

Πανεπιστήμιο Πειραιώς.

Τμήμα Ναυτιλιακών Σπουδών.

Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών στη Ναυτιλία.

Ειδικότητα : “Ναυτιλιακή Οικονομική και Πολιτική”.



**Θέμα : Η θεωρία διαχείρισης κινδύνου μέσω
της χρήσης παράγωγων προϊόντων.
Προοπτικές εφαρμογής της στην ελληνική
ναυτιλία.**

Περίοδος εκπόνησης εργασίας : Οκτώβριος 2003- Μάρτιος 2004.

Διπλωματική Εργασία από τη φοιτήτρια Δουρουντάκη Αναστασία.

Υπεύθυνος καθηγητής: Κ. Γκιζιάκης.

Τριμελής επιτροπή Α. Γουλιέλμος, Μ.Καβουσανός, Κ.Γκιζιάκης.

Ιούνιος 2004.

Περιεχόμενα

<u>Εισαγωγή</u>	σελ.7
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Η ΘΕΩΡΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ</u>	
1.1. Έννοια Παράγωγου Προϊόντος	σελ.11
1.2. Η Θεωρία Αντιστάθμισης Κινδύνου	σελ.14
1.2.1. Είδη Συμμετεχόντων στην Αγορά	σελ.15
1.2.2. Θεωρίες Αντιστάθμισης	σελ.18
1.2.3. Αντιστάθμιση κινδύνου και αποτελεσματικότητα	σελ.21
1.2.4. Έννοια Βάσης	σελ.23
1.5. Η Οικονομικές Λειτουργίες των Παράγωγων Προϊόντων	σελ.23
1.6. Σύγχρονες απόψεις για τα Παράγωγα προϊόντα	σελ.25
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ</u>	
2.1. Εισαγωγή	σελ.29
2.2. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ)	σελ.29
2.2.1. Θέσεις σε Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης	σελ.31
2.2.2. Διαδικασία Εκκαθάρισης-Διακανονισμού	σελ.34
2.2.3. Πλεονεκτήματα- Μειονεκτήματα ΣΜΕ	σελ.36
2.3. Προθεσμιακά Συμβόλαια	σελ.36
2.3.1. Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα Προθεσμιακών Συμβολαίων.	σελ.38
2.3.2. Διαφορές ανάμεσα στα ΣΜΕ και στα Προθεσμιακά Συμβόλαια.	σελ.39
2.4. Δικαιώματα Προαίρεσης	σελ.40
2.4.1. Χρήση και Διακανονισμός Δικαιωμάτων	σελ.45
2.4.2. Τιμή Δικαιώματος (Option Premium)	σελ.46

2.5. Ανταλλαγές Απαιτήσεων (Swaps)	σελ.48
------------------------------------	--------

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΣΤΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ

3.1. Εισαγωγή	σελ.50
3.2. Ναυτιλιακοί Κίνδυνοι	σελ.55
3.3. Αντιστάθμιση Κινδύνων	σελ.62

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ΕΡΕΥΝΑ: Η ΧΡΗΣΗ ΤΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ.

4.1. Μεθοδολογία	σελ. 69
4.2. Παρουσίαση αποτελεσμάτων για το σύνολο της αγοράς.	σελ. 71
4.3 Παρουσίαση αποτελεσμάτων για τρία μεγέθη αγοράς.	σελ. 82
4.3.1 Ανάλυση επιχειρήσεων μικρού μεγέθους.	σελ. 83
4.3.2. Ανάλυση επιχειρήσεων μεσαίου μεγέθους.	σελ. 92
4.3.3. Ανάλυση επιχειρήσεων μεγάλου μεγέθους.	σελ.101
4.4. Παρουσίαση αποτελεσμάτων για την αγορά ξηρού φορτίου.	σελ.109
4.5 Παρουσίαση αποτελεσμάτων για την αγορά υγρού φορτίου.	σελ.118

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.

5.1 Σύγκριση αγορών υγρού και ξηρού φορτίου.	σελ.126
5.2. Σύγκριση μεγεθών επιχειρήσεων.	σελ.129
5.3 Επίλογος.	σελ.131

Πίνακες / Διαγράμματα

Διάγραμμα 2.1. Είδη Παράγωγων Συναλλαγών	σελ. 29
Διάγραμμα 2.2. Αγορά ΣΜΕ	σελ. 32
Διάγραμμα 2.3. Πώληση ΣΜΕ	σελ. 33
Διάγραμμα 2.4. Αγορά Δικαιώματος Αγορά	σελ. 43
Διάγραμμα 2.5. Πώληση Δικαιώματος Αγοράς	σελ. 44
Διάγραμμα 2.6. Αγορά Δικαιώματος Πώλησης	σελ. 44
Διάγραμμα 2.7. Πώληση Δικαιώματος Πώλησης	σελ. 44
Διάγραμμα 3.1. Μεταβλητότητα ναύλων χρονοναύλωσης στην αγορά υγρού φορτίου	σελ. 54
Διάγραμμα 3.2. Μεταβλητότητα ναύλων χρονοναύλωσης στην αγορά ξηρού φορτίου	σελ. 54
Διάγραμμα 3.3. Μεταβλητότητα ναύλων spot στην αγορά υγρού φορτίου	σελ. 54
Διάγραμμα 3.4. Μεταβλητότητα ναύλων spot στην αγορά ξηρού φορτίου	σελ. 55
Διάγραμμα 3.5. Διαχρονική παρουσίαση αξιών μεταχειρισμένων για πλοία Panamax.	σελ. 57
Διάγραμμα 3.6. Χρονική υστέρηση τοποθέτησης και παραλαβής παραγγελιών πλοίων	σελ. 57
Διάγραμμα 3.7. Διαχρονική παρουσίαση αξιών νεοκατασκευών για πλοία Panamax.	σελ. 58
Πίνακας 1.1. Οικονομικές λειτουργίες παράγωγων προϊόντων.	σελ. 23
Πίνακας 2.1. Τυποποίηση ΣΜΕ	σελ. 30
Πίνακας 5.1.1. Κατάταξη κινδύνων στην αγορά ξηρού φορτίου	σελ. 127
Πίνακας 5.1.2. Κατάταξη κινδύνων στην αγορά υγρού φορτίου	σελ. 127

Περίληπτική αναφορά.

Η παρακάτω διπλωματική εργασία διενεργήθηκε στα πλαίσια του Μεταπτυχιακού προγράμματος σπουδών στην ναυτιλία. Αντικειμενικό στόχο έχει τη παρουσίαση της θεωρίας διαχείρισης και αντιστάθμισης του κινδύνου στη ναυτιλία. Περιγράφονται οι ναυτιλιακοί κίνδυνοι και οι δυνατότητες που δίνονται στον πλοιοκτήτη για την αντιστάθμιση αυτών των κινδύνων μέσω της χρήσης της παράγωγης χρηματιστηριακής αγοράς. Στη συνέχεια μέσω της έρευνας εξετάζονται οι σημαντικότεροι κίνδυνοι που αντιμετωπίζουν οι πλοιοκτήτες στην καθημερινή τους δραστηριότητα, όπως και η προτίμηση που πιθανότατα δείχνουν προς τα παράγωγα προϊόντα, καινούργια στο ναυτιλιακό χώρο. Επιχειρείται η επί μέρους ανάλυση των παραπάνω δύο παραμέτρων για τρία διαφορετικά μεγέθη αγοράς (μικρές, μεσαίες, μεγάλες επιχειρήσεις) και για τις ιδιαίτερες αγορές του υγρού και ξηρού φορτίου.

Ευχαριστίες.

Σημαντικότερη και καταλυτική ήταν η συμβολή του επιβλέπων καθηγητή μου και του επιστημονικού συνεργάτη μου Ηλία που μου έδωσε το ερέθισμα και το κίνητρο για την ενασχόληση μου με την χρηματοοικονομική αγορά και ειδικά με τη θεωρία διαχείρισης κινδύνου. Η καθοδήγηση του και η υπομονή του καθόλη αυτή τη χρονική διάρκεια ήταν αδιάκοπη. Επίσης, επιθυμώ να ευχαριστήσω το συμφοιτητή μου Μιλτιάδη Τσίγκρη και τη συνάδελφο μου Φουρνιάδου Μαρία για την βοήθεια τους σε θέματα που αφορούσαν την τεχνική υποστήριξη αυτής της εργασίας. Τέλος επιθυμώ να ευχαριστήσω θερμότατα και να αφιερώσω αυτή την εργασία τον πατέρα μου Γεώργιο Δουρουντάκη, που με τη συνεχή υποστήριξη του, με βοήθησε να εκπονήσω τη διπλωματική μου εργασία με το καλύτερο δυνατό τρόπο.

Υπεύθυνη δήλωση

Δηλώνω υπεύθυνα, ότι δεν έχω εκπονήσει διπλωματική εργασία σε άλλο μεταπτυχιακό ή προπτυχιακό πρόγραμμα, ότι η έρευνα πραγματοποιήθηκε εξολοκλήρου από ατομική προσπάθεια και ότι η διπλωματική αυτή εργασία παρουσιάστηκε στα πλαίσια του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Σπουδών στη Ναυτιλία για το ακαδημαϊκό έτος 2003-2004, υπό την επίβλεψη των αρμοδίων καθηγητών του τμήματος.

Πειραιάς, 15 Ιουνίου 2004

Η δηλούσα,

Δουρουντάκη Αναστασία

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα τελευταία χρόνια, η θεωρία Διαχείρισης του Κινδύνου (Risk Management) έχει αποδειχθεί ιδιαίτερα σημαντικό επιχειρηματικό εργαλείο σε όλο τον κόσμο. Αναπτύχθηκε με σκοπό να διερευνήσει τους παράγοντες κινδύνου που μπορούν να επηρεάσουν την οικονομική ζωή της επιχείρησης, καθώς και να τους αντιμετωπίσει, εξαλείφοντας ή ελαχιστοποιώντας τους. Η θεωρία αυτή αποτελεί την αφετηρία της παρακάτω διπλωματικής εργασίας, η οποία εξετάζει την εφαρμογή της αντιστάθμισης του κινδύνου, μέσω της χρήσης παράγωγων προϊόντων, ενώ επιχειρεί να αξιολογήσει την χρήση αυτών των εργαλείων, στο ιδιαίτερο πεδίο της ναυτιλιακής βιομηχανίας.

Η σύγχρονη εποχή χαρακτηρίζεται από την παγκοσμιοποίηση των αγορών, την συνεχή ανάπτυξη της τεχνολογίας και την διεύρυνση του ανταγωνισμού, ανάμεσα στα κράτη, σε όλα τα οικονομικά επίπεδα. Τα αναπτυσσόμενα κράτη εμφανίζονται ως νέοι πόλοι ανάπτυξης και πηγές επενδύσεων, ενώ οι παραδοσιακές δυνάμεις αναπροσαρμόζουν τις οικονομικές τους μεταβλητές, προκειμένου να προσαρμοστούν στο διεθνές ανταγωνιστικό περιβάλλον.

Το διεθνές σύστημα των σταθερών νομισματικών ισοτιμιών, γνωστό ως η συμφωνία του Bretton Woods, εγκαταλείφθηκε το 1973. Ήταν ένα σύστημα, που είχε αναγκάσει τις χώρες διεθνώς, να ρυθμίζουν τα ποσοστά πληθωρισμού, τα επιτόκια και τα άλλα εργαλεία οικονομικής πολιτικής, προκειμένου να διατηρηθεί στις αγορές σταθερή σχέση, ανάμεσα στο νόμισμά τους και στην σχέση δολαρίου / χρυσού. Όταν το σύστημα κατέρρευσε, οι κυβερνήσεις ήταν πλέον ελεύθερες να ακολουθήσουν διαφορετικές, ανεξάρτητες, νομισματικές πολιτικές. Ως αποτέλεσμα, προέκυψε μόνιμη αλλαγή στο οικονομικό περιβάλλον. Οι αναπτυγμένες οικονομίες αντιμετώπισαν ασταθείς περιόδους ταχείας ανόδου (πληθωρισμός) και ταχείας πτώσης τιμών. Η αβεβαιότητα και η αστάθεια, στις τιμές, ακολουθήθηκαν από αβεβαιότητα και αστάθεια στο συνάλλαγμα, στα επιτόκια και στις τιμές των προϊόντων.

Η χρηματοοικονομική και χρηματοπιστωτική αγορά δεν έμεινε ανεπηρέαστη από τις νέες συνθήκες, παρουσιάζοντας τις τελευταίες δύο δεκαετίες ραγδαίες και συνάμα σημαντικές εξελίξεις. Η χρηματοοικονομική ανάπτυξη συσχετίζεται θετικά με την οικονομική ανάπτυξη και η οικονομική κρίση που επέφερε η παγκοσμιοποίηση εξαπλώθηκε γρήγορα παντού, όπως και στις χρηματοοικονομικές αγορές. Ύστερα από δύο δεκαετίες άνθησης, παρουσιάζεται, στα μέσα του 2001, ταυτόχρονη μείωση στις κεφαλαιοποιήσεις των αγορών με τις τιμές των μετοχών να υποχωρούν σε παγκόσμιο επίπεδο. Οι κεφαλαιαγορές παρουσίασαν σημαντική πτωτική πορεία, η οποία επιταχύνθηκε από σημαντικούς μη οικονομικούς παράγοντες και πρωτόγνωρες κρίσεις αξιοπιστίας, που κλόνισαν την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Η πτωτική πορεία των αγορών συνεχίστηκε, με ταυτόχρονη μείωση του όγκου των συναλλαγών.

Η αμφιβολία για τις μελλοντικές συνθήκες, διαμόρφωσε νέες ιδέες και νέες προοπτικές. Η παράλληλη κατάργηση των συνόρων, συνοδεύτηκε από μετακίνηση κεφαλαίων προς αναζήτηση νέων πιο ανταγωνιστικών υποδομών αγοράς. Η απελευθέρωση της κινητικότητας των κεφαλαίων, εκτός εθνικών ορίων και η θεσμοποίηση των αποταμιεύσεων, έδωσε ώθηση στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων μέσω της κεφαλαιαγοράς, ενώ η ανάπτυξη και η σταθερή αύξηση της αξίας των μετοχών των εισηγμένων εταιριών, οδήγησε τα κεφάλαια του επενδυτικού κοινού προς αυτές. Έτσι, ξεκίνησε η διεθνοποίηση των επενδυτικών κεφαλαίων, με πρωταγωνιστές στην αρχή μεγάλα κεφάλαια διεθνών επενδυτικών οίκων και σταδιακά την ενεργοποίηση εθνικών θεσμικών κεφαλαίων. Στην προσπάθεια αντιμετώπισης της έντονης μεταβλητότητας σε ισοτιμίες, επιτόκια και τις λοιπές οικονομικές μεταβλητές, οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί προσανατολίστηκαν προς τον σχεδιασμό και τη δημιουργία χρηματοοικονομικών εργαλείων για την αντιμετώπιση των επενδυτικών κινδύνων (Αλεξάκης, 2001).

Οι σύγχρονες τάσεις εμφανίζονται με τη μορφή νέων χρηματιστηρίων προσανατολισμένων προς τους επενδυτές, με υψηλό επίπεδο υπηρεσιών και χαμηλό κόστος, συγχωνεύσεις και συνεργασίες σε ευρωπαϊκό και σε παγκόσμιο επίπεδο, με σκοπό την

εκμετάλλευση μεγαλύτερου μεριδίου της αγοράς, νέες τεχνολογίες και νέες συμβουλευτικές επενδυτικές στρατηγικές και υπηρεσίες, νέα κανονιστικά και ρυθμιστικά πλαίσια, νέα προϊόντα, όπως και αυστηρότερες εποπτικές αρχές. Υπό αυτές τις συνθήκες, παρατηρούνται στρατηγικές κινήσεις όπως η συγχώνευση του American Stock Exchange με το Nasdaq στις ΗΠΑ και η προώθηση της δημιουργίας του Global exchange με την συνεργασία των χρηματιστηρίων της Νέας Υόρκης, Τορόντο, Μεξικό, Σαν Πάολο, Euronext, Τόκιο, Χονγκ Κονγκ και Σίδνεϋ. Παράλληλα, τα διάφορα χρηματιστήρια προωθούν σχέδια για την μείωση του κόστους και τον εκσυγχρονισμό των κριτηρίων εισαγωγής νέων εταιριών, για τη δημιουργία ενιαίων προτύπων για την αρτιότερη ενημέρωση των επενδυτών, για την εναρμόνιση των χρηματιστηριακών νομοθεσιών σε ευρωπαϊκό και παγκόσμιο επίπεδο όπως και την ανάπτυξη χρηματιστηριακών αγορών για μικρομεσαίες επιχειρήσεις με πιο ελαστικές προϋποθέσεις εισαγωγής (Ξανθάκης, 2002).

Τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα δεν απευθύνονται πλέον μόνο σε εύπορους ιδιώτες επενδυτές και μεγάλες επιχειρήσεις, αλλά και σε μικρούς επενδυτές που επιθυμούν, μέσω των χρηματιστηρίων, να μετατρέψουν την επένδυση σε προοπτική, χρησιμοποιώντας χρηματοοικονομικά εργαλεία. Επειδή όμως κάθε επενδυτική κίνηση, εμπεριέχει κινδύνους και αστάθμητους παράγοντες που πρέπει να συνεκτιμηθούν, η επιστήμη προώθησε την πράξη, αναπτύσσοντας και συνεχώς εξελίσσοντας τη θεωρία διαχείρισης κινδύνου (Risk Management), με σκοπό, όχι τόσο την ελαχιστοποίηση του κινδύνου, όσο την αποτελεσματικότερη διαχείριση αυτού. Προς αυτήν την κατεύθυνση, προσανατολίστηκε η παράγωγη αγορά, η οποία αναπτύσσεται παράλληλα με την αγορά αξιών, ενώ είναι εμφανής η προσπάθεια των χρηματιστηρίων, να προωθήσουν με δυναμικό τρόπο την παροχή ευέλικτων και αποδοτικών παράγωγων προϊόντων.

Η διπλωματική εργασία αποτελείται από πέντε κεφάλαια.

Στο **πρώτο** κεφάλαιο, ορίζεται η έννοια των παράγωγων προϊόντων, οι συμμετέχοντες στην παράγωγη αγορά και οι επιστημονικές προσεγγίσεις που περιβάλλουν τη θεωρία

αντιστάθμισης κινδύνου. Παρουσιάζονται τα οικονομικά οφέλη από τη χρήση των παράγωγων προϊόντων και οι σύγχρονες απόψεις πάνω σε αυτά. Σκοπός είναι να κατανοηθεί ο μηχανισμός λειτουργίας της θεωρίας αντιστάθμισης κινδύνου, όπως και να αξιολογηθούν οι δυνατότητες εφαρμογής της, στην καθημερινή οικονομική δραστηριότητα της επιχείρησης.

Στο **δεύτερο** κεφάλαιο παρουσιάζονται λεπτομερώς τα τέσσερα βασικά παράγωγα προϊόντα: Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ), τα Προθεσμιακά Συμβόλαια, τα Δικαιώματα Προαίρεσης και οι Ανταλλαγές Απαιτήσεων. Σκοπός είναι να κατανοηθεί η οικονομική λειτουργία τους, ο τρόπος τιμολόγησης τους στην φυσική αγορά και οι δυνατότητες χρήσης τους.

Στο **τρίτο** κεφάλαιο εξετάζεται η εφαρμογή της θεωρίας αντιστάθμισης κινδύνου μέσω της χρήσης παράγωγων προϊόντων, στην ναυτιλία. Ύστερα από την εξέταση των λόγων για τους οποίους, η ναυτιλιακή επιχείρηση μπορεί να χρησιμοποιήσει παράγωγα προϊόντα, παρουσιάζονται διαφορετικές, εναλλακτικές, επιλογές προϊόντων, που μπορούν να αντισταθμίσουν τους οικονομικούς κινδύνους τους οποίους φέρει μια ναυτιλιακή επιχείρηση, στην καθημερινή της λειτουργία. Π.χ. για την αντιστάθμιση του κινδύνου της αυξομείωσης των τιμών των ναύλων, η ναυτιλιακή επιχείρηση μπορεί να χρησιμοποιήσει τα Προθεσμιακά Συμβόλαια επί ναύλου (Forward freight agreements - FFA's).

Στο **τέταρτο** κεφάλαιο της εργασίας παρουσιάζεται η εμπειρική έρευνα, η οποία πραγματοποιήθηκε στο περιβάλλον της ελληνικής ναυτιλιακής αγοράς, με στόχο να εκτιμηθούν και να αξιολογηθούν οι πιθανοί κίνδυνοι που αντιμετωπίζει η σύγχρονη ελληνική ναυτιλιακή επιχείρηση, όπως και να εξεταστεί η χρηματοοικονομική συμπεριφορά των ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Η έρευνα φιλοδοξεί στην εξαγωγή συμπερασμάτων, σχετικά με το πόσο πρόσφορο είναι το έδαφος για την εφαρμογή της θεωρίας αντιστάθμισης κινδύνου μέσω παραγώγων προϊόντων στην ελληνική ναυτιλία.

Τέλος στο **πέμπτο** κεφάλαιο τίθενται τα σχετικά συμπεράσματα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Η ΘΕΩΡΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

1.1. Έννοια του Παράγωγου Προϊόντος.

Είναι βέβαιο ότι και ο πλέον αδιάφορος παρατηρητής των οικονομικών δραστηριοτήτων είναι ενημερωμένος για την τεράστια και συνεχή αύξηση ή / και εξέλιξη των χρηματοοικονομικών εργαλείων, που καλύπτουν ανάγκες διαφορετικών χρηστών, σε ένα ευρύ φάσμα συνθηκών της αγοράς. Ο ρυθμός αυτής της αύξησης, αποτέλεσμα αυξανόμενης ζήτησης για προϊόντα διαχείρισης κινδύνου και πρακτικές εφαρμοσμένης χρηματοοικονομικής, είναι εκρηκτικός, γεγονός που καταδεικνύει ότι, το οικονομικό περιβάλλον μέσα στο οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση είναι ασταθές και συνεχώς μεταβαλλόμενο.

Όπως έχει τονιστεί ήδη, ο επιχειρηματικός κίνδυνος που συνδέεται με το οικονομικό περιβάλλον (αστάθεια, αλλαγή και συνεχής ροή νέων δεδομένων) έχει δημιουργήσει την ανάγκη - στην οποία οι κύριες αγορές έχουν ήδη ανταποκριθεί - για οικονομικά εργαλεία που προστατεύουν τον επενδυτή από τον κίνδυνο που ενδέχεται να εκτεθεί. Αυτά τα εργαλεία ονομάζονται **παράγωγα εργαλεία**. Ως επενδυτικά εργαλεία, ήταν ήδη γνωστά από τα μέσα του 17ου αιώνα και ήταν από τότε αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο του Άμστερνταμ. Τα πρώτα παράγωγα εργαλεία ήταν απλά συμβόλαια αγοράς ή πώλησης νομισμάτων, σε ορισμένη ημερομηνία, με σκοπό την αντιστάθμιση του κινδύνου έντονης αυξομείωσης της τιμής των.

Το παράγωγο χρηματοοικονομικό εργαλείο μπορεί να οριστεί, ως ένα σύνολο ή "δέσμη" νόμιμα δημιουργημένων δικαιωμάτων και υποχρεώσεων, αποτέλεσμα των οποίων είναι η μεταφορά ή η ανταλλαγή ταμειακών πράξεων (εισροών / εκροών) σε προκαθορισμένη μελλοντική χρονική στιγμή, σε μια τιμή που συμφωνείται σήμερα (Arditti, 1996). Οι ταμειακές αυτές πράξεις απορρέουν - «παράγονται» (ως εκ τούτου η λέξη "παράγωγο"), από υποκείμενους τίτλους, φυσικές αγορές (π.χ. συνάλλαγμα, νόμισμα, τίτλοι, προϊόντα) ή από χρηματοοικονομικούς δείκτες.

Η ποικιλία και ο αριθμός των παράγωγων εργαλείων είναι τεράστιος και η ορολογία που χρησιμοποιείται για να τους περιγράψει συχνά δυσνόητη. Εντούτοις, τα παράγωγα εργαλεία, ακόμη και στις πιο εξωτικές μορφές τους, μπορούν και πρέπει να προσεγγίζονται όχι ως ιδιόμορφα προϊόντα, αλλά ως παραδείγματα για το πώς μπορούν να εφαρμοστούν οι βασικές οικονομικές αρχές, για την παραγωγή μιας άπειρης σχεδόν σειράς ωφέλιμων προϊόντων.

Τα βασικότερα παράγωγα προϊόντα είναι τα ακόλουθα:

- Το **Προθεσμιακό Συμβόλαιο (forward contract)** αποτελεί τη συναλλαγή στην οποία ο αγοραστής και ο πωλητής συμφωνούν την παράδοση συγκεκριμένης ποιότητας και ποσότητας ενός αγαθού (συνήθως προϊόντος), σε μια προκαθορισμένη ημερομηνία. Η τιμή του προς παράδοση αγαθού συμφωνείται εκ των προτέρων, κατά τη διαπραγμάτευση του συμβολαίου.
- Το **Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης (future contract)** είναι η τυποποιημένη συμφωνία μεταξύ αγοραστή και πωλητή για την παραλαβή και παράδοση συγκεκριμένου αγαθού ή τίτλου, σε προκαθορισμένη ημερομηνία. Τα χαρακτηριστικά και οι όροι της συμφωνίας περιγράφονται στο συμβόλαιο και είναι τυποποιημένοι, ώστε αμφότερα τα μέλη, να γνωρίζουν ακριβώς το αντικείμενο διαπραγμάτευσης. Η τιμή του συμβολαίου ποικίλει ανάλογα με τα επίπεδα της τρέχουσας αγοράς, αλλά προκαθορίζεται κατά τη συναλλαγή.
- Το **Δικαίωμα Προαίρεσης (option contract)** παρέχει το δικαίωμα, αλλά όχι και την υποχρέωση, για αγορά (call) ή πώληση (put) συγκεκριμένου τίτλου ή αγαθού σε προκαθορισμένη τιμή – την τιμή εξάσκησης – σε μια καθορισμένη ημερομηνία (την ημερομηνία λήξης). Η τιμή για το δικαίωμα, καταβάλλεται από τον αγοραστή του δικαιώματος στον πωλητή, ως μορφή ασφαλίστρου.
- Οι **Ανταλλαγές Απαιτήσεων (swap contract)** είναι η ταυτόχρονη ανταλλαγή (αγορά και πώληση) ενός ή περισσότερων παρόμοιας φύσης και ισοδύναμης χρηματικής αξίας

τίτλων όπου, το κάθε μέρος, στο τέλος κάθε συναλλαγής, δίνει σταθερή τιμή έναντι της κυμαινόμενης, ή κυμαινόμενη τιμή έναντι της κυμαινόμενης.

Τα παράγωγα προϊόντα είναι πολύ σημαντικά χρηματοοικονομικά εργαλεία για τη διαχείριση του επενδυτικού κινδύνου, δεδομένου ότι επιτρέπουν στους επενδυτές να αναγνωρίζουν, να διαχωρίζουν και να εξετάζουν καλύτερα τους κίνδυνους που φέρει κάθε επενδυτική θέση. Χρησιμοποιούνται ως μέσα μεταφοράς ή ελαχιστοποίησης του κινδύνου και μπορούν να λειτουργήσουν ως μορφή ασφάλισης. Είναι επίσης σημαντικό να αναφερθεί ότι, εφόσον το παράγωγο προϊόν, προέρχεται από τον υποκείμενο τίτλο του, οι κίνδυνοι που απορρέουν από την εμπορευσιμότητά του, μεταβάλλονται ανάλογα με ό,τι συμβαίνει στον υποκείμενο τίτλο.

Τα παράγωγα προϊόντα χρησιμοποιούνται από το μέρος που εκτίθεται στον κίνδυνο, με σκοπό να τον μεταφέρει, σε άλλο συμβαλλόμενο μέρος, πρόθυμο να τον αποδεχτεί. Αρχικά οι επιχειρήσεις χρησιμοποίησαν τα παράγωγα προϊόντα για να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο αυξομειώσεων στις τιμές των προϊόντων τους και να μειώσουν τον κίνδυνο ως προς τη μεταβλητότητα αυτών. Η αύξηση των παράγωγων προϊόντων τα τελευταία χρόνια, έχει αποδοθεί στην αυξανόμενη χρήση τους από κυβερνήσεις, πολυεθνικές εταιρίες και σημαντικούς θεσμικούς και οικονομικούς επενδυτές. Οι ομάδες αυτές χρησιμοποιούν τα παράγωγα προϊόντα για να επιτύχουν στόχους όπως, χαμηλότερες διεθνείς δαπάνες χρηματοδότησης, καλύτερες συναλλαγματικές ισοτιμίες στις διεθνείς αγορές, διαφοροποίηση στη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους και αντιστάθμιση των κινδύνων που απορρέουν από τις διακυμάνσεις των τιμών.

Δύο κοινωνικά οφέλη συνδέονται άμεσα με τα παράγωγα προϊόντα. Πρώτο, τα παράγωγα προϊόντα είναι χρήσιμα για την διαχείριση του κινδύνου. Δεύτερο, οι συναλλαγές σε παράγωγα προϊόντα παράγουν πληροφορίες για τις ενδεικτικές τιμές των υποκείμενων τίτλων, τιμές που παρέχουν πληροφόρηση στους παράγοντες της αγοράς, για την ανεύρεση των θεωρητικών – πραγματικών τιμών (*price discovery*) των τίτλων και τη κατεύθυνση της τιμής τους. Μ' αυτούς

τους δύο τρόπους η κοινωνία ωφελείται συνολικά από τις αγορές παράγωγων προϊόντων. Από κοινωνική συνολικά άποψη, η διαχείριση κινδύνου και οι δυνατότητες μετακύλισης του, που παρέχουν τα παράγωγα προϊόντα, προσφέρουν ουσιαστικό όφελος, επιτρέποντας στις επιχειρήσεις να αναλαμβάνουν επενδυτικά σχέδια, που θα ήταν αδύνατο να αναλάβουν, χωρίς τεχνικές διαχείρισης κινδύνου. Παράλληλα, ο ρόλος που διαδραματίζουν τα παράγωγα στην μεταφορά του κινδύνου ωφελεί έμμεσα και τους ιδιώτες π.χ. όσοι επιθυμούν να χρηματοδοτήσουν την αγορά κατοικίας μπορούν να επιλέξουν ανάμεσα στο κυμαινόμενο ή το σταθερό επιτόκιο. Η δυνατότητα του χρηματοδοτικού οργανισμού, να προσφέρει αυτή την επιλογή στον ιδιώτη, καθορίζεται από τη δυνατότητα που έχει, να διαχειριστεί τον οικονομικό κίνδυνο, μέσω της εκμετάλλευσης της παράγωγης αγοράς.

Παράλληλα, η αγορά των παράγωγων προϊόντων συμβάλλει συνολικά στην παροχή πληροφόρησης στην κοινωνία. Η ύπαρξη τους αυξάνει το αγοραστικό ενδιαφέρον, την εμπορική δραστηριότητα και την ρευστότητα της αγοράς. Ως αποτέλεσμα της συνεχούς παρακολούθησης και συμμετοχής στην αγορά, οι τιμές των παράγωγων και των υποκείμενων τίτλων, μπορούν να προσεγγίσουν την πραγματική τους αξία. Οι συναλλαγές σε παράγωγα προϊόντα οδηγούν στην ανεύρεση των θεωρητικών τιμών των αξιών επειδή αυξάνουν την ποσότητα και την ποιότητα των πληροφοριών για αυτές. Όταν τα συμβαλλόμενα μέρη πραγματοποιούν συναλλαγές βασισμένες στις ακριβείς τιμές των τίτλων, οι οικονομικοί πόροι αναδιανέμονται αποτελεσματικότερα. Οι επιχειρήσεις και οι ιδιώτες μπορούν να χρησιμοποιήσουν τις πληροφορίες που προσφέρονται από την παράγωγη αγορά, για να βελτιώσουν την ποιότητα των οικονομικών τους αποφάσεων, ακόμα κι αν δεν πραγματοποιούν συναλλαγές σε παράγωγα (Βισβίκης, 2002).

1.2. Η θεωρία Αντιστάθμισης Κινδύνου

Η σημαντικότερη λειτουργία του οικονομικού συστήματος είναι η βραχυχρόνια και μακροχρόνια ανάπτυξη και διανομή των οικονομικών πόρων, σε ένα κατά τα άλλα αβέβαιο περιβάλλον (Merton, 1990). Η λειτουργία των χρηματιστηριακών αγορών, μπορεί να

εξετασθεί σε συνάρτηση με τις τρεις διαστάσεις του χρόνου, του κινδύνου, και της πληροφόρησης. Ο δανεισμός και η αποταμίευση είναι σημαντικότερες λειτουργίες των οικονομικών συστημάτων, βάσει των οποίων επιτυγχάνεται διαχρονικά, η αποδοτική διανομή των πόρων (Arditti, 1996). Ωστόσο η διαχρονική φύση των χρηματοδοτικών αποφάσεων, ενέχει αβεβαιότητα. Ο κίνδυνος είναι, επομένως, ένα σύμφυτο χαρακτηριστικό των χρηματοοικονομικών αποφάσεων. Η κεφαλαιακή αγορά διαθέτει ευρύ φάσμα εργαλείων και θεσμικών μέσων, είτε για να διαφοροποιήσει τους κινδύνους (αντιστάθμιση), δηλαδή να ελαχιστοποιήσει τον κίνδυνο για την κοινωνία συνολικά, είτε για να κατανείμει το μη διαφοροποιήσιμο κίνδυνο, από εκείνους που θέλουν να τον αποφύγουν, σε εκείνους που είναι πρόθυμοι να τον αποδεχτούν.

Σε επιχειρησιακούς όρους, η έννοια “Hedging” ή αντιστάθμιση κινδύνου σημαίνει "να εξασφαλιστεί κάποιος έναντι της απώλειας ή του κινδύνου της επένδυσης με το να λάβει αντίθετη θέση σε αυτήν την επένδυση". Οι απώλειες που επιδιώκει να αντισταθμίσει (να εξουδετερώσει) ο επενδυτής, είναι τα άμεσα αποτελέσματα των δυσμενών μεταβολών στα επίπεδα των τιμών (διακυμάνσεις) κατά τη διάρκεια της επένδυσής του (Arditti, 1996). Πριν οι επενδυτές πραγματοποιήσουν κινήσεις αντιστάθμισης κινδύνου, οφείλουν να εξετάσουν διάφορους παράγοντες όπως, τον προσδιορισμό του κινδύνου, τον υπολογισμό του αποδεκτού επιπέδου κινδύνου, την επιλογή του σωστού εργαλείου αντιστάθμισης, την εκτίμηση της αποτελεσματικότητάς του όπως και τον συνεχή έλεγχο αυτού (Boland, 1999). Οι επιχειρήσεις και οι μεμονωμένοι επενδυτές μπορούν να χρησιμοποιήσουν τα σύγχρονα εργαλεία αντιστάθμισης κινδύνου προκειμένου να προστατευθούν. Οι διαθέσιμες μέθοδοι στηρίζονται στο είδος του κινδύνου και στις προσδοκίες των επενδυτών.

1.2.1. Είδη Συμμετεχόντων στην Αγορά

Οι συμμετέχοντες στην αγορά μπορούν να ταξινομηθούν βάσει των προτιμήσεών τους σε **hedgers** (αντισταθμιστές), **speculators** (κερδοσκόπους), ή **arbitrageurs** (εφαρμοστές εξισορροπητικής κερδοσκοπίας άνευ κινδύνου).

(a) Hedgers (αντισταθμιστές)

Αντιστάθμιση σημαίνει, εξασφάλιση (προστασία) έναντι των διακυμάνσεων της αγοράς, έτσι ώστε ο αγοραστής και ο πωλητής να προστατευθούν από οποιοσδήποτε δυσμενείς διακυμάνσεις των τιμών. Υπό τον έννοια αυτή, εκείνοι που επιδιώκουν την αντιστάθμιση του κινδύνου, στην διεθνή ορολογία οι «*hedgers*», λαμβάνουν ίση αλλά αντίθετη θέση στην παράγωγη αγορά, έναντι της θέσης, στον κίνδυνο της οποίας εκτίθενται, στη τρέχουσα αγορά.

Ο αντισταθμιστής κινδύνου ενδιαφέρεται για τη εξάλειψη του κινδύνου που συνεπάγεται η μεταβλητότητα / διακύμανση των τιμών. Τον κίνδυνο αυτόν τον αντισταθμίζει, είτε με τη μεταφορά του σε άλλον hedger που λαμβάνει αντίθετη θέση στην αγορά, είτε με τη μεταφορά του, σε άλλο συμβαλλόμενο μέρος, πρόθυμο να αναλάβει τον κίνδυνο. Ο Hedger επιθυμεί να προστατεύσει την οικονομική του θέση έναντι οποιασδήποτε δυσμενούς κίνησης του υποκείμενου τίτλου. Κατ' αυτόν τον τρόπο, μπορεί να διασφαλίσει το εισόδημά του, να σταθεροποιήσει το χρέος του ή να επιτύχει καλύτερη διαχείριση και των δύο. Εξ ορισμού, ο αντισταθμιστής είναι «*risk-averse*», δηλαδή δεν επιθυμεί τον κίνδυνο.

(b) Speculators (κερδοσκοπικοί)

Οι κερδοσκοπικοί λαμβάνουν θέσεις στην αγορά προσδοκώντας και «επενδύοντας» στην αστάθειά της. Η αστάθεια επιφέρει κέρδος, όταν βάσει της πληροφόρησής τους έχουν προβλέψει σωστά τις μεταβολές των τιμών. Αναζητούν τον κίνδυνο, πιστεύοντας ότι η τιμή θα μεταβληθεί ευνοϊκά, χωρίς να επιθυμούν την αντιστάθμιση κάποιας θέσης στην τρέχουσα αγορά. Ουσιαστικά, αποδέχονται τον κίνδυνο που θέλει να αποφύγει ο hedger. Χρησιμοποιούν το κεφάλαιο τους σε μία προσπάθεια να εκμεταλλευθούν τις ευνοϊκές διακυμάνσεις των τιμών στην αγορά, αγοράζοντας συμβόλαια, όταν προσδοκούν ότι οι τιμές θα αυξηθούν και πωλώντας συμβόλαια όταν υποψιάζονται ότι οι τιμές θα μειωθούν. Εάν επαληθευτούν οι προβλέψεις τους, μπορούν να πραγματοποιήσουν υψηλά κέρδη.

Οι κερδοσκόποι αντιμετωπίζονται συχνά καχύποπτα. Εντούτοις, είναι ουσιαστικοί για την ομαλή λειτουργία της αγοράς, δεδομένου ότι είναι πρόθυμοι να αναλάβουν τον κίνδυνο από τους αντισταθμιστές κινδύνου, επενδύοντας κεφάλαιο στην αγορά και αυξάνοντας τη ρευστότητά της (*liquidity*). Οι κερδοσκόποι, λόγω του κεφαλαιακού μεγέθους της θέσης τους, ωφελούνται από τη μόχλευση, από τις χαμηλές δαπάνες συναλλαγής, από την ευκολία ανοίγματος και κλεισίματος θέσεων και από τα μικρά επίπεδα διακυμάνσεων ανάμεσα σε ζήτηση και προσφορά. Χωρίς την παρουσία τους, η αγορά θα ήταν έρμια βίαιων διακυμάνσεων φθάνοντας σε ακραίες τιμές, δεδομένου ότι δεν θα υπήρχε κανείς να εξομαλύνει τις μεταβολές, λαμβάνοντας αντίθετη-ισόρροπο θέση. Ο hedger αποδέχεται να υποστεί πιθανή ζημία από το παράγωγο συμβόλαιο, ελπίζοντας σε πιθανά κέρδη από τον υποκείμενο τίτλο (αντιστάθμιση). Ο κερδοσκόπος δεν έχει κανένα υποκείμενο τίτλο στο χαρτοφυλάκιό του και επιδιώκει κέρδη από τις συναλλαγές σε παράγωγα (X.A., 2002).

(c) Arbitrageurs (εφαρμοστές εξισορροπητικής κερδοσκοπίας άνευ κινδύνου).

Ο Arbitrageur διαδραματίζει παρόμοιο ρόλο με τον κερδοσκόπο, προσδοκά κέρδος άνευ κινδύνου, με το να συναλλάσσεται ταυτόχρονα σε δύο ή περισσότερες αγορές αγοράζοντας τίτλους στη φτηνότερη αγορά και πωλώντας τους στην ακριβότερη. Ουσιαστικά εκμεταλλεύεται τις στιγμιαίες αποκλίσεις των ίδιων τιμών σε διαφορετικές αγορές, που προκαλούνται είτε από χρονικές καθυστερήσεις, είτε από προσωρινές ανισορροπίες ζήτησης και προσφοράς. Σημειώνεται ότι οι ευκαιρίες εξισορροπητικής κερδοσκοπίας εμφανίζονται σπάνια.

Το London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE) διακρίνει τρία κριτήρια για το διαχωρισμό των συμμετεχόντων της αγοράς σε hedgers ή speculators:

1. Την πρόθεση: Οποιαδήποτε συναλλαγή πρέπει να αποσκοπεί στον περιορισμό του κινδύνου.

2. Την Συσχέτιση: Η τιμή του παράγωγου συμβολαίου και η τιμή του υποκείμενου αγαθού πρέπει να συσχετίζονται θετικά, ώστε να κινούνται προς στην ίδια κατεύθυνση και σε ανάλογο μέγεθος.

3. Την Βεβαιότητα: Πρέπει να υπάρχει μια λογική προσδοκία ότι η συναλλαγή θα εκπληρωθεί.

Τα πιθανά *κίνητρα* των τριών διαφορετικών μελών της αγοράς μπορούν να ταξινομηθούν ως εξής:

1. Αντιστάθμιση λειτουργικών κινδύνων / Operational hedging: Οι επιχειρήσεις αγοράζουν και πωλούν παράγωγα ως προσωρινά υποκατάστατα για τις μελλοντικές συναλλαγές τους σε μετρητά. Συνεπώς παρέχεται ευελιξία στις επιχειρησιακές οικονομικές διεργασίες.
2. Εξισορροποητική κερδοσκοπία άνευ κινδύνου / Arbitrage hedging (or carrying-charge hedging): Η επιχείρηση μπορεί να πραγματοποιήσει κινήσεις εξισορροπητικής κερδοσκοπίας και να προσδοκά κέρδος άνευ κινδύνου μέσω των παράγωγων προϊόντων ή της τρέχουσας αγοράς, προβλέποντας τις διακυμάνσεις στην τιμή του παράγωγου συμβολαίου και συγκρίνοντάς την με την αναμενόμενη μελλοντική τιμή του.
3. Αντιστάθμιση κινδύνου βάσει προσδοκιών: Οι επιχειρήσεις αγοράζουν και πωλούν παράγωγα προϊόντα προσδοκώντας ευνοϊκές εξελίξεις στην τρέχουσα αγορά (προσδοκίες εξέλιξης των τιμών).

1.2.2. Θεωρίες Αντιστάθμισης.

Οι λόγοι για την διαχείριση του κινδύνου είναι τόσο πολλοί, όσοι οι πιθανοί κίνδυνοι που υπάρχουν στην αγορά. Εντούτοις, υπάρχουν τρεις απόψεις για τη φύση και το σκοπό της αντιστάθμισης κινδύνου : (1) η παραδοσιακή άποψη της ελαχιστοποίησης του κινδύνου, όπου οι συμμετέχοντες στην αγορά επιδιώκουν να μειώσουν τον κίνδυνο μεταβλητότητας των τιμών. (2) Η άποψη της μεγιστοποίησης του κέρδους, όπου οι συμμετέχοντες στην αγορά προσπαθούν

να ωφεληθούν από τις αναμενόμενες διακυμάνσεις των τιμών στην τρέχουσα αγορά και (3) η άποψη της προσέγγισης χαρτοφυλακίου, όπου οι συμμετέχοντες προσπαθούν να διαφοροποιήσουν το χαρτοφυλάκιο τους μέσω των παραγώγων προϊόντων, επιδιώκοντας μέγιστο κέρδος με ελάχιστο κίνδυνο.

Κάθε μια από αυτές τις απόψεις επεξηγείται παρακάτω:

(α) Ελαχιστοποίηση κινδύνου (Risk Minimization)

Η θεωρία ελαχιστοποίησης του κινδύνου αναλύει τη θέση του επενδυτή, που εκτίθεται σε κίνδυνο στην αγορά και θέτει ως πρωταρχικό στόχο, να εξαλείψει ή να μειώσει αυτόν τον κίνδυνο. Αυτό επιτυγχάνεται με τη λήψη μιας επενδυτικής θέσης στη αγορά, της οποίας ο κίνδυνος αντισταθμίζει τον αρχικό κίνδυνο. Η αρχική επένδυση και η επένδυση αντιστάθμισης, πρέπει να είναι ίσου μεγέθους. Η σχέση αντιστάθμισης (hedge ratio), σε αυτήν την περίπτωση, δηλαδή ο λόγος του αριθμού των παράγωγων συμβολαίων που (αγοράζονται ή πωλούνται), προς τον αριθμό των συμβολαίων (που αντισταθμίζονται), είναι η μονάδα (ένα προς ένα). Η τιμή του παράγωγου και η τιμή του υποκείμενου τίτλου, που αντισταθμίζεται, πρέπει να είναι στενά συσχετισμένες, ώστε οι απώλειες από τη μια θέση, να μπορούν να αντισταθμιστούν, από τα κέρδη της άλλης θέσης. Κατά συνέπεια, η παραδοσιακή προσέγγιση υποθέτει ότι κατά τη διάρκεια της συναλλαγής η θέση αντιστάθμισης θα εξαλείψει εξ'ολοκλήρου τον κίνδυνο της διακύμανσης των τιμών.

Πρέπει να σημειωθεί ότι, με τη χρήση των μελλοντικών συμβολαίων, ένα μικρό ποσοστό κινδύνου παραμένει ενεργό. Τέλεια αντιστάθμιση υπάρχει όταν η πρόσθετη επένδυση σε παράγωγα εργαλεία αντισταθμίζει πλήρως τον αρχικό κίνδυνο. **Στην πράξη αυτό δεν είναι εφικτό.** Η τιμή του παράγωγου εργαλείου και η τιμή του υποκείμενου τίτλου δεν δύναται για πολλούς λόγους να αντιστοιχηθούν απόλυτα. πχ η αλλαγή στους όρους προσφοράς και ζήτησης του υποκείμενου τίτλου επηρεάζει αντίστοιχα την τιμή του παράγωγου προϊόντος.

(β) Μεγιστοποίηση κέρδους (Profit Maximisation)

Ο Working (1953) ήταν ο πρώτος που αμφισβήτησε την παραδοσιακή προσέγγιση ελαχιστοποίησης του κινδύνου, υποστηρίζοντας ότι ο κίνδυνος αντισταθμίζεται, όχι μόνο για να επιτευχθεί η ελαχιστοποίησή του, αλλά και για άλλους επιχειρησιακούς λόγους, ο βασικότερος των οποίων είναι η μεγιστοποίηση του κέρδους. Στα πλαίσια της μεγιστοποίησης του κέρδους, η αντιστάθμιση μπορεί να θεωρηθεί ως η κερδοφόρος διαφορά μεταξύ της πώλησης παραγώγων συμβολαίων και της αγοράς του υποκείμενου τίτλου. Η θεωρία εξετάζει τέσσερις διαφορετικούς λόγους για τους οποίους ένα μέλος της αγοράς προβαίνει σε κινήσεις αντιστάθμισης κινδύνου: (I) τις αποφάσεις αγοράς και πώλησης, όπου στόχος είναι να βρεθεί ευνοϊκή τιμή αγοράς και πώλησης σε σχέση με τις τρέχουσες τιμές και όχι το ευνοϊκό απόλυτο επίπεδο διακύμανσης της τιμής, (II) την ελευθερία στις επιχειρησιακές αποφάσεις, όπου ένας επενδυτής μπορεί να αγοράσει ή να πωλήσει ορισμένη ποσότητα προϊόντων σε ευνοϊκό επίπεδο τιμών, που διαφορετικά δεν θα ήταν δυνατό, (III) τη δυνατότητα δημιουργίας μιας αξιόπιστης βάσης για την διαχείριση των πλεονασμάτων των προϊόντων, όπου η αντιστάθμιση επιτρέπει την αξιοποίηση της διαφοράς τρέχουσας και μελλοντικής τιμής και (IV) την μείωση των επιχειρησιακών κινδύνων.

Σε αυτές τις περιπτώσεις, ο στόχος τού hedger είναι να πραγματοποιήσει κέρδος (κερδοσκοπία) από τις μεταβολές στις τιμές των παραγώγων και του υποκείμενου τίτλου, και όχι μόνο να ελαχιστοποιήσει τον κίνδυνο (Working, 1953).

(γ) Προσέγγιση χαρτοφυλακίου (Portfolio Approach)

Ο Johnson (1960) ήταν ο πρώτος που ανέπτυξε και παρουσίασε την προσέγγιση χαρτοφυλακίου για τη θεωρία αντιστάθμισης κινδύνου, χρησιμοποιώντας τη θεωρία χαρτοφυλακίου του Markowitz. Είναι μια δημοφιλής άποψη, που δέχεται ότι στόχοι των αντισταθμιστών είναι τόσο η ελαχιστοποίηση του κινδύνου όσο και η μεγιστοποίηση του κέρδους. Υπό αυτήν την άποψη, ο hedger υποτίθεται ότι είναι αντίθετος στον κίνδυνο και

μπορεί να διατηρήσει διαφορετικές θέσεις στο χαρτοφυλάκιο του, δηλαδή θέση αγοράς στην τρέχουσα αγορά και θέση πώλησης στην παράγωγη, με στόχο τη μεγιστοποίηση της απόδοσής του. Επομένως, ο hedger επιλέγει μεταξύ των εναλλακτικών χαρτοφυλακίων βάσει των στατιστικών μέσων όρων (αναμενόμενη απόδοση) και των διακυμάνσεων (αναμενόμενος κίνδυνος) ώστε να επιτύχει τη βέλτιστη αντιστάθμιση, ελαχιστοποιώντας τον κίνδυνο και μεγιστοποιώντας την απόδοση. Μετά τον καθορισμό των τίτλων που θα συμπεριλάβει στο χαρτοφυλάκιο του και του ανεκτού επιπέδου κινδύνου / απόδοσης, αντισταθμίζει τον κίνδυνο επιλέγοντας διαφορετικά χαρτοφυλάκια, βάσει των περιορισμών κεφαλαίου που θέτει. Τα efficient frontier, δηλαδή οι εφικτοί συνδυασμοί αναμενόμενων επιπέδων κινδύνου/ απόδοσης, που συνδυάζονται με το μέγιστο δυνατό κέρδος, μπορούν να βρεθούν εφαρμόζοντας τη θεωρία επίλυσης του προβλήματος χαρτοφυλακίου για ένα ευρύ φάσμα διαφορετικών τιμών της παραμέτρου κινδύνου / απόδοσης.

Ο Ederington (1979) υποστηρίζει ότι η προσέγγιση χαρτοφυλακίου είναι ανώτερη και από τις δύο προηγούμενες προσεγγίσεις. Ο επενδυτής αγοράζει ή πωλεί παράγωγα με τον ίδιο τρόπο που αγοράζει ή πωλεί οποιοδήποτε άλλο χαρτοφυλάκιο τίτλων ή αγαθών, σύμφωνα με τις προτιμήσεις του, έναντι του κινδύνου και της δυνατής απόδοσης. Επομένως, ένα χαρτοφυλάκιο τίτλων ή αγαθών ή και παραγώγων προϊόντων, μπορεί πλήρως ή μερικώς να προστατευθεί, ανάλογα με τον κίνδυνο/απόδοση που επιθυμεί ο επενδυτής. Ισχύει, ότι εάν ο επενδυτής επιθυμεί περισσότερη απόδοση, πρέπει αντίστοιχα να είναι πρόθυμος να αποδεχτεί μεγαλύτερο κίνδυνο.

1.2.3. Αντιστάθμιση κινδύνου και αποτελεσματικότητα.

(α) Η αποτελεσματικότητα αντιστάθμισης κινδύνου εκ των προτέρων (The ex ante Hedging Effectiveness).

Η αντιστάθμιση κινδύνου είναι αποτελεσματική όταν υπάρχει υψηλή συσχέτιση ανάμεσα στη τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου και την τιμή του παράγωγου προϊόντος. Το πόσο αποτελεσματική είναι η αντιστάθμιση κινδύνου μπορεί να μετρηθεί από το πόσο συμβαδίζουν

οι μεταβολές στην αξία της αντισταθμισμένης θέσης, με τις μεταβολές στην αξία της θέσης που φέρει τον κίνδυνο. Όταν ο ονομαζόμενος κίνδυνος βάσης (basis risk = διαφορά τρέχουσας και μελλοντικής τιμής) είναι μικρός σε σχέση με τον αναμενόμενο κίνδυνο από την μεταβολή των τιμών, η αποτελεσματικότητα είναι υψηλή. Επομένως, το μέτρο της αναμενόμενης αποτελεσματικότητας αντιστάθμισης (HE_1) μπορεί να εκφραστεί ως η διαφορά μεταξύ της μονάδας και του λόγου της αναμενόμενης διακύμανσης της βάσης (basis) προς την αναμενόμενη διακύμανση των τιμών της αγοράς. Δηλαδή:

1.1. Αποτελεσματικότητα αντιστάθμισης εκ των προτέρων.

$$HE_1 = 1 - \frac{\sigma^2(B_t)}{\sigma^2(S_t)} \quad [1]$$

όπου B = basis (spot price – future price)

S = spot price (τρέχουσα τιμή)

σ^2 = διακύμανση

(β) Η εκ των υστέρων αποτελεσματικότητα αντιστάθμισης κινδύνου (The ex post Hedging Effectiveness).

Το προηγούμενο μέτρο, ως μέτρο κινδύνου, είναι βασισμένο στις αναμενόμενες διακυμάνσεις και επομένως, χρησιμοποιείται μόνο για να διακρίνει κατά πόσο μια συγκεκριμένη μέθοδος αντιστάθμισης είναι πιθανό να προκύψει «εκ των υστέρων» . Όταν ολοκληρωθεί η αντιστάθμιση είναι δυνατή η μέτρηση της αποτελεσματικότητας της αντιστάθμισης κινδύνου, εκ των υστέρων, ως εξής:

1.2. Αποτελεσματικότητα αντιστάθμισης εκ των υστέρων.

$$HE_2 = 1 - \frac{\text{Διακύμανση (KaJaro kerdoV στην αντισταθμισμένη θέση)}}{\text{Διακύμανση (Ka qarh zhmia στην αντισταθμισμένη θέση)}} \quad [2]$$

Όταν το HE_2 τείνει προς την μονάδα, η αντιστάθμιση είναι αποτελεσματική.

1.2.4. Έννοια Βάσης

«Βάση» ονομάζουμε τη διαφορά ανάμεσα στην τρέχουσα τιμή και στην τιμή του Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης. Είναι δηλαδή το κόστος χωρίς τα οφέλη από την κατοχή του αντισταθμισμένου υποκείμενου τίτλου της τρέχουσας αγοράς μέχρι την ημερομηνία λήξης του ΣΜΕ. Όπου,

$$\text{Βάση} = \text{Τρέχουσα τιμή} - \text{τιμή ΣΜΕ} \quad [3]$$

Όπως ελέχθη, εάν το ΣΜΕ είναι σωστά τιμολογημένο, η «Βάση» ισούται με το κόστος κατοχής του υποκείμενου τίτλου. Στη λήξη του ΣΜΕ, η «Βάση» πρέπει να είναι ίση με το μηδέν και αυτό ισχύει στην περίπτωση που η τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου είναι ίση με την τιμή του ΣΜΕ, δηλαδή στην περίπτωση που δεν υπάρχει κόστος κατοχής ούτε και εξισορροπητική κερδοσκοπία. Ωστόσο, κατά τη διάρκεια του συμβολαίου, οι δύο τιμές αποκλίνουν και η σχέση τους μεταβάλλεται συνεχώς, γεγονός που υποδεικνύει τον πιθανό κίνδυνο για τον επενδύτη που επιδιώκει αντιστάθμιση κίνδυνου μέσω της θέσης του, αλλά και ευκαιρίες κερδοφορίας για τον κερδοσκόπο. Ο κίνδυνος αυτός ονομάζεται «Κίνδυνος Βάσης» και είναι ουσιαστικά ο κίνδυνος που δημιουργείται όταν η αξία του ΣΜΕ δεν μεταβάλλεται σύμφωνα με τον κίνδυνο στον οποίο εκτίθεται ο υποκείμενος τίτλος. Στην αντίθετη περίπτωση, όπου η τιμή του ΣΜΕ είναι ίση με την τρέχουσα τιμή, καθ όλη τη διάρκεια του συμβολαίου, εμφανίζεται η συνθήκη της τέλει αντιστάθμισης του κινδύνου!(Χ.Α, 2002).

1.5. Η Οικονομικές Λειτουργίες των Παράγωγων προϊόντων

Τα παράγωγα προϊόντα συμβάλλουν σημαντικά στην οικονομική ανάπτυξη και παρέχουν σημαντικά πλεονεκτήματα στους χρήστες τους. Ειδικότερα,

Πίνακας 1.1. Οικονομικές λειτουργίες παράγωγων προϊόντων.

Οικονομικές λειτουργίες παράγωγων προϊόντων
(1) Δύναται να χρησιμοποιηθούν αυτόνομα (αγορά ή πώληση συμβολαίων) για την επίτευξη αποδόσεων, χωρίς να επιβάλλεται η αγορά των υποκείμενων τίτλων (όπως μετοχές και

δείκτες).

(2) Επιτρέπουν μεγάλη μόχλευση (leverage), δηλαδή με κεφάλαιο μικρότερο από εκείνο που αντιστοιχεί στην αξία αγοράς του υποκείμενου τίτλου (ή ομάδας τίτλων), ο επενδυτής μπορεί να επιδιώξει στόχους απόδοσης, παρόμοιους με την αγορά του τίτλου, ή για κεφάλαιο ίσο με την αξία του υποκείμενου τίτλου να επιδιώκει αποδόσεις πολλαπλάσιες της αγοράς του τίτλου.

(3) Μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την επίτευξη υψηλών αποδόσεων, ακόμα και σε περιόδους που παρατηρείται ύφεση στην τρέχουσα αγορά. Αυτό οφείλεται στο αποτέλεσμα μόχλευσης και στο περιορισμένο κεφάλαιο που υποχρεούται να δεσμεύσει ο επενδυτής για μία θέση αγοράς ή πώλησης.

(4) Μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε συνδυασμό με επενδύσεις στην υποκείμενη αγορά, τόσο για την αντιστάθμιση του κινδύνου μεταβολής των τιμών των τίτλων τους οποίους κατέχει ο επενδυτής όσο και για μεγαλύτερη αύξηση των αποδόσεων όταν χρησιμοποιηθούν προς την ίδια κατεύθυνση με την θέση του επενδυτή στο χρηματιστήριο.

(5) Επιτρέπουν τη διαφοροποίηση του κινδύνου, στην περίπτωση μεγάλων χαρτοφυλακίων, χωρίς να απαιτείται ανασύνθεση του χαρτοφυλακίου στην τρέχουσα αγορά, με συνέπεια τη μείωση του κόστους των συναλλαγών του επενδυτή.

(6) Παρέχουν ευκαιρίες εξισορροπητικής κερδοσκοπίας, δηλαδή ο επενδυτής δύναται να αποκομίσει κέρδος χωρίς κίνδυνο (arbitrage).

(7) Παράγουν πληροφόρηση για την αγορά και προωθούν την αποτελεσματική λειτουργία της, επιτρέποντας στις πληροφορίες να ενσωματώνονται πιο γρήγορα στις τιμές των αξιών.

(8) Ως τυποποιημένα προϊόντα, είναι εύχρηστα και ευέλικτα στη χρήση τους. Μία θέση σε παράγωγα μπορεί να εξασφαλίσει αποτελέσματα ανάλογα πολλαπλών θέσεων στην υποκείμενη αγορά, ενώ μπορούν να εφαρμοστούν γρήγορες επενδυτικές στρατηγικές, ιδιαίτερα όταν οι ημερήσιες διακυμάνσεις των τιμών της αγοράς είναι μεγάλες.

(9) Εξασφαλίζουν μεγαλύτερη διαφάνεια στην αγορά, μειώνοντας τα περιθώρια ανισορροπίας

<p>ανάμεσα σε ζήτηση και προσφορά, αυξάνοντας τη ρευστότητα της και μειώνοντας τα κόστη συναλλαγής.</p>
<p>(10) Προωθούν την αποδοτικότερη, συνολικά, κατανομή του κινδύνου μεταφέροντας τον από εκείνους που δεν τον επιθυμούν σε εκείνους που αποδέχονται να τον αναλάβουν.</p>
<p>(11) Για καθένα από τα παράγωγα προϊόντα, είναι διαθέσιμες, στο ηλεκτρονικό σύστημα του εκάστοτε χρηματιστηρίου, τιμές σε πραγματικό χρόνο, έτσι ώστε οι επενδυτές να μπορούν να παρακολουθούν την πορεία της αγοράς στις οθόνες των τερματικών τους και να ενημερώνονται άμεσα μέσω των (ηλεκτρονικών) συστημάτων ενημέρωσης.</p>
<p>(12) Τα τυποποιημένα προϊόντα που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο παραγώγων είναι ιδανικά για τη μείωση του κινδύνου των επενδυτών δεδομένου ότι :</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Το άνοιγμα των θέσεων σε παράγωγα γίνεται με σχετικά μικρή επένδυση λόγω της ύπαρξης των λογαριασμών περιθωρίου ασφάλισης (margin).
<ul style="list-style-type: none"> • Υπάρχει άμεση διαπραγμάτευση στην αγορά ή πώληση παραγώγων προϊόντων και συνεπώς δεν υπάρχει χρονική καθυστέρηση στην υλοποίηση των επενδυτικών επιλογών. Υπάρχει επίσης άμεση ρευστοποίηση. Σημειώνεται ότι το υψηλό επίπεδο ρευστότητας προσελκύει κεφάλαιο και νέους επενδυτές.
<ul style="list-style-type: none"> • Η διαδικασία κλεισίματος επενδυτικών θέσεων είναι απλή.
<ul style="list-style-type: none"> • Περιορίζεται ο πιστωτικός κίνδυνος μεταξύ των αντισυμβαλλομένων, με την λειτουργία του «οίκου εκκαθάρισης του χρηματιστηρίου» (clearing house) ως διαμεσολαβητού σε όλες τις εκκαθαρίσεις πράξεων επί παραγώγων.

Πηγή: Χ.Α., Μαλινδρέτου

Έτος: 2002

1.6. Σύγχρονες απόψεις για τα Παράγωγα προϊόντα

Τα παράγωγα εργαλεία έχουν αλλάξει την μορφή της χρηματοοικονομικής επιστήμης δημιουργώντας τρόπους κατανόησης, μέτρησης και διαχείρισης του κινδύνου. Θα πρέπει να θεωρούνται αναπόσπαστο τμήμα κάθε στρατηγικής διαχείρισης του επιχειρηματικού κινδύνου,

ώστε οι επιχειρήσεις να μπορούν να αναγνωρίζουν και να εκμεταλλεύονται επενδυτικές ευκαιρίες προστιθέμενης αξίας.

Το πλήθος και ο όγκος των διαφορετικών παράγωγων προϊόντων αυξάνουν εντυπωσιακά με τα χρόνια. Εντούτοις, απόρροια αυτής της αύξησης ήταν και καταρρεύσεις τραπεζών και πτωχεύσεις εταιριών αξίας δισεκατομμυρίων δολαρίων. Σε μερικές περιπτώσεις οι απώλειες επήλθαν πολύ γρήγορα, όπως στην περίπτωση της κατάρρευσης της τράπεζας Barings (18/7/1995), ενώ άλλες απώλειες εμφανίζονται να προκύπτουν από διαρκείς παράτυπες εμπορικές συναλλαγές, όπως στην περίπτωση της εταιρίας Sumitomo (Ιούνιος 1993). Διαπιστώνεται ότι υπάρχει ακόμα αδυναμία πλήρους κατανόησης της λειτουργίας των παραγώγων προϊόντων στις αγορές και για το λόγο αυτό οι απώλειες μπορεί να είναι τεράστιες.

Τα παράγωγα προϊόντα, ως εργαλεία, παρέχουν στους διάφορους οργανισμούς τη δυνατότητα να καταναείμουν τον κίνδυνο σε μικρότερα μερίδια κι έπειτα να αγοράσουν ή να πωλήσουν αυτά τα μερίδια, ώστε να επιτύχουν καλύτερα τους στόχους τους διαχειριζόμενοι αποτελεσματικότερα τον κίνδυνο. Κατά την οικονομική θεωρία, η δυνατότητα που παρέχουν τα παράγωγα, για ελεύθερη διακίνηση και εμπορία του κινδύνου, θεωρείται βασική συνισταμένη μιας πιο αποτελεσματικής αγοράς. Η τεράστια ανάπτυξη των παραγώγων προϊόντων και οι απώλειες, ως αποτέλεσμα της χρήσης αυτών, έχει προκαλέσει σύγχυση σχετικά με τις δυνατότητες αυτών των εργαλείων.

Διατυπώνεται έντονη κριτική, η οποία βασίζεται στην άποψη ότι τα παράγωγα είναι νέα, περίπλοκα, υψηλής τεχνικής και τεχνοτροπίας προϊόντα, που είναι δυσνόητα και δύσκολα στη χρήση. Ωστόσο, τα προϊόντα αυτά ως επενδυτικές στρατηγικές, είναι βασισμένα στις τέσσερις μορφές παράγωγων συμβολαίων, ακολουθώντας τις ίδιες με εκείνα βασικές αρχές. Τα νέα προϊόντα που παρουσιάζονται, συνδυάζουν τις τέσσερις αυτές μορφές, τα ΣΜΕ, τα Προθεσμιακά συμβόλαια, τα Δικαιώματα Προαίρεσης και τις Ανταλλαγές απαιτήσεων, με σκοπό να αντισταθμίσουν ακόμα πιο αποτελεσματικά, πολυπλοκότερους κινδύνους. Η χρήση των παραγώγων προϊόντων πρέπει να βασίζεται σε αρχές και κανόνες που ξεκινούν από την

αναγνώριση των κινδύνων που αναλαμβάνει ο επενδυτής και την εύρεση των κατάλληλων εργαλείων για την αντιστάθμισή τους, μέσα από σωστή διαχείριση και οργάνωση των αποφάσεων.

Άλλη άποψη υποστηρίζει ότι τα παράγωγα είναι σχεδιασμένα αποκλειστικά ως εργαλεία κερδοσκοπίας. Αναμφίβολα, τα παράγωγα προϊόντα αναπτύχθηκαν με αφορμή τις απότομα μεταβαλλόμενες αγορές. Η δυνατότητα τους, ως μέσο αντιστάθμισης κινδύνου, είναι και ο λόγος που προώθησε την εκρηκτική ανάπτυξή τους. Μέσα σε αυτά τα πλαίσια νέοι επενδυτές εισέρχονται στην αγορά με σκοπό να αναλάβουν τον κίνδυνο, από τους αντισταθμιστές, με αποκλειστικό βέβαια στόχο το κέρδος. Οι νέοι αυτοί επενδυτές δημιουργούν ρευστότητα και συμβάλουν στην ομαλότητα της αγοράς.

Αντίστοιχα, υπάρχει η πεποίθηση ότι η επένδυση κεφαλαίων σε παράγωγα προϊόντα δεν είναι τόσο αποδοτική όσο εάν αυτά τα κεφάλαια επενδύονταν διαφορετικά. Ωστόσο, τα παράγωγα προϊόντα, βελτιώνουν την αποδοτικότητα της αγοράς διότι επιτρέπουν την απομόνωση του κινδύνου και την πώλησή του, με χαμηλό κόστος, σε εκείνους που μπορούν να τον αποδεχτούν. Έπεται ότι, οι επενδυτές διατηρούν τον κίνδυνο που μπορούν να διαχειριστούν πιο αποτελεσματικά και κατά συνέπεια πραγματοποιούν τις επενδύσεις τους επιδιώκοντας με πιο οργανωμένο τρόπο, τη μέγιστη δυνατή απόδοση. (Siems, 1995)

Μια διαφορετική άποψη υποστηρίζει ότι η χρήση των παραγώγων μπορεί να γίνει μόνο από μεγάλες πολυεθνικές επιχειρήσεις και τράπεζες. Η άποψη αυτή είναι εσφαλμένη διότι τα παράγωγα προϊόντα παρέχουν στους επενδυτές τη δυνατότητα να επενδύσουν έμμεσα σε υποκείμενους τίτλους, με πολύ μικρότερο κόστος, από ότι εάν προέβαιναν στην άμεση αγοραπωλησία τους.

Όπως και με όλα τα νέα οικονομικά εργαλεία, η χρήση τους, είναι αναμφισβήτητα προϋπόθεση ανάλογης παιδείας, γνώσης και λήψης των απαραίτητων προστατευτικών μέτρων. Ο ενδιαφερόμενος οφείλει, πριν επιχειρήσει την χρησιμοποίηση των παραγώγων προϊόντων, να

καθορίσει τους στόχους που επιθυμεί να εξυπηρετήσει μέσω αυτών, και να αναγνωρίσει τα καταλληλότερα εξ αυτών που εγγυώνται, μέσα στις συνθήκες που προσδοκά, την υλοποίηση των στόχων του.

Άλλη άποψη θέλει τους κινδύνους που σχετίζονται με τα παράγωγα να είναι ιδιαίτεροι και άγνωστοι, αλλά όπως και με κάθε άλλο χρηματοοικονομικό εργαλείο οι κίνδυνοι είναι ανάλογοι: πιστωτικοί, λειτουργικοί, κίνδυνοι αγοράς. Τα παράγωγα είναι σύμφυτα με κινδύνους που απορρέουν κυρίως από την μη ορθολογική χρήση τους, όπως και όλα τα χρηματοοικονομικά εργαλεία. Ωστόσο διαθέτουν ένα ισχυρό προτέρημα, επιτρέπουν την συνολική διαχείριση του κινδύνου μειώνοντας το κόστος των επιχειρηματικών λειτουργιών και αυξάνοντας την απόδοση τους.

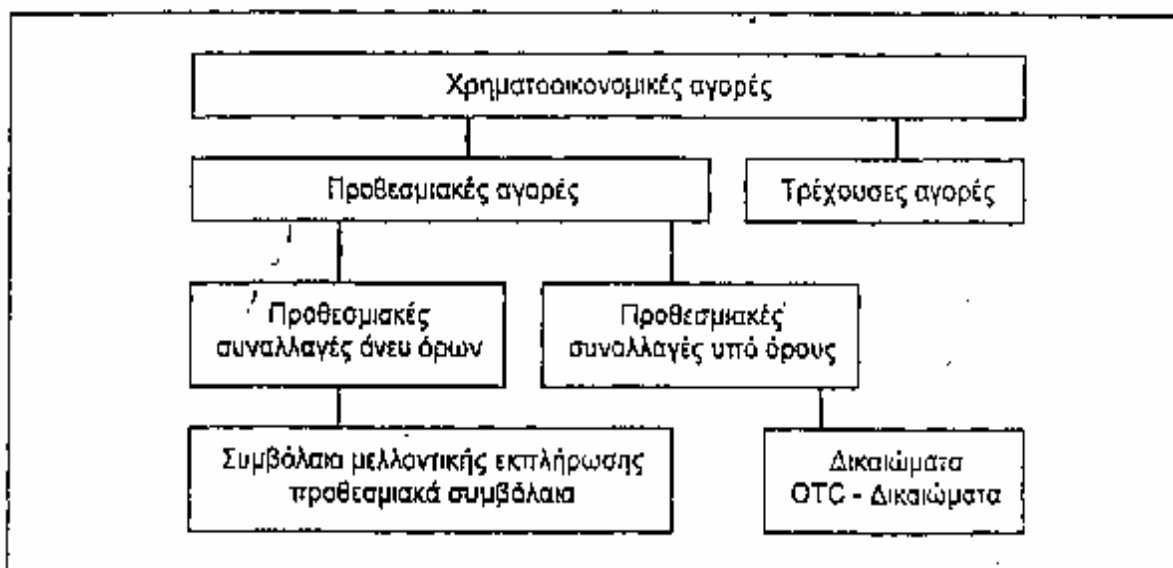
Σήμερα, δεν διαφαίνεται, κάποιος αρνητικός παράγοντας που θα μπορούσε να ανακόψει την ανάπτυξη και εξέλιξη των παράγωγων προϊόντων κυρίως λόγω της συνεχόμενης ζήτησής τους από το επενδυτικό κοινό για την δημιουργία, αξιοποίηση και εκμετάλλευση εργαλείων αντιστάθμισης κινδύνου. Οι τέσσερις βασικές μορφές παράγωγων προϊόντων αναλύονται στο επόμενο κεφάλαιο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

2.1. Εισαγωγή.

Μια προθεσμιακή συναλλαγή αφορά στην αγορά ή πώληση ενός προϊόντος για το οποίο η παράδοση και η πληρωμή δεν είναι άμεση, αλλά συμφωνείται για μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Στις προθεσμιακές συμφωνίες δύο αντισυμβαλλόμενοι συμφωνούν δεσμευτικά την αγορά ή πώληση ενός προϊόντος ή τίτλου στην τιμή η οποία καθορίζεται κατά τη σύναψη του συμβολαίου, ενώ η παράδοση και η πληρωμή καθορίζονται για συγκεκριμένη ημερομηνία. Όταν μια τέτοια συμφωνία ολοκληρωθεί εντός του χρηματιστηρίου παραγώγων, η συμφωνία αυτή ονομάζεται Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ).

Διάγραμμα 2.1: Είδη Παράγωγων Συναλλαγών



Πηγή: Χρηματιστήριο αξιών Αθηνών

Έτος: 2002

2.2. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης.

Τα ΣΜΕ (futures) είναι δεσμευτικές συμφωνίες μεταξύ δυο μερών για την αγορά ή πώληση ενός υποκείμενου τίτλου ή αγαθού, σε προκαθορισμένη ποσότητα και ποιότητα, σε ορισμένη ημερομηνία και σε μία συγκεκριμένη τιμή που καθορίζεται σήμερα. Η συμφωνία

αυτή εγείρει για τον αγοραστή την υποχρέωση να παραλάβει το υποκείμενο αγαθό κατά την ημερομηνία παράδοσης και υποχρεώνει τον πωλητή να παραδώσει το υποκείμενο αγαθό σ' εκείνη την ημερομηνία και στην προκαθορισμένη τιμή. Οι όροι του ΣΜΕ καθορίζονται σε κοινό συμβόλαιο για όλους τους συμμετέχοντες στο χρηματιστήριο ΣΜΕ, όπου η μόνη μεταβαλλόμενη αξία είναι η τιμή του. Αποτελούν τυποποιημένη μέθοδο για τη μετάθεση του κινδύνου από εκείνους που επιθυμούν να μειώσουν την έκθεσή τους στον κίνδυνο της αγοράς σε εκείνους που είναι διατεθειμένοι να τον αναλάβουν.

Η τιμή του ΣΜΕ καθορίζεται κατά τη συναλλαγή του συμβολαίου είτε με ανοιχτή εκφώνηση στα χρηματιστήρια, που λειτουργούν με αίθουσα συναλλαγών, είτε μέσω ενός ηλεκτρονικού συστήματος εντολών. Ως υποκείμενες αξίες, σε αυτά τα παράγωγα προϊόντα περιλαμβάνονται δείκτες μετοχών, κρατικά ομόλογα, αγαθά, όπως σιτηρά ή μέταλλα, επιτόκια και συνάλλαγμα. Σ' αυτά τα χρηματιστήρια οι δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης συναντώνται σε μια ελεύθερη αγορά με τιμές που ορίζονται από τους συναλλασσόμενους και είναι διαθέσιμες σε ολόκληρη τη χρηματιστηριακή κοινότητα. Τα ΣΜΕ είναι διαπραγματεύσιμα συμβόλαια στο χρηματιστήριο και έχουν συγκεκριμένα τυποποιημένα χαρακτηριστικά. Η τυποποίηση αναφέρεται στα παρακάτω στοιχεία:

Πίνακας 2.1.: Τυποποίηση ΣΜΕ.

1. <i>Υποκείμενος τίτλος:</i> Αποτελεί το αντικείμενο του συμβολαίου και ορίζει και την τιμή του.
2. <i>Μονάδα συναλλαγής:</i> Το μέγεθος / ποσότητα του συμβολαίου.
3. <i>Μήνας συμβολαίου:</i> Αναφέρεται στις ημερομηνίες λήξης και συγκεκριμένα στο μήνα παράδοσης που ορίζεται στο συμβόλαιο.
4. <i>Καθορισμός της τιμής:</i> Ο τρόπος με τον οποίο εκφράζεται η τιμή του συμβολαίου για συναλλακτικούς σκοπούς.
5. <i>Ελάχιστη διακόμανση τιμής:</i> Είναι η τυποποιημένη ελάχιστη μεταβολή της τιμής του συμβολαίου που επιτρέπεται, από το χρηματιστήριο, και που ορίζεται από αυτό, ανάλογα με το υποκείμενο αγαθό (tick size) ενώ καθορίζεται και η επίδραση που έχει αυτή η μεταβολή στο

συμβόλαιο (tick value).
6. <i>Όρια θέσης</i> : Είναι ο μέγιστος αριθμός συμβολαίων που μπορεί να διαπραγματευτεί ο συναλλασσόμενος σε μια συνεδρίαση.
7. <i>Καθημερινό όριο τιμής</i> : Η μέγιστη μεταβολή της τιμής που επιτρέπεται στην διάρκεια μιας χρηματιστηριακής συνεδρίασης.
8. <i>Πρώτη / Τελευταία ημέρα προειδοποίησης</i> : Είναι οι αντίστοιχες ημέρες στις οποίες προειδοποιείται ο πωλητής ότι οφείλει να προβεί στην παράδοση.
9. <i>Τελευταία ημέρα συναλλαγών</i> : Η τελευταία ημέρα πριν την τελική παράδοση στην οποία μπορούν να γίνουν οι συναλλαγές σε συμβόλαια ενός συγκεκριμένου μήνα.
10. <i>Τελευταία ημέρα διακανονισμού</i> : Είναι η τελευταία ημέρα που μπορούν να διακανονιστούν τα ΣΜΕ σε χρηματικούς όρους ή με φυσική παράδοση.
11. <i>Τιμή διακανονισμού</i> : Είναι η τελική τιμή παράδοσης κατά τη λήξη του συμβολαίου.
12. <i>Διακανονισμός</i> : Η περιγραφή του τρόπου διακανονισμού ενός συγκεκριμένου συμβολαίου.
13. <i>Ώρες συναλλαγών</i> .

Πηγή: ΣΜΕ και Δικαιώματα, ΧΑΑ

Έτος: 2002

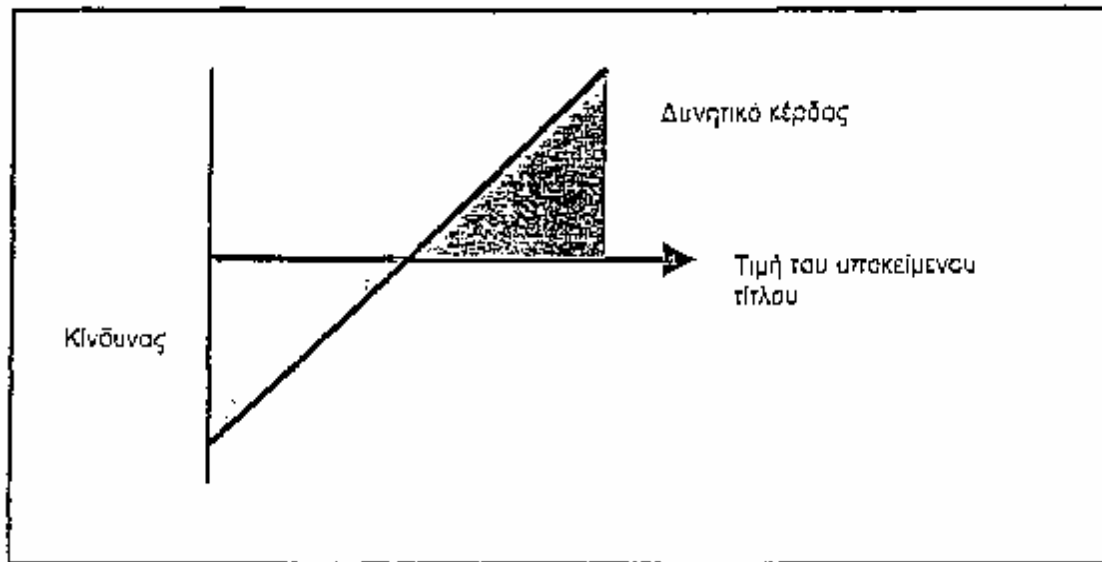
2.2.1. Θέσεις σε Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης

- ***Αγορά ΣΜΕ (Long futures position)***

Ο αγοραστής του ΣΜΕ κρίνει ότι η τιμή του υποκείμενου τίτλου, π.χ. ενός αγαθού, θα κινηθεί ανοδικά και για να προστατευτεί από μια τέτοια πιθανή άνοδο, συμφωνεί να παραλάβει το αγαθό (αγορά) σε συγκεκριμένη ημερομηνία, σε μία τιμή όμως που συμφωνεί από σήμερα με βάσει τα δεδομένα της τρέχουσας αγοράς. Έπεται ότι, στην ημερομηνία λήξης του συμβολαίου, αν πράγματι η τιμή του αγαθού έχει αυξηθεί, ο αγοραστής έχει επιτύχει κέρδος, εφόσον έχει αγοράσει το αγαθό φθηνότερα σε σχέση με την τιμή που θα όφειλε να καταβάλει αν το αγόραζε στην συγκεκριμένη μελλοντική στιγμή, στην τρέχουσα αγορά. Συνεπώς το κέρδος του προκύπτει, από τη διαφορά ανάμεσα στη τρέχουσα τιμή του αγαθού και στην τιμή

που προσυμφώνησε στο συμβόλαιο. Δυνητικά το κέρδος του μπορεί να είναι απεριόριστο, όσο μεγαλύτερη είναι η διαφορά ανάμεσα στην αυξημένη τιμή του αγαθού και στην τιμή του συμβολαίου.

Διάγραμμα 2.2 : Αγορά ΣΜΕ



Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών

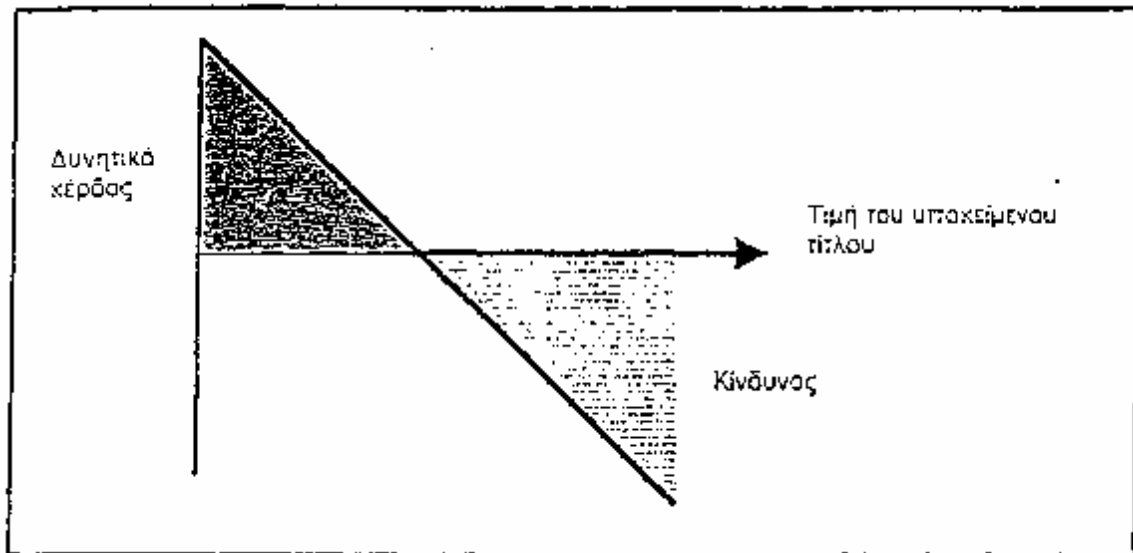
Έτος: 2002

- **Πώληση ΣΜΕ (Short futures position)**

Ο πωλητής του ΣΜΕ, από την άλλη πλευρά, φοβάται ότι η τιμή του υποκείμενου αγαθού θα κινηθεί πτωτικά και για να προστατευτεί από αυτή την πτώση αναλαμβάνει την υποχρέωση να παραδώσει το υποκείμενο αγαθό, (πωλήσει) σε κάποια συγκεκριμένη ημερομηνία, αλλά σε τιμή που ορίζεται από σήμερα. Εάν πράγματι η τιμή του αγαθού μειωθεί, ο πωλητής του ΣΜΕ θα έχει αποκομίσει κέρδος διότι θα το πουλήσει σε υψηλότερη τιμή από εκείνη που θα ισχύει στη μελλοντική τρέχουσα αγορά. Και σε αυτή τη περίπτωση το κέρδος του ισούται με τη διαφορά ανάμεσα στην τιμή του συμβολαίου και στην τιμή του υποκείμενου αγαθού κατά την ημερομηνία λήξης. Ωστόσο αυτό το κέρδος είναι περιορισμένο επειδή η τιμή του αγαθού μπορεί, στην χειρότερη περίπτωση, να μηδενιστεί αλλά όχι να λάβει αρνητικές

τιμές. Αντίθετα μια τέτοια επένδυση μπορεί να προκαλέσει ζημία, θεωρητικά απεριόριστη, εφόσον δεν υπάρχουν όρια στις ανοδικές μεταβολές της τιμής του αγαθού.

Διάγραμμα 2.3 : Πώληση ΣΜΕ



Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών

Έτος: 2002

Παράδειγμα. Ιδιοκτήτης καφεκοπτείου που θα χρειαστεί προκαθορισμένη ποσότητα κόκκων καφέ μετά από έξι μήνες, προβλέπει ότι η τιμή του καφέ θα αυξηθεί. Ο ιδιοκτήτης φυτείας καφέ, από την άλλη πλευρά, υποψιάζεται επίσης ότι η τιμή του καφέ θα μειωθεί, μέχρις ότου ωριμάσει η σοδειά, σε έξι μήνες. Και οι δύο έχουν κοινό φόβο και ενδιαφέρον να διασφαλίσουν μια συγκεκριμένη τιμή στην εκπνοή των επόμενων 6 μηνών. Γι' αυτό το λόγο, ο ιδιοκτήτης του καφεκοπτείου αγοράζει ένα ΣΜΕ από τον ιδιοκτήτη της φυτείας και οι δύο συμφωνούν στην παράδοση και παραλαβή μιας προκαθορισμένης ποσότητας κόκκων καφέ σε καθορισμένη τιμή, σε έξι μήνες, από την υπογραφή του συμβολαίου. Εάν στο τέλος της εξαμήνου περιόδου η τιμή του καφέ είναι αυξημένη ο ιδιοκτήτης του καφεκοπτείου θα έχει αντισταθμίσει τον κίνδυνο έχοντας ήδη αγοράσει τον καφέ σε χαμηλότερη τιμή, ενώ εάν η τιμή του καφέ είναι μειωμένη, ο ιδιοκτήτης της φυτείας θα έχει αντισταθμίσει τον κίνδυνο του, έχοντας ήδη πωλήσει τον καφέ σε υψηλότερη τιμή. Σε αμφότερες από τις παραπάνω

περιπτώσεις, η ζημία που ενδέχεται να υποστεί το ένα μέρος, συνιστά κέρδος για το άλλο (Λιβάνης και Γεωργιάδης, 2002).

2.2.2. Διαδικασία Εκκαθάρισης-Διακανονισμού

Οι συναλλαγές επί των ΣΜΕ γίνονται μέσω ενός μηχανισμού διαπραγμάτευσης που ονομάζεται «οίκος εκκαθάρισης» (clearing house) και είναι ουσιαστικά το αντισυμβαλλόμενο μέρος σε κάθε συναλλαγή. Η ύπαρξη του εκκαθαριστικού οίκου, αποδεσμεύει τους πιθανούς αγοραστές και πωλητές από κάθε υποχρέωση μεταξύ τους, λειτουργώντας ως μεσάζων σε κάθε συναλλαγή και αναλαμβάνοντας την υποχρέωση που βαρύνει το κάθε μέρος. Διευθύνει, ρυθμίζει τις συναλλαγές και εγγυάται για όλα τα συμβόλαια, εξασφαλίζοντας με αυτό το τρόπο τον μηδενισμό του πιστωτικού κινδύνου που προέρχεται από ενδεχόμενη αδυναμία κάποιου από τα αντισυμβαλλόμενα μέρη να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του.

Ο επενδυτής αγοράζει ή πωλεί ένα συμβόλαιο στην αγορά, που έχει σημαντική χρηματική αξία. Αυτή η δέσμευση κεφαλαίου, φέρει κινδύνους, γι' αυτό και ο οίκος εκκαθάρισης του εκάστοτε χρηματιστηρίου, απαιτεί από τον επενδυτή ν'ανοίξει ίδιο λογαριασμό όπου καταθέτει ένα χρηματικό ποσό ως περιθώριο ασφαλείας (initial margin). Αυτό το χρηματικό ποσό, είναι ανάλογο των συμβολαίων πουπραγματεύεται ο επενδυτής και καθορίζεται σε ύψος που να εξασφαλίζει τον εκκαθαριστικό οίκο έναντι πιθανής ζημίας που μπορεί να δημιουργήσει η θέση που λαμβάνει ο επενδυτής (π.χ. στον ελληνικό δείκτη FTSE/ASE-20 το περιθώριο ασφαλείας κυμαίνεται στο 12% της αρχικής επένδυσης). Μετά την κατάθεση του αρχικού περιθωρίου ασφαλείας, ο εκκαθαριστικός οίκος, παρακολουθεί τη πορεία των συμβολαίων και στο τέλος κάθε εργάσιμης ημέρας εκκαθαρίζει το πιθανό κέρδος ή την ζημία που έχει πραγματοποιήσει η θέση του επενδυτή. Συγκρίνει την τιμή του ΣΜΕ, με την τιμή κλεισίματος του υποκείμενου τίτλου και εάν υπάρχει κέρδος, ο λογαριασμός του επενδυτή χρεώνεται, ενώ εάν υπάρχει ζημία, ο λογαριασμός πιστώνεται. Η διαδικασία αυτή ονομάζεται

mark to market. Εάν το αρχικό χρηματικό περιθώριο ασφαλείας περιέλθει κάτω από συγκεκριμένο επίπεδο, που ορίζει το χρηματιστήριο, ενημερώνεται ο επενδυτής ο οποίος υποχρεούται σε συμπληρωματική κατάθεση ενίσχυσης του περιθωρίου ασφαλείας του, ώστε να μπορεί να συνεχίσει να εμπορεύεται ΣΜΕ στο χρηματιστήριο (*variation margin*). Όταν ολοκληρωθούν οι συναλλαγές και λήξει το ΣΜΕ, τότε γίνεται ο τελικός διακανονισμός κέρδους ή ζημίας στον λογαριασμό του επενδυτή ο οποίος, από το σημείο εκείνο, αποδεσμεύεται των υποχρεώσεών του (*settlement margin*).

Ο διακανονισμός στα ΣΜΕ μπορεί να γίνει ως εξής:

A. Χρηματικός διακανονισμός. Η διαφορά ανάμεσα στην τιμή του συμβολαίου και στην τρέχουσα τιμή της αγοράς πιστώνεται στο λογαριασμό του επενδυτή που επιβεβαίωσε τις προσδοκίες του και πιστώνεται ο αντισυμβαλλόμενος με το αντίστοιχο ποσό της ζημίας. Το αλγεβρικό άθροισμα των χρηματικών αυτών ποσών από τις συναλλαγές των δύο μερών είναι πάντα μηδενικό, διότι ότι κερδίζει ο ένας επενδυτής το χάνει ο αντισυμβαλλόμενός του.

B. Φυσική παράδοση. Στην ημερομηνία λήξης, ο αγοραστής παραλαμβάνει το αγαθό από τον πωλητή, στην προσυμφωνημένη τιμή, είτε η τιμή του στη τρέχουσα αγορά ανήλθε, είτε κινήθηκε πτωτικά. Εάν στην ημερομηνία λήξης η τιμή του συμβολαίου είναι υψηλότερη από την τιμή διακανονισμού, ο αγοραστής αποκομίζει κέρδος, αν είναι χαμηλότερη, το κέρδος χρεώνεται στον πωλητή.

Γ. Κλείσιμο θέσης. Οι ανοιχτές θέσεις αγοράς ή πώλησης, μπορούν να κλείσουν οποιαδήποτε στιγμή με μία αντίθετη θέση σε ίδια συμβόλαια, της ίδιας σειράς. Για να κλείσει ένας επενδυτής τη θέση του γίνεται αγοραστής και πωλητής, σε ίδια συμβόλαια. Δημιουργεί κατ' αυτόν τον τρόπο μια νέα θέση σε ΣΜΕ, που είναι αντίθετη από την αρχική και η οποία κατά συνέπεια ακυρώνεται. Στάσιμη θέση είναι εκείνη που έχει κλειστεί και τεχνικά δεν υφίσταται πλέον. Η διαδικασία αυτή ονομάζεται εκκαθάριση ή *netting* και επιτρέπει στον επενδυτή να πραγματοποιήσει κέρδος ή / και να περιορίσει τις ζημιές (ΧΑΑ, Εγχειρίδιο Εκκαθάρισης 2002).

2.2.3. Πλεονεκτήματα- Μειονεκτήματα ΣΜΕ.

Τα ΣΜΕ αποτελούν εργαλεία αντιστάθμισης κινδύνου που δεν απαιτούν την καταβολή υψηλού χρηματικού κεφαλαίου τόσο όσο θα απαιτείτο για την αγορά του υποκείμενου τίτλου. Επιτρέπουν κατ' αυτό τον τρόπο, την μετάθεση του κινδύνου και την πραγματοποίηση κέρδους, ενώ η παρουσία του οίκου εκκαθάρισης εξαλείφει τον πιστωτικό κίνδυνο ανάμεσα στα αντισυμβαλλόμενα μέρη. Παράλληλα, τα ΣΜΕ έχουν υψηλή ρευστότητα επιτρέποντας στον κάτοχο τους να ρευστοποιήσει ή να κλείσει τη θέση του ανά πάσα στιγμή, προς όφελός του. Η πληροφόρηση, ως προς τα ΣΜΕ, είναι διαθέσιμη και ίδια για όλους ενώ αντίστοιχα τα ίδια τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης παράγουν πληροφόρηση για την αγορά. Παράλληλα χρησιμοποιούνται ως εργαλεία για τη διαφοροποίηση του κινδύνου που φέρει το χαρτοφυλάκιο του επενδυτή.

Μειονεκτούν κυρίως ως προς τη νομική υποχρέωση για την καταβολή του περιθωρίου ασφαλείας -δέσμευση κεφαλαίου- και ως προς το γεγονός ότι δεν εξασφαλίζουν πλήρη αντιστάθμιση κινδύνου. Είναι πρακτικά αδύνατο τα ΣΜΕ να αντισταθμίσουν πλήρως τον κίνδυνο του επενδυτή κι' αυτό διότι μπορεί να μην υπάρχει πλήρης συσχέτιση ανάμεσα στο υποκείμενο αγαθό και το ΣΜΕ. Ταυτόχρονα ο επενδυτής τελεί σε αβεβαιότητα να προσδιορίσει την χρονική στιγμή, πριν από την προβλεπόμενη ημερομηνία λήξης, που είναι κατάλληλη να αγοράσει ή να πωλήσει το αγαθό, ή να κλείσει τη θέση του. Τέλος πρέπει να τονιστεί ότι ο κίνδυνος βάσης αυξάνεται όσο επιμηκύνεται η χρονική διάρκεια, ως τη λήξη του συμβολαίου (Βισβίκης, 2002).

2.3. Προθεσμιακά Συμβόλαια

Τα προθεσμιακά συμβόλαια είναι «έξω-χρηματιστηριακά» παράγωγα προϊόντα (over the counter products- OTC). Είναι εργαλεία που δημιουργούνται εκτός των οργανωμένων χρηματιστηρίων, από ειδικούς διαπραγματευτές, που συναλλάσσονται απευθείας μεταξύ τους ή με τους αντισυμβαλλόμενους τους. Τα συμβόλαια αυτού του είδους, διαφέρουν από τα

υπόλοιπα, διότι είναι διαμορφωμένα για να ανταποκρίνονται στις ιδιαίτερες ανάγκες των τελικών χρηστών και περιλαμβάνουν οποιουσδήποτε όρους, αρκεί να είναι σύννομοι και αποδεκτοί από τους αντισυμβαλλόμενους. Υποκείμενος τίτλος ή αγαθό, μπορεί να είναι οποιοδήποτε έννομο αντικείμενο συναλλαγής που επιθυμούν τα δύο μέρη, ανάλογα με τις ιδιαίτερες ανάγκες αντιστάθμισης κινδύνου που φέρουν. Αναλυτικότερα :

Το προθεσμιακό συμβόλαιο είναι οποιοδήποτε ατομικό μη μεταβιβάσιμο συμβόλαιο, που συνομολογείται κατόπιν διαπραγματεύσεων, και στο οποίο ο αγοραστής συμφωνεί να παραλάβει, και ο πωλητής υποχρεούνται να παραδώσει, μια συγκεκριμένη αξία ενός χρηματοοικονομικού τίτλου ή προϊόντος σε μια προκαθορισμένη ημερομηνία και σε προκαθορισμένη τιμή. Κάθε είδους τίτλος, μπορεί να είναι παραδοτέος σε καθορισμένη τιμή σε συγκεκριμένη ημερομηνία, στην προθεσμιακή αγορά. Σημειώνεται ότι το συνολικό χρηματικό ποσό που αφορά στην προθεσμιακή συμφωνία δεν ανταλλάσσεται πριν από την ημερομηνία παράδοσης του υποκείμενου τίτλου.

Όπως και στα ΣΜΕ, εκείνος που αγοράζει λαμβάνει θέση αγοράς και εκείνος που πωλεί, θέση πώλησης. Η προκαθορισμένη τιμή της παραπάνω συμφωνίας, ονομάζεται **τιμή παράδοσης**. Κατά τη σύναψη του συμβολαίου, η αξία του είναι μηδενική διότι η διαπραγμάτευση γίνεται στη λήξη. Το συμβόλαιο αποκτά ή χάνει αξία κατά το χρόνο ισχύος του, με βασική μεταβλητή για τον προσδιορισμό της τιμής του, την αγοραία τιμή του υποκείμενου αγαθού. Στη λήξη, εάν η τιμή του υποκείμενου τίτλου στη τρέχουσα αγορά, είναι υψηλότερη από την τιμή παράδοσης, τότε ο αγοραστής αποκομίζει κέρδος, διότι παραλαμβάνει τον τίτλο σε χαμηλότερη τιμή από εκείνη που ισχύει στην αγορά, ενώ εάν είναι χαμηλότερη, η αξία της θέσης πώλησης γίνεται θετική. Ανεξάρτητα από τα κόστη διαπραγμάτευσης το αλγεβρικό άθροισμα αυτής της συναλλαγής είναι μηδενικό. Ό,τι χάνει το ένα μέρος, το κερδίζει το άλλο (Λιβάνης και Γεωργιάδης, 2002).

2.3.1. Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα Προθεσμιακών Συμβολαίων.

Τα πλεονεκτήματα των προθεσμιακών συμβολαίων είναι ότι εξυπηρετούν πλήρως τις ανάγκες των μερών, αφού είναι προσαρμοσμένα στις απαιτήσεις τους. Παράλληλα, είναι απλά στη χρήση τους, δεν απαιτούν ιδιαίτερη τεχνογνωσία και στοχεύουν στην αντιστάθμιση του κινδύνου έναντι των διακυμάνσεων των τιμών, οποιουδήποτε τίτλου, ανάλογα με τις προσδοκίες των μερών. Τέλος, δεν απαιτούν καμία δέσμευση κεφαλαίου μέχρι τη λήξη του συμβολαίου.

Τα προθεσμιακά συμβόλαια δεν είναι τυποποιημένα στα χρηματιστήρια, όπως συμβαίνει για τα ΣΜΕ. Συνεπώς, πρέπει να δίδεται ιδιαίτερη προσοχή, κατά τη σύναψη ενός τέτοιου συμβολαίου, όσον αφορά στην ποιότητα του υποκείμενου αγαθού ή τίτλου και πως αυτή εκτιμάται, στο κόστος αυτής της εκτίμησης, στα μεταφορικά έξοδα, στον τόπο παράδοσης κ.λ.π.

Επιπλέον, ενώ είναι ιδιαίτερα ευέλικτα ως προς το περιεχόμενό τους, γιατί ικανοποιούν τις ανάγκες των αντισυμβαλλόμενων, δεν παρέχουν αντίστοιχη ευελιξία ως προς το κλείσιμο της θέσης τους. Ανάλογα, όσο πιο περίπλοκο είναι ένα συμβόλαιο, τόσο πιο δύσκολο είναι να βρεθεί ενδιαφερόμενο μέρος, που θα λάβει αντίθετη θέση. Επίσης, οι έξω-χρηματιστηριακοί οίκοι διαπραγμάτευσης συμβολαίων, δεν έχουν τον ίδιο όγκο πελατών όπως τα χρηματιστήρια, γεγονός που καθιστά το κλείσιμο μιας θέσης ακόμα πιο δύσκολη υπόθεση. Συνήθως, ο επενδυτής μπορεί πιο εύκολα να κλείσει τη θέση του στα προθεσμιακά συμβόλαια συναλλάγματος. Αυτό μπορεί να γίνει ακόμα και αγοράζοντας ή πωλώντας ένα δεύτερο συμβόλαιο που αντισταθμίζει την αρχική του θέση.

Ένα από τα σημαντικά μειονεκτήματα των έξω-χρηματιστηριακών προθεσμιακών συμβολαίων είναι ότι δεν υπάρχει οίκος εκκαθάρισης, κατά συνέπεια, κάθε συμβαλλόμενο μέρος υπόκειται στον κίνδυνο ότι ο αντισυμβαλλόμενος του, δεν θα εκπληρώσει τις νόμιμες υποχρεώσεις του. Δηλαδή μια τέτοια συναλλαγή ενέχει πιστωτικό κίνδυνο (*credit risk*) και κατά συνέπεια νομικό κίνδυνο και κίνδυνο ρευστότητας.

2.3.2. Διαφορές ανάμεσα στα ΣΜΕ και στα Προθεσμιακά Συμβόλαια.

Τα ΣΜΕ διαφέρουν έναντι των προθεσμιακών συμβολαίων ως προς τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τους, τον τρόπο διαπραγμάτευσης και το εγγυητικό καθεστώς που τα διέπει. Ειδικότερα,

Χαρακτηριστικά:

1. Τα ΣΜΕ είναι τυποποιημένα συμβόλαια σε ότι αφορά στο μέγεθος του συμβολαίου, στην χρονική διάρκεια, στην παράδοση και στον διακανονισμό. Αντίθετα τα προθεσμιακά συμβόλαια είναι κατά τέτοιο τρόπο σχεδιασμένα ώστε να ικανοποιούν τις ιδιαίτερες ανάγκες των χρηστών .

2. Στα ΣΜΕ υπάρχουν ανώτατα όρια τιμών σε ημερήσια βάση, περιορισμός που δεν υφίσταται στα προθεσμιακά συμβόλαια.

3. Στα ΣΜΕ, πληροφορίες και τιμές είναι γνωστές σε όλους τους επενδυτές, εν αντιθέσει με τα προθεσμιακά συμβόλαια που οι τιμές εξαρτώνται από το κόστος της συναλλαγής και τον πιστωτικό κίνδυνο.

4. Σε ότι αφορά στη διαδικασία παράδοσης, στα ΣΜΕ ορίζεται ημερομηνία λήξης, όπως και ο τόπος παράδοσης, ενώ στα προθεσμιακά συμβόλαια η διαδικασία καθορίζεται ανάλογα με το συμβόλαιο.

Τρόπος διαπραγμάτευσης:

1. Τα προθεσμιακά συμβόλαια, είναι ιδιωτικές συμφωνίες ανάμεσα σε δύο επενδυτές με ιδιαίτερα χαρακτηριστικά γι' αυτό και έχουν περιορισμένη ρευστότητα. Αντίθετα, τα ΣΜΕ είναι διαπραγματεύσιμα στις χρηματιστηριακές πλατφόρμες και έχουν υψηλή ρευστότητα, λόγω του μεγάλου αριθμού των επενδυτών και του υψηλού αγοραστικού ενδιαφέροντος.

2. Τα προθεσμιακά συμβόλαια ανήκουν στην έξω-χρηματιστηριακή αγορά και είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης, σε εικοσιτετράωρη βάση, σε αντίθεση με τα ΣΜΕ που διαπραγματεύονται σε ώρες συναλλαγών χρηματιστηρίου.

3. Στα ΣΜΕ ο διακανονισμός είναι καθημερινός, έως τη λήξη, ενώ στα προθεσμιακά συμβόλαια υπάρχει μια μόνο καταληκτική πληρωμή, κατά την ημερομηνία λήξης του συμβολαίου.

Εγγυητικός μηχανισμός:

1. Από τις σημαντικότερες διαφορές ανάμεσα στα δύο συμβόλαια, είναι η απουσία εκκαθαριστικού οίκου στα προθεσμιακά συμβόλαια. Τα προθεσμιακά συμβόλαια δεν ρυθμίζονται από κάποιο θεσμικό όργανο όπως γίνεται στα ΣΜΕ, αλλά υπάρχει αυτορύθμιση.

2. Στα ΣΜΕ προϋποτίθεται κατάθεση χρηματικού ποσού, ως περιθωρίου ασφαλείας, σε αντίθεση με τα προθεσμιακά συμβόλαια όπου δεν υπάρχουν αρχικές καταβολές χρημάτων (initial margin) (Βισβίκης, 2003).

2.4. Δικαιώματα Προαίρεσης

Τα δικαιώματα προαίρεσης αποτελούν παράγωγα προϊόντα που βασίζονται σε μετοχές, δείκτες, επιτόκια, συνάλλαγμα ή άλλους τίτλους και χρησιμοποιούνται για την αντιστάθμιση του κινδύνου, που αντιμετωπίζει ένας επενδυτής.

Αποτελούν συμβάσεις μεταξύ δύο αντισυμβαλλόμενων για την ανταλλαγή συγκεκριμένης ποσότητας συμβολαίων, σε προκαθορισμένη ημερομηνία και τιμή. Διακρίνονται δύο ειδών δικαιώματα: Δικαιώματα αγοράς (call options), και Δικαιώματα πώλησης (put options).

Αντίστοιχα, με τα δύο παραπάνω είδη διακρίνονται αγοραστές και πωλητές.

- Ο **αγοραστής του δικαιώματος αγοράς (long call holder)** έχει το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση, να αγοράσει τον υποκείμενο τίτλο από τον πωλητή, στην τιμή εξάσκησης, κατά τη διάρκεια ισχύος του δικαιώματος. Για να αγοράσει αυτό το

δικαίωμα, καταβάλλει στον πωλητή την τιμή του δικαιώματος, ως αποζημίωση για την υποχρέωση που εκείνος αναλαμβάνει. Ο επενδυτής, επιλέγει να αγοράσει το δικαίωμα αγοράς, επειδή προσδοκά ή προβλέπει ότι η τιμή του υποκείμενου τίτλου, π.χ. μιας μετοχής, θα ανέβει και προκειμένου να αγοράσει την ίδια τη μετοχή στη φυσική αγορά, αγοράζει το δικαίωμα πάνω σε αυτή. Γι' αυτό το λόγο, εάν η τιμή εξάσκησης του δικαιώματος είναι χαμηλότερη από την τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου, ο επενδυτής θα εξασκήσει το δικαίωμα του και θα κερδίσει, αγοράζοντας τη μετοχή σε χαμηλότερη τιμή έναντι εκείνης που θα αγόραζε στο χρηματιστήριο. Ανάλογα, όσο μεγαλύτερη είναι η διαφορά ανάμεσα στις δύο τιμές, τόσο μεγαλύτερο είναι το κέρδος του επενδυτή. Αντίθετα, εάν οι προσδοκίες του δεν επαληθευτούν και η τιμή της μετοχής μειωθεί, το δικαίωμα αγοράς δεν θα εξασκηθεί και ο αγοραστής του θα ζημιωθεί μόνο με το πόσο που κατέβαλε για να αγοράσει το δικαίωμα. Ο επενδυτής δεν θα έχει ούτε κέρδη, ούτε ζημιά, στην περίπτωση που η τιμή του υποκείμενου τίτλου ισούται με την τιμή εξάσκησης, συν την τιμή του δικαιώματος (option premium) που κατέβαλε.

- Ο **πωλητής του δικαιώματος αγοράς (short call holder)** αναλαμβάνει την υποχρέωση να πωλήσει στον αγοραστή τον υποκείμενο τίτλο, στην καθορισμένη τιμή εξάσκησης, όταν εκείνος το απαιτήσει, εξασκώντας το δικαίωμα του. Οι προσδοκίες του διαφέρουν από εκείνες του αγοραστή, υπό την έννοια ότι εκείνος αναμένει ότι θα υπάρξουν πτωτικές ή σταθερές τάσεις στην αγορά και κατά συνέπεια δέχεται να αναλάβει την υποχρέωση, να πωλήσει τον υποκείμενο τίτλο, με ανταμοιβή, την τιμή του δικαιώματος, που παίρνει τη μορφή ενός ασφαλιστρου κίνδυνου. Ο πωλητής κρίνει ότι η τιμή του υποκείμενου τίτλου, π.χ. μίας μετοχής, θα μειωθεί και μάλιστα κάτω από την τιμή εξάσκησης. Εάν επιβεβαιωθούν οι προσδοκίες του, ο αγοραστής του δικαιώματος δεν θα εξασκήσει το δικαίωμα του και κατά συνέπεια ο πωλητής, θα έχει αποκομίσει

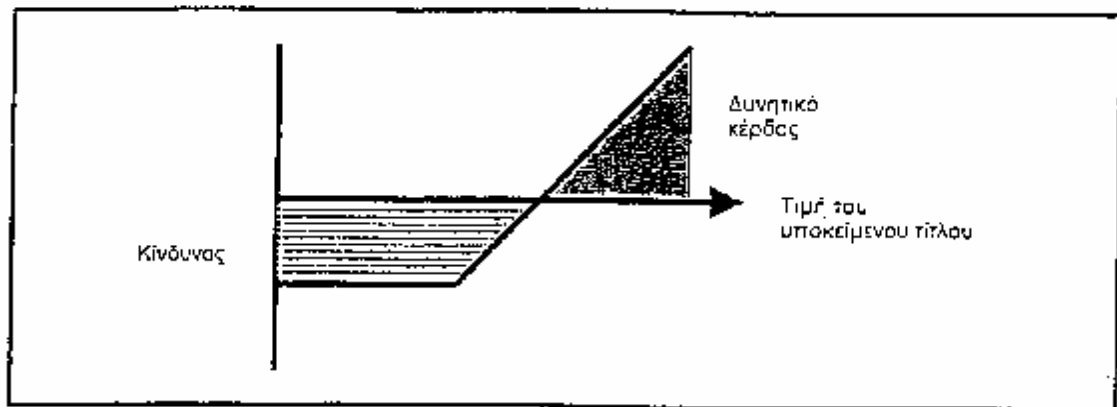
κέρδος ίσο με το πόσο που εισέπραξε από την τιμή του δικαιώματος. Αντίθετα εάν η τιμή της μετοχής ανέβει, τότε ο πωλητής ενδέχεται να ζημιωθεί *απεριόριστα*, όσο δυνατικά μπορεί να ανέβει η τιμή της μετοχής, σε σχέση με την τιμή εξάσκησης, εφόσον θα πρέπει να πωλήσει τις μετοχές στη τιμή εξάσκησης, σε χρόνο που η τρέχουσα τιμή τους, είναι πολύ υψηλότερη. Ο πωλητής δεν θα έχει κερδίσει ή ζημιωθεί, εάν η τρέχουσα τιμή ισούται με την τιμή εξάσκησης συν την τιμή του δικαιώματος (αρχίζει να ζημιώνεται πέραν αυτού του σημείου ισορροπίας).

- Ο **αγοραστής του δικαιώματος πώλησης (long put holder)** έχει το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση, να πωλήσει τον υποκείμενο τίτλο στην τιμή εξάσκησης κατά τη διάρκεια ισχύος του δικαιώματος. Για να αγοράσει αυτό το δικαίωμα, καταβάλλει στον πωλητή, τη τιμή του δικαιώματος (option premium). Ο συγκεκριμένος επενδυτής προσδοκά ότι η τιμή του υποκείμενου τίτλου, θα μειωθεί σημαντικά και εάν κυμανθεί κάτω από την τιμή εξάσκησης, θα μπορέσει να εξασκήσει το δικαίωμα του και να αποκομίσει κέρδος, πωλώντας τον υποκείμενο τίτλο, π.χ. μια μετοχή, σε υψηλότερη τιμή, στον πωλητή του δικαιώματος. Ανάλογα, εάν η τιμή της μετοχής είναι υψηλότερη από την τιμή εξάσκησης, ο αγοραστής θα επιλέξει να αφήσει το δικαίωμα να εκπνεύσει. Το κέρδος του στη συγκεκριμένη περίπτωση είναι *περιορισμένο*, καθότι η μετοχή δεν μπορεί να λάβει τιμή κατώτερη του μηδενός. Αντίστοιχα, η ζημιά του είναι *περιορισμένη*, στο πόσο που κατέβαλε για να αγοράσει το δικαίωμα.
- Ο **πωλητής του δικαιώματος πώλησης (short put holder)** προσδοκώντας ότι η τιμή του υποκείμενου τίτλου θα παραμείνει σταθερή ή θα αυξηθεί, αναλαμβάνει την υποχρέωση να αγοράσει από τον πωλητή τις μετοχές, στην συγκεκριμένη τιμή εξάσκησης και λαμβάνει, ως αντίτιμο για αυτή την υποχρέωση, την τιμή του δικαιώματος. Εάν οι προσδοκίες του επαληθευτούν και η τιμή του υποκείμενου τίτλου

είναι υψηλότερη από την τιμή εξάσκησης ο αγοραστής δεν θα έχει λόγο να εξασκήσει το δικαίωμα του και κατά συνέπεια ο πωλητής θα αποκομίσει κέρδος ίσο με την τιμή του δικαιώματος. Εάν αντίθετα, δεν επαληθευτούν οι προβλέψεις του και η τιμή του υποκείμενου τίτλου, πχ. μιας μετοχής, μειωθεί σε επίπεδο χαμηλότερο από την τιμή εξάσκησης, ο αγοραστής θα εξασκήσει το δικαίωμα του και ο πωλητής οφείλει να αγοράσει τις μετοχές σε υψηλότερη τιμή από εκείνη που ισχύει κατά τη λήξη, στη χρηματιστηριακή αγορά. Αυτή η συναλλαγή, θα οδηγήσει σε ζημία η οποία ωστόσο είναι *περιορισμένη*, αφού η τιμή της μετοχής δεν μπορεί να είναι μικρότερη του μηδενός. Δεν κερδίζει ούτε χάνει όταν η τιμή της μετοχής είναι ίση με την τιμή εξάσκησης μείον την τιμή του δικαιώματος.

Παρακάτω απεικονίζονται διαγραμματικά οι θέσεις αγοράς και πώλησης σε δικαιώματα Προαίρεσης.

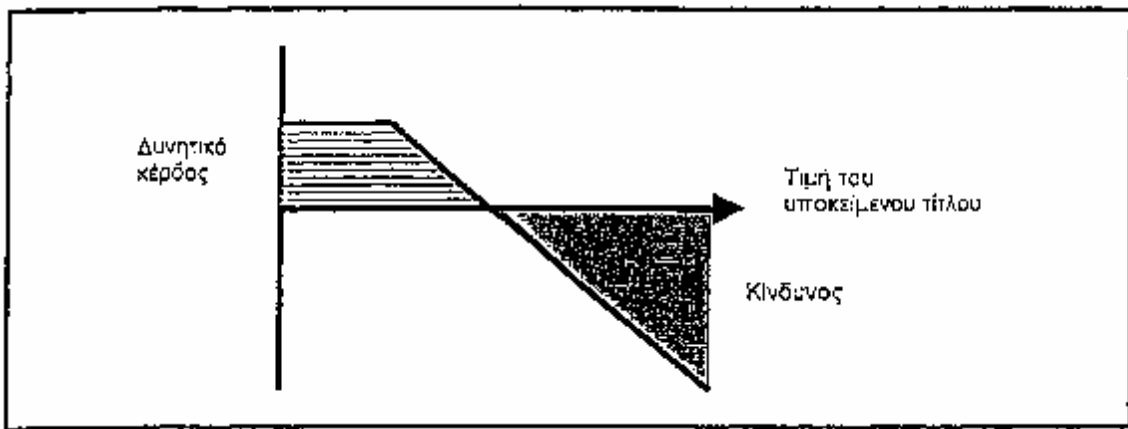
Διάγραμμα 2.4: Αγορά Δικαιώματος Αγοράς.



Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών

Έτος: 2002

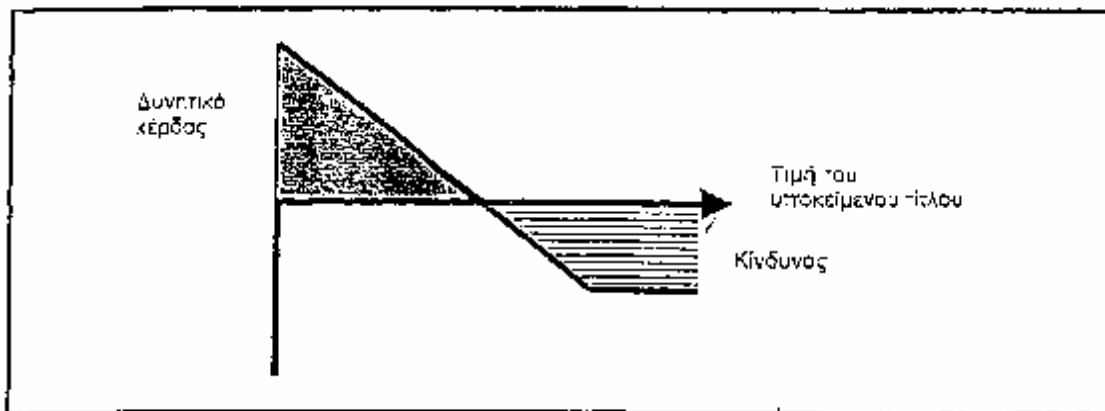
Διάγραμμα 2.5: Πώληση Δικαιώματος Αγοράς.



Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών

Έτος: 2002

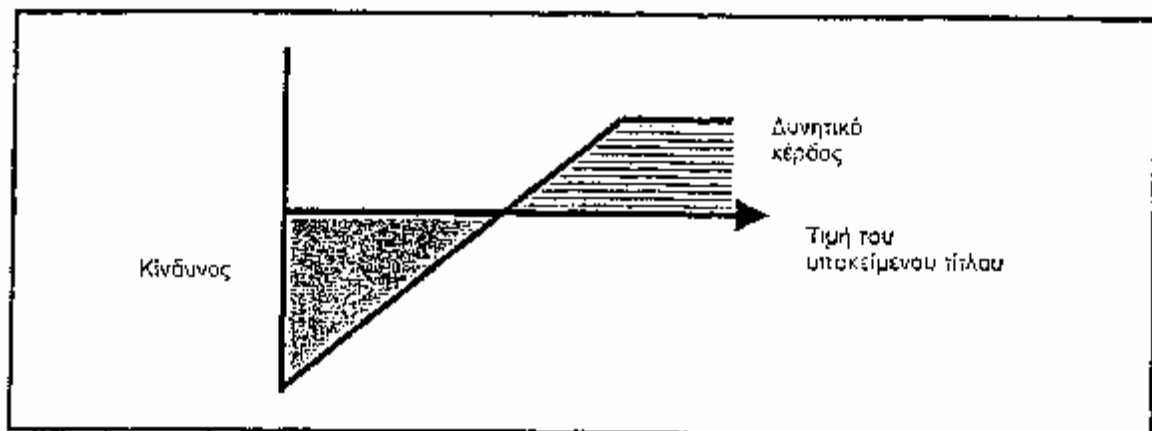
Διάγραμμα 2.6: Αγορά Δικαιώματος Πώλησης.



Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών

Έτος: 2002

Διάγραμμα 2.7: Πώληση Δικαιώματος Πώλησης.



Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών

Έτος: 2002

Για κάθε δικαίωμα ο αγοραστής πληρώνει στον πωλητή την αντίστοιχη τιμή - αξία του δικαιώματος (option premium). Εάν ο αγοραστής, έχει τη δυνατότητα να εξασκήσει το δικαίωμα του ανά πάσα στιγμή, από την ημερομηνία σύναψης του συμβολαίου, έως τη λήξη τότε τα δικαιώματα ονομάζονται Αμερικανικού τύπου. Εάν η εξάσκηση του δικαιώματος μπορεί να γίνει μόνο στην λήξη, τότε τα δικαιώματα ονομάζονται Ευρωπαϊκού τύπου.

Τα δικαιώματα αποτελούν χρηματιστηριακές συμφωνίες με τυποποιημένα χαρακτηριστικά. Οι όροι και οι προϋποθέσεις αυτών είναι παρόμοιες, επιτρέποντας στη συγκεκριμένη αγορά να έχει υψηλό αγοραστικό ενδιαφέρον και μεγάλη ρευστότητα.¹

2.4.1. Χρήση και Διακανονισμός Δικαιωμάτων.

Οι επιλογές που έχει στη διάθεση του ο αγοραστής του δικαιώματος πώλησης ή αγοράς είναι οι ακόλουθες:

- (1) να εξασκήσει το δικαίωμα πωλώντας ή αγοράζοντας τον υποκείμενο τίτλο στην τιμή εξάσκησης,
- (2) να κλείσει τη θέση του λαμβάνοντας αντίθετη θέση στην αγορά και,
- (3) να αφήσει το δικαίωμα να εκπνεύσει.

Αντίθετα ο πωλητής του δικαιώματος πώλησης ή αγοράς υποχρεούται:

- (α) να εκπληρώσει την υποχρέωση του και να αγοράσει ή να πωλήσει τον υποκείμενο τίτλο στην τιμή εξάσκησης εάν και όταν του ζητηθεί, ή,

¹ Η τυποποίηση αναφέρεται στα παρακάτω στοιχεία:

Υποκείμενο αγαθό ή τίτλος (underlying asset): Αποτελεί τον τίτλο επί του οποίου συνάπτεται το δικαίωμα και τον οποίο ο κάτοχος του δικαιώματος δικαιούται να αγοράσει ή να πωλήσει.

Τιμή εξάσκησης (strike price): Είναι η προσυμφωνημένη τιμή στην οποία εξασκείται το δικαίωμα και η οποία δεν μεταβάλλεται κατά τη διάρκεια ισχύος του συμβολαίου.

Μέγεθος συμβολαίου (contract size): Συνήθως τα δικαιώματα αφορούν σε συγκεκριμένο μέγεθος συμβολαίου.

Διάρκεια (duration - time to maturity): Αποτελεί το χρονικό διάστημα εντός του οποίου μπορεί να εξασκηθεί το δικαίωμα. Μπορεί να είναι μήνας ή έτος ή όπως προκαθορίζεται από το χρηματιστήριο. Μετά τη λήξη αυτού του χρονικού πλαισίου και τα δύο συμβαλλόμενα μέρη αποδεσμεύονται των υποχρεώσεών τους.

Κλάση (class): Δικαιώματα του ίδιου είδους δηλαδή ή αγοράς ή πώλησης που προέρχονται από τον ίδιο υποκείμενο τίτλο, είναι δικαιώματα της ίδιας κλάσης.

Σειρά δικαιωμάτων (Series): Δύο δικαιώματα είναι της ίδιας σειράς, όταν είναι της ίδιας κλάσης, έχουν ίδια τιμή εξάσκησης και ίδια ημερομηνία λήξης.

(β) να κλείσει τη θέση του.

(α) Όταν ο κάτοχος του δικαιώματος αποφασίσει να εξασκήσει το δικαίωμα του, δηλαδή να πωλήσει ή ν'αγοράσει τον συγκεκριμένο υποκείμενο τίτλο στη αντίστοιχη τιμή εξάσκησης, δίνει έγγραφη εντολή, (μέσω χρηματιστού ή τράπεζας) η οποία διαβιβάζεται στον εκκαθαριστικό οίκο του χρηματιστηρίου, που λειτουργεί πλέον ως ο αντισυμβαλλόμενος σε κάθε συναλλαγή. Ο εκκαθαριστικός οίκος, με σύστημα τυχαίας επιλογής, βρίσκει πωλητές δικαιωμάτων πώλησης ή αγοράς, που έχουν αναλάβει την υποχρέωση να παραδώσουν ή να παραλάβουν το υποκείμενο αγαθό, τους οποίους αντιστοιχίζει με αγοραστές δικαιωμάτων οι οποίοι τελούν σε αναμονή για να αγοράσουν ή να πωλήσουν τον υποκείμενο τίτλο, στην τιμή εξάσκησης.

(β) Όταν ο επενδυτής επιλέγει να κλείσει τη θέση του, παίρνει την αντίθετη ακριβώς θέση στην αγορά, πωλώντας ή αγοράζοντας δικαιώματα της ίδιας σειράς, π.χ. εάν έχει αγοράσει δικαιώματα αγοράς, κλείνει τη θέση του πωλώντας δικαιώματα αγοράς. Μετά το κλείσιμο, ο επενδυτής βρίσκεται σε ουδέτερη θέση, δηλαδή, δεν έχει δικαιώματα ούτε υποχρεώσεις.

(γ) Τέλος, ο επενδυτής μπορεί να επιλέξει να αφήσει το δικαίωμα να εκπνεύσει χωρίς να το εξασκήσει. Όταν το δικαίωμα εκπνεύσει είναι ανύπαρκτο. Ο επενδυτής επιλέγει να αφήσει το δικαίωμα να εκπνεύσει αν κατά την ημερομηνία λήξης δεν έχει εσωτερική αξία. Σε αυτή τη περίπτωση ζημιώνεται με το πόσο που πλήρωσε για την αγορά του δικαιώματος.

(Λιβάνης και Γεωργιάδης, 2002)

- [2.4.2. Τιμή Δικαιώματος \(Option Premium\)](#).

Το χρηματικό ποσό που καταβάλλει ο επενδυτής για να αγοράσει το δικαίωμα διαμορφώνεται από δύο στοιχεία: την εσωτερική αξία και την αξία του χρόνου.

Ειδικότερα,

$$\text{Τιμή δικαιώματος} = \text{Εσωτερική αξία} + \text{Αξία χρόνου} \quad [4]$$

- Εσωτερική Αξία Δικαιώματος Αγοράς

Η εσωτερική αξία του δικαιώματος ισούται με τη διαφορά μεταξύ της τιμής εξάσκησης και της τιμής του υποκείμενου τίτλου. Η εσωτερική αξία του δικαιώματος αγοράς διαμορφώνεται ως εξής:

$$\text{Εσωτερική αξία δικαιώματος αγοράς} = \text{Τιμή υποκείμενου τίτλου} - \text{τιμή εξάσκησης} \quad [4.1]$$

Δηλαδή, όσο υψηλότερη είναι η τιμή του υποκείμενου τίτλου, σε σχέση με την τιμή εξάσκησης, τόσο υψηλότερη είναι η εσωτερική αξία του δικαιώματος και ως εκ τούτου, η τιμή του. Αν για το δικαίωμα αγοράς η τιμή του υποκείμενου τίτλου είναι μικρότερη από την τιμή εξάσκησης, τότε το δικαίωμα δεν έχει εσωτερική αξία. Αντίστοιχα, το δικαίωμα πώλησης, δεν έχει εσωτερική αξία εάν η τιμή εξάσκησης είναι μικρότερη από την τιμή του τίτλου στην τρέχουσα αγορά.

- Εσωτερική Αξία Δικαιώματος Πώλησης.

Για το δικαίωμα πώλησης, όσο χαμηλότερη είναι η τιμή του υποκείμενου τίτλου σε σχέση με την τιμή εξάσκησης, τόσο υψηλότερη είναι η εσωτερική αξία του δικαιώματος πώλησης. Σε αντίθετη περίπτωση, ο επενδύτης δεν είναι υποχρεωμένος να εξασκήσει το δικαίωμα διότι θα υποστεί ζημία, εφόσον δύναται να πωλήσει τον υποκείμενο τίτλο σε υψηλότερη τιμή στην τρέχουσα αγορά. Συνεπώς:

$$\text{Εσωτερική αξία δικαιώματος πώλησης} = \text{Τιμή εξάσκησης} - \text{Τιμή υποκείμενου τίτλου.} \quad [4.2]$$

- Αξία Χρόνου.

Σύμφωνα με τα παραπάνω η τιμή του δικαιώματος διαμορφώνεται από το άθροισμα της εσωτερικής αξίας και της αξίας του χρόνου. Όσο μεγαλύτερο είναι το χρονικό διάστημα που απομένει ως τη εκπνοή του δικαιώματος, τόσο υψηλότερη είναι η αξία του χρόνου. Όσο πλησιάζει η ημερομηνία λήξης, η αξία του χρόνου μειώνεται, ενώ στην λήξη είναι πάντα ίση με το μηδέν. Αυτό συμβαίνει διότι όσο αυξάνεται ο χρόνος που έχει στη διάθεση του ο επενδυτής για να εξασκήσει το δικαίωμα, τόσο αυξάνονται οι πιθανότητες να επαληθευτούν οι

προσδοκίες του και να πραγματοποιήσει κέρδος. Γι' αυτό και όσο αυξάνεται ο χρόνος μέχρι την ημερομηνία λήξης τόσο υψηλότερη είναι η τιμή του δικαιώματος.

Συνεπώς δύο ίδια δικαιώματα με διαφορετική χρονική διάρκεια έχουν διαφορετική τιμή δικαιώματος.

- *Ο παράγοντας Μόχλευση*

Η μόχλευση αναφέρεται στην χαμηλότερη δέσμευση κεφαλαίου όταν αγοράζεται ένα δικαίωμα αντί της αγοράς του ίδιου του υποκείμενου τίτλου. Η μόχλευση είναι αντιστρόφως ανάλογη προς τον υπολειπόμενο χρόνο λήξης του συμβολαίου.

Πρέπει να τονιστεί -σε σχέση με το κεφάλαιο που έχει επενδυθεί- ότι οι μεταβολές των τιμών των δικαιωμάτων είναι κατά κανόνα μεγαλύτερες από τις μεταβολές των τιμών των υποκείμενων τίτλων δηλαδή όσο αυξάνει η τιμή του υποκείμενου τίτλου, τόσο, η ποσοστιαία απόδοση του δικαιώματος αγοράς, με βάση το δεσμευμένο κεφάλαιο, είναι, συνήθως, μεγαλύτερη από εκείνη του υποκείμενου τίτλου. Τούτο οφείλεται στο γεγονός ότι τόσο τα κέρδη, όσο και οι ζημιές είναι, κατά πάσα πιθανότητα, υψηλότερα (Χ.Α, 2002).

2.5. Ανταλλαγές Απαιτήσεων (Swaps).

Οι ανταλλαγές απαιτήσεων είναι μια απλή συμφωνία μεταξύ δύο αντισυμβαλλομένων όπου η κυμαινόμενη τιμή μιας συγκεκριμένης ποσότητας ενός τίτλου ή αγαθού, ανταλλάσσεται με την σταθερή τιμή για το ίδιο αγαθό, για μια συγκεκριμένη περίοδο (plain vanilla swap). Αποτελεί, ουσιαστικά, ένα χαρτοφυλάκιο διαδοχικών προθεσμιακών συμβολαίων για την προσυμφωνημένη χρονική περίοδο- δηλαδή μια ράντα δοσοληψιών. Η διαφορά ανάμεσα στην κυμαινόμενη και στην σταθερή τιμή διακανονίζεται χρηματικά, ενώ δεν υπάρχει φυσική παράδοση αγαθού ή τίτλου. Χρησιμοποιούνται κυρίως για αντιστάθμιση κινδύνου, ενώ στο πλείστο των περιπτώσεων αποτελούν έξω-χρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα. Τα βασικότερα είδη τέτοιων ανταλλαγών είναι οι Ανταλλαγές επιτοκίων και οι Ανταλλαγές συναλλάγματος.

- **Swap επιτοκίων (Interest rate swap).** Αναφέρεται στην ανταλλαγή της πληρωμής τόκων σε πιστωτικά εργαλεία με διάφορα χαρακτηριστικά, χρησιμοποιώντας αρχικό θεωρητικό ποσό, ως βάση υπολογισμού της πληρωμής του τόκου. Υπάρχουν τρία βασικά είδη ανταλλαγών επιτοκίου: Ανταλλαγή τοκομεριδίου (coupon swap), ανταλλαγή βάσης (basis swap) και ανταλλαγή συναλλαγματικών τοκομεριδίων (Interest coupon payments). Τα συνηθέστερα swap επιτοκίων είναι τα swap τοκομεριδίων. Συνήθως χρησιμοποιούνται για την μετατροπή δανείου με σταθερό επιτόκιο σε δάνειο με κυμαινόμενο επιτόκιο ή το αντίστροφο, παρέχοντας στον επενδυτή τη δυνατότητα μείωσης του κινδύνου έναντι των αυξομειώσεων των επιτοκίων. Τα swap τοκομεριδίου είναι συμφωνία με την οποία οι πληρωμές τοκομεριδίου μιας μακροπρόθεσμης μίσθωσης, με σταθερό επιτόκιο, ανταλλάσσονται με πληρωμές τόκων σε μία πίστωση με κυμαινόμενο επιτόκιο στο ίδιο νόμισμα.
- **Ανταλλαγές συναλλάγματος.** Μια τέτοια συμφωνία προβλέπει την ανταλλαγή ορισμένου ποσού συναλλάγματος έναντι άλλου νομίσματος. Ανταλλάσσεται συγκεκριμένη σταθερή ποσότητα ενός νομίσματος, με κυμαινόμενη ποσότητα άλλου νομίσματος, ανά τακτά χρονικά διαστήματα π.χ. ανά μήνα, βάσει συναλλαγματικής ισοτιμίας που ισχύει κατά τη σύναψη του συμβολαίου (Roberts, 1996).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΣΤΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ

3.1. Εισαγωγή

Η ποντοπόρος ναυτιλία είναι βιομηχανία εντάσεως κεφαλαίου με διεθνείς συνθήκες λειτουργίας η οποία επηρεάζεται όχι μόνο από τις εγχώριες αλλά κυρίως από τις διεθνείς συνθήκες. Ανήκει πάντα σε διεθνοποιημένο περιβάλλον, ιδιαίτερα δε σήμερα, που η παγκοσμιοποίηση των αγορών αποτελεί φαινόμενο της εποχής, πρέπει να προσαρμοστεί σε νέες μεταβλητές και σε περισσότερο ανταγωνιστικές συνθήκες, που απορρέουν τόσο από την εξέλιξη της τεχνολογίας σε όλους τους τομείς της παγκόσμιας αγοράς, όσο και από τη παγκόσμια διεύρυνση της ζήτησης και της προσφοράς.

Η ναυτιλιακή επιχείρηση ανήκει σε μια βιομηχανία όπου το παραγόμενο προϊόν, είναι η υπηρεσία της μεταφοράς. Είναι ευνόητο, ότι η μεταφορά ως προϊόν, δεν μπορεί να αποθηκευτεί και κατά συνέπεια η εμπορική αυτή δραστηριότητα πρέπει να είναι άμεση και συνεχής. Επιπλέον, για την απόκτηση του συντελεστή κεφάλαιο - το πλοίο - απαιτούνται μεγάλα χρηματικά ποσά (απο 40 – 150 εκατομμύρια δολάρια, ανάλογα με τον τύπο του πλοίου). Τα χρηματικά αυτά ποσά, προέρχονται κατά κύριο λόγο από τραπεζικό δανεισμό, απο τα χρηματιστήρια (με εξαίρεση την ακτοπλοΐα) και σε μικρότερο ποσοστό από ίδια χρηματοδότηση (Γεωργαντόπουλος και Βλάχος, 1997).

Τα δύο παραπάνω στοιχεία, η ιδιαιτερότητα της μεταφορικής υπηρεσίας αφενός και η χρήση του συντελεστή Κεφάλαιο αφετέρου, διαφοροποιούν τη ναυτιλιακή επιχείρηση από μια επιχείρηση ξηράς. Τα δύο αυτά συστατικά είναι επιπλέον εκείνα, που μαζί με άλλα, διαμορφώνουν το περιβάλλον αβεβαιότητας και κινδύνου, μέσα στο οποίο καλείται ο πλοιοκτήτης να λειτουργήσει το πλοίο του. Ασφαλώς, δεν είναι μόνο οι λειτουργικοί κίνδυνοι που πρέπει να αντιμετωπίσει ο πλοιοκτήτης, αλλά και η εξασφάλιση της βιώσιμης και επικερδούς παραμονής του στο ναυτιλιακό χώρο.

Δύο, συνεπώς, είναι οι βασικοί κίνδυνοι που αντιμετωπίζει ένας πλοιοκτήτης ή μια ναυτιλιακή επιχείρηση.

Τον *Κίνδυνο λειτουργίας (Operational risk)* από την καθημερινή λειτουργία-χρήση του πλοίου και τον *Κίνδυνο πλοιοκτησίας (Ownership risk)* δηλαδή τον κίνδυνο που απειλεί την κατοχή τού πλοίου ως περιουσιακού στοιχείου.¹ Βασικές πηγές κινδύνων είναι η απώλεια ναύλου (freight/rate risk), το λειτουργικό κόστος του πλοίου (πχ. καύσιμα) και τα ναυτιλιακά ατυχήματα (απώλεια ζωής, σύγκρουση, προσάραξη, ρύπανση κ.λπ).

Τα σημαντικότερα μεταφερόμενα φορτία είναι τα υγρά (πετρέλαιο, παράγωγα πετρελαίου, φυτικά έλαια, χημικά, κρασί) και τα ξηρά φορτία (σιδηρομετάλλευμα, σιτηρά, δημητριακά, άνθρακας). Οι μεταφορές υγρού φορτίου γίνονται με πλοία Tanker τύπου UL/VLCC (200.000+ dwt), Suez max (100.000-199.999 dwt), Aframax (70.000-99.999 dwt), Handy size και product tankers (έως 70.000 dwt). Η μεταφορά ξηρού φορτίου γίνεται με πλοία Capesizes (80.000+ dwt), Panamax (50.000-79.999 dwt), Handy max (30.000-49.999 dwt) και Handy sizes (10.000-29.999 dwt). Η ναυτιλία γραμμών (Containers) εξυπηρετείται από τα

¹ Ownership risk

1. Η διακύμανση της αξίας του πλοίου διαχρονικά.
Είναι κίνδυνοι που συνυπάρχουν με την απόφαση για αγορά ή πώληση πλοίου. Τα πλοία θεωρούνται μια μορφή επένδυσης, με την οικονομική έννοια του όρου, η οποία δημιουργεί εισόδημα και ενδεχόμενη κεφαλαιακή απόδοση.
2. Ο κίνδυνος διακύμανσης των επιτοκίων επηρεάζει άμεσα την πλοιοκτησία που προέρχεται απο τραπεζικό δανεισμό.
3. Οι κίνδυνοι που απορρέουν απο τους όρους, τις υποχρεώσεις και τις προϋποθέσεις ασφαλείας της ναυτιλίας. (ISPS, Marpol, Solas, Opa)
4. Οι εμπορικοί κίνδυνοι που συνδέονται με την επιλογή του τύπου του πλοίου, όπως το μέγεθός (dwt), η αγορά στην οποία θα δραστηριοποιηθεί το πλοίο (αγορά υγρού ή ξηρού φορτίου) και ο γεωγραφικός χώρος λειτουργίας του.

Operational risk

1. Η διακύμανση των εσόδων που οφείλεται στην διακύμανση του ναύλου στην τρέχουσα αγορά.
2. Οι διακυμάνσεις στο μεταβλητό κόστος που διαιρείται σε
 - Κόστος επάνδρωσης.
 - Επισκευές και συντήρηση.
 - Προμήθειες .
 - Κόστη ασφαλιστικού φορέα.
 - Πρακτόρευση.
 - Ρυμούλκηση, Έξοδα λιμένων ή καναλιών.
 - Καύσιμα.
 - Έξοδα Διοίκησης.
3. Επιλογή τύπου ναυλοσυμφώνου.(spot ή time charter αγορά, bare boat, COA)

Post-Panamax, Panamax, Handymax, Handysize, Feedermax και Feeder και η επιβατηγός ναυτιλία με κρουαζιερόπλοια, με ΕΓ/ΟΓ και πλοία ειδικής κατασκευής.

Ο Καθηγητής Μανώλης Καβουσάνος σε έρευνα που πραγματοποίησε στη διάρκεια των ετών 1996-1998, υπολογίζει με τα οικονομετρικά μοντέλα GARCH και E-GARCH, τη διακύμανση στις τιμές των ναύλων spot και timecharter στην αγορά υγρού και ξηρού φορτίου, καθώς και τη διακύμανση στις τιμές κτίσης των πλοίων ανά τομέα της αγοράς, επιτρέποντας με αυτό το τρόπο την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με τα επίπεδα του κινδύνου που φέρουν διαφορετικά ναυλοσύμφωνα και διαφορετικοί τύποι πλοίων.

Η διαχρονική εξέλιξη των τιμών των ναύλων, για τα μεγέθη πλοίων που περιγράφηκαν παραπάνω, οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι διακυμάνσεις των ναύλων είναι υψηλές για τον κύριο όγκο αγαθών, στην διακίνηση ξηρού φορτίου (σίδηρος, άνθρακας, σιτάρι, φωσφάτα, βωξίτης και αλουμίνα).

Η σύγκριση της μεταβλητότητας στις τιμές των second hand πλοίων για τα Capesize, Panamax, Handysize της αγοράς ξηρού φορτίου, δείχνει ότι οι τιμές κτήσης για μεγαλύτερα πλοία εμφανίζουν μεγαλύτερη μεταβλητότητα από ότι για μικρότερα πλοία. Ανάλογα, διαφαίνεται ότι η επένδυση σε πλοία με υψηλή μεταβλητότητα είναι πιο επικίνδυνη από την επένδυση σε πλοία μικρότερης μεταβλητότητας. Υψηλότερη μεταβλητότητα στις τιμές κτήσης παρουσιάζουν τα Capesize ενώ ακολουθούν τα Panamax και τα Handy size. Αυτό συμβαίνει γιατί τα μεγάλα πλοία :

- Προσεγγίζουν λόγω μεγέθους, περιορισμένο αριθμό λιμένων (έλλειψη ευελιξίας).
- Εξαρτώνται περισσότερο από μεγάλους φορτωτές ή παρτίδες φόρτωσης για την κάλυψη ολόκληρης της μεταφορικής ικανότητας τους (Προσδιοριστικός Παράγοντας Ζήτησης).
- Τα μικρότερα πλοία παρουσιάζουν περισσότερη ευελιξία τόσο στην επιλογή διαδρομής όσο και στην επιλογή μεταφερόμενου φορτίου.

Η εξέταση διαφόρων συμβολαίων όπως Ναύλωσης ταξιδιού (Spot/voyage contract) και ετήσιας χρονοναύλωσης (1-year Time charter) κατέδειξε ότι για την αγορά ξηρού φορτίου, ο

κίνδυνος απο την διακύμανση των ναύλων είναι «ανάλογος» του μεγέθους του πλοίου. Η μεταβλητότητα των τιμών των ναύλων, σύμφωνα με τους ναυλοδείκτες, είναι μεγαλύτερη για την τρέχουσα αγορά, (προειδοποίηση 5-7 ημερών), απ'ότι για ετήσια χρονοναύλωση. Είναι εύλογο ότι σήμερα ο πλοιοκτήτης διαθέτει μεγαλύτερο όγκο πληροφοριών. Σε όσο μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα προεκτείνονται οι προσδοκίες του, τόσο πιο αβέβαιος είναι, ιδίως αν διαθέτει μεγάλα πλοία. Σήμερα είναι γνωστό ότι τα capes είναι πιο επικίνδυνα από τα Panamax και αυτά από τα Handys. Μακροπρόθεσμα, αυτή η διαφοροποίηση αρχίζει και εξαλείφεται. Συνεπώς, τα voyage charters είναι πιο επικίνδυνα από τα time charters. Συμπεραίνεται ότι, ο πλοιοκτήτης μπορεί να επωφεληθεί από τη χρήση παράγωγων προϊόντων στα voyage charters, γιατί τα time charters αποτελούν ουσιαστικά φυσικό τρόπο αντιστάθμισης κινδύνου. *Είναι κλείδωμα τιμής για το μέλλον.* Πριν δημιουργηθούν τα ειδικά προϊόντα αντιστάθμισης κινδύνου το ναυτιλιακό τμήμα μιας επιχείρησης επιδιώκοντας σταθερότητα στους ναύλους και συνεπώς σταθερές εισροές, μπορούσε να ναυλώσει τα πλοία της σε time charter συμβόλαια κάποιας χρονικής διάρκειας ή σε συμβόλαια εργολαβικής μεταφοράς (contract of Affreightment – CoA. / πολλά συνεχόμενα ναυλωμένα ταξίδια).

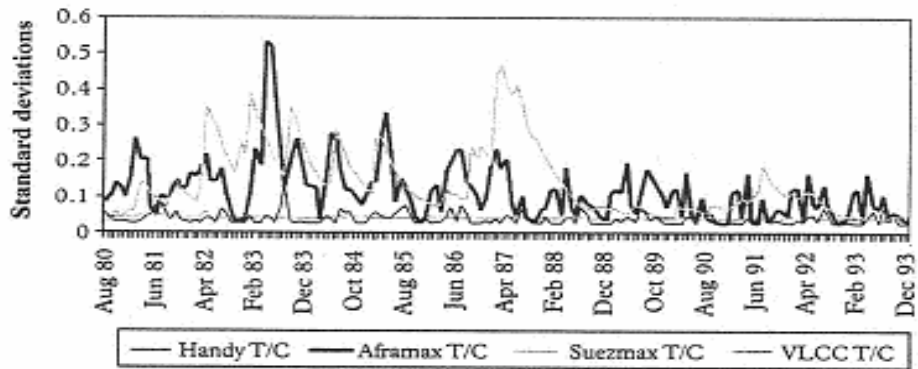
Επίσης, αποδεικνύεται ότι, σε πτωτική αγορά, η ναυλαγορά για τα συμβόλαια χρονοναύλωσης, διακυμαίνει περισσότερο απο την τρέχουσα αγορά, γιατί τα time charters αντικατοπτρίζουν τις προσδοκίες για μελλοντική αλλαγή των συνθηκών της αγοράς. Το αντίστροφο ισχύει όταν η αγορά είναι ανοδική.

Για την αγορά υγρού φορτίου, προκύπτουν ανάλογα συμπεράσματα από αντίστοιχη έρευνα. Η έρευνα καταδεικνύει ότι η μεταβλητότητα των ναύλων οφείλεται σε κυκλικές διακυμάνσεις (cyclical fluctuations), εποχικές διακυμάνσεις (seasonal fluctuations) και σε τυχαία γεγονότα (random shocks). Οι τρέχουσες τιμές έχουν μεγαλύτερη μεταβλητότητα σε σχέση με τις τιμές των time charters και τα μεγαλύτερα πλοία είναι πιο επικίνδυνα από τα μικρά κυρίως λόγω της έλλειψης ευελιξίας τους. Τα VLCC παρουσιάζουν την υψηλότερη διακύμανση στις τιμές spot και 1year timecharter ενώ τα Handys παρουσιάζουν τη

χαμηλότερη. Τα Aframax και Suezmax αντιμετωπίζουν αντίστοιχα υψηλές διακυμάνσεις στις τιμές των ναύλων, ωστόσο δεν διαφέρουν στατιστικά μεταξύ τους.

Τα παραπάνω φαίνονται στα παρακάτω διαγράμματα

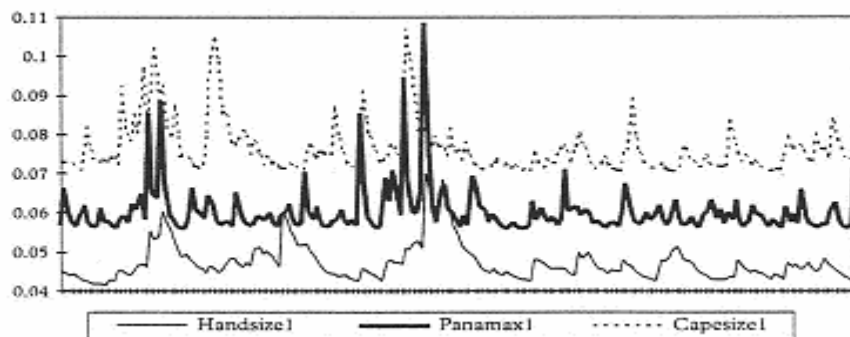
Διάγραμμα 3.1. Μεταβλητότητα ναύλων χρονοναύλωσης για την αγορά υγρού φορτίου



Πηγή: Καβουσανός Μ.

Έτος: 1998

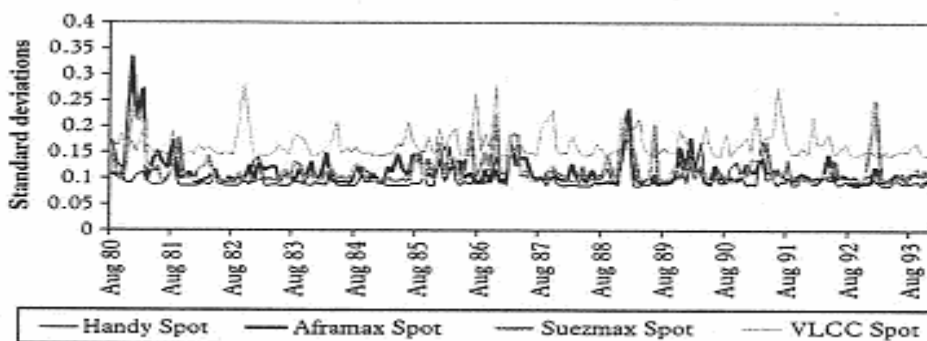
Διάγραμμα 3.2. Μεταβλητότητα ναύλων χρονοναύλωσης για την αγορά ξηρού φορτίου



Πηγή: Καβουσανός Μ.

Έτος: 1998

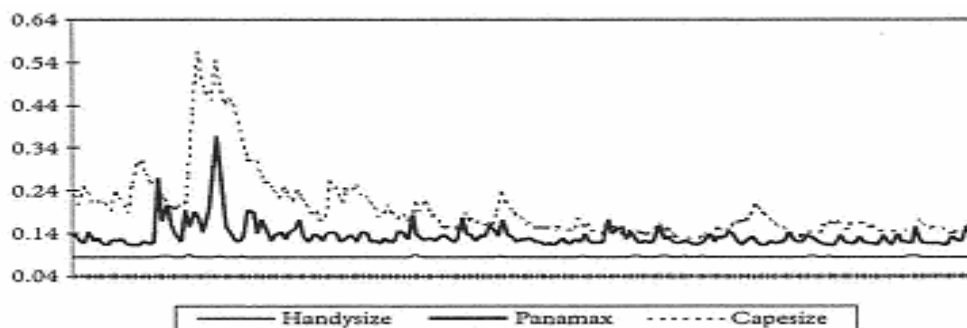
Διάγραμμα 3.3. Μεταβλητότητα ναύλων spot για την αγορά υγρού φορτίου



Πηγή: Καβουσανός Μ.

Έτος: 1998

Διάγραμμα 3.4. Μεταβλητότητα ναύλων spot για την αγορά ξηρού φορτίου



Πηγή: Καβουσανός Μ.

Έτος: 1998

Και στη ναυτιλιακή επιχείρηση όπως και σε κάθε επιχείρηση ο πλοιοκτήτης αντιμετωπίζει κινδύνους τους οποίους επιθυμεί να αντισταθμίσει. Απορρέουν τόσο από τις συνθήκες της αγοράς, όσο και από την ίδια τη λειτουργία της επιχείρησης και διακρίνονται σε:

3.2. Ναυτιλιακοί Κίνδυνοι

A. Κίνδυνοι που απορρέουν από τις συνθήκες της αγοράς.

- Η υψηλή μεταβλητότητα των εισπράξεων της ναυτιλιακής επιχείρησης και η αδυναμία πρόβλεψης της μεταβολής των ναύλων.

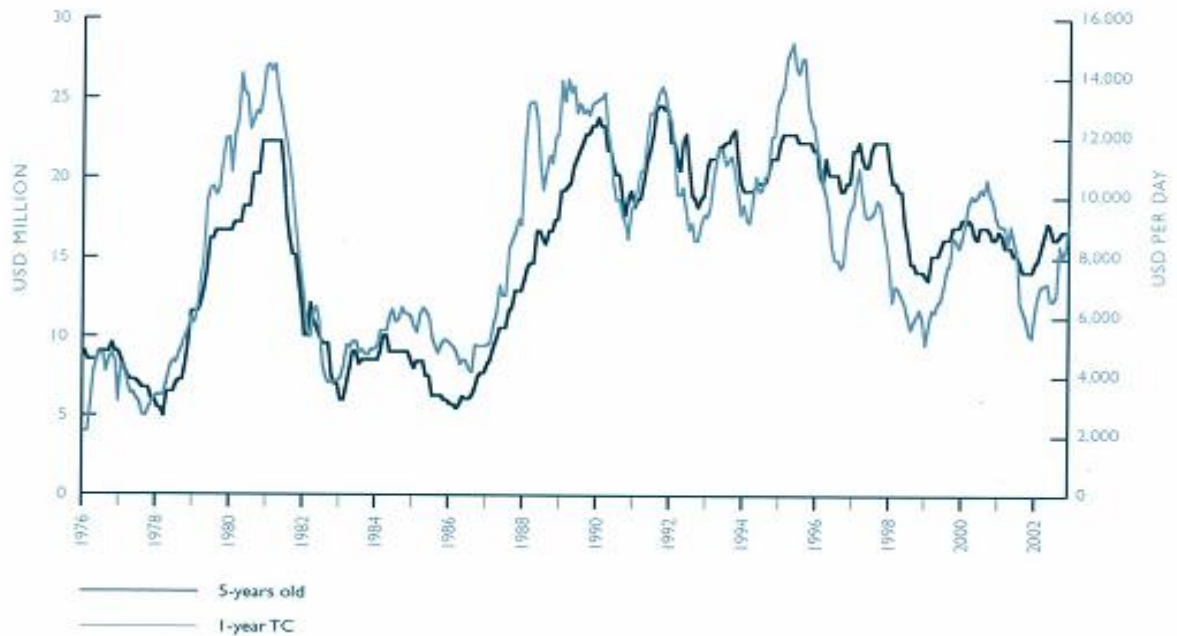
Χαρακτηριστικό της ναυτιλιακής βιομηχανίας είναι η συνεχής και συχνά ακραία διακύμανση των τιμών των ναύλων. Η μεταβλητότητα αυτή, οφείλεται στις αλληλεπιδράσεις της προσφοράς και της ζήτησης αλλά και σε πολλούς απρόβλεπτους παράγοντες που επιδρούν στην ναυτιλία. Αυτοί οι απρόβλεπτοι παράγοντες μπορεί να είναι απρόοπτες διακυμάνσεις από τεχνητά, φυσικά ή πολιτικά αίτια, διαρθρωτικές διακυμάνσεις από οργανικές μεταβολές στις κατά τόπους οικονομίες και εποχιακές ή κυκλικές διακυμάνσεις (Βλάχος, 1997). Τα τελευταία χρόνια προ του 2003, τα επίπεδα της ναυλαγοράς ήταν χαμηλά, γεγονός που υποχρέωνε τους πλοιοκτήτες να δραστηριοποιούνται στην αγορά καλύπτοντας τις περισσότερες φορές μόνο το

κόστος λειτουργίας (μεταβλητό κόστος). Λόγω των υψηλών κεφαλαιακών αναγκών, ο πλοιοκτήτης αντιμετωπίζει συνεχώς πρόβλημα ρευστότητας καθώς είναι αδύνατη η διατήρηση ρευστών διαθέσιμων στα ταμεία της επιχείρησης για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων του κάτω από μια συνεχιζόμενη χαμηλή ναυλαγορά.

- *Η μεταβλητότητα των αξιών των πλοίων.*

Οι αξίες των πλοίων, διακυμαίνονται ανάλογα με τα επίπεδα των ναύλων. Η αγορά των πλοίων ακολουθεί την αγορά των ναύλων και έχει παρατηρηθεί συχνά ότι όταν η ναυλαγορά είναι χαμηλή οι αξίες των πλοίων μειώνονται σημαντικά ή όταν είναι ανοδική οι τιμές των ίδιων πλοίων διπλασιάζονται ή αυξάνονται πέραν του διπλάσιου. Η παρατήρηση αυτή έχει δύο συνισταμένες. Πρώτον, ο πλοιοκτήτης πρέπει να αποφασίσει τόσο για τον κατάλληλο χρόνο αγοράς του πλοίου, ώστε να εξασφαλίσει χαμηλή τιμή πώλησης, όσο και για τον τύπο του πλοίου που θα επιλέξει, ώστε να ανταποκριθεί στις συνθήκες της αγοράς (είδος ζητούμενου φορτίου, περιοχή δραστηριότητας). Δεύτερον, πρέπει να προβλέψει τις εμπορικές δυνατότητες της αγοράς όταν θα παραλάβει το καινούργιο πλοίο, όπως και να αντιμετωπίσει έγκαιρα και ορθά τις υψηλές δανειοληπτικές του υποχρεώσεις, επιτυγχάνοντας επαρκές cash flow. Είναι εύλογο ότι δυνατότητα πρόβλεψης της κίνησης των τιμών των πλοίων δεν υπάρχει, καθότι εξαρτάται ουσιαστικά από την δυνατότητα πρόβλεψης της προσφοράς και ζήτησης πλοίων σε χρονικό ορίζοντα τουλάχιστον $\frac{1}{2}$ με 2 χρόνων, που απαιτούνται από την τοποθέτηση της παραγγελίας μέχρι την παράδοση του νεότευκτου πλοίου. Αντίστοιχα ο πλοιοκτήτης πρέπει να εκτιμήσει παράγοντες όπως τις τιμές προσφοράς σε σχέση με το κόστος παραγωγής της κατασκευαστικής μονάδας, την ποιότητα υπηρεσιών όσο και την γεωγραφική απόσταση ανάμεσα στο ναυπηγείο και τις περιοχές δραστηριότητας του πλοίου. Τα παραπάνω συνιστούν στοιχεία του κόστους αγοράς του πλοίου και δύναται να διακυμανθούν σημαντικά χρονικά (Γουλιέλμος, 1998).

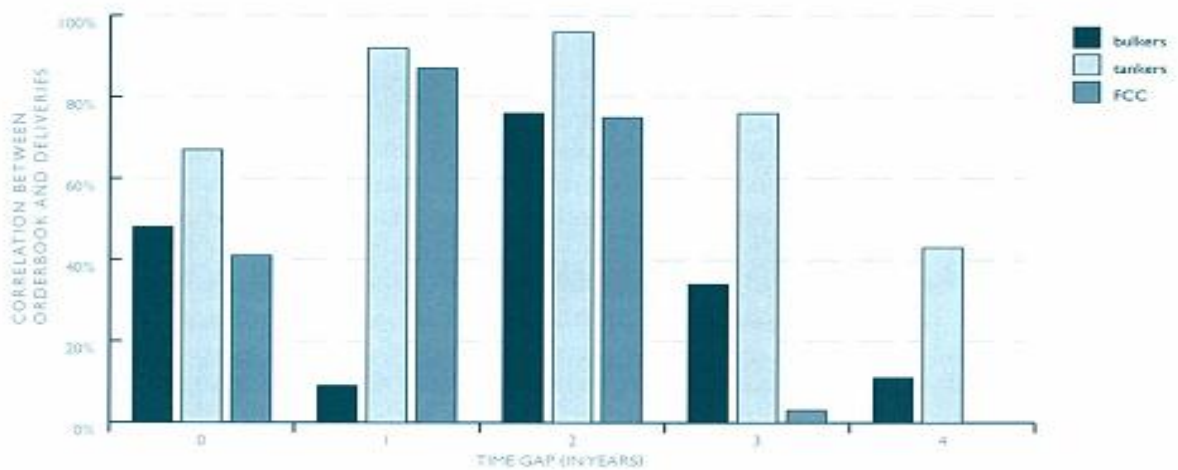
Διάγραμμα 3.5. Διαχρονική παρουσίαση τιμών *second hand* για *Ranamax*.



Πηγή: NIB Capital Bank

Ετος : 2003

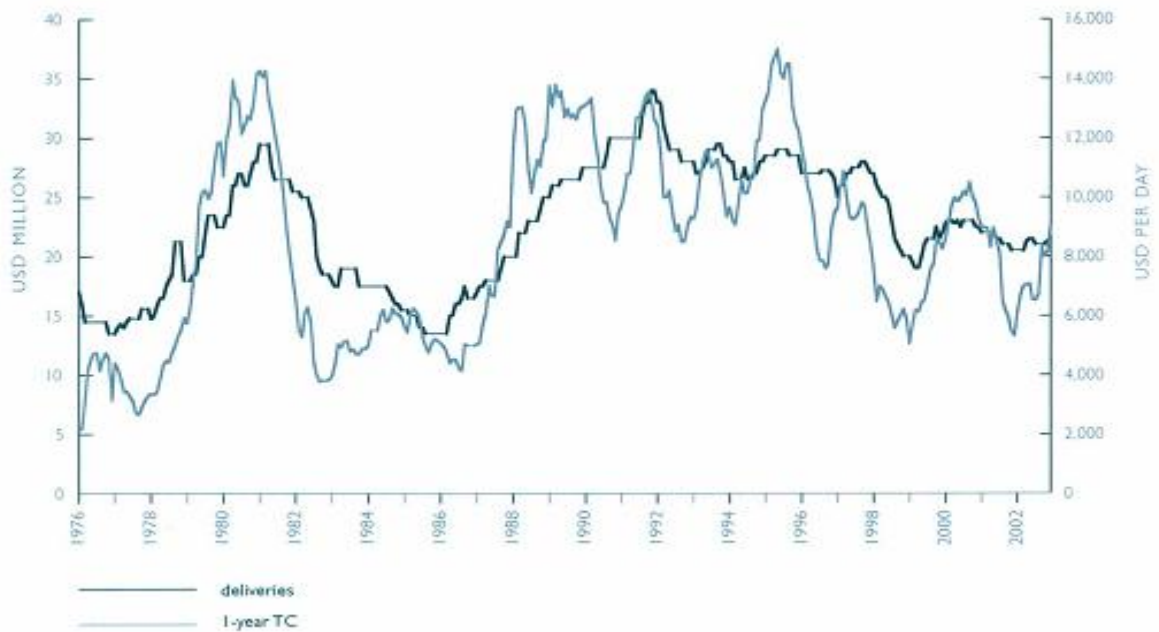
Διάγραμμα 3.6. Διαγραμματική παρουσίαση χρόνου τοποθέτησης και παραλαβής παραγγελιών πλοίων.



Πηγή: NIB Capital Bank

Ετος: 2003

Διάγραμμα 3.7. Διαχρονική παρουσίαση τιμών νεοκατασκευών για Panamax.



Πηγή: NIB Capital Bank

Έτος: 2003

- *Η ύπαρξη και η επίδραση του ναυτιλιακού κύκλου όπως αυτός ακολουθεί τον εμπορικό κύκλο της οικονομίας.*

Σύμφωνα με τη ναυτιλιακή θεωρία υπάρχουν κύκλοι στη ναυτιλία μικρής διάρκειας 3 με 4 ετών, μέσης διάρκειας 20 με 24 ετών και μεγάλης διάρκειάς 60 ετών και άνω (Hampton, 1993). Οι ναυτιλιακοί κύκλοι διέρχονται από φάσεις ανόδου και πτώσης της ναυλαγοράς και των τιμών των πλοίων και πηγάζουν από τις δυνάμεις προσφοράς και ζήτησης, από τον εμπορικό κύκλο της οικονομίας και κυρίως από την ψυχολογία των μελών της ναυτιλιακής κοινότητας. Οι παραπάνω παράγοντες σε συνάρτηση με τις εξελίξεις στην τεχνολογία τείνουν να μεγαλώνουν ή να μικραίνουν τη χρονική φάση ανόδου ή πτώσης της αγοράς. Η αδυναμία πρόβλεψης της ύφεσης ή της ανόδου του ναυτιλιακού κύκλου, αλλά κυρίως η αδυναμία πρόβλεψης της διάρκειας που θα έχει η φάση κάθε κύκλου, αποτελούν σύνθετα προβλήματα για τον κάθε πλοιοκτήτη προκειμένου να λάβει καθοριστικές αποφάσεις όπως τοποθέτηση νέων παραγγελιών, κλείσιμο ναυλοσυμφώνου κ.τ.λ. (Γουλιέλμος, 1998).

- *Οι εξωτερικοί παράγοντες, όπως πόλεμοι, απεργίες σε λιμάνια, πολιτικές διαταραχές, επιδημίες, νέες διεθνείς και εθνικές συνθήκες για την προστασία του περιβάλλοντος κ.τ.λ. οι οποίοι διαταράσσουν τόσο την εμπορική δραστηριότητα (καθυστερήσεις, παρεκκλίσεις, αύξηση κόστους μεταφοράς) αλλά κυρίως προκαλούν απρόβλεπτες επιδράσεις στη ζήτηση των μεταφορικών υπηρεσιών αλλά και στα επίπεδα της ναυλαγοράς ως φυσικό επακόλουθο (Γεωργαντόπουλος, Βλάχος, 1997).*

B. Εμπορικοί κίνδυνοι

- *Οι έντονες ανταγωνιστικές συνθήκες λειτουργίας.*

Η ναυλαγορά των ποντοπόρων πλοίων είναι μια από τις ελάχιστες αγορές που μπορεί να χαρακτηριστεί ως πλήρως ανταγωνιστική, όπου ο πλοιοκτήτης δεν μπορεί να επηρεάσει την τιμή του ναύλου και συνεπώς είναι price taker ή δέχεται την τιμή που καθορίζεται από τις συνθήκες προσφοράς και ζήτησης την εκάστοτε χρονική στιγμή, στο εκάστοτε ταξίδι. Έπεται ότι, πιο ανταγωνιστικός είναι ο πλοιοκτήτης, που εξασφαλίζει χαμηλότερο κόστος παραγωγής του μεταφορικού έργου (minimum TC). Με λίγα λόγια, σε περιόδους ύφεσης, ο εφοπλιστής αντιμετωπίζει τον κίνδυνο της λειτουργίας σε συνθήκες πολύ υψηλού κόστους και περιορισμένου κέρδους (λόγω χαμηλών ναύλων).

- *Η δυσχέρεια εξεύρεσης φορτίου.*

Η ζήτηση πολλών χύδην φορτίων υπόκειται σε εποχιακές διακυμάνσεις ενώ βραχυχρόνια υφίσταται και ποσοτικές διακυμάνσεις λόγω καιρικών συνθηκών, ανωμαλιών στην προσφορά και ζήτηση τους, με συνέπεια την αδυναμία εκτέλεσης των μεταφορών κατά τρόπο προγραμματισμένο. Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν, η παραγωγή φυτικών ελαίων (vegetils) στην Αργεντινή από τον Ιανουάριο έως τον Ιούλιο που δημιουργεί υψηλή ζήτηση για μεταφορές προς την Αφρική και την Άπω Ανατολή αυτούς τους μήνες. Επίσης κατά τους χειμερινούς μήνες υπάρχει στη Μεσόγειο υψηλή ζήτηση για πετρέλαιο θέρμανσης, με συνέπεια την αύξηση των αντίστοιχων μεταφορών. Παράλληλα, μεταβάλλεται συνεχώς η

γεωγραφική κατανομή των αγορών φορτίων, ιδίως στη σύγχρονη εποχή, όπου αποτέλεσμα της παγκοσμιοποίησης, είναι η παρουσία νέων εμπορικών δυνάμεων. Κατά συνέπεια διαμορφώνονται νέες αποστάσεις μεταφοράς από τους τόπους παραγωγής στους τόπους κατανάλωσης, με άμεση επίδραση στο κόστος παραγωγής υπηρεσιών (Καβουσανος, 2002).

- *Κίνδυνοι που απορρέουν από τους ναυλωτές ως προς την αξιοπιστία τους και ως προς την εκπλήρωση των οικονομικών ή νομικών υποχρεώσεών τους προς τον πλοιοκτήτη – credit risk.* Η αξιοπιστία του ναυλωτή αποτελεί ύψιστη πηγή κινδύνου, ανεξάρτητα από τις ρήτρες ασφαλείας που υπάρχουν στα διάφορα ναυλοσύμφωνα. Δεν είναι τυχαίο ότι μεγάλος αριθμός ναυτλιακών δικαστικών υποθέσεων αφορά την καθυστέρηση ή τη μη καταβολή του οφειλόμενου ναύλου από το ναυλωτή στο πλοιοκτήτη (Βισβίκης, 2003).

Γ. Λειτουργικοί κίνδυνοι.

Οι λειτουργικοί κίνδυνοι ή operating risks αφορούν στην ικανότητα του πλοίου να εκτελέσει τη μεταφορά και διακρίνονται στους εξής:

- *Κίνδυνος αύξησης του κόστους των καυσίμων (fuel oil, diesel oil and lubricants).*

Είναι χαρακτηριστικό ότι το ποσοστό συμμετοχής του κόστους των καυσίμων στο συνολικό λειτουργικό κόστος του πλοίου ανέρχεται σχεδόν στο 30%-50% (ιδίως σε περιόδους υψηλών τιμών του πετρελαίου Brent). Συνεπώς επηρεάζει άμεσα τα περιθώρια κέρδους και την ανταγωνιστικότητα του πλοιοκτήτη ιδιαίτερα σε περιόδους ύφεσης. Συχνά παρατηρείται, η ανάγκη για ανεφοδιασμό να είναι άμεση, προκειμένου το πλοίο να φτάσει στον τελικό προορισμό του και ο λιμένας ανεφοδιασμού να είναι ασύμφορος ως προς τις τιμές των καυσίμων.

- *Η εσφαλμένη ή πλημμελής οργάνωση του γραφείου ξηράς.*

Ένα από τα σημαντικότερα προβλήματα που αντιμετωπίζουν οι ναυτλιακές εταιρίες, είναι η γεωγραφική απόσταση ανάμεσα σε πλοίο και γραφείο. Συνεπώς, απαιτείται διαρκής έλεγχος ως προς τη δυνατότητα που έχει το γραφείο ξηράς να παρεμβαίνει άμεσα σε οποιοδήποτε

πρόβλημα αντιμετωπίσει το πλοίο όπως και να αντεπεξέρχεται επαρκώς και με το χαμηλότερο δυνατό κόστος σε οποιοδήποτε ατύχημα ή δυσλειτουργία παρουσιαστεί. Η αντιμετώπιση τέτοιων θεμάτων είναι αποκλειστικά θέμα γνώσης, παιδείας και εμπειρίας (Βλάχος, 1997).

- *Η Ικανότητα του προσωπικού.*

Ο ανθρώπινος παράγοντας αποτελεί το σημαντικότερο μεταβλητό συντελεστή στην παραγωγή του μεταφορικού έργου. Τόσο στη θάλασσα όσο και στην ξηρά, η σωστή εκπαίδευση του προσωπικού, ο έλεγχος και συντονισμός των διαδικασιών, η ορθή επικοινωνία, διασφαλίζουν τη μείωση των ατυχημάτων ή των καθυστερήσεων, στην ολοκλήρωση της μεταφοράς και κατά συνέπεια μειώνουν το κόστος λειτουργίας και συντήρησης του πλοίου (Γουλιέλμος, 1998).

- *Το πρόσθετο κόστος ασφάλισης για τη μεταφορά.*

Όταν ένα πλοίο έχει ιστορικό ατυχημάτων είναι επόμενο, ο ασφαλιστικός φορέας, να το επιβαρύνει με υψηλότερα ασφάλιστρα, με συνέπεια να αυξάνεται το κόστος λειτουργίας. Αντίστοιχα, οι γεωγραφικές περιοχές στις οποίες δραστηριοποιείται το πλοίο, μπορεί να είναι ιδιαίτερης επικινδυνότητας και να απαιτούν υψηλότερο κόστος ασφάλισης.

Δ. Χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι

- *Δανειοδότηση – Τραπεζική χρηματοδότηση.*

Όπως προαναφέρθηκε, η κυριότερη πηγή χρηματοδότησης του πλοιοκτήτη για την κατασκευή ενός νέου πλοίου ή την αγορά ενός second-hand πλοίου είναι η τραπεζική χρηματοδότηση. Το γεγονός αυτό καθιστά τα ναυτιλιακά δάνεια και συνεπώς τη δυνατότητα αποπληρωμής τους ένα υψηλό κίνδυνο για τον πλοιοκτήτη, κυρίως ως προς το επιτόκιο αποπληρωμής τους, που κατά κανόνα είναι κυμαινόμενο. Επιπλέον, εξίσου σημαντική είναι η πρόβλεψη της κίνησης του επιπέδου του LIBOR, που διαμορφώνει το επιτόκιο δανεισμού (London Interbank offered rate + spread = επιτόκιο δανεισμού) (Γουλιέλμος, 1998).

- *Η μεταβλητότητα των ισοτιμιών μεταξύ δολαρίου και λοιπών νομισμάτων.*

Στην πλειονότητα των περιπτώσεων η καταβολή των ναύλων γίνεται σε δολάρια. Ο πλοιοκτήτης όμως πρέπει να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του (πχ. μισθούς υπαλλήλων γραφείου) στο εγχώριο νόμισμα, συνεπώς αντιμετωπίζει τον κίνδυνο της ανόδου της τιμής του δολαρίου, έναντι του εθνικού του νομίσματος. Ανάλογο κίνδυνο αντιμετωπίζει όταν θα πρέπει να καταβάλει δόσεις, σε κάποιο ναυπηγείο, σε yen κ.τ.λ. για την αγορά ενός νέου πλοίου.

3.3. Αντιστάθμιση Κινδύνων

Παρακάτω εξετάζονται ορισμένοι από τους σημαντικότερους κινδύνους, τους οποίους ο πλοιοκτήτης μπορεί να αντισταθμίσει χρησιμοποιώντας τα παράγωγα προϊόντα.

(1) Αντιστάθμιση κινδύνου, έναντι εξεύρεσης φορτίου.

Πιθανότατα, ο πλοιοκτήτης διαβλέποντας την αγορά επιθυμεί σε μια μελλοντική περίοδο, ανάλογα με τον τύπο του πλοίου του, να εξασφαλίσει ότι θα υπάρχει φορτίο για μεταφορά. Για να αντισταθμίσει τον παραπάνω κίνδυνο μπορεί να χρησιμοποιήσει **ΣΜΕ (future contracts)** π.χ. σε crude oil, wheat ή άλλα αγαθά που γίνονται αντικείμενο διαπραγμάτευσης στη χρηματιστηριακή αγορά. Αντίστοιχα, μπορεί να χρησιμοποιήσει **Προθεσμιακά συμβόλαια (forward contracts)**, όπου έναντι του πιθανού αγοραστή μπορεί να διαμορφώσει ένα συμβόλαιο ανάλογα με το φορτίο που επιθυμεί να μεταφέρει, ιδίως όταν φέρει ιδιαίτερα χαρακτηριστικά. Επίσης μπορεί να χρησιμοποιήσει **Δικαιώματα προαίρεσης (options)** στα αγαθά που τον ενδιαφέρουν προκειμένου να αντισταθμίσει την πιθανή αυξομείωση των τιμών τους. Τις ίδιες θέσεις μπορεί να λάβει αντίστοιχα ο ναυλωτής προκειμένου να ελαχιστοποιήσει τις διακυμάνσεις στις τιμές των φορτίων και να διατηρήσει σταθερές τιμές για τους πελάτες του.

(2) Αντιστάθμιση κινδύνων έναντι αυξομείωσης των τιμών των ναύλων.

Από τα κυριότερα παράγωγα προϊόντα που μπορεί να χρησιμοποιήσει ο πλοιοκτήτης για να αντισταθμίσει τον κίνδυνο έναντι μίας πιθανής πτώσης του ναύλου, είναι τα **Forward Freight Agreements ή FFA's**. Τα FFA's μπορεί να αφορούν ένα ταξίδι, ένα Time-charter ταξίδι ή ένα Timecharter για 12/24 μήνες ή να έχουν άλλες χρονικές προδιαγραφές. Ο ναυλωτής φέρει τον κίνδυνο μεταφοράς φορτίου σε μια ναυλαγορά υψηλών διακυμάνσεων. Εάν η μεταφορά του φορτίου πρέπει να γίνει εντός μιας πολύ μικρής χρονικής περιόδου, ο απαιτούμενος ναύλος μπορεί να προβλεφθεί και επομένως, να υπολογιστεί επακριβώς. Όσο μεγαλύτερο το χρονικό διάστημα μεταξύ της πώλησης των προϊόντων και της μεταφοράς τους, τόσο μεγαλύτερη είναι η έκθεση στον κίνδυνο αυξομείωσης του ναύλου. Ο πλοιοκτήτης βρίσκεται αντιμέτωπος με παρόμοιο κίνδυνο μελλοντικής πτώσης του ναύλου.

Τα **Forward Freight Agreements (FFA)** ή συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί ναύλου, είναι συμφωνίες μεταξύ πωλητού και αγοραστή για τον προκαθορισμό ορισμένου επιπέδου ναύλου, για μια συγκεκριμένη ποσότητα φορτίου και τύπο πλοίου σε μια συγκεκριμένη διαδρομή. Ο πωλητής, συνήθως ο ναυλωτής, πιστεύει ότι ο ναύλος της διαδρομής που ενδιαφέρεται θα είναι υψηλότερος από το συμφωνηθέν επίπεδο και αγοράζει τις συμβάσεις FFA. Το άλλο συμβαλλόμενο μέρος υποστηρίζει την αντίθετη θέση, και πωλεί τις συμβάσεις FFA (πλοιοκτήτης). Ο διακανονισμός γίνεται στη διάφορα της τιμής του συμβολαίου και της μέσης τιμής της διαδρομής της αγοράς που επιλέγεται στον αντίστοιχο δείκτη κατά τη διάρκεια των τελευταίων επτά εργάσιμων ημερών. Οι συμβάσεις FFA είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην εξωχρηματιστηριακή αγορά παραγώγων (OTC market) όπου δύο συμβαλλόμενα μέρη πρέπει να συμφωνήσουν τους όρους συναλλαγών ανάλογα με τις εκάστοτε ανάγκες αντιστάθμισης κινδύνου. Αυτός σημαίνει ότι κάθε μέρος δέχεται πιστωτικό κίνδυνο από το άλλο μέρος. Οι φορείς που διευκολύνουν αυτήν την αγορά είναι shipbrokers, τράπεζες επενδύσεων και άλλοι οικονομικοί μεσάζοντες όπως η Imarex και το Baltic exchange (Imarex, 2003).

Παράδειγμα Voyage Hedge:

Ένας πλοιοκτήτης γνωρίζει από το Σεπτέμβριο του 2004 ότι το πλοίο του θα είναι ελεύθερο προς ναύλωση στον Ειρηνικό στις αρχές Νοεμβρίου. Ο πλοιοκτήτης πιστεύει ότι ο ναύλος για τις γραμμές προς Ανατολή θα πέσει και επιλέγει να προστατευτεί μέσω ενός FFA Οκτωβρίου, για τη γραμμή US Gulf/Japan (Route 2). Από την άλλη πλευρά ένας ναυλωτής επιθυμεί να αντισταθμίσει τον κίνδυνο από την άνοδο των ναύλων. Συνεπώς συμφωνείται ν'αγοράσει ο ναυλωτής FFA και να πουλήσει ο πλοιοκτήτης FFA, σε τιμή 22 δολάρια τον τόνο. Το μέγεθος του φορτίου αντιστοιχεί σε 54.000 τόνους. Στο τέλος Οκτωβρίου που είναι η ημερομηνία κλεισίματος του διακανονισμού, η spot αγορά έχει ανέλθει στα 21,5 δολάρια τον τόνο. Ο διακανονισμός γίνεται ως εξής. Ο ναυλωτής θα πληρώσει τον πλοιοκτήτη 0,5 δολάρια (τη διάφορα spot και forward) επί το μέγεθος του φορτίου δηλαδή 27.000 δολάρια. Κατά αυτό τον τρόπο ο πλοιοκτήτης αντισταθμισε τον κίνδυνο της πτώσης του ναύλου. Πιθανότατα ωστόσο να αξιοποιήσει το κέρδος για την εκτέλεση του ταξιδιού αφού θα κλείσει στη φυσική αγορά, εκείνη τη χρονική στιγμή, με μειωμένο ναύλο.

Ανάλογα λειτουργούν και τα άλλα δύο είδη FFA.²

² Στο παρελθόν μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν τα ΣΜΕ ναύλου, **freight futures**, η αγορά αυτή ωστόσο υστέρησε έναντι των forward agreements. Στην προσπάθεια δημιουργίας ενός ΣΜΕ ναύλων όπου υποκείμενος τίτλος είναι ο ναύλος, υπάρχει ένα θεμελιώδες πρόβλημα που έπρεπε να υπερνικηθεί. Βάσει ορισμού, η παράγωγη αγορά πρέπει να εμπορεύεται τυποποιημένες συμφωνίες, σε τυποποιημένες ποσότητες, για την παράδοση σε προκαθορισμένες ημερομηνίες στο μέλλον (πλήρης ρευστότητα των εμπορικών συναλλαγών), που να δίνουν καλή πληροφόρηση για τις τιμές (διαφάνεια της τιμολόγησης), (Gray, 1987). Σε μια αγορά υπηρεσιών, όπως την ναυτιλιακή αγορά, όπου καμία τυποποιημένη μονάδα δεν υπάρχει, η μόνη πιθανή λύση ήταν να κατασκευαστεί ένας δείκτης ως υποκείμενο αγαθό. Ο BFI συγκροτήθηκε τον Ιανουάριο του 1985 ως ο διεθνής ναυλοδείκτης ώστε να αντιμετωπιστεί το παραπάνω πρόβλημα. Ο συγκεκριμένος δείκτης χρησιμοποιήθηκε ως υποκείμενος τίτλος για τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης BIFFEX που αναφέρονταν σε συγκεκριμένες διαδρομές, μέγεθος πλοίου και φορτίου. Τα συμβόλαια BIFFEX αξιοποιήθηκαν έως το Απρίλιο του 2002 όπου και εγκαταλείφθηκαν λόγω χαμηλής ρευστότητας, μικρού όγκου συναλλαγών και περιορισμένων επιλογών συμβολαίων για τους πλοιοκτήτες.

(3) Αντιστάθμιση κινδύνων από άνοδο επιτοκίων

Ο πλοιοκτήτης μπορεί να χρησιμοποιήσει τις Ανταλλαγές Απαιτήσεων σε επιτόκια, όπου και συμφωνεί για την ανταλλαγή σταθερού με κυμαινόμενο Libor, για μια ράντα δώδεκα διακανονισμών, εάν η συναλλαγή είναι ετήσια. Πρόσθετα μπορεί να χρησιμοποιήσει ΣΜΕ γραμμένα για επιτόκια. Η τιμή αυτών των προϊόντων βασίζεται στα επιτόκια υποκείμενων τίτλων όπως ευρώδολάρια, ομόλογα κ.τ.λ. Αποφεύγοντας τις αυξομειώσεις στα επιτόκια, ο πλοιοκτήτης προστατεύεται από τον κίνδυνο μείωσης της αξίας των κεφαλαίων του ή των περιουσιακών του στοιχείων και τέλος μπορεί να εξασφαλίσει ευνοϊκά επιτόκια χρηματοδότησης.

(4) Αντιστάθμιση κινδύνων έναντι συναλλαγματικών ισοτιμιών

Ο πλοιοκτήτης χρησιμοποιεί δολάρια όταν πρόκειται για καταβολή ναύλου και γεν ή άλλο νόμισμα όταν πρόκειται για την αγορά πλοίου. Μεγάλο μέρος όμως των οικονομικών υποχρεώσεων του εισπράττονται σε άλλο νόμισμα, π.χ. ευρώ. Συνεπώς αντιμετωπίζει τον κίνδυνο αύξησης της ισοτιμίας του δολαρίου ή του yen έναντι του εθνικού του νομίσματος. Για να αντισταθμίσει αυτόν τον κίνδυνο μπορεί να χρησιμοποιήσει ΣΜΕ επί νομισμάτων. Ο υποκείμενος τίτλος είναι η συναλλαγματική ισοτιμία ανάμεσα στα δύο νομίσματα και η τιμή διαπραγμάτευσης καθορίζεται από τη ζήτηση και πρόσφορα των δύο νομισμάτων. Επίσης ο πλοιοκτήτης μπορεί να αξιοποιήσει τις Ανταλλαγές Απαιτήσεων σε euro/yen ή euro/\$ τα οποία χρησιμοποιούνται συχνότερα. Τέλος μπορεί να χρησιμοποιήσει προθεσμιακά συμβόλαια ή δικαιώματα προαίρεσης σε συναλλαγματικές ισοτιμίες.

(5) Αντιστάθμιση κινδύνων από αύξηση των τιμών των καυσίμων (bunkers).

Οι τιμές των καυσίμων τείνουν να ακολουθούν τις τάσεις (έχουν υψηλή αυτοσυσχέτιση) της αγοράς πετρελαίου (κυρίως βάσει των ρυθμίσεων του OPEC). Το κόστος του καυσίμου αποτελεί σχεδόν το 30% των δαπανών του ταξιδιού. πχ το κόστος καυσίμων για ένα U.L.C.C. βασισμένο σε ένα κυκλικό ταξίδι Persian Gulf - Rotterdam με τιμή καυσίμου 100\$ ανά

τόνο, το κόστος για 56.000 τόνους καυσίμου είναι 560.000\$, ανάλογα με τιμή 130\$ ανά τόνο είναι 728.000\$ (56,000X130), δηλαδή 168.000\$ περισσότερο, διαφορά σημαντική, την οποία επιβαρύνεται ο πλοιοκτήτης. Οι άλλες δαπάνες ταξιδιών και οι λειτουργικές δαπάνες αυξάνονται φυσιολογικά με τον πληθωρισμό αλλά δεν διακυμαίνονται πολύ. Τα καύσιμα έχουν την υψηλότερη μεταβλητότητα σε σχέση με όλα τα άλλα έξοδα ταξιδιού. Για να αντισταθμίσει τον παραπάνω κίνδυνο ένας πλοιοκτήτης μπορεί να χρησιμοποιήσει τα ακόλουθα προϊόντα:

- **Forward Bunker agreements.** Είναι Προθεσμιακές συμφωνίες, ή συμβάσεις, όπως τα FFA μεταξύ πωλητή και αγοραστή για μια συγκεκριμένη ποσότητα καυσίμου (πχ. 5.000 τόνοι) καθορισμένης ποιότητας σε προσυμφωνηθείσα τιμή και για μια συγκεκριμένη τοποθεσία παράδοσης (δηλαδή, σε ποιο από τα βασικότερα λιμάνια πώλησης καυσίμων θα παραδοθούν τα καύσιμα, Rotterdam – Singapore – Houston). Συνήθως ο διακανονισμός γίνεται χρηματικά βάσει της διαφοράς μεταξύ της τρέχουσας τιμής του καυσίμου και της τιμής του συμβολαίου στο τόπο παράδοσης, αν και οι φυσικές παραδόσεις είναι επίσης δυνατές. Τα Forward Bunker agreements είναι προϊόντα της εξωχρηματιστηριακής (OTC) αγοράς.
- **Petroleum and Petroleum product future contracts.** Έχει καταδειχθεί ότι όσο υψηλότερη συσχέτιση υπάρχει ανάμεσα στον υποκείμενο τίτλο και στο παράγωγο προϊόν τόσο πιο αποτελεσματικό είναι αυτό ως προς την αντιστάθμιση κινδύνου. Αντίστοιχα εάν ένα παρόμοιο παράγωγο προϊόν έχει και αυτό υψηλή συσχέτιση με τον υποκείμενο τίτλο που εξετάζεται μπορεί να χρησιμοποιηθεί έναντι του αρχικού παράγωγου εργαλείου για να αντισταθμίσει τον ίδιο κίνδυνο. Αυτή η διαδικασία ονομάζεται *σταυροειδής αντιστάθμιση ή cross hedging*. Δεδομένου ότι οι τιμές των καυσίμων κινούνται αρκετά κοντά με τις παγκόσμιες τιμές του πετρελαίου και των πετρελαιοειδών, οι μελλοντικές συμβάσεις πετρελαίου μπορούν να χρησιμοποιηθούν για αντιστάθμιση έναντι των διακυμάνσεων στις δαπάνες καυσίμων. Εξετάζονται

συνεπώς εκείνα τα παράγωγα πετρελαίου που έχουν υψηλότερη, ιστορικά, συσχέτιση με τις τιμές καυσίμων. Αυτό θα εξασφαλίσει υψηλή αποτελεσματικότητα αντιστάθμισης κινδύνου.

- **Bunker Swaps.** Έχει εξεταστεί η χρήση των ανταλλαγών απαιτήσεων. Τα swaps καυσίμων λειτουργούν όπως λειτουργούν και τα swaps επί οποιουδήποτε άλλου τίτλου.
- **Options on bunker prices.** Δικαιώματα επί των τιμών των καυσίμων. Το κόστος περιορίζεται στην αγορά του δικαιώματος ωστόσο το πιθανό κέρδος μπορεί να είναι απεριόριστο (Βισβίκης, 2002).

(6) Αντιστάθμιση κινδύνου έναντι αυξομείωσης των τιμών των αξιών των πλοίων.

Στις 18 Σεπτεμβρίου του 2003 εισήχθηκε στην αγορά από το Baltic Exchange το παράγωγο προϊόν FoSVA (Forward Ship Value Agreement) ως εργαλείο αντιστάθμισης κινδύνου έναντι αυξομείωσης των τιμών των πλοίων, με υποκείμενο προϊόν το BaSVA (Baltic Ship Value Assessment). Το BaSVA ως υποκείμενος τίτλος αποτελείται από τέσσερις τύπους πλοίων με προκαθορισμένα χαρακτηριστικά: VLCC, Aframax, Capesize, και Panamax. Δέκα αναγνωρισμένες εταιρείες εκδίδουν δύο φορές το μήνα εκτιμήσεις για τις τιμές των παραπάνω τύπων πλοίων μέσου όρου ηλικίας 5 ετών.

Υποθετικά ένας πλοιοκτήτης αγοράζει ένα capesize και επιθυμεί να προστατευτεί έναντι πιθανής πτώσης της τιμής του στο μέλλον. Μπορεί να αντισταθμίσει την έκθεση του στον παραπάνω κίνδυνο πουλώντας συμβόλαια FoSVA, με το κάθε συμβόλαιο να αντιπροσωπεύει το επίπεδο του κινδύνου που επιθυμεί να αντισταθμίσει π.χ. 5%-100% της αξίας του πλοίου. Η διάρκεια κάθε συμβολαίου είναι δύο με τρία χρόνια και ο διακανονισμός γίνεται στην διαφορά της προσυμφωνημένης τιμής, αξίας πλοίου με τον μέσο όρο των εικοσιτεσσάρων τιμών του χρόνου που έχουν εκδώσει οι εκτιμητές.

Η ρευστότητα στην αγορά των παραπάνω παράγωγων προϊόντων είναι ελάχιστη διότι καταρχήν, εισήχθηκαν πρόσφατα στην αγορά και κατά δεύτερο λόγο είναι μακροχρόνιας

φύσης γεγονός που καθιστά πολύ υψηλό τον κίνδυνο ότι το αντισυμβαλλόμενο μέρος δεν θα εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του. Παράλληλα, απαιτούν την δέσμευση υψηλού ποσοστού κεφαλαίου. Ωστόσο ως νέο προϊόν αποτελεί σπουδαίο παράδειγμα του πόσο αναγκαία κρίνεται η αντιστάθμιση κινδύνου μέσω παραγώγων στην ναυτιλιακή αγορά (Καβουσανός και Βισβίκης, 2004).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : Η ΧΡΗΣΗ ΤΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ ΣΤΗΝ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ

4.1. Μεθοδολογία

Η έρευνα για τη χρήση των παράγωγων προϊόντων στην ελληνική ναυτιλία πραγματοποιήθηκε με την αποστολή ερωτηματολογίου, μέσω ηλεκτρονικού ταχυδρομείου, σε 400 ναυτιλιακές επιχειρήσεις στην Ελλάδα. Επελέγησαν, στην συνέχεια (με το σύστημα τυχαίων αριθμών) ναυτιλιακές επιχειρήσεις του Πειραιά, όπου πραγματοποιήθηκαν προσωπικές συνεντεύξεις με τους υπεύθυνους χρηματοοικονομικούς συμβούλους, τους υπεύθυνους τού τμήματος ναυλώσεων και του τμήματος Operation. Το δείγμα περιέλαβε τελικά 26 ναυτιλιακές επιχειρήσεις διαφορετικού μεγέθους και διαφορετικού τομέα της αγοράς.

Το ερωτηματολόγιο αποτελείται από τρία μέρη (παρακαλώ δείτε στο παράρτημα).

Στο πρώτο μέρος, και συγκεκριμένα στις πρώτες τέσσερις ερωτήσεις του μέρους Α, συγκεντρώνονται στοιχεία όπως ο αριθμός, η ηλικία και οι τύποι των πλοίων που αποτελούν το στόλο της εταιρείας. Εξετάζεται το μέγεθος τής ναυτιλιακής επιχείρησης και επιχειρείται διαχωρισμός των ναυτιλιακών μονάδων σε μικρές (1-10 πλοία), μεσαίες (11-20 πλοία) και μεγάλες (21+ πλοία). Με κριτήριο τα διαμετακομιζόμενα φορτία, εξετάζεται ποιος τομέας της αγοράς τείνει επωφελείται περισσότερο από τη χρήση παράγωγων προϊόντων. Η ανάλυση αφορά κυρίως τις αγορές **υγρού** και **ξηρού** φορτίου.

Με την πέμπτη ερώτηση, επιχειρείται να διαπιστωθεί ο τρόπος που επιλέγουν οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις τη μορφή χρηματοδότησης των επενδύσεών τους. Οι απαντήσεις αποκαλύπτουν σε ποια έκταση επιλέγονται οι τράπεζες για την χρηματοδότηση των ναυτιλιακών επενδυτικών σχεδίων (project) και τους κινδύνους που εμπεριέχει η επιλογή αυτή.

Με την έκτη και έβδομη ερώτηση αναζητείται να εξηγηθεί η συμπεριφορά των χρηστών ως προς την επιλεγόμενη, ασφαλέστερη, μορφή ναύλωσης όταν η αγορά διέρχεται φάσεις άνθησης ή ύφεσης και να συσχετισθούν τα συμπεράσματα τόσο με τον τομέα της αγοράς που

δραστηριοποιείται ο ερωτώμενος όσο και με την χρήση των παραγώγων προϊόντων, όπου αυτή υπάρχει. Εξετάζεται η θέση και άποψη του χρήστη ως προς την μεταβλητότητα των ναύλων, στην αγορά την οποία δραστηριοποιείται. Σημειώνεται ότι όσο πιο ευμετάβλητη είναι η αγορά των ναύλων τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα χρήσης προϊόντων αντιστάθμισης κινδύνου έναντι αυξομειώσεων των τιμών των ναύλων.

Στο δεύτερο μέρος των ερωτήσεων εξετάζεται ενδεχόμενη σχέση της εταιρείας με τον κίνδυνο.

Στην πρώτη ερώτηση της δεύτερης ομάδας (B1) ο χρήστης υποδεικνύει ποία ομάδα κινδύνων θεωρεί σημαντικότερη, μεταξύ των κινδύνων πλοιοκτησίας και εκείνων της λειτουργίας της επιχείρησης και πώς ορίζει την έννοια του κινδύνου. Όπως ελέχθη η ναυτιλιακή βιομηχανία είναι υψηλής εντάσεως κεφαλαίου και υψηλού λειτουργικού κινδύνου.

Στην δεύτερη ερώτηση (B2) ο ερωτώμενος καλείται να κατατάξει ένα πλήθος δεδομένων κινδύνων, με κριτήριο την υποκειμενική αντίληψη περί του βαθμού σοβαρότητας τους σε σημαντικούς και μη σημαντικούς. Αυτή η ομάδα κινδύνων περιλαμβάνει τους ευρύτερα γνωστούς και αποδεκτούς κινδύνους που αντιμετωπίζει μια σύγχρονη ναυτιλιακή επιχείρηση.

Τα συμπεράσματα αποκαλύπτουν ποιοι κίνδυνοι θεωρούνται οι σοβαρότεροι που αντιμετωπίζει η ναυτιλιακή επιχείρηση και πώς διαφοροποιούνται ανάλογα με το μέγεθος της επιχείρησης και την αγορά την οποία εξυπηρετεί. Παράλληλα οι ερωτώμενοι υποδεικνύουν κινδύνους που δεν εμπεριέχονται στο παραπάνω πλήθος κινδύνων τους οποίους, παρά ταύτα, τους θεωρούν εξίσου σημαντικούς (βαθμός βαρύτητας 1).

Με την ερώτηση B3 υποδεικνύονται στους ερωτώμενους οι δυνατότητες αντιστάθμισης πέντε συγκεκριμένων βασικών μορφών κινδύνου, μέσω της χρησιμοποίησης παράγωγων προϊόντων: Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης, Δικαιωμάτων Προαίρεσης, Προθεσμιακών Συμβολαίων και Συμβολαίων Ανταλλαγών Απαιτήσεων. Οι ερωτώμενοι καλούνται να δηλώσουν την προτίμησή τους για το παράγωγο προϊόν που πιστεύουν ότι

μπορεί να αντισταθμίσει συγκεκριμένη μορφή κινδύνου όπως και να αποκαλύψουν εάν έχουν χρησιμοποιήσει κάποιο από αυτά στο παρελθόν και σε ποια περίπτωση. Τα συμπεράσματα εκφράζουν το βαθμό προτίμησης των επιχειρήσεων σε σχέση με τα παραπάνω προϊόντα και συσχετίζουν το μέγεθος των επιχειρήσεων με τη χρήση αυτού τού είδους προϊόντων.

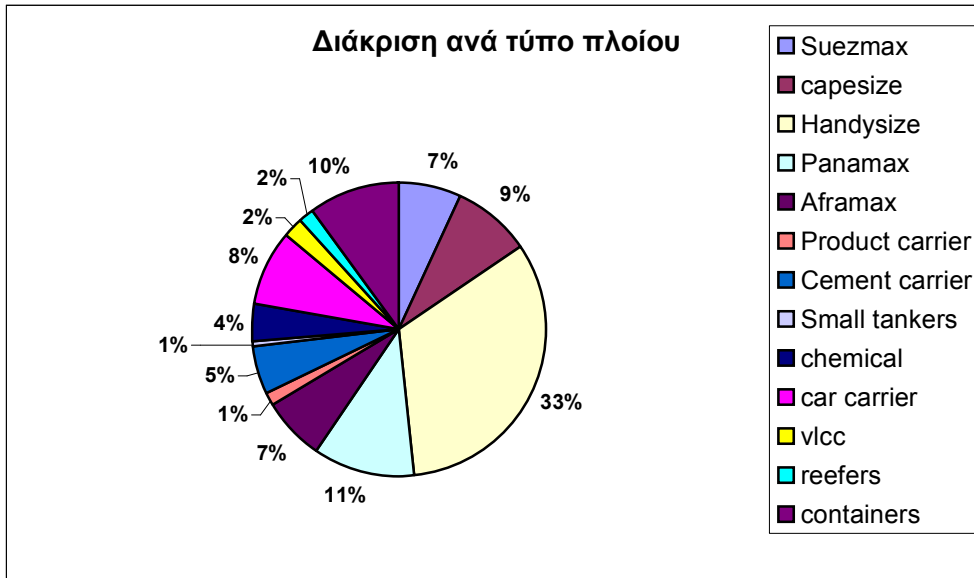
Με τις ερωτήσεις 6 και 7 του Β3 μέρους επιχειρείται να καταγραφούν άλλης μορφής προϊόντα που ενδεχομένως έχουν χρησιμοποιηθεί και να αποκαλυφθούν εναλλακτικοί τρόποι αντιστάθμισης κινδύνου που η επιχείρηση θεωρεί εξίσου αποτελεσματικούς, εκτός από τα παράγωγα προϊόντα. Με την ερώτηση αυτή εξετάζονται οι μέθοδοι αντιστάθμισης κινδύνου που χρησιμοποιούν οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις ώστε να διαμορφωθεί κατά το δυνατόν πληρέστερη εικόνα σχετικά με το ναυτιλιακό risk management.

Τέλος, η τρίτη ομάδα ερωτήσεων, αποσκοπεί στο να καταγράψει την άποψη της εταιρείας για το ποια αγορά θεωρεί προσφορότερη για τη χρήση παραγώγων προϊόντων. Πέραν τούτου εξετάζει και την θέση της ναυτιλιακής μονάδας απέναντι στα προθεσμιακά συμβόλαια επί ναύλου, που θεωρούνται σήμερα τα κυριότερα παράγωγα προϊόντα της ναυτιλιακής αγοράς. Τα συμπεράσματα και εδώ συσχετίζονται με το μέγεθος των επιχειρήσεων.

4.2. Παρουσίαση αποτελεσμάτων για το σύνολο της αγοράς.

Το δείγμα περιλαμβάνει 26 ναυτιλιακές επιχειρήσεις. Το 33% των επιχειρήσεων απασχολεί Handy size πλοία, ενώ ακολουθούν τα Panamax με 11% και τα Capesize με 9%. Το υπόλοιπο 45% κατανέμεται στους υπόλοιπους τύπους πλοίων όπως φαίνεται στο γράφημα 4.1. Το 34% των επιχειρήσεων δραστηριοποιείται στην αγορά ξηρού φορτίου, το 25% στην μεταφορά προϊόντων πετρελαίου και το 16% στην μεταφορά αργού πετρελαίου. Ακολουθούν σε μικρότερο ποσοστό τα υπόλοιπα μεταφερόμενα φορτία (γράφημα 4.2). Όσον αφορά στην ηλικία των πλοίων το 27% αυτών είναι ηλικίας μεταξύ 11 και 15 ετών, το 23% μεταξύ 6 και δέκα ετών ενώ μόνο το 8% είναι καινούργια πλοία (γράφημα 4.3).

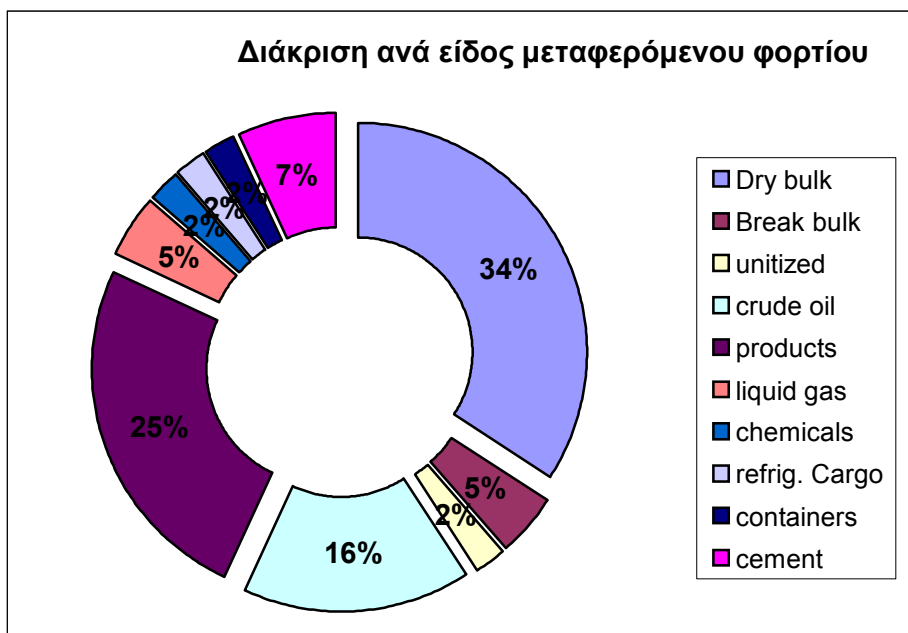
Γράφημα 4.1.: Σύνολο αγοράς. Διάκριση ανά τύπο πλοίου.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

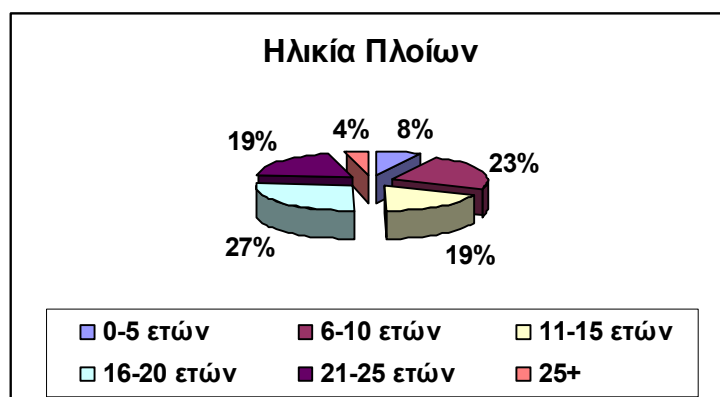
Γράφημα 4.2.: Σύνολο αγοράς. Διάκριση ανά είδος μεταφερόμενου φορτίου.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.3. : Σύνολο αγοράς. Ηλικία πλοίων.

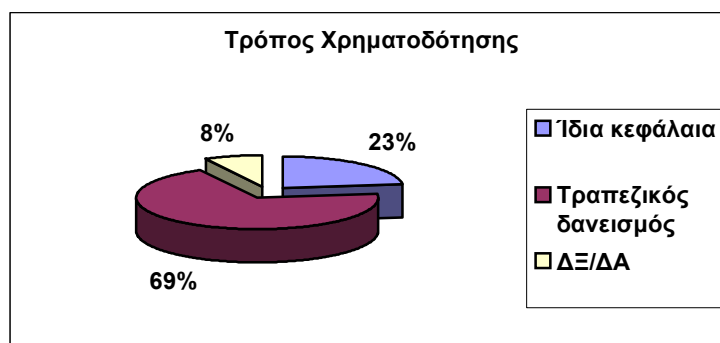


Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Διαπιστώνεται ότι το 69% των επιχειρήσεων καταφεύγει στον τραπεζικό δανεισμό ενώ μόνο το 23% επενδύει ίδια κεφάλαια για τη χρηματοδότηση των ναυτιλιακών δραστηριοτήτων. Από το 69% των δανειοληπτών, το 40% προτιμά τη χρηματοδότηση σε ποσοστό 80% με 85% της επένδυσης, ενώ το 50% εξασφαλίζει τραπεζική χρηματοδότηση μέχρι ποσού 60%-70% της επένδυσης (γράφημα 4.4).

Γράφημα 4.4.: Σύνολο αγοράς. Επιλογή τρόπου χρηματοδότησης επενδύσεων.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

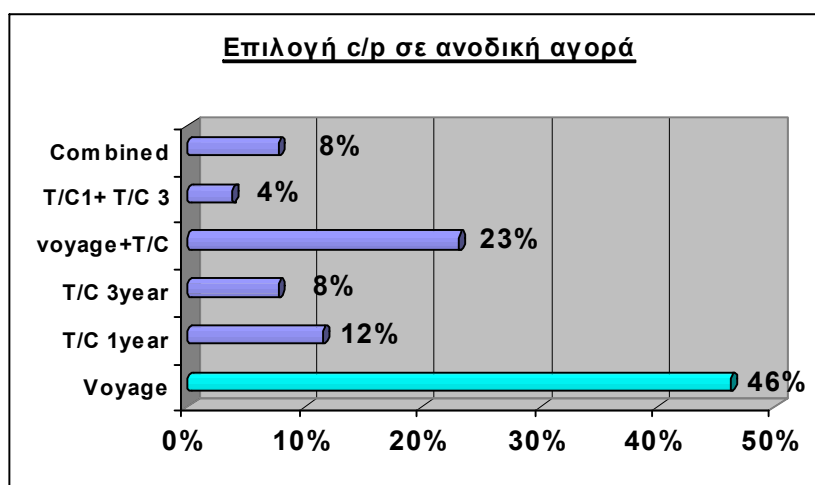
Έτος: 2004

Η έβδομη ερώτηση του ερωτηματολογίου αναφέρεται στο είδος του ναυλοσυμφώνου που επιλέγουν οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις στις περιόδους ανόδου ή ύφεσης της ναυλαγοράς. Τα συμπεράσματα παρατίθενται στα επόμενα δύο γραφήματα. Παρατηρείται ότι σε περιόδους ανόδου το 46% των επιχειρήσεων επιλέγει τη ναύλωση ανά ταξίδι (voyage charter), ενώ το 23% τον συνδυασμό χρονοναύλωσης ενός έτους και ναύλωσης ταξιδιού, με στόχο την

καλύτερη αξιοποίηση των τάσεων της αγοράς (γράφημα 4.5). Αντίθετα, σε περιόδους ύφεσης το 42% των επιχειρήσεων προτιμά τη χρονονάυλωση ετήσιας διάρκειας και ακολουθεί σε ποσοστό 23% η χρονονάυλωση τριετούς διάρκειας (γράφημα 4.6).

Τα παραπάνω συμπεράσματα είναι αναμενόμενα δεδομένου ότι η ανοδική αγορά οδηγεί τους πλοιοκτήτες στην όσο το δυνατόν εντονότερη εκμετάλλευση των υψηλών ναύλων και αυτό μπορεί να επιτευχθεί μόνον μέσω της ναύλωσης ταξιδιού. Αντίθετα, σε περιόδους πτωτικής αγοράς η δυσκολία εξεύρεσης ικανοποιητικού ναύλου ή / και φορτίου, αναγκάζει τους πλοιοκτήτες να κλείσουν συμβόλαια στην αγορά time charter.

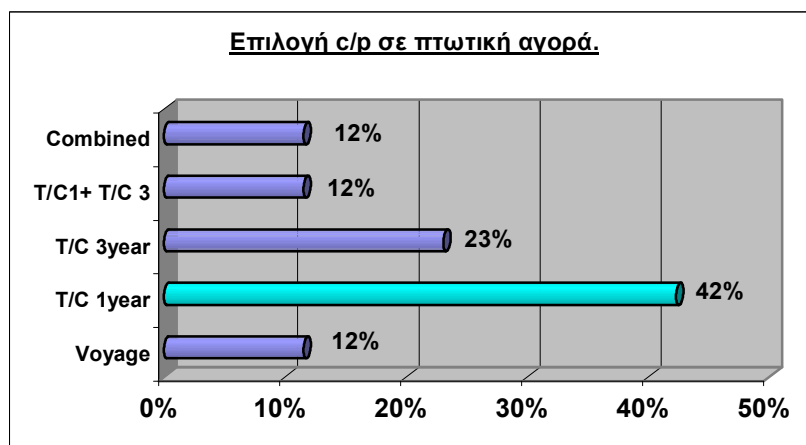
Γράφημα 4.5.: Σύνολο αγοράς. Επιλογή ναυλοσυμφώνου σε ανοδική αγορά.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.6.: Σύνολο αγοράς. Επιλογή ναυλοσυμφώνου σε πτωτική αγορά.

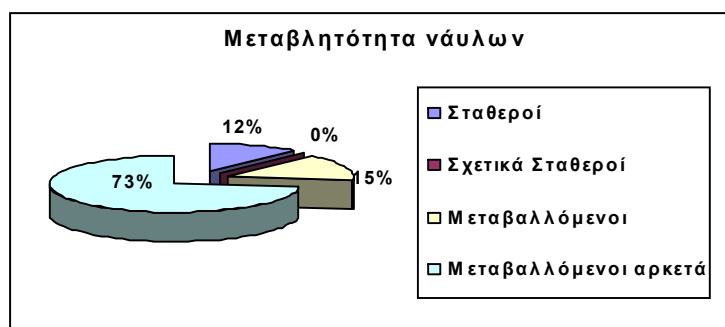


Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Είναι αξιοσημείωτο ότι το 73% των επιχειρήσεων κρίνει ότι οι ναύλοι μεταβάλλονται αρκετά (σε όλους τους τομείς της αγοράς) ενώ το 15% θεωρεί ότι η μεταβολή είναι ήπια. Το 12% κρίνει ότι οι ναύλοι είναι σταθεροί (γράφημα 4.7). Αυτό το 12% αναλογεί στις επιχειρήσεις μεταφοράς τσιμέντου και ναυτιλίας γραμμών οι οποίες δεν αντιμετωπίζουν υψηλή μεταβλητότητα στους ναύλους λόγω της ιδιαιτερότητας του μεταφερόμενου φορτίου.

Γράφημα 4.7. : Σύνολο αγοράς. Μεταβλητότητα ναύλων.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Στις ερωτήσεις του δεύτερου μέρους αναλύεται η έννοια του κινδύνου όπως ορίζεται και διαχωρίζεται από τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις. Στην ερώτηση ποια ομάδα κινδύνων θεωρείται σημαντικότερη, το 69% των επιχειρήσεων κρίνει ότι σημαντικότεροι είναι οι κίνδυνοι λειτουργίας του πλοίου (operational risk) ενώ το 31% κρίνει σημαντικότερους τους κινδύνους πλοιοκτησίας (γράφημα 4.8). Τα παραπάνω συμπεράσματα είναι αναμενόμενα εφόσον το λειτουργικό κόστος αποτελεί το μεταβλητό κόστος των επιχειρήσεων, το οποίο υπόκειται σε συνεχείς και απρόβλεπτες διακυμάνσεις.

Γράφημα 4.8. : Σύνολο αγοράς. Διαχωρισμός κινδύνου.



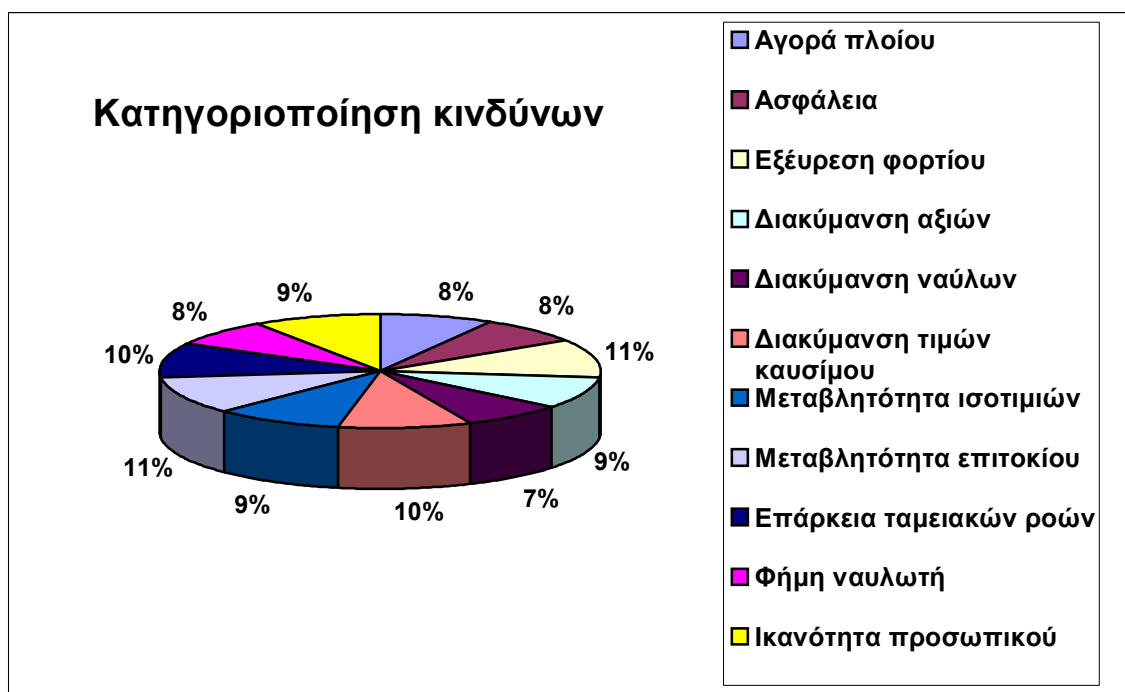
Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Στη συνέχεια το ερωτηματολόγιο παρουσίασε στους ερωτώμενους έντεκα από τους σημαντικότερους και πλέον αναγνωρισμένους, πιθανούς κινδύνους που αντιμετωπίζει η ναυτιλιακή επιχείρηση στην καθημερινή λειτουργία της, με σκοπό να τους κατατάξουν ανάλογα με το επίπεδο επικινδυνότητας τους κατά φθίνουσα τάξη σπουδαιότητας. Τα συμπεράσματα της ανάλυσης παρατίθενται παρακάτω (γράφημα 4.9).

Παρατηρείται ότι οι κίνδυνοι που σχετίζονται με την αξιοπιστία του ναυλωτή, με την αγορά νέου πλοίου και με θέματα ασφάλειας, κρίνονται ως οι σημαντικότεροι. Ακολουθούν οι κίνδυνοι που απορρέουν από τη διακύμανση των τιμών κτήσεως των πλοίων, τη ικανότητα του προσωπικού και τη μεταβλητότητα των νομισματικών ισοτιμιών. Είναι αξιοσημείωτο ότι η διακύμανση των τιμών των ναύλων θεωρείται ως η πρωταρχική πηγή κινδύνου για τις επιχειρήσεις. Σημαντικότεροι είναι οι κίνδυνοι που απεικονίζονται στο γράφημα με το μικρότερο ποσοστό καθότι η αποτίμηση του κινδύνου έγινε με κλίμακα από ένα έως πέντε, με το αριθμό ένα να αντιπροσωπεύει τον σημαντικότερο κίνδυνο.

Γράφημα 4.9. : Σύνολο αγοράς. Κατηγοριοποίηση κινδύνων.

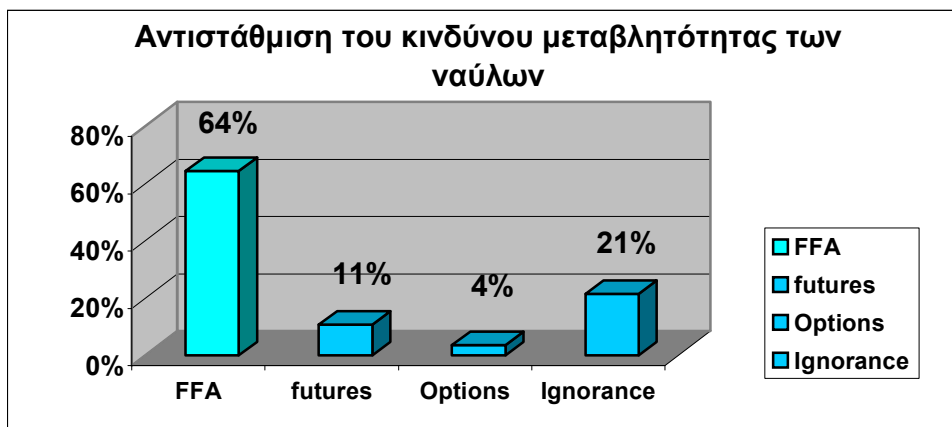


Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Σε ότι αφορά στην αντιστάθμιση ενός αριθμού από πέντε συγκεκριμένης πιθανότητας κινδύνους προτείνεται στους αποδέκτες των ερωτηματολογίων η χρήση παράγωγων προϊόντων: ΣΜΕ - Futures, Προθεσμιακά Συμβόλαια (Forwards), Δικαιώματα Προαίρεσης (Options) και Ανταλλαγές Απαιτήσεων (Swaps). Στα παρακάτω γραφήματα απεικονίζονται οι προτιμήσεις των ερωτηθέντων ως προς τα προϊόντα αυτά για κάθε έναν από τους πέντε πιθανούς κινδύνους (Γραφήματα 4.10- 4.14).

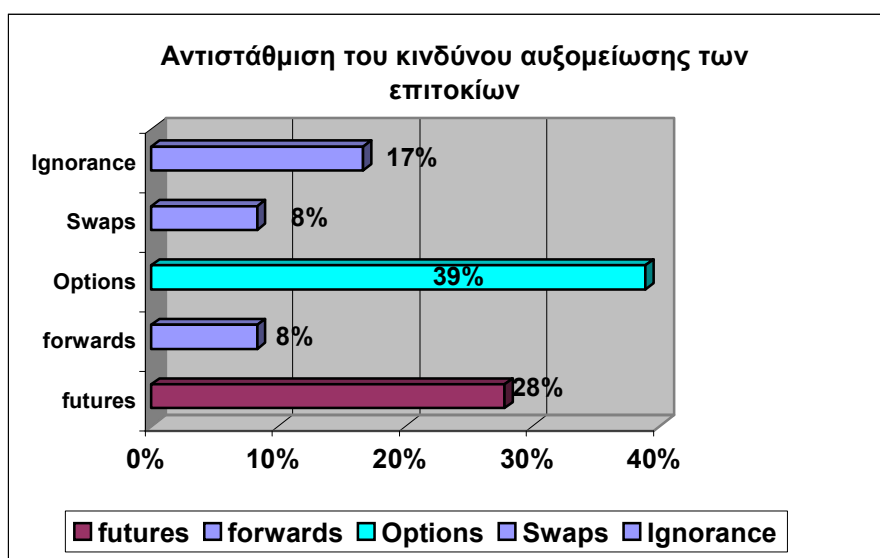
Γράφημα 4.10. : Σύνολο αγοράς. Αντιστάθμιση του κινδύνου μεταβλητότητας των ναύλων.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

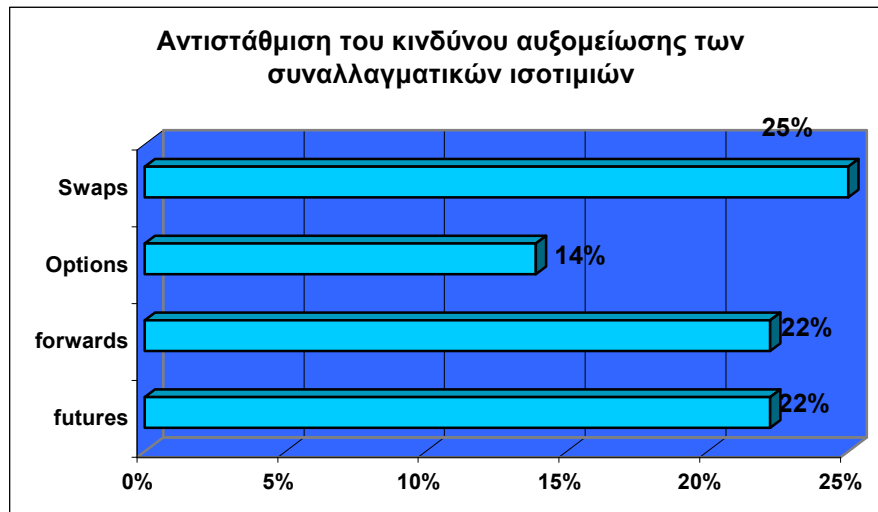
Γράφημα 4.11. : Σύνολο αγοράς. Αντιστάθμιση του κινδύνου αυξομείωσης των επιτοκίων.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.12.: Σύνολο αγοράς. Αντιστάθμιση του κινδύνου αυξομείωσης των συναλλαγματικών ισοτιμιών.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

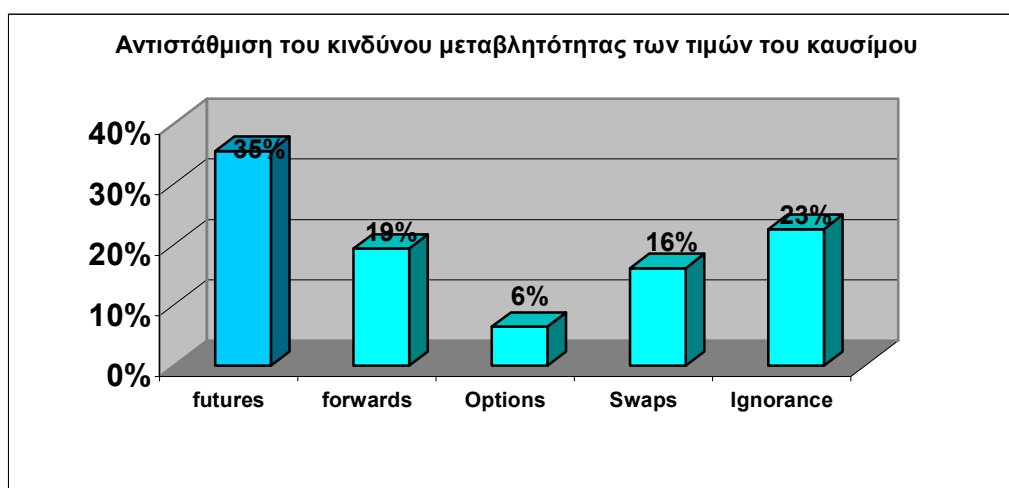
Σε ότι αφορά στην επιλογή για την αντιστάθμιση αυξομείωσης των ναύλων παρατηρείται ότι το 64% προτιμά τα Προθεσμιακά Συμβόλαια Επί Ναύλου (FFA's) ενώ το 11% καταφεύγει στα ΣΜΕ. Από το 64% που προτιμά τα FFA, το 22% τα έχει χρησιμοποιήσει τουλάχιστον μία φορά. Πρέπει να σημειωθεί ότι το 21% αγνοεί την ύπαρξη των παραπάνω προϊόντων, ως μέσα αντιστάθμισης του κινδύνου μεταβλητότητας των ναύλων (γράφημα 4.10).

Για την αντιστάθμιση του κινδύνου αυξομείωσης των επιτοκίων, το 39% των ερωτηθέντων προτιμά τη χρήση των Δικαιωμάτων Προαίρεσης ενώ το 28% τα ΣΜΕ. Το παραπάνω συμπέρασμα είναι αναμενόμενο εάν παρατηρηθεί ότι και τα δύο είδη προϊόντων είναι ελκυστικά για την αντιστάθμιση του κινδύνου μεταβλητότητας των επιτοκίων και χρησιμοποιούνται σε αντίστοιχα μεγάλο ποσοστό και σε άλλους κλάδους της αγοράς. Από το 39% των επιχειρήσεων που προτιμούν τα Δικαιώματα Προαίρεσης, το 36% τα έχει χρησιμοποιήσει τουλάχιστο μια φορά στο παρελθόν ενώ το 30% έχει χρησιμοποιήσει τα ΣΜΕ. Αντίστοιχα σημαντικό ποσοστό (17%) αγνοεί τη χρήση των παραπάνω προϊόντων (γράφημα 4.11).

Για την αντιστάθμιση του κινδύνου αυξομείωσης των συναλλαγματικών ισοτιμιών τα συμπεράσματα είναι μεικτά. Οι προτιμήσεις σε ΣΜΕ, Δικαιώματα Προαίρεσης και Ανταλλαγές Απαιτήσεων κυμαίνονται στα ίδια επίπεδα, περίπου στο 20- 25%, ενώ το 50% δηλώνει ότι έχει χρησιμοποιήσει κάποιο από τα παραπάνω προϊόντα τουλάχιστον μία φορά (γράφημα 4.12).

Για την αντιστάθμιση του κινδύνου μεταβλητότητας των τιμών των καυσίμων παρατηρείται προτίμηση στα ΣΜΕ κατά 35%, ενώ ακολουθούν τα Προθεσμιακά Συμβόλαια με 19%. Το ποσοστό άγνοιας αγγίζει το 23%, που θεωρείται αρκετά υψηλό. Από το 35% των ερωτηθέντων που προτιμούν τα ΣΜΕ το 30% τα έχει χρησιμοποιήσει τουλάχιστον μια φορά (γράφημα 4.13). Τα Προθεσμιακά Συμβόλαια σε καύσιμα αποτελούν πολύ εύχρηστα εργαλεία και ενώ χρησιμοποιούνται ευρέως στο εξωτερικό, φαίνεται πως στην Ελλάδα δεν έχουν σημαντική απήχηση στις επιχειρήσεις, ίσως λόγω της άγνοιας σχετικά με τους φορείς ανάλογων εξωχρηματιστηριακών προϊόντων.

Γράφημα 4.13. : Σύνολο αγοράς. Αντιστάθμιση του κινδύνου μεταβλητότητας των τιμών του καυσίμου.



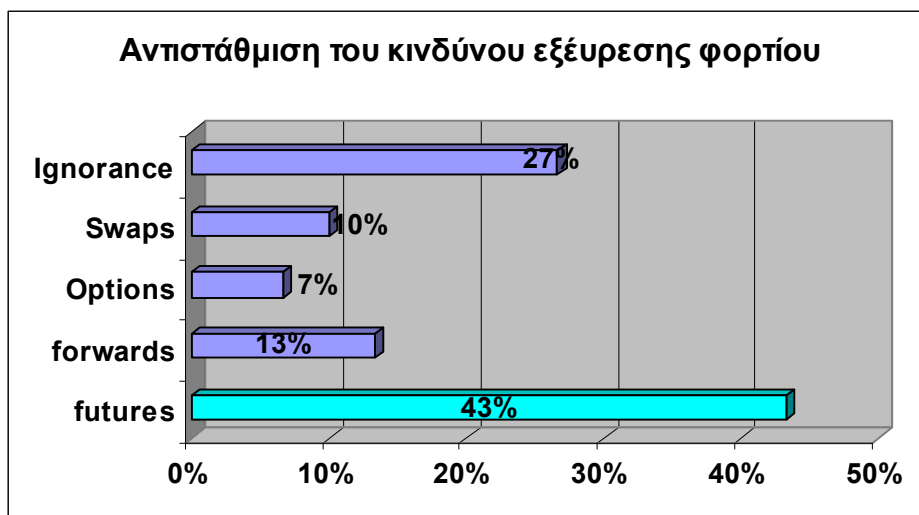
Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Τέλος για την αντιστάθμιση του κινδύνου μη εξεύρεσης φορτίου, παρατηρείται ότι το 43% προτιμά τα ΣΜΕ επί τιμών καύσιμου, το 13% τα προθεσμιακά συμβόλαια και το 7% τα Δικαιώματα Προαίρεσης. Η άγνοια ως προς τη χρήση των παραπάνω προϊόντων, ανέρχεται

στο 27% ποσοστό που κρίνεται αρκετά υψηλό, υψηλότερο σε σχέση με τα προϊόντα για την αντιστάθμιση των υπόλοιπων κινδύνων.

Γράφημα 4.14. : Σύνολο αγοράς. Αντιστάθμιση του κινδύνου εξεύρεσης φορτίου.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Στην τρίτη ομάδα των ερωτήσεων ζητήθηκε από τους ερωτώμενους να κρίνουν ποια αγορά θεωρούν καταλληλότερη για τη χρήση παράγωγων προϊόντων (γράφημα 4.15). Κυρίαρχες αγορές θεωρούνται οι αγορές υγρού (19%) και ξηρού φορτίου (26%) κυρίως λόγω της υψηλής μεταβλητότητας των συνθηκών που τις διέπουν (ναύλοι, καύσιμα, κ.τ.λ.)

Γράφημα 4.15. : Σύνολο αγοράς. Επιλογή αποδοτικότερης αγοράς για τη χρήση παράγωγων προϊόντων.

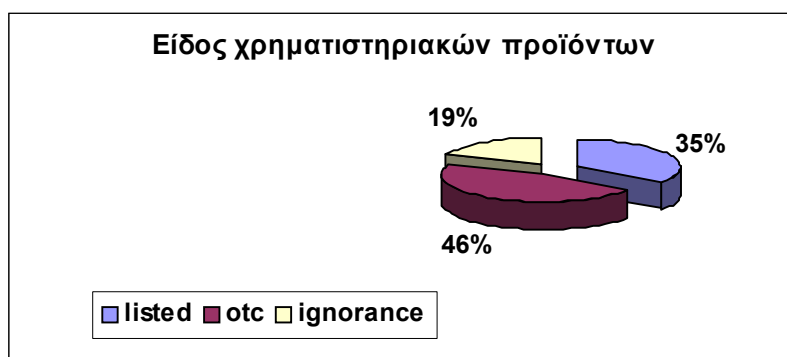


Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Όσον αφορά στο είδος της χρηματιστηριακής αγοράς, το 35% προτιμά τα προϊόντα του χρηματιστηρίου, κυρίως λόγω της ασφάλειας που παρέχουν, ως πιο ευέλικτα προϊόντα, υψηλής ρευστότητας, ενώ το 46% προτιμά τα OTC / Εξωχρηματιστηριακά προϊόντα (γράφημα 4.16). Το ποσοστό αυτό αντανακλά την δυνατότητα που παρέχουν αυτά τα προϊόντα για σύναψη συμβολαίων που ικανοποιούν τις ιδιαίτερες ανάγκες κάθε χρήστη, ειδικά στον τομέα της ναυτιλίας.

Γράφημα 4.16. : Σύνολο αγοράς. Επιλογή τύπου χρηματιστηριακών προϊόντων.



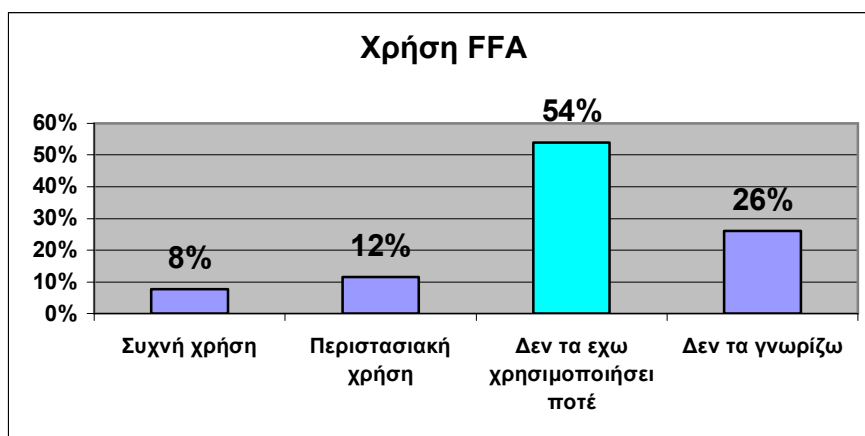
Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Έπειτα εξετάζεται μέχρι ποίου βαθμού οι ερωτώμενοι γνωρίζουν την ύπαρξη και χρησιμότητα των Προθεσμιακών συμβολαίων επί ναύλου (FFA), (γράφημα 4.17). Παρατηρείται ότι το 54% δεν τα έχει χρησιμοποιήσει ποτέ, ενώ το 27% δεν γνωρίζει την ύπαρξη τους. Στο σύνολο της αγοράς, μόνο το 8% τα χρησιμοποιεί συχνά, ενώ το 12% τα χρησιμοποιεί περιστασιακά.

Τέλος αναλύεται η άποψη των ερωτηθέντων σχετικά με ποίο άλλο προϊόν μπορεί να συγκριθεί σε χρησιμότητα με τα Προθεσμιακά Συμβόλαια επί ναύλου. Το 47% θεωρεί ότι είναι ομοειδή με όποια άλλα παράγωγα προϊόντα, ενώ το 23% δεν τα διακρίνει από τα συμβόλαια χρονοναύλωσης. Τέλος το 15% θεωρεί ότι τα FFA's μοιάζουν με τα συμβόλαια εργολαβικής μεταφοράς. Άγνοια επί του θέματος σημειώνεται στο 15% των ερωτηθέντων (γράφημα 4.18).

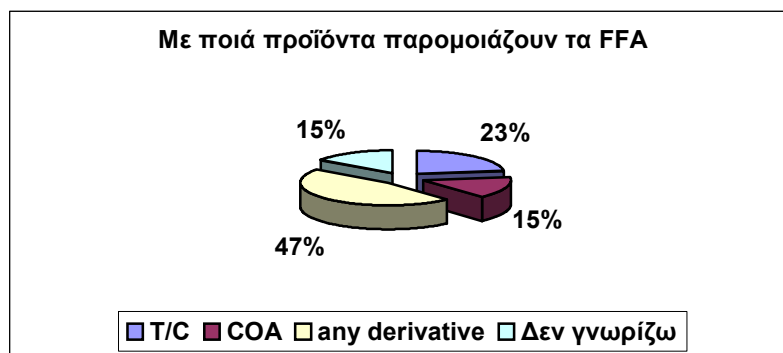
Γράφημα 4.17. : Σύνολο αγοράς. Χρήση προθεσμιακών συμβολαίων επί ναύλου.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.18. : Σύνολο αγοράς. Προϊόντα που παρομοιάζουν με τα FFA.



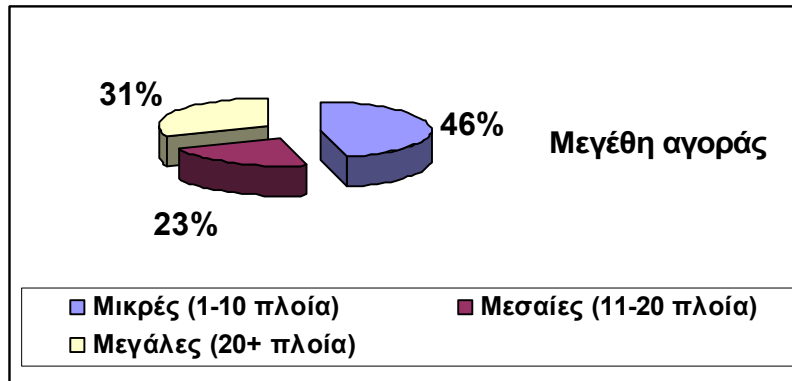
Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

4.3 Παρουσίαση αποτελεσμάτων για τα τρία μεγέθη της αγοράς.

Ο διαχωρισμός της ναυτιλιακής αγοράς γίνεται σε μικρές (1 έως 10 πλοία), μεσαίες (11 έως 20 πλοία), και μεγάλες (20+ πλοία) επιχειρήσεις (Γράφημα 4.19). Παρατηρείται ότι οι μικρές επιχειρήσεις, κατέχουν το 46% του συνολικού στόλου. Παρακάτω αναλύονται τα δεδομένα για τις μικρές επιχειρήσεις.

Γράφημα 4.19.: Διάκριση μεγεθών αγοράς.



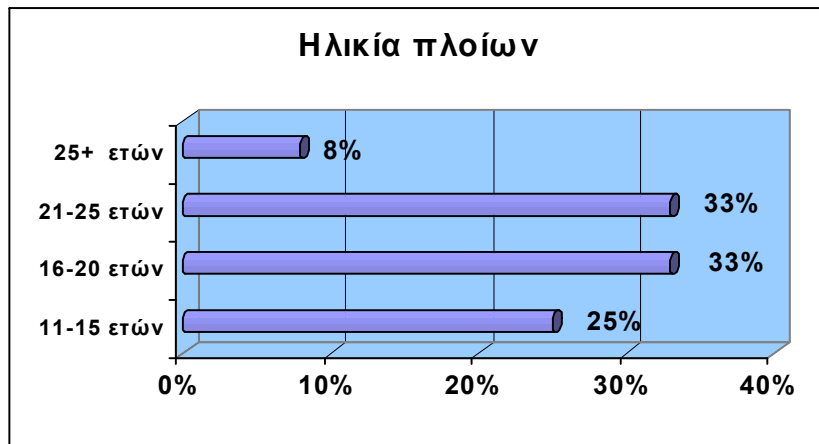
Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

4.3.1. Ανάλυση μικρού μεγέθους επιχειρήσεων.

Οι μικρές επιχειρήσεις κατέχουν πλοία των οποίων η μέση ηλικία κυμαίνεται μεταξύ 16 και 25 έτη όπως απεικονίζεται στο γράφημα 4.20.

Γράφημα 4.20. : Μικρές επιχειρήσεις. Μέση ηλικία πλοίων.



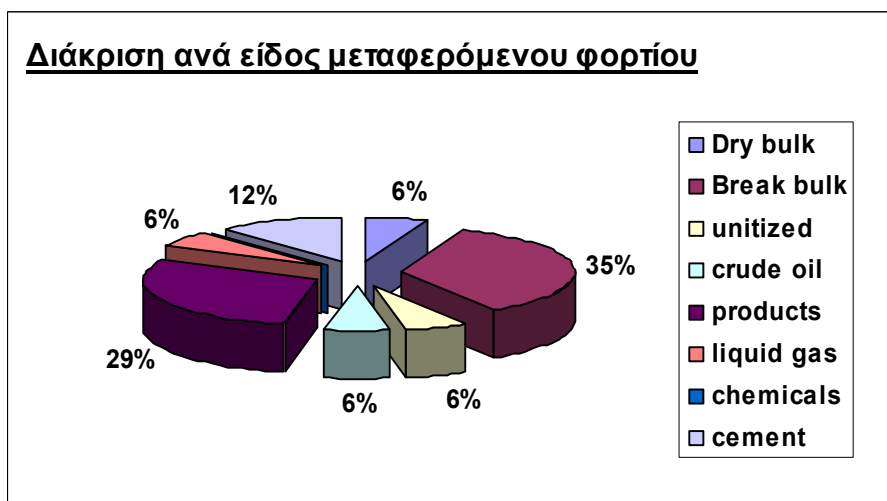
Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Όσον αφορά στη διάκριση του φορτίου, τα φορτία χύδην και τα παράγωγα πετρελαίου αποτελούν τον κύριο όγκο των μεταφερόμενων αγαθών, ενώ ακολουθεί το τσιμέντο με 12% (γράφημα 4.21). Εξάλλου, όπως αναλύεται παρακάτω, ο κύριος όγκος αυτών των φορτίων

μεταφέρεται με πλοία Handy size, που διαθέτουν υψηλό βαθμό ευελιξίας για την μεταφορά διαφορετικών ειδών φορτίου (γράφημα 4.22). Πρέπει να σημειωθεί ότι στο δείγμα συμμετέχουν πέντε επιχειρήσεις μεταφοράς τσιμέντου, με στόλο που δεν ξεπερνά τα 7-9 πλοία.

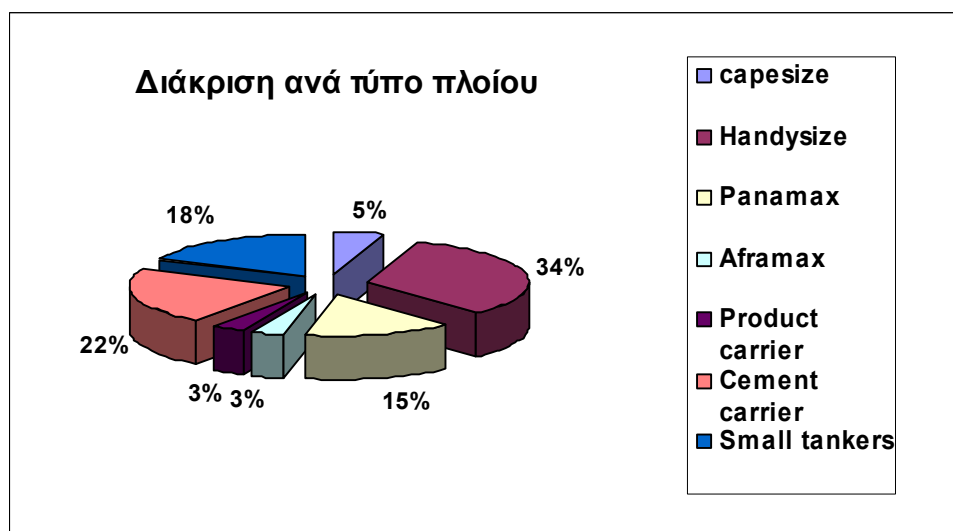
Γράφημα 4.21. : Μικρές επιχειρήσεις. Διάκριση ανά είδος μεταφερόμενου φορτίου.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.22. : Μικρές επιχειρήσεις. Διάκριση ανά τύπο πλοίου.



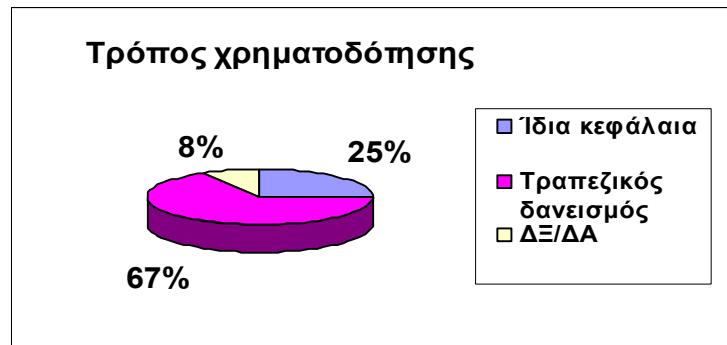
Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Όσον αφορά στη χρηματοδότηση των ναυτιλιακών επενδύσεων, το 67% των ερωτηθέντων προτιμά τον τραπεζικό δανεισμό, για να καλύψει ποσοστό επένδυσης μέχρι 60-

65%, (γράφημα 4.23) ενώ ακολουθεί η δανειοδότηση σε ποσοστό 70-85% (γράφημα 4.24). Μόνο το 25% χρησιμοποιεί ίδια κεφάλαια ενώ ανάλογα με τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά ορισμένες επιχειρήσεις συνδυάζουν και τις δύο μορφές χρηματοδότησης.

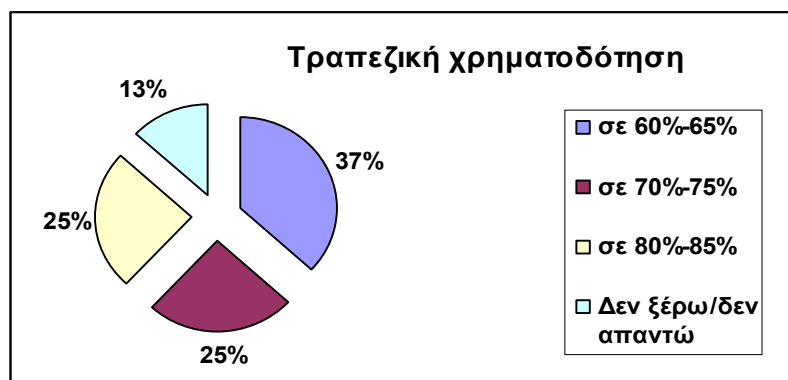
Γράφημα 4.23. : Μικρές επιχειρήσεις. Επιλογή τρόπου χρηματοδότησης.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.24. : Μικρές επιχειρήσεις. Τραπεζική χρηματοδότηση.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

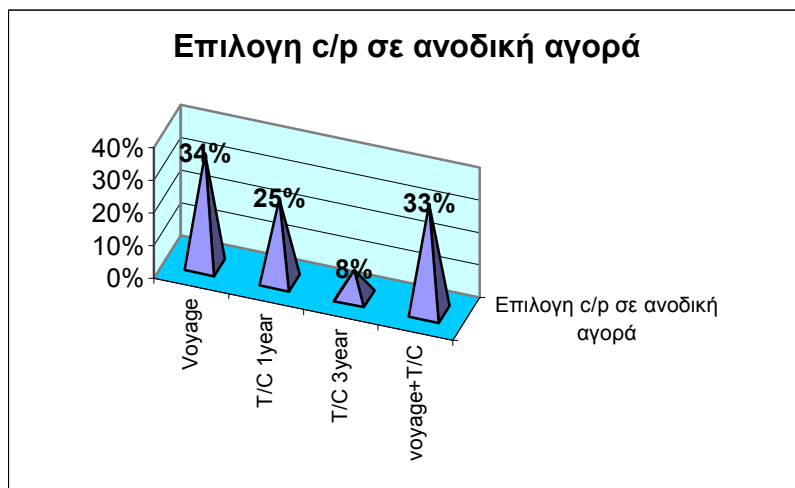
Έτος: 2004

Στην ερώτηση ποιας μορφής ναύλωση θεωρείται ασφαλέστερη σε περιόδους ανόδου ή ύφεσης της αγοράς, το 33% απαντά ότι θεωρεί τη ναύλωση ταξιδιού ή το συνδυασμό χρονοναύλωσης και ναύλωσης ανά ταξίδι, ως την καλύτερη μορφή ναυλοσύμφωνου, συμπέρασμα εύλογο, δεδομένου ότι σε καλές εποχές για την ναυλαγορά, η αυξημένη ζήτηση καθιστά τα μεμονωμένα ταξίδια πλέον κερδοφόρα (γράφημα 4.25). Το 25% των ερωτηθέντων, θεωρεί ασφαλέστερη μορφή ναύλωσης τη χρονοναύλωση ενός έτους, επιλογή που προτιμούν

κυρίως οι εταιρείες μεταφοράς τσιμέντου που ναυλώνουν τα πλοία τους, ως επί το πλείστο, σε ετήσια βάση.

Τέλος, όταν η αγορά είναι σε ύφεση η πρώτη επιλογή των ερωτηθέντων, είναι η ετήσια χρονοναύλωση σε ποσοστό 43% και σε μικρότερο ποσοστό (16%) η επιλογή, μεταξύ voyage και time charter ενός χρόνου (γράφημα 4.26).

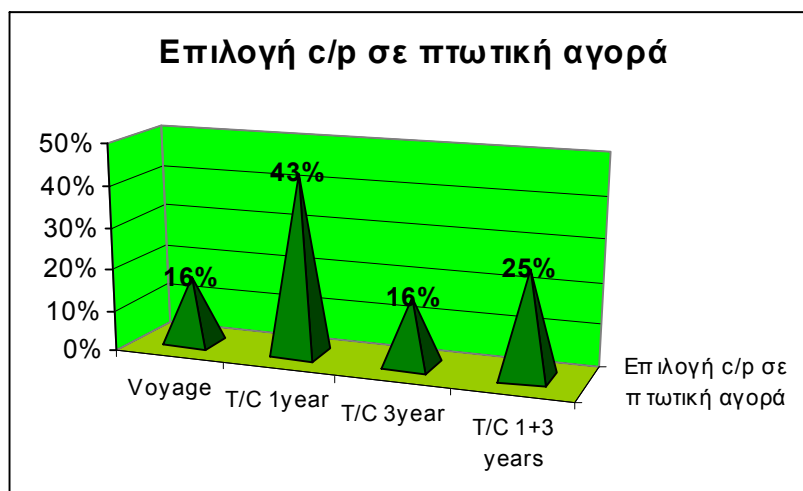
Γράφημα 4.25. : Μικρές επιχειρήσεις. Επιλογή ναυλοσυμφώνου σε ανοδική αγορά.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.26. : Μικρές επιχειρήσεις. Επιλογή ναυλοσυμφώνου σε πτωτική αγορά.



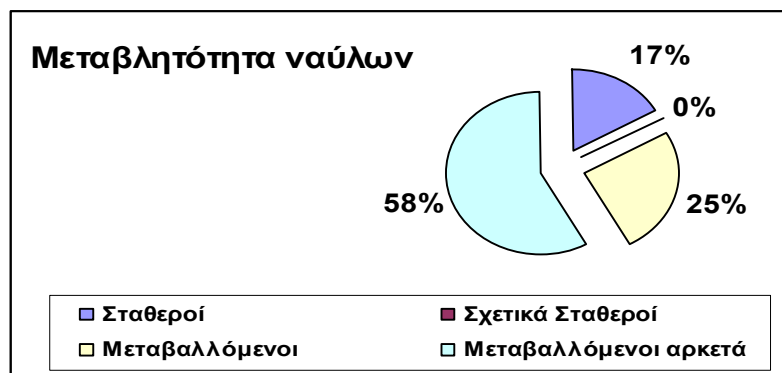
Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Στην ερώτηση σχετικά με το πως κρίνουν οι επιχειρήσεις τις διακυμάνσεις των ναύλων το 58% κρίνει ότι διακυμαίνονται αρκετά, ενώ το 25% θεωρεί ότι μεταβάλλονται ήπια

(γράφημα 4.27). Τα συμπεράσματα αυτά είναι αναμενόμενα, καθώς η ναυλαγορά διαχρονικά μεταβάλλεται σημαντικά. Το 25% των ερωτηθέντων κρίνει ότι το επίπεδο των ναύλων είναι σταθερό. Το αποτέλεσμα αυτό, αποδίδεται στις εταιρείες μεταφοράς τσιμέντου λόγω της ιδιαιτερότητας του φορτίου, του οποίου η τιμή δεν μεταβάλλεται διαχρονικά.

Γράφημα 4.27.: Μικρές επιχειρήσεις. Μεταβλητότητα ναύλων.

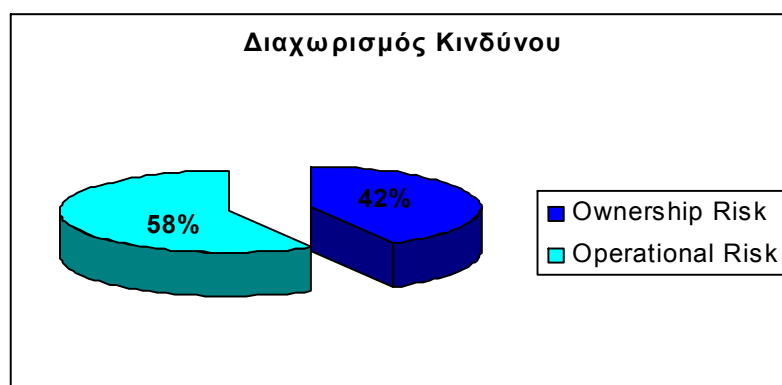


Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Στο γράφημα 4.28 παρουσιάζονται τα συμπεράσματα σχετικά με το διαχωρισμό του κινδύνου, σε κίνδυνο πλοιοκτησίας και σε λειτουργικό κίνδυνο. Ο λειτουργικός κίνδυνος θεωρείται σημαντικότερος, αλλά και οι κίνδυνοι πλοιοκτησίας παρουσιάζονται εξίσου σημαντικοί με ποσοστό 42%.

Γράφημα 4.28. : Μικρές επιχειρήσεις. Διαχωρισμός κινδύνου.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Σύμφωνα με τις απαντήσεις των ερωτηθέντων οι κίνδυνοι κατατάσσονται ανάλογα με το επίπεδο επικινδυνότητάς τους, σε σημαντικούς και μη σημαντικούς. Σημαντικότεροι είναι οι

κίνδυνοι με το μικρότερο ποσοστό καθότι η αποτίμηση του κινδύνου έγινε με κλίμακα από ένα έως πέντε, με το αριθμό ένα να αντιπροσωπεύει τον σημαντικότερο κίνδυνο. Κατά συνέπεια, κίνδυνοι σχετιζόμενοι με την ασφάλεια του πλοίου, με την αγορά πλοίου, με την αξιοπιστία του ναυλωτή και με την διακύμανση των ναύλων θεωρούνται σημαντικότεροι ενώ ακολουθούν οι κίνδυνοι σχετιζόμενοι με την μη εξεύρεση φορτίου και την επάρκεια των ταμειακών ροών (γράφημα 4.29).

Γράφημα 4.29.: Μικρές επιχειρήσεις. Κατηγοριοποίηση κινδύνων.

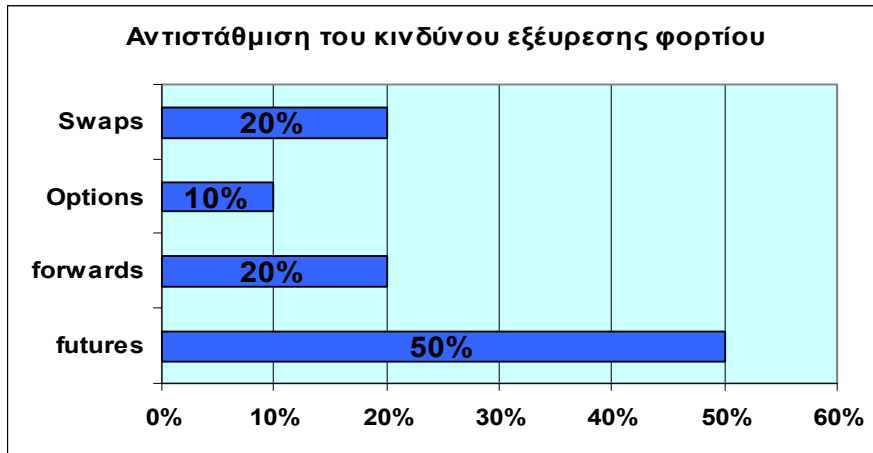


Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Στη συνέχεια αναλύονται οι προτιμήσεις των ερωτηθέντων σχετικά με τα παράγωγα προϊόντα που μπορούν να χρησιμοποιήσουν για την αντιστάθμιση πέντε βασικών μορφών κινδύνου. Παρατηρείται ότι στο πλείστο των περιπτώσεων πρώτη επιλογή αποτελούν τα ΣΜΕ, ενώ ακολουθούν τα Δικαιώματα Προαίρεσης και οι Ανταλλαγές Απαιτήσεων (γραφήματα 4.30-4.34). Ειδικά για την αντιστάθμιση του κινδύνου αυξομείωσης του ναύλου το 72%, προτιμά τα FFA, αν και σε πολύ υψηλό ποσοστό δεν τα έχει χρησιμοποιήσει ποτέ.

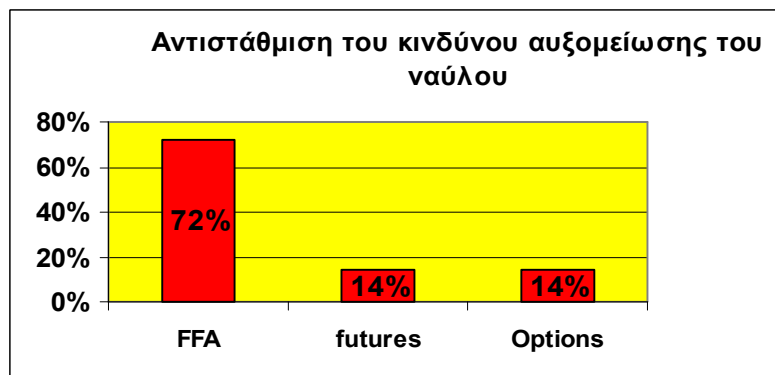
Γράφημα 4.30. : Μικρές επιχειρήσεις. Αντιστάθμιση του κινδύνου εξεύρεσης φορτίου.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

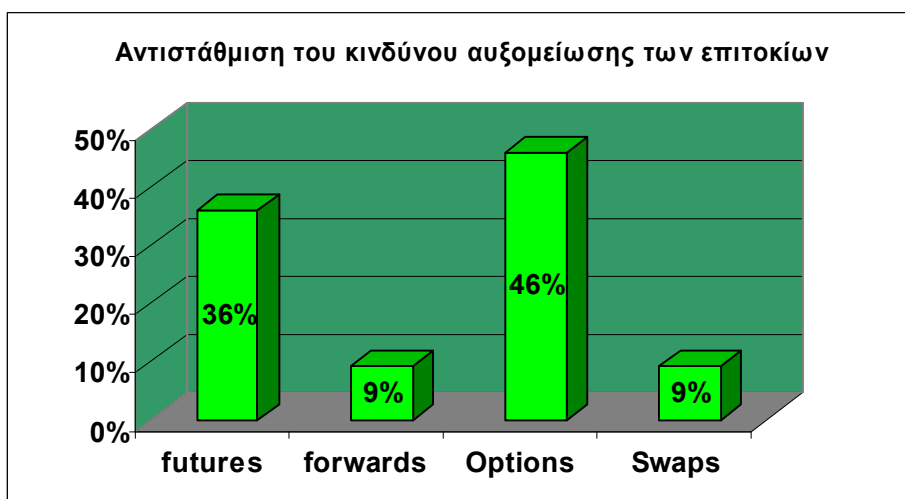
Γράφημα 4.31. : Μικρές επιχειρήσεις. Αντιστάθμιση του κινδύνου αυξομείωσης των ναύλων.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

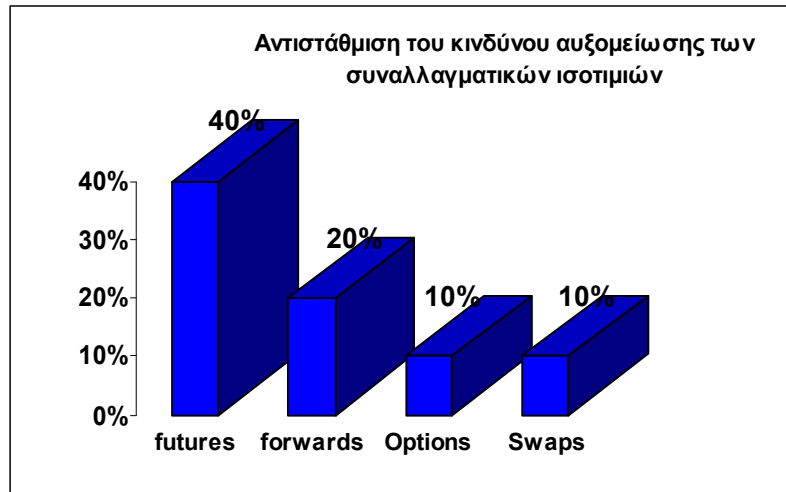
Γράφημα 4.32.: Μικρές επιχειρήσεις. Αντιστάθμιση του κινδύνου αυξομείωσης των επιτοκίων.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

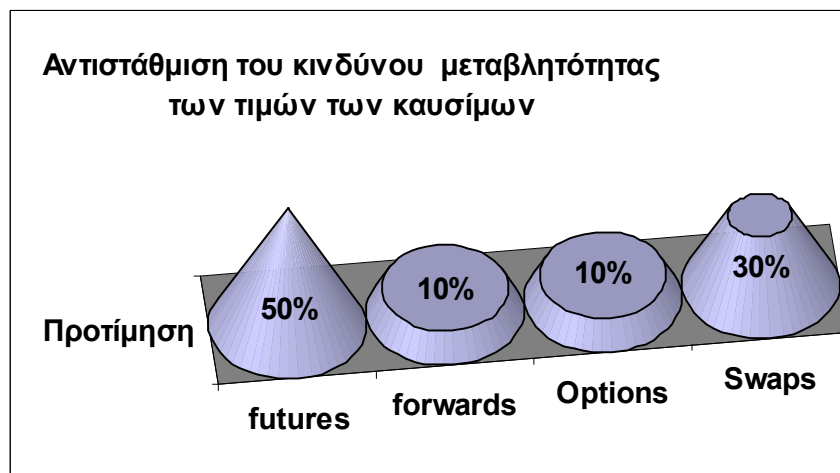
Γράφημα 4.33. : Μικρές επιχειρήσεις. Αντιστάθμιση του κινδύνου αυξομείωσης των συναλλαγματικών ισοτιμιών.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.34. : Μικρές επιχειρήσεις. Αντιστάθμιση του κινδύνου μεταβλητότητας των τιμών των καυσίμων.



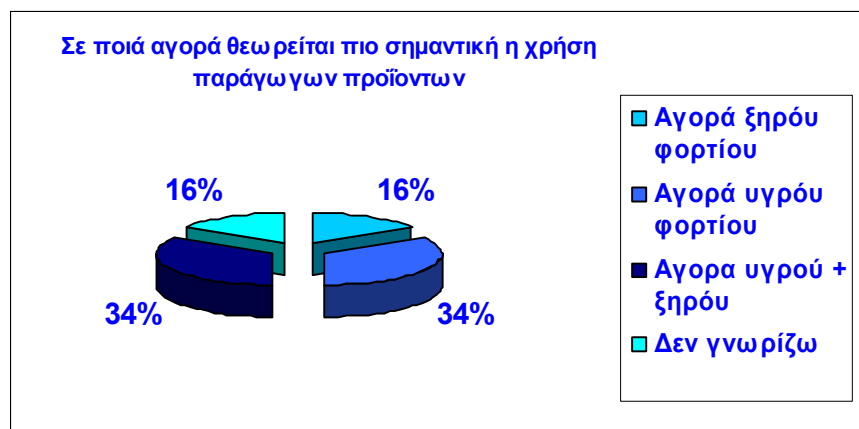
Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Η χρήση παράγωγων προϊόντων αντιστάθμισης κινδύνου κρίνεται, σε ποσοστό 34%, σημαντικότερη στην αγορά υγρού φορτίου ή στο συνδυασμό των αγορών υγρού και ξηρού φορτίου. Πρέπει να σημειωθεί σ' αυτό το σημείο, ότι για τις μικρές επιχειρήσεις, η επιβατηγός ναυτιλία και η ναυτιλία γραμμών, δεν θεωρούνται πρόσφορες αγορές για την υιοθέτηση παράγωγων προϊόντων (γράφημα 4.35). Σύμφωνα και με τα παραπάνω συμπεράσματα

ασφαλέστερα θεωρούνται τα προϊόντα της εξωχρηματιστηριακής αγοράς σε ποσοστό 58%, ενώ ακολουθούν τα προϊόντα της χρηματιστηριακής αγοράς σε αρκετά χαμηλότερο ποσοστό (16%) (γράφημα 4.36). Τέλος το 50% θεωρεί ότι τα FFA δεν διαφέρουν από οποιοδήποτε άλλο παράγωγο προϊόν (γράφημα 4.38).

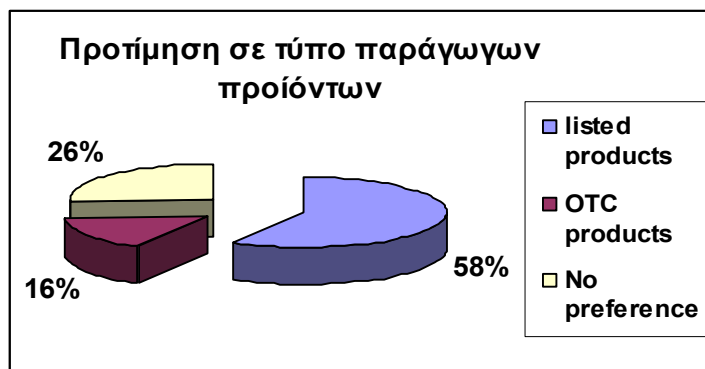
Γράφημα 4.35.: Μικρές επιχειρήσεις. Επιλογή αποδοτικότερης αγοράς για τη χρήση παράγωγων προϊόντων.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.36.: Μικρές επιχειρήσεις. Επιλογή χρηματιστηριακών προϊόντων.

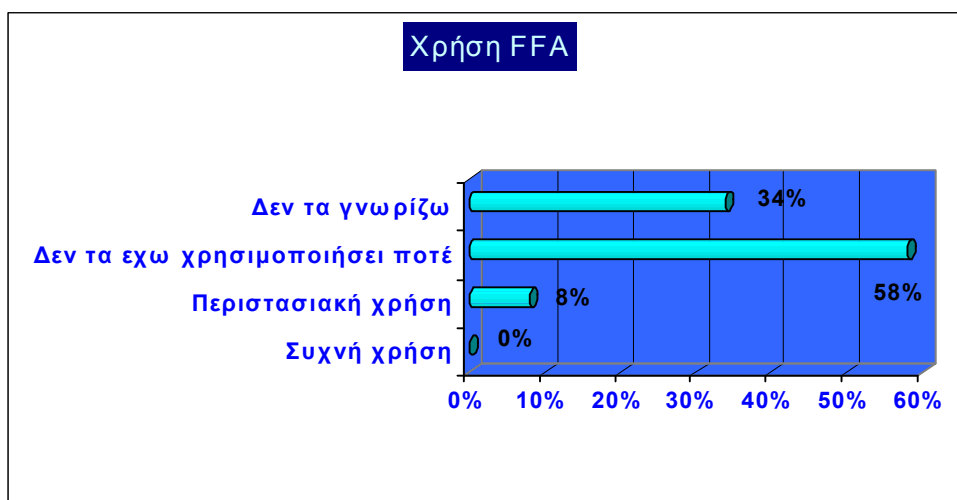


Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Παρατηρείται ότι, στις μικρές επιχειρήσεις, τα FFA's έχουν χρησιμοποιηθεί περιστασιακά και μόνο από το 8% των ερωτηθέντων. Το 58% δεν τα έχει χρησιμοποιήσει ποτέ, ενώ το 34% δηλώνει άγνοια ως προς τη χρήση τους (γράφημα 4.37). Ωστόσο το 66% τα θεωρεί ως τα καταλληλότερα προϊόντα για την αντιστάθμιση του κινδύνου αυξομείωσης των ναύλων.

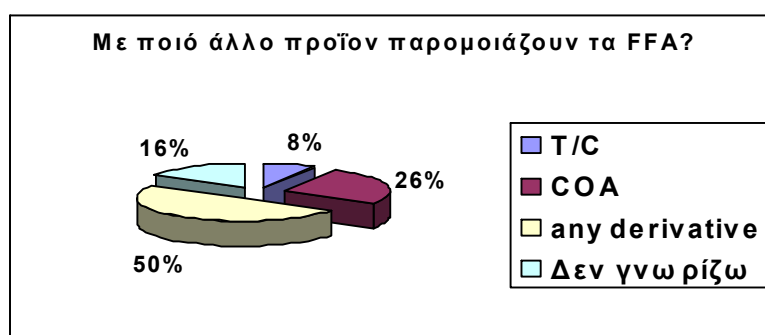
Γράφημα 4.37. : Μικρές επιχειρήσεις. Χρήση προθεσμιακών συμβολαίων επί ναύλου.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.38. : Μικρές επιχειρήσεις. Ποία προϊόντα παρομοιάζουν με τα FFA's.



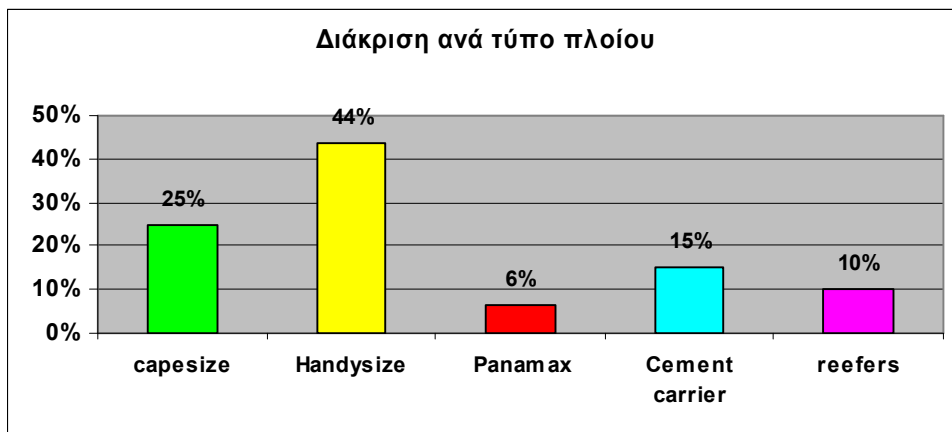
Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

4.3.2. Ανάλυση μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεων

Στις επιχειρήσεις μεσαίου μεγέθους τα Handy size πλοία αποτελούν το 44% του συνολικού στόλου, ενώ ακολουθούν τα Cape size σε ποσοστό 25% (γράφημα 4.39). Η μέση ηλικία των πλοίων κυμαίνεται σε ποσοστό 33% μεταξύ 11 και 15 ετών (γράφημα 4.40). Το υπόλοιπο 69% των πλοίων κατανέμεται ισόποσα σε όλες τις τάξεις ηλικιών. Το μεταφερόμενο φορτίο είναι κυρίως ξηρό φορτίο, ενώ ακολουθούν σε μικρότερο ποσοστό το αργό πετρέλαιο και τα παράγωγα πετρελαίου (γράφημα 4.41). Συνεπώς, το μεγαλύτερο ποσοστό των μεσαίων επιχειρήσεων απασχολείται στην dry bulk και tanker αγορά.

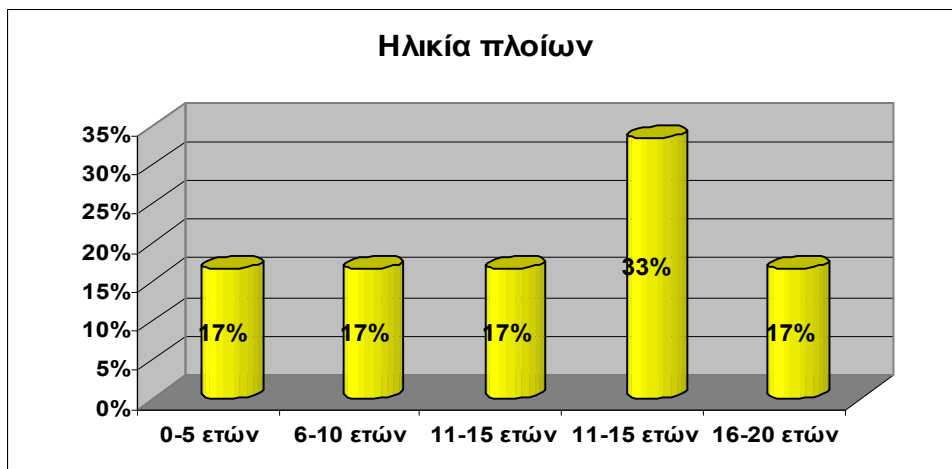
Γράφημα 4.39.: Μεσαίες επιχειρήσεις. Διάκριση ανά τύπο πλοίου.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

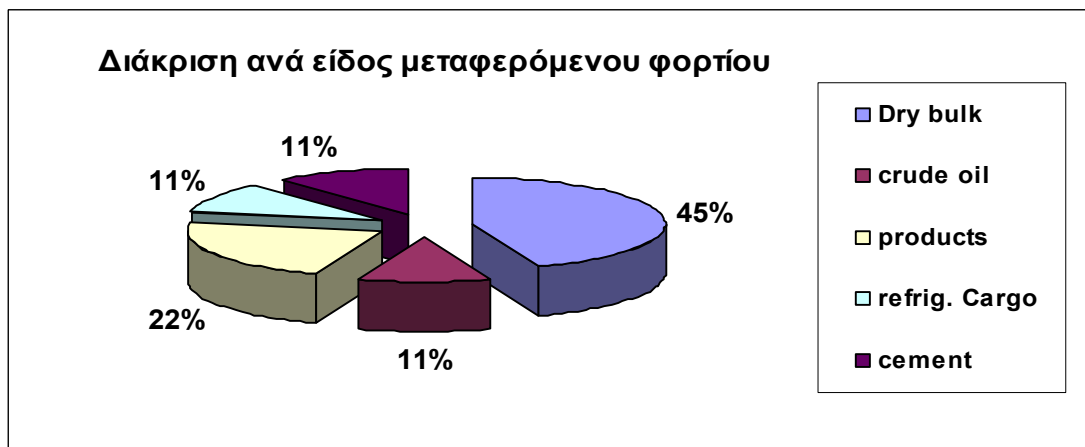
Γράφημα 4.40.: Μεσαίες επιχειρήσεις. Ηλικία πλοίων.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.41.: Μεσαίες επιχειρήσεις. Διάκριση ανά είδος μεταφερόμενου φορτίου.

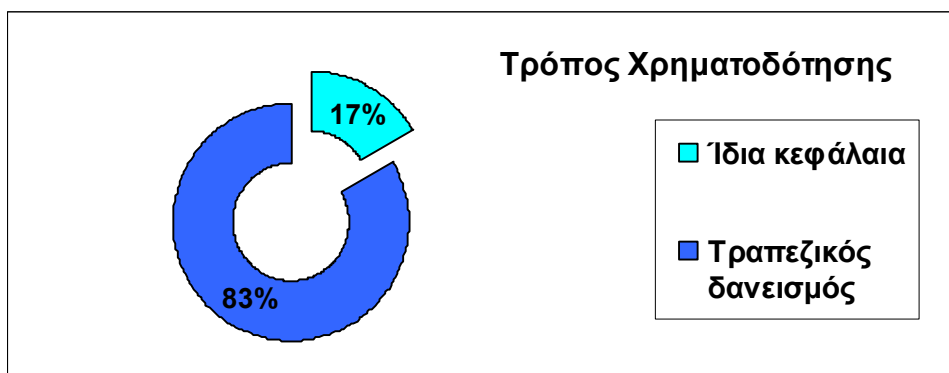


Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Σε ότι αφορά στη χρηματοδότηση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων το 83% των ερωτηθέντων προτιμά την τραπεζική χρηματοδότηση (γράφημα 4.42), χωρίς να προκαθορίζεται συγκεκριμένο ύψος της επένδυσης που καλύπτεται με σύναψη τραπεζικού δανείου (γράφημα 4.43).

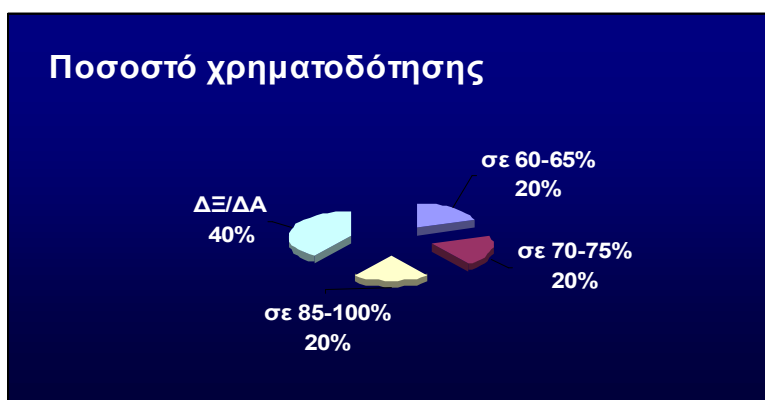
Γράφημα 4.42.: Μεσαίες επιχειρήσεις. Επιλογή τρόπου χρηματοδότησης.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.43.: Μεσαίες επιχειρήσεις. Τραπεζική χρηματοδότηση.



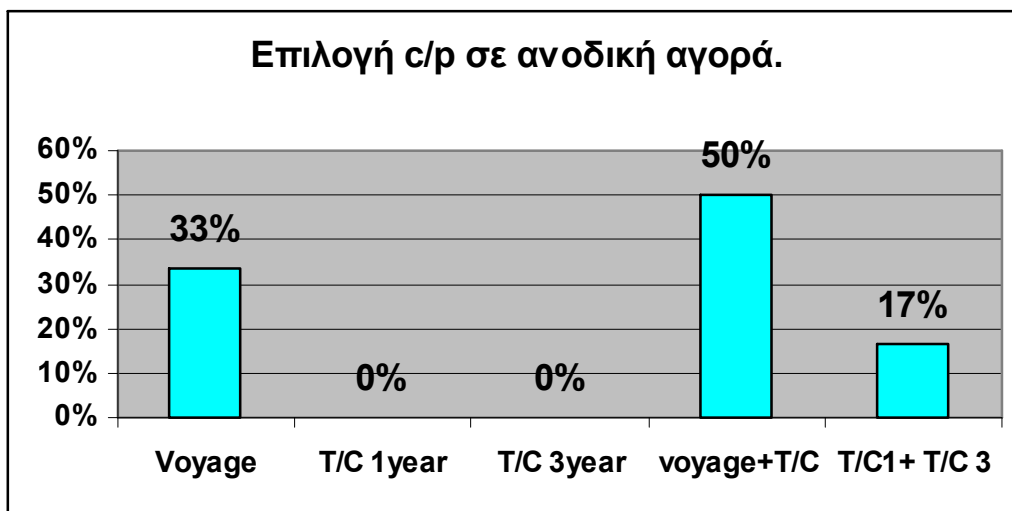
Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Για τις μεσαίες επιχειρήσεις, η ασφαλέστερη μορφή ναύλωσης σε περιόδους ανόδου της αγοράς, είναι η ναύλωση ανά ταξίδι, ενώ το 50% κρίνει στρατηγικά το συνδυασμό ανάμεσα σε ναύλωση ανά ταξίδι και ετήσια χρονοναύλωση (γράφημα 4.44). Σε περίοδο

ύφεσης, το 50% των ερωτηθέντων προτιμά την ετήσια χρονοναύλωση (γράφημα 4.45). Τα συμπεράσματα συμφωνούν με την ιδιαιτερότητα της αγοράς υγρού και ξηρού φορτίου.

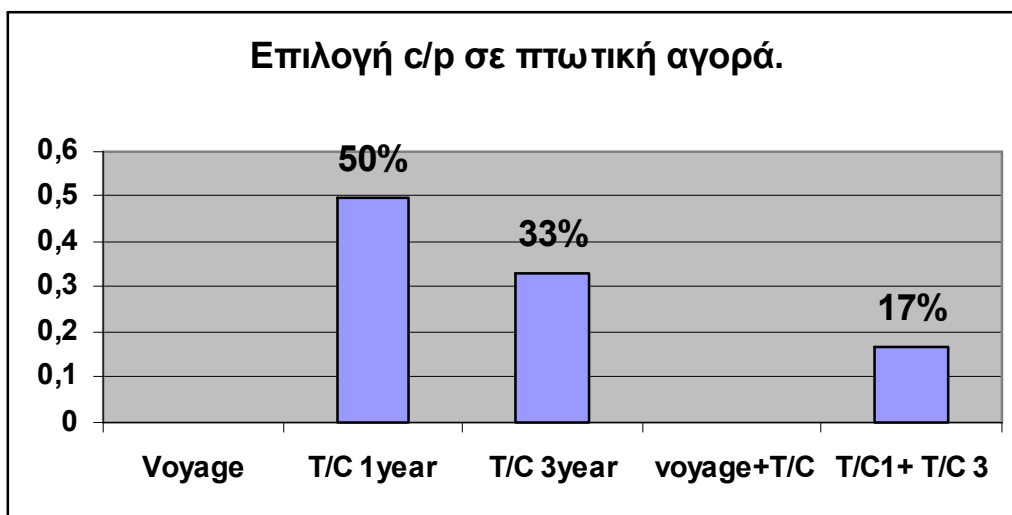
Γράφημα 4.44.: Μεσαίες επιχειρήσεις. Επιλογή ναυλοσυμφώνου σε ανοδική αγορά.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.45.: Μεσαίες επιχειρήσεις. Επιλογή ναυλοσυμφώνου σε πτωτική αγορά.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Είναι αξιοσημείωτο ότι το σύνολο των ερωτηθέντων συμφωνεί ότι οι ναύλοι μεταβάλλονται αρκετά (γράφημα 4.46). Τούτο εξηγείται από το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις

αυτές, εξυπηρετούν τις dry και tanker αγορές που παρουσιάζουν διαχρονικά υψηλή μεταβλητότητα ναύλων.

Ανάλογα, το σύνολο των ερωτηθέντων, θεωρεί σημαντικότερους τους κινδύνους που σχετίζονται με την λειτουργία του πλοίου, προφανώς λόγω των ιδιαίτερων ανταγωνιστικών συνθηκών που αντιμετωπίζουν οι μεσαίες επιχειρήσεις (γράφημα 4.47).

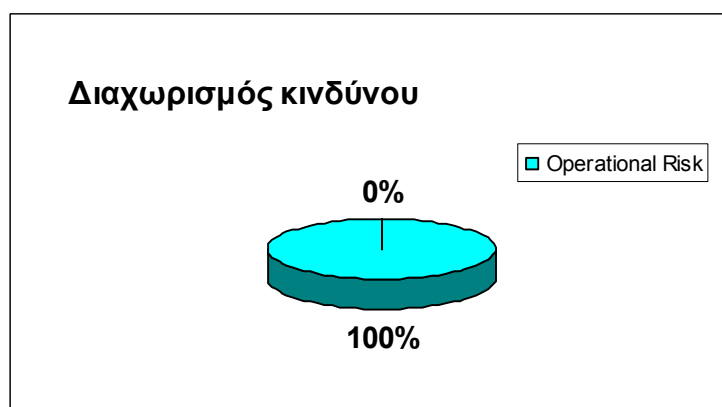
Γράφημα 4.46.: Μεσαίες επιχειρήσεις. Μεταβλητότητα ναύλων.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.47.: Μεσαίες επιχειρήσεις. Διαχωρισμός κινδύνου.

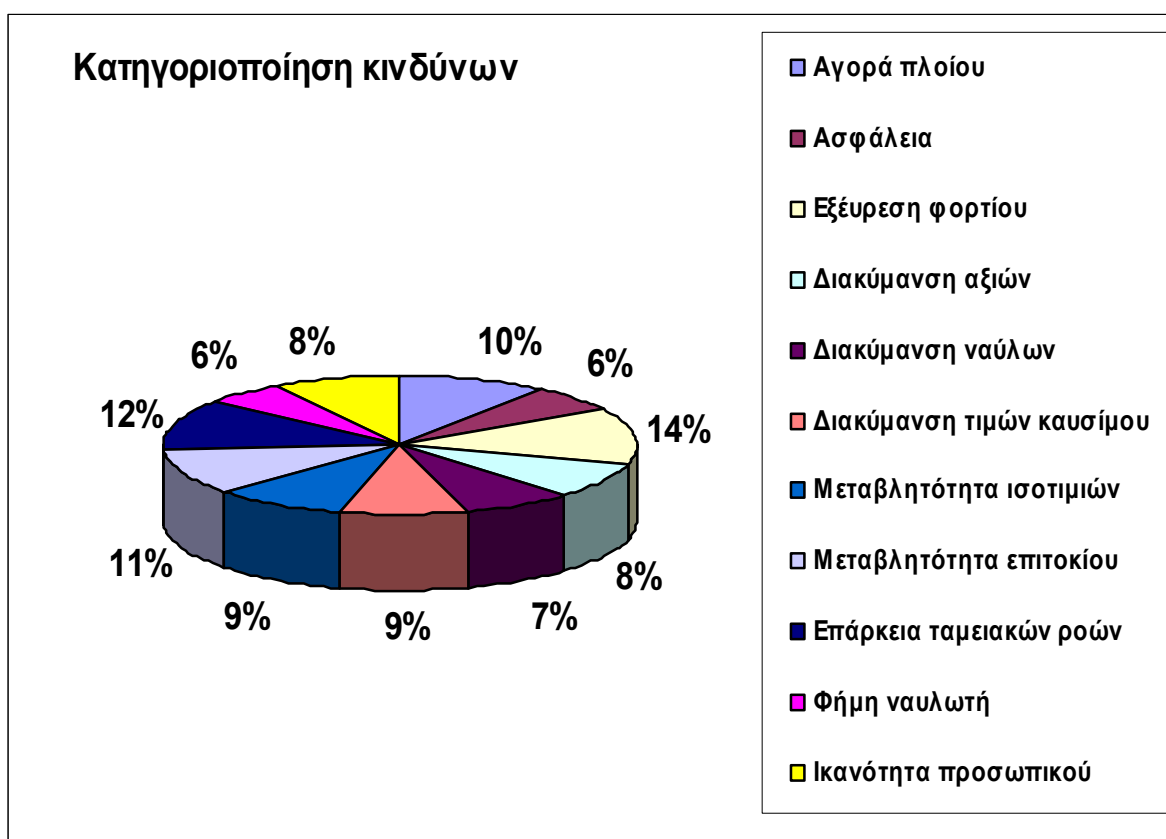


Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Οι μεσαίες επιχειρήσεις κρίνουν ως σημαντικότερους κινδύνους τη φήμη του ναυλωτή, την ασφάλεια πλοίου και φορτίου και τη διακύμανση των ναύλων. Και οι τρεις παραπάνω κίνδυνοι αποτελούν τις σημαντικότερες πηγές κινδύνου στην αγορά ξηρού και υγρού φορτίου (γράφημα 4.48).

Γράφημα 4.48.: Μεσαίες επιχειρήσεις. Κατηγοριοποίηση κινδύνων.

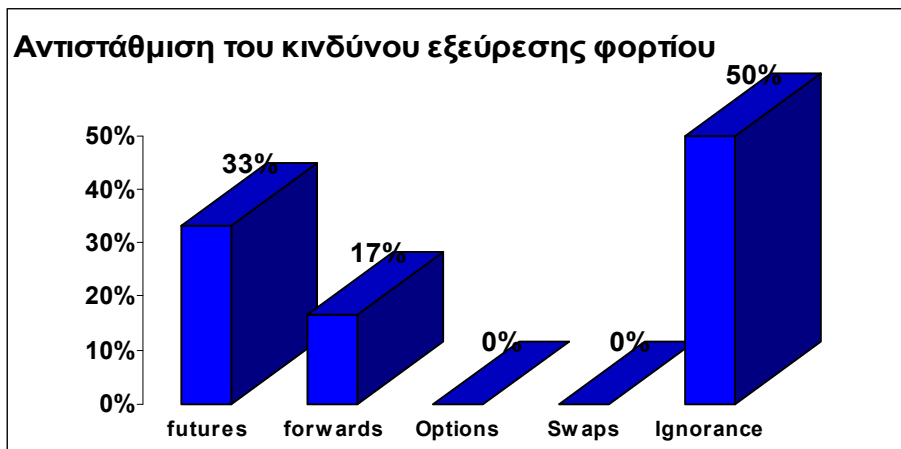


Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Για την αντιστάθμιση των πέντε βασικών μορφών κινδύνου, προτιμώνται σε ίδιο ποσοστό τα ΣΜΕ και τα Δικαιώματα Προαίρεσης ενώ ακολουθούν τα Προθεσμιακά Συμβόλαια και οι Ανταλλαγές Απαιτήσεων (γραφήματα 4.49- 4.53). Πρέπει να σημειωθεί σε αυτό το σημείο ότι το ποσοστό άγνοιας της χρήσης αυτών των προϊόντων είναι υψηλό 20%-40% (ιδίως για την αντιστάθμιση των κινδύνων εξέυρεσης φορτίου). Αυτό οφείλεται στη παραδοσιακή λειτουργία των μεσαίων επιχειρήσεων, οι οποίες ακολουθούν πρακτικές αντιστάθμισης κινδύνου, που δεν σχετίζονται με τη χρηματιστηριακή αγορά.

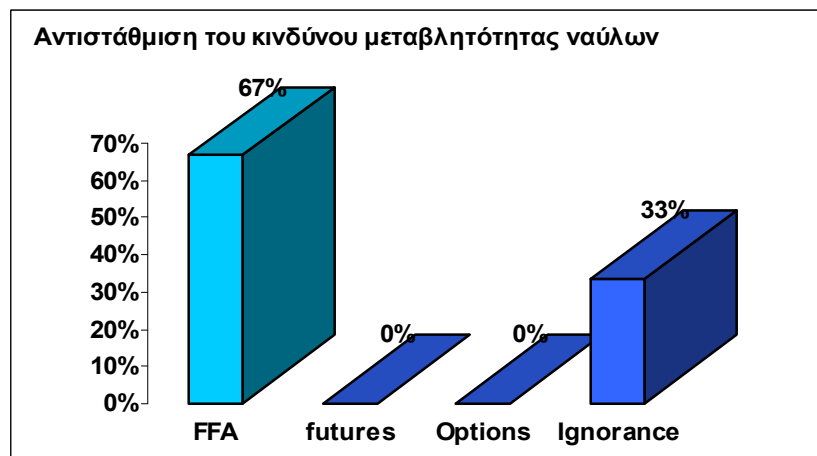
Γράφημα 4.49.: Μεσαίες επιχειρήσεις. Αντιστάθμιση κινδύνου εξεύρεσης φορτίου.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

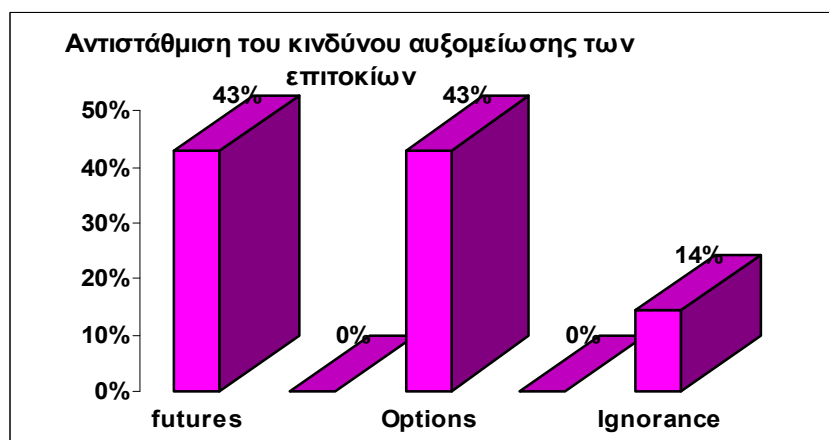
Γράφημα 4.50.: Μεσαίες επιχειρήσεις. Αντιστάθμιση κινδύνου μεταβλητότητας των ναύλων.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

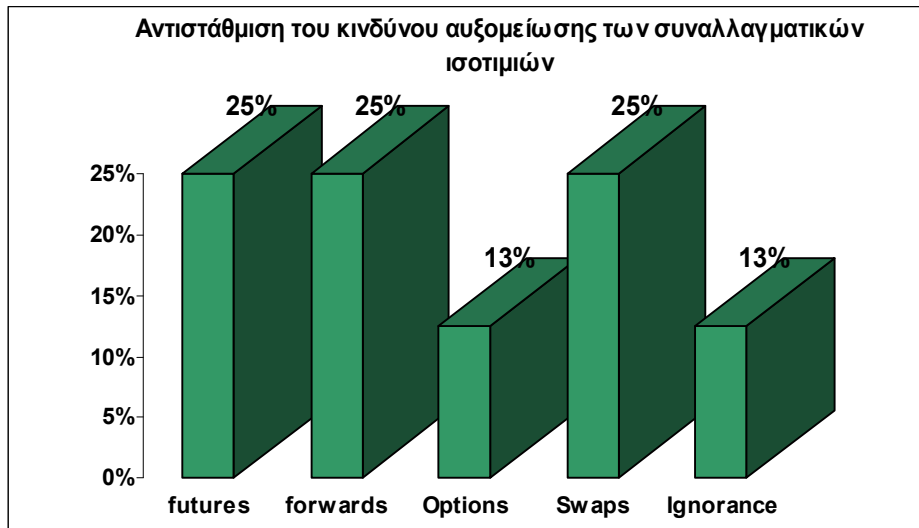
Γράφημα 4.51.: Μεσαίες επιχειρήσεις. Αντιστάθμιση κινδύνου αυξομείωσης των επιτοκίων.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

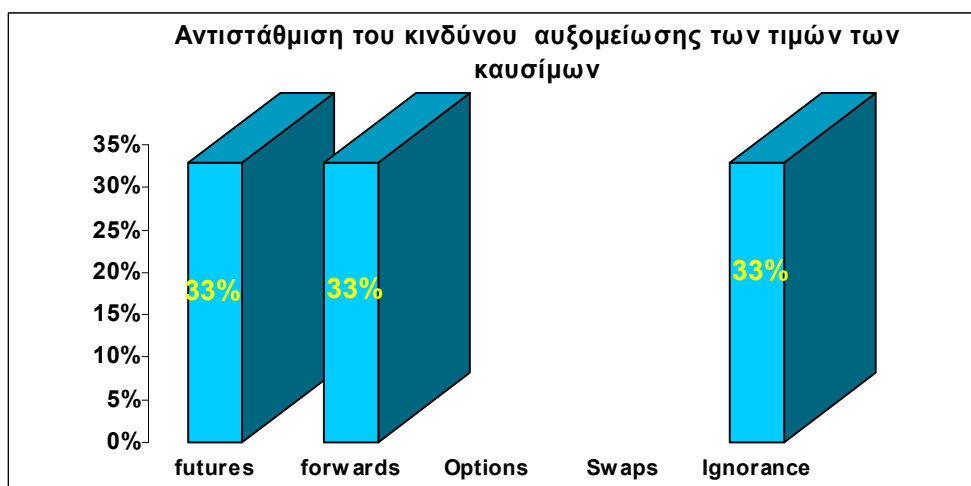
Γράφημα 4.52.: Μεσαίες επιχειρήσεις. Αντιστάθμιση του κινδύνου αυξομείωσης των συναλλαγματικών ισοτιμιών.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.53.: Μεσαίες επιχειρήσεις. Αντιστάθμιση του κινδύνου αυξομείωσης των τιμών των καυσίμων.

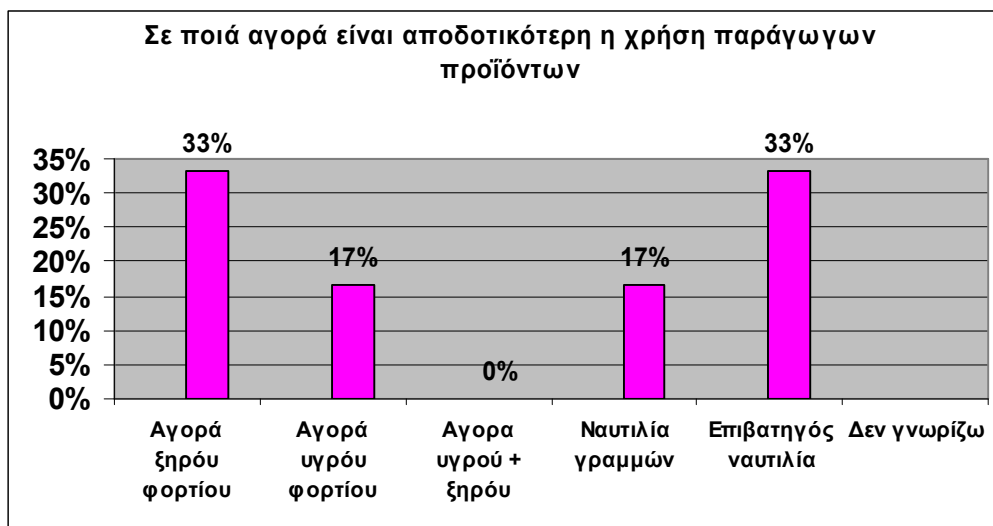


Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Σύμφωνα με τις απαντήσεις των ερωτηθέντων τα παράγωγα εργαλεία θεωρούνται εξίσου χρήσιμα τόσο στην επιβατηγό ναυτιλία όσο και στη αγορά ξηρού φορτίου. Ακολουθούν με ίσο ποσοστό, η αγορά υγρού φορτίου και η ναυτιλία γραμμών (γράφημα 4.54).

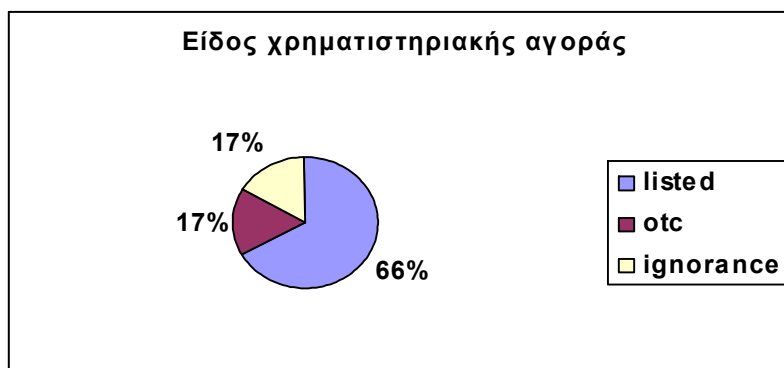
Γράφημα 4.54.: Μεσαίες επιχειρήσεις. Επιλογή αποδοτικότερης αγοράς για τη χρήση παράγωγων προϊόντων.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.55.: Μεσαίες επιχειρήσεις. Επιλογή τύπου χρηματιστηριακών προϊόντων.



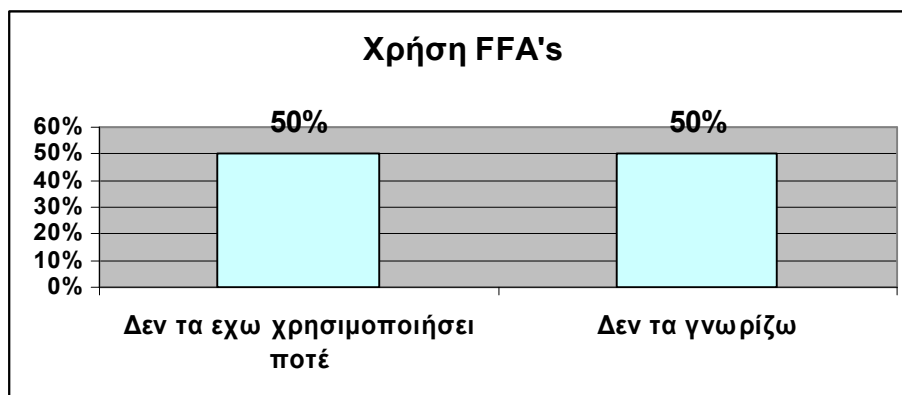
Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Παρατηρείται ότι οι μεσαίες επιχειρήσεις προτιμούν τα προϊόντα της χρηματιστηριακής αγοράς σε ποσοστό 66%, ενώ μόνο το 17% προτιμά τα OTC προϊόντα (γράφημα 4.55).

Όπως και στις μικρές επιχειρήσεις τα FFA's προτιμώνται για την αντιστάθμιση της μεταβλητότητας των τιμών του ναύλου, όμως το 50% δεν τα έχει χρησιμοποιήσει ποτέ και το υπόλοιπο 50% δεν γνωρίζει την ύπαρξη τους (γράφημα 4.56). Τέλος, θεωρούν ότι παρομοιάζουν στη χρήση τους με οποιοδήποτε άλλο παράγωγο προϊόν σε ποσοστό 50%, ενώ το 33% τα παρομοιάζει με τα συμβόλαια χρονοναύλωσης (γράφημα 4.57).

Γράφημα 4.56.: Μεσαίες επιχειρήσεις. Χρήση προθεσμιακών συμβολαίων επί ναύλου.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.57.: Μεσαίες επιχειρήσεις. Ποία προϊόντα παρομοιάζουν με τα FFA's.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

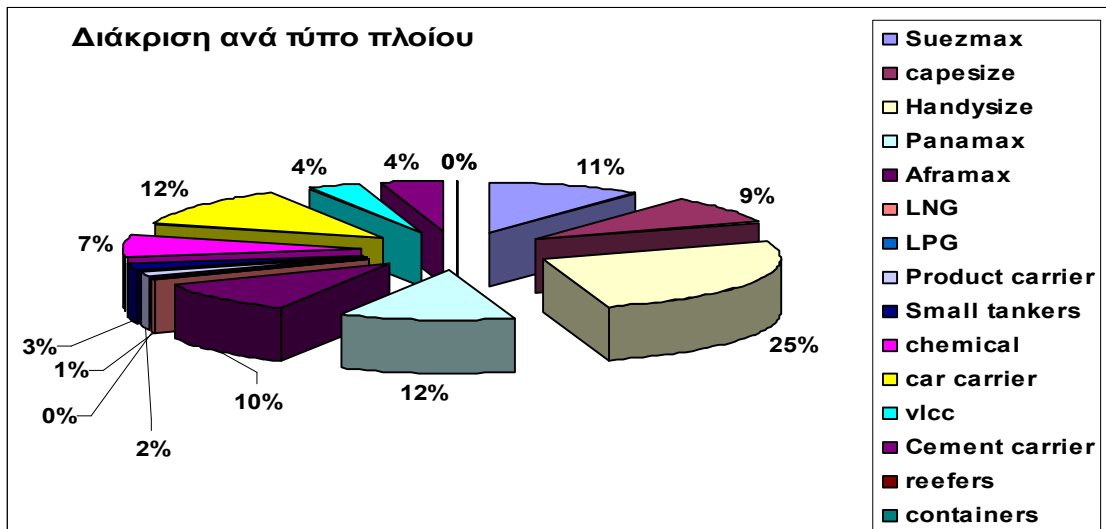
Έτος: 2004

4.3.3. Ανάλυση μεγάλου μεγέθους επιχειρήσεων.

Για τις μεγάλου μεγέθους επιχειρήσεις καταγράφονται τα εξής συμπεράσματα. Το μεγαλύτερο μέρος του στόλου αυτών αποτελείται από Handy size πλοία, ενώ ακολουθούν τα Panamax με 12% και τα Suez max με 11% (γράφημα 4.58). Τα πλοία είναι μικρής ηλικίας, 6 έως 10 ετών σε ποσοστό 71% και μέσης ηλικίας, 11 έως 15 ετών σε ποσοστό 29%. (γράφημα 4.59).

Όσον αφορά στο είδος του μεταφερόμενου φορτίου κυριαρχεί το χύδην ξηρό φορτίο, το πετρέλαιο και τα παράγωγα πετρελαίου (γράφημα 4.60).

Γράφημα 4.58.: Μεγάλες επιχειρήσεις. Διάκριση ανά τύπο πλοίου.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

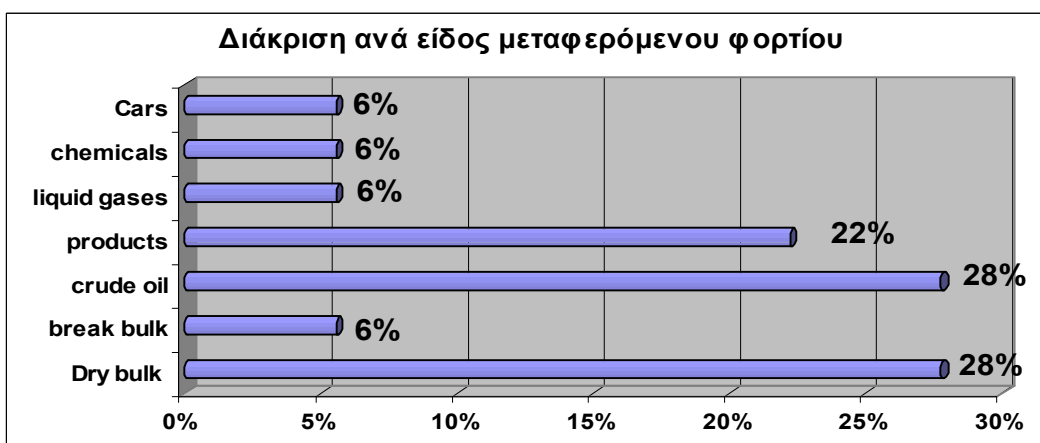
Γράφημα 4.59.: Μεγάλες επιχειρήσεις. Ηλικία πλοίων.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.60. : Μεγάλες επιχειρήσεις. Διάκριση ανά είδος μεταφερόμενου φορτίου.

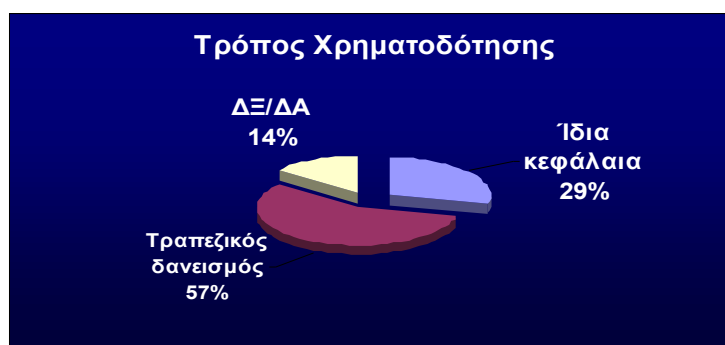


Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Η προτίμηση της χρηματοδότησης των επενδύσεων της ναυτιλίας, μέσω σύναψης τραπεζικών δανείων είναι κυρίαρχος, όπως και στα υπόλοιπα μεγέθη της αγοράς. Η συμμετοχή ιδίων κεφαλαίων ανέρχεται στο 29%, πιθανότατα, λόγω του μεγάλου μεγέθους των επιχειρήσεων που διαθέτουν αποθεματικά επενδύσεων (γράφημα 4.61) .

Γράφημα 4.61.: Μεγάλες επιχειρήσεις. Επιλογή τρόπου χρηματοδότησης.

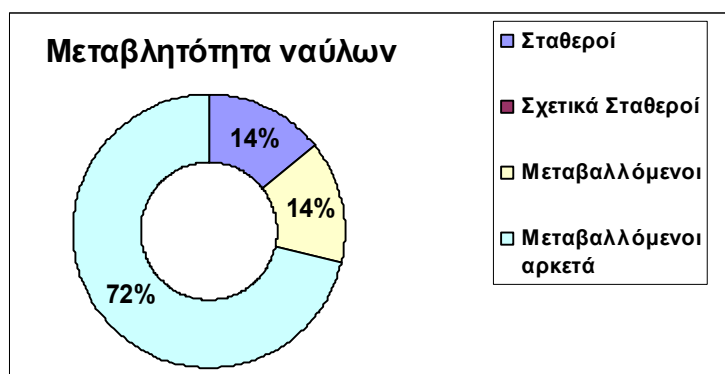


Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Όπως παρατηρείται και στις μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις, το 72% των μεγάλων επιχειρήσεων κρίνει ότι η ναυλαγορά μεταβάλλεται αρκετά, εξαιτίας της φύσης του μεταφερόμενου φορτίου (Γράφημα 4.62).

Γράφημα 4.62.: Μεγάλες επιχειρήσεις. Μεταβλητότητα ναύλων.



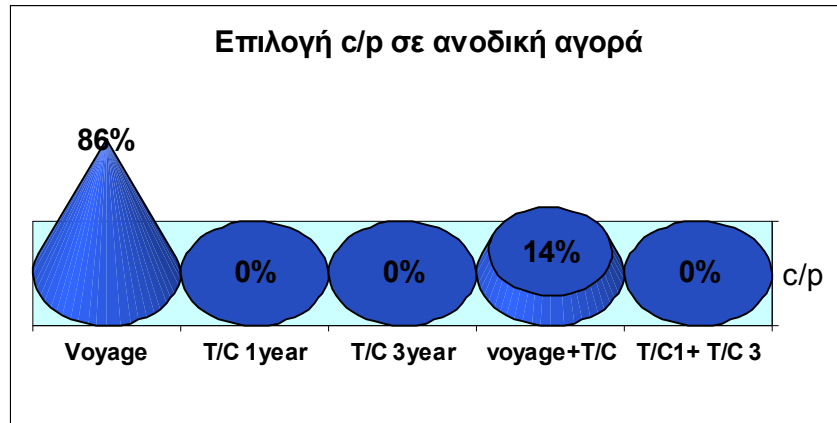
Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Για τις μεγάλες επιχειρήσεις, σε περιόδους ανόδου της αγοράς, ασφαλέστερη μορφή ναύλωσης θεωρείται η ναύλωση ανά ταξίδι, ενώ μικρό ποσοστό συνδυάζει την spot και time charter αγορά, και τούτο επειδή, οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερη ευελιξία επιλογής ανάμεσα σε spot η time charter συμβόλαια λόγω του αριθμού των πλοίων τους (γράφημα 4.63).

Σε περίοδο ύφεσης προτιμώνται τα συμβόλαια ετήσια χρονοναύλωσης και σε ποσοστό 29% ο συνδυασμός τριετούς και ετήσιας χρονοναύλωσης (γράφημα 4.64) .

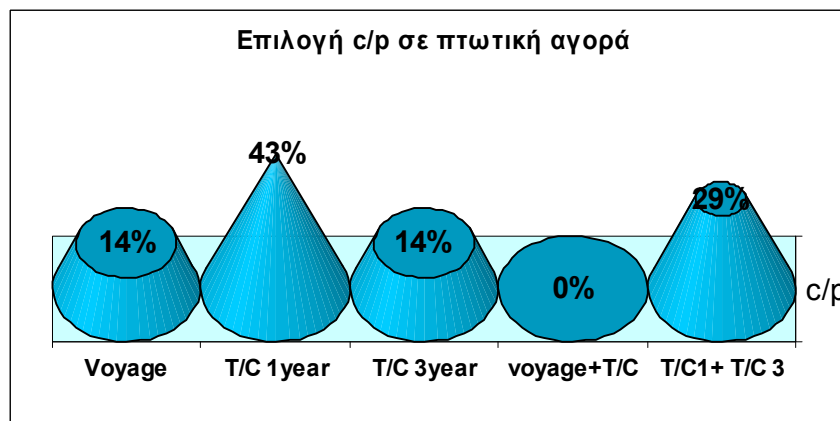
Γράφημα 4.63.: Μεγάλες επιχειρήσεις. Επιλογή ναυλοσυμφώνου σε ανοδική αγορά.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.64.: Μεγάλες επιχειρήσεις. Επιλογή ναυλοσυμφώνου σε πτωτική αγορά.

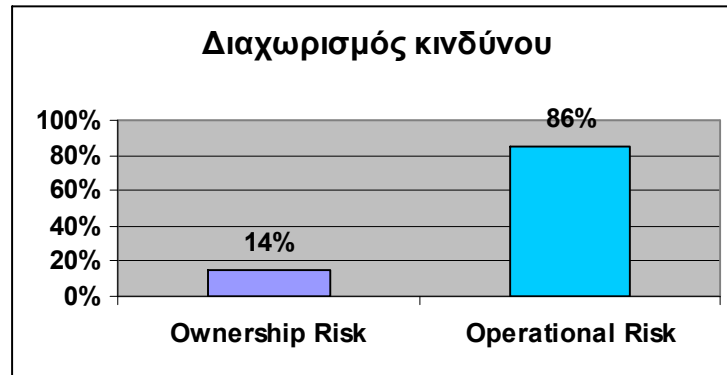


Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Το 86% των ερωτηθέντων θεωρεί ότι σημαντικότεροι είναι οι κίνδυνοι λειτουργίας του πλοίου ενώ από τους λοιπούς κινδύνους, πλέον σημαντικότερος κρίνεται ο κίνδυνος που αφορά στην ασφάλεια του πλοίου (τις διεθνείς συνθήκες ασφαλείας). Τούτο οφείλεται πιθανότατα στο υψηλό κόστος που επιβαρύνει τις μεγάλες επιχειρήσεις για την αντιμετώπιση θεμάτων ασφαλείας λόγω του μεγάλου μεγέθους τους (γράφημα 4.65-4.66). Η διακύμανση των ναύλων και για τις μεγάλες επιχειρήσεις αποτελεί πρωταρχική πηγή κινδύνου.

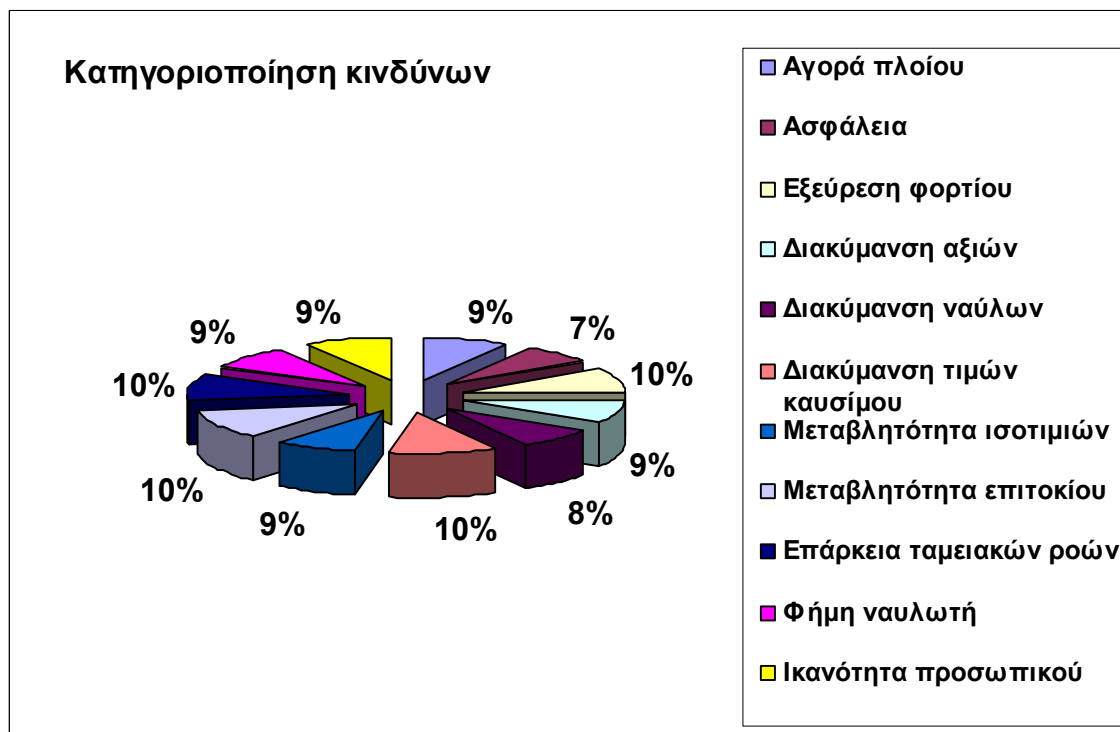
Γράφημα 4.65.: Μεγάλες επιχειρήσεις. Διαχωρισμός κινδύνου.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.66.: Μεγάλες επιχειρήσεις. Κατηγοριοποίηση κινδύνων.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

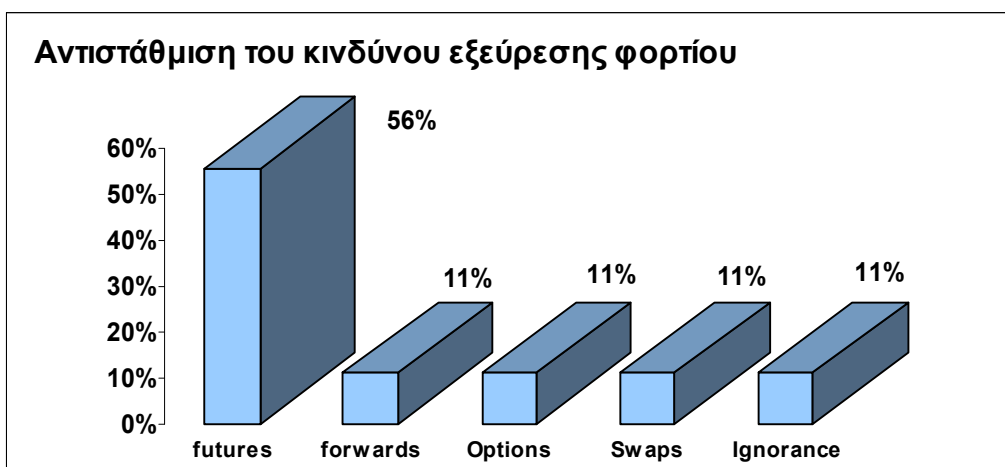
Έτος: 2004

Για την αντιστάθμιση του κινδύνου μη εξεύρεσης φορτίου και για την αντιστάθμιση των συνεπειών από την αυξομείωση των τιμών των καυσίμων, προτιμώνται κυρίως τα ΣΜΕ, ενώ για την αντιστάθμιση των συνεπειών από την αυξομείωση των τιμών των επιτοκίων, προτιμώνται τα Δικαιώματα Προαίρεσης. Για την αντιστάθμιση της μεταβλητότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών προτιμώνται οι Ανταλλαγές Απαιτήσεων. Σε όλες τις περιπτώσεις

το ποσοστό άγνοιας για τη χρησιμότητα των παράγωγων προϊόντων κυμαίνεται κοντά στο 15% (γράφημα 4.67-4.71).

Για την αντιστάθμιση του κινδύνου από τις δυσμενείς διακυμάνσεις των ναύλων προτιμώνται τα FFA's σε υψηλό ποσοστό 75%, ενώ όπως περιγράφεται παρακάτω το 43%, τα έχει χρησιμοποιήσει τουλάχιστον μία φορά. Στις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις δεν έχουν χρησιμοποιηθεί τα FFA's αντίθετα εκεί καταγράφεται το υψηλότερο ποσοστό άγνοιας της χρήσης των παράγωγων προϊόντων.

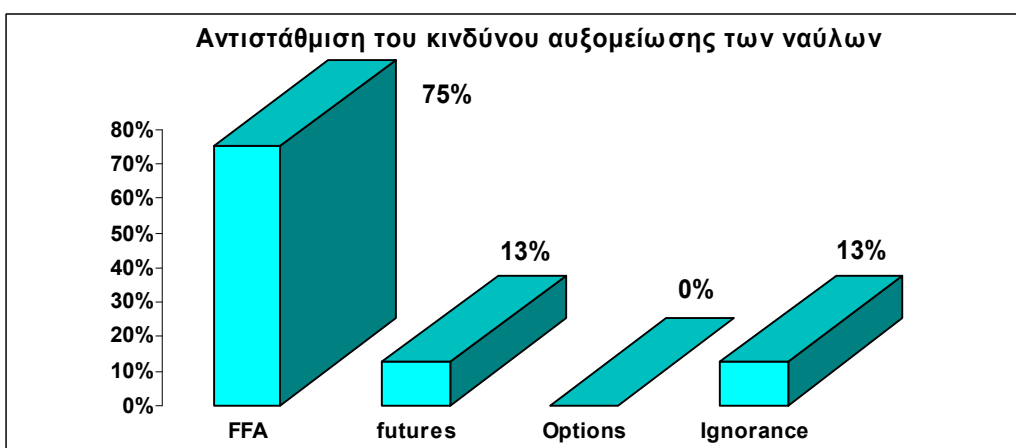
Γράφημα 4.67. : Μεγάλες επιχειρήσεις. Αντιστάθμιση του κινδύνου εξεύρεσης φορτίου.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

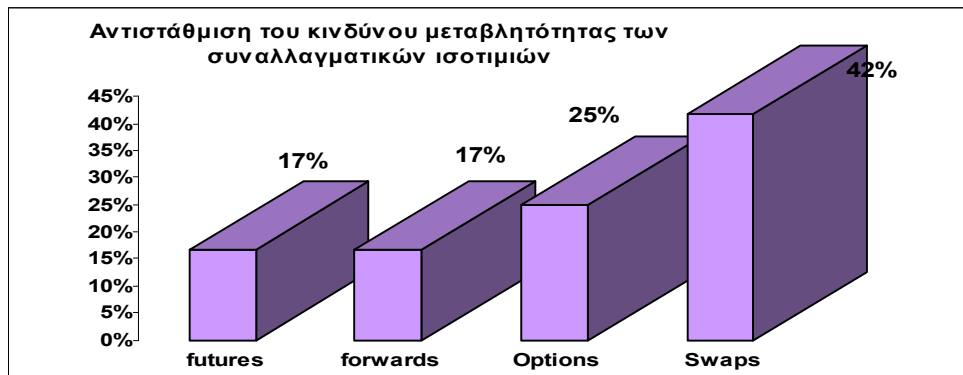
Γράφημα 4.68. : Μεγάλες επιχειρήσεις. Αντιστάθμιση του κινδύνου αυξομείωσης των ναύλων.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

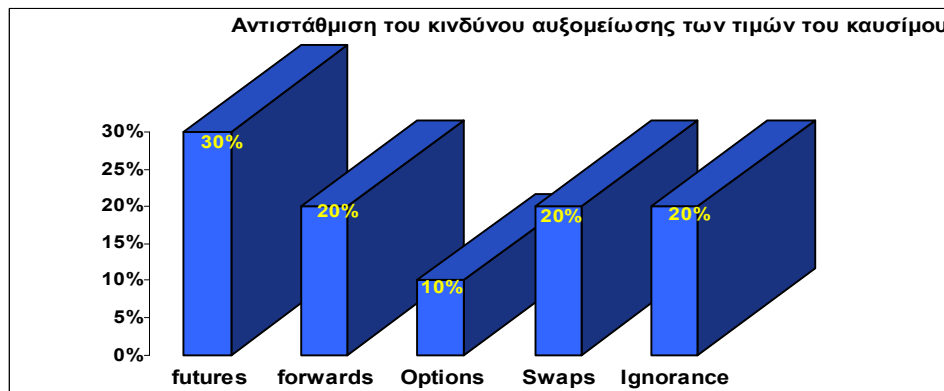
Γράφημα 4.69. : Μεγάλες επιχειρήσεις. Αντιστάθμιση του κινδύνου μεταβλητότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

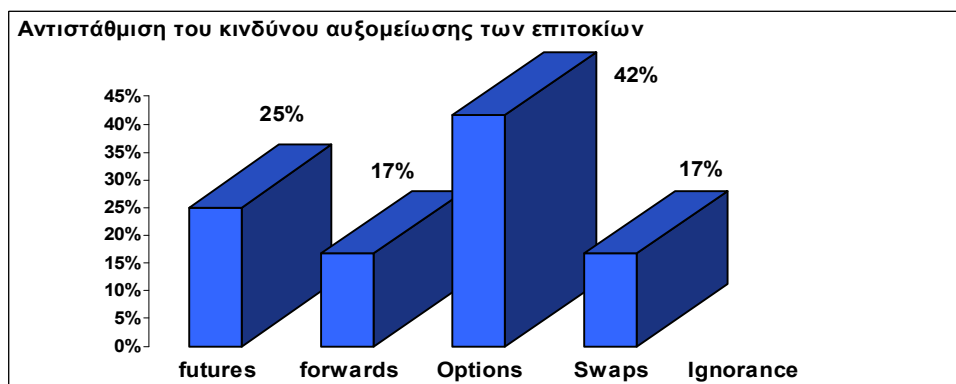
Γράφημα 4.70. : Μεγάλες επιχειρήσεις. Αντιστάθμιση του κινδύνου αυξομείωσης των τιμών του καυσίμου.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.71. : Μεγάλες επιχειρήσεις. Αντιστάθμιση του κινδύνου αυξομείωσης των επιτοκίων.



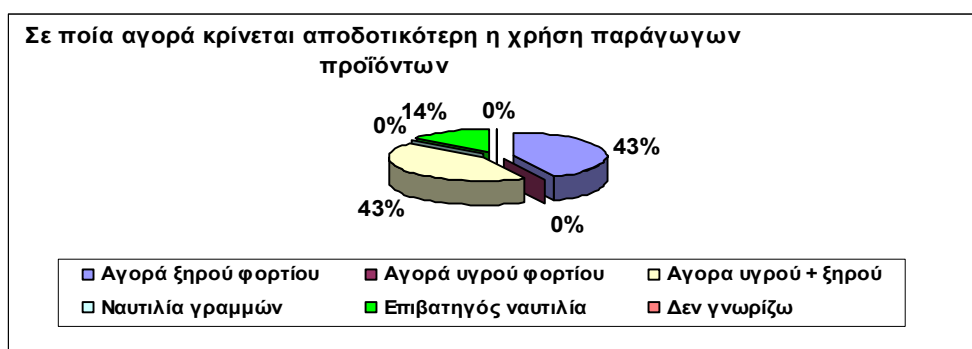
Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Η αγορά ξηρού και υγρού φορτίου είναι η προσφορότερη για την χρήση των παράγωγων προϊόντων (γράφημα 4.72). Προτιμώνται κυρίως τα εξωχρηματιστηριακά προϊόντα πιθανόν λόγω των απαιτήσεων για προϊόντα που να εξυπηρετούν επιλεκτικά τις απαιτήσεις και τις προδιαγραφές των συμβαλλόμενων μερών (γράφημα 4.73).

Όσον αφορά στη χρήση των προθεσμιακών συμβολαίων επί ναύλου, το 57% των ερωτηθέντων δηλώνει ότι δεν τα έχει χρησιμοποιήσει ποτέ, το 29% ότι τα έχει χρησιμοποιήσει περιστασιακά ενώ το 14% τα χρησιμοποιεί συχνά. Πρέπει να σημειωθεί ότι δεν παρατηρείται άγνοια ως προς τη χρήση του συγκεκριμένου προϊόντος. Φαίνεται ότι όσο μεγαλώνει το μέγεθος των επιχειρήσεων τόσο πιο συχνή είναι η χρήση τέτοιων παράγωγων προϊόντων (γράφημα 4.74). Τέλος, το 43% των ερωτηθέντων παρομοιάζει τα FFA's με οποιοδήποτε άλλο παράγωγο προϊόν, ενώ το 29% δεν τα διαφοροποιεί από τα συμβόλαια χρονοναύλωσης (γράφημα 4.75).

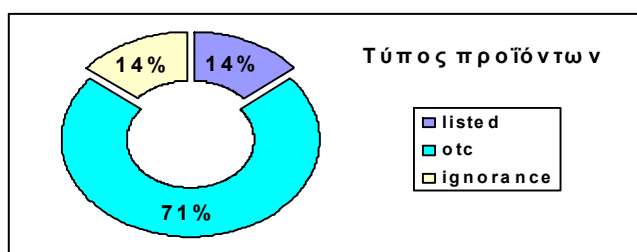
Γράφημα 4.72. : Μεγάλες επιχειρήσεις. Επιλογή αποδοτικότερης αγοράς για τη χρήση παράγωγων προϊόντων.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.73. : Μεγάλες επιχειρήσεις. Επιλογή τύπου χρηματιστηριακών προϊόντων.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.74. : Μεγάλες επιχειρήσεις. Χρήση προθεσμιακών συμβολαίων επί ναύλου.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.75. : Μεγάλες επιχειρήσεις. Ποία προϊόντα παρομοιάζουν με τα FFA's.



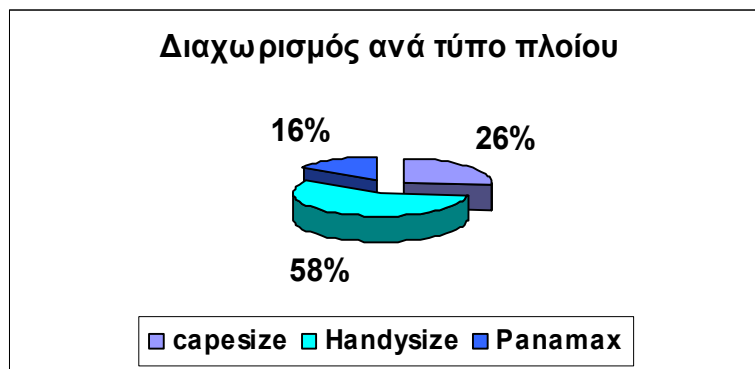
Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

4.4. Παρουσίαση αποτελεσμάτων για την αγορά ξηρού φορτίου.

Η μελέτη των δεδομένων για την αγορά ξηρού φορτίου οδηγεί στα παρακάτω συμπεράσματα. Παρατηρείται ότι το 58% του συνολικού στόλου του δείγματος αποτελείται από πλοία Handy size, ενώ ακολουθούν τα πλοία cape size και rapanamax (γράφημα 4.76). Η μέση ηλικία του στόλου είναι μεταξύ 11 και 15 ετών (γράφημα 4.77).

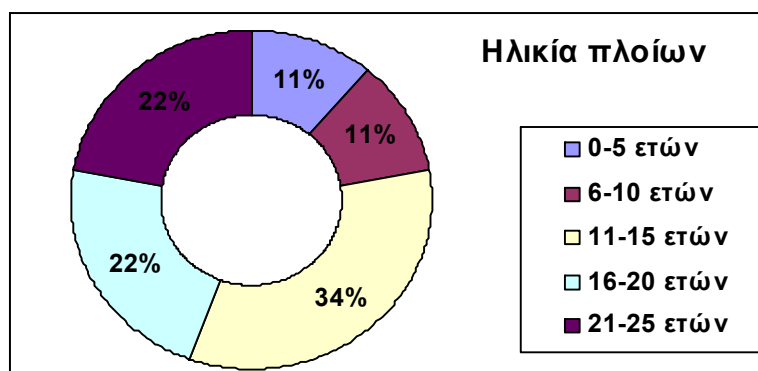
Γράφημα 4.76. : Αγορά ξηρού φορτίου. Διαχωρισμός ανά τύπο πλοίου.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.77. : Αγορά ξηρού φορτίου. Ηλικία πλοίων.

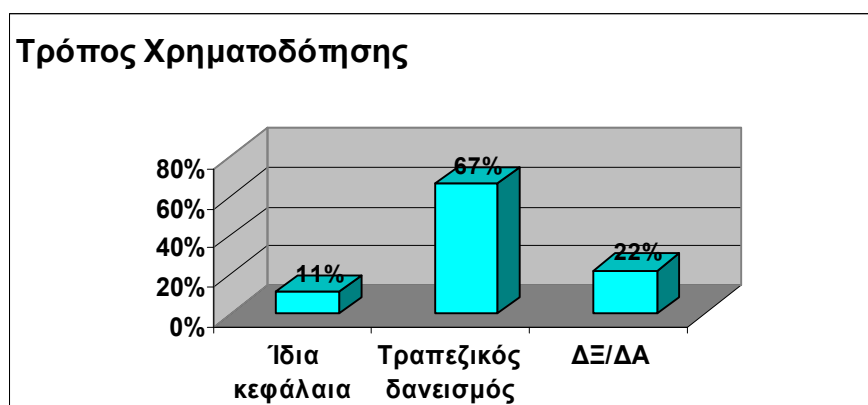


Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Το μεγαλύτερο ποσοστό των ναυτιλιακών επιχειρήσεων προτιμά την τραπεζική χρηματοδότηση των επενδύσεων ενώ μόνον το 11% επενδύει ίδια κεφάλαια (γράφημα 4.78).

Γράφημα 4.78.: Αγορά ξηρού φορτίου. Επιλογή τρόπου χρηματοδότησης.

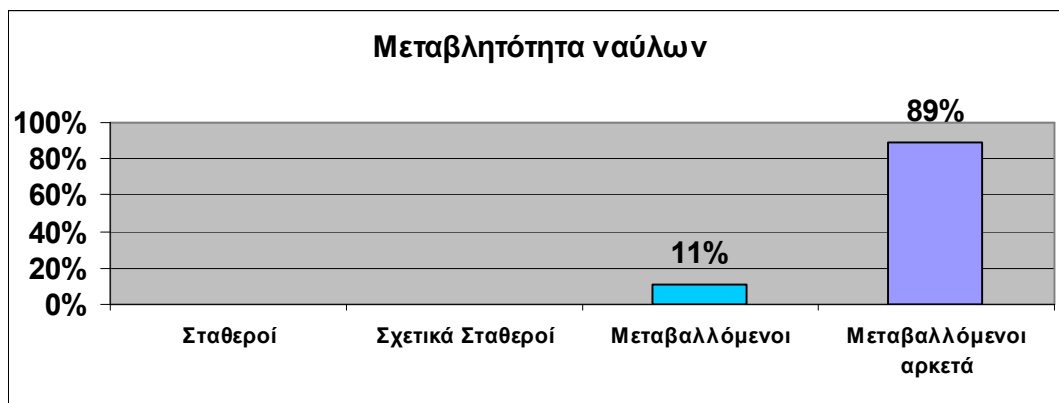


Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Η μεταβλητότητα των ναύλων στην αγορά ξηρού φορτίου κρίνεται ιδιαίτερα υψηλή. Με αυτό συμφωνεί το 89% των ερωτηθέντων όπως φαίνεται στο γράφημα 4.79.

Γράφημα 4.79. : Αγορά ξηρού φορτίου. Μεταβλητότητα ναύλων.

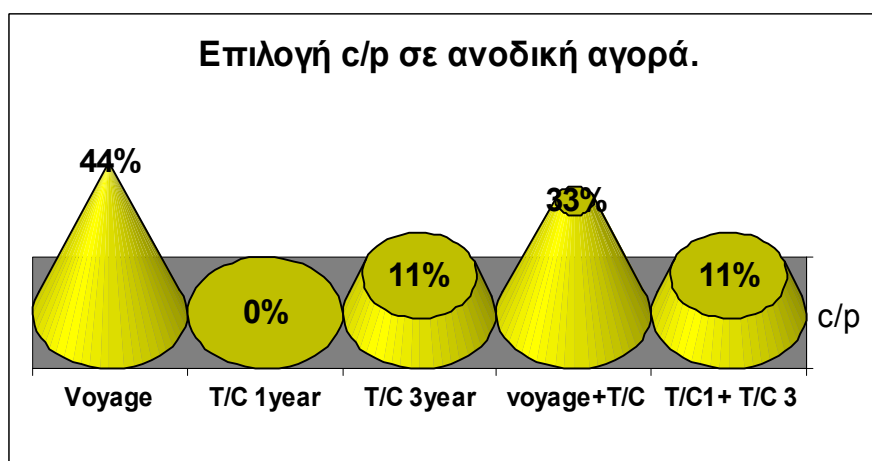


Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Όσον αφορά στην επιλογή της μορφής του ναυλοσυμφώνου σε περίοδο ανοδικής αγοράς, το 44% θεωρεί αποδοτικότερη μορφή ναύλωσης το voyage charter ή τη στρατηγική επιλογή ανάμεσα σε voyage και ετήσια χρονοναύλωση. Η επιλογή της ετήσιας ή τριετούς χρονοναύλωσης μεμονωμένα, αγγίζει το 22% καθώς ορισμένες επιχειρήσεις που περιλαμβάνονται στο δείγμα, δραστηριοποιούνται στην αγορά, μόνον με συμβόλαια χρονοναύλωσης (γράφημα 4.80).

Γράφημα 4.80. : Αγορά ξηρού φορτίου. Επιλογή ναυλοσυμφώνου σε ανοδική αγορά.

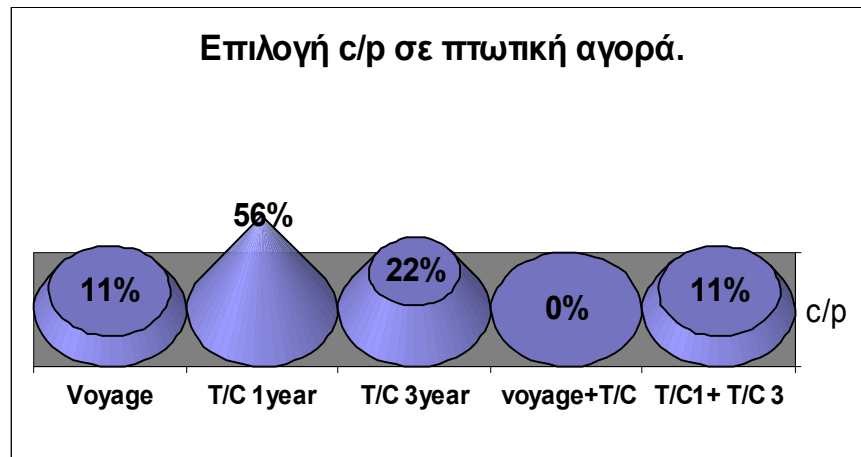


Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Σε περίοδο ύφεσης, όπως είναι αναμενόμενο, ασφαλέστερη μορφή ναύλωσης θεωρείται η ετήσια χρονοναύλωση σε ποσοστό 56%. Ακολουθεί η επιλογή τριετούς χρονοναύλωσης ή η επιλογή χρόνου συμβολαίου (γράφημα 4.81).

Γράφημα 4.81. : Αγορά ξηρού φορτίου. Επιλογή ναυλοσυμφώνου σε πτωτική αγορά.

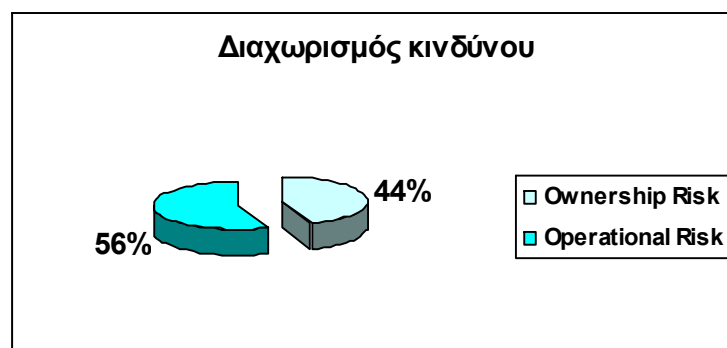


Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Οι επιχειρήσεις της αγοράς ξηρού φορτίου αναγνωρίζουν ως σημαντικότερους τους κινδύνους που απορρέουν από τη λειτουργία του πλοίου αλλά σε υψηλό ποσοστό κρίνονται σημαντικοί και οι κίνδυνοι πλοιοκτησίας πιθανότατα λόγω της δομής της αγοράς που αντιμετωπίζει υψηλές κεφαλαιουχικές απαιτήσεις (γράφημα 4.82).

Γράφημα 4.82. : Αγορά ξηρού φορτίου. Διαχωρισμός κινδύνου.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Σημαντικότεροι κίνδυνοι κρίνονται οι διακύμανση των ναύλων και οι κίνδυνοι που απορρέουν από τη φήμη του ναυλωτή. Η γενικότερη κατάταξη του κινδύνου φαίνεται στο γράφημα 4.83.

Γράφημα 4.83. : Αγορά ξηρού φορτίου. Κατηγοριοποίηση κινδύνων.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Στα ερωτήματα για την αντιστάθμιση του κινδύνου μέσω χρήσης των παράγωγων προϊόντων παρατηρείται προτίμηση των επιχειρήσεων μεταφοράς ξηρού φορτίου στα εξής προϊόντα (γραφήματα 4.84-4.88):

Για την αντιστάθμιση του κινδύνου μη εξέυρεσης φορτίου προτιμώνται τα ΣΜΕ και οι Ανταλλαγές Απαιτήσεων.

Για την αντιστάθμιση του κινδύνου αυξομείωσης των επιτοκίων προτιμώνται τα Δικαιώματα Προαίρεσης και τα ΣΜΕ.

Για την αντιστάθμιση του κινδύνου της μεταβλητότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών οι προτιμήσεις σε ΣΜΕ και Ανταλλαγές Απαιτήσεων είναι περίπου ανάλογες.

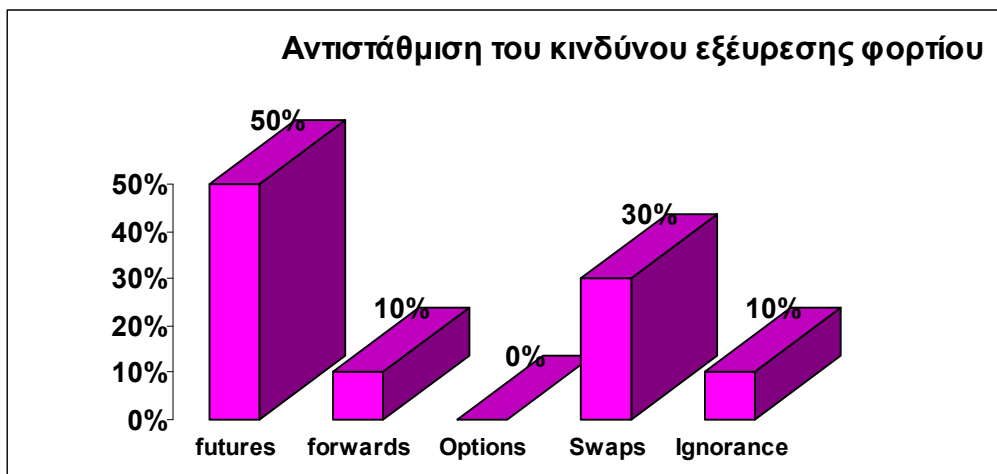
Για την αντιστάθμιση του κινδύνου αυξομείωσης των τιμών των καυσίμων προτιμώνται τα ΣΜΕ και τα Προθεσμιακά Συμβόλαια.

Τέλος για την αντιστάθμιση του κινδύνου αυξομείωσης των τιμών των ναύλων προτιμώνται τα Προθεσμιακά Συμβόλαια επί ναύλου.

Ωστόσο πρέπει να τονιστεί ότι το ποσοστό άγνοιας για τη χρήση των παραπάνω προϊόντων κυμαίνεται σε ποσοστό 20-45% (αρκετά υψηλό), πιθανότατα λόγω της παραδοσιακής δομής των επιχειρήσεων αυτών που δεν έχουν ακόμα υιοθετήσει σύγχρονα συστήματα διαχείρισης του επιχειρηματικού κινδύνου.

Τα παραπάνω συμπεράσματα απεικονίζονται στα παρακάτω γραφήματα.

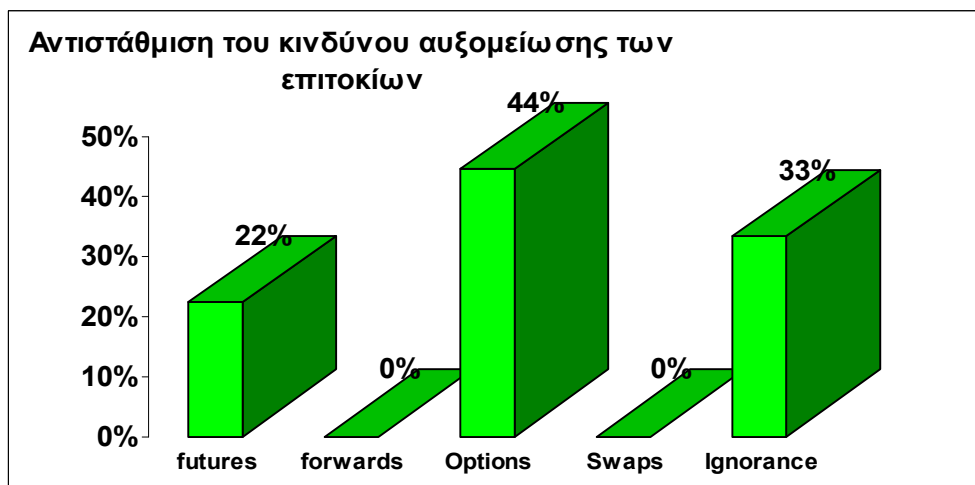
Γράφημα 4.84. : Αγορά ξηρού φορτίου. Αντιστάθμιση του κινδύνου εξεύρεσης φορτίου.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

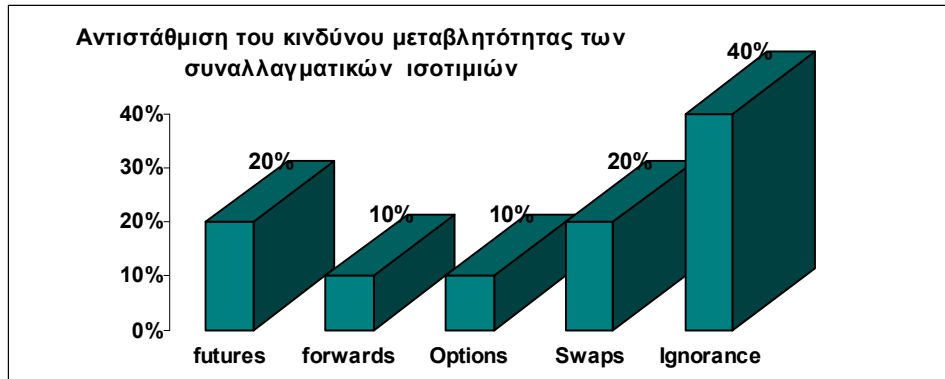
Γράφημα 4.85. : Αγορά ξηρού φορτίου. Αντιστάθμιση του κινδύνου αυξομείωσης των επιτοκίων.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

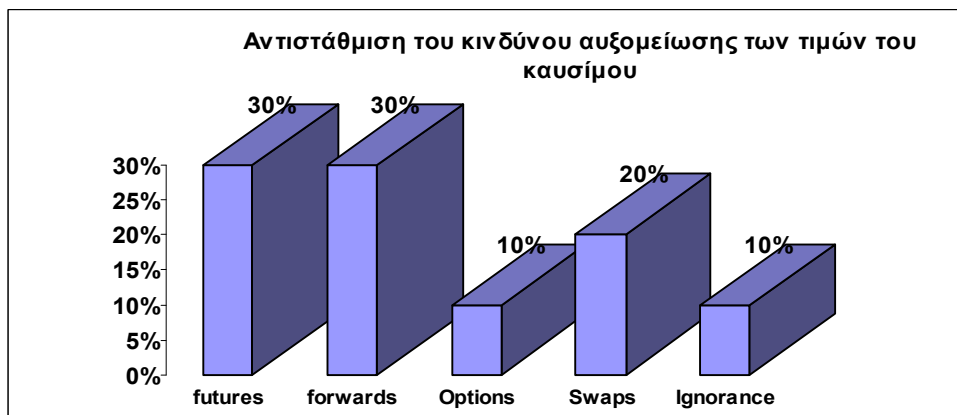
Γράφημα 4.86. : Αγορά ξηρού φορτίου. Αντιστάθμιση του κινδύνου μεταβλητότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

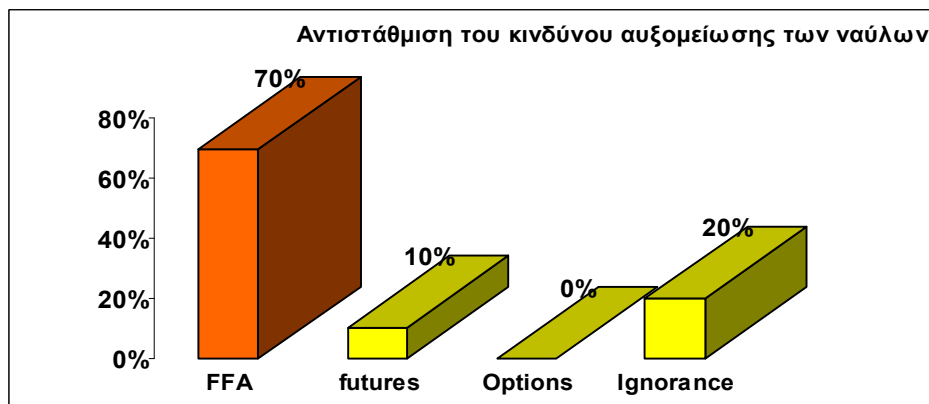
Γράφημα 4.87. : Αγορά ξηρού φορτίου. Αντιστάθμιση του κινδύνου αυξομείωσης των τιμών του καυσίμου.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.88. : Αγορά ξηρού φορτίου. Αντιστάθμιση του κινδύνου αυξομείωσης των ναύλων.

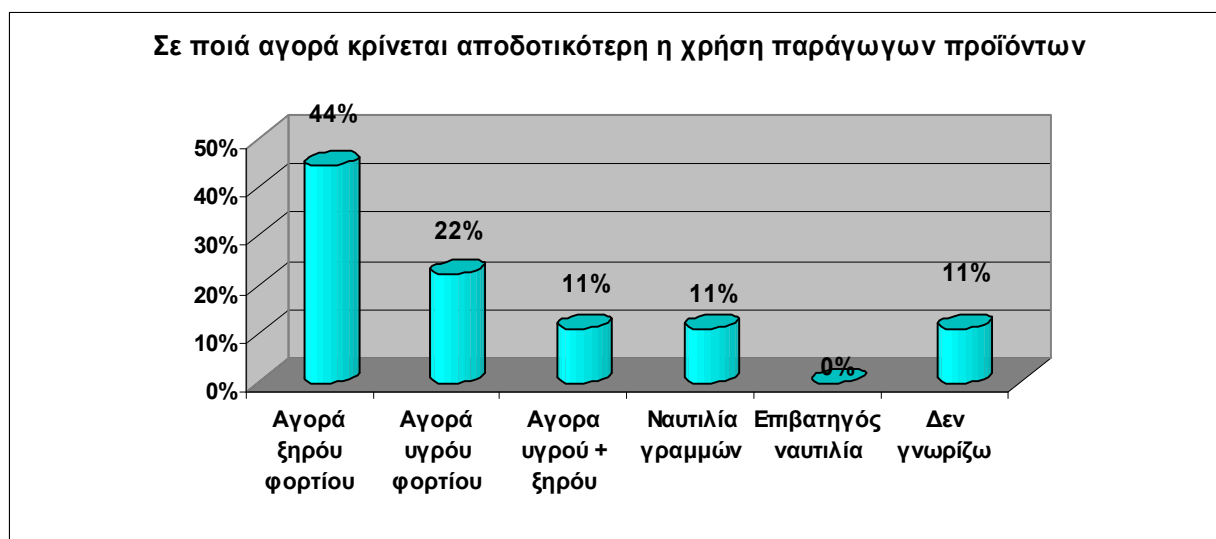


Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Καταλληλότερη αγορά για την χρήση παράγωγων προϊόντων κρίνεται η ίδια η αγορά ξηρού φορτίου σε ποσοστό 44%, όπως φαίνεται παρακάτω (γράφημα 4.89).

Γράφημα 4.89. : Αγορά ξηρού φορτίου. Επιλογή αποδοτικότερης αγοράς για τη χρήση παράγωγων προϊόντων.



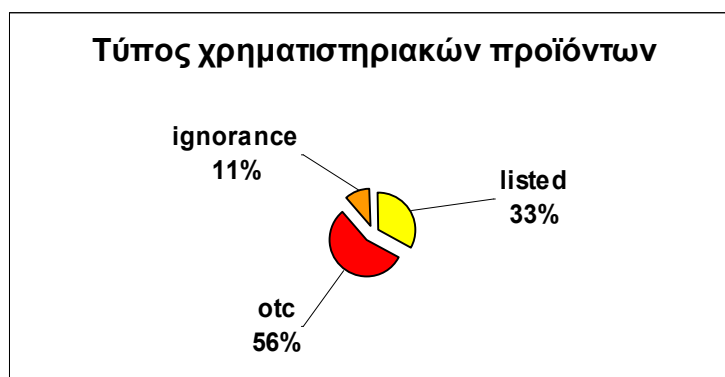
Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Το μεγαλύτερο ποσοστό των ερωτηθέντων δηλώνει ότι προτιμά τα προϊόντα της εξωχρηματιστηριακής αγοράς, ενώ σχεδόν το 85% δεν έχει χρησιμοποιήσει τα προθεσμιακά συμβόλαια επί ναύλου, το 33% των οποίων δηλώνει ότι δεν τα γνωρίζει. Τέλος από εκείνους που δηλώνουν ότι τα γνωρίζουν το 56% θεωρεί ότι τα προϊόντα αυτά είναι όμοια με οποιοδήποτε άλλο παράγωγο προϊόν (γράφημα 4.91).

Στην αγορά ξηρού φορτίου δηλώνεται 33% άγνοια ως προς τη χρήση των προθεσμιακών συμβολαίων επί ναύλου. Το 56% των ερωτηθέντων δεν τα έχει χρησιμοποιήσει ποτέ ενώ μόνο το 11% τα έχει χρησιμοποιήσει περιστασιακά. Φαίνεται πώς η αγορά ξηρού φορτίου δεν είναι τόσο πρόσφορη για την χρήση τέτοιων προϊόντων (γράφημα 4.91). Τέλος, το 56% των ερωτηθέντων παρομοιάζει τα FFA's με οποιοδήποτε άλλο παράγωγο προϊόν, το 22% με ναυτιλιακά συμβόλαια και το υπόλοιπο 22% δηλώνει άγνοια (γράφημα 4.92).

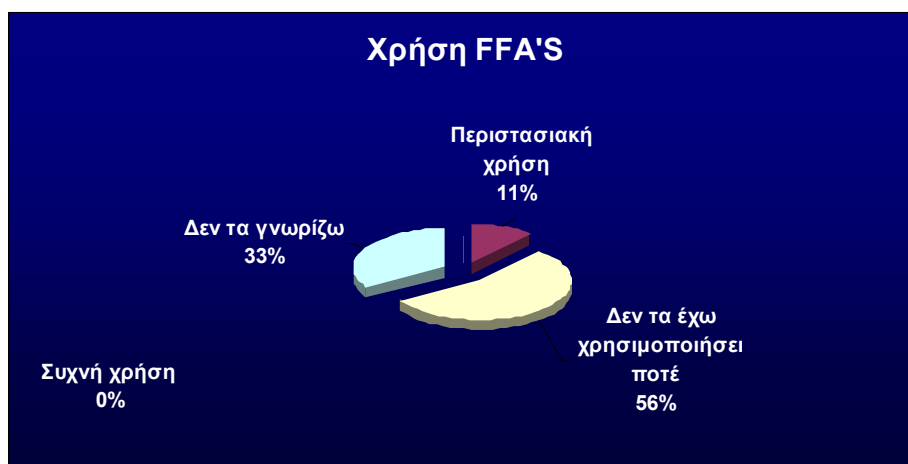
Γράφημα 4.90. : Αγορά ξηρού φορτίου. Επιλογή τύπου χρηματιστηριακών προϊόντων.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

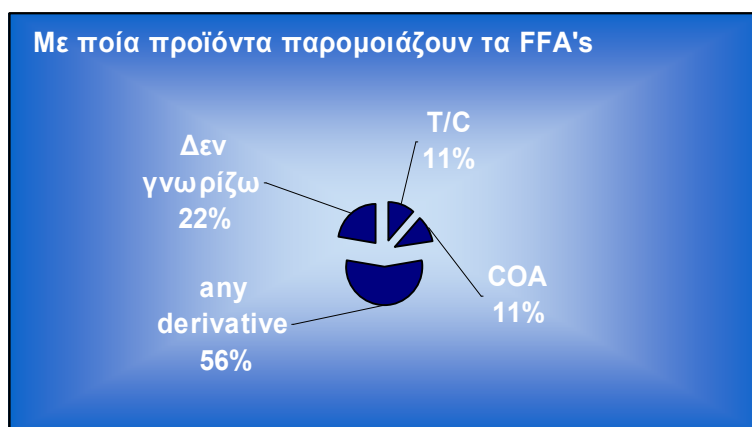
Γράφημα 4.91. : Αγορά ξηρού φορτίου. Χρήση προθεσμιακών συμβολαίων επί ναύλου.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.92. : Αγορά ξηρού φορτίου. Ποία προϊόντα παρομοιάζουν με τα FFA's.



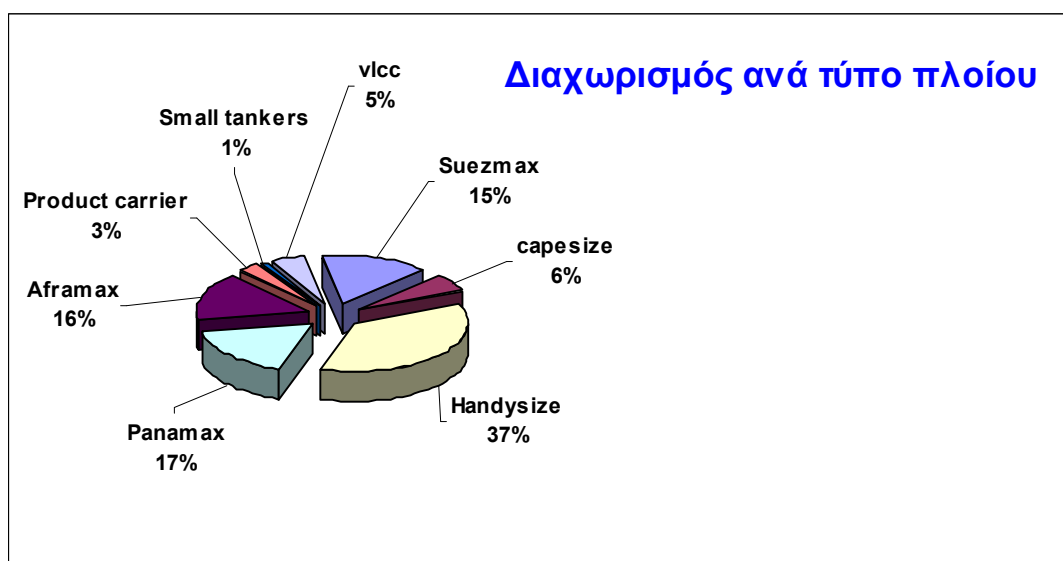
Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

4.5 Παρουσίαση αποτελεσμάτων για την αγορά υγρού φορτίου.

Η μελέτη των στοιχείων της αγοράς υγρού φορτίου οδηγεί στα εξής συμπεράσματα. Το 37% του στόλου του δείγματος αποτελείται από πλοία Handy size και ακολουθούν τα suezmax και τα panamax σε μικρότερο ποσοστό συμμετοχής (γράφημα 4.93). Η μέση ηλικία των πλοίων είναι σχετικά μικρή, μεταξύ 6 και 10 ετών, (γράφημα 4.94).

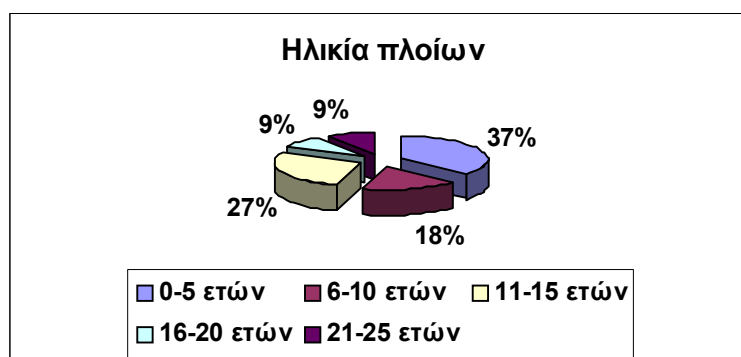
Γράφημα 4.93. : Αγορά υγρού φορτίου. Διαχωρισμός ανά τύπο πλοίου.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.94. : Αγορά υγρού φορτίου. Ηλικία πλοίων.

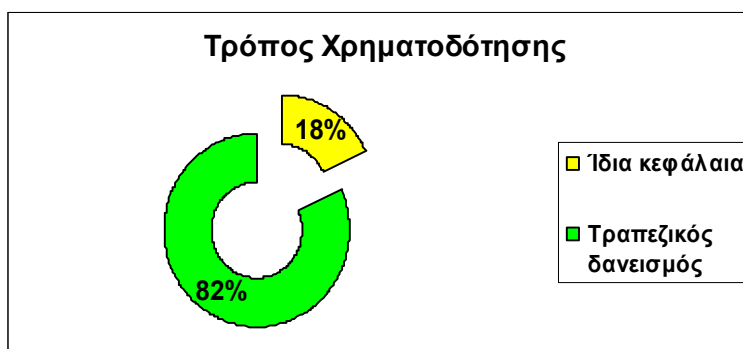


Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Το μεγαλύτερο ποσοστό των επιχειρήσεων προτιμά την τραπεζική χρηματοδότηση των επενδύσεων ενώ μόνον το 18% επενδύει ίδια κεφάλαια (γράφημα 4.95). Η μεταβλητότητα των ναύλων στην αγορά είναι υψηλή σε ποσοστό 73% όπως φαίνεται στο γράφημα 4.96.

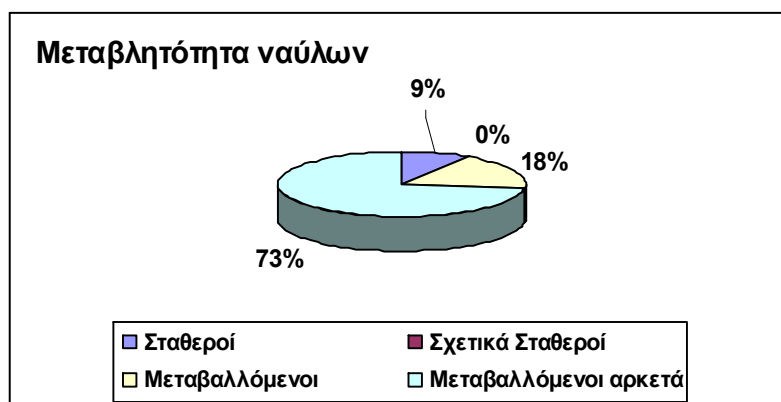
Γράφημα 4.95. : Αγορά υγρού φορτίου. Επιλογή τρόπου χρηματοδότησης.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.96. : Αγορά υγρού φορτίου. Μεταβλητότητα ναύλων.

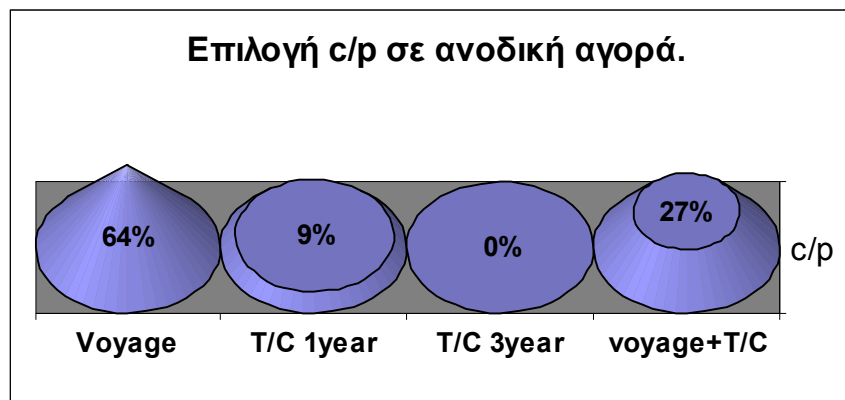


Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Όσον αφορά στην επιλογή ναυλοσυμφώνου σε περίοδο ανόδου της αγοράς το 64% θεωρεί αποδοτικότερη μορφή ναύλωσης το voyage charter και το 27% τη στρατηγική επιλογή ανάμεσα σε voyage και time charter ενός χρόνου (γράφημα 4.97). Σε περίοδο ύφεσης, όπως είναι αναμενόμενο, ασφαλέστερη μορφή ναύλωσης θεωρείται το time charter με δυνατότητα επιλογής χρονικής διάρκειας ανάλογα με τις τρέχουσες συνθήκες της αγοράς (γράφημα 4.98).

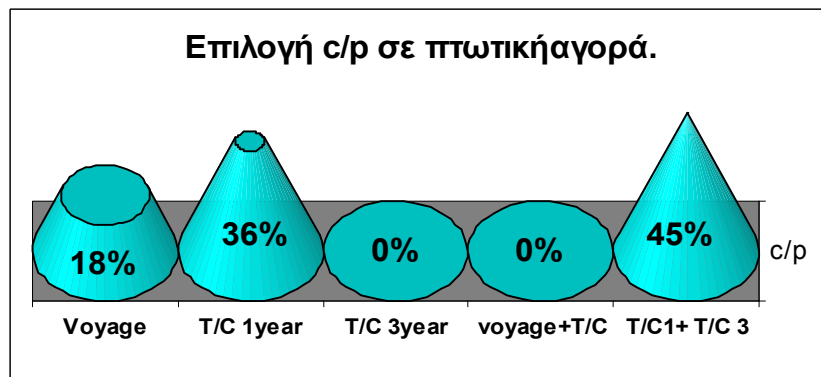
Γράφημα 4.97. : Αγορά υγρού φορτίου. Επιλογή ναυλοσυμφώνου σε ανοδική αγορά.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.98. : Αγορά υγρού φορτίου. Επιλογή ναυλοσυμφώνου σε ανοδική αγορά.

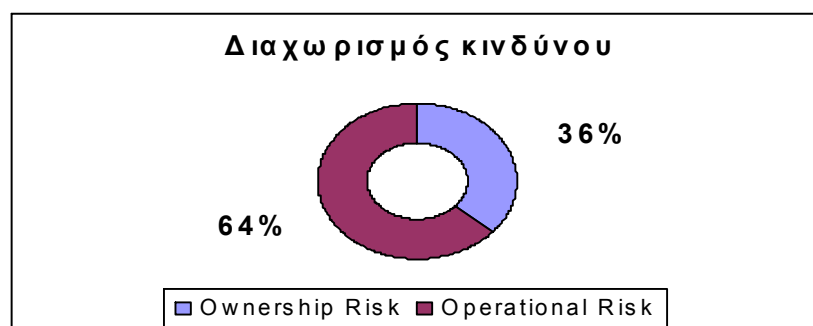


Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Οι επιχειρήσεις μεταφοράς υγρού φορτίου κρίνουν σημαντικότερους τους κινδύνους που απορρέουν από τη λειτουργία του πλοίου με ακόλουθους τους κινδύνους πλοιοκτησίας (γράφημα 4.99).

Γράφημα 4.99. : Αγορά υγρού φορτίου. Διαχωρισμός κινδύνου.

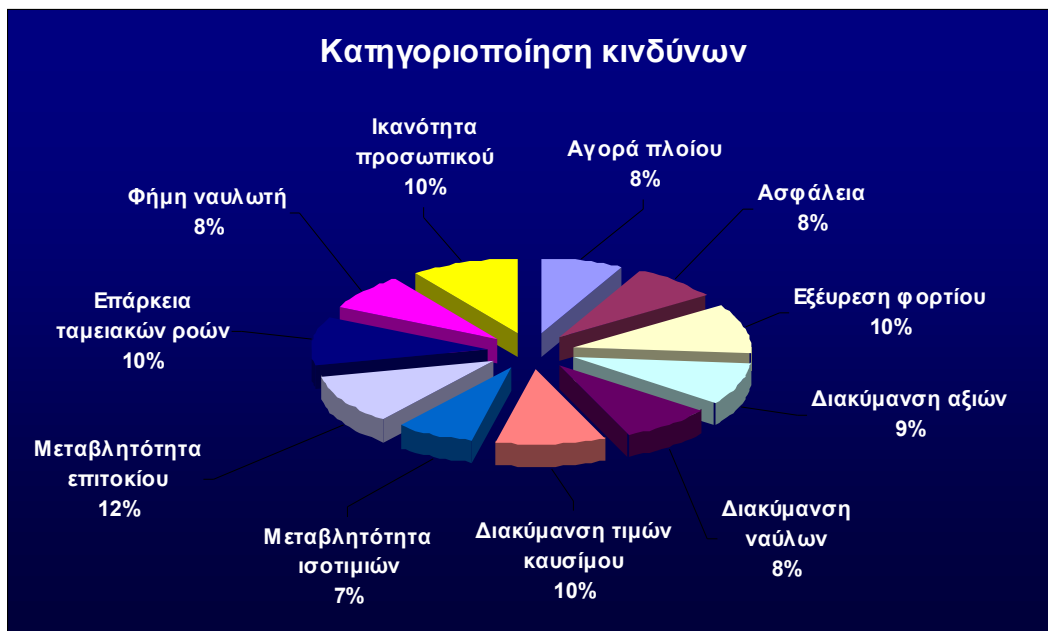


Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Σημαντικότεροι κίνδυνοι κρίνονται η διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών, οι κίνδυνοι που σχετίζονται με τη φήμη του ναυλωτή, με την ασφάλεια, με τη διακύμανση των ναύλων και με την αγορά πλοίου. Η γενικότερη κατάταξη του κινδύνου φαίνεται παρακάτω. Σημειώνεται ότι οι κίνδυνοι με το χαμηλότερο ποσοστό κρίνονται ως σημαντικότεροι (γράφημα 4.100).

Γράφημα 4.100. : Αγορά υγρού φορτίου. Κατηγοριοποίηση κινδύνων.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Στα ερωτήματα για την αντιστάθμιση των πέντε βασικών κινδύνων διακρίνεται η προτίμηση των εταιρειών της αγοράς υγρού φορτίου στα εξής προϊόντα (γραφήματα 4.101-4.105).

Για την αντιστάθμιση του κινδύνου μη εξεύρεσης φορτίου προτιμώνται τα ΣΜΕ και τα Προθεσμιακά Συμβόλαια.

Για την αντιστάθμιση της αυξομείωσης των τιμών των ναύλων προτιμώνται τα Προθεσμιακά Συμβόλαια επί ναύλου σε ποσοστό 83%.

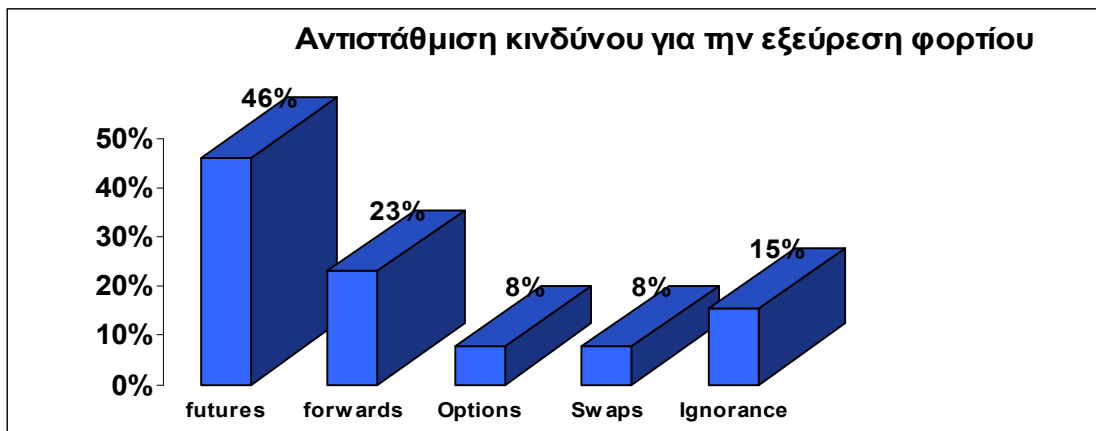
Για την αντιστάθμιση του κινδύνου αυξομείωσης των επιτοκίων, προτιμώνται τα Δικαιώματα Προαίρεσης και τα ΣΜΕ όπως και στην αγορά ξηρού φορτίου.

Για την αντιστάθμιση του κινδύνου μεταβλητότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών προτιμώνται τα ΣΜΕ, τα Προθεσμιακά Συμβόλαια και οι Ανταλλαγές Απαιτήσεων. Τέλος για την αντιστάθμιση του κινδύνου αύξησης των τιμών των καυσίμων προτιμώνται κυρίως τα ΣΜΕ.

Το ποσοστό άγνοιας για την χρησιμότητα των παραπάνω προϊόντων ανέρχεται στο 6-20% που είναι αρκετά χαμηλότερο από εκείνο που καταγράφεται στην αγορά ξηρού φορτίου, πιθανότατα λόγω του μεγάλου μεγέθους των επιχειρήσεων υγρού φορτίου που περιλαμβάνονται στο δείγμα, οι οποίες ενδεχομένως έχουν υιοθετήσει ανάλογες μεθόδους αντιστάθμισης κινδύνου.

Τα παραπάνω συμπεράσματα απεικονίζονται στα παρακάτω γραφήματα.

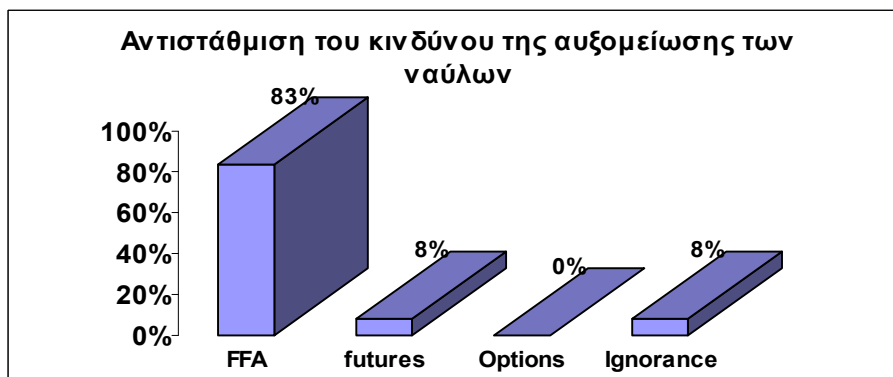
Γράφημα 4.101. : Αγορά υγρού φορτίου. Αντιστάθμιση του κινδύνου εξεύρεσης φορτίου.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

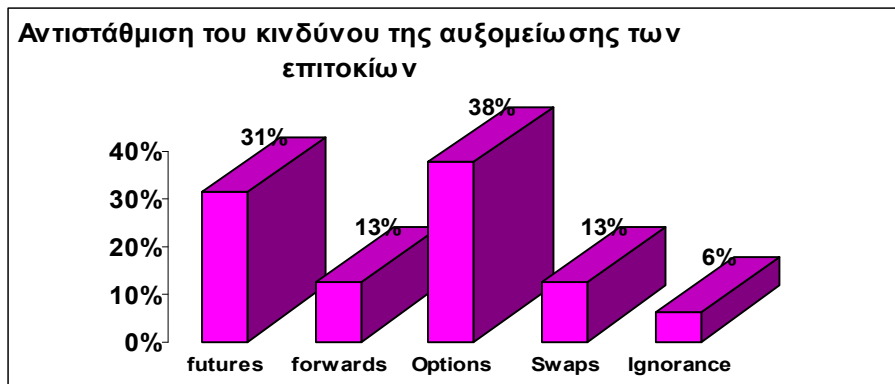
Γράφημα 4.102. : Αγορά υγρού φορτίου. Αντιστάθμιση κινδύνου αυξομείωσης των ναύλων.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

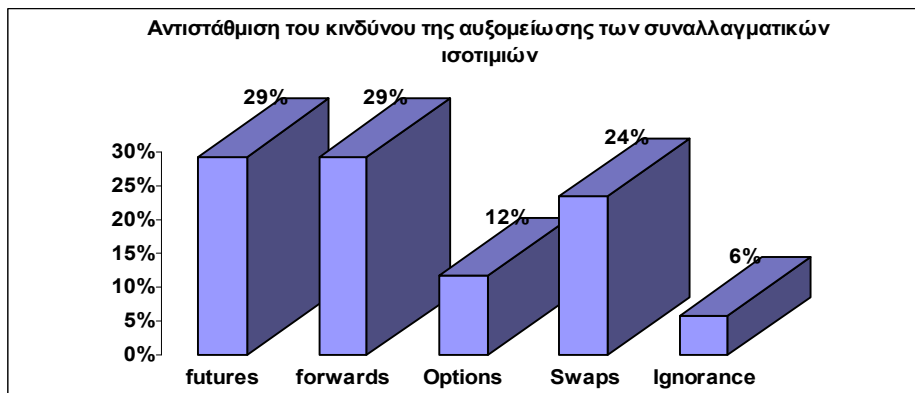
Γράφημα 4.103. : Αγορά υγρού φορτίου. Αντιστάθμιση κινδύνου αυξομείωσης των επιτοκίων.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

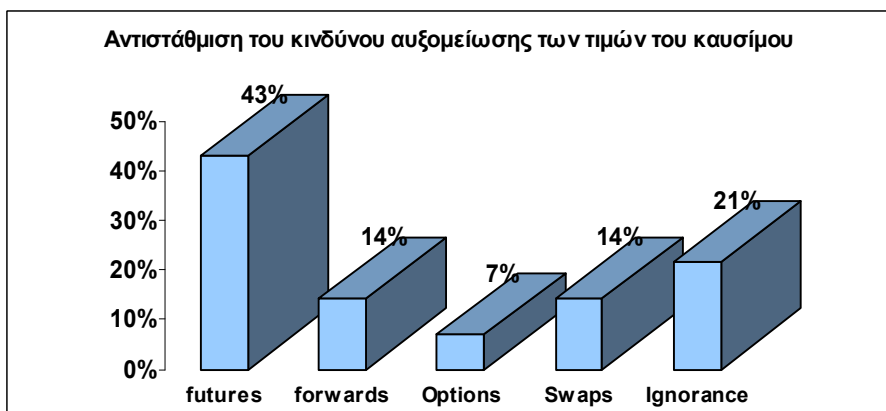
Γράφημα 4.104. : Αγορά υγρού φορτίου. Αντιστάθμιση κινδύνου μεταβλητότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.105. : Αγορά υγρού φορτίου. Αντιστάθμιση κινδύνου αυξομείωσης των τιμών του καυσίμου.

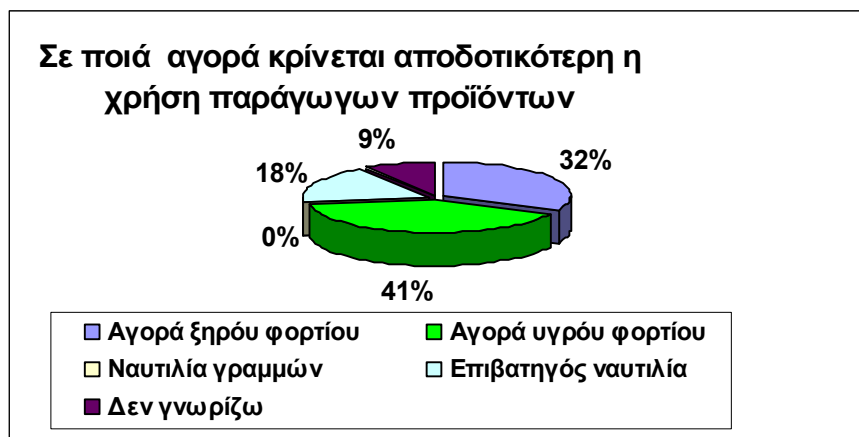


Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Καταλληλότερη αγορά για την χρήση παράγωγων προϊόντων κρίνεται η ίδια η αγορά υγρού φορτίου όπως φαίνεται στο γράφημα 4.106.

Γράφημα 4.106. : Αγορά υγρού φορτίου. Επιλογή αποδοτικότερης αγοράς για τη χρήση παράγωγων προϊόντων.



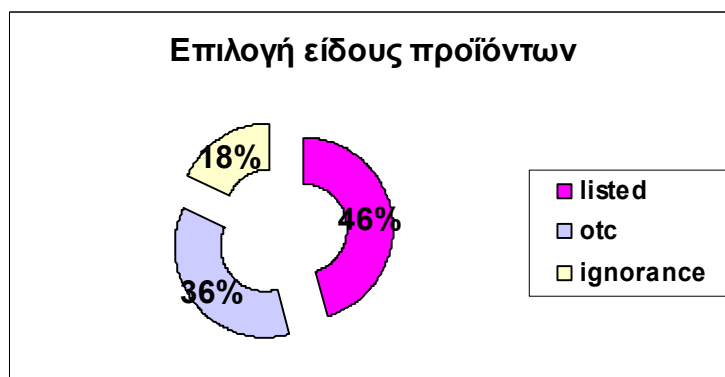
Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Το μεγαλύτερο ποσοστό των ερωτηθέντων προτιμά τα προϊόντα της χρηματιστηριακής αγοράς, αν και τα εξωχρηματιστηριακά προϊόντα κατέχουν επίσης υψηλό ποσοστό προτίμησης κατά 36% (γράφημα 4.107).

Σχεδόν το 64% των ερωτηθέντων δεν έχει χρησιμοποιήσει τα Προθεσμιακά Συμβόλαια επί ναύλου, ενώ το 13% τα έχει χρησιμοποιήσει τουλάχιστον μία φορά (γράφημα 4.108). Τέλος το 46% από εκείνους που τα γνωρίζουν θεωρεί ότι είναι όμοια με οποιοδήποτε άλλο παράγωγο προϊόν, ενώ το 27% ότι ομοιάζουν με συμβόλαια χρονοναύλωσης (γράφημα 4.109)

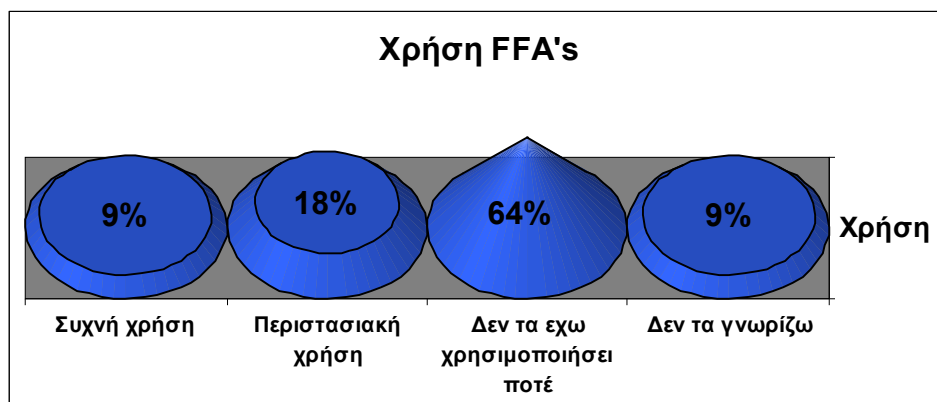
Γράφημα 4.107. : Αγορά υγρού φορτίου. Επιλογή τύπου χρηματιστηριακών προϊόντων.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.108. : Αγορά υγρού φορτίου. Χρήση προθεσμιακών συμβολαίων επί ναύλου.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Γράφημα 4.109. : Αγορά υγρού φορτίου. Ποία προϊόντα παρομοιάζουν με τα FFA's.



Πηγή: Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.

5.1 Σύγκριση των αγορών ξηρού και υγρού φορτίου.

Τα στοιχεία της έρευνας για τις δύο μεγάλες αγορές οδηγούν στα εξής συμπεράσματα. Το μεγαλύτερο μέρος του στόλου που δραστηριοποιείται στις δύο αγορές αποτελείται από πλοία Handy size. Τα πλοία panamax μετέχουν ποσοστιαία το ίδιο στις δύο αγορές.

Στην αγορά Δεξαμενόπλοιων, τα πλοία, στο μεγαλύτερο ποσοστό τους, είναι ηλικίας 6-10 ετών ενώ στην αγορά ξηρού φορτίου, η μέση ηλικία των πλοίων είναι μεγαλύτερη, μεταξύ 11 και 15 έτη. Και στις δύο αγορές το 25% του στόλου είναι μεταξύ 16 και 20 ετών.

Η χρηματοδότηση των επενδύσεων μέσω τραπεζικού δανεισμού υπερισχύει της αυτοχρηματοδότησης και στις δύο αγορές, ωστόσο τα ποσοστά δανειοδότησης διαφοροποιούνται με την αγορά ξηρού φορτίου να προτίμα τραπεζική χρηματοδότηση σε ποσοστό 60-65% και την αγορά υγρού φορτίου σε ποσοστό 80-90%.

Και στις δύο αγορές προτιμάται η ναύλωση ανά ταξίδι σε περιόδους ανόδου της αγοράς, (ιδιαίτερα στην αγορά υγρού φορτίου) και το συμβόλαιο ετήσιας χρονοναύλωσης σε περιόδους ύφεσης. Τα συμπεράσματα αυτά είναι αναμενόμενα καθώς σε ανοδική αγορά η επιλογή ναύλωσης ανά ταξίδι είναι πιο επικερδής για τον πλοιοκτήτη. Σε καθοδική αγορά οι πλοιοκτήτες επιλέγουν τη χρονοναύλωση προκειμένου να προστατευτούν από τη πτώση της ναυλαγοράς. Σημειώνεται ότι ο συνδυασμός ναύλωσης ανά ταξίδι και ετήσιας χρονοναύλωσης είναι πλέον στρατηγικής σημασίας στην αγορά ξηρού φορτίου. Διαφαίνεται πως οι επιχειρήσεις προκειμένου να εκμεταλλευτούν αποδοτικά όλες τις συνθήκες της αγοράς επιλέγουν τη διατήρηση μέρος του στόλου σε χρονοναυλώσεις και μέρος του στόλου στην τρέχουσα αγορά, ώστε να εξασφαλίζουν σταθερότητα στα ρευστά διαθέσιμα στρατηγική θέση σε ανοδικές τάσεις της αγοράς.

Όσον αφορά τους ναύλους και στις δύο αγορές κρίνονται ιδιαίτερα μεταβαλλόμενοι ενώ ο λειτουργικός κίνδυνος θεωρείται και στις δύο περιπτώσεις η σημαντικότερη πηγή

κινδύνου. Το παραπάνω αποτέλεσμα είναι εύλογο καθώς το λειτουργικό κόστος της επιχείρησης υπόκειται συνεχώς σε διακυμάνσεις ανάλογα με τις συνθήκες της αγοράς .

Όσον αφορά στην κατηγοριοποίηση του κινδύνου στις δύο αγορές αυτή έχει ως ακολούθως για την αγορά ξηρού και υγρού φορτίου.

Πίνακας 5.1.1. Κατάταξη κινδύνων για την αγορά ξηρού φορτίου.

<i>Αγορά ξηρού φορτίου</i>
1. Η διακύμανση των ναύλων.
2. Η φήμη του ναυλωτή.
3. Κίνδυνοι σχετικοί με την αγορά πλοίου.
4. Κίνδυνοι σχετικοί με την ασφάλεια του πλοίου.
5. Κίνδυνοι σχετικοί με την μη εξεύρεση φορτίου.
6. Η διακύμανση των τιμών των πλοίων.
7. Η επάρκεια ταμειακών ροών.
8. Η ικανότητα του προσωπικού.
9. Η μεταβλητότητα των επιτοκίων.
10. Η διακύμανση στις τιμές των καυσίμων.
11. Η μεταβλητότητα στις συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Πηγή : Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Πίνακας 5.1.2. Κατάταξη κινδύνων για την αγορά υγρού φορτίου.

<i>Αγορά υγρού φορτίου</i>
1. Η μεταβλητότητα στις συναλλαγματικές ισοτιμίες.
2. Η διακύμανση των ναύλων.
3. Φήμη ναυλωτή.
4. Κίνδυνοι σχετικοί με την αγορά πλοίου.

5. Κίνδυνοι σχετικοί με την ασφάλεια του πλοίου.
6. Κίνδυνοι σχετικοί με την μη εξεύρεση φορτίου.
7. Η διακύμανση των τιμών των πλοίων.
8. Η διακύμανση στις τιμές των καυσίμων.
9. Η επάρκεια ταμειακών ροών.
10. Η ικανότητα του προσωπικού.
11. Η μεταβλητότητα των επιτοκίων.

Πηγή : Δουρουντάκη Αναστασία

Έτος: 2004

Παρατηρείται ότι σημαντικότερος κίνδυνος για την αγορά του ξηρού φορτίου θεωρείται η διακύμανση των ναύλων ενώ για την αγορά υγρού φορτίου η μεταβλητότητα στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, πιθανόν λόγω του πετρελαίου του οποίου η αξία αποτιμάται σε δολάρια.

Για την αντιστάθμιση των πέντε βασικών κινδύνων και στις δύο αγορές προτιμώνται, ως επί το πλείστο, τα ΣΜΕ ενώ ακολουθούν τα Προθεσμιακά Συμβόλαια και οι Ανταλλαγές Απαιτήσεων. Για την αντιστάθμιση του κινδύνου μεταβλητότητας των τιμών των ναύλων και στις δύο αγορές προτιμώνται τα Προθεσμιακά συμβόλαια επί ναύλου, όμως μόνο στην αγορά υγρού φορτίου καταγράφεται συχνή ή περιστασιακή χρήση αυτών. Στην αγορά ξηρού φορτίου, χρησιμοποιούνται περιστασιακά, σε πολύ μικρότερο ποσοστό. Τέλος όσον αφορά την αντίληψη των χρηστών σχετικά με ποια προϊόντα ομοιάζουν με τα προθεσμιακά συμβόλαια επί ναύλου, παρόλο που και οι δύο αγορές τα θεωρούν όμοια με οποιοδήποτε άλλο παράγωγο προϊόν, στην αγορά υγρού φορτίου ένα ποσοστό κρίνει ότι είναι όμοια με τα συμβόλαια χρονοναύλωσης.

Τέλος πρέπει να σημειωθεί ότι, γενικότερα, το ποσοστό άγνοιας για τη χρησιμότητα ή ύπαρξη των παράγωγων προϊόντων είναι πολύ υψηλότερο στην αγορά ξηρού φορτίου, από ότι

στην αγορά υγρού φορτίου, αν και στις δύο αγορές οι ερωτηθέντες κρίνουν ότι η χρήση αυτών των προϊόντων θα ενίσχυε της αποδοτικότητα κάθε μίας αγοράς συνολικά.

5.2 Σύγκριση μεγεθών επιχειρήσεων

Η διάκριση των επιχειρήσεων ανάλογα με το μέγεθος του στόλου τους, γίνεται σε μικρές με στόλο 1 έως 10 πλοία, σε μεσαίες με στόλο 10 έως 20 πλοία και σε μεγάλες με στόλο άνω των 20 πλοίων. Σύμφωνα με τα συμπεράσματα, ο κυρίαρχος τύπος πλοίων και στα τρία μεγέθη είναι το πλοίο Handy size, με ποσοστό που κυμαίνεται μεταξύ 25 και 45%.

Νεότερα πλοία διαθέτουν οι μεσαίες και μεγάλες επιχειρήσεις όπου στο μεγαλύτερο ποσοστό του στόλου ο μέσος όρος ηλικίας είναι μεταξύ 11 και 15 ετών. Στις μικρές επιχειρήσεις η μέση ηλικία των πλοίων κυμαίνεται μεταξύ 16 και 25 ετών.

Τα κυριότερα μεταφερόμενα φορτία και από τις τρεις κατηγορίες επιχειρήσεων είναι το ξηρό φορτίο, το αργό πετρέλαιο και τα παράγωγα πετρελαίου. Ανάλογα και για τα τρία μεγέθη, ο τραπεζικός δανεισμός είναι η βασική πηγή χρηματοδότησης, όμως σε μικρότερο ποσοστό, για τις μεγάλες επιχειρήσεις (αφού σχεδόν το 30% αξιοποιεί ίδια κεφάλαια). Η τελευταία διαπίστωση είναι εύλογη δεδομένου ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις τηρούν αποθεματικά για επενδύσεις.

Όταν η αγορά είναι ανοδική η ναύλωση ανά ταξίδι είναι η επικερδέστερη μορφή ναύλωσης για τις μεγάλες επιχειρήσεις, ενώ για τις μικρές και τις μεσαίες, σημαντικό ρόλο διαδραματίζει η στρατηγική επιλογή ανάμεσα στην ετήσια χρονοναύλωση και τη ναύλωση ανά ταξίδι. Από την άλλη πλευρά, όταν η αγορά είναι πτωτική, η κυριότερη επιλογή και στα τρία μεγέθη επιχειρήσεων είναι η ετήσια χρονοναύλωση. Ωστόσο και οι μικρές και οι μεγάλες επιχειρήσεις διαθέτουν τη σημαντική δυνατότητα επιλογής ανάμεσα σε ετήσια ή τριετή χρονοναύλωση.

Η μεταβλητότητα των ναύλων κρίνεται ότι είναι υψηλή και από τα τρία μεγέθη των επιχειρήσεων σε ποσοστό 58% από τις μικρές επιχειρήσεις, 100% από τις μεσαίες επιχειρήσεις

και 75% από τις μεγάλες. Αντίστοιχα, οι λειτουργικοί κίνδυνοι αποτελούν την βασικότερη πηγή κινδύνου, αν και για τις μικρές επιχειρήσεις, ο κίνδυνος πλοιοκτησίας κατέχει υψηλό ποσοστό προφανώς λόγω των υψηλών δανειοληπτικών απαιτήσεων για την αγορά και διαχείριση ενός πλοίου και λόγω έλλειψης οικονομικών κλίμακας.

Οι δύο βασικοί κίνδυνοι για τις μικρές επιχειρήσεις είναι εκείνοι που απορρέουν από την διακύμανση των ναύλων και εκείνοι που αφορούν στην ασφάλεια του πλοίου. Το ίδιο ισχύει και για τις μεγάλες επιχειρήσεις, ενώ στις μεσαίες επιχειρήσεις πρωταρχική πηγή κινδύνου είναι οι κίνδυνοι που σχετίζονται με την ασφάλεια και τη φήμη του ναυλωτή.

Το παράγωγο προϊόν που προτιμάται για την αντιστάθμιση των βασικών κινδύνων είναι για όλα τα μεγέθη επιχειρήσεων, τα ΣΜΕ, ενώ ακολουθούν τα Προθεσμιακά Συμβόλαια και τα Δικαιώματα Προαίρεσης για τις μικρές και τις μεσαίες και οι Ανταλλαγές Απαιτήσεων και τα Δικαιώματα, για τις μεγάλες. Είναι αξιοσημείωτο ότι άγνοια για την παράγωγη αγορά υπάρχει στις μικρές και τις μεσαίες επιχειρήσεις ενώ όσο αυξάνει το μέγεθος τα ποσοστά άγνοιας μειώνονται. Η παρατήρηση αυτή εξηγεί τη δυνατότητα που έχουν οι μεγάλες επιχειρήσεις για καλύτερη χρηματοοικονομική δραστηριότητα όπως και μεγαλύτερες οικονομικές δυνατότητες για την επένδυση σε χρηματοοικονομικά προϊόντα. Όσον αφορά στην χρήση των προϊόντων αυτών, θεωρούνται αποδοτικότερα στην αγορά ξηρού και υγρού φορτίου λόγω της μεταβλητότητας των συνθηκών που παρατηρούνται σ' αυτές τις δύο αγορές.

Προτίμηση σε προϊόντα εξωχρηματιστηριακής αγοράς εκδηλώνεται μόνο από τις μεγάλες επιχειρήσεις ενώ οι μικρές και οι μεσαίες προτιμούν τα προϊόντα του χρηματιστηρίου. Ειδικότερα, για τα FFA's, παρατηρείται η συστηματική χρήση τους κυρίως από τις μεγάλες επιχειρήσεις σε ποσοστό 43%. Από τις μεσαίες επιχειρήσεις το 50% δεν τα έχει χρησιμοποιήσει ποτέ, ενώ από τις μικρές το 34% δεν γνωρίζει την ύπαρξη τους ως προϊόντα αντιστάθμισης κινδύνου.

5.3 Επίλογος.

Η διπλωματική εργασία που παρουσιάστηκε είχε αντικείμενο να καταδείξει την έννοια της διαχείρισης του επιχειρηματικού κινδύνου στη ναυτιλία και τις δυνατότητες χρήσης των παράγωγων προϊόντων ως μέσα αντιστάθμισης αυτού.

Η δυνατότητα διαχείρισης του κινδύνου αποτελεί σημαντική εξέλιξη στην αρτιότερη και αποδοτικότερη λειτουργία των επιχειρήσεων, διότι επιτρέπει την αξιολόγηση των πιθανών κινδύνων που αντιμετωπίζει η επιχείρηση και κατά συνέπεια την υιοθέτηση σεναρίων αντιμετώπισης αυτών. Επίσης, προβλέπει την υιοθέτηση μέτρων ελέγχου και μέτρησης των κινδύνων ώστε να ελαχιστοποιούνται εξελικτικά. Παράλληλα, προωθεί τις επιχειρήσεις στην χρήση μεθόδων χαμηλού κόστους και υψηλού οφέλους που εξασφαλίζουν την καλύτερη αξιοποίηση και κατανομή των παραγωγικών πόρων και του εργατικού δυναμικού. Τέλος, η δυνατότητα διαχείρισης του κινδύνου δίνει στις επιχειρήσεις τη δυνατότητα να αξιοποιήσουν αποδοτικότερα, την πληροφορία που προέρχεται από εσωτερικές και εξωτερικές πηγές. Η εκτίμηση του κινδύνου και κατά συνέπεια η διαχείριση του συνίσταται (α) στην αναγνώριση των πηγών κινδύνου και των πιθανοτήτων εμφάνισής τους, (β) στην αξιολόγηση και μέτρηση των συνεπειών τους (πιθανά αποτελέσματα, μέγεθος επιπτώσεων) και (γ) στην εξεύρεση των κατάλληλων μεθόδων εξάλειψής τους μέσα από αναλύσεις κόστους / οφέλους.

Σε χρηματοοικονομικά πλαίσια εισάγεται η μέθοδος διαχείρισης του κινδύνου μέσω της χρήσης της παράγωγης αγοράς. Τα πλεονεκτήματα αυτής της μεθόδου είναι σημαντικά και προέρχονται από τις δυνατότητες που παρέχουν αυτά τα προϊόντα, για τον έλεγχο και πρόβλεψη των συνθηκών, που μπορεί να φέρουν μεταβλητότητα στην φυσική αγορά. Αυτό συμβαίνει διότι επιτρέπουν στον επενδυτή να λάβει την αντίθετη θέση στον υποκείμενο τίτλο, από αυτή που έχει λάβει στην τρέχουσα αγορά και κατά συνέπεια να αντισταθμίσει τις όποιες απώλειες ή κέρδη. Παράλληλα, η χαμηλή δέσμευση κεφαλαίου που απαιτείται όταν πραγματοποιούνται επενδύσεις σε παράγωγα προϊόντα, επιτρέπει στις επιχειρήσεις να αναλαμβάνουν μακροπρόθεσμα σχέδια, αφού μπορούν δυνητικά να ορίσουν και να

περιορίσουν τον κίνδυνο ή να τον μεταφέρουν σε κάποιο μέρος πρόθυμο να τον δεχτεί. Πρόσθετα, τα παράγωγα προϊόντα είναι εύκολα στη χρήση, κατανοητά, προσιτά και απευθύνονται σε όλους τους πιθανούς επενδυτές. Ειδικότερα, μπορούμε να εξετάσουμε περιπτώσεις όπως οι παρακάτω. Μια επιχείρηση που εξάγει τα προϊόντα της στην Αμερική και τα έσοδά της είναι σε δολάρια, αλλά καταβάλλει όλες τις πληρωμές της σε ευρώ, μπορεί να χρησιμοποιήσει προϊόντα όπως ΣΜΕ σε συναλλαγματικές ισοτιμίες ή Ανταλλαγές Απαιτήσεων σε συνάλλαγμα ώστε να διαχειριστεί την πιθανότητα μεταβολής του ευρώ έναντι του δολαρίου και να επιτύχει σταθερότητα στα έσοδά της για όποια χρονική διάρκεια επιθυμεί. Ανάλογα ένας επενδυτής που έχει λάβει δάνειο με κυμαινόμενο επιτόκιο και κρίνει ότι αυτό θα κινηθεί ανοδικά μπορεί να αξιοποιήσει τις Ανταλλαγές Απαιτήσεων ή τα Δικαιώματα προαίρεσης, ώστε να ισορροπήσει όποιες απώλειες, μπορεί να προκαλέσει η άνοδος του επιτοκίου, στην επένδυσή του. Τέλος οι επενδυτές εντάσσοντας τα παράγωγα προϊόντα στα χαρτοφυλάκια τους μπορούν να πετύχουν καλύτερη διαχείριση των κεφαλαίων τους, διαφοροποιώντας περισσότερο τον κίνδυνο και αυξάνοντας της απόδοση της επένδυσής τους.

Η εξέταση των μεταβαλλόμενων συνθηκών μέσα στις οποίες δραστηριοποιείται η ναυτιλία καθιστούν βάσιμη, πρώτο την ανάγκη αναγνώρισης των κινδύνων που αντιμετωπίζει και δεύτερο την ανάγκη ελαχιστοποίησης αυτών. Η ναυτιλιακή επιχείρηση παράγει το μεταφορικό έργο και όπως κάθε επιχείρηση αντιμετωπίζει καθημερινά εξωτερικούς και εσωτερικούς παράγοντες που επιδρούν σημαντικά στο κόστος και στα έσοδα. Αυτοί οι παράγοντες φέρουν κινδύνους οι όποιοι πρέπει να ελαχιστοποιηθούν προκειμένου η επιχείρηση να δραστηριοποιηθεί αποδοτικά στις εκάστοτε συνθήκες και να εξασφαλίσει την μακροπρόθεσμη διαβίωσή της. Με σκοπό την αντιμετώπιση αυτών των αστάθμητων παραγόντων υιοθετούνται πλέον και στη ναυτιλία τα παράγωγα προϊόντα και σε εξειδικευμένες μορφές, όπως τα προθεσμιακά συμβόλαια επί ναύλου ή τα προθεσμιακά συμβόλαια επί των τιμών των καυσίμων. Ενώ έχουν υιοθετηθεί εκτεταμένα στο εξωτερικό η χρήση τους στον ελληνικό χώρο είναι ακόμα σε νηπιακό στάδιο.

Προς εκτίμηση των δυνατοτήτων χρήσης των παράγωγων προϊόντων στον ελληνικό ναυτιλιακό χώρο πραγματοποιήθηκε η εμπειρική έρευνα που εστιάστηκε τόσο στην αναγνώριση των πιθανών κινδύνων όσο και στην εκτίμηση των δυνατοτήτων χρήσης της παράγωγης αγοράς. Παρουσιάστηκαν τα συμπεράσματα της έρευνας για την αντιστάθμιση του επιχειρηματικού κινδύνου στην ελληνική ναυτιλία. Κατηγοριοποιήθηκαν οι σημαντικότεροι κίνδυνοι σύμφωνα με τις απόψεις των ερωτηθέντων, που αντιπροσωπεύουν όλα τα μεγέθη των επιχειρήσεων όσο και όλους τους τομείς παροχής ναυτιλιακών υπηρεσιών. Ο σημαντικότερος κίνδυνος παραμένει πάντα η *διακύμανση των ναύλων*, σε μια αγορά που είναι ελάχιστα προβλέψιμη και διαρκώς ανατρεπτική. Οι προτιμήσεις των ερωτηθέντων φέρνουν τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στην πρώτη θέση, κυρίως λόγω της υψηλής ρευστότητας αυτών των προϊόντων, της ασφάλειας του χρηματιστηριακού οίκου όσο και της ευρείας ποικιλίας τους σε διαφορετικούς τίτλους.

Ωστόσο, από τις προσωπικές συνεντεύξεις με τους ερωτηθέντες, κατέστη αντιληπτό ότι ο μεγαλύτερος αριθμός των επιχειρήσεων κρίνει ότι η χρήση παράγωγων εργαλείων για την αντιστάθμιση κινδύνου στη ναυτιλία αντιμετωπίζει σημαντικά εμπόδια. Οι ανάγκες συμπίεσης του υψηλού κόστους λειτουργίας δεν επιτρέπουν την πραγματοποίηση επενδύσεων σε χρηματιστηριακά ή εξωχρηματιστηριακά προϊόντα, γι' αυτό το λόγο μόνον οι μεγάλες σε αριθμό πλοίων επιχειρήσεις έχουν υιοθετήσει μερικώς ή περιστασιακά τη χρήση τέτοιων προϊόντων. Πρέπει να τονιστεί ότι είναι τέτοια η παραδοσιακή δομή της ναυτιλίας στην Ελλάδα, όπου η διαχείριση του κινδύνου, επαφίεται ουσιαστικά στο ένστικτο του πλοιοκτήτη για την ασφαλή πρόβλεψη ανόδου ή πτώσης της αγοράς, για την τοποθέτηση παραγγελιών νέων πλοίων ή επιλογή ναυλώσεων ανά ταξίδι ή χρονοναυλώσεων. Οι παραδοσιακές στρατηγικές αυτής της μορφής δύσκολα παραχωρούν τη θέση τους σε νέες χρηματοοικονομικές αντιλήψεις και νέα προϊόντα διαχείρισης κινδύνου. Δεν είναι τυχαίο ότι μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων θεωρεί ως τρόπο διαχείρισης του κινδύνου τη χρονοναύλωση των πλοίων ή τη ναύλωση πλοίου γυμνού και την καλή οργάνωση του γραφείου. Ανάλογες

απόψεις αναφέρουν ως εναλλακτικούς τρόπους αντιστάθμισης του κινδύνου, την διατήρηση ρευστών διαθέσιμων σε τραπεζικούς οργανισμούς, την αγορά ομολόγων ή τις κτηματομεσιτικές επενδύσεις. Τέλος στην καθημερινή πρακτική, η προσπάθεια μεταφοράς μέρους του κόστους στους ναυλωτές και η κατάλληλη χρονική τοποθέτηση των αποφάσεων αποτελούν τις βασικές συνισταμένες για την αντιστάθμιση του κινδύνου στην ελληνική ναυτιλία.

Ωστόσο η επιταχυνόμενη εξέλιξη των ναυτιλιακών παράγωγων προϊόντων και η εκτεταμένη εφαρμογή αυτών που παρατηρείται στο εξωτερικό καθιστούν μακροπρόθεσμα, εφικτή τη χρήση τους και στον ελλαδικό χώρο, καθώς η ελληνική ναυτιλία συγκαταλέγεται στις μεγαλύτερες δυνάμεις διεθνώς και θα ακολουθήσει μετά βεβαιότητας τις εξελίξεις. Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι τα συγκεκριμένα προϊόντα είναι καινούργια και η ενημέρωση / γνώση πάνω σε αυτά περιορισμένη, συνεπώς είναι αναμενόμενο να αντιμετωπίζονται με επιφύλαξη. Αντίστοιχα περιορισμένη είναι και η ενημέρωση σχετικά με τους εξωχρηματοστηριακούς φορείς αυτών των προϊόντων όπως είναι η Imarex και το Baltic Exchange. Οι εξελίξεις θα αποκαλύψουν την πορεία τους...

Στα πλαίσια αυτής της εργασίας δεν κατέστη δυνατό να ερευνηθούν και άλλα σημαντικά πεδία έρευνας που έχουν επίσης ιδιαίτερο ενδιαφέρον όπως είναι, η ανάλυση της χρηματοοικονομικής συμπεριφοράς των ελληνικών επιχειρήσεων διαχρονικά, η σύγκριση της ελληνικής αγοράς με τις αγορές εξωτερικού σχετικά με τη χρήση των ναυτιλιακών παραγώγων, οι επιδράσεις των ναυτιλιακών κινδύνων στο κόστος των επιχειρήσεων μέσω της μεθόδου αξιολόγησης κινδύνων και οικονομικών συνεπειών, η πραγματοποίηση αναλύσεων κόστους / οφέλους για τη χρήση των παράγωγων εργαλείων, οι απαιτήσεις των επενδυτών και κατά συνέπεια οι δυνατότητες δημιουργίας επίσημων φορέων ναυτιλιακών παραγώγων προϊόντων στον ελληνικό χώρο κτλ.

Ως τελικό συμπέρασμα παρατίθεται η άποψη ενός διευθυντικού στελέχους ελληνικής ναυτιλιακής επιχείρησης σχετικά με την σημασία του κινδύνου στη ναυτιλία.

“What you can control bears no risk...”

Βιβλιογραφία

- “The euromoney derivatives and risk management handbook”, 2001/02
- Akerholm Johnny (2002): “Capital Markets and macro-economic policy”, European Financial Markets Convention
- Arditti, F. D. (1996): “Derivatives: A Comprehensive Resource for Options, Futures, Interest Rate Swaps, and Mortgage Securities,” Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts
- Boland, G. (1999): “Interest Rate Futures and Options in New Zealand,” *Business Development Manual*, New Zealand Futures and Options Exchange.
- Clarkson Securities (1999): “FFAs: Forward Freight Agreements,” Clarkson Securities Ltd. Publication, London.
- Dinwoodie John and Morris Jeffrey (2003): “ Tanker forward freight agreements: the future for freight futures ”, *Maritime Policy and Management* vol. 30, no.1, p.45-58.
- Drewry Shipping Consultants (1997): “Shipping Futures and Derivatives: From Biffex to Forward Freight Agreements (FFAs) and Beyond,” Drewry Shipping Consultants Publications, London.
- Freight Metrics Presentation at University of Piraeus (December 6, 2004) (p.3-4.)
- Guy Andrew, June 2003: “Controlling risk and derivatives ”, *Swiss derivatives review*, (p.8-9)
- Kavoussanos G. Manolis, Visvikis Ilias (2003) : “FFA’ s and Price discovery”, *Lloyd’s shipping economist*, Vol. 25 Feb. 2003 (p.21-23). A
- Kavoussanos G. Manolis, Visvikis Ilias (2003): “FFA’ s can establish revenue”, *Lloyd’s shipping economist* Vol. 25 July. 2003 (p.21-24). B
- Kolb W. Robert (1996): “Financial derivatives” *Κεφάλαια* 2,3,4.

- Menachof David.A and Dicer N.Gary (2003): «Risk management methods for the liner shipping industry: the case of the bunker adjustment factor » Maritime Policy and Management vol 28, no.2 ,p. 141- 155.
- NIB Capital Bank (2003) : Investment Analysis on dry and tanker market, p.18-21.
- Rajna Gibson and Heinz Zimmermann, Dec.1994: “The Benefits and Risks of Derivative Instruments : An Economic Perspective” Université de Lausanne and Hochschule St. Gallen Switzerland.
- Thomas F. Siems, November-December 1995: “Ten myths about derivatives” Harvard Business Review, pp. 91-102
- Αλεξιάκης Παναγιώτης, (9 / 7/ 2002), (Πρόεδρος ΧΑΑ): Ομιλία «Οι τελευταίες εξελίξεις στην ελληνική κεφαλαιαγορά και η επιστροφή σε μια δυναμική πορεία».
- Βασιλική Μαλινδρέτου, 2002 : «Σύγχρονα χρηματοοικονομικά Προϊόντα ».
- Βισβίκης Ηλίας (2002) : “Risk management in the shipping industry : theory and practice” Κεφάλαιο 1, σελ. 3- 14.
- Βισβίκης Ηλίας (2003) : Παραδόσεις μαθήματος “ Short courses on derivatives ” τρίτο εξάμηνο σπουδών μεταπτυχιακού προγράμματος στη ναυτιλία.
- Βλάχος Γ.Π (1998).: «Βασικές Αρχές της Ναυτιλιακής Επιστήμης » Κεφάλαιο 5, (σελ 253-290).
- Γεωργαντόπουλος Ελ.- Βλάχος Γ.Π., (1997) : «Ναυτιλιακή Οικονομική».
- Γκιζιάκης Κ., (2001): «Εισαγωγή στις Ναυλώσεις », Κεφάλαιο 3 (σελ 98-165), κεφάλαιο 4, (σελ.205-221).
- Γουλιέλμος Μ. Αλέξανδρος, (1998) : «Χρηματοδότηση Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων » Κεφάλαιο 5 σελ. 183- 225, κεφάλαιο 7 σελ. 260- 280.
- Ε.Σ. Λιβάνης, Ν.Η. Γεωργιάδης, (2002): «Οδηγός Παράγωγων προϊόντων στην Ελληνική χρηματιστηριακή αγορά». Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.

- Θεοδωρόπουλος Ε.Θ., (2000): « Χρηματιστηριακές Επενδύσεις » Κεφάλαια 4, 6.
Κεφάλαιο 4, σελ.61-121, κεφάλαιο 7-8 σελ. 229-394.
- Μανώλης Ξανθάκης, (2002): «Δομή και Μικροδομή της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς »
Κεφάλαιο.1, σελ.17-28 , Κεφάλαιο τέταρτο : Αγορά Παραγώγων.
- Σημειώσεις από το εκπαιδευτικό σεμινάριο «Ναυτιλιακά παράγωγα προϊόντα» του
Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών (ΑΣΟΕΕ), Φεβρουάριος 2004.
- Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε., (2002): «Η αγορά παραγώγων»
«Διαχείριση παραγώγων που διαπραγματεύονται σε
χρηματιστήριο». (Υλικό σεμιναρίων).
«Εγχειρίδιο εκκαθάρισης».
«Συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και Δικαιώματα»

Παράρτημα



Αξιότιμε κύριε / κυρία, ονομάζομαι Δουρουντάκη Αναστασία και φοιτώ στο Μεταπτυχιακό πρόγραμμα σπουδών στη Ναυτιλία του Πανεπιστημίου Πειραιώς. Η παρακάτω έρευνα εκπονείται στα πλαίσια της διπλωματικής μου εργασίας και έχει αντικειμενικό σκοπό, να εξετάσει και να εκτιμήσει, τους πιθανούς κινδύνους που αντιμετωπίζει η ναυτιλιακή επιχείρηση στην καθημερινή της λειτουργία. Συνάμα, γίνεται προσπάθεια να εξεταστεί, από την πλευρά του χρήστη, η δυνατότητα αξιοποίησης των παράγωγων προϊόντων για την αντιστάθμιση των παραπάνω κινδύνων. Η συμβολή σας, συμπληρώνοντας το παρακάτω ερωτηματολόγιο, θα ήταν πολύτιμη στην παροχή πληροφόρησης σχετικά με την χρηματοοικονομική συμπεριφορά των σύγχρονων ναυτιλιακών εταιριών και στην καλύτερη κατανόηση της διαχειρίσεις κινδύνου στη ναυτιλία.

Σας ευχαριστώ για το χρόνο σας, εκ των προτέρων ..

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών Ναυτιλίας

Ειδικότητα: Ναυτιλιακή Οικονομική και Πολιτική

Ιανουάριος 2004

Personal Information

Name:

Age:

Sex: male _____ f female _____

Type of company:

Company Position:

Years in the company:

Ερωτηματολόγιο

Οδηγίες: Παρακαλώ συμπληρώστε τα κενά πεδία στις παρακάτω ερωτήσεις χρησιμοποιώντας το γράμμα x. Στις ερωτήσεις ανοιχτού τύπου απαντήστε γραπτώς στο αντίστοιχο κενό .

A. Ερωτήσεις γενικού περιεχομένου.

A1. Πόσα πλοία απαριθμεί η επιχείρησή σας: _____

A2. από τι είδους πλοία αποτελείται ο στόλος σας:

- | | |
|---------------|------------------------|
| 1. Suezmax. | Αριθμός πλοίων : _____ |
| 2. Capesize. | Αριθμός πλοίων: _____ |
| 3. Handysize. | Αριθμός πλοίων: _____ |
| 4. Panamax. | Αριθμός πλοίων : _____ |

5. Aframax. Αριθμός πλοίων : ____
6. LNG. Αριθμός πλοίων : ____
7. LPG. Αριθμός πλοίων: ____
8. Άλλο, αναφέρατε:

A3. Τι ηλικίας είναι τα πλοία σας κατά μέσο όρο:

1. (0-5 ετών). ____
2. (6-10 ετών). ____
3. (11-15 ετών). ____
4. (16-20 ετών). ____
5. (21-25 ετών). ____
6. (25+ ετών). ____

A4. Τι είδους φορτία εξυπηρετείτε:

1. Dry Bulk cargoes. ____
2. Break bulk cargoes. ____
3. Unitized cargo. ____
4. Crude oil cargoes. ____
5. Products. ____
6. Liquid gases. ____
7. Chemicals. ____
8. Άλλου είδους. Αναφέρατε:

A5. Ποίου είδους χρηματοδότηση προτιμάτε :

1. Ίδια κεφάλαια. _____
2. Τραπεζικός δανεισμός. Σε τι ποσοστό _____%
3. Άλλος. Αναφέρατε:

A6. Ποιάς μορφής ναύλωση θεωρείτε ασφαλέστερη όταν η αγορά είναι ανοδική:

1. Voyage chartering. _____
2. Time charter (short-term, up to 1 year). _____
3. Time charter (long term, up to 3 years). _____
4. Bare boat chartering. _____
5. Contract of Affreightment. _____

A7. Ποιάς μορφής ναύλωση θεωρείτε ασφαλέστερη όταν η αγορά είναι καθοδική:

1. Voyage chartering. _____
2. Time charter (short-term, up to 1 year). _____
3. Time charter (long term, up to 3 years). _____
4. Bare boat chartering. _____
5. Contract of Affreightment. _____

A8. Όσον αφορά τους ναύλους, στην αγορά την οποία δραστηριοποιείστε, θεωρείτε ότι είναι:

1. Σταθεροί. _____
2. Σχετικά Σταθεροί. _____
3. Μεταβάλλονται ελαφρά. _____
4. Μεταβάλλονται αρκετά. _____

B. Ερωτήσεις Αντιστάθμισης Κινδύνου

B1. Οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν σημαντικούς οικονομικούς κινδύνους που χωρίζονται σε δύο ομάδες. Ποία από τις παρακάτω θεωρείτε σημαντικότερη:

1. Κίνδυνοι που σχετίζονται με την κατοχή του πλοίου ως περιουσιακό στοιχείο. _____
2. Κίνδυνοι που σχετίζονται με την λειτουργία του πλοίου . _____

B2. Κατατάξτε τους παρακάτω κινδύνους από το 1-5 ανάλογα με το επίπεδο επικινδυνότητας (1 πολύ σημαντικός, 2 αρκετά σημαντικός, 3 σημαντικός, 4 μικρής σημασίας, 5 ασήμαντος :

1. Κίνδυνοι σχετικοί με την αγορά νέου πλοίου. _____
(Χρηματοδότηση και χρονική τοποθέτηση παραγγελίας).
2. Κίνδυνοι σχετικοί με την ασφάλεια /τήρηση κανόνων, πλοίου και επιχείρησης. _____
(ISM Code, κανόνες που επιβάλλονται από διεθνείς οργανισμούς ,συνθήκες κτλ)
3. Κίνδυνοι σχετικοί με την εξεύρεση φορτίου για μεταφορά. _____
4. Η διακύμανση στις τιμές των πλοίων (Κόστος). _____
5. Η διακύμανση στις τιμές των ναύλων (Εσοδα). _____
6. Η διακύμανση των τιμών των καυσίμων (Bunker/ Fuel Risk). _____
7. Ο κίνδυνος από τις μεταβολές στις ισοτιμίες των νομισμάτων (Foreign Currency Risk), κυρίως, λόγω της εκκαθάρισης των λογαριασμών σε δολάρια. _____
8. Επιτοκιακός κίνδυνος (Interest Rate Risk),
λόγω τραπεζικής χρηματοδότησης της επένδυσης. _____
9. Κίνδυνοι που απορρέουν από την έλλειψη ρευστών διαθέσιμων
στα ταμεία της επιχείρησης. _____

10. Κίνδυνοι που συνδέονται με την φήμη του ναυλωτή / ναυλομεσίτη. _____

11. Κίνδυνοι που σχετίζονται με το προσωπικό ξηράς και πλοίου. _____

B3. Τα παρακάτω παράγωγα προϊόντα μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αντιστάθμιση κάποιων από τους παραπάνω κινδύνους. Παρακαλούμε σημειώστε ποιο θα επιλέγατε, εάν έχετε χρησιμοποιήσει κάποιο στο παρελθόν και για πιο λόγο το χρησιμοποιήσατε.

1. Για την αντιστάθμιση κινδύνου εξεύρεσης φορτίου μια ναυτιλιακή επιχείρηση μπορεί να χρησιμοποιήσει:

1. Συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (Future contracts)

π.χ. σε crude oil ή Bulk φορτία. _____

2. Προθεσμιακά συμβόλαια (Forward contracts)

ανάλογα με τις απαιτήσεις των συμβαλλομένων. _____

3. Δικαιώματα προαίρεσης (Options) σε φορτία. _____

4. Ανταλλαγές απαιτήσεων (Swaps) σε φορτία
για την αντιστάθμιση αυξομείωσης της τιμής του. _____

Στο παρελθόν, έχω χρησιμοποιήσει το ___ / δεν έχω χρησιμοποιήσει κανένα προϊόν ___.

Λόγοι:

2. Για την αντιστάθμιση κινδύνου έναντι της μεταβλητότητας των ναύλων μια ναυτιλιακή επιχείρηση μπορεί να χρησιμοποιήσει:

1. Προθεσμιακά συμβόλαια επί ναύλου Forward freight agreements _____

2. Δικαιώματα προαίρεσης Option on Forward freight agreements. _____

3. Συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε υποκείμενους τίτλους που έχουν υψηλή συσχέτιση με το ναύλο για την άσκηση cross hedging. _____

Στο παρελθόν, έχω χρησιμοποιήσει το ___ / δεν έχω χρησιμοποιήσει κανένα προϊόν. ___

Λόγοι:

3. Για την αντιστάθμιση κινδύνου έναντι αυξομείωσης των επιτοκίων μια ναυτιλιακή επιχείρηση μπορεί να χρησιμοποιήσει:

1. Συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε επιτόκια (Interest Future contracts). _____

2. Προθεσμιακά συμβόλαια (Forward contracts) ανάλογα με τον τραπεζικό οργανισμό που τα προσφέρει. _____

3. Ανταλλαγές απαιτήσεων σε επιτόκια (Interest Rate Swaps σε Libor ή άλλο επιτόκιο.) _____

4. Δικαιώματα προαίρεσης σε επιτόκια (Options). _____

Στο παρελθόν, έχω χρησιμοποιήσει το ___ / δεν έχω χρησιμοποιήσει κανένα προϊόν. ___

Λόγοι:

4. Για την αντιστάθμιση κινδύνου έναντι αυξομείωσης των συναλλαγματικών ισοτιμιών μια ναυτιλιακή επιχείρηση μπορεί να χρησιμοποιήσει:

1. Συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί νομισμάτων. _____

(Currency Future contracts) .

2. Προθεσμιακά συμβόλαια (Forward contract) ανάλογα

με τις απαιτήσεις των συμβαλλομένων σχετικά με το νόμισμα συναλλαγής. ____

3. Δικαιώματα Προαίρεσης σε νόμισμα. ____

(Option on Currency).

4. Ανταλλαγές απαιτήσεων σε νομίσματα. ____

(Swaps σε Euro / yen, Euro /dollar κτλ.)

Στο παρελθόν, έχω χρησιμοποιήσει το ___ /δεν έχω χρησιμοποιήσει κανένα προϊόν ___.

Λόγοι:

5. Για την αντιστάθμιση κινδύνου έναντι της μεταβλητότητας των τιμών των καυσίμων μια ναυτιλιακή επιχείρηση μπορεί να χρησιμοποιήσει:

1. Συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε πετρέλαιο και παράγωγα πετρελαίου. ____

(Future contracts on Petroleum or Petroleum products).

2. Προθεσμιακά συμβόλαια σε καύσιμα. ____

(Forward bunker agreements).

3. Δικαιώματα προαίρεσης επί τιμών καυσίμου. ____

(Option on bunker prices).

4. Ανταλλαγές απαιτήσεων σε καύσιμα (Bunker Swaps) . ____

Στο παρελθόν, έχω χρησιμοποιήσει το ___ /δεν έχω χρησιμοποιήσει κανένα προϊόν ___.

Λόγοι:

6. Έχετε χρησιμοποιήσει κάποιο άλλο, ανεξάρτητο από τα παραπάνω, παράγωγο προϊόν για να αντισταθμίσετε κάποιο ναυτιλιακό επιχειρηματικό κίνδυνο . Αν ναι, παρακαλώ αναφέρετε παρακάτω.

7. Εάν υποθετικά η χρήση παράγωγων προϊόντων δεν ήταν εφικτή ποίους εναλλακτικούς τρόπους αντιστάθμισης κινδύνου θα υιοθετούσατε ή θα μπορούσατε να υιοθετήσετε στην επιχείρησή σας. Εξηγήστε:

Γ1) Σε ποία αγορά θεωρείτε πιο σημαντική την χρήση παράγωγων προϊόντων:

- 1. Αγορά ξηρού φορτίου. _____
- 2. Αγορά υγρού φορτίου. _____
- 3. Ναυτιλία γραμμών. _____
- 4. Επιβατική ναυτιλία. _____

Εξηγήστε γιατί,

Γ2) Εξηγήστε ποίου είδους παράγωγα προϊόντα θα χρησιμοποιούσατε, της χρηματιστηριακής αγοράς (listed) ή της εξωχρηματιστηριακής αγοράς (OTC products) και για ποίους λόγους:

--

Γ3) Η χρήση των Προθεσμιακών συμβολαίων επί ναύλου (Forward freight agreements)

σας είναι γνωστή:

1. Τα χρησιμοποιώ συχνά. _____
2. Τα έχω χρησιμοποιήσει ελάχιστες φορές. _____
3. Δεν τα έχω χρησιμοποιήσει ποτέ. _____
4. Δεν μου είναι γνωστά. _____

Γ4) Θεωρείτε ότι παρομοιάζουν στη χρήση :

1. Με τα Timecharter contracts. _____
2. Με τα COA. _____
3. Με οποιοδήποτε άλλο παράγωγο προϊόν. _____

Ευχαριστούμε..

