσίας που αποτελεί την πεμπτουσία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων\* δεν είναι γνώρισμα της σύγχρονης εποχής μας αλλά έχει τις ρίζες της στους αρχαίους χρόνους. Η πρώτη μορφή συλλογικής περιουσίας υπό κοινή διαχείριση συναντάται στην Αθηναϊκή Συμμαχία, που συγκρότησε η Αθήνα τον 5<sup>ο</sup> π.Χ. αιώνα, για πολεμικούς σκοπούς. Ανάλογο φαινόμενο αποτελεί και η Αδελφική Αμφικτονία, όπου η κοινή περιουσία δημιουργήθηκε σε θρησκευτική βάση, και τη διαχείριση της είχαν αναλάβει οι ιερείς υπό την προστασία των γειτονικών πόλεων. Αυτοί οι αρχαίοι θεσμοί είχαν ορισμένα κοινά χαρακτηριστικά με τα σύγχρονα προϊόντα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, δηλαδή διαχειριστές, ρόλο τον οποίο έχει σήμερα η Εταιρία Διαχείρισης, υπήρχαν θεματοφύλακες της κοινής περιουσίας καθώς επίσης και το φαινόμενο της «παραβίασης του κανονισμού» το οποίο ισχύει και

---

\* Καραθανάση Γ. – Λυμπερόπουλου Γ. (1998) «Αμοιβαία Κεφάλαια – Η ιστορία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων», σελ. 27-31.

σήμερα στα Α.Κ. με τη μορφή των ελέγχων και κυρώσεων που επιβάλλει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Δυστυχώς τέτοια επιτροπή δεν υπήρχε στην αρχαιότητα με συνέπεια ο θεσμός να παρακμάσει, εφόσον η κοινή περιουσία εξαφανίστηκε με την παραβίαση των κανονισμών που την διέπουν, οι οποίοι απαγορεύουν την χρήση της προς ίδια οφέλη.

Το πρώτο οργανωμένο αμοιβαίο κεφάλαιο εμφανίστηκε στις Η.Π.Α. το 1924, από την εταιρία επενδύσεων Massachusetts Investors Trust, η οποία συνέθεσε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο το οποίο είχε την πρωτοτυπία ότι οι επενδυτές (μεριδιούχοι), μπορούσαν να πουλήσουν και να αποχωρήσουν όποια στιγμή το επιθυμούσαν, μέσω σχετικά απλών διαδικασιών. Η ουσιαστική όμως εξέλιξη στο χώρο προήλθε από το αμερικανικό Κογκρέσο το οποίο το 1940 ενέκρινε έναν νόμο που αποτέλεσε το βασικό πλαίσιο λειτουργίας του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ο νόμος αυτός επέβαλε στις Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων την υποχρέωση για πλήρη, τακτική και συγκεκριμένου τύπου ενημέρωση των επενδυτών για τα αμοιβαία κεφάλαια που διέθεταν, ενώ παράλληλα όριζε και τις ασφαλιστικές δικλείδες προκειμένου να αποφευχθούν καταχρήσεις των επενδυόμενων κεφαλαίων.

Ο θεσμός γνώρισε άνθηση ξανά από τις αρχές της δεκαετίας του '50 έως στις αρχές της δεκαετίας του '70 όπου το μεγαλύτερο χρηματιστήριο του κόσμου, η Wall Street, επλήγει από μεγάλη ύφεση. Ωστόσο ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων είχε καθιερωθεί στην συνείδηση των αμερικανών επενδυτών προτρέποντας έτσι τις εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων να καινοτομήσουν μειώνοντας την εξάρτησή τους από την χρηματαγορά. Συγκεκριμένα η νέα επενδυτική φιλοσοφία είχε την βάση της στην εκμετάλλευση της αυξομείωσης των επιτοκίων, όπου οι εταιρίες επένδυαν σε τίτλους της χρηματαγοράς όταν τα τραπεζικά επιτόκια ήταν υψηλά, ενώ σε περιόδους μείωσης των επιτοκίων τοποθετούσαν τα κεφάλαια τους σε κρατικά ομόλογα. Τα εν

Υπάρχουν αρκετοί λόγοι που οδήγησαν στη διόγκωση του επενδυτικού ενδιαφέροντος γι' αυτά τα επενδυτικά προϊόντα, όπως η πτώση των επιτοκίων σε όλες τις χώρες της Ε. Ε. με αποτέλεσμα παραδοσιακά επενδυτικά προϊόντα όπως τραπεζικές καταθέσεις, ομόλογα, έντοκα γραμμάτια να προσφέρουν συνεχώς και πιο περιορισμένες πραγματικές αποδόσεις.

### Η ευρωπαϊκή αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων το 2001

ΜΕΛΗ	Σε εκατ. ευρώ 30.12.2001	Ποσοστό αγοράς (%)
Αυστρία	51.925	3,3
Βέλγιο	80.280	5,1
Γαλλία	12.400	0,8
Γερμανία	37.976	2,4
Ελλάδα	14.507	0,9
Γαλλία	375.400	23,1
Γερμανία	796.052	50,3
Ελλάδα	28.074	1,8
Ουγγαρία	12.581	0,8
Ιταλία	279.19	17,1
Ισπανία	414.025	25,8
Λοιπές χώρες	929.447	57,9
Ολλανδία	111.600	6,9
Πορτογαλία	16.594	1,0
Πολωνία	1.785	0,1
Προσυνολικά	1.237.98	76,9
Ισπανία	150.847	9,2
Σουηδία	74.415	4,5
Ελβετία	92.721	5,6
Βρετανία	551.791	33,6

1. Στοιχεία τέλος Νοεμβρίου 2001.
  2. Στοιχεία τέλος Ιουνίου 2001.
- Στοιχεία τέλος Σεπτεμβρίου 2001 αναπροσαρμόσιμα σε τρέχουσες τιμές.

λόγω κεφάλαια ονομάστηκαν αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων (Money Market Funds). Οι αποδόσεις των αμοιβαίων αυτών ήταν υψηλότερες απ' αυτές των απλών τραπεζικών καταθέσεων, χωρίς ανάληψη επιπλέον κινδύνου εκ μέρους των επενδυτών.

Με την πάροδο του χρόνου και ανάλογα με τις οικονομικές συγκυρίες, δημιουργήθηκαν αμοιβαία κεφάλαια τα οποία εκμεταλλεύονταν τις εκάστοτε επικρατούσες συνθήκες της αγοράς. Έτσι εμφανίστηκαν αμοιβαία τα οποία επένδυαν σε πολύτιμα μέταλλα, όπως έγινε στα τέλη της δεκαετίας του '70 με την άνοδο του χρυσού εξαιτίας της παγκόσμιας οικονομικής ύφεσης ως συνέπεια της ανόδου των τιμών του πετρελαίου. Στη συνέχεια δημιουργήθηκαν τα διεθνή αμοιβαία κεφάλαια τα οποία επένδυαν σε αγορές του εξωτερικού, τα κλαδικά αμοιβαία τα οποία επένδυαν σε συγκεκριμένους κλάδους της οικονομίας (π.χ. υψηλής τεχνολογίας, τραπεζών κτλ.).

### **6.3 ΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ**

Στην χώρα μας τα αμοιβαία κεφάλαια είναι γνωστά από τις αρχές της δεκαετίας του '70. Τα πρώτα αμοιβαία κεφάλαια που συγκροτήθηκαν το 1974 ήταν το 'ΔΗΛΟΣ' από την Εθνική Τράπεζα και το 'ΕΡΜΗΣ' από την Εμπορική Τράπεζα. Παρόλα αυτά η αναθέρμανση του κλάδου συντελέστηκε το 1989 όταν η ασφαλιστική εταιρία INTERAMERICAN, μέσω της θυγατρικής της INTERTRUST A.E.Δ.Α.Κ.\* διέσπασε το δυοπώλιο των τραπεζών συγκροτώντας το δικό της αμοιβαίο κεφάλαιο με θεματοφύλακα την Εθνική Τράπεζα. Το εγχείρημα αποτέλεσε μεγάλη επιτυχία για την εταιρία, εφόσον σύντομα κυριάρχησε στην αγορά λόγω του ευρύτατου δικτύου πώλησης και της έντονης διαφημιστικής καμπάνιας.

---

\* Α.Ε.Δ.Α.Κ. : Ανώνυμη Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Υπάρχουν αρκετοί λόγοι που οδήγησαν στη διόγκωση του επενδυτικού ενδιαφέροντος γι' αυτά τα επενδυτικά προϊόντα, όπως η πτώση των επιτοκίων σε όλες τις χώρες της Ε. Ε. με αποτέλεσμα παραδοσιακά επενδυτικά προϊόντα όπως τραπεζικές καταθέσεις, ομόλογα, έντοκα γραμμάτια να προσφέρουν συνεχώς και πιο περιορισμένες πραγματικές αποδόσεις.

### Η ευρωπαϊκή αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων το 2001

Μέλη	Σε εκατ. ευρώ 30.12.2001	Μερίδιο αγοράς (%)
Αυστρία	81.856	4,3
Βέλγιο	83.280	4,3
Γαλλία	2.470	12,1
Γερμανία	37.974	1,8
Ολλανδία	44.507	2,3
Γαλλία	875.460	44,1
Γερμανία	798.051	40,3
Ελλάδα	29.074	0,6
Ουγγαρία	2.581	0,1
Ισπανία	279.719	13,6
Ιταλία	414.025	20,8
Λουξεμβούργο	923.447	46,8
Ολλανδία	111.000	5,4
Μαρόνη	16.584	0,8
Πολωνία	1.668	0,0
Πορτογαλία	23.798	1,1
Ισπανία	150.347	7,3
Εσθονία	74.118	3,6
Ελβετία	62.731	3,0
Εσθονία	551.791	27,0

1. Στοιχεία τέλος Νοεμβρίου 2001.
  2. Στοιχεία τέλος Ιουνίου 2001.
- Στοιχεία τέλος Σεπτεμβρίου 2001 αναπροσαρμοσμένα σε τρέχουσες τιμές.

## **6.4 ΔΙΑΧΩΡΙΣΜΟΣ ΑΝΟΙΚΤΟΥ ΚΑΙ ΚΛΕΙΣΤΟΥ ΤΥΠΟΥ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ**

Τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν όπως αναφέρθηκε συλλογικού τύπου επενδύσεις οι οποίες χωρίζονται σε δυο κατηγορίες τα αμοιβαία κεφάλαια (open-end funds) και τις εταιρίες επενδύσεων (close-end funds). Αν και η κύρια φιλοσοφία τους παραμένει η ίδια, δηλαδή η συγκέντρωση επενδυτικών κεφαλαίων από το ευρύτερο κοινό, εν τούτοις παρουσιάζουν κάποιες σημαντικές διαφορές.

Το αμοιβαίο κεφάλαιο είναι ανοικτού τύπου μορφή επένδυσης (open-end fund), αυτό σημαίνει ότι οι εταιρίες που διαθέτουν αμοιβαία κεφάλαια είναι υποχρεωμένες από το νόμο να δημιουργούν νέα μερίδια όταν υπάρχει ανάλογη ζήτηση, αλλά και να εξαγοράσουν τα μερίδια από τους επενδυτές – μεριδιούχους όταν αυτοί θέλουν να τα πουλήσουν, οπότε ο αριθμός των κυκλοφορούντων μεριδίων διακυμαίνεται καθημερινά, ανάλογα με την προσφορά και ζήτηση των επενδυτών που κατέχουν μερίδια. Η διακύμανση της κυκλοφορίας των μεριδίων επηρεάζει και την καθαρή τιμή του μεριδίου\*. Επομένως δυο είναι τα χαρακτηριστικά του ανοικτού τύπου επενδύσεων, η ρευστότητα και η τιμή του μεριδίου.

1. Η ρευστότητα αναφέρεται στην ευκολία με τη οποία μπορεί κάποιος να αγοράσει ή να πουλήσει μερίδια ενός αμοιβαίου κεφαλαίου.
2. Η τιμή του μεριδίου εξαρτάται από την αγοραία τιμή των αξιόγραφων και γενικότερα όλων των επενδυτικών προϊόντων που περιλαμβάνονται στο αμοιβαίο και τον αριθμό των μεριδίων στα οποία διαιρείται το συγκεκριμένο αμοιβαίο. Κάθε Α.Ε.Δ.Α.Κ.

---

\* καθαρή τιμή μεριδίου: το συνολικό καθαρό ενεργητικό διααιρεμένο με τον αριθμό των μεριδίων.



έχει το δικαίωμα να διαχειρίζεται ένα ή περισσότερα αμοιβαία κεφάλαια.

Κλειστού τύπου επενδύσεις αποτελούν οι Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (Ε.Ε.Χ.) οι οποίες έχουν αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση χαρτοφυλακίου κινητών αξιών, όπως μετοχές, ομόλογα και άλλα χρηματιστηριακά προϊόντα. Τα έσοδα των εταιριών προέρχονται από τα μερίσματα των μετοχών που κατέχουν, από τους τόκους των χρεογράφων και των λοιπών τραπεζικών καταθέσεων, καθώς και από τα κέρδη από τις αγοραπωλησίες των παραπάνω αξιόγραφων. Η Ε.Ε.Χ. εκδίδει ένα συγκεκριμένο αριθμό μετοχών, οι οποίες διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αξιών και η τιμή της μετοχής της μεταβάλλεται ανάλογα με την προσφορά και τη ζήτηση γι' αυτήν. Βέβαια η εσωτερική αξία της μετοχής\* σπάνια συμπίπτει με τη τρέχουσα τιμή της μετοχής. Όταν η τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία της Ε.Ε.Χ. είναι μεγαλύτερη από την εσωτερική αξία της τότε η συγκεκριμένη μετοχή της Ε.Ε.Χ. διαπραγματεύεται με premium είναι δηλαδή υπερτιμημένη, ενώ στην αντίθετη περίπτωση η μετοχή θεωρείται υποτιμημένη διαπραγματευόμενη με discount.

Ανάλογα με την επενδυτική πολιτική που ακολουθούν οι Ε.Ε.Χ. διακρίνονται στις ακόλουθες κατηγορίες:

- Α) Εταιρίες κλειστού τύπου που επενδύουν σε ένα σχετικά μικρό αριθμό αυστηρά επιλεγμένων επιχειρήσεων.
- Β) Ε.Ε.Χ. που επενδύουν σε μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων επιτυγχάνοντας μεγαλύτερη διασπορά και διαφοροποίηση.
- Γ) Εταιρίες που επενδύουν σε επιχειρήσεις μικρού μεγέθους.
- Δ) Ε.Ε.Χ. που προσφέρουν δυο τύπους μετοχών: τις μετοχές κεφαλαίου (capital shares) από τις οποίες ο κάτοχος εισπράττει κεφαλαιακά κέρδη και τις μετοχές εισοδήματος (income sharer), των οποίων ο κάτοχος

---

\* εσωτερική αξία μετοχής : τρέχουσα αξία του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων της Ε.Ε.Χ. μειωμένη κατά τις υποχρεώσεις της και διαιρούμενη με τον αριθμό των μετοχών της.

εισπράττει κάποιο σχετικά σταθερό εισόδημα, που προέρχεται από τα μερίσματα των εταιριών.

Ωστόσο από την νομοθεσία τίθενται περιορισμοί ως προς τις επενδύσεις που μπορεί να πραγματοποιήσει μια εταιρία επενδύσεων κλειστού τύπου. Δεν επιτρέπεται:

A) Η τοποθέτηση άνω του 10% των ιδίων κεφαλαίων σε μετοχές της ίδιας εταιρίας

B) Η τοποθέτηση ποσοστού μεγαλύτερου του 40% των ιδίων κεφαλαίων της σε κινητές αξίες περισσότερων εκδοτών, σε κάθε ένα από τους οποίους έχει τοποθετήσει ποσοστό μεγαλύτερο του 5% των ιδίων κεφαλαίων της.

Παρόμοιοι περιορισμοί ισχύουν και για τα αμοιβαία κεφάλαια των οποίων τα ρευστά διαθέσιμα επενδύονται σε : κινητές αξίες εισηγμένες στην κύρια και παράλληλη αγορά του Χ.Α.Α.\* όπως και σε οποιαδήποτε άλλη ελεγχόμενη αγορά κράτους-μέλους της Ενωμένης Ευρώπης ή τρίτης χώρας καθώς επίσης σε νεοεκδιδόμενες κινητές αξίες, εφόσον πληρούνται οι όροι εισαγωγής στην κύρια ή παράλληλη αγορά, σε λοιπούς πιστωτικούς τίτλους με την προϋπόθεση ότι το άθροισμα αυτών των αξιών δεν υπερβαίνει το 10% της καθαρής αξίας του αμοιβαίου κεφαλαίου. Επιπλέον δεν επιτρέπεται:

1. Η τοποθέτηση άνω του 40% της καθαρής αξίας του σε κινητές αξίες εκδοτών, σε κάθε έναν από τους οποίους έχει επενδύσει ποσοστό μεγαλύτερο του 5% της καθαρής αξίας.
2. Η τοποθέτηση άνω του 35% της καθαρής αξίας του ενεργητικού του αμοιβαίου σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη, όταν οι κινητές αξίες έχουν εκδοθεί από κράτος-μέλος της Ε.Ε., από οργανισμό τοπικής αυτοδιοίκησης κράτους-μέλους, από τρίτο εκτός Ε.Ε.

---

\* Χ.Α.Α. : Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

κράτος ή από δημόσιο διεθνή οργανισμό, στον οποίο συμμετέχουν περισσότερα κράτη-μέλη, καθώς και όταν οι κινητές αξίες τελούν υπό την εγγύηση των παραπάνω προσώπων.

3. Η απόκτηση μεριδίων αμοιβαίου κεφαλαίου που διαχειρίζεται η ίδια Α.Ε. διαχείρισης ή Α.Ε. διαχείρισης που είναι συνδεδεμένη με την Α.Ε. διαχείρισης του πρώτου αμοιβαίου κεφαλαίου.
4. Η απόκτηση μεριδίων λοιπών οργανισμών συλλογικών επενδύσεων ανοικτού τύπου ανεξαρτήτως της μορφής τους, εκτός και αν
5. Τοποθέτηση άνω του 25% της καθαρής αξίας του ενεργητικού ενός αμοιβαίου σε ομόλογα του ίδιου εκδότη που εκδίδονται από πιστωτικό ίδρυμα που έχει την έδρα του σε κράτος-μέλος της Ε.Ε.
6. Η απόκτηση άνω του 10% των μετοχών- χωρίς δικαίωμα ψήφου της ίδιας εταιρίας, όπως και μετοχών άνω του 10% με δικαίωμα ψήφου μιας εταιρίας.

## **ΟΡΟΛΟΓΙΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.**

Αρκετές φορές διαβάζουμε στα οικονομικά ένθετα των εφημερίδων ή ακούμε από τα ηλεκτρονικά μέσα ενημέρωσης ορολογίες οι οποίες αφορούν τον θεσμό αμοιβαίων κεφαλαίων. Πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση στα είδη, την φιλοσοφία και τις στρατηγικές των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι απαραίτητο να

διευκρινιστούν ορισμένες έννοιες έτσι ώστε να γίνει πιο εύκολη η ανάγνωση της εργασίας. Έτσι συναντάμε τις παρακάτω έννοιες:

**Ενεργητικό Αμοιβαίο Κεφάλαιο:** Αποτελείται από το άθροισμα των περιουσιακών στοιχείων του αμοιβαίου σε τρέχουσες τιμές το οποίο περιλαμβάνει ομόλογα, μετοχές, μετρητά, συνάλλαγμα. Η αξία του ενεργητικού μεταβάλλεται καθημερινά εφόσον οι τιμές των παραπάνω στοιχείων δεν είναι σταθερές. Οι τιμές των μετοχών υπολογίζονται καθημερινά σύμφωνα με τις τιμές κλεισίματος στις συνεδριάσεις του χρηματιστηρίου. Η καθαρή αξία (τιμή) του ενεργητικού ενός αμοιβαίου κεφαλαίου προκύπτει όταν από το ενεργητικό αφαιρούνται οι αμοιβές της Α.Ε.Δ.Α.Κ., του θεματοφύλακα και των μελών του χρηματιστηρίου, οι δαπάνες που βαρύνουν το αμοιβαίο κεφάλαιο και τα κέρδη που διανέμονται στους μεριδιούχους. Από το ενεργητικό του αμοιβαίου δεν αφαιρούνται οι προμήθειες διάθεσης ή εξαγοράς των μεριδίων του.

**Μεριδία:** Η περιουσία του αμοιβαίου διαιρείται σε ισάξια μερίδια ή κλάσματα μεριδίου, των οποίων οι κάτοχοι ονομάζονται μεριδιούχοι. Καθώς νέοι επενδυτές αγοράζουν μερίδια από το συγκεκριμένο κεφάλαιο αυξάνεται και ο αριθμός τους, ενώ στην αντίθετη περίπτωση όταν αποχωρούν απ' αυτό υπάρχει μείωση του αριθμού τους. Υπεύθυνη για την έκδοση μεριδίων είναι η ΑΕΔΑΚ η οποία μπορεί να εκδώσει τίτλους μεριδίου για ένα ή περισσότερα μερίδια ή κλάσμα μεριδίου και το οποίο πρέπει να περιέχει:

- την ονομασία του αμοιβαίου
- τον αριθμό της άδειας σύστασης του αμοιβαίου
- την επωνυμία της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και του θεματοφύλακα
- τα στοιχεία του μεριδιούχου
- βεβαίωση ότι καταβλήθηκε ολοσχερώς η αξία του μεριδίου.

Το συνολικό καθαρό ενεργητικό διαιρεμένο με τον αριθμό των μεριδίων δίνει την τιμή ενός μεριδίου, η οποία λέγεται καθαρή αξία

(τιμή) του μεριδίου. Στο τέλος κάθε έτους η πλειοψηφία των αμοιβαίων κεφαλαίων διανέμει μέρισμα το οποίο αποτελείται από τα έσοδα του αμοιβαίου καθώς και από ένα μέρος των κερδών από αγοραπωλησίες χρεογράφων, νομισμάτων κτλ. Τα μερίσματα είναι αφορολόγητα διότι ο φόρος έχει ήδη παρακρατηθεί από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και η διανομή τους πραγματοποιείται σε μετρητά. Η φορολόγηση στα μερίσματα γίνεται σε περίπτωση κατά την οποία ο κάτοχος επιθυμεί να επανεπενδύσει τα μερίσματα του, δηλαδή να αγοράσει νέα μερίδια από την υπεραξία που αποκόμισε απ' αυτά.

### **Έξοδα αμοιβαίου κεφαλαίου:**

Ο επενδυτής που επιθυμεί να επενδύσει τα κεφάλαια του σ' ένα αμοιβαίο κεφάλαιο δεν αγοράζει το μερίδιο του σύμφωνα με την καθαρή τιμή αλλά με την τιμή διάθεσης του μεριδίου, όπως αντίστοιχα όταν θέλει να το πουλήσει το πουλά με την τιμή εξαγοράς του. Η διαφορά αυτή οφείλεται στο γεγονός ότι το αμοιβαίο κεφάλαιο υπόκειται σε διάφορες επιβαρύνσεις, όπως προμήθειες, αμοιβές διαχείρισης, λειτουργικές δαπάνες και τις προμήθειες και αμοιβές του θεματοφύλακα. Οι παραπάνω δαπάνες θεωρούνται σημαντικά στοιχεία του αμοιβαίου κεφαλαίου γιατί αφαιρούνται από το ενεργητικό του προκειμένου να προσδιοριστεί η καθαρή αξία του. Άρα όσο πιο υψηλές είναι αυτές οι δαπάνες τόσο μικρότερη θα είναι η αξία του, όπως επίσης και η απόδοση των κεφαλαίων που έχει τοποθετήσει ο επενδυτής στο αμοιβαίο. Αναλυτικά οι δαπάνες έχουν ως εξής:

### **Προμήθειες**

Με κριτήριο το αν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο επιβαρύνει την τιμή των μεριδίων του με προμήθειες ή όχι, τα αμοιβαία διακρίνονται σ' αυτά

που δεν έχουν προμήθειες (No-Load Funds) και σ' αυτά που έχουν (Load Funds). Τα Load Funds διακρίνονται περαιτέρω σε Front-End-Loads τα οποία επιβάλλουν μόνο προμήθειες διάθεσης και σε Back-End-Loads τα οποία επιβάλλουν μόνο προμήθειες εξαγοράς. Ωστόσο η πλειοψηφία των αμοιβαίων κεφαλαίων στη χώρα μας επιβάλλει και τις δυο δαπάνες.

Προμήθεια Διάθεσης (Συμμετοχής) είναι η προμήθεια που πληρώνει κάποιος για να αγοράσει μερίδια ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, λ.χ. αν η καθαρή τιμή ενός μεριδίου είναι 5€ με προμήθεια διάθεσης 5% τότε ο υποψήφιος επενδυτής θα πληρώσει 0,25€ για κάθε μερίδιο που θέλει να αγοράσει. Στην χώρα μας το ποσοστό αυτό κυμαίνεται από 0-5%.

$$\begin{aligned}\text{Προμήθεια Διάθεσης} &= \text{Καθαρή τιμή μεριδίου} \times \% \text{ προμήθεια διάθεση} \\ &= 5\text{€} \times \frac{5}{100} = 0,25\text{€}\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{Τιμής Διάθεσης} &= \text{Καθαρή τιμή μεριδίου} + \text{προμήθεια διάθεσης} \\ &= 5\text{€} + 0,25\text{€} = 5,25\text{€}\end{aligned}$$

Οπότε ο επενδυτής θα πληρώσει για κάθε μερίδιο 5,25€

Προμήθεια Εξαγοράς είναι η δαπάνη που πληρώνει ο επενδυτής προκειμένου να αποχωρήσει από το αμοιβαίο εξαγοράζοντας τα μερίδια που κατέχει. Αν η καθαρή τιμή του μεριδίου είναι 6€ την ημέρα που αποφασίζει να το πουλήσει και 4% η προμήθεια εξαγοράς τότε έχουμε:

**Προμήθεια Εξαγοράς** : Καθαρή τιμή μεριδίου X % προμήθεια εξαγοράς

$$6\text{€} \times \frac{4}{100} = 0,24\text{€}$$

**Τιμή Εξαγοράς :** Καθαρή τιμή μεριδίου – προμήθεια διάθεσης

$$6\text{€} - 0,24 = 5,76\text{€}$$

Στην χώρα μας το ποσοστό αυτό ανέρχεται μέχρι 2% και είναι κυμαινόμενο, δηλαδή όσο πιο μεγάλη είναι η χρονική περίοδος που είναι κάποιος μεριδιούχος τόσο πιο μικρή είναι και η προμήθεια. Σκοπός της τακτικής αυτής είναι η προσέλκυση μακροπρόθεσμων επενδύσεων. Στο συγκεκριμένο παράδειγμα η απόδοση της επένδυσης θα ήταν:

$$\text{Απόδοση} = \frac{5,76 - 5,25}{5,25} = \frac{0,51}{5,25} = 9,71\%$$

Σ' αυτή την περίπτωση το προϊόν της ρευστοποίησης είναι αφορολόγητο για το μεριδιούχο γιατί ο φόρος που έχει επιβαρύνει κάποια εισοδήματα έχει υπολογιστεί ήδη στο αμοιβαίο κεφάλαιο.

### **Αμοιβές διαχείρισης**

Πρόκειται για τις αμοιβές των ατόμων που ασκούν την οργάνωση του αμοιβαίου και την επαγγελματική διαχείριση των χρημάτων των μεριδιούχων. Για τον υπολογισμό της καθαρής αξίας ενεργητικού οι δαπάνες αυτές αφαιρούνται από το συνολικό ενεργητικό. Το ύψος των αμοιβών αυτών ανέρχεται σε 1-1,5% της συνολικής αξίας του ενεργητικού κατ' έτος.

## Λειτουργικές Δαπάνες

Στις δαπάνες αυτές περιλαμβάνονται οι αμοιβές των χρηματιστών, των χρηματιστηριακών και τραπεζικών δαπανών εκ μέρους του αμοιβαίου κεφαλαίου, οι δαπάνες συμβούλων και αγοραπωλησίας κινητών αξιών στο εξωτερικό, τα καθημερινά έξοδα που αφορούν την ενημέρωση της εταιρίας σχετικά με τις τιμές των τίτλων που περιλαμβάνονται στο ενεργητικό του, τα έξοδα εκτύπωσης και δημοσίευσης στον Τύπο των εκθέσεων της Α.Ε.Δ.Α.Κ. κτλ.

Αμοιβές και προμήθειες θεματοφύλακα οι οποίες αποτελούν ένα ευρύ φάσμα δαπανών οι οποίες είναι οι εξής:

Α) αμοιβή θεματοφυλακής το οποίο είναι ένα ετήσιο ποσοστό τι οποίο κυμαίνεται από 0,02 – 0,04% επί των ημερησίων αποτιμήσεων του καθαρού ενεργητικού του αμοιβαίου.

Β) αμοιβή φύλαξης η οποία ανέρχεται σε 0,05%-0,03% ετησίως επί των ημερησίων αποτιμήσεων του καθαρού ενεργητικού και πρόκειται για την αμοιβή της τράπεζας η οποία φυλάσσει της κινητές αξίες του αμοιβαίου.

Γ) προμήθεια μεσολάβησης επί αγορών και πωλήσεων που εισπραττείται από τον θεματοφύλακα για τη διαμεσολάβηση του στην αγοραπωλησία κινητών αξιών, και η οποία είναι 0,3% επί της τρέχουσας αξίας της αγοραπωλησίας χρεογράφων και μετοχών.

Δ) προμήθεια εισπραξης η οποία κυμαίνεται από 0,1% έως 0,6% επί της αξίας των εισπραττόμενων μερισμάτων των μετοχών και ένα ποσοστό 0,05% έως 0,3% επί της αξίας των εισπραττόμενων μεριδίων.

### **6.5.1 Δείκτης Εξόδων (Expense Ratio)**

Ένας χρήσιμος δείκτης αναφορικά με τις δαπάνες είναι ο δείκτης εξόδων (expense ratio) που υπολογίζεται συνήθως σε ετήσια



βάση και προκύπτει από το λόγο του συνόλου των δαπανών προς το μέσο όρο της καθαρής αξίας του ενεργητικού. Ο δείκτης θεωρείται ικανοποιητικός όταν προσεγγίζει τα επίπεδα του 1,5% με 2%.

$$\text{Δείκτης Εξόδων} = \frac{\text{Σύνολο Εξόδων}}{\text{Μ.όρος Καθαρής Αξίας Ενεργητικού}}$$

Π. χ.

$$\Delta. \text{ Ε.} = \frac{160000}{7500000} = 2,13\%$$

Τέσσερα είναι τα βασικά στοιχεία που πρέπει να προσέχει ένας επενδυτής στον δείκτη εξόδων:

Α) τα μικρότερα αμοιβαία κεφάλαια τείνουν να εμφανίζουν υψηλότερο δείκτη εξόδων σε σχέση με τα μεγαλύτερα, το οποίο οφείλεται στις οικονομίες κλίμακας.

Β) τα αμοιβαία εξωτερικού εμφανίζουν υψηλότερο δείκτη εξαιτίας των υψηλότερων εξόδων έρευνας που συνεπάγεται η επένδυση αυτή.

Γ) τα μετοχικά αμοιβαία έχουν υψηλότερο δείκτη σε σχέση με τα ομολογιακά.

Δ) ο δείκτης αυξάνεται καθώς αυξάνεται και ο αριθμός των μεριδιούχων συνεπώς και τα έξοδα εξυπηρέτησης αυτών, με την προϋπόθεση ότι οι άλλοι παράγοντες παραμένουν σταθεροί.

Ε) στον υπολογισμό του δείκτη εξόδων δε λαμβάνονται υπόψη οι προμήθειες διάθεσης και εξαγοράς που εισπράττει η Α.Ε.Δ.Α.Κ.

## 6.6 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ Α.Κ.

Η ύπαρξη τόσο πολλών επιβαρύνσεων δεν σημαίνει πως τα αμοιβαία αποτελούν μια κακή επιλογή για επένδυση. Όπως και κάθε άλλη μορφή επένδυσης έτσι και τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν κάποια πλεονεκτήματα όπως και μειονεκτήματα τα οποία θα αναλυθούν παρακάτω.

Τα πλεονεκτήματα που παρουσιάζουν είναι τα εξής:

Τα αμοιβαία κεφάλαια επιτυγχάνουν υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με άλλες επενδύσεις. Ιστορικά ο επενδυτής που τοποθετεί τα χρήματά του σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια θα πραγματοποιήσει μεγαλύτερες αποδόσεις σε σχέση με τις επενδύσεις σε μεμονωμένες μετοχές. Όπως επίσης αν ο στόχος του είναι η πραγματοποίηση τακτικών απολαβών η τοποθέτηση των κεφαλαίων του σε αμοιβαία σταθερού εισοδήματος θα επιφέρουν μεγαλύτερες αποδόσεις απ' ό,τι τα ομόλογα ή οι απλές τραπεζικές καταθέσεις. Η αιτία για την ανταγωνιστική απόδοση των αμοιβαίων σε σχέση με τις άλλες επενδύσεις οφείλεται σε σημαντικό βαθμό και στην ορθή διαχείριση των κεφαλαίων από τους ειδικούς.

Η επαγγελματική διαχείριση των κεφαλαίων είναι ίσως το σημαντικότερο πλεονέκτημα που προσφέρουν τα αμοιβαία κεφάλαια, κυρίως για τα άτομα που δεν έχουν τις γνώσεις και τον χρόνο να ασχοληθούν με τα επενδεδυμένα κεφάλαιά τους. Η διαχείριση μπορεί να ασκηθεί από ένα άτομο ή μια ομάδα ατόμων τα οποία είναι υπεύθυνα για την παρακολούθηση των αγορών, την ανάλυση των οικονομικών στοιχείων σε μικρό και μακροοικονομικό επίπεδο, την αναζήτηση νέων επενδυτικών ευκαιριών, την ανάλυση των οικονομικών δεδομένων των εταιριών, τα οποία απαιτούν ιδιαίτερες γνώσεις, για να κατανοηθούν, ενώ μέσω της εμπειρίας τους στην αγορά έχουν αποκτήσει επαρκείς

γνώσεις αναφορικά με τις ιδιομορφίες που παρουσιάζουν τόσο η Ελληνική όσο και οι εξωτερικές αγορές.

Ένα εξίσου σημαντικό πλεονέκτημα των αμοιβαίων αποτελεί το χαμηλό ύψος των κεφαλαίων που απαιτούνται για μια επένδυση σ' αυτά, το κατώτατο όριο στην χώρα μας ανάλογα με το είδος του αμοιβαίου είναι 750€ έως 1500€, λόγω όμως του συνεχούς ανταγωνισμού μεταξύ των εταιριών που παρέχουν τέτοιου είδους υπηρεσίες το όριο αυτό μπορεί να παρακαμφθεί. Υπάρχουν προγράμματα στα οποία ο επενδυτής σε τακτά χρονικά διαστήματα τοποθετεί ένα συγκεκριμένο ποσό χρημάτων ανάλογα με τις δυνατότητες του, δημιουργώντας έτσι ένα ευέλικτο επενδυτικό πρόγραμμα. Αλλά για να επιτύχει ικανοποιητικές αποδόσεις ο μεριδιούχος θα πρέπει να αποφεύγει τις συχνές αγοραπωλησίες μεριδίων, διότι θα επιβαρύνεται συνεχώς με έξοδα διάθεσης ή εξαγοράς, παρότι αυτά είναι αρκετά χαμηλά.

Το σημαντικότερο όμως πλεονέκτημα που έχουν τα αμοιβαία κεφάλαια σε σχέση με τις άλλες μορφές επένδυσης έγκειται στην απόδοση που προσφέρουν και όταν σχετικά μικρό κίνδυνο που επωμίζονται. Η βασική φιλοσοφία των αμοιβαίων είναι η τοποθέτηση των κεφαλαίων σε μια ευρεία γκάμα επενδυτικών προϊόντων ελαχιστοποιώντας τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου από μια ενδεχόμενη πτώση της αξίας ενός επενδυτικού στοιχείου. Σε μια τέτοια περίπτωση οι απώλειες αντισταθμίζονται από τη θετική πορεία των υπόλοιπων επενδυτικών προϊόντων. Η δυνατότητα του μεριδιούχου να απολαμβάνει ικανοποιητικές αποδόσεις με ασφάλεια, επενδύοντας ένα σχετικό μικρό κεφάλαιο αποτελεί πόλο έλξης των μικροεπενδυτών στα αμοιβαία κεφάλαια. Διασπορά επιτυγχάνεται από αμοιβαία κεφάλαια κάθε τύπου, ακόμα και σ' αυτά των οποίων η ονομασία υποδηλώνει μικρότερη διαφοροποίηση (λ.χ. κλαδικά αμοιβαία).

Το χαρτοφυλάκιο των αμοιβαίων, λόγω της διασποράς τίτλων, αποτελείται από αρκετά επενδυτικά προϊόντα από τα οποία το αμοιβαίο εισπράττει μερίσματα, τόκους, κτλ. Από τα έσοδα αυτά προκύπτει η λεγόμενη μερισματική απόδοση (*divinded yield*) των επενδύσεων, ενώ η αποκόμιση κερδών από πώληση τίτλων ονομάζεται κεφαλαιακά κέρδη (*capital gains*). Το άθροισμα των παραπάνω εσόδων αποτελεί και το κέρδος του αμοιβαίου, ένα μέρος θα διανεμηθεί στους μεριδιούχους σε μορφή μερίσματος. Το ύψος του μερίσματος εξαρτάται από την πολιτική της Α.Ε.Δ.Α.Κ., τις χρηματιστηριακές διακυμάνσεις κτλ. Οι μεριδιούχοι είτε εισπράττουν το μέρισμα είτε το επανεπενδύουν σε νέα μερίδια του αμοιβαίου. Στην τελευταία περίπτωση η Α.Ε.Δ.Α.Κ. ενδέχεται να μην επιβαρύνει τον επενδυτή με προμήθεια διάθεσης ή αν το πράξει το ποσοστό προμήθειας θα είναι μικρότερο.

Κλείνοντας είναι απαραίτητο να τονιστεί η ευκολία με την οποία ο υποψήφιος επενδυτής μπορεί να γίνει κάτοχος μεριδίων ενός μεριδίου αμοιβαίου κεφαλαίου, εφόσον πλέον διατίθεται ένα ευρύ δίκτυο πώλησης τους μέσω τραπεζών, ασφαλιστικών εταιριών και χρηματιστηριακών εταιριών, ενώ τα τελευταία χρόνια αναπτύσσεται η πώληση μεριδίων μέσω του Διαδικτύου (*Internet*) και του τηλεφώνου. Επιπλέον υπάρχει μια πολύ μεγάλη ποικιλία αμοιβαίων κεφαλαίων τα οποία είναι ικανά να καλύψουν τις απαιτήσεις όλων των επενδυτών. Στην χώρα μας υπάρχουν πάνω από 150 Α.Κ. και περίπου 34000 σ' ολόκληρο τον κόσμο. Η εξέλιξη της επένδυσης είναι εύκολο να παρακολουθησει εφόσον καθημερινά δημοσιεύεται στις εφημερίδες η καθαρή αξία των μεριδίων.

Τα κυριότερα μειονεκτήματα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι ο σχετικός κίνδυνος που διατρέχουν σε μια πτώση των τιμών στο χρηματιστήριο, έτσι δεν ενδείκνεται ως επένδυση για επενδυτές οι οποίοι δεν είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν ρίσκο (*risk avoiders*), οποία

και αν είναι η ανταμοιβή. Επίσης το γεγονός ότι τα κεφάλαια τα διαχειρίζονται άτομα τα οποία ουσιαστικά τα επενδύουν σύμφωνα με τα δικά τους κριτήρια και αρχές, τα οποία ίσως να μην συμβαδίζουν μ' αυτά του επενδυτή αποτελεί ένα μείον στο θεσμό αυτό.

Το μέγεθος του αμοιβαίου είναι επιπλέον ένας παράγοντας προσέλευσης επενδυτών και αυτό γιατί ανάλογα με το μέγεθος του αμοιβαίου κεφαλαίου υπάρχει και ο ανάλογος κίνδυνος. Συνήθως τα μεγάλα αμοιβαία κεφάλαια πετυχαίνουν κέρδη τα οποία συμπορεύονται μ' αυτά του γενικού δείκτη τιμών του χρηματιστηρίου, αλλά παρέχουν μεγαλύτερη ασφάλεια στον επενδυτή απ' ότι τα μικρά σε μέγεθος αμοιβαία τα οποία όμως είναι δυνατόν να επιφέρουν μεγαλύτερες αποδόσεις στον κάτοχο τους, όπως και ευκολότερη διαχείριση. Σίγουρα ένα αμοιβαίο κεφάλαιο με ενεργητικό 3 δις € παρέχει μεγαλύτερη ασφάλεια, χαμηλότερα έξοδα προμηθειών, διαχειρίζεται από καλύτερους ειδικούς, αλλά η απόδοση του είναι πιο πιθανό να πλησιάζει αυτής της χρηματιστηριακής αγοράς. Αντίθετα ένα αμοιβαίο με ενεργητικό 10 εκ. € είναι ευκολότερο στη διαχείριση, μπορεί να αποφέρει υψηλότερα κέρδη απ' ότι ο μέσος όρος της αγοράς, αλλά οι κάτοχοι θα πληρώσουν μεγαλύτερα ποσά προμηθειών και σε μια διόρθωση των τιμών οι απώλειες τους ενδέχεται να είναι μεγαλύτερες απ' αυτές του χρηματιστηρίου.

## **6.7 ΕΙΔΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

Όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενα κεφάλαια στην σύγχρονη οικονομία υπάρχουν αρκετά είδη αμοιβαίων κεφαλαίων, τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό, για την κάλυψη των αναγκών ακόμα και του πιο απαιτητικού επενδυτή. Σ' αυτό το μέρος της εργασίας

θα γίνει μια συνοπτική ανάλυση των αμοιβαίων που υπάρχουν στην αγορά. Συγκεκριμένα: υπάρχουν τα αμοιβαία κεφάλαια:

## **I Διαχείριση Διαθεσίμων ή Χρηματαγορών (Money Market Funds)**

Για να χαρακτηριστεί ένα αμοιβαίο ως διαχείρισης διαθεσίμων είναι απαραίτητο να επενδύει το 65% τουλάχιστον του ενεργητικού του σε προϊόντα της χρηματαγοράς και δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος. Τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων αποτελούν την πιο διαδεδομένη μορφή αμοιβαίων γιατί ενέχουν χαμηλό επενδυτικό κίνδυνο αφού οι επενδύσεις τους έχουν μεσο-βραχυχρόνιο χρονικό ορίζοντα, επενδύουν σε υψηλής ποιότητας χρεόγραφα, όπως δημοσίων οργανισμών, ενώ η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου με την τοποθέτηση κεφαλαίων σε πολλούς εκδότες χρεογράφων θωρακίζει την επένδυση από ενδεχόμενες απώλειες ενός μόνο εκδότη. Παρόλο που τα αμοιβαία αυτού του είδους έχουν περιορισμένο χρονικό ορίζοντα, οι διαχειριστές τους έχουν τη δυνατότητα να επιτυγχάνουν υψηλές αποδόσεις, λ.χ. όταν διαφαίνεται τάση αύξησης των μελλοντικών επιτοκίων, οι διαχειριστές τοποθετούν τα χρήματα σε μικρότερης διάρκειας επενδύσεις.

Έτσι οι επενδύσεις λήγουν γρηγορότερα και στη συνέχεια οι διαχειριστές επενδύουν τα χρήματα αυτά σε ομόλογα με υψηλότερο επιτόκιο. Στην αντίθετη περίπτωση όταν δηλαδή τα επιτόκια κινούνται πτωτικά ο μέσος χρόνος λήξης των επενδύσεων αυξάνει, εφόσον τα χαμηλά επιτόκια δεν προσφέρουν ικανοποιητικές αποδόσεις.

Τα αμοιβαία κεφάλαια διαθεσίμων είναι κατάλληλα για επενδυτές που εναλλακτικά θα τοποθετούσαν τα χρήματα τους σε τραπεζικές καταθέσεις, ενώ επενδύοντας σ' αυτά καρπώνονται αποδόσεις μεγαλύτερες των τραπεζικών καταθέσεων με σχετικά μικρό

ρίσκο. Επίσης αποτελούν μια καλή τοποθέτηση χρημάτων για άτομα που σκοπεύουν να χρησιμοποιήσουν τα χρήματα σε σύντομο χρονικό διάστημα, όπως και γι' αυτούς που δεν έχουν αποφασίσει προς τα πού θα κατευθύνουν τα χρήματα που θέλουν να επενδύσουν. Το μειονέκτημα αυτών είναι ότι δεν ενδείκνυνται για μακροχρόνιες τοποθετήσεις χρημάτων, αφού προσφέρουν αποδόσεις ελαφρώς υψηλότερες του πληθωρισμού είναι δηλαδή εκτεθειμένα στον ονομαζόμενο κίνδυνο του πληθωρισμού (inflation risk).

## **II Ομολόγων ή Σταθερού Εισοδήματος (Bond Funds)**

Τα αμοιβαία αυτά επενδύουν σε ομόλογα και ομολογίες εξασφαλίζοντας μια σταθερή ροή εισοδήματος στους κατόχους των μεριδίων. Η διακύμανση των αποδόσεων των συγκεκριμένων αμοιβαίων είναι αποτέλεσμα του ονομαζόμενου κινδύνου φερεγγυότητας (credit risk) και της διακύμανσης των επιτοκίων (interest – rate risk).

A) Οι ομολογίες αποτελούν μια υπόσχεση του εκδότη ότι θα πραγματοποιήσει τις περιοδικές πληρωμές που απαιτούνται και στη λήξη της ομολογίας θα αποπληρώσει την ονομαστική (face value) αξία της ομολογίας. Ο κίνδυνος φερεγγυότητας μετρά την πιθανότητα αθέτησης αυτής της υπόσχεσης του εκδότη. Όσο μεγαλύτερη είναι η φερεγγυότητα του εκδότη τόσο μικρότερος είναι ο κίνδυνος απώλειας των κεφαλαίων, έτσι υπάρχει μια βαθμίδα ως προς την φερεγγυότητα των ομολόγων:

## **Ομόλογα κρατικών οργανισμών.**

Τα ομόλογα αυτά εκδίδονται από οργανισμούς και επιχειρήσεις του ευρύτερου δημόσιου τομέα, αν και δεν απολαμβάνουν πάντα την πλήρη υποστήριξη της κυβέρνησης της χώρας στην οποία εκδίδονται.

## **III Μετοχικά ή Αναπτυξιακά (Stock Funds)**

Για να χαρακτηριστεί ένα αμοιβαίο κεφάλαιο ως μετοχικό θα πρέπει τουλάχιστον το 65% του ενεργητικού του, να είναι επενδυμένο σε μετοχές διαφόρων εταιριών, συνήθως εισηγμένων σε χρηματιστηριακές αγορές. Τα αμοιβαία αυτού του τύπου απευθύνονται σε επενδυτές οι οποίοι επιδιώκουν υψηλότερες αποδόσεις απ' αυτές που προσφέρουν τα αμοιβαία και γι' αυτό είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν μεγαλύτερο ρίσκο. Η καθαρή αξία του ενεργητικού και των μεριδίων των μετοχικών αμοιβαίων μεταβάλλεται όπως είναι επόμενο καθημερινά λόγω της φύσης της επένδυσης. Ανάλογα με το σκοπό του κάθε αμοιβαίου καθορίζεται η επενδυτική πολιτική που ακολουθεί. Η ύπαρξη διαφορετικών σκοπών σημαίνει ότι και η ακολουθούμενη επενδυτική πολιτική των διαφόρων μετοχικών κεφαλαίων θα διαφέρει. Πιο αναλυτικά υπάρχουν τα εξής μετοχικά αμοιβαία με συγκεκριμένη επενδυτική πολιτική το καθένα.

### **Aggressive – growth funds**

Είναι γνωστά και ως 'go-go funds' και αποσκοπούν στην επίτευξη κεφαλαιακών κερδών, την μεγαλύτερη αύξηση δηλαδή της αξίας του



καθαρού ενεργητικού και των μεριδίων. Το κριτήριο για την επένδυση σε μια εταιρεία δεν είναι το μέγεθος της αλλά ο ρυθμός αύξησης των κερδών της για μεγάλα χρονικά διαστήματα. Το μέγεθος των αμοιβαίων αυτών είναι μικρό έτσι ώστε να παρακολουθούνται ευκολότερα οι επενδύσεις εξαιτίας των ριψοκίνδυνων επενδυτικών τακτικών που ακολουθεί, όπως το short selling. Με τακτική αυτή πωλούν μετοχές τις οποίες δεν κατέχουν με την πεποίθηση ότι η τιμή των μετοχών θα μειωθεί στο άμεσο μέλλον και θα μπορέσουν να τις αγοράσουν σε χαμηλότερες τιμές απ' αυτές τις οποίες πούλησαν πραγματοποιώντας σημαντικά κέρδη. Πρόκειται για επένδυση στην οποία οι επενδυτές έχουν την δυνατότητα να επενδύσουν για μεγάλο χρονικό διάστημα (άνω της πενταετίας) και που φυσικά είναι διατεθειμένοι να ανεχτούν υψηλές διακυμάνσεις στις οποίες ενδέχεται να υπόκεινται οι αποδόσεις των επενδύσεων της.

### **Small – company funds**

Πρόκειται για αμοιβαία που όπως αποκαλύπτει η ονομασία τους επενδύουν σε μετοχές μικρών επιχειρήσεων με καλές προοπτικές, τα μεγέθη των οποίων αναμένεται να αυξηθούν με ρυθμούς πολύ υψηλότερους απ' ότι των μεγάλων εταιριών. Η επένδυση σ' αυτά τα αμοιβαία αφορά τοποθετήσεις κεφαλαίων με μακροπρόθεσμο ορίζοντα με στόχο κυρίως τα κεφαλαιακά κέρδη, επίτευξη δηλαδή υπεραξιών, παρά τα μερίσματα.

### **Growth funds**

Πρόκειται για αμοιβαία που κατευθύνουν τις επενδύσεις τους σε μετοχές εταιριών των οποίων τα κέρδη αυξάνονται με ρυθμούς υψηλότερους

από το μέσο όρο. Συνήθως οι μετοχές αυτές αντιπροσωπεύουν εταιρίες που έχουν κυρίαρχη θέση στην αγορά και ποιοτική διοίκηση, έχουν υψηλά περιθώρια κέρδους πετυχαίνοντας υψηλές αποδόσεις για σειρά ετών. Η διακύμανση της καθαρής αξίας των μεριδίων των αμοιβαίων δεν ενδείκνυται για επενδυτές που αναζητούν σταθερές αποδόσεις και έχουν βραχυχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα.

### **Growth and income funds**

Πρόκειται για αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν τόσο σε μετοχές εταιριών που έχουν καλές προοπτικές όσο και σε μετοχές που δίνουν μέρισμα, επιπλέον ένα μικρό μέρος του ενεργητικού τους μπορεί να τοποθετηθεί και σε μετατρέψιμες ομολογίες (convertible bonds) . Μ' αυτό τον τρόπο επιτυγχάνεται η αύξηση του ενεργητικού και συνεπώς της καθαρής αξίας των μεριδίων, όπως και η εξασφάλιση ενός σταθερού εισοδήματος. Είναι κατάλληλο για εκείνη την κατηγορία των επενδυτών που επιθυμούν να έχουν κάποιο εισόδημα και δεν είναι διατεθειμένοι να δεχθούν τον κίνδυνο που ενέχουν τα growth funds.

### **Equity – income funds**

Σ' αυτά επιδιώκεται η επίτευξη κεφαλαιακών κερδών καθώς και η εξασφάλιση κάποιου εισοδήματος. Η κύρια διαφορά με την προηγούμενη κατηγορία είναι ότι σ' αυτά προέχει η εξασφάλιση σταθερού εισοδήματος στον κάτοχο τους χωρίς να παραβλέπεται η επίτευξη κεφαλαιακών κερδών. Στο χαρτοφυλάκιο τους περιλαμβάνονται μετατρέψιμες ομολογίες καθώς και μετοχές εταιριών που πληρώνουν μέρισμα πάνω από τον μέσο όρο.

Τα παραπάνω αμοιβαία κεφάλαια που περιγράφηκαν αποτελούν επενδυτικά προϊόντα που ικανοποιούν τους μέσους επενδυτές οι οποίοι απλά επιθυμούν να τοποθετήσουν τα χρήματά τους σ' αυτά αποκομίζοντας μια ικανοποιητική απόδοση χωρίς ιδιαίτερους κινδύνους. Ωστόσο υπάρχουν πιο εξειδικευμένα αμοιβαία κεφάλαια, τα οποία απαιτούν περισσότερες γνώσεις και ενέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο, όπως τα εξής:

#### **IV Κλαδικά Αμοιβαία Κεφάλαια (Sector Funds)**

Τα αμοιβαία επικεντρώνουν την τοποθέτηση των χρημάτων τους σ' ένα συγκεκριμένο κλάδο της οικονομίας (π.χ. πληροφορική) και παρότι επενδύουν σε περισσότερες από μια επιχειρήσεις του κλάδου είναι αρκετά ευμετάβλητα σε σχέση με τα υπόλοιπα διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια. Αυτό είναι εύλογο να συμβαίνει εφόσον όταν ο συγκεκριμένος κλάδος βρίσκεται σε άνθηση οι αποδόσεις του χαρτοφυλακίου θα είναι υψηλότερες της αγοράς, και φυσικά θα ισχύει και το αντίστροφο. Το πιο πρόσφατο παράδειγμα αποτελούν οι εταιρίες internet ή όσες ασχολούνται γύρω από διαδίκτυο, οι οποίες, λόγω των υψηλών προσδοκιών που στρέφουν οι επενδυτές για τα επιτεύγματα των νέων τεχνολογιών, δημιούργησε μια επενδυτική φρενίτιδα για τις μετοχές τους σε συνέπεια οι τιμές των τίτλων τους να φτάσουν σε στρατοσφαιρικά ύψη. Μόλις οι προσδοκίες αυτές αποδείχθηκαν υπερβολικές και απατηλές υπήρξε σχεδόν μια απαξίωση των μετοχών τους. Όσοι πρόλαβαν και ρευστοποίησαν τους τίτλους έγκαιρα αποκόμισαν υπέρογκα κέρδη, ενώ οι υπόλοιποι κάτοχοι τίτλων που δεν αντιλήφθηκαν εγκαίρως το παράλογο ύψος των τιμών και διακράτησαν τις μετοχές τους απώλεσαν σημαντικό μέρος του αρχικού τους κεφαλαίου. Η στρατηγική του σωστού timing, δηλαδή πραγματοποίηση

πετυχημένων χρονικά τοποθετήσεων και αποδεσμεύσεων κεφαλαίων, είναι μείζονος σημασίας για τα συγκεκριμένα αμοιβαία.

### **Utility Funds**

Επενδύουν σε μετοχές επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας, όπως επιχειρήσεις ύδρευσης, ενέργειας, δημόσιων τηλεπικοινωνιακών οργανισμών, οι οποίες δίνουν ικανοποιητικό μέρισμα και εξαιτίας της φύσης των δραστηριοτήτων των εν λόγω επιχειρήσεων, οι αποδόσεις των αμοιβαίων αυτών παρουσιάζουν μεγαλύτερη σταθερότητα απ' ό,τι τα κλαδικά αμοιβαία.

### **Precious - Metals Funds**

Τα αμοιβαία αυτά επενδύουν σε μετοχές εταιριών που έχουν ορυχεία εξόρυξης πολύτιμων μετάλλων. Τα συγκεκριμένα αμοιβαία είναι αυτονόητο ότι δεν επιτυγχάνουν ουσιαστική διαφοροποίηση στο χαρτοφυλάκιο τους και γι' αυτό είναι συνήθως κατάλληλα ως τμήμα ενός ευρύτερου χαρτοφυλακίου.

### **Socially Responsible Funds**

Τα χαρτοφυλάκια των αμοιβαίων αυτών αποτελούνται από μετοχές εταιριών που είναι κοινωνικά ευαισθητοποιημένες με αξιολογη προσφορά στο κοινωνικό σύνολο, οι οποίες αποδεικνύουν ιδιαίτερη ευαισθησία στην προστασία του περιβάλλοντος και των ανθρωπίνων δικαιωμάτων.

## **Τοπικά Αμοιβαία Κεφάλαια**

Τα χαρτοφυλάκια τους αποτελούνται από μετοχές επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε μια συγκεκριμένη γεωγραφική περιοχή, π.χ. Βαλκανική αγορά.

## **V Μικτά (Balance Funds)**

Στόχος των αμοιβαίων αυτού του είδους είναι η εξασφάλιση ενός ικανοποιητικού εισοδήματος για τους μεριδιούχους, και δευτερευόντως σημασίας είναι η πραγματοποίηση υπεραξιών, ενώ παρέχουν αρκετή ευελιξία και διαφοροποίηση της επένδυσης. Είναι κατάλληλα για μακροπρόθεσμα επενδυτικό ορίζοντα (2 με 3 έτη) και για άτομα που επιθυμούν να εισπράττουν από τις επενδύσεις τους κάποιο εισόδημα χωρίς σημαντικά διακύμανσης.

## **VI Ειδικού Τύπου (Speciality Funds)**

Στην κατηγορία αυτή ανήκουν τα εξής αμοιβαία:

### **Option – income funds**

Στα χαρτοφυλάκια τους περιλαμβάνονται επενδύσεις σε δικαιώμα (options), δηλαδή οι διαχειριστές ασχολούνται με την αγοραπωλησία δικαιωμάτων αγοράς ή πώλησης μετοχών. Είναι προφανές ότι σ' αυτήν την κατηγορία θα επενδύσουν άτομα τα οποία είναι διατεθειμένα να αναλάβουν αυξημένο ρίσκο, προσδοκώντας βραχυπρόθεσμα κέρδη.

## **VII Χρηματιστηριακών δεικτών (Index Funds)**

Ένα αμοιβαίο index fund αντιπροσωπεύει σε μεγάλο βαθμό τη διάρθρωση του χρηματιστηριακού δείκτη, απαρτίζεται από μετοχές εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών, οι οποίες συγκροτούν το γενικό δείκτη της συγκεκριμένης χρηματιστηριακής αγοράς. Στόχος του αμοιβαίου είναι να επιτυγχάνει αποδόσεις οι οποίες θα πλησιάζουν αυτές του γενικού δείκτη τιμών, αλλά επειδή κάθε αμοιβαίο επιβαρύνεται με διάφορα έξοδα ενδεχομένως η απόδοση του να είναι μικρότερη απ' αυτή του δείκτη με τον οποίο συνδέεται. Έχουν συνεπώς σχεδιαστεί προκειμένου να μπορεί ο μικρού και μεσαίου μεγέθους επενδυτής να επενδύει συνολικά στη χρηματιστηριακή αγορά χωρίς να χρειάζεται μεγάλα κεφάλαια. Επενδύει κανείς σε index funds όταν πιστεύει ότι η συγκεκριμένη χρηματιστηριακή αγορά θα έχει καλή απόδοση και παράλληλα θέλει να αποφύγει το άγχος της παρακολούθησης συγκεκριμένων μετοχών.

## **VIII Fund of funds**

Τα κεφάλαια του αμοιβαίου επενδύονται σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων. Η συνήθης δομή του χαρτοφυλακίου της συγκεκριμένης κατηγορίας αμοιβαίων περιλαμβάνει κατά 60% - 70% μερίδια μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων και κατά το υπόλοιπο 30% - 40% μερίδια αμοιβαίων ομολογιών και χρηματαγορών. Η διαφοροποίηση του αμοιβαίου είναι η μεγαλύτερη από οποιοδήποτε άλλο.

## 6.8 ΕΠΙΛΟΓΗ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Η επιλογή ενός αμοιβαίου προϋποθέτει τον κατάλληλο επενδυτικό σχεδιασμό. Δηλαδή πρώτα χαράσσει κάποιος την επενδυτική στρατηγική του και συνέχεια επιλέγει το αμοιβαίο κεφάλαιο που του ταιριάζει καλύτερα. Όπως είδαμε τα αμοιβαία κεφάλαια διακρίνονται ανάλογα με την επενδυτική στρατηγική που ακολουθούν και η οποία εξυπηρετεί συγκεκριμένους επενδυτικούς στόχους, σε τέσσερις βασικές κατηγορίες τα αμοιβαία διαχείρισης διαθεσίμων, τα ομολογιακά, τα μεικτά, τα μετοχικά. Επιλέγοντας από τις παραπάνω κατηγορίες με βάση τον προσωπικό σχεδιασμό του, ο επενδυτής διαμορφώνει το χαρτοφυλάκιο του, η επιλογή και διακράτηση του οποίου δεν είναι μια στατική διαδικασία αλλά κρίνεται απαραίτητη η διαρκής παρακολούθηση και αξιολόγηση του. Επίσης η χρονική στιγμή της επένδυσης δεν έχει καθαριστικό σε μια επένδυση αμοιβαίων, αυτό που έχει σημασία είναι να σχεδιάσει με τη βοήθεια ειδικών το επενδυτικό εκείνο πλάνο το οποίο θα τον βοηθήσει να πετύχει τους επενδυτικούς στόχους του. Τρία είναι τα βασικά ερωτήματα που θα πρέπει να απαντήσει ο υποψήφιος επενδυτής σ' αυτό το στάδιο της διαδικασίας επιλογής :

A) Ποίος είναι ο βασικός στόχος του υποψηφίου επενδυτή

B) Πόσο κίνδυνο είναι διατεθειμένος να αναλάβει

Γ) Ποιος είναι ο επενδυτικός του ορίζοντας

Αναλυτικότερα: πρώτο μέλημα του επενδυτή είναι να καθορίσει ποίος είναι ο βασικός του στόχος, ο οποίος σχετίζεται με συγκεκριμένες ανάγκες που επιθυμεί να ικανοποιήσει ο επενδυτής. Λ.χ. ο στόχος της αύξησης των επενδεδυμένων κεφαλαίων, της υπεραξίας προϋποθέτει την τοποθέτηση των χρημάτων του σε aggressive – growth, growth και small – company funds. Στην αντίθετη περίπτωση αν η επιδίωξη του είναι η απολαβή σε τακτά διαστήματα κάποιου εισοδήματος τότε έχει

δύο επιλογές, είτε να επενδύσει σε ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια τα οποία εξασφαλίζουν στους μεριδιούχους τους μια σταθερή ροή χρημάτων μέσω των τόκων που εισπράττουν, είτε να επενδύσουν στα ονομαζόμενα total return funds των οποίων οι αποδόσεις προκύπτουν τόσο από την αύξηση της αξίας του ενεργητικού τους όσο και από τα μερίσματα, τους τόκους και τα κέρδη από τις συναλλαγές που πραγματοποιούν.

Όσον αφορά τον κίνδυνο ο υποψήφιος επενδυτής θα πρέπει να αποφασίσει τι ποσοστό του κεφαλαίου του είναι διατεθειμένος να ρισκάρει. Οι υψηλές αποδόσεις ενέχουν συνήθως και μεγαλύτερο κίνδυνο, ενώ οι σχετικά σταθερές αποδόσεις διασφαλίζουν σε μεγαλύτερο βαθμό τα κεφάλαια επενδυτή. Τα μετοχικά αμοιβαία έχουν μεγαλύτερες μεταβολές στο ενεργητικό σε σχέση με τα ομολογιακά, εφόσον οι τιμές των τίτλων που εμπεριέχονται στο χαρτοφυλάκιο μεταβάλλονται συνεχώς προς το καλύτερο αλλά και προς το χειρότερο, αλλά οι αποδόσεις των αμοιβαίων αυτών είναι υψηλότερες μακροπρόθεσμα.

Τέλος ένα ακόμα σημαντικό θέμα που θα πρέπει να αποσαφηνίσει ο επενδυτής είναι το χρονικό διάστημα που σκοπεύει να επενδύσει τα χρήματά του. Ιστορικά τα χαρτοφυλάκια που αποτελούνται κατά το πλείστον από μετοχές ή μετοχικά αμοιβαία αποδίδουν περισσότερο απ' ό,τι τα χαρτοφυλάκια που έχουν στην σύνθεσή τους σταθερούς τίτλους, όπως τα ομολογιακά αμοιβαία.

Οι παράγοντες που σε γενικές γραμμές επηρεάζουν τη μεταβλητότητα των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι το είδος των κινητών αξιών που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο, ο βαθμός διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου, ο βαθμός διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου καθώς και η συνδιακύμανση μεταξύ των διαφόρων κινητών αξιών, δηλαδή εάν είναι και κατά πόσο οι τιμές των αξιόγραφων



μεταβάλλονται προς την ίδια κατεύθυνση. Σε περίπτωση που η συνδιακύμανση είναι μεγάλη μεταξύ των αξιών τόσο μεγαλύτερος θα είναι και ο κίνδυνος του αμοιβαίου και τέλος ο βαθμός στον οποίο δανείζεται το αμοιβαίο κεφάλαιο. Ο δανεισμός για λογαριασμό του αμοιβαίου και η επένδυση των δανειζόμενων κεφαλαίων προκειμένου να επιτευχθεί χρηματοοικονομική μόχλευση προκαλεί μεγαλύτερη μεταβλητότητα στις αποδόσεις.

Οι σημαντικότεροι δείκτες μέτρησης του κινδύνου είναι ο συστηματικός κίνδυνος (beta) ο οποίος εκφράζει τη διακύμανση της αξίας ενός αμοιβαίου σχετικά με το δείκτη που αντιπροσωπεύει τη χρηματιστηριακή αγορά και η μέση Απόκλιση Τετραγώνου ( $\sigma$ ) ο οποίος εκφράζει την απόκλιση όλων των δυνατών αποδόσεων από τη μέση απόδοση που παρουσιάζει το αμοιβαίο κεφάλαιο. Όσο μεγαλύτερη είναι η απόκλιση αυτή τόσο αυξημένος είναι και ο κίνδυνος του αμοιβαίου.

## **6.9 Αξιολόγηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Μόλις ο υποψήφιος επενδυτής προσδιορίσει τους αντικειμενικούς του στόχους το επόμενο βήμα θα είναι να αναζητήσει το είδος του αμοιβαίου το οποίο θα ικανοποιεί στο μέγιστο τις ανάγκες του. Το γεγονός ότι υπάρχει πληθώρα αμοιβαίων με διαφορετικούς στόχους και στρατηγικές είναι επιβεβλημένο ο επενδυτής να συγκεντρώσει όλες τις απαραίτητες πληροφορίες σχετικά μ' αυτό έως ότου επιλέξει το κατάλληλο αμοιβαίο κεφάλαιο που ανταποκρίνεται στις προσδοκίες του. Η διαδικασία αξιολόγησης των διαφόρων αμοιβαίων βασίζεται στα ακόλουθα κριτήρια:

A) Την επενδυτική φιλοσοφία – στρατηγική του αμοιβαίου, δηλαδή σε τι αξίες πρόκειται να κατευθύνει τα χρήματα του η διοίκηση του

αμοιβαίου. Τέτοιες διευκρινήσεις επιτρέπουν στον επενδυτή να εξακριβώσει κατά πόσο η στρατηγική που ακολουθείται από τη διοίκηση του αμοιβαίου εναρμονίζεται μ' αυτήν του επενδυτή, ενώ του παρέχεται η ευκαιρία να σχηματίσει μια εικόνα για το ποία θα είναι η απόδοση του αμοιβαίου κάτω από συγκεκριμένες συνθήκες. Τα μετοχικά αμοιβαία πετυχαίνουν υψηλότερες αποδόσεις από τα ομολογιακά σε περιόδους οικονομικής άνθησης των χρηματαγορών, ενώ όταν επικρατεί κατάσταση ύφεσης στην οικονομία τα ομολογιακά πραγματοποιούν καλύτερες και πιο εγγυημένες αποδόσεις απ' ότι τα μετοχικά.

Β) Κατά την διάρκεια της αξιολόγησης ενός αμοιβαίου δεν πρέπει να περιοριζόμαστε στις αποδόσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου τον τελευταίο χρόνο, διότι αυτές ενδέχεται να είναι συγκυριακές, αλλά για μια σειρά ετών. Η μελέτη των αποδόσεων των τελευταίων 3 έως 5 χρόνων θεωρείται επαρκής σύμφωνα με πολλούς αναλυτές. Για τον υπολογισμό της απόδοσης μιας επένδυσης απαιτείται κατ' αρχήν ο προσδιορισμός του χρονικού ορίζοντα για τον οποίο κατέχουμε την επένδυση το μέγεθος των χρηματικών εισροών και εκροών και τα χρονικά σημεία στα οποία πραγματοποιούνται. Οι τρόποι υπολογισμού της απόδοσης διαφέρει ανάλογα με τον χρονικό ορίζοντα της επένδυσης, έτσι έχουμε:

Επενδύσεις χρονικού ορίζοντα 1 έτους

Αν λ.χ. αγοράσαμε μερίδια αξίας 5000€ και τα πουλήσαμε στο τέλος του έτους 5.300€, ενώ ταυτόχρονα εισπράξαμε μερίσματα ύψους 50€ τότε ο Βαθμός Απόδοσης θα είναι:

$$B.A. = \frac{5350 - 5000}{5000} = \frac{350}{5000} = 0.07 \text{ ή } 7\%$$

άρα απόδοση 7% σε 1 έτος

Επενδύσεις Χρονικού ορίζοντα πέραν του έτους.

Για τον υπολογισμό της απόδοσης των επενδύσεων αυτών έχουν προταθεί 3 εναλλακτικά μέτρα υπολογισμού.

- Μέση Ετήσια Απόδοση.

Ας υποθέσουμε ότι ο επενδυτής του πιο πάνω παραδείγματος αγοράζει στην αρχή του έτους μερίδια καταβάλλοντας 5.000€ εισπράττει στο τέλος του πρώτου έτους μέρισμα 250€ η αξία των μεριδίων είναι 3500€ και διατηρεί την επένδυση για ακόμα 1 έτος. Στο τέλος του 2<sup>ου</sup> έτους εισπράττει 300€ μέρισμα καθώς επίσης και τα χρήματα από την πώληση των μεριδίων που κατείχε. Τότε για τον υπολογισμό έχουμε

$$B. A_1 \text{ έτους} = \frac{250 + (5500 - 5000)}{5000} = \frac{250 + 500}{5000} = \frac{750}{5000} = 15\%$$

$$B. A_2 \text{ έτους} = \frac{300 + (5500 - 5500)}{5500} = \frac{300}{5500} = 5,5\%$$

$$M.E.A. = \frac{BA1 + BA2}{2} = \frac{0,15 + 0,055}{2} = \frac{0,205}{2} = 0,1025 \text{ ή } 10,25\%$$

Το σημαντικό μειονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι, ότι εάν οι βαθμοί απόδοσης είναι σημαντικούς διαφορετικοί διαχρονικά, τότε η M.E.A. δεν εκφράζει τον πραγματικό βαθμό αύξησης της επένδυσης καθόλη την διάρκεια αυτής.

Ένα άλλο κριτήριο αξιολόγησης αμοιβαίων είναι το Portfolio Turnover Rate. Ο δείκτης αυτός δείχνει τον όγκο των αγορών και των πωλήσεων που έγιναν από τη διοίκηση του αμοιβαίου. Όσο υψηλότερος είναι αυτός ο δείκτης τόσο γρηγορότερα πουλάει και αγοράζει η

διοίκηση του αμοιβαίου τις διάφορες κινητές αξίες, αλλά ταυτόχρονα πληρώνει μεγαλύτερα ποσά στις χρηματιστηριακές εταιρίες μέσω των προμηθειών αγοράς και πώλησης. Την τακτική αυτή πρέπει να την λάβει υπόψη του ο επενδυτής γιατί σχετίζεται άμεσα με την στρατηγική και την επενδυτική φιλοσοφία του αμοιβαίου. Τα αμοιβαία κεφάλαια που θέτουν μακροπρόθεσμους στόχους είναι εύλογο να πραγματοποιούν ελάχιστες συναλλαγές σε αντίθεση με τα αμοιβαία τα οποία προορίζονται για την αποκόμιση κερδών σε σύντομο χρονικό διάστημα.

Η ποιότητα των ομολόγων είναι επίσης σημαντικός παράγοντας επένδυσης σ' αυτά και σχετίζεται με το ρίσκο που είναι διατεθειμένος να αναλάβει ο επενδυτής. Τα αμοιβαία με δείκτη 'AAA' θεωρούνται τα πλέον αξιόπιστα εφόσον επενδύοντας σ' αυτά ο κίνδυνος απώλειας των κεφαλαίων είναι σχεδόν ανύπαρκτος, αλλά και οι αποδόσεις αυτών είναι μικρότερες σε σχέση με άλλες μορφές επένδυσης. Τέτοιου είδους αμοιβαία είναι τα ομολογιακά. Από την άλλη πλευρά όσο ο δείκτης κατεβαίνει σε 'B, C' ενδεχομένως οι αποδόσεις των αμοιβαίων αυτών να είναι υψηλότερες από τα υπόλοιπα, αλλά και ο κίνδυνος απώλειας των κεφαλαίων είναι αυξημένος. Υπάρχουν βέβαια και αμοιβαία (μεικτά) τα οποία ισοσταθμίζουν το ρίσκο και την απόδοση και των οποίων η ποιότητα ανάλογα με την σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους.

Όπως αναφέρθηκε και στην αρχή του κεφαλαίου εκτός από τα διαφορετικά αλγεβρικά κριτήρια με τα οποία θα επιλέξει το αμοιβαίο κεφάλαιο είναι ορθό να δώσει βαρύτητα και στα έξοδα που βαρύνουν το αμοιβαίο όπως επίσης και στην σταθερότητα της διοίκησης. Το πρώτο κριτήριο είναι αρκετά σημαντικό διότι τα έξοδα αυτά περιορίζουν τις αποδόσεις του αμοιβαίου, εφόσον αφαιρούνται από την τελική αξία του αμοιβαίου. Όποτε ο επενδυτής είναι απαραίτητο να συγκρίνει τα διάφορα αμοιβαία κεφάλαια και να τα ταξινομήσει με βάση το δείκτη

εξόδων που παρουσιάζουν, και επιπλέον να παρακολουθεί την εξέλιξη του δείκτη εξόδων κάθε αμοιβαίου που τον ενδιαφέρει για μια σειρά ετών.

Το δεύτερο κριτήριο έχει σχέση με το πόσο συχνά αλλάζει ο διαχειριστής του αμοιβαίου με συνέπεια την αλλαγή της πορείας του αμοιβαίου. Η εξαιρετική απόδοση ενός αμοιβαίου κατά το παρελθόν, η οποία αντανακλά ουσιαστικά τις ενέργειες του διαχειριστή, δεν σημαίνει ότι θα εξακολουθούν να υφίσταται σε περίπτωση αποχώρησης του από τη διοίκηση του αμοιβαίου. Φυσικά η διοίκηση κάθε αμοιβαίου χαράσσει μια στρατηγική η οποία είναι μονιμότερη των διαχειριστών που ασχολούνται μ' αυτά. Δεν παύει ωστόσο να υπάρχει μια συσχέτιση μεταξύ της πορείας του αμοιβαίου, και του διαχειριστή η οποία γίνεται όμως μικρότερη όταν η διαχείριση ασκείται από μια ομάδα ατόμων, οπότε η αποχώρηση του ενός επηρεάζει λιγότερο την πορεία του αμοιβαίου.

Ο υποψήφιος μεριδιούχος επενδυτής πρέπει να δίνουν ιδιαίτερη έμφαση στα διαφημιστικά έντυπα των εταιριών έτσι να αποφύγουν ενδεχόμενη πλάνη. Πολύ συχνά οι εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων διαφημίζουν έντονα τις υψηλές αποδόσεις που παρουσίασε κάποιο αμοιβαίο κεφάλαιο τους με απώτερο στόχο την προσέλκυση νέων πελατών – επενδυτών. Αυτό το οποίο πρέπει να λάβει υπόψη ο επενδυτής είναι ότι οι παρελθούσες αποδόσεις ενός αμοιβαίου ή ενός διαχειριστή δεν αποτελούν εγγύηση και για τις μελλοντικές. Κάθε χρόνος που έρχεται αποτελεί το υπόλοιπο των επενδεδυμένων κεφαλαίων του προηγούμενου χρόνου και μια νέα αρχή. Επιβάλλεται μια ενδελεχής εξέταση του τρόπου με τον οποίο επιτεύχθηκαν οι αποδόσεις αυτές. Αν οι αποδόσεις αυτές πραγματοποιήθηκαν αναλαμβάνοντας υψηλό ρίσκο είναι απαραίτητο να υπάρξει δεύτερη σκέψη πριν ληφθεί η τελική απόφαση για την επιλογή του αμοιβαίου.

Ο δείκτης με τον οποίο μπορούμε να διαπιστώσουμε αν ο διαχειριστής ανέλαβε αυξημένο ρίσκο για να καρπωθεί την εν λόγω απόδοση είναι ο Sharpe, ο οποίος προκύπτει από το πηλίκο της διαίρεσης της ολικής απόδοσης μιας επένδυσης με την τυπική απόκλιση. Όσο υψηλότερος είναι αυτός ο δείκτης τόσο πιο μικρό είναι το ρίσκο που πήρε ο διαχειριστής, δηλαδή αν η απόδοση μιας επένδυσης είναι 30% και έχει τυπική απόκλιση 20% τότε ο δείκτης Sharpe θα είναι 1,5.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

---

Στα κεφάλαια που προηγήθηκαν έγινε λόγος κυρίως για πρακτικές τις οποίες αν ακολουθήσει ο επενδυτής μπορεί να πετύχει υψηλές αποδόσεις ή να αποφύγει εκτεταμένες απώλειες στο χαρτοφυλάκιο του. Όλες οι παραπάνω στρατηγικές έχουν στόχο να αναδείξουν πως είναι δυνατόν στην πράξη κάποιος ο οποίος δεν είναι ειδήμων στην χρηματιστηριακή αγορά να προστατέψει και επιπλέον να αυξήσει τα κεφάλαια του αναλαμβάνοντας κάθε φορά το ανάλογο ρίσκο. Τα τελευταία χρόνια υπήρξε σημαντική πρόοδος στον τομέα της οικονομικής επιστήμης και ειδικά στο σκέλος που αφορά την επιρροή της ψυχολογίας στην λήψη οικονομικών αποφάσεων. Κατά πολλούς οικονομολόγους (π.χ. John Kenneth Galbraith) το χρηματιστήριο σε ποσοστό 90% επηρεάζεται από ψυχολογικούς παράγοντες.

Οι έξυπνοι επενδυτές μπορούν να κερδίσουν λαμβάνοντας υπόψη τις φοβίες και τους ενδοιασμούς τόσο του εαυτού τους όσο και των άλλων επενδυτών. Οι επενδυτικές αποφάσεις επηρεάζονται σε σημαντικό βαθμό από αυτά τα συστηματικά λάθη κρίσης που ονομάζονται 'heuristic biases' και εμφανίζονται με τους παρακάτω τρόπους:

### **- Υπερβολική Αυτοπεποίθηση**

Τα άτομα που διακατέχονται από το αίσθημα της υπερβολικής αυτοπεποίθησης έχουν την εντύπωση πως έχουν την ικανότητα να επιλέγουν τις καταλληλότερες μετοχές για το χαρτοφυλάκιο τους, αυτές που προσφέρουν τις υψηλότερες αποδόσεις αλλά μ' αυτό τον τρόπο

ενδεχομένως να λάβουν υψηλότερο ρίσκο απ' αυτό που πραγματικά μπορούν να αντέξουν. Επιπρόσθετα έχει αποδειχθεί πως ο συγκεκριμένος τύπος επενδυτή εφόσον πραγματοποιήσει κάποια πρόσκαιρα κεφαλαιακά κέρδη, θεωρεί ειδικό τον εαυτό του στην επιλογή μετοχών και διαχείρισης χαρτοφυλακίου ενώ οι συχνές συναλλαγές που κάνει για την εύρεση επενδυτικών ευκαιριών ροκανίζουν την συνολική απόδοση του χαρτοφυλακίου. Σε έρευνα\* που πραγματοποιήθηκε στις Η.Π.Α. σε 66.465 νοικοκυριά τα οποία είχαν επενδυμένα κεφάλαια στην αγορά, αποδείχθηκε ότι σε χρονικό διάστημα 6 ετών το οποίο έληγε τον Γενάρη του 1997, τα νοικοκυριά που πραγματοποιούσαν τις λιγότερες συναλλαγές στην χρηματιστηριακή αγορά καρπώθηκαν ετήσια αύξηση του κεφαλαίου τους 18,5% έναντι 11,4% αυτών τα οποία συναλλάσσονταν συχνά στην χρηματιστηριακή αγορά. Η ίδια έρευνα απέδειξε ότι η νέα μετοχή που αγοράστηκε πρέπει να πετύχει υψηλή απόδοση έτσι ώστε να καλύψει το κόστος συναλλαγών, αλλά στις περισσότερες περιπτώσεις οι νέες μετοχές πέτυχαν 2,3 ποσοστιαίες μονάδες χαμηλότερες επιδόσεις απ' ότι οι παλαιές. Η λογική αυτής της τακτικής είναι να ξεφορτωθούν τις μετοχές από τις οποίες δεν αναμένουν ικανοποιητικά κέρδη και να αγοράσουν μετοχές που υπόσχονται, σύμφωνα μ' αυτούς, υψηλότερες αποδόσεις, αλλά ουσιαστικά πετυχαίνουν το αντίθετο.

### **- Γρήγορη ρευστοποίηση των κερδών**

Η συντηρητική τακτική της διακράτησης μετοχών (buy and hold) απαιτεί περισσότερο κουράγιο απ' ότι η χρονική στιγμή εξόδου ή εισόδου στην αγορά. Η παραμονή στην αγορά όταν υπάρχει χρηματιστηριακή καθίζηση είναι δύσκολο και αυτή είναι η αιτία για το

---

\* Burton Jonathan (2001), *Investment Titans Investment insights from the minds that more Wall Street*, New York, McGraw Hill Companies, Inc (p. 195-201).



γεγονός ότι αρκετοί επενδυτές αποχωρούν από την αγορά σε περιπτώσεις απρόοπτων πτώσεων των τιμών, δηλαδή μόλις ο δείκτης ή οι τιμές των υποκείμενων στοιχείων που κατέχει ο επενδυτής παρουσιάζουν πτώση μια σοκαριστική πραγματικότητα κρούει τον κώδωνα του κινδύνου που λέει ` ενδεχομένως να χάσω και να χάσω πολλά` οπότε ρευστοποιούν ακριβώς την λάθος στιγμή. Αυτή η αποστροφή για βραχυπρόθεσμες απώλειες οδηγεί τους επενδυτές στην υποτιθέμενη ασφάλεια πιο σταθερών επενδύσεων όπως μετρητά ή ομόλογα, αλλά τίθενται εκτός αγοράς όταν συμβαίνουν ράλι. Ο πανικός σ' αυτές τις περιπτώσεις αποτελεί τον χειρότερο σύμμαχο. Ο W. Bauffet συμβουλεύει, «πρέπει να χαίρεσαι όταν οι τιμές των μετοχών πέφτουν και να ανησυχείς όταν ανεβαίνουν» . Αν κοιτάξεις σε βάθος χρόνου, μια πτωτική αγορά μπορεί να αποτελέσει ευκαιρία για τοποθετήσεις χρημάτων σε χαμηλότερα επίπεδα. Εάν ο επενδυτικός ορίζοντας είναι 15 ή 20 χρόνια τότε τοποθετημένοι σε μετοχές η απόδοση θα είναι μεγαλύτερη απ' αυτή των ομολόγων ή μετρητών στο 90% του χρόνου. Αυτό που πρέπει να γίνει κατανοητό είναι ότι αυτό που θεωρείται βραχυπρόθεσμη απώλεια είναι στην πραγματικότητα ευκαιρία.

- Αγορά επενδυτικών προϊόντων, οποιουδήποτε είδους, που είχαν τις πιο θερμές αποδόσεις την προηγούμενη χρονιά. Συχνά οι επενδυτές δελεάζονται από διαφημίσεις, κυρίως αμοιβαίων κεφαλαίων, οι οποίες υπόσχονται μεγαλύτερα κέρδη σε σύγκριση μ' αυτά της υπόλοιπης αγοράς, προβάλλοντας πίνακες και στοιχεία από κέρδη προηγούμενων χρήσεων. Φυσικά το γεγονός ότι για κάποιο χρονικό διάστημα, ένα υποκείμενο στοιχείο παρουσιάζει άνοδο της αξίας του δεν συνεπάγεται ότι θα συνεχίζεται να αυξάνεται με τον ίδιο ρυθμό. Όσον αφορά τα αμοιβαία κεφάλαια ο επενδυτής πρέπει να προσέξει τον τρόπο με τον οποίο πραγματοποιήθηκαν τα κέρδη αυτά δηλαδή πόσο υψηλό κίνδυνο

ανέλαβέ ο διαχειριστής για να αποκομίσει τα οφέλη, ενώ όσον αφορά τις μετοχές για να πιστέψει ο επενδυτής ότι η ανοδική πορεία της μετοχής δεν ήταν ένα τυχαίο γεγονός, λόγω π.χ. γενικότερου κλίματος ευφορίας της αγοράς, είναι απαραίτητο να αναλύσει τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας οι οποίες δικαιολογούν την παρελθούσα άνοδο και την προοπτική για περαιτέρω ανοδική πορεία. Μόνο τότε προβαίνει στην αγορά αυτών των τίτλων.

### **- Διανοητική άγκυρα**

Είναι μια κατάσταση η οποία προκαλεί τους επενδυτές να σκέφτονται ότι οι καταστάσεις παραμένουν στάσιμες ενώ έχουν αλλάξει, με αποτέλεσμα να μην αντιδρούν σε πρόσφατες εξελίξεις. Αυτό γίνεται εμφανές όταν οι επενδυτές είναι απρόθυμοι να πουλήσουν μετοχές με υπεραξία όταν αυτές έχουν χάσει την δυναμική τους ή να αγοράσουν υποτιμημένες μετοχές όταν όλα τα στοιχεία φανερώουν ότι κάτι αλλάζει σ' αυτές. Μια ανάλογη στάση μ' αυτή της διανοητικής άγκυρας είναι η αντιπροσωπευτικότητα. Μελέτες έχουν δείξει ότι οι άνθρωποι όταν είναι εκτεθειμένοι σε μια σειρά αποτελεσμάτων τείνουν να πιστεύουν ότι το μέλλον θα αντιπροσωπεύει το παρελθόν. Στην χρηματιστηριακή αγορά όσοι επενδυτές αντιμετωπίζουν συνεχόμενα απογοητευτικά νέα από μετοχές που κατέχουν, πιστεύουν ότι οι εταιρίες αυτές θα ανακοινώνουν συνεχώς άσχημες οικονομικές ειδήσεις με συνέπεια την πώληση των τίτλων. Το χειρότερο είναι ότι όταν η εταιρία ανακοινώσει ενθαρρυντικά στοιχεία για την πορεία της η εμπιστοσύνη των επενδυτών θα είναι δύσκολο να επαναποκτηθεί.

Σε αντίθετη περίπτωση οι επενδυτές έχουν την τάση να αναμένουν από τις κορυφαίες σε απόδοση μετοχές να καταγράφουν συνεχώς νέα υψηλά επίπεδα τιμών αδιαφορώντας για τις άσχημες οικονομικές ειδήσεις από τις ίδιες ή τον κλάδο τους. Το αποτέλεσμα της τακτικής αυτής είναι να εγκλωβίζονται σε πολύ υψηλά επίπεδα τιμών όταν πραγματικά θα έρθουν τα πρώτα απογοητευτικά οικονομικά αποτελέσματα.

### **Picture frames**

- Οι άνθρωποι έχουν την τάση να κοιτούν τα ατομικά κέρδη και τις απώλειες μεμονωμένα χωρίς να υπολογίζουν την γενικότερη εικόνα της αγοράς. Μια σφαιρική εικόνα των πραγμάτων θα τους έδινε μεγαλύτερη άνεση στην λήψη αποφάσεων. Η πτώση της τιμής ενός χαρτοφυλακίου από τα 20.000€ στα 12.000€ πραγματικά είναι μεγάλη αλλά αν τα συνολικά κεφάλαια του επενδυτή είναι 500.000€ τότε η επίπτωση στον συνολικό πλούτο είναι ελάχιστη. Η τάση να τμηματοποιούμε τις αποφάσεις μας είναι γνωστοί σε όρους της ψυχολογίας συμπεριφοράς ως 'mental accounting'. Στους επενδυτές αυτή η στενή όψη γίνεται θέμα όταν οι στόχοι ενός χαρτοφυλακίου διαιρούνται σε επιμέρους κατηγορίες λ.χ. χρήματα για σύνταξη, κερδοσκοπία, για την μόρφωση των παιδιών κτλ. Αυτός ο όρος έχει δημιουργηθεί για να επιλύει προβλήματα αυτοελέγχου. Οι άνθρωποι θα αποταμιεύσουν ένα προκαθορισμένο χρηματικό ποσό το οποίο είναι διατεθειμένοι να επενδύσουν στην χρηματιστηριακή αγορά. Ο σκοπός της παραπάνω διαίρεσης είναι να μην σπαταλήσουν τα υπόλοιπα χρήματα που έχουν στη διάθεση τους, τα οποία μπορούν να χρησιμοποιήσουν για σπουδαιότερους λόγους. Όταν σκεφτόμαστε σε όρους συνολικού

πλούτου έχουμε διαφορετική άποψη για το ρίσκο, τα κέρδη γίνονται λιγότερο φανταχτερά και οι απώλειες λιγότερο επώδυνες.

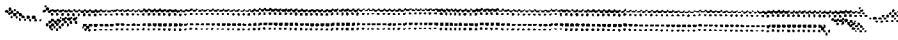
### **- Αποστροφή για απώλειες (loss-aversion)**

Το συναίσθημα αυτό προέρχεται από την φοβία του ατόμου για τις απώλειες. Ο πόνος από μια ενδεχόμενη απώλεια κεφαλαίων υπερκαλύπτει την ευχάριστη του κέρδους, αλλά στην χρηματιστηριακή αγορά, το αίσθημα αυτό, μπορεί να οδηγήσει τους επενδυτές να πάρουν μεγαλύτερο ρίσκο για να αποφύγουν απώλειες και να μην παίρνουν το απαραίτητο ρίσκο προκειμένου να αποκομίσουν κέρδη. Όταν επικρατεί ευφορία στην χρηματιστηριακή αγορά και οι μετοχές σημειώνουν όλο και νέα υψηλά επίπεδα οι επενδυτές τείνουν να πιστεύουν πως μένοντας εκτός αγοράς εκείνη τη χρονική στιγμή ενέχει περισσότερο ρίσκο από το να είναι εκτός. Είναι μια διαστραμμένη λογική η οποία μετρά το ρίσκο όχι με τι έχει να χάσει ο επενδυτής αλλά με τι δεν πρόκειται να κερδίσει. Σε τέτοιες περιόδους η πλειοψηφία των επενδυτών αργεί να πουλήσει ή δεν πουλά καθόλου τις μετοχές που κατέχει και συνήθως μένουν εγκλωβισμένοι σε υψηλά επίπεδα καταγράφοντας μεγάλες, λογιστικές, απώλειες.

Στην αντίθετη περίπτωση όταν σημειώνεται υποχώρηση των μετοχών σε χαμηλά επίπεδα οι επενδυτές αποφεύγουν να πάρουν το ρίσκο να τοποθετήσουν τα χρήματά τους στην αγορά φοβούμενοι επιπλέον υποχώρηση τιμών, ενώ εκείνη η χρονική περίοδος αποτελεί στην ουσία μια ευκαιρία για αγορά τίτλων σε χαμηλότερα επίπεδα.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

### ΕΠΙΛΟΓΟΣ



Σκοπός της παρούσας εργασίας ήταν να παρουσιασθούν ορισμένες στρατηγικές που μπορούν να χρησιμοποιήσουν οι υποψήφιοι επενδυτές έτσι ώστε ακολουθώντας τες, να αποκομίσουν αύξηση των κεφαλαίων τους ή τουλάχιστον διασφάλιση τους.

Στο πρώτο κεφάλαιο έγινε συνοπτική αναφορά στις κατηγορίες επενδυτών, και οι επενδυτικές αρχές τις οποίες επιβάλλεται να τηρεί ένας ορθολογικός επενδυτής. Αυτό που πρέπει να γίνει κατανοητό πρωτίστως είναι να μην αντιμετωπίζεται το χρηματιστήριο σαν την κότα που γεννά χρυσά αυγά ή μια μηχανή παραγωγής χρήματος. Οι επενδυτικές αρχές έχουν σαν κύριο στόχο να κάνουν κατανοητό το παραπάνω γεγονός.

Στο δεύτερο κεφάλαιο έγινε αναφορά στην διαφορά κεφαλαιαγοράς με την χρηματιστηριακή αγορά. Πλήθος ατόμων θεωρούν πως οι δυο παραπάνω όροι συγχέονται, αλλά είδαμε πως υπάρχει ειδοποιός διαφορά μεταξύ τους και η μια αποτελεί συμπλήρωμα της άλλης. Η αναφορά στα σημαντικότερα χρηματιστήρια του κόσμου, στον αριθμό εταιριών που είναι εισηγμένες σ' αυτό, όπως και το ύψος των συναλλαγών δείχνουν τον σπουδαίο ρόλο που διαδραματίζουν πλέον στις σύγχρονες οικονομίες οι αγορές αυτές.

Το τρίτο κεφάλαιο είναι αφιερωμένο στις μετοχές οι οποίες είναι το κυριότερο υποκείμενο διαπραγμάτευσης στην χρηματιστηριακή αγορά και στις κατηγορίες τους. Επιπρόσθετα έγινε αναλυτική παρουσίαση των τρόπων με τους οποίους μπορούν να αποτιμήσουν και

να επιλέξουν οι επενδυτές μια μετοχή και των στρατηγικών μεθόδων με τις οποίες μπορούμε να αποκομίσουμε υπεραξία στις μετοχές τους.

Στο τέταρτο κεφάλαιο, έγινε αναφορά σε ένα άλλο πιο σύνθετο προϊόν, τα παράγωγα τα οποία εμφανίστηκαν σχετικά πρόσφατα στην ελληνική αγορά. Τα προϊόντα αυτά αποσκοπούν κυρίως στην κερδοσκοπία, την επίτευξη δηλαδή σε σύντομο χρονικό διάστημα σημαντική υπεραξία του κεφαλαίου, γι' αυτό ενέχουν και υψηλό ρίσκο. Και εδώ όπως στις μετοχές έγινε παρουσίαση όλων των παράγωγων προϊόντων, τους τρόπους που λειτουργούν και ποιες στρατηγικές ακολουθεί ο επενδυτής για να αποφύγει απώλειες του κεφαλαίου του.

Στο πέμπτο κεφάλαιο έγινε αναφορά στα ομόλογα, στα είδη που χωρίζονται ανάλογα με την χρονική περίοδο που λήγουν, τον τρόπο πληρωμής των τόκων και ανάλογα με την εκδίδουσα αρχή. Για την αποτίμηση των ομολόγων δεν υπάρχει κάποια συγκεκριμένη μέθοδος, αλλά το γεγονός ότι η απόδοση τους εξαρτάται από αυτού που τα εκδίδει, έχει δημιουργήσει μια κλίμακα φερεγγυότητας τους από το Α έως το C. Αυτή η κλίμακα δείχνει κατά πόσο το ομόλογο αυτό και κατ' επέκταση και ο εκδότης τους είναι ικανός να επιστρέψουν το κεφάλαιο αλλά και τους τόκους στη λήξη του. Η απόδοση εξαρτάται επίσης και από τον πληθωρισμό, ο οποίος όταν αυξάνεται έχουμε και ταυτόχρονη άνοδο των επιτοκίων των ομολόγων με συνέπεια την πτώση της τιμής των παλαιών ομολόγων και αντίστροφα.

Στο έκτο κεφάλαιο αναλύθηκε το τελευταίο επενδυτικό προϊόν, τα αμοιβαία κεφάλαια. Αν και αποτελεί ουσιαστικά πρόσφατα γεγονός η θεσμοθέτηση τους στην ελληνική αγορά, ο θεσμός αυτός είναι αρκετά παλιός στο εξωτερικό. Το κεφάλαιο αυτό προσπαθεί να διαφωτίσει τον όλο θεσμό, παρουσιάζει τους τρόπους που μπορεί ένας επενδυτής να γίνει μεριδιούχος σ' αυτά, και τι πρέπει να προσέχει και να αποφεύγει.

Τέλος, στο έβδομο κεφάλαιο αναλύονται οι ψυχολογικοί λόγοι που επηρεάζουν τους επενδυτές οδηγώντας τους να παίρνουν λανθασμένες αποφάσεις ή να ακολουθούν λάθος στρατηγικές με αποτέλεσμα την απώλεια ενός μέρους των κεφαλαίων τους.

# **ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ**

	ΣΕΛ.
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ.....	01
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ.....	12
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΕΤΟΧΕΣ.....	18
3.1 Τι είναι μετοχές.....	19
3.2 Κριτήρια απόφασης επιλογής μετοχών.....	23
3.3 Αποτίμηση μετοχών.....	33
3.4 Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.....	38
3.5 Short Selling.....	49
3.6 Margin Account.....	54
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΠΑΡΑΓΩΓΑ.....	57
4.1 Τι ονομάζουμε παράγωγα.....	58
4.2 Τραπεζικές πράξεις.....	60
4.2.1 Προθεσμιακό Συμβόλαιο(Forward).....	60
4.2.1.α Forward Rate Agreement.....	61
4.2.2 Ανταλλαγές (Swaps) .....	63
4.2.2.α Swap επιτοκίου.....	64
4.2.2β Swap συναλλάγματος.....	65
4.3 Χρηματιστηριακές Πράξεις.....	66
4.3.1 Futures.....	66
4.3.1α Futures επί δεικτών μετοχών.....	69
4.3.1β Futures επί μετοχής.....	72
4.3.1.γ Futures επί επιτοκίων.....	74
4.4 Άσκηση Μελλοντικών Δικαιωμάτων.....	76
4.4.1 Τίτλοι Επιλογής (Warrants).....	76
4.4.2 Δικαιώματα ανταλλαγής (Swaptions).....	77
4.4.3 Προτιμισιακά Δικαιώματα (Options).....	78
4.5 L.E.A.P.S.....	85
4.6 Πώς ερμηνεύεται το open interest των παραγώγων.....	88
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΟΜΟΛΟΓΑ.....	93
5.1 Τι είναι ομόλογα.....	93
5.2 Τα ομολογιακά δάνεια.....	95
5.3 Είδη ομολογίων.....	103



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ.....	105
6.1 Τι είναι Αμοιβαία Κεφάλαια.....	105
6.2 Ιστορία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	106
6.3 Τα αμοιβαία κεφάλαια στην ελληνική αγορά.....	108
6.4 Διαχωρισμός Ανοικτού και κλειστού τύπου επένδυσης.....	109
6.5 Ορολογία Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	113
6.5.1 Δείκτης Εξόδων (Expense Ratio).....	118
6.6 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	119
6.7 Είδη Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	123
6.8 Επιλογή Αμοιβαίου Κεφαλαίου.....	132
6.9 Αξιολόγηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	134
 ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: Η ΨΥΧΟΛΟΓΙΑ ΣΤΗ ΛΗΨΗ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ .....	140
 ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....	146

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΠΗΓΕΣ**

### **ΒΙΒΛΙΑ**

#### **A – Ελληνικά**

- Βούλγαρη – Παρασκευοπούλου Ε. (1999), Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων, Αθήνα, Σύγχρονη Εκδοτική.
- Δημητρακόπουλος Παναγιώτης (1999), Τα παράγωγα στο Ελληνικό Χρηματιστήριο, Αθήνα, εκδόσεις Φύκιρη.
- Ζοπουνίδης Κ. (1996), Πολυκρηπτήρια Μεθοδολογία και Χρηματοοικονομικό Μάνατζεμεντ, Αθήνα, εκδόσεις ΕΛΛΗΝ.
- Καραθανάση Γ. – Λυμπερόπουλου Γ. (1998), Αμοιβαία Κεφάλαια, Αθήνα, εκδόσεις Ευγ. Μπένου.
- Ντόβα Δημήτρη (1997), Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Μεσολόγγι, εκδόσεις Τ.Ε.Ι. Μεσολογγίου (διδακτικές σημειώσεις)

#### **B – Ξένα**

- Burton Jonathan (2001), Investment Titans: Investment insights from the move Wall Street, New York, McGraw – Hill Companies, Inc.

### **ΑΡΘΡΑ**

#### **A – Ελληνικά**

- Γεωργίου Γιώργος, «Αποδόσεις με ρίσκο αλλά με εγγυημένο κεφάλαιο» Οικονομικός Ταχυδρόμος, τ. 2592, 8 Ιανουαρίου 2004.
- Δρακόπουλος Παύλος, «Ποια οικονομικά μοντέλα 'έσπασαν'» Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία, 3 Αυγούστου 2003.
- Καρούτζος Νίκος, «Πώς θα γίνεται η διαπραγμάτευση στη λειτουργία του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών», εφημερίδα Επενδυτής, 30-31 Ιανουαρίου 1999.
- Καρούτζος Νίκος, «Ο θεσμός του margin account» εφημερίδα ΜΑΚΕΔΟΝΙΑ, Κυριακή 17 Ιουνίου 2001.
- Κοντογιάννης Δημήτρης, «3 στρατηγικές για κέρδη από τα παράγωγα» εφημερίδα ΕΛΕΥΘΕΡΟΤΥΠΙΑ, 7 Απριλίου 2002.
- Κωλούρης Βασίλης, «Λιανική αγορά ομολόγων του Απρίλη» εφημερίδα ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ, Κυριακή 16 Μαρτίου 2003.
- Λιανός Θ.Π. , «Το χρηματιστήριο», Οικονομικός Ταχυδρόμος, τεύχος 2559, 22 Μαΐου 2003.
- Λιανός Θ.Π. , «Επιλογή Χαρτοφυλακίου», Οικονομικός Ταχυδρόμος, τεύχος 2558, 15 Μαΐου 2003.
- Μπήτρος Κ.Γ. «Ποιος θα προστατεύσει τους επενδυτές» Οικονομικός Ταχυδρόμος, τεύχος 2466, 11 Αυγούστου 2001.

- Νικολάου Νίκος, «Χρηματιστήριο – οι παίκτες και τα παιχνίδια», εφημερίδα ΤΟ ΒΗΜΑ, 4 Φεβρουαρίου 2001.
- Παπαδημητρίου Κ. , «Κερδίζοντας, ακόμη και όταν οι αγορές πέφτουν», εφημερίδα ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ, Κυριακή 21 Απριλίου 2002.
- Παπαϊωάννου Γ. «Λαϊκά Ομόλογα», εφημερίδα ΤΟ ΒΗΜΑ, Κυριακή 9 Φεβρουαρίου 2003.
- Στεργίου Λ. «Αγοραπωλησίες μετοχών σε τιμές προσδοκώμενες» Οικονομικός Ταχυδρόμος, τεύχος 2469, 3 Σεπτεμβρίου 2001.
- Στεργίου Λ. «Όταν οι μετοχές δέχονται επίθεση» Οικονομικός Ταχυδρόμος, τεύχος 2514, 22 Σεπτεμβρίου 2002.
- Στεργίου Λ. «Τα παράγωγα προβλέπουν τον δείκτη», Οικονομικός Ταχυδρόμος, τεύχος 2498, 23 Μαρτίου 2002.
- Στεργίου Λ. «Δανείστε με τόκο τις μετοχές σας», Οικονομικός Ταχυδρόμος, τεύχος 2518, 10 Αυγούστου 2002.
- Φωτοπούλου Α.Ι. , «Επενδυτικές στρατηγικές στο Χ.Π.Α., εφημερίδα ΕΞΟΥΣΙΑ, Πέμπτη 25 Φεβρουαρίου 1999.

#### ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ (WEB SITES) ΣΤΟ INTERNET

- <http://www.contingencyanalysis.cpm>
- [www.naftemporiki.com](http://www.naftemporiki.com)