

Τ.Ε.Ι. ΜΕΣΟΛΟΓΓΙΟΥ
ΣΧΟΛΗ Σ.Δ.Ο.
ΤΜΗΜΑ Ε.Π.Δ.Ο.

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ
‘ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΚΑΙ ΝΕΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ
ΕΡΓΑΛΕΙΑ’

ΣΠΟΥΔΑΣΤΡΙΑ: ΔΙΝΤΣΗ ΓΕΝΟΒΕΦΑ
ΑΜ7096
ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ: ΝΤΟΒΑΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ
ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2005
ΜΕΣΟΛΟΓΓΙ



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

ΤΑ ΝΕΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΚΑΙ Η ΜΗ ΑΠΟΔΟΧΗ ΤΟΥΣ 1

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΤΡΑΠΕΖΕΣ: ΝΕΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΕΡΓΑΛΕΙΑ 2

ΝΕΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ-ΝΕΕΣ ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ 3

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

2.1 SWAPS 6

2.2 ΕΙΔΗ SWAP 7

2.3 ΛΟΓΟΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ-ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ SWAPS 8

2.4 Η ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ SWAPS 9

2.5 ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ SWAPS 14

2.6 ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ SWAP ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ 15

2.7 ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΩΝ SWAP 17

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 21

3.1 ΟΡΤΙΟΝ CONTRACTS 22

3.2 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ 22

3.3 ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΚΑΙ
ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΩΝ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ 23

3.4 ΤΙΜΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ 24

3.5 ΜΟΡΦΕΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ 26

3.6 ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΣΕ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ 27

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 34

4.1 LEASING 35

4.2 ΤΕΧΝΙΚΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ

4.3 ΕΙΔΙΚΕΣ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ

4.4 Η ΑΠΟΦΑΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΜΕ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ 37

4.4.1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ 38

4.4.2 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ 40

4.4.3 ΕΠΙΛΟΓΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ 42

4.5 ΕΤΑΙΡΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ
ΟΡΓΑΝΩΣΗ-ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ 45

4.5.1 ΟΡΓΑΝΩΣΗ 45

4.5.2 ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ 47

4.6 ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ 50

4.6.1 ΕΤΑΙΡΙΑ

Α) Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΣ 51

Β) Η ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΣ 52

ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ 55

Τα τελευταία χρόνια έχουν εμφανιστεί πολλά καινούρια μέσα χρηματοδότησης σε όλες τις ανεπτυγμένες χώρες τόσο σε εγχώριο όσο και σε διεθνές επίπεδο. Οι εξελίξεις στο παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον (πληθωρισμός, αυξημένη αβεβαιότητα, αστάθεια των επιτοκίων, έντονος ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζών, εξάπλωση της διεθνούς τραπεζικής δραστηριότητας και αυξημένες και εξειδικευμένες απαιτήσεις των πελατών του χρηματοπιστωτικού συστήματος) οδήγησαν στην ανάπτυξη μιας πληθώρας νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων, που επικράτησαν στις αγορές των αναπτυγμένων χωρών της Δύσης.

ΤΑ ΝΕΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΚΑΙ Η... ΜΗ ΑΠΟΔΟΧΗ ΤΟΥΣ

Η επιβεβλημένη απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος είναι ένα γεγονός που φέρνει τις ελληνικές εμπορικές τράπεζες σε επαφή με τα διεθνώς ισχύοντα.

Είναι όμως και γεγονός που συνέβη ξαφνικά και απότομα, ούτως ώστε:

1. Τα νέα προϊόντα έρχονται αργά.
2. Οι τράπεζες δεν έχουν την υποδομή για να τα στηρίξουν.
3. Το κοινό κατακλύζεται από διαφημίσεις - προσπεκτους και αδυνατεί να συλλάβει τις νέες έννοιες, καθώς και την αποδοτικότητα τους.
4. Και πάλι τα γνωστά ονόματα των επιχειρηματιών και πάλι οι μεγάλες επιχειρήσεις με ικανό στελεχιακό δυναμικό έχουν την πρώτη θέση στις νέες συνθήκες που διαμορφώνονται. Οι χιλιάδες μικρομεσαίοι και μεσαίοι εισοδηματίες ή επιχειρηματίες παρατηρούν... με έκσταση τα τεκταινόμενα.
5. Παραμένει και για όσους... έχουν καταλάβει τι γίνεται το "αγκάθι" της προθεσμιακής αγοράς της δραχμής συναλλάγματος που θέτει εμπόδια στην παροχή ποικιλίας νέων προϊόντων.

Μια μικρή απόδειξη της μη αποδοχής των νέων δυνατοτήτων που θεωρητικά προσφέρονται για επένδυση είναι το "τέλμα" στις επενδύσεις σε "χαρτιά" της Ευρωπαϊκής Τράπεζας.

Λίγοι γνωρίζουν ότι επιτρέπεται η επένδυση σε αυτά τα "χαρτιά". Αλλά και αυτοί οι λίγοι που απευθύνονται στις τράπεζες ακόμα... ψάχνουν.

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΗ Γ. ΠΑΠΠΟΥΛΙΑΣ
ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΛΑ 1.1.1990, ΣΕΛ.58-59

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

ΤΡΑΠΕΖΕΣ: ΝΕΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΕΡΓΑΛΕΙΑ

ΝΕΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

ΝΕΕΣ ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ

ΝΕΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΣΑ ΝΕΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΝΕΕΣ ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ

Στις γνωστές στο πλατύ κοινό καταθέσεις (απλές και προθεσμίας), στα έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου, στα ομόλογα του Δημοσίου (δυο – τριών χρόνων), στα ομόλογα των επενδυτικών τραπεζών, στα πιστοποιητικά καταθέσεων στον κομιστή και στα ομόλογα με ρήτρα ECU, προστίθενται και νέα προϊόντα – προτάσεις των τραπεζών για επένδυση.

Ιδιαίτερα ελκυστικές προτάσεις γίνονται στους καταθέτες συναλλάγματος (μόνιμοι κάτοικοι εσωτερικού ή εξωτερικού) καθώς και σε ιδιώτες ή ναυτιλιακά γραφεία που δεν υπάγονται στους περιορισμούς που υπάγονται για το συνάλλαγμα.

Στο τέλος του χρόνου αναμένεται να ξεκινήσει ένα νέο αμοιβαίο κεφαλαίο, το FUNT, όπου συνεταιρισμοί επενδυτών θα εκμεταλλεύονται τις ευκαιρίες τοποθέτησης χρημάτων σε καταθέσεις "ήχαρτιά". Το χαρακτηριστικό αυτού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι ότι οι τίτλοι του θα είναι ονομαστικοί.

Γίνονται επίσης τα πρώτα βήματα για την επανεπένδυση τοκομεριδίων, θεσμός που ισχύει στις ΗΠΑ και που αφορά άξια έντοκων γραμματίων μετά 30 χρόνια.

Το νέο αυτό προϊόν ξεκινάει με επενδυτές μεγάλες ασφαλιστικές επιχειρήσεις από την MIDLAND.

Μεταξύ των νέων χρηματοοικονομικών μέσων συμπεριλαμβάνονται τα SWAPS, τα OPTIONS, το LEASING, το FORFAITING, το FACTORING, καθώς και το HEDEING.

Με εξαίρεση το LEASING, που έχει προωθηθεί σημαντικά, οι λοιποί θεσμοί παραμένουν στα σπάργανα.

Το SWAP είναι η συμφωνία μεταξύ δυο συναλλασσόμενων να ανταλλάξουν καθορισμένα ποσά δυο διαφορετικών νομισμάτων και να αντιστρέψουν τη συναλλαγή αυτή σε μια δεδομένη χρονική περίοδο.

Τα OPTIONS είναι μια σύμβαση μεταξύ δυο συναλλασσόμενων μερών, που παρέχει το δικαίωμα στον έναν από τους συμβαλλόμενους να αγοράσει ή να πουλήσει ένα χρηματοοικονομικό μέσο σε μια προσυμφωνημένη τιμή και με καθορισμένη ημερομηνία.

Οι επικρατέστεροι τύποι OPTIONS είναι: Το OPTIONS σε επιτόκιο και σε ξένα νομίσματα:

1. Τα OPTIONS ξένων νομισμάτων (FOREIGN CURRENCY OPTIONS) είναι κερδοσκοπικοί τίτλοι, οι οποίοι είναι εκφρασμένοι στα ισχυρά ξένα νομίσματα (δολάρια ΗΠΑ, μάρκο, γιέν) και που γίνονται διαπραγματεύσιμα στα διεθνή χρηματιστηριακά κέντρα, με το μεγαλύτερο κύκλο εργασιών.
2. Τα OPTIONS επιτοκίων διακρίνονται σε βραχυπρόθεσμα (LIBOR PRIME) και μακροπρόθεσμα, τα οποία αποβλέπουν να εξασφαλίσουν ένα ομολογιακό δάνειο ή ένα χαρτοφυλάκιο χρεογράφων από μια πιθανή άνοδο στη διεθνή κεφαλαιαγορά. Η ευελιξία των διαπραγματεύσεων OPTIONS μέσα στα Χρηματιστήρια συνίσταται στη μικρή περίοδο διάρκειας τους (6 μήνες έως 1 χρόνο).

Το **LEASING** είναι η εκμίσθωση της χρήσης ενός παραγωγικού μέσου από αυτόν που έχει την κυριότητα σε αυτόν που έχει ανάγκη να το χρησιμοποιήσει. Έτσι, π.χ. εάν έχει κάποιος ένα φωτοτυπικό μηχάνημα, μπορεί να παραχωρήσει τη χρήση του σε οποιόν έχει ανάγκη από ένα φωτοτυπικό μηχάνημα, έναντι κάποιου συγκεκριμένου ενοικίου.

Θα πρέπει εδώ να διευκρινιστεί ότι το **LEASING** στη χώρα μας εξυπηρετεί μόνον ανάγκες για εξοπλισμό σε κινητά πράγματα και όχι για κτιριακές – οικοδομικές ανάγκες, ούτε ανάγκες σε έμπυχο εξειδικευμένο δυναμικό. (Σε άλλες χώρες μπορεί κανείς να εκμισθώσει ένα αεροσκάφος πχ. το πλήρωμα του).

Σαν δε εξοπλισμός θεωρείται κάθε κινητό αντικείμενο, άσχετα αν αυτό τελικά για να χρησιμοποιηθεί θα πρέπει να εμποδωθεί από το χρήστη του. Να εγκατασταθεί δηλαδή μόνιμα σε ένα κτιριακό χώρο.

Τα πλεονεκτήματα αυτής της μορφής εξυπηρέτησης είναι τα ακόλουθα:

α) Γίνεται εξοικονόμηση διαθέσιμων, αφού ο χρήστης δεν είναι υποχρεωμένος να εκταμιεύσει εφάπαξ την αξία του εξοπλισμού του η όταν το ενοίκιο για το **LEASING** είναι μικρότερο από τις δόσεις δανείου σαν εναλλακτική λύση .

β) Δεν δεσμεύεται ο χρήστης να έχει τον ίδιο εξοπλισμό καθόλη τη διάρκεια της οικονομικής του ζωής. δηλαδή το χρόνο της καθολικής αποσβέσεως της αξίας του. Έτσι, μπορεί να κάνει χρήση για περιορισμένο μόνο χρονικό διάστημα, είτε για να αντιμετωπίσει με την ανανέωση την τεχνολογική εξέλιξη του συγκεκριμένου εξοπλισμού, που σε ορισμένες περιπτώσεις μπορεί να είναι εξαιρετικά γρήγορη.

γ) Το ενοίκιο για το **LEASING** εκπίπτει από το φορολογητέο εισόδημα.

δ) Δεν μειώνεται η δανειοληπτική ικανότητα του χρήστη και έτσι έχει περιθώρια να δανειστεί για την αύξηση του κεφαλαίου κινήσεως.

Το **FACTORING** είναι η προεξόφληση προθεσμιακών απαιτήσεων που έχει ένας συναλλασσόμενος και που προκύπτουν από την πώληση προϊόντων η υπηρεσιών. έτσι αν υποθέσουμε ότι μια βιομηχανία η εμπορική επιχείρηση πουλάει το προϊόν της με πίστωση, μπορεί της απαιτήσεις της από τις πωλήσεις αυτές (χονδρική πώληση) να τις εξοφλήσει σε μια τράπεζα.

Η προεξόφληση αυτή μπορεί να είναι ανέκκλητη η μη. Αν είναι ανέκκλητη τότε η τράπεζα που κάνει την προεξόφληση φέρνει και τον κίνδυνο μη εισπράξεως του ποσού. Αλλιώς ο κίνδυνος αυτός παραμένει στον αρχικό δικαιούχο των απαιτήσεων.

Με το **FACTORING** δε καλύπτονται πολιτικοί και συναλλαγματικοί κίνδυνοι, γι αυτό και επικράτησε να αποκαλούμε **FACTORING** τις προεξοφλήσεις απαιτήσεων που προκύπτουν από το εσωτερικό εμπόριο μόνο.

Το **FORFAITING** είναι το **FACTORING** που είναι ανέκκλητο και καλύπτει και τους πολιτικούς και τους συναλλαγματικούς κινδύνους. Συνήθως γίνεται πάνω σε συναλλαγματικές η ομόλογα, αν και το **FORFAITING** μπορεί θεωρητικά να γίνει σε κάθε άλλη μορφή απαιτήσης επι πελατείας του εξωτερικού.

Το **HEDGING** είναι η χρηματιστηριακή κάλυψη ή αντιστάθμιση του κινδύνου των μεταποιητικών επιχειρήσεων από τις διακυμάνσεις των τιμών των πρώτων υλών, των επιτοκίων και των συναλλαγματικών διαφορών.

Η σκοπιμότητα του **HEDGING** είναι ένα θέμα που συζητούν οι εμπορικές τράπεζες – χρηματοδότες των αγορών πρώτων υλών με τους πελάτες τους.

Χωρίς HEDGING, ο βιομήχανος που αγοράζει σήμερα πρώτες ύλες για παράδοση, π.χ. εντός εξάμηνου, είναι εκτεθειμένος σε ζημίες αν μέχρι την παραλαβή και μεταποίηση οι τιμές πέσουν, ή σε κέρδη, εάν ανέβουν. Όμως, επειδή στόχος είναι να κερδίσει από τη μεταποίηση και όχι από τη σπέκουλα στις πρώτες ύλες, μπορεί τη στιγμή που αγοράζει τις πρώτες ύλες να πωλεί FUTURES (συμφωνητικά), με τα οποία αναλαμβάνει τη θεωρητική υποχρέωση να παραδώσει στον αγοραστή των FUTURES την ποσότητα της πρώτης ύλης που αγόρασε στην περίοδο που θα καταλάβει και θα μεταποιήσει. Εξάλλου, είναι θεωρητική η υποχρέωση να παραδώσει τις πρώτες ύλες των FUTURES που πούλησε και καλύπτει την υποχρέωση.

Αν οι τιμές της πρώτης ύλης που αγόρασε προ εξάμηνου έχει πέσει, συμνηφίζει τη ζημιά με τα κέρδη των FUTURES, που επίσης πούλησε προ εξάμηνου σε υψηλότερες τιμές και τώρα εξαγοράζει πίσω στις χαμηλότερες τρέχουσες.

Στην συνέχεια επιλέχθηκε να γίνει εκτενέστερη ανάλυση στα σημαντικότερα κατά τη γνώμη χρηματοοικονομικά εργαλεία που είναι τα SWAPS, τα OPTIONS και το LEASING.

FACTORING – FORFEITING Γ. ΜΗΤΣΙΟΠΟΥΛΟΥ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΛΑ
ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΛΑ 1.1.1994 , ΣΕΛ.102-104

ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΕΘΝΗΣ, Δ. ΓΕΡΜΙΔΗΣ
ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΠΑΠΑΖΗΣΗΣ ΣΕΛ. 45-48

ΚΕΦΑΛΑΙΟ II

SWAPS

ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ SWAP

Το SWAP, γενικά είναι η συμφωνία δύο η περισσότερων συναλλασσόμενων μερών να ανταλλάξουν (= SWAP) καθορισμένα ποσά δύο διαφορετικών νομισμάτων ή και να ανταλλάξουν υποχρεώσεις πληρωμών (ή δικαιώματα είσπραξης ποσών). Ο όρος SWAP στα ελληνικά σημαίνει ανταλλαγή.

Εδώ, τον διατηρούμε αμετάφραστο για να επιμείνουμε στον ιδιαίτερο χρηματοοικονομικό χαρακτήρα της ανταλλαγής.

ΕΙΔΗ SWAP

α. Τα CURRENCY SWAP (ανταλλαγή νομισμάτων) και

β. Τα INTEREST RATE SWAP (ανταλλαγή επιτοκίων μόνο, που όμως μπορεί να είναι σε διαφορετικό νόμισμα).

Υπάρχουν δε, τρία είδη INTEREST RATE SWAP.

Παραθέτουμε εδώ συνοπτικά τους ορισμούς του κάθε είδους:

-CURRENCY SWAP (ανταλλαγή νομισμάτων):

Με αυτή τη συμφωνία, δυο ενδιαφερόμενα μέρη συμφωνούν να ανταλλάξουν καθορισμένα ποσά διαφορετικών νομισμάτων στην τρέχουσα (συνήθως) συναλλαγματική ισοτιμία και ταυτόχρονα συμφωνούν ότι σε κάποια χρονική στιγμή στο μέλλον θα αντιστρέψουν την ανταλλαγή των ποσών αυτών με κάποια προκαθορισμένη (προθεσμιακή – FORWARD) ισοτιμία. Παράλληλα με αυτή την ανταλλαγή συμφωνείται και η πληρωμή των τόκων. Δηλαδή, κάθε συναλλασσόμενο μέρος δέχεται ένα ποσό και αναλαμβάνει να εξυπηρετεί τις πληρωμές τόκων του ποσού αυτού. Γίνεται δηλαδή και ανταλλαγή των πληρωμών τόκων (πάντα κατόπιν συμφωνίας).

-INTEREST RATE SWAP (ανταλλαγή επιτοκίων):

Είναι συμφωνίες ανταλλαγής υποχρεώσεων πληρωμής, η δικαιωμάτων είσπραξης μόνο τόκων (και όχι κεφαλαίων).

Ανάλογα με το είδος του επιτοκίου που ανταλλάσσεται, υπάρχουν τα εξής είδη SWAP:

-Το BASIS – SWAP και

-Το COUPON – SWAP

Ένα ξεχωριστό είδος INTEREST RATE SWAP μπορεί να θεωρηθεί:

-Το CROSS CURRENCY – SWAP

που αναφέρεται σε πληρωμή τόκων διαφορετικών νομισμάτων. Αναλυτικά έχουμε:

-**COUPON SWAP:** Είναι η συμφωνία ανταλλαγής υποχρεώσεων πληρωμής (η δικαιωμάτων είσπραξης) τόκων, που απορρέουν από ίσα ποσά του ίδιου νομίσματος που εκτοκίζονται με διαφορετικές βάσεις επιτοκίου (Δηλαδή ανταλλαγή σταθερού επιτοκίου με κάποιο κυμαινόμενο).

-**BASIS SWAP :** Με αυτή τη συμφωνία ανταλλάσσονται υποχρεώσεις πληρωμής (η δικαιώματα είσπραξης) τόκων για ποσά που εκτοκίζονται με κυμαινόμενα επιτόκια, τα οποία όμως έχουν διαφορετικές βάσεις καθορισμού τους. Οι συνηθισμένες βάσεις κυμαινόμενων επιτοκίων είναι τα γνωστά επιτόκια της ευρωπαϊκής και της αμερικανικής χρηματαγοράς όπως: α) LIBOR, β) LIBID, γ) TREASURY – BILL RATE, δ)

LOMBARD, ε) PRIME RATE (NEW YORK) και βέβαια οποιοδήποτε γνωστό επιτόκιο του οποίου η τιμή καθορίζεται και δημοσιοποιείται καθημερινά.

-CROSS CURRENCY INTEREST RATE SWAP: Είναι μια συμφωνία ανταλλαγής υποχρεώσεων πληρωμής (η δικαιωμάτων είσπραξης) είτε τύπου BASIS, είτε τύπου COUPON SWAP, με τη διαφορά ότι οι πληρωμές (είσπραξεις) πραγματοποιούνται σε διαφορετικά νομίσματα, δηλαδή τα αρχικά ποσά στα οποία αναφέρονται οι τόκοι, είναι σε διαφορετικά νομίσματα.

ΛΟΓΟΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ SWAP

Οι δυνατότητες των SWAP αποκτούν ιδιαίτερη σημασία στις παρακάτω περιπτώσεις:

α) Αποτελεσματικότητα της Αγοράς και Διάφορες Πιστοληπτικής Ικανότητας Δανειζομένων.

Διαφορετικές αγορές έχουν συχνά διαφορετικές απαιτήσεις από διαφορετικούς τύπους δανειζομένων.

Είναι δυνατόν επίσης κάποιος δανειζόμενος να έχει επεκταθεί αρκετά σε μια αγορά χρήματος, έτσι ώστε να μην μπορεί να δανεισθεί επιπλέον με όρους που ένας άλλος επενδύτης θα μπορούσε να επιτύχει. Έτσι, ο πρώτος μπορεί να προσεγγίσει μια άλλη αγορά κεφαλαίου, να πραγματοποιήσει κάποιο δάνειο και κατόπιν να διαπραγματευθεί κάποιο SWAP με το δεύτερο δανειστή στην αγορά κεφαλαίου.

β) Επιδοτούμενος Δανεισμός

Σε ορισμένες χώρες υπάρχουν θεσμοί που επιδιώκουν με καλύτερους όρους δανεισμού για ορισμένους επενδυτές.

Σ' αυτήν την περίπτωση, ο επενδύτης που δεν χρειάζεται το νόμισμα στο οποίο γίνεται ο προνομιακός αυτός δανεισμός, θα διαπραγματευτεί κάποιο SWAP και θα αποκτήσει κάποιο στοιχείο παθητικού σε άλλο νόμισμα.

γ) Διάφορες σε επιτόκια από χώρα σε χώρα

Στην περίπτωση αυτή μπορεί να γίνει κάποια εκμετάλλευση της διαφοράς επιτοκίων διαφορετικών χωρών που αντανακλούν συχνά και αποτελεσματικότητα της αγοράς κεφαλαίου μιας χώρας σε σχέση με μια άλλη και κυρίως σε σχέση με την Ευρωπαϊκή που θεωρητικά είναι η πιο αποτελεσματική. Αυτή η διαφορά μπορεί να μειωθεί χρησιμοποιώντας SWAPS.

δ) Διαφορετικές προσδοκίες

Μια εταιρία μπορεί να έχει διαφορετικές έως αντίθετες προσδοκίες για την μελλοντική εξέλιξη των επιτοκίων από μια άλλη. Το γεγονός αυτό κάνει δυνατή την πραγματοποίηση του SWAP με τις δύο εταιρίες να είναι αντισυμβαλλόμενα μέρη.

ε) Διαφορετικές πολιτικές στοιχείων Ενεργητικού – Παθητικού

Κάθε εταιρία μπορεί να επιθυμεί να διαφοροποιήσει την διάθρωση των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού όσον αφορά την ευαισθησία τους σε μεταβολές. Έτσι αν πιστεύει ότι θα υπάρξει γενική άνοδος των επιτοκίων μπορεί να θελήσει να μειώσει το ύψος των υποχρεώσεων που εξυπηρετούνται με μεταβλητά επιτόκια αντικαθιστώντας τα με σταθερές εκροές.

Η ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΩΝ SWAPS

Η πηγή της χρησιμότητας των SWAPS (κυρίως επιτοκίων) είναι η αποδέσμευση των πληρωμών από την αρχική απόφαση λήψης χρηματοδότησης. Με τη χρήση των SWAPS επιτοκίων, οι χρεώστες δανείζονται σε αγορές όπου έχουν συγκριτικό πλεονέκτημα και μετά απ' αυτό ανταλλάσσουν τις πληρωμές τόκων, με τρόπο ώστε να επιτύχουν την πιο συμφέρουσα δομή επιτοκίων. Τα SWAPS αλλάζουν τα χαρακτηριστικά των ροών τόκων που πληρώνουν οι δανειζόμενοι. Έτσι, οι τελευταίοι κατορθώνουν να μειώνουν το χρηματοδοτικό τους κόστος, να το σταθεροποιήσουν για λόγους προγραμματισμού, μειώνοντας ταυτόχρονα την έκθεση τους στον κίνδυνο απρόβλεπτης αλλαγής των επιτοκίων.

Η ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ SWAPS

Η αγορά των SWAPS δημιουργήθηκε περίπου το 1981, παρόλο που μεμονωμένα παραδείγματα τέτοιων συμφωνιών χρονολογούνται από τα μέσα της δεκαετίας '70. Τα SWAPS αναπτύχθηκαν για να υπερπηδηθούν τα προβλήματα που δημιουργούσαν τα δικαιώματα ανταπαίτησης και τα πολύπλοκα δικαιολογητικά που χρειάζονταν για τις χρηματοδοτήσεις από το εξωτερικό. Η φορολογία των εγχώρια εκδιδόμενων γερμανικών και αμερικανικών ομόλογων αποθάρρυνε τους διεθνείς επενδυτές απ' αυτές τις αγορές. Οι έλεγχοι συναλλάγματος στην Βρετανία και Γαλλία έκαναν λιγότερο ελκυστική στους Βρετανούς και στους Γάλλους επενδυτές την αγορά των ευρωομολόγων. Τα ξένα ομόλογα ελβετικού φράγκου - εκδιδόμενα από ξένους στην εγχώρια ελβετική αγορά - ήταν διαχωρισμένα από τις ευρωαγορές με κανονισμούς που εμπόδιζαν τις ξένες τράπεζες να κάνουν UNDERWRITING. Τα SWAPS όμως - παράλληλα με τη φιλελευθεροποίηση - άνοιξαν τις ευρωαγορές στις παγκόσμιες κεφαλαιακές ροές. Εννοιολογικά λοιπόν τα πρώτα SWAPS μπορούν να θεωρηθούν ως ένας μηχανισμός ARBITRAGE μεταξύ ρυθμιστικών συστημάτων, ελέγχων συναλλάγματος και λογιστικής.

Η τεχνική των SWAPS άρχισε να γίνεται γενικώς αποδεκτή μετά από το ιστορικό συναλλαγματικό SWAP φράγκου - μάρκου - δολαρίου, που συνάφθηκε μεταξύ της IMB και της WORLD BANK το 1981. Τα SWAPS εξελίχθηκαν σε ένα μηχανισμό που εξομοιώνει τις αποδόσεις στις διάφορες διαιρεμένες αγορές.

Εννοιολογικά τα SWAP είναι μια συναλλαγή, με βάση την οποία δυο μέρη συμφωνούν να ανταλλάξουν προκαθορισμένες σειρές πληρωμών μέσα στο χρόνο. Υπάρχουν πολλοί τύποι SWAPS που κυκλοφορούν στις διεθνείς κεφαλαιαγορές και συνεχώς εφευρίσκονται και άλλοι. Παρόλα αυτά, μπορεί κανείς να ξεχωρίσει τέσσερις βασικές κατηγορίες, οι οποίες συνήθως αποτελούν και τα συστατικά των πιο σύνθετων SWAPS.

ι) Ανταλλαγές επιτοκίου (INTEREST RATE SWAPS)

Ένα SWAP επιτοκίου είναι ένα συμβόλαιο μεταξύ δυο μερών να ανταλλάξουν πληρωμές σταθερού επιτοκίου με πληρωμές κυμαινόμενου. Το SWAP μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τη μετατροπή ενός ήδη υπάρχοντος βραχυχρόνιου δανείου η περιουσιακού στοιχείου η μπορεί να είναι ανεξάρτητο. Οι πληρωμές θα γίνουν στο ίδιο

νόμισμα επί ενός δοθέντος ποσού. Τα SWAPS λειτουργούν μόνο όταν μπορεί να διενεργηθεί κάποιου είδους ARBITRAGE μεταξύ δυο αγορών.

Για παράδειγμα μια μεγάλη ευρωπαϊκή εταιρία, όπως η UNILEVER μπορεί να δανειστεί φθηνά κεφάλαια σταθερού επιτοκίου στην αγορά ευρωομολόγων, λόγω της φήμης της και της υψηλής αξιολόγησης της από τους ευρωεπενδυτές. Μια μεσαία μεγέθους αμερικανική επιχείρηση, η οποία θα ήθελε ένα δάνειο σταθερού επιτοκίου, θα έπρεπε να πληρώσει αρκετά μεγαλύτερο κόστος στην αγορά ευρωομολόγων.

Μπορεί όμως να δανεισθεί αρκετά κεφάλαια κυμαινόμενου επιτοκίου από τις τράπεζες των ΗΠΑ. Έτσι η UNILEVER θα εκδώσει πχ. \$100 εκατ. ευρωομολόγων με 10% και η αμερικανική εταιρία δανείζεται το ίδιο ποσόν από τις τράπεζες με επιτόκιο LIBOR συν 1%. Συμφωνούν να ανταλλάξουν τις πληρωμές των τόκων για την διάρκεια ισχύος του ευρωομολόγου, αλλά τα ποσά ρυθμίζονται έτσι ώστε το πλεονέκτημα να είναι μοιρασμένο. Και τα δυο μέρη βρίσκουν κεφάλαια φθηνότερα απ' ότι θα μπορούσαν από μόνα τους.

Τα INTEREST RATE SWAPS αναπτύχθηκαν ως ένας τρόπος εκμετάλλευσης των διαφορών μεταξύ της αγοράς ομολόγων και της αγοράς βραχυχρόνιου δανεισμού. Στη μεγάλη ποικιλία τέτοιων σταθερών - κυμαινόμενων ανταλλαγών επιτοκίων το κυμαινόμενο επιτόκιο που χρησιμοποιείται είναι LIBOR παρόλο που περιστασιακά χρησιμοποιούνται και αλλά όπως του US COMMERCIAL PAPER και του TREASURY BILL. Η αγορά για ανταλλαγές επιτοκίων αμερικανικού δολαρίου είναι η μεγαλύτερη απέχοντας κατά πολύ από τις υπόλοιπες, αλλά υπάρχουν και άλλες αξιόλογες αγορές σε αλλά νομίσματα, όπως του γιέν, της αγγλικής λίρας, του ελβετικού φράγκου, του γερμανικού φράγκου, του αυστραλιανού και του καναδικού δολαρίου.

ii) BASIS SWAPS

Τα BASIS SWAPS SWAPS κυμαινόμενου / κυμαινόμενου επιτοκίου μπορούν να θεωρηθούν ως υπομονάδα των SWAPS επιτοκίου. Στην προκείμενη περίπτωση πληρωμές κυμαινόμενου επιτοκίου, υπολογιζόμενες επί ενός αρχικού ποσού, ανταλλάσσονται με πληρωμές κυμαινόμενου επιτοκίου στο ίδιο νόμισμα υπολογιζόμενες επί ενός άλλου πχ. LIBOR δολαρίου αντί επιτοκίου CP δολαρίου η τριμηνιαίου LIBOR αντί εξαμηνιαίου. Στη συγκεκριμένη δηλαδή περίπτωση δεν υπάρχει η ίδια βάση (το ίδιο αρχικό κεφαλαίο) όπως ισχύει στις ανταλλαγές επιτοκίων.

iii) CURRENCY SWAP

Ένα είναι ένα συμβόλαιο για την ανταλλαγή πληρωμών που αποτιμούνται σ' ένα νόμισμα με πληρωμές που αποτιμούνται σ' ένα άλλο. Υπάρχουν δυο τύποι α) σταθερού/σταθερού και β) σταθερού/κυμαινόμενου επιτοκίου. Γενικά τα λειτουργούν κατά τον ίδιο τρόπο όπως οι ανταλλαγές επιτοκίων με μόνη διαφορά ότι σ' αυτήν τη μορφή ανταλλάσσονται και τα αρχικά κεφάλαια επένδυσης καθώς και οι πληρωμές των τόκων. Σ' ένα πρόσφατο παράδειγμα η εκμεταλλεύθηκε την δυνατότητα μεταξύ της αγοράς ευρωαυστραλιανών δολαρίων, η οποία είναι ελεύθερη από φορολογία, και της εγχώριας αγοράς, η οποία δεν είναι.

Επίσης το SEK, ο σουηδικός οργανισμός εξαγωγικών πιστώσεων, εξέδωσε ομόλογα ευρωαυστραλιανού δολαρίου με 14,5%, δηλ. περίπου μια ποσοστιαία μονάδα φθηνότερα από τα αντίστοιχα φορολογούμενα εγχώρια ομόλογα. Μια αυστραλιανή τράπεζα δανείστηκε αμερικάνικα δολάρια στο LIBOR. Η τράπεζα πήρε το δάνειο σε αυστραλιανά δολάρια σταθερού επιτοκίου στο 14,5% και τα διέθεσε στην Αυστραλία

1% ακριβότερα. Ο SEK πήρε τα αμερικανικά δολάρια και πλήρωσε τόκο 0,7 ποσοστιαίες μονάδες κάτω του LIBOR στην τράπεζα. Και οι δύο πήραν χρήματα 0,3 ποσοστιαίες μονάδες φθηνότερα απ' ότι αν δεν έκαναν την ανταλλαγή.

Στα σταθερού/σταθερού επιτοκίου CURRENCY SWAPS, πληρωμές σταθερού επιτοκίου σ' ένα νόμισμα ανταλλάσσονται με πληρωμές σταθερού επιτοκίου σ' ένα άλλο. Συνήθως υπάρχει μια τελική ανταλλαγή του αρχικού κεφαλαίου επένδυσης και ορισμένες φορές μια αρχική ανταλλαγή αυτού. Σχεδόν σ' όλες τις περιπτώσεις χρησιμοποιείται η τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία που ίσχυε όταν κλείστηκε η συμφωνία.

CROSS – CURRENCY INTEREST RATE SWAPS: αυτός ο τύπος της ανταλλαγής είναι στην ουσία ο συνδυασμός ενός CURRENCY SWAP και ενός INTEREST RATE SWAP. Η δομή της συναλλαγής είναι ταυτόσημη με αυτή του σταθερού/σταθερού CURRENCY SWAP, με μόνη εξαίρεση ότι το ένα ή και τα δύο επιτόκια είναι μεταβαλλόμενα. Τέλος, όπως και στα CURRENCY SWAPS, υπάρχει μια τελική ανταλλαγή του αρχικού κεφαλαίου στη τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία που επικρατούσε όταν κλείστηκε η συμφωνία.

iv) ASSET SWAPS

Συνήθως τα SWAPS χρησιμοποιούνται για τη μετατροπή του επιτοκίου ή του νομίσματος των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Από το 1985 όμως οι ίδιες τεχνικές έχουν αρχίσει να χρησιμοποιούνται ταχύτατα για τη μετατροπή των περιουσιακών στοιχείων. Τα ASSET SWAPS (ή σύνθετα χρεόγραφα όπως αλλιώς λέγονται) συνδυάζουν απλά περιουσιακά στοιχεία και μια ανταλλαγή. Η αγορά λειτουργεί εκμεταλλευόμενη τις ατέλειες των τιμών στην αγορά των ομολόγων και των SWAPS. Η χρησιμοποιούμενη τεχνική είναι η αγορά ενός ομολόγου στη δευτερογενή αγορά και ο συνδυασμός του με μια ανταλλαγή επιτοκίου. Άλλες πιο σύνθετες μορφές SWAPS που εξελίχθηκαν με τους νεωτερισμούς της αγοράς είναι τα AMORTISING SWAPS, τα FORWARD SWAPS, τα SWAPS μηδενικού τοκομεριδίου, OPTIONS σε SWAPS, τα CALLBLE SWAPS, MULTI – LEGGED SWAPS και τα INDEX SWAPS. Πρόσφατα έγινε πρόταση από τη COMEX για μια ανταλλαγή στα INTEREST RATE SWAPS σε FUTURES συμβόλαια.

Τα AMORTISING SWAPS είναι φτιαγμένα έτσι ώστε οι πληρωμές να υπολογίζονται σε αναφορά με ένα αποσβενόμενο αρχικό κεφάλαιο επένδυσης και χρησιμοποιούνται συνήθως για να αντιμετωπίσουν τη ροή πληρωμών απόσβεσης.

Τα FORWARD SWAPS ενεργοποιούνται σε μια συμφωνημένη στιγμή στο μέλλον με όρους που αποφασίζονται σήμερα. Το εργαλείο χρησιμοποιείται ως ένα μέσον ασφάλισης έναντι του μελλοντικού κόστους των επιτοκίων και γ' αυτό αποτελεί εξασφάλιση για τις μεταβολές των επιτοκίων.

Σ' ένα SWAP μηδενικού τοκομεριδίου οι σταθερές πληρωμές της μιας πλευράς πληρώνονται μόνο κατά τη λήξη. Οι νοητές πληρωμές των τόκων ανατοκίζονται κατά τη διάρκεια του SWAP στο επιτόκιο.

Ένα CALLABLE SWAP δίνει την επιλογή στον πληρωτή του σταθερού επιτοκίου να ακυρώσει τη συμφωνία συνήθως σε μια συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία.

Ένα MULTI – LEGGED SWAP ή ένα " κοκτέιλ " SWAP ενώνει ένα αριθμό συμβαλλομένων των οποίων η θέση τίθεται συνολικά. Η δομή συνήθως περιέχει ένα

πακέτο αμφίπλευρων συμβολαίων μεταξύ κάθε συμβαλλομένου και μιας ενδιάμεσης μεσολαβητικής τράπεζας τα οποία ανταλλάσσονται αυτόματα.

Σ' ένα INDEX SWAP οι πληρωμές υπολογίζονται βάσει δεικτών, όπως ο δείκτης τιμών καταναλωτή, χρηματιστηριακοί δείκτες και τιμές ομολόγων.

Μέσα στην τελευταία πενταετία η ανάπτυξη της αγοράς των SWAP ήταν ιλιγγιώδης. Από \$5 δις που υπολογίζεται ότι ήταν το 1982 πλησίασε τα \$450 δις στα τέλη του 1986.

Τα SWAPS αποδείχθηκαν μια τόσο καλή ιδέα, ώστε αυτή τη στιγμή το 70% των ευρωομολόγων ανταλλάσσονται. Η ευρεία χρήση και εξάπλωση του INTEREST RATE SWAP δολαρίου οφείλει πολλά στην ευκολία με την οποία πραγματοποιείται στην αμερικανική TREASURY BOND REPO⁽¹⁾ ή στις FUTURES αγορές. Αυτός είναι ένας σημαντικός παράγοντας για την ανάπτυξη των αγορών INTEREST RATE SWAPS, οι οποίες ξεπέρασαν κατά πολύ την ανάπτυξη των CURRENCY SWAPS - ο άλλος μεγάλος παράγοντας είναι η ζήτηση για INTEREST RATE SWAPS δολαρίου. Η ρευστότητα των ανταλλαγών επιτοκίου βοηθήθηκε ακόμη περισσότερο από την τάση προς ένα τυποποιημένο προϊόν. Στα μέσα του 1985 ο ISDA (INTERNATIONAL SWAP DEALERS ASSOCIATION) και ο Σύνδεσμος Βρετανικών Τραπεζών εξέδωσαν τυποποιημένους διαπραγματευτικούς όρους και υποστήριξη για τις ανταλλαγές επιτοκίου. Παρόλη όμως την κίνηση της αγοράς των ανταλλαγών επιτοκίου η πορεία προς ένα εμπορεύσιμο χρηματοοικονομικό εργαλείο ακόμη δεν έχει ολοκληρωθεί. Η δευτερογενής αγορά παραμένει εξαιρετικά αδύνατη εξαιτίας της αμοιβαιότητας των υποχρεώσεων που ενυπάρχουν στα SWAPS.

Το αρχικό κεφάλαιο επένδυσης σε CURRENCY SWAPS υπολογίζεται ότι έχει αυξηθεί από \$2-3 δις το 1982 σε \$80-100 δις περίπου στα τέλη του 1986, ενώ το συνολικό αρχικό κεφάλαιο επένδυσης των υπολοίπων (OUTSTANDING) ανταλλαγών επιτοκίου αυξήθηκε από ένα παρόμοιο αριθμό το 1982 σε \$350 δις στα τέλη του 1986. Σε όρους νομίσματος οι ανταλλαγές επιτοκίου σε δολάρια αντιστοιχούν στο μεγαλύτερο κομμάτι των συναλλαγών παρά την ύπαρξη αγορών ανταλλαγών επιτοκίου σε στερλίνες, γιέν, γερμανικά μάρκα, καναδικά και αυστραλιανά δολάρια και ελβετικά φράγκα. Οι τελευταίες είναι μικρές αλλά σημαντικές αγορές. Η δραστηριότητα στην αγορά INTEREST RATE SWAPS στερλίνας υπολογίζεται ότι έχει αυξηθεί από £2 δις το 1985 σε £6 δις μέχρι τα μέσα του 1986. Εκθέσεις επίσης αναφέρουν ότι το μέσο μέγεθος μιας ανταλλαγής επιτοκίου είναι της τάξης των \$20-25 εκατ.

Όμως παρά την μεγάλη άνθιση των ανταλλαγών επιτοκίων, τα κέρδη των τραπεζών από την αγορά αυτή είναι μικρά. Ο ανταγωνισμός είναι μεγάλος, καθώς υπάρχουν εκατοντάδες τράπεζες που συνάπτουν SWAPS λόγω της ευκολίας στο διακανονισμό τους.

1) REPO αποτελεί μια χρηματική συναλλαγή στην οποία το ένα μέλος αγοράζει χρεόγραφα (κυρίως US BONDS) σε μετρητά και ταυτόχρονα η άλλη πλευρά συμφωνεί να τα αγοράσει ξανά σε κάποια μελλοντική στιγμή σύμφωνα με συγκεκριμένους όρους.

Τα κέρδη για τις μικρές τράπεζες ορισμένες φορές είναι ελάχιστα, της τάξης των 0,05 ποσοστιαίων μονάδων ή και λιγότερο. Η κατάσταση φαίνεται ότι θα γίνει ακόμη δυσκολότερη, αφού και η Τράπεζα της Βρετανίας και το FEDERAL RESERVE πρότειναν την τήρηση αυξημένων αποθεμάτων από τις τράπεζες που συνάπτουν SWAPS.

Στη Γερμανία τα CURRENCY SWAPS νέων ευρωομολόγων γερμανικών μάρκων επιτράπηκαν μετά το Μάη του 1985, παρ' όλο που πριν απ' αυτό μπορούσαν να κανονιστούν SWAPS σε ήδη υπάρχουσες υποχρεώσεις. Η αγορά έδειξε αρκετά αργούς ρυθμούς ανάπτυξης το 1985. Μόνο 15 εκδόσεις αναγνωρίστηκαν ως ανταλλάξιμες συγκρινόμενες με πάνω από 60 εκδόσεις σε ECU και 40 σε ελβετικό φράγκο. Η εικόνα αυτή λίγο βελτιώθηκε το 1986. Ένας σημαντικός παράγοντας ήταν η δυσκολία εύρεσης συμβαλλομένων.

Στη Γαλλία το σύστημα που λειτουργεί από το TRESOR στα ευρωπαϊκά φράγκα είναι ένας παράγοντας αποθαρρυντικός για τα SWAPS. Κανονισμοί εισάχθηκαν για τη σταθερότητα της αγοράς, ενώ τα SWAPS νέων εκδόσεων επιτράπηκαν από την αρχή. Η τριμηνιαία ή εξαμηνιαία όμως λίστα αναμονής των νέων εκδόσεων δυσκολεύει φοβερά τη δυνατότητα των τραπεζών για ανταλλαγές. Έτσι λίγα είναι τα ομόλογα που έχουν ανταλλαχθεί.

Ο ρόλος των τραπεζών μπορεί να είναι είτε απλά χρηματομεσιτικός, είτε - τελευταία - πιο ενεργός. Σήμερα οι τράπεζες κλείνουν ένα SWAP με τη μια πλευρά μέχρις ότου βρουν τους υπόλοιπους συμβαλλόμενους. Αυτή η διαδικασία, γνωστή ως WAREHOUSING "χρησιμοποιείται πολύ στην αγορά ανταλλαγών επιτοκίου σε δολάρια από το 1984 και πολλοί χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί ενεργούν ως δημιουργοί αγοράς στο εργαλείο. Για τις ανταλλαγές επιτοκίου άλλων νομισμάτων αυτή η μέθοδος δεν είναι εύχρηστη, όπως περιορισμένη είναι και η χρήση της στην αγορά των CURRENCY SWAPS. Ένας άλλος ρόλος των τραπεζών στην αγορά των SWAPS είναι η προσφορά μιας δευτερογενούς αγοράς, αγοράζοντας SWAPS πριν τη λήξη τους.

Οι κίνδυνοι στην αγορά των SWAPS είναι:

- α) κίνδυνος πίστωσης όταν ο ένας από τους δύο συμβαλλόμενους αθετήσει το συμβόλαιο καθώς και
- β) ο κίνδυνος "θέση", όταν τα επιτόκια ή οι ισοτιμίες κινηθούν αντίθετα μετά το κλείσιμο της συμφωνίας.

Ζημιές μπορούν να σημειωθούν είτε γιατί τα επιτόκια και οι ισοτιμίες κινήθηκαν αντίθετα είτε γιατί κινήθηκαν ευνοϊκά, αλλά ο άλλος συμβαλλόμενος αδυνατεί να εκτελέσει τη συμφωνία. Ένας επιπρόσθετος κίνδυνος πίστωσης υπάρχει όταν η συχνότητα πληρωμών μεταξύ των δύο πλευρών διαφέρει. Αν ο ένας συμβαλλόμενος πληρώνει σε εξαμηνιαία βάση ενώ εισπράττει σε ετήσια, τότε για το δεύτερο εξάμηνο κάθε έτους υπάρχει μια επιπρόσθετη ανασφάλιστη πιστωτική έκθεση ίση με την πληρωμή του πρώτου εξαμήνου. Η πιο ακραία περίπτωση εμφανίζεται στα SWAPS μηδενικού τοκομεριδίου. Επίσης μια ενδιάμεση τράπεζα σε μια μη ολοκληρωμένη συμφωνία SWAP αντιμετωπίζει το σημαντικό κίνδυνο το άνοιγμα μεταξύ της τιμής του SWAP και της τιμής με την οποία θα ολοκληρωθεί να μεταβληθεί δυσμενώς. Στην Αγγλία μέχρι σήμερα η δραστηριότητα δανειζομένων στις αγορές των SWAPS είναι περιορισμένη. Το 1986 η αξία των ευρωομολόγων άλλου νομίσματος, εκτός στερλίνας, από βρετανικές εταιρίες που ανταλλάχθηκαν με βραχυπρόθεσμες οφειλές σε στερλίνες

ήταν λιγότερο από \$1 δις. Μεγαλύτερη ήταν η κίνηση εκδόσεων ευρωστερλίνων σταθερού επιτοκίου ανταλλασσομένων με οφειλές κυμαινόμενου επιτοκίου περίπου £1,65 δις το 1986. Στην Αυστραλία οι εκδόσεις ευρωαυστραλιανών και νεοζηλανδικών δολαρίων που συνδέονται με CURRENCY SWAPS έχουν αυξηθεί από \$150 εκατ. το 1984 σε \$2.800 εκατ. το 1986. Με τα SWAPS γίνεται εκμετάλλευση των διαφορών μεταξύ των εγχώριων επιτοκίων και αυτών στις ευρωπαϊκές αγορές. Η αυστραλιανή και νεοζηλανδική αγορά ομολόγων είναι πολύ λίγο αναπτυγμένες και η προσφορά κεφαλαίων σταθερού επιτοκίου είναι περιορισμένη. Έτσι υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων που επιδιώκει τη σύναψη δανείων σταθερού επιτοκίου.

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΓΟΡΑ SWAPS

Πέραν των στοιχείων που συλλέγονται από τη Διεθνή Ένωση Μεσολαβητών SWAP (INTERNATIONAL SWAP DEALERS ASSOCIATION) δεν υπάρχουν περισσότερα στοιχεία για την ώρα.

Ενδεικτική της αυξητικής τάσης των SWAP επιτοκίων είναι η αύξηση της αξίας SWAPS (επιτοκίων), που πραγματοποιούνται σε δολάρια.

Ο όγκος των συναλλαγών SWAP Επιτοκίων σε US \$ παρουσίασε εκπληκτική αύξηση από το 1985 έως το 1988.

Συγκεκριμένα οι συναλλαγές αυτές είχαν την εξής εικόνα:

Έτος	Συνολική αξία συναλλαγών** (σε δις US \$)	Αύξηση
1985	170	
1986	313	84%
1987	703	124%
α' 6μηνο 1988	859	22%

**Αναφερόμενοι στα SWAP επιτοκίων ως αξία συναλλαγών εννοείται το σύνολο του κεφαλαίου βάσει του οποίου υπολογίζονται οι ανταλλασσόμενοι τόκοι.

Παρόλη την ταχύτατη αύξηση της αξίας των δραστηριοτήτων SWAP σε US \$ το 1986 και το 1987 θεωρούμε ότι είναι πιθανή στην Ευρώπη μια επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης των συναλλαγών SWAP.

Εδώ μπορούμε να παραθέσουμε τους λόγους που πιθανόν να οδηγήσουν σε μια μείωση του ρυθμού επέκτασης των SWAPS.

Ο πρώτος λόγος είναι η ύπαρξη θεσμών (κυρίως στην Ευρώπη) που εμποδίζουν την απρόσκοπτη λειτουργία της αγοράς SWAP. Για παράδειγμα, η Γερμανική Κυβέρνηση

αποφάσισε να κατακρατά 10% από κάθε συναλλαγή ομολόγων Γερμανικών μάρκων από τον Ιανουάριο 1989.

Αυτό θα δημιουργούσε ιδιαίτερη δυσκολία στη δραστηριότητα SWAP σε γερμανικά μάρκα.(αυτός ο λόγος έπαψε να υπάρχει αρκετά γρήγορα λόγω της απόσυρσης της σχετικής νομοθεσίας).

Ένας δεύτερος και ο κυριότερος λόγος της πιθανής επιβράδυνσης είναι η αύξηση της ανταγωνιστικότητας της αγοράς, που ήταν ταχύτατη και οδήγησε σε αύξηση των X/O κινδύνων που αναλαμβάνουν οι μεσολαβητές και αντίστοιχη σχετική μείωση της κάλυψης που παίρνουν έναντι αυτού του κινδύνου. Το αποτέλεσμα είναι ότι ένα μέρος των συμφωνιών SWAP μπορεί να μην αποτελούν συμφέρουσες εργασίες για τους μεσολαβητές και έτσι οι τελευταίοι αποφεύγουν την επέκταση των εργασιών τους.

Παρά τους λόγους αυτούς, οι δραστηριότητες SWAP συνεχίζουν να αυξάνονται και να παίρνουν σημαντική θέση μεταξύ των υπάρχοντων χρηματοοικονομικών μέσων.

ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ SWAP ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ

Αν οι κύριες θεσμικές δυσκολίες εκλείψουν είναι πιθανόν ότι η Ευρώπη θα γίνει χώρος ευρύτατης χρησιμοποίησης δραστηριοτήτων SWAP. Αυτή η εκτιμώμενη τάση εξηγείται απλά από το γεγονός ότι η Ευρώπη τείνει τώρα να γίνει μια ενιαία αγορά κεφαλαίου.

Οι δραστηριότητες SWAP είναι ένα μέσο για την ομαλότερη και αποτελεσματικότερη λειτουργία της αγοράς κεφαλαίου και χρήματος, μειώνοντας τα έξοδα δανεισμού, αυξάνοντας την απόδοση των στοιχείων ενεργητικού και ασφαλίζοντας τις επιχειρήσεις έναντι X/O κινδύνου.

Ως εκ τούτου, τα SWAPS βοηθούν στην ταχύτερη εξομάλυνση της αγοράς κεφαλαίου.

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΩΝ SWAP

Παράδειγμα 1 - CURRENCY SWAP.

Έστω μια Γερμανική εταιρία A που έχει σκοπό να χρηματοδοτήσει κάποια θυγατρική της επιχείρηση στις ΗΠΑ με ένα ποσό \$1.000.000. Η εταιρία A έχει δυνατότητα ευχερούς δανεισμού στη Γερμανία, σε γερμανικά μάρκα με συμφέροντες όρους αλλά δεν έχει ανάλογες δυνατότητες δανεισμού σε αμερικάνικα δολάρια.

Η εταιρία A δεν θέλει να αποκτήσει υποχρεώσεις σε γερμανικά μάρκα, διότι η αποπληρωμή τους εξαρτάται από τις εργασίες της θυγατρικής της στην Αμερική που συναλλάσσεται σε US \$. Έτσι, θα προτιμάει να έχει υποχρεώσεις πληρωμών σε US \$.

Έστω επίσης μια εταιρία B στις ΗΠΑ που θέλει να χρηματοδοτήσει τις εργασίες της στη Γερμανία και χρειάζεται DM 1.830.000. Η εταιρία B έχει τη δυνατότητα δανεισμού σε US \$ στην Αμερική με συμφέροντες όρους αλλά δεν μπορεί να έχει χαμηλού κόστους δανεισμό σε DM. Εφόσον δε οι εργασίες της B γίνονται στη Γερμανία, είναι προτιμητέο οι υποχρεώσεις της B να είναι σε Γερμανικά μάρκα.

Οι εταιρίες A και B, αφού δανεισθούν η κάθε μια στο εγχώριο νόμισμα της, μπορούν να ανταλλάζουν τα ποσά (έστω ότι η ισοτιμία US \$=DM 1,83) μεταξύ τους, συμφωνώντας να αντιστρέψουν την ανταλλαγή των ποσών στο μέλλον, με κάποια προσυμφωνημένη ισοτιμία.

Ταυτόχρονα, η εταιρία A αναλαμβάνει την πληρωμή τόκων των US \$ και αντίστοιχα η B την πληρωμή των τόκων του ποσού των DM. Παραστατικά οι πράξεις συναλλαγής έχουν ως εξής:

ΕΙΔΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΕΩΣ Ι. ΑΠΟΣΤΟΛΟΥ
ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΛΑ 1.1.1994 , ΣΕΛ.73-79

ΘΕΩΡΙΑ ΚΑΙ ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΕΩΣ
ΧΑΤΖΗΠΑΥΛΟΥ-ΓΟΝΤΙΚΑ
ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΠΑΠΑΖΗΣΗΣ ΑΘΗΝΑ 1989 ΣΕΛ. 47-52

ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΗΣ Ε.Ο.Κ. ΕΝΟΨΕΙ 1992
Ι. ΖΑΒΒΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΛΑ 1-1-1989
ΣΕΛ 67-70

Παραστατικά θα έχουμε:

		(US \$)			(US \$)
		ΒΑΣΗ T-BILL			ΒΑΣΗ T-BILL
		RATE			RATE
ΕΤΑΙΡΙΑ	_____		ΜΕΣΟΛΑ	_____	ΕΤΑΙΡΙΑ
A	<u>ΒΑΣΗ LIBOR</u>		ΒΗΤΗΣ	<u>ΒΑΣΗ LIBOR</u>	B
	(GB £)			(GB £)	
(GB £)	ΒΑΣΗ LIBOR			ΒΑΣΗ T-	(US \$)
				BILL. RATE	
ΑΓΓΛΟΙ				ΑΜΕΡΙΚΑΝΟΙ	
<u>ΔΑΝΕΙΣΤΕΣ</u>				<u>ΔΑΝΕΙΣΤΕΣ</u>	

*Στο παράδειγμα δεν έχουν υπολογιστεί προμήθειες του μεσο-
λαβητή.

ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΠΟΥ ΑΝΑΛΑΜΒΑΝΟΥΝ ΟΙ ΜΕΣΟΛΑΒΗΤΕΣ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ SWAP

α. Κίνδυνος πιστοληπτικής ικανότητας

Ο κίνδυνος που διατρέχει ο μεσολαβητής (πιθανόν ένα πιστωτικό ίδρυμα) στην περίπτωση του SWAP επιτοκίων, συνίσταται στην πιθανή αδυναμία πληρωμής από έναν εκ των ενδιαφερομένων μερών, του οφειλόμενου τόκου. Έτσι, ο μεσολαβητής κινδυνεύει να πληρώσει ο ίδιος τη διαφορά π.χ. ενός κυμαινόμενου επιτοκίου, εάν το κυμαινόμενο έχει αυξηθεί πέραν του σταθερού και ο πληρωμής του αρνηθεί να το πληρώσει. Υπάρχουν βέβαια και περιπτώσεις όπου το αντισυμβαλλόμενο μέρος αποκομίζει κέρδη αν πρέπει να αντικαταστήσει πληρωμές υψηλότερων επιτοκίων με χαμηλότερα. Αυτός ο κίνδυνος υπολογίζεται σαν η παρούσα αξία της διαφοράς των μελλοντικών πληρωμών τόκων μεταξύ σταθερού και κυμαινόμενου επιτοκίου.

-Υπολογισμός του Κινδύνου

Ο εξ αρχής υπολογισμός του χρηματοοικονομικού (X/O) κινδύνου του μεσολαβητή είναι σημαντικός για τον υπολογισμό της αμοιβής του μεσολαβητή. Γένικά, ο κίνδυνος που αντιστοιχεί σε κάθε ενδιαφερόμενο μέρος καθορίζεται από:

- την πιστοληπτική αξιολόγηση κάθε ενδιαφερόμενου
- το συσχετισμό της συνολικής αξίας του SWAP και της διαφοράς επιτοκίων
- τη συχνότητα των πληρωμών
- τη μεταβλητότητα των επιτοκίων
- το χρόνο τερματισμού του SWAP.

-Ασφαλιστικά Μέτρα έναντι Κινδύνων

Η προσπάθεια μείωσης των X/O Κινδύνων μέσω γνωστών ασφαλιστικών μεθόδων (π.χ. υποθήκη) είναι αμφίβολης αξίας, διότι δεν έχει δοκιμασθεί ποτέ σε κάποια υπόθεση στα δικαστήρια.

β. Κίνδυνος λόγω Κύμανσης Επιτοκίων

Ο κίνδυνος αυτός υφίσταται μόνον όταν ο μεσολαβητής αναλαμβάνει ένα SWAP χωρίς να έχει συμφωνήσει και με τα δύο μέρη του SWAP (αυτό αναφέρεται σαν OPEN SWAP POSITION). Όταν δηλαδή αναλαμβάνει ο ίδιος το ρόλο του δεύτερου μέρους των SWAP επιτοκίων. Γι' αυτόν τον κίνδυνο, ο μεσολαβητής μπορεί εύκολα να

διασφαλιστεί εν μέρει με το να αγοράσει έντοκα χρεόγραφα που έχουν κυμαινόμενο επιτόκιο. Έτσι, η ζημία μιας τυχόν μείωσης των επιτοκίων, θα καλυφθεί από την αύξηση της τιμής των χρεογράφων.

γ. Μέγεθος Έκθεσης σε X/O Κινδύνους

Οι δραστηριότητες των SWAP επιτοκίων δεν εμφανίζονται στους ισολογισμούς των εμπορικών τραπεζών και η ανάπτυξη αυτών των εργασιών δεν ακολουθείται ούτε από πλήρη λογιστική παρουσίαση ούτε από την ανάπτυξη της κυβερνητικής εποπτείας της κεφαλαιαγοράς.

Έτσι οι εποπτεύουσες αρχές έχουν αυξημένη ανησυχία ότι οι δραστηριότητες SWAP των Τραπεζών δεν συνοδεύονται από ικανή κεφαλαιακή υποστήριξη, με αποτέλεσμα την υπερβολική έκθεση σε X/O, κινδύνους.

δ. Οι Τράπεζες σαν Μεσολαβητές

Σαν μεγάλοι πιστωτικοί οργανισμοί οι Τράπεζες ίσως έχουν κάποιο πλεονέκτημα για να αναλαμβάνουν τις υπηρεσίες μεσολάβησης, διότι:

α) Ήδη γνωρίζουν τις X/O ανάγκες των πελατών τους

β) Έχουν τη δυνατότητα να διασπείρουν τους X/O κινδύνους σε πολλούς ενδιαφερόμενους

γ) Έχουν ίσως τη μεγαλύτερη πείρα X/O συναλλαγών σήμερα και

δ) Έχουν την εμπειρία και την τεχνογνωσία υπολογισμού της πιστοληπτικής ικανότητας κάθε ενδιαφερομένου.

Αρχικά δηλαδή είναι πιθανόν στην Ελλάδα οι Τράπεζες να είναι οι πρώτες επιχειρήσεις που αναλάβουν τη μεσολάβηση δραστηριοτήτων SWAPS. Από την άλλη μεριά, οι Τράπεζες υφίστανται έντονο παρεμβατικό έλεγχο γενικά και εμφανίζουν μια μικρή δυσκινησία σε τέτοιες αποφάσεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ
OPTION CONTRACTS

OPTION CONTRACTS

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ

Ένα χρηματοοικονομικό δικαίωμα αποτελεί ένα συμβόλαιο, με το οποίο ο πωλητής (WRITER ή SELLER) παρέχει στον αγοραστή (BUYER) το δικαίωμα να πουλήσει ή να αγοράσει από τον πωλητή ένα αντικείμενο σε καθορισμένη τιμή μέσα σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Αυτό το αντικείμενο, που μπορεί να αγοραστεί ή να πουληθεί, συνήθως αναφέρεται ως το "υποκείμενο" (UNDERLYING) και μπορεί να είναι μια κοινή μετοχή ή ομολογία, ένα εμπόρευμα, όπως τα πολύτιμα μέταλλα, ένα προθεσμιακό συμβόλαιο ή ακόμα ένας χρηματιστηριακός δείκτης.

Ο πωλητής παρέχει αυτό το δικαίωμα στον αγοραστή έναντι συγκεκριμένου χρηματικού ποσόν, που καλείται τιμή του δικαιώματος (OPTION PREMIUM). Η τιμή στην οποία ο "υποκείμενος" τίτλος μπορεί να αγοραστεί ή να πουληθεί καλείται τιμή εκτέλεσης (EXERCISE ή STRIKE PRICE). Η ημερομηνία μετά την οποία το δικαίωμα είναι άκυρο καλείται ημερομηνία εκπνοής ή λήξης (EXPIRATION DATE). Ένα δικαίωμα Αμερικάνικου τύπου (AMERICAN OPTION) μπορεί να εκτελεστεί οποιαδήποτε στιγμή πριν την ημερομηνία λήξης, ενώ ένα δικαίωμα Ευρωπαϊκού τύπου (EUROPEAN OPTION) μπορεί να εκτελεστεί μόνο κατά την ημερομηνία λήξης. Όταν το συμβόλαιο παρέχει στον αγοραστή το δικαίωμα να αγοράσει το "υποκείμενο" χρεόγραφο από τον πωλητή, καλείται δικαίωμα αγοράς (CALL OPTION), ενώ όταν ο αγοραστής έχει το δικαίωμα να πουλήσει "υποκείμενο" τίτλο στον πωλητή καλείται OPTION πώλησης (PUT OPTION). Ένα διπλό δικαίωμα (DOUBLE OPTION) παρέχει στον αγοραστή και τα δύο δικαιώματα.

Για μια Ευρωπαϊκή OPTION ισχύει ότι:

Αξία δικαιώματος αγοράς + Παρούσα αξία της τιμής εκτέλεσης = Αξία δικαιώματος πώλησης + Αξία του υποκείμενου τίτλου.

Αυτό συμβαίνει γιατί ανεξάρτητα από την τιμή του υποκείμενου τίτλου, η τελική αξία μιας συνδυασμένης επένδυσης στον τίτλο και σε ένα δικαίωμα αγοράς του, υπερβαίνει μια απλή επένδυση σε δικαίωμα πώλησης του μόνο κατά την παρούσα αξία της τιμής εκτέλεσης του δικαιώματος. Δηλαδή εάν κάποιος αγοράσει ένα δικαίωμα αγοράς για \$100 και, παράλληλα βάλει στην άκρη \$100 για να πληρώσει την τιμή εκτέλεσης κατά τη λήξη του δικαιώματος κάνει την ίδια ακριβώς επένδυση με κάποιον που αγοράζει τον υποκείμενο τίτλο και παράλληλα ένα δικαίωμα πώλησής του για \$100. Στη λήξη και οι δύο στρατηγικές δίνουν στον επενδυτή τη δυνατότητα να έχει \$100 ή τον υποκείμενο τίτλο.

Έως το 1973 οι συναλλαγές δικαιωμάτων γίνονταν μόνο στην ανεπίσημη αγορά. Στις αρχές της δεκαετίας του 1930 μια σειρά μελετών υποδείκνυαν διάφορους αθέμιτους χειρισμούς στην αγορά χρεογράφων, που περιλάμβαναν ταυτόχρονες συναλλαγές δικαιωμάτων και των υποκείμενων τίτλων. Με βάση τις μελέτες αυτές, η εισαγωγή των δικαιωμάτων στην επίσημη αγορά ήταν αμφίβολη, και πράγματι, με νόμο το 1934 απαγορεύτηκε η διαπραγμάτευση τους στα επίσημα χρηματιστήρια. Το Κογκρέσο, ωστόσο, έδωσε την ευχέρεια στην Επιτροπή χρεογράφων και Συναλλαγών (SECURITIES

AND EXCHANGES COMMITTES - SEC) να πειραματιστεί σε συναλλαγές δικαιωμάτων ώστε να προσδιορισθούν ασφαλιστικές δικλείδες που θα περιόριζαν τις αθέμιτες συναλλαγές.

Το 1973, η SEC επέτρεψε την εφαρμογή προγραμμάτων - πιλότων για καταχωρημένα δικαιώματα αγοράς (LISTED CALL OPTIOS), υπό την επίβλεψη του CHICAGO BOARD OPTIONS EXCHANGE. Ακολούθησε ακροαματική διαδικασία το 1974, και στη συνέχεια η SEC πρότεινε την ανάπτυξη ενός κοινού συστήματος συμψηφισμού, την τυποποίηση των όρων των δικαιωμάτων και ένα κοινό σύστημα καταγραφής των συναλλαγών σε καταχωρημένα δικαιώματα. Έτσι δημιουργήθηκε ο Οργανισμός Συμψηφισμού των Δικαιωμάτων (OPTIONS CLEARING CORPORATION - OCC), ο οποίος από το 1974 εκδίδει, εγγυάται, καταγράφει και εκκαθαρίζει όλα τα καταχωρημένα δικαιώματα.

Η εμφάνιση ωστόσο, διαφόρων ανωμαλιών στην αγορά, κυρίως λόγω της εξαιρετικά γρήγορης ανάπτυξης των συναλλαγών, οδήγησε την SEC, το 1977, να ζητήσει την αναστολή εισαγωγής νέων κατηγοριών δικαιωμάτων στα χρηματιστήρια και την επανεξέταση του όλου ζητήματος. Ειδική έρευνα που έγινε αποκάλυψε σημαντικά προβλήματα όπως την προσφορά δικαιωμάτων που δεν ταίριαζαν στις ανάγκες των αγοραστών, απατηλές διαφημίσεις, μη εξειδικευμένα άτομα στη διαχείριση των χαρτοφυλακίων, τη χρησιμοποίηση των λογαριασμών των πελατών για μη αναγνωρισμένες συναλλαγές και παρανομίες στις τιμές εκτέλεσης. Επισημάνθηκε ότι ο θεσμός των δικαιωμάτων έχει πολλά να προσφέρει, εφόσον αποτελεί μια εναλλακτική μορφή βραχυχρόνιων συναλλαγών, με πολύ χαμηλότερο κόστος και συμμετοχή κεφαλαίου και επιτρέπει την μετακύλιση του κινδύνου από ανεπιθύμητες μεταβολές των τιμών, από τον ιδιοκτήτη του χρεογράφου, ο οποίος μπορεί να μην θέλει να αναλάβει τον κίνδυνο, σε άλλους οι οποίοι θέλουν να τον αναλάβουν σε αντάλλαγμα πιθανών αμοιβών που θα προκύψουν από επιθυμητές μεταβολές των τιμών. Από την άλλη πλευρά, η αγορά ή πώληση δικαιωμάτων εμπεριέχει ένα μεγάλο βαθμό χρηματοοικονομικού κινδύνου και μόνο επενδυτές που τον κατάνοούν πλήρως και είναι σε θέση να αντεπεξέλθουν σε πιθανές ζημιές πρέπει να συμμετέχουν. Επισημάνθηκε, επίσης, ότι η αγορά θα πρέπει να εμπεριέχει τέτοιες δικλείδες που θα καθιστούν δύσκολες αν όχι αδύνατες τις αθέμιτες συναλλαγές. Έτσι προτάθηκαν βελτιώσεις όπως καλύτερη συνεργασία ανάμεσα στα χρηματιστήρια, συγκέντρωση νέων στοιχείων, εκπαίδευση των ατόμων που αναλαμβάνουν τις συναλλαγές και εσωτερικός έλεγχος των χρηματιστηριακών εταιριών.

Τον Μάρτιο του 1980 η SEC έκρινε ότι οι περισσότερες από τις ανωμαλίες που επεσήμανε η μελέτη μπορούσαν να αντιμετωπιστούν και επέτρεψε την εισαγωγή νέων δικαιωμάτων στα χρηματιστήρια, χωρίς όμως να επιτρέψει τη συναλλαγή δικαιωμάτων που καλύπτουν ένα συγκεκριμένο χρεόγραφο, σε πάνω από ένα χρηματιστήριο. Η εισαγωγή των νέων δικαιωμάτων έγινε (και γίνεται) με κλήρωση.

1. ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΩΝ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ.

Μία συναλλαγή ε προθεσμιακά συμβόλαια είναι μια νομική συμφωνία με την οποία ο αγοραστής συμφωνεί να παραλάβει και ο πωλητής να παραδώσει ένα αντικείμενο σε

καθορισμένη τιμή και σε ορισμένη ημερομηνία (ημερομηνία διακανονισμού – SETTLEMENT DATE). Και πάλι, το αντικείμενο που πρέπει να ανταλλάγει αναφέρεται ως το "υποκείμενο" και μπορεί να είναι ένα χρεόγραφο, ένα αγαθό ή ένας χρηματιστηριακός δείκτης.

Ο αγοραστής και ο πωλητής που συμβάλλονται είναι υποχρεωμένοι να εκτελέσουν το συμβόλαιο κατά την ημερομηνία διακανονισμού. Στην περίπτωση του δικαιώματος όμως, ο αγοραστής έχει το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση εκτέλεσης. Τέτοια υποχρέωση έχει μόνοι ο πωλητής του δικαιώματος. Επιπλέον, στις συναλλαγές σε προθεσμιακά συμβόλαια ο αγοραστής δεν πληρώνει τον πωλητή για να αποδεχθεί την υποχρέωση, όπως στην περίπτωση του δικαιώματος, όπου ο αγοραστής πληρώνει την τιμή του.

Τέλος, τόσο τα δικαιώματα όσο και οι συναλλαγές προθεσμιακών συμβολαίων μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να μειώσουν τον κίνδυνο που αναλαμβάνει ένας επενδυτής (HEDGING).

2. Η ΤΙΜΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ (OPTION PREMIUM)

Για τον αγοραστή ενός δικαιώματος το κόστος του ανταναικλά τόσο στην εσωτερική του αξία, καθώς και την υπεραξία του. Η εσωτερική αξία (INTRINSIC VALUE) ενός δικαιώματος αγοράς είναι η διαφορά ανάμεσα στην τρέχουσα τιμή του υποκείμενου χρεογράφου και την τιμή εκτέλεσης. Για παράδειγμα εάν η τιμή εκτέλεσης είναι 53 και η τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου είναι 57, η εσωτερική αξία του δικαιώματος είναι 4. Αυτό σημαίνει ότι, εάν ο αγοραστής ασκήσει το δικαίωμα αγοράς και ταυτόχρονα πουλήσει τον υποκείμενο τίτλο θα βρεθεί με ένα καθαρό κέρδος 4 μονάδων (57 που θα κερδίσει από την πώληση του χρεογράφου μείον 53 που θα δώσει στην εκτέλεση του δικαιώματος). Στο διάγραμμα δίνεται η εσωτερική αξία της OPTION αγοράς σε συνάρτηση με την τιμή του χρεογράφου.

Όταν ένα δικαίωμα αγοράς έχει εσωτερική αξία λέγεται ότι είναι πάνω από το χρηματικό του ισοδύναμο" (IN THE MONEY), όταν ή τιμή εκτέλεσης του ξεπερνά την τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου λέγεται ότι είναι "κάτω από το χρηματικό του ισοδύναμο" (OUT OF THE MONEY), ενώ όταν η τιμή εκτέλεσης ισούται με την τρέχουσα τιμή του τίτλου το δικαίωμα είναι "στο χρηματικό του ισοδύναμο" (AT THE MONEY). Για ένα δικαίωμα πώλησης η εσωτερική αξία ισούται με το ποσόν κατά το οποίο η τρέχουσα τιμή του υποκείμενου χρεογράφου υπολείπεται της τιμής εκτέλεσης. Για παράδειγμα, εάν η τιμή εκτέλεσης του είναι 67 και η τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου είναι 62, η εσωτερική αξία της OPTION είναι 5. Όταν το δικαίωμα πώλησης έχει εσωτερική αξία λέγεται ότι είναι "πάνω από το χρηματικό του ισοδύναμο" και αντίστροφα. Η υπεραξία (TIME VALUE) ενός δικαιώματος είναι το ποσόν πάνω από την εσωτερική του αξία που ο αγοραστής είναι διατεθειμένος να καταβάλει. Ο αγοραστής ελπίζει ότι σε κάποιο χρονικό σημείο πριν τη λήξη του δικαιώματος οι αλλαγές στην τιμή του υποκείμενου τίτλου θα αυξήσουν την αξία των δικαιωμάτων που του παρέχονται. Για παράδειγμα, εάν η τιμή ενός δικαιώματος αγοράς με τιμή εκτέλεσης 53 είναι 9, όταν η τρέχουσα τιμή του υποκείμενου χρεογράφου είναι 57, τότε η υπεραξία είναι 5 (9 μείον την εσωτερική αξία). Εάν η τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου είναι 51 αντί για 57, τότε η υπεραξία είναι 9 εφ' όσον δεν έχει εσωτερική αξία.

Επισημαίνεται ότι ο επενδυτής έχει να επιλέξει ανάμεσα σε δύο στρατηγικές: μπορεί να εκτελέσει το δικαίωμα και, παράλληλα, να πουλήσει το υποκείμενο χρεόγραφο που στην περίπτωση του παραδείγματος μας (και όταν η τιμή του χρεογράφου είναι 57) θα του αφήσει ένα κέρδος 4 μονάδων. Εναλλακτικά, μπορεί να πουλήσει το δικαίωμα αγοράς για 9 μονάδες και είναι φανερό ότι αυτό τον συμφέρει. Επειδή η εκτέλεση του δικαιώματος προκαλεί άμεση απώλεια κάθε υπεραξίας υπάρχει στη δοσμένη στιγμή (στην περίπτωση μας 5), τα δικαιώματα συνήθως δεν εκτελούνται. Το ερώτημα που συνήθως αντιμετωπίζει ο επενδυτής αφορά την τιμή την οποία πρέπει να πληρώσει για ένα συγκεκριμένο δικαίωμα. Όταν κάποιος αγοράζει ένα δικαίωμα, στην ουσία αγοράζει το σταθμισμένο μέσο όλων των εσωτερικών αξιών που είναι δυνατόν να έχει το δικαίωμα στη λήξη του. Εφόσον η τιμή εκτέλεσης του δικαιώματος είναι γνωστή το μόνο άγνωστο στοιχείο είναι η κατανομή πιθανότητας των τιμών του υποκείμενου τίτλου στη λήξη του δικαιώματος. Η τιμή του δικαιώματος είναι συνάρτηση του οχήματος και των παραμέτρων αυτής της κατανομής λαμβάνοντας υπόψη ότι δεν μπορεί να είναι αρνητική, εφόσον ο επενδυτής δεν είναι αναγκασμένος να εκτελέσει το δικαίωμα.

Στόχος της αξιολόγησης ενός δικαιώματος είναι ο προσδιορισμός αυτής ακριβώς της συνάρτησης. Πιθανοί παράγοντες που επηρεάζουν τη μορφή της συνάρτησης είναι η τιμή του υποκείμενου τίτλου, η τιμή εκτέλεσης, το χρονικό διάστημα που απαιτείται ως τη λήξη του δικαιώματος, τα επιτόκια αγοράς και η αστάθεια της τιμής του υποκείμενου χρεογράφου. Όσο υψηλότερη είναι η τιμή του χρεογράφου που καλύπτει ένα δικαίωμα αγοράς, τόσο μεγαλύτερη είναι η εσωτερική του αξία εάν το δικαίωμα είναι "στα λεφτά του" και επομένως τόσο μεγαλύτερη η τιμή του. Εάν το δικαίωμα είναι "κάτω από τα λεφτά του" η υψηλότερη τιμή του χρεογράφου αντιστοιχεί σε μια μεγαλύτερη υπεραξία και άρα σε μια υψηλότερη τιμή. Τα αντίθετα ακριβώς ισχύουν για ένα δικαίωμα πώλησης. Θετική είναι και η σχέση ανάμεσα στην τιμή του δικαιώματος και το χρονικό διάστημα που απαιτείται ως τη λήξη του: όσο πιο μακριά από τη λήξη του είναι ένα δικαίωμα, τόσο περισσότερες πιθανότητες έχει ο επενδυτής να το εκτελέσει με κέρδος, άρα τόσο υψηλότερη είναι η τιμή του. Το αντίθετο ισχύει με την τιμή εκτέλεσης του: μια υψηλή τιμή εκτέλεσης συνεπάγεται μικρότερη πιθανότητα κέρδους και χαμηλότερη τιμή για το δικαίωμα. Τα επιτόκια επηρεάζουν έμμεσα την τιμή του

δικαιώματος: ένα δικαίωμα αγοράς μπορεί να θεωρηθεί σαν το δικαίωμα αγοράς του υποκειμένου χρεογράφου σε μια μελλοντική χαμηλότερη τιμή: όσο χαμηλότερη είναι η τιμή τόσο πιο πολύτιμο είναι αυτό το δικαίωμα η τιμή δηλ. του δικαιώματος. Το ύψος των επιτοκίων επηρεάζει αρνητικά την τιμή των χρεογράφων και θετικά την τιμή του δικαιώματος. Τέλος, όσο πιο ασταθής είναι η τιμή του υποκειμένου τίτλου τόσο περισσότερες πιθανότητες υπάρχουν κάποια στιγμή πριν τη λήξη του το δικαίωμα να εκτελεστεί με κέρδος, άρα τόσο υψηλότερη η τιμή του.

3. ΜΟΡΦΕΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ

Τα δικαιώματα ακριβώς όπως και οι απλές μετοχές, μπορούν να διαπραγματευτούν είτε στην οργανωμένη είτε στην ανεπίσημη αγορά. Τα πλεονεκτήματα των καταχωρημένων σε επίσημα χρηματιστήρια δικαιωμάτων είναι:

- α. τυποποιημένοι όροι συναλλαγής
- β. μια εύκολα προσπελάσιμη δευτερογενής αγορά για ρευστοποίηση του τίτλου
- γ. χαμηλότερο κόστος μεταβίβασης
- δ. διαθεσιμότητα ημερήσιων τιμών κλεισίματος και τιμών μεταβίβασης .

Συμβατικά δικαιώματα (CONVENTIONAL OPTIONS): Οι ουσιαστικοί όροι ενός συμβατικού δικαιώματος διαπραγματεύονται από τον αγοραστή και τον πωλητή, συνήθως μέσω των αντιπροσώπων τους (χρηματιστών ή εμπόρων). Την εφαρμογή της συμφωνίας, συνήθως, εγγυάται μια επιχείρηση-μέλος του χρηματιστηρίου. Η τιμή εκτέλεσης του συμβατικού δικαιώματος είναι η τιμή του υποκειμένου χρεογράφου την ημερομηνία που κλείνεται η συμφωνία, αν και σε μερικές περιπτώσεις μπορεί να είναι πάνω ή κάτω από την τρέχουσα τιμή του.

Οι περισσότερες συναλλαγές δικαιωμάτων ξεκινούν από την πλευρά του αγοραστή. Σε μια τυπική συναλλαγή, ο υποψήφιος αγοραστής μέσω του χρηματιστή του θα εκδηλώσει επιθυμία για την αγορά ενός ιδιαίτερου δικαιώματος. Ο χρηματιστής του αγοραστή θα έλθει σε επαφή με έναν έμπορο συμβατικών δικαιωμάτων, ο οποίος με τη σειρά του θα προσπαθήσει να εντοπίσει ένα δυνητικό πελάτη, προσεγγίζοντας άλλους χρηματιστές ή εμπόρους, άτομα ή οργανισμούς που επιδίδονται σε τέτοιες δραστηριότητες. Οι έμποροι συμβατικών δικαιωμάτων κερδίζουν αγοράζοντας σε μια τιμή και πουλώντας σε μια υψηλότερη. Μερικοί μπορεί να διαθέσουν απ' ευθείας από τα

αποθέματα τους, ενώ άλλοι λειτουργούν σε μια πιο ασφαλή βάση, αγοράζοντας μόνο αν εκδηλωθεί ενδιαφέρον από την πλευρά κάποιου υποψήφιου αγοραστή.

Αν και υπάρχει μια εξαιρετικά περιορισμένη δευτερογενής αγορά για τα συμβατικά δικαιώματα, υπάρχουν ευκαιρίες επαναπώλησης κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις. Για παράδειγμα, εάν αμέσως πριν από την λήξη του ένα συμβατικό δικαίωμα είναι "κάτω από το χρηματικό του ισοδύναμο" ένας χρηματιστής θα αγοράσει τυπικά το δικαίωμα για \$1 ως υπηρεσία προς τον πελάτη.

Αυτό διευκολύνει τον πελάτη στον προσδιορισμό μιας συγκεκριμένης ημερομηνίας κεφαλαιακής ζημιάς για φορολογικούς λόγους. Στην περίπτωση ενός δικαιώματος που είναι "πάνω από το χρηματικό του ισοδύναμο" αγοραστής της μπορεί είτε να το εκτελέσει, και να αποκτήσει το υποκείμενο χρεόγραφο, είτε, σε μερικές περιπτώσεις, ο χρηματιστής του πελάτη μπορεί να θέλει να το αγοράσει ο ίδιος. Σ' αυτήν την περίπτωση το κράτος για τον επενδυτή παραμένει το ίδιο, εάν το δικαίωμα όμως διακρατηθεί για το απαιτούμενο διάστημα, τα κέρδη του φορολογούνται με βάση το φορολογικό συντελεστή μακροπρόθεσμων κερδών.

Παρόλο που οι συναλλαγές συμβατικών δικαιωμάτων συνεχίζονται, οι επενδυτές στρέφονται προς αυτές μόνο όταν χρειάζονται μια συγκεκριμένη μορφή δικαιώματος. Σ' αυτό το χώρο κινούνται συνήθως οι εταιρίες επενδύσεων που πολλές φορές λειτουργούν και ως χρηματιστές. Τα δικαιώματα που συνήθως ανταλλάσσονται αφορούν σε κρατικά ή ιδιωτικά ομόλογα, στεγαστικά δάνεια ή τίτλους της χρηματαγοράς. Ο όγκος των συναλλαγών, όμως, έχει κατά πολύ μειωθεί μετά την εισαγωγή των επίσημα καταχωρημένων δικαιωμάτων στα χρηματιστήρια το 1973.

Καταχωρημένα δικαιώματα (LISTED OPTIONS): Σε αντίθεση με τα συμβατικά τα καταχωρημένα δικαιώματα έχουν τυποποιημένες ημερομηνίες λήξης και τιμές εκτέλεσης. Οι μόνες μεταβλητές είναι η τιμή και το κόστος μεταβίβασης. Τα καταχωρημένα δικαιώματα χαρακτηρίζονται από το όνομα του υποκείμενου χρεογράφου, την μορφή τους (αγοράς ή πώλησης), τον μήνα λήξης και την τιμή εκτέλεσης τους. Έτσι, ο αγοραστής ενός δικαιώματος αγοράς IBM Οκτώβρη 120 έχει το δικαίωμα να αγοράσει μετοχές της IBM στη τιμή των \$120 ανά μετοχή έως την

ημερομηνία λήξης τον Οκτώβρη. Συνήθως η συμφωνία καλύπτει 100 κομμάτια του υποκείμενου χρεογράφου.

Διαπραγματεύσιμα έως σήμερα στην επίσημη αγορά είναι τα δικαιώματα σε χρεόγραφα, επιτόκια, ξένο νόμισμα, χρηματιστηριακούς δείκτες και προθεσμιακές συμφωνίες (FUTURES). Η εκτέλεση των παραπάνω, εκτός αυτών που συνδέονται με τους χρηματιστηριακούς δείκτες απαιτούν χρηματικό διακανονισμό (γι' αυτό και καλούνται CASH SETTLEMENT OPTIONS).

Από το 1973 έως το τέλος του 1979, ο αριθμός των χρηματιστηρίων δικαιωμάτων στις ΗΠΑ είχε φτάσει τα 5. Έως τα μέσα του 1977 τα δικαιώματα αγοράς σε μετοχές είχαν αυξηθεί από 16 σε 219, ενώ προστέθηκαν και δικαιώματα πώλησης για 25 από αυτές. Το 1982 υπήρχαν περίπου 137 εκατ. δικαιώματα στην επίσημη αγορά.

Οι καινοτομίες που εισήχθησαν στην αγορά από το 1982 και μετά αντιμετωπίστηκαν με ποικίλες διαθέσεις από το κοινό. Κατά τη διάρκεια των 3 πρώτων μηνών του 1984 οι συμφωνίες δικαιωμάτων σε χρηματιστηριακούς δείκτες έφτασαν τα 14 εκατ. συμβόλαια ή 27,7% του όγκου των καταχωρημένων δικαιωμάτων. Το πιο ελκυστικό συμβόλαιο αποδείχτηκε το δικαίωμα στο δείκτη STANDARD AND POOR'S 100, ενώ αντίθετα τα δικαιώματα σε χρέη (DEBT OPTIONS) και ξένο νόμισμα (FOREIGN EXCHANGE OPTIONS) κάλυπταν μόνο το 0,6% της συνολικής δραστηριότητας.

Τα δικαιώματα σε χρέη δίνουν το δικαίωμα στον επενδυτή να αγοράσει ή να πουλήσει μια καθορισμένη αξία (στη λήξη της) του υποκείμενου χρεογράφου. Τα δικαιώματα σε έντοκα γραμμάτια του δημοσίου (TREASURY BILL OPTIONS) π.χ. δίνουν στον επενδυτή το δικαίωμα να αγοράσει ή να πουλήσει γραμμάτια που η συνολική αξία τους στη λήξη είναι \$1 εκατ.

Τα δικαιώματα σε κρατικά ομόλογα αφορούν αποκλειστικά σε συγκεκριμένες εκδόσεις και καλύπτουν ποσόν \$100.000. Τα δικαιώματα σε ξένα νομίσματα δίνουν στον επενδυτή το δικαίωμα να αγοράσει ή να πουλήσει ένα καθορισμένο ποσόν ενός νομίσματος που κυμαίνεται από 12.500 Αγγλικές λίρες έως 250.000 γιαπωνέζικα γιέν. Διαφορά, όσον αφορά την εξόφληση των δικαιωμάτων σε ξένο νόμισμα, υπάρχει στο βαθμό που η παράδοση του ξένου νομίσματος πρέπει να γίνει στη χώρα που το εκδίδει.

Η αξία των δικαιωμάτων σε χρηματιστηριακούς δείκτες υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας το επίπεδο του δείκτη με έναν καθορισμένο πολλαπλασιαστή, συνήθως το 100. Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, η εκτέλεση ενός τέτοιου δικαιώματος οδηγεί σε χρηματικό διακανονισμό. Εάν π.χ. ο αγοραστής δικαιώματος αγοράς δείκτη ABC Ιανουαρίου 150 το εκτελέσει την ημέρα που ο δείκτης ABC κλείσει στα 154.60, θα λάβει από τον πωλητή \$460 : $(\$ 154.60 - 150.00) \times 100 = \460 .

Η αρχική αγορά ή πώληση ενός καταχωρημένου δικαιώματος μπορεί να γίνει σε ένα χρηματιστήριο που διαπραγματεύεται τέτοιες συμφωνίες και είναι γνωστή ως συναλλαγή ανοίγματος (OPENING TRANSACTION). Σ' ένα άνοιγμα μιας συναλλαγής αγοράς (όταν δηλαδή ο επενδυτής αγοράζει είτε δικαίωμα αγοράς, είτε δικαίωμα πώλησης) ο αγοραστής γίνεται ο ιδιοκτήτης του δικαιώματος και λέγεται ότι βρίσκεται στην θέση αγοράς (HE TAKES THE LONG POSITION ή HE IS LONG IN THE OPTION). Σ' ένα άνοιγμα μιας συναλλαγματικής πώλησης (όταν δηλαδή κάποιος πουλά είτε δικαίωμα αγοράς είτε δικαίωμα πώλησης) ο πωλητής είναι υπόχρεος έναντι του αγοραστή και λέγεται ότι βρίσκεται σε θέση πώλησης (HE TAKES THE SHORT POSITION ή HE IS SHORT IN THE OPTION). Μια συναλλαγματική ανοίγματος δηλαδή, δημιουργεί μια θέση αγοράς είτε μια θέση πώλησης στο λογαριασμό του συναλλασσομένου. Ένας επενδυτής μπορεί να εκκαθαρίσει την θέση του προβαίνοντας σε μια συναλλαγή κλεισίματος (CLOSING TRANSACTION). Εάν ο πωλητής επιθυμεί να καλύψει τη θέση του και να δώσει τέλος στις υποχρεώσεις του, μπορεί να αγοράσει ένα δικαίωμα ίδιο μ' αυτό που έχει πουλήσει. Αντίστοιχα, ένας αγοραστής μπορεί να εκκαθαρίσει τη θέση του πουλώντας σε μια συναλλαγή κλεισίματος πώλησης (CLOSING SALE TRANSACTION) ένα δικαίωμα ίδιο με αυτό που αγόρασε.

Χαρακτηριστικά το 1982, το 67% όλων των συναλλαγών ανοίγματος δικαιωμάτων αγοράς εκκαθαρίστηκαν, 11% εκτελέστηκαν και 24% απλώς έληξαν. Όσον αφορά τις συναλλαγές ανοίγματος δικαιωμάτων πώλησης (OPENING PUT PURCHASES) 61% εκκαθαρίστηκαν, 8% εκτελέστηκαν και 31% έληξαν.

Όλα τα δικαιώματα που είναι καταχωρημένα στα χρηματιστήρια εκδίδει και εγγυάται ο Οργανισμός Εκκαθάρισης Δικαιωμάτων, (OPTIONS CLEARING CORPORATION - OCC). Ο OCC λειτουργεί ως ενδιάμεσος ανάμεσα σε αγοραστές και πωλητές

καταχωρημένων δικαιωμάτων. Σ' αντίθεση με τα συμβατικά δικαιώματα, όπου το δικαίωμα εξάσκησης του αγοραστή συνδέεται άμεσα με τις αντίστοιχες υποχρεώσεις του πωλητή, οι δεσμοί ανάμεσα στον πωλητή και στον αγοραστή λύνονται από τη στιγμή που ο OCC αποδέχεται τη συναλλαγή: τα αντίστοιχα δικαιώματα και υποχρεώσεις μεταφέρονται στον OCC. Για παράδειγμα ο πωλητής ενός καταχωρημένου δικαιώματος αγοράς σε μετοχές, είναι υποχρεωμένος σε περίπτωση εκτέλεσης να καταθέσει τις μετοχές στον OCC και αντίστοιχα ο OCC είναι υποχρεωμένος να πληρωθεί στον πωλητή την τιμή εκτέλεσης του δικαιώματός. Εάν ο αγοραστής ενός καταχωρημένου δικαιώματος αγοράς σε μετοχές αποφασίσει να εκτελέσει είναι υποχρεωμένος να πληρώσει στον OCC την τιμή εκτέλεσης και ο OCC είναι μετά υποχρεωμένος να παραδώσει τις μετοχές. Συμπερασματικά, οι συνολικές υποχρεώσεις του OCC προς τους αγοραστές ισούνται με (και στηρίζονται από) τις συνολικές οφειλές των πωλητών προς τον OCC.

Παρακάτω δίνεται ένα παράδειγμα για τις στρατηγικές που μπορεί να επιλέξει τόσο ένας επίδοξος επενδυτής όσο και ένας πωλητής δικαιωμάτων: Το παράδειγμα αφορά δικαίωμα αγοράς (πώλησης) μετοχής Δεκέμβρη 88. Η τιμή του δικαιώματος είναι 5 και η τρέχουσα τιμή της μετοχής 88. Ας υποθέσουμε, επιπλέον, ότι κάθε μονάδα ισούται με \$100 που σημαίνει ότι η τιμή του δικαιώματός είναι \$500 και η τιμή εκτέλεσης \$8.800. Για απλούστευση υποθέτουμε ότι το δικαίωμα εκτελείται στη λήξη του.

α) Προκειμένου για αγορά δικαιώματος γίνεται διάκριση σε:

Δικαίωμα αγοράς: Στην περίπτωση που ο επενδυτής περιμένει αύξηση της τιμής της μετοχής η ενδεικνυόμενη στρατηγική είναι η αγορά ενός δικαιώματος που τον φέρνει σε θέση αγοράς (LONG CALL POSITION). Έστω, ότι ο επενδυτής αγοράζει το δικαίωμα. Η τιμή του (\$500) αντιπροσωπεύει την μεγαλύτερη ζημιά που μπορεί να υποστεί. Εάν, στην ημερομηνία λήξης η τιμή της μετοχής είναι 88 ή λιγότερο ο αγοραστής θα χάσει το συνολικό ποσό των \$500.0 επενδυτής χάνει ακόμα και αν η τιμή της μετοχής φτάσει το 93 (η τιμή εκτέλεσης 88 συν την τιμή του δικαιώματος 5). Οποιαδήποτε τιμή ανάμεσα στο 88 και το 99 μειώνει τη ζημιά του και μόνο αν η τιμή της μετοχής ξεπεράσει το 93 ο αγοραστής πραγματοποιεί κέρδος, \$100 για κάθε μονάδα πάνω από το 93. (Βλέπε διάγραμμα 1α).

Δικαίωμα πώλησης: Η αγορά δικαιώματος πώλησης συμφέρει όταν αναμένεται μείωση της τιμής της μετοχής. Ο επενδυτής που αγοράζει δικαίωμα πώλησης βρίσκεται σε θέση πώλησης (LONG PUT POSITION). Εάν στη λήξη της η τιμή της μετοχής είναι πάνω από 88, ο αγοραστής θα χάσει \$500. Εάν η τιμή του τίτλου πέσει στο 83 (τιμή εκτέλεσης 88 μείον τιμή της δικαιώματος 5), ο αγοραστής απλώς καλύπτει την τιμή του δικαιώματος. Για κάθε τιμή του τίτλου ανάμεσα στο 83 και το 88 ο αγοραστής μειώνει τη ζημιά του κάτω από τα \$500. Κέρδος θα έχει μόνο αν η τιμή της μετοχής είναι κάτω από 83, \$100 για κάθε μονάδα (βλέπε διάγραμμα 1β).

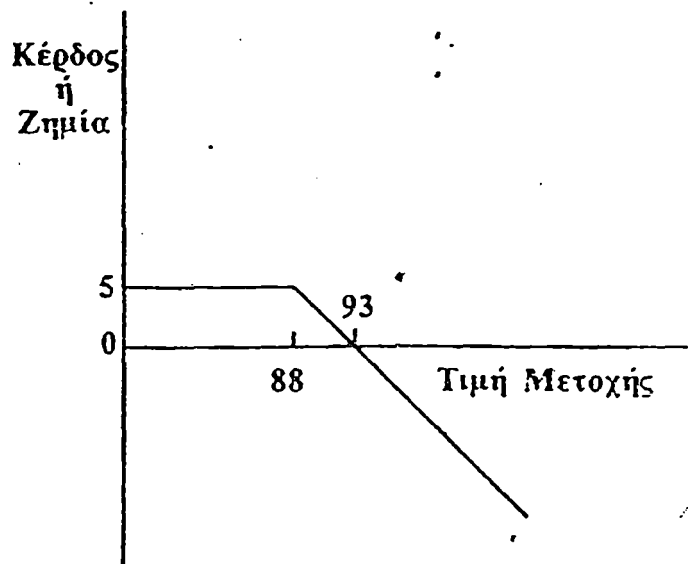
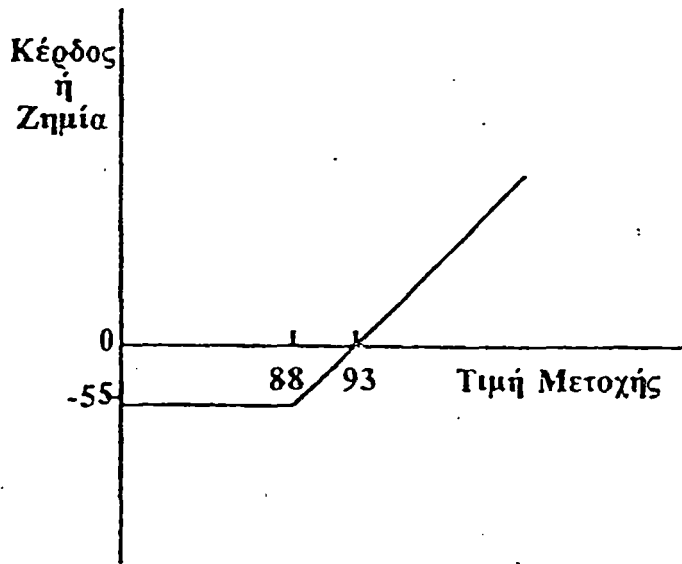
β) Προκειμένου για πώληση δικαιώματος γίνεται διάκριση σε:

Δικαίωμα αγοράς: Ένας επενδυτής που πιστεύει ότι η τιμή της μετοχής θα μειωθεί ή θα παραμείνει αμετάβλητη, μπορεί εάν οι προσδοκίες του αποδειχτούν σωστές, να πραγματοποιήσει κέρδος πουλώντας δικαίωμα αγοράς. Ο επενδυτής τότε παίρνει θέση αγοράς (SHORT CALL POSITION). Για το παράδειγμα μας το μέγιστο κέρδος που μπορεί να πετύχει είναι η τιμή του δικαιώματος (\$500). Εάν στη λήξη η τιμή της μετοχής είναι κάτω από 93 (τιμή εκτέλεσης 88 συν τιμή δικαιώματος 5) ο πωλητής κερδίζει. Εάν όμως η τιμή είναι πάνω από 93 χάνει \$100 για κάθε μονάδα πάνω από 93. Αυτό σημαίνει ότι η θέση του πωλητή είναι της ίδιας τάξης αλλά αντίθετη αυτής του αγοραστή (βλέπε διάγραμμα 2α).

Δικαίωμα πώλησης: Ένας επενδυτής που πιστεύει ότι η τιμή του υποκείμενου τίτλου θα αυξηθεί ή θα παραμείνει αμετάβλητη, έχει συμφέρον να πουλήσει δικαίωμα πώλησης και να πάρει θέση πώλησης (SHORT PUT POSITION). Το μέγιστο κέρδος που μπορεί να πετύχει είναι η τιμή του δικαιώματος. Θα πραγματοποιήσει κέρδος όσο η τιμή της μετοχής είναι πάνω από 83 (τιμή εκτέλεσης 88 μείον τιμή δικαιώματος 5), ενώ αν η τιμή της μετοχής είναι κάτω από 83 ζημιώνεται \$100 για κάθε μονάδα. (Βλέπε διάγραμμα 2β).

α. Αγοραστής Δικαιώματος Αγοράς

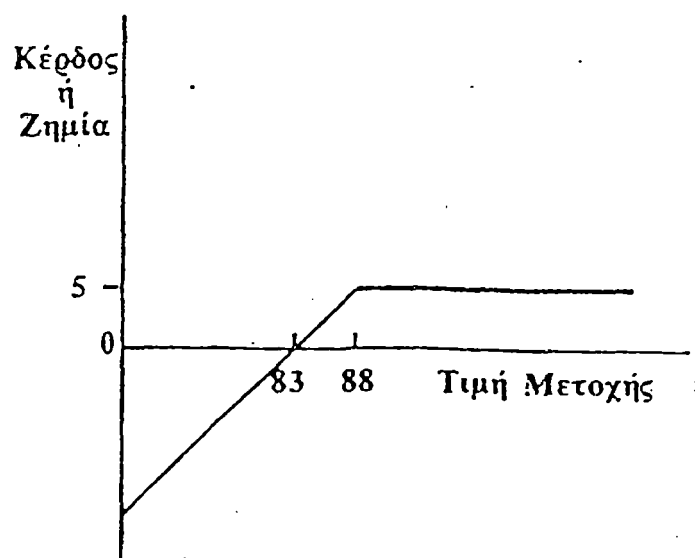
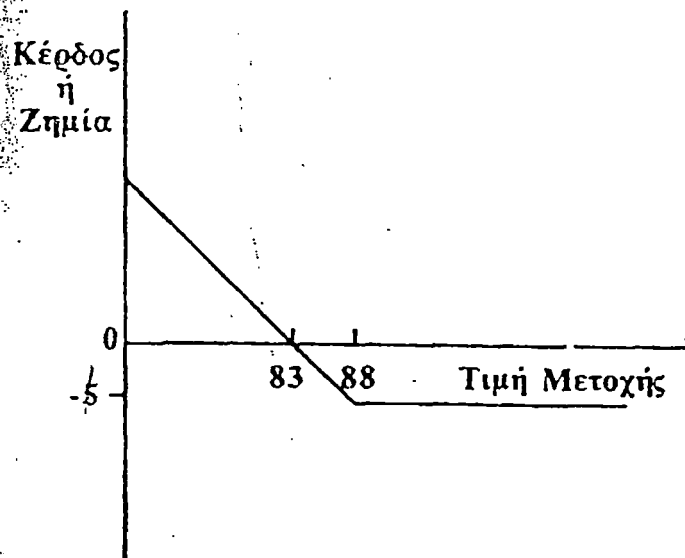
β. Πωλητής Δικαιώματος Αγοράς



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2

α. Αγοραστής Δικαιώματος Πώλησης

β. Πωλητής Δικαιώματος Πώλησης



Δικαιώματα σε προθεσμιακά συμβόλαια (OPTIONS OH FUTURES).

Τα δικαιώματα που καλύπτουν εμπορεύματα δίνουν στο διαπραγματευόμενο το δικαίωμα να αγοράσει ή να πουλήσει εμπορεύματα σε μια καθορισμένη περίοδο. Μπορούν να εκδοθούν δικαιώματα που καλύπτουν το εμπόρευμα όχι μόνο στην άμεση αγορά του αλλά και στην προθεσμιακή. Τα περισσότερα ωστόσο δικαιώματα σε προθεσμιακά συμβόλαια καλύπτουν χρηματοπιστωτικούς τίτλους. Ένα δικαίωμα σε ένα προθεσμιακό συμβόλαιο δίνει το δικαίωμα εκτέλεσης ή όχι του συμβολαίου αυτού. Μέχρι το τέλος του 1984 τα περισσότερα δικαιώματα κάλυπταν προθεσμιακά συμβόλαια κρατικών ομολογών, γερμανικών μάρκων, των δεικτών S & P 500, NYSE και VALUE LINE, χρυσό και ασήμι.

Προθεσμιακά συμβόλαια με δικαίωμα (FUTURES OPTION).

Το 1982 προτάθηκε η εισαγωγή ενός συμφωνητικού που θα συνδύαζε χαρακτηριστικά των προθεσμιακών συμβολαίων και των δικαιωμάτων. Στην ουσία αυτό το συμφωνητικό είναι ένα δικαίωμα αγοράς που διαπραγματεύεται ως ένα προθεσμιακό συμφωνητικό. Αντί ο αγοραστής του δικαιώματος να πληρώνει την τιμή του στον πωλητή και οι δύο πλευρές κάνουν μια μετάθεση "καλής πίστης" αρκετή για την κάλυψη βραχυχρόνιων μεταβολών στην αγοραία τιμή του δικαιώματος. Μ' αυτόν τον τρόπο το δικαίωμα εξοφλείται ανάλογα με τις διακυμάνσεις της τιμής του στο πέρασμα του χρόνου. Η διαπραγμάτευση τέτοιων συμφωνιών είναι προς το παρόν περιορισμένη.

ΕΙΔΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΕΩΣ Ι. ΑΠΟΣΤΟΛΟΥ
ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΛΑ 1.1.1994 , ΣΕΛ. 82-89

ΘΕΩΡΙΑ ΚΑΙ ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΕΩΣ
ΧΑΤΖΗΠΑΥΛΟΥ-ΓΟΝΤΙΚΑ
ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΠΑΠΑΖΗΣΗΣ ΑΘΗΝΑ 1989 ΣΕΛ. 89-95

ΚΕΦΑΛΑΙΟ IV
LEASING

LEASING - ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ Η ΤΕΧΝΙΚΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ

Εξετάζονται εδώ ορισμένες ειδικότερες κατηγορίες της χρηματοδοτικής μισθώσεως, όπως είναι η άμεση μίσθωση, ή πώληση-μίσθωση (LEASEBACK) , η χρηματοδοτική μίσθωση ακινήτων και η συμμετοχική χρηματοδοτική μίσθωση (LEVERAGED LEASING). Αναλύονται, κατόπιν οι οικονομικοί όροι που περιλαμβάνονται ατή σύμβαση της χρηματοδοτικής μισθώσεως.

Ειδικότερες κατηγορίας χρηματοδοτικής μισθώσεως

Η χρηματοδοτική μίσθωση αποτελεί μια τεχνική, η οποία επιτρέπει σε μια οικονομική μονάδα (τον μισθωτή) να αποκτήσει την οικονομική χρήση ενός πάγιου στοιχείου (κινητού η ακινήτου) για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα.

Ως κύρια χαρακτηριστικά της τεχνικής αυτής θα μπορούσαν να αναφερθούν τα ακόλουθα:

-Ο εκμισθωτής αναπτύσσει αποκλειστικά, ή τουλάχιστον κατά κύριο λόγο, τη δραστηριότητα του στον τομέα των χρηματοδοτικών μισθώσεων.

-Η χρηματοδοτική μίσθωση καλύπτει ολόκληρη την αξία του πάγιου στοιχείου (κινητού ή ακινήτου), το οποίο χρησιμοποιείται από τον μισθωτή για την επαύξηση της οικονομικής του δραστηριότητας.

-Η επιλογή του πάγιου στοιχείου, σχετικά με τις τεχνικές προδιαγραφές, τιμή, χρόνο παραδόσεως κ.λ.π., γίνεται από τον μέλλοντα μισθωτή.

-Η διάρκεια της συμβάσεως συνδέεται με την οικονομική διάρκεια ζωής του εκμισθούμενου πάγιου στοιχείου.

-Τα μισθώματα, κατά την διάρκεια της περιόδου εκμισθώσεως, καλύπτουν την αξία κτήσεως του παγίου στοιχείου, πλέον των τόκων και των άλλων εξόδων του εκμισθωτή.

-Η σύμβαση εκμισθώσεως δεν μπορεί να καταγγελθεί, κατά την διάρκεια της, από κανένα από τα δύο μέρη.

-Όλοι οι κίνδυνοι και οι δαπάνες που συνδέονται με την ιδιοκτησία του πάγιου στοιχείου (λειτουργία, φόροι, ασφάλεια, φθορά, καταστροφή κ.λ.π.), αναλαμβάνονται από τον μισθωτή.

-Ο μισθωτής έχει τη δυνατότητα, βάσει σχετικής ρήτρας, να αποκτήσει το πάγιο στοιχείο στο τέλος της μισθώσεως έναντι προκαθορισμένου αντί τι μου.

Πρόδρομος της χρηματοδοτικής μισθώσεως, θα πρέπει να θεωρηθεί η " άμεση μίσθωση " (DIRECT LEASING). Στην περίπτωση αυτή η σχέση είναι διμερής, δηλαδή υπεισέρχεται μόνο ο εκμισθωτής-κατασκευαστής του πάγιου στοιχείου και ο μισθωτής. Το ότι υπεισέρχεται σε ορισμένες περιπτώσεις και η ελεγχόμενη από τον κατασκευαστή εταιρία χρηματοδοτικής μισθώσεως, δεν αλλάζει την ουσία της σχέσεως. Αντίθετα, στη χρηματοδοτική μίσθωση η σχέση είναι τριμερής και περιλαμβάνει, τον κατασκευαστή του πάγιου στοιχείου, την ανεξάρτητη εταιρία χρηματοδοτικής μισθώσεως, που είναι ο εκμισθωτής, και τον μισθωτή που χρησιμοποιεί το πάγιο στοιχείο στη διαδικασία της οικονομικής δραστηριότητας.

Χαρακτηριστικά της άμεσης μισθώσεως, είναι η τυποποίηση του μισθουμένου πάγιου στοιχείου, ή γενικά σύντομη διάρκεια της μισθώσεως (συνήθως 12 μήνες) με

δυνατότητα ανανεώσεως ή δυνατότητα ακυρώσεως της μισθώσεως, μετά από σύντομη προειδοποίηση από τον μισθωτή και, τέλος, η ανάληψη του κινδύνου "οικονομικής απαξίωσης" από τον εκμισθωτή. Συνήθως, ο εκμισθωτής αναλαμβάνει την τεχνική συντήρηση του πάγιου στοιχείου (π.χ. στην περίπτωση των ηλεκτρονικών υπολογιστών και μηχανών γραφείου), αλλά υπάρχουν και περιπτώσεις που την υποχρέωση αυτή την αναλαμβάνει ο μισθωτής (π.χ. στην περίπτωση των φορτηγών αυτοκινήτων).

Κύριο προσδιοριστικό στοιχείο για να χαρακτηριστεί μια μίσθωση ως άμεση, είναι η υπερίσχυση της "εμπορική" επί της "χρηματοδοτική" πλευράς. Πράγματι, η άμεση μίσθωση χρησιμοποιείται κυρίως, αλλά όχι αποκλειστικά, από τους κατασκευαστές ηλεκτρονικών διερευνητών, μηχανών γραφείου και αυτοκινήτων. Ιδιαίτερα γνωστή είναι η περίπτωση της IBM στον τομέα των ηλεκτρονικών διερευνητών. Λιγότερο γνωστή είναι της αμερικανικής εταιρίας KEARNEY AND TRECKER CORPORATION που εκμισθώνει τις εργαλειομηχανές που κατασκευάζει.

Οι μεγάλες εταιρίες φορτηγών, επιβατηγών αυτοκινήτων και τρακτέρ, έχουν δημιουργήσει τις δικές τους εταιρίες χρηματοδοτικής μισθώσεως για την προώθηση των πωλήσεων. Η πρακτική αυτή θα πρέπει να θεωρηθεί ως άμεση μίσθωση, παρόλο που παρεμβάλλεται η εταιρία χρηματοδοτικής μισθώσεως, γιατί το αντικείμενο της συναλλαγής είναι κυρίως εμπορικό (προώθηση πωλήσεων) και όχι χρηματοδοτικό.

Κατά την πώληση-μίσθωση (SALE AND LEASEBACK ή, για συντομία, LEASEBACK) μια οικονομική μονάδα πουλάει ένα πάγιο στοιχείο το οποίο της ανήκει και στη συνέχεια ο αγοραστής της το εκμισθώνει. Η συναλλαγή αυτή, αποτελεί ουσιαστικά χρηματοοικονομική τεχνική που αποσκοπεί στην εξυγίανση της επιχειρήσεως, με την επανασύσταση απωλεσθέντος κεφαλαίου κινήσεως (π.χ. λόγω ζημιών ή ακινητοποιήσεώς του σε πάγια στοιχεία), ή στην επαύξηση του υφισταμένου κεφαλαίου κινήσεως, που θεωρείται απαραίτητη για τη διεύρυνση της οικονομικής δραστηριότητας της επιχειρήσεως. Δηλαδή, ενώ η κλασική μορφή της χρηματοδοτικής μισθώσεως χρησιμοποιείται για τη χρηματοδότηση νέων επενδύσεων, η πώληση-μίσθωση έχει ως αποτέλεσμα τη ρευστοποίηση ήδη πραγματοποιηθείσης επενδύσεως. Η τεχνική αυτή χρησιμοποιείται συνήθως, αν όχι αποκλειστικά, στον τομέα των εμπορικών και βιομηχανικών ακινήτων.

Ως παράδειγμα θα μπορούσε να δοθεί η περίπτωση βιομηχανικής επιχειρήσεως που έκτισε μια αποθήκη, η οποία κόστισε 10 εκατομ. δρχ. Η επένδυση αυτή χρηματοδοτήθηκε από ίδια διαθέσιμα της επιχειρήσεως (αύξηση κεφαλαίου, μη διανεμηθέντα κέρδη, αποσβέσεις). Αν τώρα η επιχείρηση αυτή πουλήσει την αποθήκη, και στη συνέχεια τη μισθώσει από τον αγοραστή, πετυχαίνει την απελευθέρωση του ποσού των 10 εκατομ. δρχ., το οποίο μπορεί να χρησιμοποιήσει για την ανάπτυξη της δραστηριότητας της ενώ στον εκμισθωτή περιέρχεται η υπολειμματική αξία του πάγιου στοιχείου. Αν, αντίθετα, η επιχείρηση χρησιμοποίησε την ανορθόδοξη μέθοδο να χρηματοδοτήσει την ανέγερση της αποθήκης μειώνοντας το κεφάλαιο κινήσεως, τότε η μέθοδος της πωλήσεως-μισθώσεως επιτρέπει την επανασύσταση του κεφαλαίου κινήσεως, πράγμα που έχει ως αποτέλεσμα την οικονομική εξυγίανση της επιχειρήσεως.

Δεδομένου ότι το αντικείμενο της πωλήσεως-μισθώσεως είναι συνήθως εμπορικά ή βιομηχανικά ακίνητα, η περίοδος της μισθώσεως είναι μεγάλη και συχνά κυμαίνεται στα 20-30 χρόνια. Η πώληση-μίσθωση θεωρείται γενικά ως μια ασφαλής μακροχρόνια τοποθέτηση κεφαλαίων με ικανοποιητική απόδοση. Στο γεγονός αυτό οφείλεται το ότι πολύ συχνά ο αγοραστής-εκμισθωτής δεν είναι εταιρία χρηματοδοτικής μισθώσεως,

Η συμμετοχική χρηματοδοτική μίσθωση περιλαμβάνει τέσσερα μέρη: τον προμηθευτή του πάγιου στοιχείου, τον μισθωτή, τον εκμισθωτή και τον μακροπρόθεσμο δανειστή. Ο εκμισθωτής αγοράζει το πάγιο στοιχείο, καταβάλλοντας μέρος μόνο της αξίας του (συνήθως 20-40%). Το υπόλοιπο ποσό καλύπτεται με μακροπρόθεσμο δανεισμό, χωρίς όμως οι μακροπρόθεσμοι δανειστές να έχουν το δικαίωμα να στραφούν κατά της εταιρίας χρηματοδοτικής μισθώσεως. Δηλαδή, οι δανειστές συμφωνούν να ικανοποιηθούν αποκλειστικά από τα μισθώματα και, σε περίπτωση οικονομικής αδυναμίας του μισθωτή, από την εκποίηση του παγίου στοιχείου. Παράλληλα ο δανειολήπτης-εκμισθωτής δεν έχει την υποχρέωση να εξοφλήσει το δάνειο στην περίπτωση αφερεγγυότητας του μισθωτή. Το επιτόκιο δανεισμού στην περίπτωση αυτή αποτελεί συνάρτηση της δανειοληπτικής ικανότητας όχι φυσικά του δανειολήπτη-εκμισθωτή αλλά του μισθωτή. Οι μακροπρόθεσμοι δανειστές είναι συνήθως τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες, ασφαλιστικά ταμεία και άλλοι οργανισμοί που διαθέτουν σημαντικά διαθέσιμα για μακροπρόθεσμη τοποθέτηση.

Τη συμμετοχική χρηματοδοτική μίσθωση την χρησιμοποίησε για πρώτη φορά, το 1963, η UNITED STATES LEASING INTERNATIONAL. Οι πρώτες εφαρμογές της μεθόδου αυτής έγιναν στους σιδηροδρόμους και κατόπιν στις αεροπορικές εταιρίες. Και οι δύο αυτοί κλάδοι είναι " εντάσεως κεφάλαια και χαρακτηρίζονται από οριακή αποδοτικότητα σε σχέση με τους περισσότερους βιομηχανικούς κλάδους. Υπό αυτές τις συνθήκες, η συμμετοχική χρηματοδοτική μίσθωση αποτελούσε τη μόνη δυνατότητα αυτών των κλάδων να προσφύγουν στην κεφαλαιαγορά για μεσο-μακροπρόθεσμα κεφάλαια, με σταθερό επιτόκιο, για την ολική χρηματοδότηση πάγιων στοιχείων και με κόστος συνήθως χαμηλότερη από αυτό που θα κατέβαλαν αν προσέφευγαν απ' ευθείας στην κεφαλαιαγορά για μέσο-μακροπρόθεσμο δανεισμό.

Η ΑΠΟΦΑΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΜΕ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ

1. Γενικές παρατηρήσεις

Η διαδικασία πραγματοποιήσεως της επενδυτικής αποφάσεως της επιχειρήσεως, θα πρέπει να διαχωριστεί σε δύο στάδια. Το πρώτο, αφορά την απόφαση επενδύσεως και εκσυγχρονισμού των παραγωγικών εγκαταστάσεων της επιχειρήσεως. Το δεύτερο στάδιο αναφέρεται στην επιλογή του τρόπου χρηματοδότησεως της επενδύσεως που έχει ήδη αποφασισθεί. Η σχετική απόφαση είναι καθαρά χρηματοοικονομική και υπεισέρχονται, όπως είναι φυσικό, όλοι εκείνοι οι παράγοντες που επηρεάζουν την χρηματοοικονομική λειτουργία της επιχειρήσεως.

Σε συνοπτική μορφή οι τρόποι χρηματοδότησεως ενός επενδυτικού προγράμματος είναι οι εξής:

- α.** Αύξηση ιδίων κεφαλαίων
- β.** Αυτοχρηματοδότηση (μη διανεμόμενα κέρδη)
- γ.** Μακροπρόθεσμος τραπεζικός δανεισμός
- δ.** Βραχυπρόθεσμος τραπεζικός δανεισμός
- ε.** Πιστώσεις προμηθευτών
- στ.** Ομολογιακό δάνειο
- ζ.** Χρηματοδοτική μίσθωση

Στο στάδιο αυτό της επιλογής του τρόπου χρηματοδότησεως της επενδύσεως, παρουσιάζεται και το πρόβλημα του κατά πόσο το νέο πάγιο περιουσιακό στοιχείο (κτίρια, μηχανήματα κ.λ.π.)θα αγορασθεί με τη μέθοδο της χρηματοδοτικής μισθώσεως.

Η σχετική απόφαση θα εξαρτηθεί όχι μόνο από τη χρηματοοικονομική δομή της επιχειρήσεως, αλλά και από εξωγενείς παράγοντες, όπως είναι η επίδραση του φορολογικού συστήματος. Δηλαδή αν μια επιχείρηση έχει ιδιαίτερα υψηλή δανειακή επιβάρυνση και περιορισμένη πιστοληπτική ικανότητα, ενδεχομένως ο μόνος τρόπος να αποκτήσει το νέο πάγιο στοιχείο θα είναι μέσω της χρηματοδοτικής μισθώσεως. Είναι όμως επίσης πιθανό, μια επιχείρηση με σημαντικά αχρησιμοποίητα ίδια διαθέσιμα να επιλέξει, για φορολογικούς ή άλλους λόγους, τη χρηματοδοτική μίσθωση, αντί τη χρησιμοποίηση των ιδίων της διαθεσίμων. Συνεπώς, η σχετική επιλογή του τρόπου αποκτήσεως του πάγιου στοιχείου θα βασισθεί, πρώτο σε καθαρά χρηματοοικονομικούς παράγοντες και δεύτερο σε φορολογικούς, περιλαμβανομένου του συστήματος των αποσβέσεων που ισχύει στην συγκεκριμένη περίπτωση.

Το ορθόδοξο κριτήριο που θα πρέπει να ισχύσει στη λήψη μιας τέτοιας αποφάσεως είναι το συγκριτικό κόστος του δανεισμού, σε σχέση με το κόστος της χρηματοδοτικής μισθώσεως. Η χρησιμοποίηση όμως αποκλειστικά του συγκριτικού κόστους δεν καλύπτει όλες τις πτυχές της βασικής αυτής αποφάσεως που παίρνει ως δεδομένο το ότι η υποχρέωση της επιχειρήσεως να καταβάλλει τα μισθώματα κατά την περίοδο της χρηματοδοτικής μισθώσεως εξομοιώνεται με την υποχρέωση να καταβάλλει τα τοκοχρεωλύσια στην περίπτωση του δανεισμού, ή -αν το θέσουμε κάπως διαφορετικά- ότι η χρηματοδοτική μίσθωση αυξάνει την δανειακή επιβάρυνση του μισθωτή και περιορίζει τη δανειοληπτική του ικανότητα. Θεωρητικά, βέβαια, αυτό είναι σωστό και όπως αναφέρεται στο κεφάλαιο VI, το Σώμα Ορκωτών Λογιστών των ΗΠΑ προσπαθεί να επιβάλει αυτή την άποψη. Στην πράξη όμως, τουλάχιστον στη Δυτική Ευρώπη, η χρηματοδοτική μίσθωση αποτελεί μια πρόσθετη πηγή, κεφαλαίων για την επιχείρηση, πέρα από τις συνηθισμένες πηγές από τις οποίες αντλεί δανειακά κεφάλαια.

Αυτό το παράδοξο γεγονός συμβαίνει γιατί συνήθως οι τράπεζες και οι άλλοι χρηματοδοτικοί οργανισμοί, όταν αναλύουν τη χρηματοοικονομική δομή και τη δανειακή επιβάρυνση της επιχειρήσεως, δεν θέτουν στην ίδια μοίρα τις υποχρεώσεις για την καταβολή μισθωμάτων που προκύπτουν από την χρηματοδοτική μίσθωση, με τις υποχρεώσεις της για την εξυπηρέτηση των δανειακών της κεφαλαίων. Αυτό σημαίνει ότι όχι μόνο οι χρηματοοικονομικά υγιείς επιχειρήσεις μπορούν να αυξήσουν έμμεσα τη δυνατότητα αντλήσεως δανειακών κεφαλαίων μέσω της χρηματοδοτικής μισθώσεως, αλλά κυρίως ότι χρηματοοικονομικά αδύνατες και οριακές μονάδες, προσφεύγοντας στη χρηματοδοτική μίσθωση, κατορθώνουν να αυξήσουν τη δυναμικότητα και να εκσυγχρονίσουν τις παραγωγικές τους εγκαταστάσεις, πράγμα που δεν θα μπορούσαν διαφορετικά να επιτύχουν.

Με άλλα λόγια, το μεγάλο πλεονέκτημα της χρηματοδοτικής μισθώσεως είναι οι δυνατότητες προσθέτου χρηματοδοτήσεως που προσφέρει στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις που είναι συνήθως και οι πιο αδύνατες οικονομικά. Η διαφορετική αντιμετώπιση της χρηματοδοτικής μισθώσεως σε σχέση με τον δανεισμό δεν οφείλεται σε αβλεψία ή άγνοια των τραπεζών και χρηματοδοτικών οργανισμών, αλλά υπάρχουν και ορισμένοι αντικειμενικοί παράγοντες, από τους οποίους οι κυριότεροι είναι οι εξής:

- Η χρηματοδοτική μίσθωση παρουσιάζει μικρότερο κίνδυνο για τον εκμισθωτή σε σχέση μ' αυτόν που αναλαμβάνει ο ενυπόθηκος δανειστής για αντίστοιχο ποσό, γιατί η νομοθεσία και η δικαστηριακή πρακτική στις περισσότερες χώρες επιτρέπουν την πολύ ταχύτερη επανάκτηση του πάγιου στοιχείου από τον εκμισθωτή, σε περίπτωση οικονομικών δυσχερειών του μισθωτή, συγκριτικά με τον απαιτούμενο χρόνο για την

- Συνδεδεμένο με αυτά που αναφέρθηκαν πιο πάνω είναι το γεγονός ότι το εκμισθωμένο πάγιο στοιχείο έχει συνήθως μια υπολειμματική αξία, η οποία συχνά είναι σημαντική και η οποία περιορίζει τον κίνδυνο του εκμισθωτή.

- Τα οικονομικά και φορολογικά πλεονεκτήματα της χρηματοδοτικής μισθώσεως και η ευελιξία που χαρακτηρίζει τη μίσθωση αυτή (σχετικά μεγάλη χρονική περίοδος, δυνατότητα περιόδου χάριτος, το γεγονός ότι εκπίπτει ολόκληρο το μίσθωμα από τα αποτελέσματα και όχι μόνο ο τόκος, όπως στην περίπτωση του δανεισμού, τελικό κόστος για το μισθωτή συνήθως χαμηλότερο του κόστους του αντίστοιχου δανεισμού κ.λ.π.), επιτρέπουν στον οικονομικά αδύνατο μισθωτή να αντεπεξέλθει πολύ καλύτερα στις υποχρεώσεις του, παρά αν προσέφευγε σε αντίστοιχο δανεισμό.

2. Τα πλεονεκτήματα της χρηματοδοτικής μισθώσεως

Οι εταιρίες χρηματοδοτικής μισθώσεως δεν υποκαθιστούν, αλλά συμπληρώνουν τους άλλους χρηματοδοτικούς οργανισμούς, όπως είναι οι τράπεζες επενδύσεων, που χρηματοδοτούν με μακροπρόθεσμα δάνεια τις βιομηχανικές επενδύσεις.

Στις Ηνωμένες Πολιτείες και στις χώρες της Δυτικής Ευρώπης, οι εταιρίες αυτές αποτελούν έναν από τους βασικούς χρηματοδοτικούς θεσμούς, ο οποίος αποτελεί απαραίτητη συμπλήρωση του πλέγματος της κεφαλαιαγοράς. Υπάρχουν μάλιστα ορισμένοι κλάδοι, στις χώρες αυτές, που το μεγαλύτερο μέρος του μηχανικού εξοπλισμού εκμισθώνεται από τις εταιρίες χρηματοδοτικής μισθώσεως αντί να το αγοράζουν οι βιομηχανίες με τη βοήθεια μακροπρόθεσμων δανείων. Οι λόγοι βέβαια είναι η μεγάλη ευελιξία του συστήματος, η ουσιαστική εξοικονόμηση κεφαλαίων που συνεπάγεται για τη βιομηχανία και διάφορα οικονομικά και ενδεχομένως φορολογικά πλεονεκτήματα.

Ειδικότερα θα μπορούσε να συνοψίσει κανείς ως εξής τα πλεονεκτήματα της χρηματοδοτικής μισθώσεως για τον μισθωτή.

α) Εξοικονόμηση κεφαλαίων: Δεδομένου ότι η χρηματοδοτική μίσθωση συνήθως καλύπτει το 100% της αξίας του μηχανήματος, η επιχείρηση εξοικονομεί σημαντικά ίδια κεφάλαια, τα οποία διαφορετικά θα έπρεπε να δεσμεύσει σε πάγια στοιχεία. Ακόμη και στην περίπτωση μακροπρόθεσμου δανεισμού, η επιχείρηση θα έπρεπε να δεσμεύσει ίδια κεφάλαια, δεδομένου ότι σπάνια μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση υπερβαίνει το 60-70% του χρηματοδοτούμενου έργου.

β) Αύξηση αποδοτικότητας της επιχειρήσεως: Όπως είναι φυσικό η εξοικονόμηση κεφαλαίων, η χαμηλότερη δηλαδή παγιοποίηση της επιχειρήσεως, αυξάνει την αποδοτικότητα της. Με άλλα λόγια, το ποσοστό των κερδών επί των ίδιων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερο, όταν η επιχείρηση χρησιμοποιεί το σύστημα της χρηματοδοτικής μισθώσεως, παρά όταν η ίδια επιχείρηση χρηματοδοτεί, έστω και μερικά, με ίδια κεφάλαια τη νέα επένδυση.

γ) Βελτίωση της κεφαλαιακής συγκροτήσεως της επιχειρήσεως: Όταν η νέα επένδυση πραγματοποιείται με χρηματοδοτική μίσθωση του μηχανικού εξοπλισμού, αντί να συναφθεί μακροπρόθεσμο δάνειο για την αγορά του, αποφεύγεται ο περαιτέρω δανεισμός και διατηρείται η δανειακή επιβάρυνση και η όλη κεφαλαιακή συγκρότηση σε ικανοποιητικά ή έστω ανεκτά επίπεδα. Αυτό ιδιαίτερα ισχύει στην Ελλάδα, όπου η δανειακή επιβάρυνση των επιχειρήσεων είναι συνήθως πολύ υψηλή.

δ) Κάλυψη της επιχειρήσεως έναντι της συνεχούς αυξήσεως της τιμής των κεφαλαιουχικών αγαθών: Υπό συνθήκες συνεχούς-έστω και περιορισμένης-αυξήσεως του τιμαρίθμου, το κόστος αντικαταστάσεως ενός μηχανήματος είναι συνήθως πολύ

μεγαλύτερο από το κόστος κτήσεως του. Δεδομένου ότι οι αποσβέσεις υπολογίζονται βάσει του κόστους κτήσεως, αυτό σημαίνει ότι κατά την περίοδο απαξιώσεως του μηχανήματος, η επιχείρηση εμφανίζει πλασματικά μεγαλύτερα κέρδη (και φορολογείται επ' αυτών) κατά το ποσό που το κόστος αντικαταστάσεως υπερβαίνει το κόστος κτήσεως.

ε) Εξάλειψη των αρνητικών επιπτώσεων στην παραγωγικότητα από την οικονομική απαξίωση του μηχανικού εξοπλισμού: Σε πολλούς κλάδους, η ταχεία τεχνολογική πρόοδος καθιστά αναγκαία την αντικατάσταση μηχανημάτων, τα οποία δεν έχουν πλήρως αποσβεσθεί, με άλλα νεωτέρου τύπου. Εάν η επιχείρηση επιμείνει να τα χρησιμοποιεί μέχρι την πλήρη απόσβεση τους, αυτό θα έχει αρνητική επίπτωση στην παραγωγικότητα, στο κόστος και -σε τελική ανάλυση- στην ανταγωνιστικότητα της επιχείρησής. Εάν, πάλι, η επιχείρηση τα αντικαταστήσει πριν αποσβεσθούν ολοσχερώς, τότε θα υποστεί "ζημία εκ κεφαλαίου" (CAPITAL LOSS), που μπορεί να είναι πολύ σημαντική. Η δυνατότητα που έχει το σύστημα της χρηματοδοτικής μισθώσεως να επιτρέπει στην επιχείρηση να χρησιμοποιεί πάντοτε την πιο προηγμένη τεχνολογία, ίσως αποτελεί και το μεγαλύτερο του πλεονέκτημα, μακροπρόθεσμα τουλάχιστον.

στ) Ανταπόκριση στις δυνατότητες και στις ανάγκες μικρομεσαίων επιχειρήσεων: Η μέθοδος της χρηματοδοτικής μισθώσεως μπορεί να εφαρμοσθεί στην περίπτωση πάγιων στοιχείων σχετικά μικρής αξίας, όπου η συνομολόγηση δανείου για την αγορά τους είναι ανέφικτη ή ασύμφορη. Οι Τράπεζες π.χ. είναι συχνά απρόθυμες να χορηγούν πολύ μικρά μακροπρόθεσμα δάνεια για πάγιες εγκαταστάσεις, γιατί το κόστος επεξεργασίας ενός τέτοιου δανείου είναι σχετικά μεγάλο και η διαδικασία ελέγχου τίτλων και εγγραφής υποθήκης ή προσημειώσεως είναι χρονοβόρος και συνεπάγεται ένα υψηλό πάγιο κόστος. Το συμπέρασμα είναι ότι η χρηματοδοτική μίσθωση ταιριάζει απόλυτα στη μικρή ή μεσαίου μεγέθους αναπτυσσόμενη επιχείρηση, που παρουσιάζει κατά συχνά χρονικά διαστήματα την ανάγκη εκσυγχρονισμού και επεκτάσεως των παραγωγικών της εγκαταστάσεων.

Για την εθνική οικονομία, τα κύρια πλεονεκτήματα του θεσμού της χρηματοδοτικής μισθώσεως είναι η συμπλήρωση του χρηματοδοτικού μηχανισμού της χώρας με ένα καινούργιο εξειδικευμένο χρηματοδοτικό οργανισμό, η υποβοήθηση των επενδύσεων και τελικά η αύξηση της παραγωγικότητας.

Η μέθοδος της χρηματοδοτικής μισθώσεως, έχει χρησιμοποιηθεί σχεδόν σε όλους τους τομείς της βιομηχανίας, του εμπορίου και των υπηρεσιών, θα ήταν όμως δυνατόν να εντοπίσει κανείς ορισμένες κατηγορίες πάγιων στοιχείων, όπου η εφαρμογή της είναι ιδιαίτερα εκτεταμένη. Ενδεικτικά αναφέρονται οι εξής περιπτώσεις:

- Μέσα μαζικής μεταφοράς (αεροπλάνα, πλοία, σιδηροδρομικό υλικό)
- Λεωφορεία
- Επιβατικά αυτοκίνητα -Βαρεία οχήματα
- Γερανοί και οδοποιητικά μηχανήματα
- Γεωτρύπανα
- Διυλιστήρια
- Εργοστασιακά συγκροτήματα σε ορισμένους βιομηχανικούς κλάδους
- Γεννήτριες
- Αργαλειοί
- Πιεστήρια, Μηχανές όφφσετ κ.λ.π.
- Μηχανικός Εξοπλισμός λατομείων και μεταλλείων

- Εξοπλισμός ξενοδοχείων
- Εργαστηριακός εξοπλισμός νοσοκομείων
- Ηλεκτρονικοί υπολογιστές και μηχανές γραφείου
- Μηχανές πωλήσεως καφέ, αναψυκτικών κ.λ.π.
- Βαρέλια μπύρας, κιβώτια και μπουκάλια

3. Η Επιλογή της χρηματοδοτικής μισθώσεως

Αφού λάβει την απόφαση μια επιχείρηση να κάνει νέες επενδύσεις, θα πρέπει στη συνέχεια να επιλέξει τον τρόπο χρηματοδότησεως της. Δεν πρόκειται βέβαια εδώ να ασχοληθούμε με όλο το φάσμα των εναλλακτικών χρηματοοικονομικών δυνατοτήτων που θα μπορούσαν θεωρητικά να χρησιμοποιηθούν από μια επιχείρηση για τη χρηματοδότηση νέων επενδύσεων. Σκοπός μας είναι να συγκρίνουμε τη χρηματοδοτική μίσθωση με τον μακροπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό.

Η σύγκριση αυτή δεν μπορεί να γίνει με βάση τις συνολικές εκταμιεύσεις στις δύο περιπτώσεις, γιατί σημασία δεν έχει μόνο το συνολικό ποσό της εκταμιεύσεως, αλλά και ο χρόνος που γίνεται η εκταμίευση. Δηλαδή θα πρέπει να υπολογιστεί η παρούσα αξία των εκταμιεύσεων. Για το σκοπό αυτό χρησιμοποιείται η τεχνική της προεξοφλήσεως, που σημαίνει την αναγωγή κάθε εκταμιεύσεως, από την αξία του χρόνου που πραγματοποιείται στην παρούσα αξία της, χρησιμοποιώντας ένα συντελεστή προεξοφλήσεως. Η επιλογή του κατάλληλου συντελεστή παρουσιάζει σημαντικά θεωρητικά προβλήματα. Στην πράξη όμως, συχνά χρησιμοποιείται ως συντελεστής, η ενδεχόμενη απόδοση των χρησιμοποιούμενων κεφαλαίων ή το μέσο κόστος του κεφαλαίου.

Η σύγκριση της χρηματοδοτικής μισθώσεως με τον μακροπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό θα γίνει με τη βοήθεια του πίνακα που ακολουθεί και ο οποίος έχει καταρτισθεί με τα ακόλουθα δεδομένα:

α. Η επένδυση αποτελείται από πάγιο στοιχείο, με αξία κτήσεως 1.000.000 δραχμές και περίοδο αποσβέσεως οκτώ χρόνια,

β. Το τοκοχρεωλυτικό δάνειο με το οποίο μπορεί να χρηματοδοτηθεί αυτή η επένδυση καλύπτει το 60% της αξίας του πάγιου στοιχείου, είναι πενταετούς διάρκειας, με επιτόκιο 18% και η εξόφληση γίνεται σε εξαμηνιαίες ίσες τοκοχρεωλυτικές δόσεις. Για να είναι δυνατή η σύγκριση με τη χρηματοδοτική μίσθωση θεωρούμε ότι η τοκοχρεωλυτική δόση προκαταβάλλεται στην αρχή κάθε εξαμήνου.

γ. Η χρηματοδοτική μίσθωση καλύπτει περίοδο 5 ετών, το μίσθωμα προκαταβάλλεται στην αρχή κάθε εξαμήνου και το τεκμαρτό επιτόκιο είναι 20%.

δ. Η παρούσα αξία των τοκοχρεωλυτικών δόσεων και των καταβαλλομένων μισθωμάτων υπολογίζεται με συντελεστή 22%. Δηλαδή υποθέτουμε ότι με την αναβολή καταβολής μετρητών η χρησιμοποίησή τους θα απέδιδε στην επιχείρηση 22%.

ΕΙΔΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΕΩΣ Ι. ΑΠΟΣΤΟΛΟΥ
ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΛΑ 1.1.1994, ΣΕΛ.27-29

ΘΕΩΡΙΑ ΚΑΙ ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΕΩΣ
ΧΑΤΖΗΠΑΥΛΟΥ-ΓΟΝΤΙΚΑ
ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΠΑΠΑΖΗΣΗΣ ΑΘΗΝΑ 1989 ΣΕΛ.32-39

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΗ Γ. ΠΑΠΠΟΥΛΙΑΣ
ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΛΑ 1 1 1990 ΣΕΛ 69-74

Συγκριτικός Πίνακας Τοκοχρεωλυτικού Δανείου
καί Χρηματοδοτικής Μισθώσεως
(σέ δραχμές)

Έξάμηνο	Χρεωλύ- σιο	Τόκος	Τοκοχρε- ωλύσια	Παρούσα άξια Τοκοχρε- ωλυσίων	Μίσθωμα	Παρούσα άξια μισθωμά- των	Αποσβέ- σεις	Τόκος καί Αποσβέσεις
	1	2	3=1+2	4	5	6	7	8=2+7
	85.773	—	85.773	485.773	147.950	147.950	62.500	62.500
	39.493	46.280	85.773	77.279	147.950	133.298	62.500	108.780
	43.047	42.726	85.773	68.632	157.950	120.908	908	105.226
	46.921	38.852	85.773	62.746	147.950	108.230	62.500	101.352
	51.144	34.629	85.773	56.546	147.950	98.559	62.500	97.129
	55.747	30.026	85.773	50.963	147.950	87.905	62.500	92.526
	60.764	25.009	85.773	45.935	147.950	79.233	62.500	87.509
	66.233	19.540	85.773	41.406	147.950	71.421	62.500	82.040
	72.194	13.579	85.773	37.327	147.950	65.059	62.500	76.070
	78.684	7.089	85.773	33.652	147.950	58.047	62.500	69.589
Σύνολο	600.000	257.730	857.730	961.259	1.479.500	969.810	625.000	882.730

Σημείωση: Τό πρώτο εξάμηνο δέν καταβάλλεται τόκος γιατί θεωρήσαμε, γιά λόγους συγκρίσεως μέ τή χρηματοδοτική μίσθωση δπου τό μίσθωμα προκαταβάλλεται, ότι τό τοκοχρεωλύσιο καταβάλλεται στην άρχή του έξαμήνου. Στην πράξη όμως τό τοκοχρεωλύσιο καταβάλλεται δεδουλευμένο.

Η συνολική εκταμίευση στην περίπτωση αγοράς του πάγιου στοιχείου με δάνειο ανέρχεται σε 1.275.730 δραχμές. Δηλαδή 400.000 δραχμές είναι η συμμετοχή της επιχειρήσεως στην αγορά του πάγιου στοιχείου, που καταβάλλεται αμέσως και 855.730 δραχμές είναι το σύνολο των τοκοχρεωλυσιών κατά την πενταετή περίοδο εξοφλήσεως του δανείου. Η εκταμίευση αυτή είναι ουσιαστικά μικρότερη από το σύνολο των μισθωμάτων (1.479.500 δραχμές) που θα κατέβαλλε η επιχείρηση αν χρησιμοποιούσε τη χρηματοδοτική μίσθωση. Εκ πρώτης όψεως λοιπόν φαίνεται ότι συμφέρει η αγορά του πάγιου στοιχείου με τοκοχρεωλυτικό δάνειο. Όπως όμως ήδη αναφέρθηκε, σημασία δεν έχει μόνο το συνολικό ποσό της εκταμιεύσεως, αλλά και ο χρόνος που γίνονται οι εκταμιεύσεις. Δηλαδή η παρούσα αξία των εκταμιεύσεων στις δύο περιπτώσεις.

Στις στήλες 4 και 6 φαίνεται αντίστοιχα η παρούσα αξία των τοκοχρεωλυσιών (961.259 δραχμές) και των μισθωμάτων (969.8 δραχμές). Θα πρέπει να σημειωθεί ότι κατά τον υπολογισμό της παρούσης αξίας των τοκοχρεωλυσιών, στο πρώτο εξάμηνο προστίθεται στο τοκοχρεωλύσιο (85.773 δραχμές) και η συμμετοχή της επιχειρήσεως στην επένδυση που είναι 400.000 δραχμές. Η χρησιμοποίηση της χρηματοδοτικής μισθώσεως είναι δαπανηρότερη ως προς την παρούσα αξία, αλλά η διαφορά είναι πολύ μικρή.

Θα πρέπει όμως να τονισθεί ότι η επιχείρηση δεν χρεώνει στα αποτελέσματα της τοκοχρεωλύσιο, αλλά μόνο τον τόκο και τις αποσβέσεις. Δηλαδή στα αποτελέσματα της θα μεταφερθούν μόνον τα κονδύλια της στήλης 8, ενώ αν χρησιμοποιήσει τη χρηματοδοτική μίσθωση θα χρεώσει τα αποτελέσματα της με ολόκληρο το ποσό του μισθώματος (στήλη 5). Όπως φαίνεται από τις δύο στήλες 5 και 8, το μισθώμα είναι για όλα τα χρόνια μεγαλύτερο από το άθροισμα των τόκων και των αποσβέσεων και στην πενταετία η διαφορά είναι ίση με 596.770 δραχμές.

Το συμπέρασμα, στο οποίο καταλήγουμε, είναι ότι ασφαλώς συμφέρει σ' αυτή την περίπτωση η χρηματοδοτική μίσθωση, γιατί κάνοντας χρήση του ίδιου πάγιου στοιχείου -άσχετα αν στη μια περίπτωση το έχει αγοράσει και στην άλλη το έχει μισθώσει- η επιχείρηση στη δεύτερη περίπτωση έχει τη δυνατότητα να χρεωθεί στα αποτελέσματα της συνολικά μεγαλύτερο ποσό, μειώνοντας αντίστοιχα τη φορολογική της επιβάρυνση. Η διαφορά φυσικά οφείλεται στο ότι η περίοδος αποσβέσεως του πάγιου στοιχείου (8 χρόνια) είναι μεγαλύτερη από την περίοδο της χρηματοδοτικής μισθώσεως (5 χρόνια). Ως γενικός κανόνας, η περίοδος της χρηματοδοτικής μισθώσεως είναι μικρότερη και σε περιπτώσεις πάγιων στοιχείων με ταχεία οικονομική απαξίωση αισθητά μικρότερη, από την περίοδο της αποσβέσεως που αναγνωρίζουν οι φορολογικές Αρχές.

Στην ανάλυση που προηγήθηκε θα πρέπει να συνεκτιμηθούν και οι εξής παράγοντες:

α. Η χρηματοδοτική μίσθωση καλύπτει συνήθως το 100% της αξίας του πάγιου στοιχείου, ενώ σπάνια τα τραπεζικά δάνεια για την αγορά του ίδιου πάγιου στοιχείου υπερβαίνουν το 60-70% της αξίας τους.

β. Στην περίπτωση της χρηματοδοτικής μισθώσεως, αν το πάγιο στοιχείο έχει υπολειμματική αξία στο τέλος της περιόδου μισθώσεως, αυτή χάνεται για το μισθωτή. Το αντίθετο φυσικά συμβαίνει αν η επιχείρηση που χρησιμοποιεί το πάγιο στοιχείο, ήταν και ο ιδιοκτήτης του. Το μειονέκτημα αυτό για το μισθωτή, καλύπτεται, εν μέρει με τη ρήτρα που συνήθως περιλαμβάνεται στις χρηματοδοτικές μισθώσεις και η οποία δίνει τη διακριτική ευχέρεια στον μισθωτή να αγοράσει το πάγιο στοιχείο στο τέλος της περιόδου της μισθώσεως σε πολύ χαμηλή τιμή.

ΕΤΑΙΡΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ

1. Οργάνωση

Η εταιρία χρηματοδοτικής μισθώσεως αποτελεί στην ουσία εξειδικευμένο χρηματοδοτικό οργανισμό με κύριες, λειτουργίες την εξεύρεση διαθέσιμων, την προσέλκυση πελατείας, την ανάλυση της πιστοληπτικής ικανότητας του ενδεχόμενου μισθωτή και φυσικά την εκμίσθωση του πάγιου στοιχείου. Μια σημαντική διαφορά από τους άλλους χρηματοδοτικούς οργανισμούς είναι η ιδιαίτερα υψηλή επαγγελματική κατάρτιση του προσωπικού της και η έμφαση στην επιστημονική αξιολόγηση του μισθωτή, δεδομένου ότι η εταιρία χρηματοδοτικής μισθώσεως δεν έχει τη δυνατότητα, σε αντίθεση με άλλους χρηματοδοτικούς οργανισμούς, της καλύψεως της με εμπράγματα εξασφαλίσεις ή άλλες εγγυήσεις.

Η οργάνωση της εταιρίας, στην απλούστερη της μορφή, εμφανίζεται στο ακόλουθο διάγραμμα

Γενική Διεύθυνση

Νομική Επεξεργασία

Οικονομο-τεχνική
Ανάλυση

Προσέλκυση
Πελατείας

Εκμίσθωση

Οικονομική Δια-
χείριση (Εξεύ-
ρεση διαθέσιμων
και λογιστική παρακολούθηση)

Η προσέλκυση πελατείας αποτελεί ιδιαίτερα σημαντική λειτουργία, γιατί στα μεν πρώτα στάδια της λειτουργίας του θεσμού της χρηματοδοτικής μισθώσεως θα πρέπει να ενημερωθεί ο επιχειρηματικός κόσμος για τις δυνατότητες και τα πλεονεκτήματα του νέου αυτού θεσμού, αργότερα δε -όταν πληθύνουν οι εταιρίες χρηματοδοτικής μισθώσεως και ενταθεί ο μεταξύ τους ανταγωνισμός- η ποιότητα του χαρτοφυλακίου της εταιρίας θα εξαρτηθεί από την επιτυχία προσελκύσεως κατάλληλης πελατείας. Η στελέχωση της υπηρεσίας αυτής θα πρέπει να γίνεται από άτομα με ικανότητες πωλητή, αλλά και με πλήρη κατάρτιση σε θέματα λογιστικής, χρηματοοικονομικής λειτουργίας, οικονομικής των επιχειρήσεων κ.λ.π. Τα στελέχη της υπηρεσίας θα πρέπει να είναι σε θέση να αξιολογούν το επενδυτικό πρόγραμμα της επιχειρήσεως, να αντιλαμβάνονται τις χρηματοδοτικές ανάγκες της, να προτείνουν το κατάλληλο χρηματοδοτικό πακέτο, μέσα στο οποίο ενδεχομένως να περιλαμβάνεται και η χρηματοδοτική μίσθωση, και να αναλύουν τα συγκριτικά πλεονεκτήματα της κάθε μορφής χρηματοδοτήσεως. Ασφαλώς είναι επιζήμιο για την εταιρία χρηματοδοτικής μισθώσεως να της ξεφεύγουν περιπτώσεις κατάλληλες για χρηματοδοτική μίσθωση, αλλά ακόμα πιο επιζήμιο είναι να προωθούνται για περαιτέρω επεξεργασία ακατάλληλες περιπτώσεις.

Η υπηρεσία που ασχολείται με την εκμίσθωση αποτελεί τον κορμό της εταιρίας. Τα στελέχη της θα πρέπει να έχουν άρτια επιστημονική κατάρτιση στα θέματα που αναφέρθηκαν σε σχέση με την Υπηρεσία Προσελκύσεως Πελατείας και την απαιτούμενη πείρα, όχι όμως απαραίτητα και το ταλέντο του "πωλητή". Οι περιπτώσεις που παραπέμπονται από την Υπηρεσία Προσελκύσεως Πελατείας, αναλύονται με τη συνεργασία της Οικονομοτεχνικής Υπηρεσίας και καταρτίζεται ένα πρόγραμμα εκμίσθωσης που ταιριάζει στις ανάγκες του μισθωτή. Στη συνέχεια, με τη συνεργασία της Νομικής Υπηρεσίας, καταρτίζεται η κατάλληλη σύμβαση μισθώσεως.

Κατά τη γνώμη μας, το στέλεχος που διαπραγματεύεται και "μοντάρει" τη χρηματοδοτική μίσθωση θα πρέπει να είναι υπεύθυνο για την εκτέλεση της και την

είσπραξη των μισθωμάτων. Μ' αυτόν τον τρόπο δεν κατακερματίζεται η ευθύνη μεταξύ της προετοιμασίας της εκμισθώσεως (και της προτάσεως για την έγκριση της από το αρμόδιο όργανο της εταιρίας), της εκτελέσεως και της εξοφλήσεως της οφειλής.

Με τον όρο "εκτέλεση" της χρηματοδοτικής μισθώσεως, εννοούμε το στάδιο που ακολουθεί την υπογραφή της συμβάσεως και που περιλαμβάνει τον έλεγχο της εκτελέσεως όλων των σχετικών όρων (παράδοση του μηχανήματος στο μισθωτή, έλεγχος και αποδοχή από το μισθωτή της καταλληλότητας του και υπογραφή των σχετικών πρωτοκόλλων, καταβολή τιμήματος στον προμηθευτή, έλεγχος εκπληρώσεως οικονομικών όρων που ενδεχόμενα τέθηκαν στο μισθωτή κ.λ.π.).

Μετά την ολοκλήρωση της εκμισθώσεως, το υπεύθυνο στέλεχος θα πρέπει να παρακολουθεί τη δραστηριότητα του μισθωτή, να επεμβαίνει αμέσως σε περιπτώσεις όπου εμφανίζονται αποκλίσεις από τις προβλέψεις, που θέτουν σε αμφιβολία την ομαλή καταβολή των μισθωμάτων, και τελικά, αν πράγματι παρουσιαστούν δυσχέρειες, να κάνει τις απαιτούμενες προσαρμογές στην κλίμακα των μισθωμάτων. Στην περίπτωση που ο μισθωτής παρουσιάσει απόλυτη αδυναμία να αντεπεξέλθει στις υποχρεώσεις του τότε το υπεύθυνο στέλεχος για τη συγκεκριμένη μίσθωση θα πρέπει να φροντίσει για την επανάκτηση του πάγιου στοιχείου και, στη συνέχεια, την επαναμίσθωση ή πώληση του. Η υπηρεσία που ασχολείται με την Οικονομική Διαχείριση έχει ως σκοπό την εξεύρεση και διαχείριση των διαθέσιμων της εταιρίας και τη λογιστική παρακολούθηση των εργασιών. Για να επιτύχει η εταιρία χρηματοδοτικής μισθώσεως χαμηλό κόστος λειτουργίας και πλήρη και έγκαιρη λογιστική ενημέρωση, θα πρέπει να εφαρμόσει πλήρη μηχανογράφηση των εργασιών της.

Η Υπηρεσία Οικονομοτεχνικής Αναλύσεως πρέπει να αποτελείται από άρτια καταρτισμένους και έμπειρους μηχανικούς και οικονομολόγους. Η υπηρεσία αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική, γιατί η πλήρης οικονομοτεχνική διερεύνηση κάθε περιπτώσεως, αποτελεί τη μόνη εξασφάλιση της εταιρίας χρηματοδοτικής μισθώσεως, δεδομένου ότι κατά κανόνα δεν υπάρχουν εμπράγματα εξασφαλίσεις. Κατά τη γνώμη μας είναι προτιμότερο οι μηχανικοί και οι οικονομολόγοι να περιλαμβάνονται στην ίδια ομάδα - αντί να ανήκουν σε ξεχωριστές υπηρεσίες- και να μελετούν από κοινού την κάθε υπόθεση. Από την τεχνική πλευρά ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στον έλεγχο της αξίας του πάγιου στοιχείου που θα εκμισθωθεί, στην ταχύτητα της οικονομικής απαξίωσης, της τεχνολογικής εξελίξεως στον κλάδο κ.λ.π. Παράλληλα θα πρέπει να αξιολογηθεί, από την τεχνική άποψη, και ο μισθωτής. Δηλαδή χρειάζεται να γίνει διαπίστωση του βαθμού εκσυγχρονισμού των παραγωγικών του εγκαταστάσεων, αξιολόγηση των μεθόδων του παραγωγής, έλεγχος της ποιότητας των προϊόντων του κ.λ.π. Η τεχνική στελέχωση της υπηρεσίας αποτελείται κυρίως από μηχανικούς, με ειδικευση σε βιομηχανικά θέματα (INDUSTRIAL ENGINEERS) και αξιόλογη βιομηχανική πείρα.

Από την οικονομική πλευρά, έμφαση δίνεται στις προοπτικές του μισθωτή, δηλαδή στην όσο το δυνατόν ακριβέστερη πρόβλεψη της ταμειακής του ρευστότητας (CASH - FLOW), δεδομένου ότι από αυτήν εξαρτάται η δυνατότητα του για την απρόσκοπτη καταβολή των μισθωμάτων. Για την αξιολόγηση των προοπτικών του μισθωτή, απαιτείται έρευνα του κλάδου, της αγοράς, της ανταγωνιστικής θέσεως της επιχειρήσεως και φυσικά της επιχειρηματικής δραστηριότητας και αξιοπιστίας του φορέα (MANAGEMENT CREDIBILITY).

Τέλος η Νομική Υπηρεσία που θα πρέπει να αποτελείται από έμπειρους δικηγόρους, καταρτίζει -σε συνεργασία με το αρμόδιο στέλεχος της Υπηρεσίας Εκμισθώσεων- τη

σύμβαση μισθώσεως και παρακολουθεί την τήρηση όλων των νομικών προϋποθέσεων που έχουν σχέση με την εκμίσθωση.

2. Λειτουργία

Σχετικά με τη λειτουργία της εταιρίας χρηματοδοτικής μισθώσεως θα εξετασθούν τα θέματα των πηγών διαθεσίμων, του κινδύνου που αναλαμβάνεται κατά την μίσθωση και του προσδιορισμού του μισθώματος.

Δεδομένου ότι η περίοδος της χρηματοδοτικής μισθώσεως σπάνια είναι μικρότερη από τρία χρόνια, θα πρέπει -κατ' αναλογία- και τα διαθέσιμα που χρησιμοποιεί η εταιρία χρηματοδοτικής μισθώσεως να είναι ανάλογης διάρκειας. Δηλαδή θα πρέπει η εταιρία να χρησιμοποιεί ένα μίγμα διαθεσίμων, του οποίου η μέση διάρκεια να μην αφήνεται ουσιαστικά από τη μέση διάρκεια των εκμισθώσεων.

Δεν πρεσβεύουμε ασφαλώς την θεωρία των "BACK-TO-BACK" διαθεσίμων, δηλαδή το ότι κάθε υποχρέωση της εταιρίας χρηματοδοτικής μισθώσεως θα πρέπει να καλύπτεται από έσοδα (μισθώματα) ανάλογης διάρκειας, γιατί κάτι τέτοιο θα δημιουργούσε υπέρμετρη ακαμψία στην λειτουργία της εταιρίας. Από την άλλη μεριά, δεν είναι δυνατόν να χρησιμοποιούνται βραχυπρόθεσμα διαθέσιμα για τη χρηματοδότηση μεσοπρόθεσμων εκμισθώσεων, γιατί οι κίνδυνοι που συνεπάγεται μια τέτοια τακτική είναι πολύ μεγάλοι, ιδιαίτερα όταν μια χώρα δεν έχει αντίστοιχα αναπτυγμένη χρηματαγορά. Επίσης, θα ήταν τελείως άσκοπο να χρησιμοποιούνται διαθέσιμα δεκαετούς π.χ. διάρκειας για τη χρηματοδότηση πενταετών εκμισθώσεων, εν όψει του μεγαλύτερου κόστους των διαθεσίμων που έχουν μεγαλύτερη διάρκεια.

Οι κύριες πηγές διαθεσίμων της εταιρίας χρηματοδοτικής μισθώσεως είναι οι εξής:

- Ίδια κεφάλαια
- Μέσο-μακροπρόθεσμος τραπεζικός δανεισμός
- Ομόλογα και ομολογιακά δάνεια

Τα ίδια κεφάλαια δεν μπορούν, συνήθως, να αποτελούν σημαντικό ποσοστό των συνολικών διαθεσίμων της εταιρίας χρηματοδοτικής μισθώσεως, γιατί αυτό θα είχε αρνητική επίπτωση στην αποδοτικότητα των ίδιων κεφαλαίων. Η συνηθισμένη σχέση, στις περισσότερες χώρες, μεταξύ ιδίων και δανειακών κεφαλαίων είναι 1:10 με 1:15. Η σχέση 1:10 θα μπορούσε να θεωρηθεί πολύ συντηρητική, αλλά επίσης σχέση που θα υπερέβαινε το 1:20 θα ήταν μάλλον παρακινδυνευμένη. Φυσικά η κατάλληλη σχέση σε κάθε περίπτωση εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την ποιότητα του χαρτοφυλακίου της εταιρίας χρηματοδοτικής μισθώσεως. Ένα πολύ υγιές χαρτοφυλάκιο με πολύ μικρό κίνδυνο μη κανονικής εισπράξεως των μισθωμάτων, θα δικαιολογούσε μεγαλύτερη εξάρτηση από δανειακά κεφάλαια.

Ο μέσο-μακροπρόθεσμος τραπεζικός δανεισμός αποτελεί ίσως τη μεγαλύτερη πηγή διαθεσίμων, ιδίως σε χώρες που δεν έχουν ιδιαίτερα αναπτυγμένη χρηματαγορά. Ο δανεισμός αυτός θα μπορούσε να είναι με σταθερό ή μεταβαλλόμενο επιτόκιο, που είναι και η συνηθέστερη περίπτωση. Τα δάνεια αυτά δίνονται συνήθως με βάση την υπόσταση της εταιρίας χρηματοδοτικής μισθώσεως, δεν έχουν δηλαδή εμπράγματα κάλυψη. Σε ορισμένες περιπτώσεις όμως είναι δυνατή η εκχώρηση των απαιτήσεων από τα μισθώματα ως κάλυψη των τραπεζικών δανείων.

Τα ομόλογα και τα ομολογιακά δάνεια αποτελούν επίσης σημαντική πηγή αντλήσεως διαθεσίμων. Οι τίτλοι αυτοί κυμαίνονται συνήθως από ετήσια διάρκεια μέχρι δέκα, ή και περισσότερα, χρόνια και απευθύνονται κυρίως σε μη ιδιώτες επενδυτές (INSTITUTIONAL INVESTORS). Οι αγοραστές των τίτλων είναι κατά κύριο λόγο

οργανισμοί που έχουν μεσοπρόθεσμα διαθέσιμα για επένδυση, όπως π.χ. τα ασφαλιστικά ταμεία και οι ασφαλιστικές εταιρίες. Δεδομένου ότι οι περισσότερες εταιρίες χρηματοδοτικής μισθώσεως έχουν μετόχους τράπεζες ή άλλου χρηματοδοτικούς οργανισμούς και ότι η πιστοληπτική τους ικανότητα (CREDIT RATING) είναι συνήθως υψηλή, αποτελούν ιδιαίτερα κατάλληλη διέξοδο για την τοποθέτηση των διαθέσιμων οργανισμών (όπως τα ασφαλιστικά ταμεία και οι ασφαλιστικές εταιρίες), οι οποίες συνεχώς αναζητούν ευκαιρίες για σίγουρες και αποδοτικές μέσο-μακροπρόθεσμες τοποθετήσεις.

Παρά τη διαφοροποίηση των πηγών αντλήσεως κεφαλαίων θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι εταιρίες χρηματοδοτικής μισθώσεως που παρουσιάζουν ταχεία ανάπτυξη, αντιμετωπίζουν συνήθως στενότητα οικονομικών πόρων, γιατί -μεταξύ άλλων- είναι στην πράξη πολύ δύσκολη η συνεχής αύξηση των ιδίων κεφαλαίων, ώστε, εν όψει του συνεχούς μεγαλύτερου δανεισμού, να διατηρείται σε ανεκτά επίπεδα η σχέση ιδίων και δανειακών κεφαλαίων. Η ανάγκη να ξεπερασθεί η δυσκολία αυτή και, επίσης, η ανάγκη συγκεντρώσεως πολύ σημαντικών κεφαλαίων στην περίπτωση της χρηματοδοτικής μισθώσεως πάγιων στοιχείων πολύ μεγάλης αξίας (BIG TICKET LEASING), είχε ως αποτέλεσμα την ανάπτυξη της τεχνικής της συμμετοχικής μισθώσεως (βλέπε κεφάλαιο Π). Η τεχνική αυτή επιτρέπει τη χρηματοδοτική μίσθωση πάγιων στοιχείων μεγάλης αξίας, χωρίς να αυξάνεται ανάλογα η δανειακή επιβάρυνση της εταιρίας χρηματοδοτικής μισθώσεως. Π.χ. αν εφαρμοσθεί η τεχνική αυτή στη χρηματοδοτική μίσθωση πάγιου στοιχείου αξίας ενός δισεκατομμυρίου δραχμών και η εταιρία χρηματοδοτικής μισθώσεως καλύψει το ποσό των 300 εκατομμυρίων δραχμών, ενώ το υπόλοιπο ποσό των 700 εκατομμυρίων δραχμών καλύπτεται με μακροπρόθεσμο δανεισμό, χωρίς όμως οι μακροπρόθεσμοι δανειστές να μπορούν να στραφούν κατά της εταιρίας χρηματοδοτικής μισθώσεως, η δανειακή επιβάρυνση της εταιρίας αυξάνεται μόνο κατά τα πρώτα 300 εκατομμύρια δραχμές. Στην αντίθετη περίπτωση, που θα εφαρμοζόταν η τεχνική αυτή, η δανειακή επιβάρυνση θα παρουσίαζε αύξηση κατά ολόκληρο το ποσό του ενός δισεκατομμυρίου δραχμών

Ως προς τους κινδύνους τώρα, που αναλαμβάνονται κατά τη μίσθωση, θα ήταν δυνατόν να διαχωριστούν σε χρηματοδοτικούς κινδύνους, σε κινδύνους που έχουν σχέση με τα διαθέσιμα της εταιρίας χρηματοδοτικής μισθώσεως και σε κινδύνους που αναφέρονται στο οικονομικό πλαίσιο μέσα στο οποίο λειτουργεί η εταιρία. Οι χρηματοδοτικοί κίνδυνοι περιλαμβάνουν κυρίως την αδυναμία του μισθωτή να καταβάλει το μίσθωμα. Συχνά ο κίνδυνος αυτός δεν λαμβάνεται υπ' όψη, εκτός βέβαια αν κατά το στάδιο αξιολογήσεως του μισθωτή εμφανίζεται να είναι τόσο σημαντικός, ώστε να απορρίπτεται η σχετική εργασία. Θα ήταν όμως δυνατόν, οι πελάτες που θεωρούνται αποδεκτοί από την εταιρία χρηματοδοτικής μισθώσεως να ταξινομηθούν κατά αυξανόμενο κίνδυνο και να χρεώνονται με αναλογικά υψηλότερο μίσθωμα, όπως κάνουν οι Τράπεζες στο εξωτερικό που χρεώνουν αναλογικά υψηλότερο, επιτόκιο, ανάλογα με τον κίνδυνο, πάνω από το βασικό επιτόκιο (π.χ. το PRIME RATE στις ΗΠΑ). Το θέμα αυτό εξετάζεται ιδιαίτερα πιο κάτω.

Οι κίνδυνοι που έχουν σχέση με τα διαθέσιμα της εταιρίας χρηματοδοτικής μισθώσεως, περιλαμβάνουν το ενδεχόμενο ελλείψεως διαθέσιμων για την κάλυψη των υποχρεώσεων που έχει ήδη αναλάβει η εταιρία και την αύξηση του κόστους των δανειακών κεφαλαίων της εταιρίας χωρίς να υπάρχει η δυνατότητα αντίστοιχης αυξήσεως των μισθωμάτων.

Η εταιρία χρηματοδοτικής μισθώσεως υπογράφει συμβάσεις εκμισθώσεως που προβλέπουν εκταμίευση του αντίστοιχου ποσού για το πάγιο στοιχείο, όταν αυτό παραδοθεί στον μισθωτή. Είναι πιθανό, όμως, κατά το ενδιάμεσο χρονικό διάστημα να μειωθεί απότομα η ρευστότητα της οικονομίας π.χ. λόγω πιστωτικών περιορισμών, ώστε να είναι αδύνατος ο μέσο-μακροπρόθεσμος δανεισμός από το τραπεζικό σύστημα ή την κεφαλαιαγορά. Στην περίπτωση αυτή αναγκαστικά θα προσπαθήσει η εταιρία χρηματοδοτικής μισθώσεως να καλύψει τις ανάγκες της προσωρινά με βραχυπρόθεσμα κεφάλαια. Σε περίπτωση όμως κρίσεως ρευστότητα το κόστος των βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων παρουσιάζει χαρακτηριστικά απότομη άνοδο και είναι πιθανό τελικά η εταιρία χρηματοδοτικής μισθώσεως να καταβάλει για τα δανειακά της κεφάλαια μεγαλύτερο επιτόκιο, από το επιτόκιο που περιλαμβάνεται μέσα στο μίσθωμα.

Επίσης στις περιπτώσεις που το μίσθωμα είναι σταθερό, αν κατά την διάρκεια της μισθώσεως αυξηθούν τα επιτόκια, το αποτέλεσμα θα είναι να περιορισθεί ή και να γίνει αρνητικό το περιθώριο της εταιρίας χρηματοδοτικής μισθώσεως. Για το λόγο αυτό, σε περιόδους αστάθειας και σημαντικών αυξομειώσεων των επιτοκίων, είναι σκόπιμο το μίσθωμα να ορίζεται ως μεταβαλλόμενο, ανάλογα με τη μεταβολή των επιτοκίων.

Ως προς το οικονομικό πλαίσιο μέσα στο οποίο λειτουργούν οι εταιρίες χρηματοδοτικής μισθώσεως, είναι προφανές ότι η θέσπιση περιορισμών στη λειτουργία των εταιριών αυτών, η αύξηση των φορολογικών συντελεστών, ο περιορισμός των συντελεστών αποσβέσεων, η κατάργηση υφισταμένων επενδυτικών κινήτρων κ.λ.π. θα επηρεάσουν αρνητικά την αποδοτικότητα τους. Οι κίνδυνοι αυτοί είναι, σε μεγάλο βαθμό, απρόβλεπτοι και συνήθως δεν μπορούν να καλυφθούν στη σύμβαση χρηματοδοτικής μισθώσεως.

Το μίσθωμα θα πρέπει να καλύπτει το κόστος χρηματοδοτήσεως της αγοράς του πάγιου στοιχείου, το οποίο στη συνέχεια εκμισθώνεται, τις δαπάνες λειτουργίας της εταιρίας χρηματοδοτικής μισθώσεως και "ασφάλιστρο" για τον κίνδυνο που αναλαμβάνει η εταιρία όταν εκμισθώνει το πάγιο στοιχείο.

Το κόστος χρηματοδοτήσεως είναι γνωστό στην εταιρία χρηματοδοτικής μισθώσεως, γιατί αποτελείται από το επιτόκιο και τα συναφή έξοδα που καταβάλει στα δανειακά κεφάλαια που χρησιμοποιεί για τη χρηματοδότηση της συγκεκριμένης εργασίας.

Οι δαπάνες λειτουργίας και το "ασφάλιστρο" που αναφέρθη καν πιο πάνω, αποτελούν το περιθώριο λειτουργίας της εταιρίας, εκφράζονται ως ποσοστό και προστίθενται στο επιτόκιο δανεισμού για να καταλήξατε έτσι στο τεκμαρτό επιτόκιο, που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό του μισθώματος.

Οι δαπάνες λειτουργίας διαφέρουν, φυσικά, μεταξύ των εταιριών που ασχολούνται με τη χρηματοδοτική μίσθωση. Μια εταιρία με πολύ μεγάλο κύκλο εργασιών, που αναλαμβάνει μόνο την εκμίσθωση παγίων μεγάλης αξίας (BIG TICKET LEASING), θα έχει μικρότερο κόστος λειτουργίας εκφρασμένο ως ποσοστό επί των εργασιών της, σε σύγκριση με μια μικρότερη εταιρία που ασχολείται με τη μίσθωση παγίων μικρής σχετικά αξίας. Οι δαπάνες λειτουργίας εκφράζονται συνήθως ως ποσοστό επί του υπολοίπου της αξίας των εκμισθωμένων πάγιων στοιχείων. Για εταιρίες χρηματοδοτικής μισθώσεως μεσαίου μεγέθους, το κόστος λειτουργίας είναι συνήθως της τάξεως του 2% επί του υπολοίπου της αξίας των εκμισθωμένων πάγιων στοιχείων. Το ποσοστό αυτό δίνεται με κάθε επιφύλαξη, γιατί υπάρχουν μεγάλες διαφορές από τη μια χώρα στην άλλη και μεταξύ εταιριών χρηματοδοτικής μισθώσεως στην ίδια χώρα.

Στο κόστος λειτουργίας μιας εταιρίας χρηματοδοτήσεως, που δεχόμαστε προς στιγμή

ότι είναι 2%, θα πρέπει να προστεθεί η πρόβλεψη για ενδεχόμενες ζημιές και ένα πρόσθετο ποσοστό που θα αντιπροσωπεύει τα κέρδη (για μεταφορά στα αποθεματικά και διανομή μερίσματος). Στην Ελλάδα, επιτρέπεται από την ισχύουσα νομοθεσία στις εμπορικές τράπεζες να μεταφέρουν κάθε χρόνο στην πρόβλεψη για ενδεχόμενες ζημιές ποσό 1%, κατά ανώτατο όριο, επί του μέσου ύψους των χορηγήσεων τους. Δεδομένου ότι ο κίνδυνος ζημιών από τη μη καταβολή μισθωμάτων των εταιριών χρηματοδοτικής μισθώσεως είναι τουλάχιστον ίσος με αυτόν που αντιμετωπίζουν οι Τράπεζες, σχετικά με την επανείσπραξη των δανείων τους, είμαστε της γνώμης ότι και στην περίπτωση των εταιριών χρηματοδοτικής μισθώσεως θα έπρεπε να εφαρμοσθεί το ίδιο ποσοστό.

Υπό τις συνθήκες αυτές το περιθώριο λειτουργίας διαμορφώνεται ως εξής:

Δαπάνες λειτουργίας	2	Ποσοστιαίες	μονάδες
Πρόβλεψη για ενδεχόμενες ζημιές	1	Ποσοστιαία	μονάδα
Κέρδη	1	Ποσοστιαία	μονάδα
Σύνολο	4	Ποσοστιαίες	μονάδες

Δηλαδή, πάνω στο επιτόκιο δανεισμού προστίθενται τέσσερις ποσοστιαίες μονάδες για τον υπολογισμό του μισθώματος. Το μέγεθος αυτό των τεσσάρων ποσοστιαίων μονάδων αποτελεί την ελάχιστη επιβάρυνση του μισθωτή και χρησιμοποιείται μόνο για τους πολύ καλούς πελάτες. Είναι δηλαδή αντίστοιχο του PRIME RATE που εφαρμόζουν οι αμερικανικές τράπεζες. Η επιβάρυνση αυτή αυξάνεται ανάλογα για μισθωτές που παρουσιάζουν μεγαλύτερο κίνδυνο. Αν υποθέσουμε ότι το επιτόκιο δανεισμού της εταιρίας χρηματοδοτικής μισθώσεως είναι 15%, τότε η επιβάρυνση για το μισθωτή κλιμακώνεται ως εξής:

Για μισθωτές με ελάχιστο κίνδυνο $15+4=19\%$

Για μισθωτές με μέτριο κίνδυνο $15+5=20\%$

Για μισθωτές με αυξημένο κίνδυνο $15+\text{άνω του } 6=\text{άνω του } 21\%$

Θα πρέπει να τονισθεί ότι το παράδειγμα είναι απόλυτα ενδεικτικό και δεν δίνει κατ' ανάγκη το πρότυπο περιθώριο λειτουργίας ή το πρότυπο κόστος για τον εκμισθωτή.

Στη συνέχεια αφού προσδιορισθεί το τεκμαρτό επιτόκιο (επιτόκιο δανεισμού + περιθώριο λειτουργίας) υπολογίζεται, βάσει του τύπου που δίνεται στη σημείωση 4 του κεφαλαίου II, το μίσθωμα που θα καταβάλλει ο μισθωτής.

ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΕΩΣ

Στο κεφάλαιο αυτό δίδεται μια συνοπτική επισκόπηση των μεθόδων που εφαρμόζονται στη λογιστική απεικόνιση της χρηματοδοτικής μισθώσεως, χωρίς όμως να προχωρήσουμε σε τεχνικές λεπτομέρειες, οι οποίες δεν ενδιαφέρουν τον μη ειδικό.

Για τον εκμισθωτή το κυριότερο πρόβλημα κατά τη λογιστική απεικόνιση της χρηματοδοτικής μισθώσεως, είναι η κατανομή του εισοδήματος (μισθωμάτων) μέσα στην περίοδο που καλύπτει η μίσθωση.

Για το μισθωτή εξάλλου, το κύριο πρόβλημα είναι η εμφάνιση των υποχρεώσεων του, που απορρέουν από την μίσθωση παγίων στοιχείων, στον ισολογισμό. Αν δηλαδή, οι υποχρεώσεις αυτές θα αναφερθούν σε υποσημείωση στον ισολογισμό ή αν το μισθωμένο πάγιο στοιχείο θα περιληφθεί, με κατάλληλη επεξήγηση φυσικά, στον ενεργητικό και οι υποχρεώσεις από μισθώματα, στο παθητικό του ισολογισμού.

1. Η Εταιρία χρηματοδοτικής μισθώσεως

Στην περίπτωση της εταιρίας εκμισθώσεως οι αποδεκτές διεθνώς μέθοδοι λογιστικής απεικόνισης είναι η χρηματοοικονομική (FINANCING METHOD) και η λειτουργική (OPERATING METHOD).

Στην χρηματοοικονομική μέθοδο τα έσοδα από μισθώματα που εμφανίζονται σε κάθε χρονική περίοδο δεν αντιστοιχούν στις εισπράξεις της περιόδου, αλλά ακολουθούν μια φθίνουσα τάση, ανάλογη με την απομείωση της αξίας του πάγιου στοιχείου.

Αντίθετα, στη λειτουργική μέθοδο τα έσοδα κάθε περιόδου αντιστοιχούν με τα πράγματι εισπραττόμενα μισθώματα.

Σύμφωνα με τη χρηματοοικονομική μέθοδο, δεν εμφανίζεται στον ισολογισμό η καθαρή αξία των εκμισθωμένων παγίων (κόστος κτήσεως μείον αποσβέσεως) αλλά το σύνολο των εισπρακτέων μισθωμάτων. Αντίθετα, η λειτουργική μέθοδος, που ακολουθεί τις αρχές της παραδοσιακής λογιστικής, εμφανίζει στο ενεργητικό την καθαρή αξία των εκμισθωμένων παγίων. Η βασική διαφορά είναι ότι η χρηματοοικονομική μέθοδος θεωρεί τη χρηματοδοτική μίσθωση ως χρηματοοικονομική συναλλαγή και αναγνωρίζει ότι η επένδυση του μισθωτή δεν αντιπροσωπεύεται από το πάγιο στοιχείο, του οποίου η χρήση εν πάση περιπτώσει ανήκει στο μισθωτή, αλλά από το σύνολο των εισπρακτέων μισθωμάτων, τα οποία καλύπτουν την αρχική επένδυση του εκμισθωτή στο πάγιο στοιχείο και το κόστος του χρήματος (περιλαμβανομένου του περιθωρίου κέρδους) του επενδεδυμένου κεφαλαίου στο πάγιο στοιχείο.

Επίσης θα πρέπει να διευκρινισθεί, ότι σε πολλές χώρες η φορολογική νομοθεσία ή άλλες διατάξεις, συχνά δεν επιτρέπουν την εφαρμογή της χρηματοοικονομικής μεθόδου στα επίθημα βιβλία της εταιρίας. Στις περιπτώσεις αυτές εφαρμόζονται οι ισχύουσες λογιστικές αρχές, οι οποίες πρόσκεινται πολύ περισσότερο προς τη λειτουργική μέθοδο, αλλά παράλληλα στην πράξη καταρτίζονται οι λογαριασμοί σύμφωνα και με τη χρηματοοικονομική μέθοδο για την ενημέρωση των μετόχων, δανειστών κ.λ.π. της εταιρίας εκμισθώσεως.

Θα πρέπει να σημειωθεί, ακόμα, ότι υπάρχουν αρκετές διαφορές στη λογιστική μεταχείριση της χρηματοδοτικής μισθώσεως μεταξύ των ΗΠΑ, της Αγγλίας και των Δυτικο-ευρωπαϊκών Χωρών. Οι διαφορές όμως αυτές είναι κυρίως τεχνικής φύσεως.

Στις ΗΠΑ, η κατευθυντήρια οδηγία του Μαΐου 1966 του Συμβουλίου Λογιστικών Αρχών συνιστά τη χρησιμοποίηση της χρηματοοικονομικής μεθόδου όπου το εισόδημα του εκμισθωτή μεταβάλλεται (μειούμενο) ανάλογα με την ακάλυπτη αξία της επενδύσεως του στο εκμισθούμενο πάγιο στοιχείο.

Στη Μεγάλη Βρετανία, το Σώμα Ορκωτών Λογιστών της Αγγλίας και Ουαλίας συνέστησε το 1964 την εφαρμογή της χρηματοοικονομικής μεθόδου στην περίπτωση των πωλήσεων με δόσεις (HIRE - PURCHASE). Τη σύσταση αυτή, παρ' όλο που αφορούσε έναν άλλο τομέα, την υιοθέτησαν οι περισσότερες εταιρίες χρηματοδοτικής μισθώσεως της χώρας αυτής.

Το βασικό κριτήριο για την επιλογή της χρηματοοικονομικής μεθόδου ή της λειτουργικής μεθόδου είναι η όσο το δυνατόν πιο ακριβής απεικόνιση του εισοδήματος του εκμισθωτή σε κάθε χρήση, μέσα στην περίοδο που καλύπτει η εκμίσθωση του πάγιου στοιχείου.

Η χρηματοοικονομική μέθοδος θεωρείται πιο ενδεδειγμένη όταν ισχύουν οι εξής προϋποθέσεις:

α. Ο μισθωτής έχει αναλάβει την υποχρέωση καταβολής ενός μισθώματος, το οποίο

είναι επαρκές να καλύψει την επένδυση του εκμισθωτή στο εκμισθούμενο στοιχείο, το δε ενδεχόμενο να μην μπορέσει να τηρήσει την υποχρέωση αυτή είναι σχετικά περιορισμένο.

β. Το μίσθωμα το οποίο περιλαμβάνει το περιθώριο λειτουργίας (δηλαδή τον τόκο επί του κεφαλαίου που έχει επενδυθεί στο πάγιο στοιχείο, τις δαπάνες λειτουργίας της εταιρίας χρηματοδοτικής μισθώσεως, και το ποσό της προβλέψεως για ενδεχόμενες ζημιές) είναι επαρκές για να δώσει ένα λογικό κέρδος σε σχέση με το επενδυμένο κεφάλαιο.

γ. Ο εκμισθωτής αναλαμβάνει μόνο τον πιστωτικό κίνδυνο, ο οποίος πρέπει να είναι σχετικά περιορισμένος και τον, επίσης περιορισμένο, κίνδυνο σχετικά με την υπολειμματική αξία του εκμισθούμενου στοιχείου.

δ. Ο μισθωτής αναλαμβάνει όλους τους κινδύνους που έχουν σχέση με την ιδιοκτησία ενός πάγιου στοιχείου (π.χ. κίνδυνος καταστροφής από πυρκαϊά κ.λ.π. ευθύνες εργατικών ατυχημάτων οικονομική απαξίωση κ.λ.π.).

Στην περίπτωση που το μίσθωμα είναι ανεπαρκές για να καλύψει την επένδυση του εκμισθωτή στο εκμισθούμενο στοιχείο, ή η είσπραξη των σχετικών μισθωμάτων είναι αβέβαιη, τότε ο εκμισθωτής αναλαμβάνει τον κίνδυνο της οικονομικής απαξίωσης. Δηλαδή, για να επανακτηθεί το επενδεδυμένο κεφάλαιο του και να επιτύχει ένα κέρδος, θα πρέπει ή να επανεκμισθώσει ή να εκποιήσει το πάγιο στοιχείο. Σ' αυτές τις περιπτώσεις η λειτουργική μέθοδος είναι πιο ενδεδειγμένη.

Οι βασικές διαφορές, όπως ήδη αναφέρθηκε, μεταξύ των δύο μεθόδων είναι ο τρόπος απεικόνισης του εκμισθωμένου παγίου στο ενεργητικό και η κατανομή, σε κάθε χρήση, του συνόλου των μισθωμάτων ως έσοδο στο λογαριασμό αποτελεσμάτων.

Ως προς το λογαριασμό αποτελεσμάτων, αν υποθέσουμε ότι ένα πάγιο στοιχείο εκμισθώνεται για πέντε χρόνια με ετήσιο μίσθωμα 200.000 δραχμές, το ετήσιο έσοδο της εταιρίας εκμισθώσεως, βάσει της λειτουργικής μεθόδου, θα είναι προφανώς 200.000 δραχμές. Αντίθετα, αν εφαρμοσθεί η χρηματοοικονομική μέθοδος, τα ετήσια έσοδα θα εμφανίζουν φθίνουσα τάση, ανάλογη με την απομείωση της αξίας του εκμισθωμένου παγίου και υπολογίζονται ως εξής:

α. Αθροίζονται οι χρονικές περίοδοι της μισθώσεως. Δηλαδή στην περίπτωση που προβλέπεται ετήσιο μίσθωμα για πέντε χρόνια, το άθροισμα θα είναι $14-24-3+4+5 = 15$.

β. Κατανέμεται το συνολικό μίσθωμα της πενταετίας 1.000.000 δραχμών, σε κάθε χρόνο με τον ακόλουθο τρόπο:

(α) Χρηματοοικονομική μέθοδος

(i) Εισπρακτέα μισθώματα: Περιλαμβάνεται το σύνολο των μισθωμάτων μείον τα μισθώματα που ήδη εισπράχθηκαν. Το υπόλοιπο του λογαριασμού αυτού αυξάνεται με το ποσό των εισπρακτέων μισθωμάτων, μόλις υπογραφεί νέα χρηματοδοτική μίσθωση και μειώνεται με κάθε είσπραξη μισθώματος ή με τη φυσιολογική ή πρόωρη λήξη της μισθώσεως.

(ii) Καθαρή υπολειμματική αξία: περιλαμβάνεται η εκτιμώμενη εμπορική αξία του πάγιου στοιχείου από τέλος της μισθώσεως μείον τυχόν ήδη εισπραχθέντα μισθώματα για την περίοδο ανανέωσης της μισθώσεως.

(iii) Πρόβλεψη κερδών: Περιλαμβάνεται η διαφορά μεταξύ του συνόλου των μισθωμάτων (πλέον της υπολειμματικής αξίας) και της αξίας κτήσεως των

εκμισθωμένων παγίων. Η διαφορά αυτή θα εμφανισθεί μελλοντικά σαν "έσοδα εκμισθώσεως" στον λογαριασμό αποτελεσμάτων.

(iv) Πρόβλεψη φόρων: Περιλαμβάνονται οι "φόροι πληρωτέοι" όπως εμφανίζονται στο λογαριασμό αποτελεσμάτων που καταρτίζεται σύμφωνα με τη λειτουργική μέθοδο.

(v) Προκαταβολές μισθωμάτων: Αν η σύμβαση Εκμισθώσεως προβλέπει την προκαταβολή ορισμένων μισθωμάτων, το σχετικό ποσό εμφανίζεται σ' αυτόν τον λογαριασμό.

(vi) Διαφορά φόρου: Περιλαμβάνεται η κατ' εκτίμηση φορολογική υποχρέωση που προκύπτει από τη διαφορά του εισοδήματος όπως υπολογίζεται με τη χρηματοοικονομική μέθοδο και τη λειτουργική μέθοδο.

(vii) Έσοδα εκμισθώσεως: Περιλαμβάνονται τα έσοδα από την εκμίσθωση που αντιστοιχούν στη συγκεκριμένη χρήση. Η κατανομή σε κάθε χρήση γίνεται με τη μέθοδο που αναφέρθηκε πιο πάνω.

(viii) Κέρδη (ζημιές) από εκποίηση εκμισθωμένων ακινήτων: Το μέγεθος αυτό υπολογίζεται ως εξής:

Εισπρακτέα μισθώματα

Πλέον Υπολειμματική αξία

Μείον Μη εισπραχθέντα μισθώματα

Μείον Έσοδα από πώληση παγίων στοιχείων.

(ix) Πρόβλεψη ζημιών: Αντιστοιχεί με την "πρόβλεψη για υποτίμηση στοιχείων του ενεργητικού" που εμφανίζεται στους λογαριασμούς των Τραπεζών και υπολογίζεται ως ποσοστό επί του υπολοίπου των εισπρακτέων μισθωμάτων.

(x) Πρόβλεψη φόρων: Περιλαμβάνεται ο προβλεπόμενος φόρος εισοδήματος επί των καθαρών κερδών προς διανομή, όπως υπολογίζεται με τη χρηματοοικονομική μέθοδο.

β. Λειτουργική Μέθοδος

Τα περισσότερα κονδύλια ή έχουν ήδη επεξηγηθεί πιο πάνω σε σχέση με την, χρηματοοικονομική μέθοδο, ή δεν χρειάζονται επεξήγηση. Όπως έχει ήδη τονισθεί, τα κύρια χαρακτηριστικά της μεθόδου αυτής είναι η εμφάνιση της καθαρής αξίας (μετά από αποσβέσεις) των εκμισθωμένων παγίων στο ενεργητικό και των πράγματι εισπραχθέντων ενοικίων στο λογαριασμό αποτελεσμάτων. Η μέθοδος αυτή ακολουθεί τις αρχές της παραδοσιακής λογιστικής και, όπως είναι φυσικό, η κατάταξη των κονδυλίων και η ονοματολογία παρουσιάζουν διαφορές, ανάλογα με την πρακτική που ισχύει σε κάθε χώρα.

ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΑΡΣΕΥΤΗΣ ΠΑΠΑΝΑΣΤΑΣΑΤΟΣ
ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΤΑΜΟΥΛΗ Α. 1990

ΔΕΛΤΙΟ ΕΝΩΣΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ 1989 Γ-Δ
ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΑΛΕΞΑΝΔΡΕΙΑ - ΑΘΗΝΑ

FACTORING – FORFEITING Γ. ΜΗΤΣΙΟΠΟΥΛΟΥ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΛΑ
ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΛΑ 1.1.1994 , ΣΕΛ.93-95

Πρώτος χρόνος	δρχ. $1.000.000 \times \frac{1}{15} =$ δρχ.	333.333
Δεύτερος χρόνος	" $1.000.000 \times \frac{4}{15} =$ δρχ.	266.667
Τρίτος χρόνος	" $1.000.000 \times \frac{3}{15} =$ δρχ.	200.000
Τέταρτος χρόνος	" $1.000.000 \times \frac{2}{15} =$ δρχ.	133.333
Πέμπτος χρόνος	" $1.000.000 \times \frac{1}{15} =$ δρχ.	66.667
		δρχ. 1.000.000

Δίνονται, πιο κάτω, οι απλοποιημένοι ισολογισμοί και λογαριασμοί αποτελεσμάτων που αντιστοιχούν στις δύο μεθόδους λογιστικής απεικόνισης της χρηματοδοτικής μισθώσεως:

Χρηματο-οικονομική Μέθοδος	Λειτουργική Μέθοδος
Ισολογισμός	Ισολογισμός
Ενεργητικό:	Ενεργητικό:
Εισπρακτέα μισθώματα	Εκμισθωμένα πάγια στοιχεία
Καθαρή υπολειμματική αξία	Μείον Αποσβέσεις
Πρόβλεψη κερδών	
Παθητικό:	Παθητικό:
Κεφάλαιο και αποθεματικά	Κεφάλαια & αποθεματικά
Μακροπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	Μακροπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις
Πρόβλεψη φόρων	Πρόβλεψη φόρων
Προκαταβολές μισθωμάτων	Προκαταβολές μισθωμάτων

ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ:

Λόγω των εξελίξεων στο παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον έχουμε μια πληθώρα νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων. Τα χρηματοοικονομικά αυτά μέσα περιλαμβάνουν τα SWAPS, τα OPTIONS, το LEASING, το FORFAITING, το FACTORING καθώς και το HEADING. Υπάρχουν διαφορές μεταξύ τους όσον αφορά τις συμφωνίες που γίνονται μεταξύ των συναλλασσομένων. Τα σημαντικότερα είναι τα SWAPS, τα OPTIONS και το LEASING γι' αυτό και στην πτυχιακή έχει γίνει εκτενέστερη ανάλυση αυτών. Όπως έχει ειπωθεί για κάθε ένα μέσο υπάρχουν ειδικές κατηγορίες, η τελική επιλογή για το πιο χρηματοοικονομικό μέσο θα χρησιμοποιηθεί αφορά τον εκάστοτε συναλλασσόμενο και αυτό που επιδιώκει να πετύχει.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- **ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΑΡΣΕΥΤΗΣ ΠΑΠΑΝΑΣΤΑΣΑΤΟΣ
ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΤΑΜΟΥΛΗ Α. 1990**
- **ΔΕΛΤΙΟ ΕΝΩΣΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ 1989 Γ-Δ
ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΑΛΕΞΑΝΔΡΕΙΑ - ΑΘΗΝΑ**

**ΕΙΔΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΕΩΣ Ι. ΑΠΟΣΤΟΛΟΥ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΛΑ
1.1.1994 ,**

- **ΘΕΩΡΙΑ ΚΑΙ ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΕΩΣ ΧΑΤΖΗΠΑΥΛΟΥ-ΓΟΝΤΙΚΑ
ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΠΑΠΑΖΗΣΗΣ ΑΘΗΝΑ 1989**
- **ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΗ Γ. ΠΑΠΙΟΥΛΙΑΣ
ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΛΑ 1.1.1990 ,**
 - **ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΗΣ Ε.Ο.Κ. ΕΝΟΨΕΙ 1992
Ι. ΖΑΒΒΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΛΑ 1-1-1989**
 - **FACTORING – FORFEITING Γ. ΜΗΤΣΙΟΠΟΥΛΟΥ
ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΑΚΚΟΥΛΑ 1.1.1994**
 - **ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΕΘΝΗΣ, Δ. ΓΕΡΜΙΔΗΣ
ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΠΑΠΑΖΗΣΗΣ**
 - **ΠΕΡΙΟΔΙΚΟ THE ECONOMIST 18 ΜΑΡΤΙΟΥ 1989**
 - **ΤΡΙΜΗΝΙΑΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗ ΤΡΑΠΕΖΑΣ**