

Η ΧΡΗΣΗ ΤΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΑΠΟ ΤΟΥΣ ΘΕΣΜΙΚΟΥΣ ΚΑΙ ΤΟΥΣ ΙΔΙΩΤΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α.

Νικόλαος Παύλου, Γεώργιος Μπλάνας
ΤΕΙ Λάρισας

Περίληψη

Τα τελευταία χρόνια οι μεγάλες αυξομειώσεις των αγορών και η πιο οργανωμένη λειτουργία των εταιριών έχει οδηγήσει στην εξεύρεση εναλλακτικών πηγών κέρδους. Μία από αυτές τις πηγές είναι και τα καινοτόμα χρηματοοικονομικά εργαλεία, τα παράγωγα. Αυτά δίνουν τη δυνατότητα στους επενδυτές να μειώσουν τον κίνδυνο. Επειδή η αγορά αυτή στην Ελλάδα βρίσκεται σχετικά σε εμβρυακό επίπεδο, αυτό δίνει το έναυσμα για την περαιτέρω ανάλυσή της. Συγκεκριμένα σε αυτή την έρευνα συντάχθηκε ένα ερωτηματολόγιο βασισμένο σε αντίστοιχες προηγούμενες έρευνες για τις προτιμήσεις των εισηγμένων εταιριών στο ΧΑΑ, των θεσμικών επενδυτών και των ιδιωτών επενδυτών. Για το σκοπό αυτό ερευνήθηκε η χρήση ή μη των παραγώγων, οι λόγοι χρήσης, τα είδη των παραγώγων και ο έλεγχος, η αποτίμηση και οι πρακτικές διαχείρισης του κινδύνου. Συμπεράναμε ότι η χρήση των παραγώγων στην Ελλάδα βρίσκεται σε πολύ χαμηλά επίπεδα και η βασική αιτία είναι η έλλειψη ενημέρωσης πάνω σε αυτά τα προϊόντα.

Λέξεις Κλειδιά: Αγορά Παραγώγων, Διαχείριση Κινδύνου, Αντιστάθμιση, Θεσμικοί Επενδυτές, Ελλάδα

Εισαγωγή

Η μεταβλητότητα των οικονομικών αγορών μπορεί να επηρεάσει την απόδοση μιας εταιρίας σε σημαντικό βαθμό, ή ακόμη και να την οδηγήσει στη χρεοκοπία (Saito and Schiozer, 2005). Τις προηγούμενες δεκαετίες οι επενδυτές αποδέχονταν τη διακύμανση των τιμών ή τις αλλαγές στα μακροοικονομική πολιτική ως τη βασική αιτία για τη φτωχή απόδοση της εταιρίας, αλλά σήμερα οι διαχειριστές έχουν καταφέρει να ελέγξουν αυτού του είδους τους κινδύνους (Al-Masry, 2006). Η πτώση του Bretton Woods και η αλλαγή της νομισματικής πολιτικής από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής αποτέλεσαν τη βασική αιτία για τις μεγάλες αυξομειώσεις των αγορών (Tsetsekos and Varangis, 2000). Με τις αλλαγές των συναλλαγματικών τιμών ο ανταγωνισμός μεταξύ των χωρών γίνεται όλο και πιο έντονος και τυχόν αλλαγές στις τιμές των προϊόντων οδηγούν και σε αλλαγές στις τιμές των πρώτων υλών και σε αυξημένο κόστος παραγωγής. Όσον αφορά στις αλλαγές των επιτοκίων, αυτές μπορούν να οδηγήσουν σε οικονομική εξαθλίωση και σε αυξημένο κόστος δανεισμού. Αυτές αποτελούν τις βασικότερες αιτίες για τη δημιουργία των καινοτόμων χρηματοοικονομικών προϊόντων, των παραγώγων.

Πολλές αναπτυσσόμενες χρηματοοικονομικές αγορές ίδρυσαν μία οργανωμένη αγορά παραγώγων κυρίως επειδή η χρήση παραγώγων οδηγεί στην καλύτερη διαχείριση των αυξομειώσεων των τιμών, κάτι που έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση του κινδύνου, συναλλαγματικού και επιτοκιακού (Levine, 1997). Η αγορά αυτή είναι mark-to-market, δηλαδή η εκκαθάριση γίνεται στο τέλος κάθε ημέρας, οδηγώντας στη γρηγορότερη διακίνηση των πληροφοριών και την αποτελεσματικότητα της αγοράς. Η χρήση των παραγώγων εκτινάχθηκε κατά τη δεκαετία του 1980 από εταιρίες, θεσμικούς επενδυτές αλλά και από ιδιώτες επενδυτές (McAllister and Mansfield, 1998). Οι οργανωμένες αγορές σήμερα έχουν φθάσει αισίως τις 75. Ο συνολικός τζίρος των παραγώγων διεθνώς

υπολογίζεται στα 200 τρισεκατομμύρια δολάρια, ποσό 100 φορές μεγαλύτερο από αυτό προ 30 ετών (Stulz, 2004).

Η ελληνική αγορά παραγώγων ιδρύθηκε το 1997 σύμφωνα με το νόμο 2533/97. Το μετοχικό κεφάλαιο ανήλθε σε 3 δισεκατομμύρια ονομαστικές μετοχές. Η αγορά ξεκίνησε τη λειτουργία καθώς πληρούσε τα κριτήρια της μελέτης Barclays's και Noll's (1994):

- Ο λόγος της αξίας συναλλαγών προς τη συνολική κεφαλαιοποίηση θα πρέπει να είναι $\geq 25\%$ για τα τελευταία τρία χρόνια πριν από την έναρξη λειτουργίας της Αγοράς Παραγώγων.
- Η συνολική κεφαλαιοποίηση της Αγοράς πρέπει να έχει ξεπεράσει τα \$20 δις (27,2 δις €).
- Ο λόγος της συνολικής κεφαλαιοποίησης προς το ΑΕΠ θα πρέπει να είναι αυξανόμενος (www.adex.ase.gr).

Το 1999 τα μέλη της αγοράς ήταν μόλις 20, ενώ το 2005 ανήλθαν στα 55. Οι συναλλαγές συμβολαίων το 1999 ανέρχονταν σε €48.877 ενώ το 2005 ανήλθαν σε €5.333.804. Επιπλέον οι λογαριασμοί επενδυτών ήταν μόλις 325 ενώ το 2005 ανήλθαν στους 27.399. Το 1999 στην αγορά διαπραγματεύονταν μόνο ΣΜΕ στον δείκτη FTSE/ASE-20 ενώ σήμερα διαπραγματεύονται ΣΜΕ επί του δείκτη FTSE/ASE-40 και επί μετοχών, Δικαιώματα Προαίρεσης, Ανταλλαγές Υποχρεώσεων, Σύμφωνα Επαναγοράς και Repos (www.adex.ase.gr).

Ο σκοπός αυτής της έρευνας είναι ο εντοπισμός των προτιμήσεων των εισηγμένων εταιριών στο ΧΑΑ καθώς και των θεσμικών επενδυτών και ιδιωτών επενδυτών όσον αφορά στα παράγωγα. Συγκεκριμένα ερευνάται κατά πόσο χρησιμοποιούν τα παράγωγα, ποια προϊόντα προτιμούν, τους λόγους χρήσης αυτών, κάθε πότε κάνουν καταγραφή του χαρτοφυλακίου καθώς και αν κάνουν αξιολόγηση του κινδύνου και ποιες μεθόδους χρησιμοποιούν. Για την περάτωση αυτής της έρευνας, το κείμενο χωρίζεται στις παρακάτω ενότητες. Πρώτον γίνεται μια εισαγωγή στα παράγωγα και στην Ελληνική αγορά παραγώγων και δεύτερον γίνεται μια σύντομη αναφορά στη σχετική βιβλιογραφία. Τρίτον περιγράφεται η μεθοδολογία και η σύνταξη του ερωτηματολογίου και μετά ακολουθεί η στατιστική ανάλυση. Τέλος γίνεται μία συμπερασματική αξιολόγηση της χρήσης των παραγώγων από τους εμπλεκόμενους φορείς στο ΧΑΑ.

Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας

Οι περισσότερες από τις προηγούμενες έρευνες έχουν ως βάση τις μελέτες των Bodnar, Hayt Marston and Smithson (1995) και του Phillips (1995). Συγκεκριμένα οι πιο αντιπροσωπευτικές έρευνες όσον αφορά τη χρήση ή μη των παραγώγων έχουν περατωθεί από τους Al-Masry, 2006; Alkeback, Hagelin and Pramborg, 2006; Saito and Schiozer, 2005; Benson and Barry, 2004; Bartram, Brown and Fehle, 2004; Bodnar and Gebhardt, 1998. Οι Benson and Barry, 2004 παίρνοντας ερωτηματολόγια από 500 εισηγμένες εταιρίες, έφτασαν στο συμπέρασμα ότι το 76% (380) χρησιμοποιούν τα παράγωγα ενώ το 24% (120) δεν κάνουν χρήση αυτών. Ο πιο σημαντικός λόγος για τη χρήση αυτών είναι η μείωση των διακυμάνσεων των ταμειακών ροών και δεύτερον η μείωση των διακυμάνσεων των λογιστικών κερδών. Κυρίως χρησιμοποιούν τα forwards για την αντιστάθμιση συναλλαγματικού κινδύνου και τα swaps για την αντιστάθμιση του επιτοκιακού κινδύνου.

Ο Al-Masry, 2006 έλαβε απαντήσεις από 173 Βρετανικές εισηγμένες εταιρίες εκ των οποίων το 67% (116) χρησιμοποιεί παράγωγα ενώ το 33% (57) όχι. Παράδοξο αποτελεί το γεγονός ότι μόλις το 56,25% των μεγάλων εταιριών κάνει χρήση αυτών των εργαλείων. Τα ποσοστά για

μεσαίες και μικρές εταιρίες είναι 33% και 10% αντίστοιχα. Χρήση κάνουν κυρίως εταιρίες από τον κλάδο των τηλεπικοινωνιών, της αυτοκινητοβιομηχανίας και της ηλεκτρικής ενέργειας. Οι λόγοι χρήσης των παραγώγων εστιάζονται στη μείωση των διακυμάνσεων των ταμειακών ροών και στη βελτίωση της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής. Όπως και παραπάνω οι εταιρίες κυρίως χρησιμοποιούν τα forwards (29%) και τα swaps (23%).

Οι Bartram, Brown and Fehle, 2004 συμπεριέλαβαν 7319 εταιρίες από 50 χώρες από όλο τον κόσμο και βρήκαν ότι το 60,3% (4413) χρησιμοποιεί τα παράγωγα. Το 45,2% αυτών χρησιμοποιεί παράγωγα συναλλάγματος, το 33,1% παράγωγα επιτοκίων και μόλις το 10% παράγωγα επί εμπορευμάτων. Όσον αφορά το είδος των παραγώγων, κυρίως χρησιμοποιούν τα forwards ή futures για παράγωγα συναλλάγματος και τα swaps για παράγωγα επιτοκίου.

Μία συγκριτική μελέτη που σχεδιάστηκε από τους Bodnar and Gebhardt, 1998 και αφορούσε 197 Αμερικάνικες και 126 Γερμανικές εταιρίες έδειξε ότι το 56,9% (112) και 77,8% (98) των Αμερικάνικων και των Γερμανικών εταιριών αντίστοιχα χρησιμοποιεί τα παράγωγα. Επιπλέον συμπέραναν ότι όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος της εταιρίας, τόσο πιο συχνή η χρήση των παραγώγων. Η χρήση περιορίζεται κυρίως στις εταιρίες μετάλλων, ορυχεία και χημικές εταιρίες όσον αφορά την Αμερική, ενώ όσον αφορά τη Γερμανία η χρήση περιορίζεται στις υπηρεσίες, στις εταιρίες μετάλλων και στις βιομηχανικές. Κυρίως κάνουν χρήση παραγώγων συναλλάγματος και επιτοκίου και η βασική αιτία είναι μείωση των διακυμάνσεων των ταμειακών ροών και δεύτερον η μείωση των διακυμάνσεων των λογιστικών κερδών.

Ο Saito and Schiozer, 2005 έστειλαν 378 ερωτηματολόγια σε εισηγμένες Βραζιλιάνικες εταιρίες και λαμβάνοντας 78 απαντήσεις οδηγήθηκαν στο συμπέρασμα ότι 57% (42) εξ αυτών χρησιμοποιούν παράγωγα. Όπως και στις προηγούμενες έρευνες αποδεικνύεται όσο μεγαλύτερο το μέγεθος της εταιρίας τόσο μεγαλύτερη και πιο συχνή η χρήση αυτών των προϊόντων. Οι κυριότεροι λόγοι χρήσης των παραγώγων είναι τα διάφορα φορολογικά και λογιστικά ζητήματα και η ελαχιστοποίηση του κινδύνου, λόγοι τελείως διαφορετικοί από αυτούς που προτάθηκαν από τους Bodnar and Gebhardt για τις Γερμανικές και τις Αμερικάνικες εταιρίες. Πρωτόγνωρο αποτέλεσμα είναι και η χρήση των παραγώγων σε OTC αγορές από το 38,1% των εταιριών και μόνο το 2,4% των εταιριών κάνει χρήση παραγώγων σε οργανωμένες αγορές.

Τέλος οι Alkeböck, Hagelin and Pramborg, 2006 ερεύνησαν τη χρήση παραγώγων των εισηγμένων Σουηδικών εταιριών το 2003 και κάνουν σύγκριση με την αντίστοιχη έρευνα το 1996. Συγκεκριμένα, το 1996 το 52% έκαναν χρήση αυτών των εργαλείων ενώ το αντίστοιχο ποσοστό για το 2003 είναι 59%. Κυρίως χρησιμοποιούν τα swaps και τα forwards για την αντιστάθμιση του συναλλαγματικού κινδύνου και μόνο τα swaps για την αντιστάθμιση του επιτοκιακού κινδύνου. Οι λόγοι που χρησιμοποιούν το παράγωγα είναι η μείωση των διακυμάνσεων των λογιστικών κερδών και των ταμειακών ροών.

Μεθοδολογία

Για να μπορέσουμε να μελετήσουμε τη χρήση και την εξάπλωση των παραγώγων προϊόντων στην Ελλάδα, στάλθηκε ένα ερωτηματολόγιο στις Ελληνικές εισηγμένες εταιρίες, τους Θεσμικούς Επενδυτές και Έλληνες ιδιώτες επενδυτές μελετώντας διάφορα ζητήματα για τα παράγωγα και τις πρακτικές διαχείρισης κινδύνου. Επειδή η κάθε μία από τις τρεις ομάδες παρουσιάζει κάποια ιδιαίτερα χαρακτηριστικά, στάλθηκαν τρία διαφορετικά ερωτηματολόγια με μικρές διαφορές το ένα από το άλλο. Τα

ερωτηματολόγια βασίστηκαν σε εκείνο που σχεδιάστηκε από τους Bodnar, Hayt, Marston and Smithson, 1995.

Τα ερωτηματολόγια στάλθηκαν στους οικονομικούς διευθυντές όλων των εισηγμένων Ελληνικών εταιριών και των θεσμικών επενδυτών (συμπεριλαμβανομένων των Τραπεζών). Συγκεκριμένα στάλθηκαν 241 ερωτηματολόγια στις εταιρίες και 51 στους θεσμικούς επενδυτές. Οι απαντήσεις έφτασαν σε ικανοποιητικά ποσοστά, αντίστοιχα με εκείνα προηγούμενων ερευνών (Saito and Schiozer, 2005; Bodnar, Hayt and Marston, 1996; Phillips, 1985). 46 (19,1%) εταιρίες απάντησαν ενώ το αντίστοιχο νούμερο για τους θεσμικούς επενδυτές έφτασε το 18 (35,3%). Οι κυριότεροι τομείς έρευνας παρουσιάζονται αμέσως παρακάτω:

- Χρήση ή μη των παραγώγων προϊόντων.
- Ποια είδη προϊόντων χρησιμοποιούνται και ποιους κινδύνους επιδιώκουν να ελαχιστοποιήσουν.
- Λόγοι χρήσης παραγώγων ή μη.
- Τα κυριότερα ενδιαφέροντα όσον αφορά τα παράγωγα.
- Η αποτίμηση του χαρτοφυλακίου και τα χρονικά διαστήματα αυτής.
- Πρακτικές εκτίμησης του κινδύνου.

Όσον αφορά τα ερωτηματολόγια των ιδιωτών επενδυτών, αυτά στάλθηκαν μέσω των διευθυντών δύο χρηματιστηριακών εταιριών. Αυτή η διαδικασία ακολουθήθηκε γιατί οι χρηματιστηριακές εταιρίες τηρούν το απόρρητο των συναλλαγών των επενδυτών τους. Συνολικά λάβαμε 38 ερωτηματολόγια τα οποία προέρχονταν από διάφορες περιοχές της Ελλάδος (Αθήνα, Θεσσαλονίκη, Λάρισα, Ηράκλειο και Αγρίνιο). Από τους 38 επενδυτές οι 32 έκαναν χρήση των παραγώγων προϊόντων. Η ανάλυση των δεδομένων έγινε στο SPSS 14.0.

Αποτελέσματα

Όπως προαναφέρθηκε στάλθηκαν τρία διαφορετικά είδη ερωτηματολογίων έτσι ώστε να μπορέσουν να καλυφθούν οι ιδιαιτερότητες της κάθε ομάδας. Παρακάτω παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της ανάλυσης των ερωτηματολογίων για κάθε μία από τις τρεις ομάδες ξεκινώντας από τις εισηγμένες εταιρίες στο ΧΑΑ, συνεχίζοντας με τους θεσμικούς επενδυτές και τελειώνοντας με τους ιδιώτες επενδυτές.

Εταιρίες εισηγμένες στο ΧΑΑ

Από τις 46 εταιρίες που απάντησαν, οι 16 (34,78%) κάνουν χρήση των παραγώγων ενώ οι 30 (65,22%) απάντησαν αρνητικά. Όσον αφορά τη σχέση χρήσης των παραγώγων και του κλάδου δραστηριοποίησης, είναι εμφανές ότι δεν παρατηρείται κάποια ιδιαίτερη σχέση μεταξύ αυτών των δύο μεταβλητών (βλέπε παράρτημα, πίνακας 1). Συμπυκνώνοντας όμως τους κλάδους σε κατασκευές γενικά και υπηρεσίες, γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι οι περισσότερες εταιρίες δεν κάνουν χρήση των παραγώγων αντίθετα με αυτά που συμπέρανε ο Mallin, Ow-Yong and Reynolds, 2001 όπου το 60% των εταιριών κάνουν χρήση αυτών των εργαλείων.

Αντίθετα με την ασαφή σχέση μεταξύ χρήσης και κλάδου, η αντίστοιχη σχέση της χρήσης και μεγέθους της εταιρίας (σύμφωνα με το τζίρο) δείχνει ότι όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος της εταιρίας τόσο μεγαλύτερη η χρήση όπως συμπέρανε και ο Al-Masry, 2006 για τις Αγγλικές εισηγμένες εταιρίες. Επίσης ακριβώς η ίδια σχέση υπάρχει και μεταξύ της χρήσης και του δείκτη δραστηριοποίησης. Συγκεκριμένα το 87% των blue chips κάνει χρήση των παραγώγων. Τα σημαντικότερα ενδιαφέροντα των οικονομικών διευθυντών όσον αφορά τη χρήση

αποτελούν η δυσκολία ποσοτικοποίησης των κινδύνων καθώς και η έλλειψη γνώσης πάνω στα παράγωγα. Εξίσου σημαντική ανησυχία αποτελεί και ο πιστωτικός κίνδυνος.

Έχοντας αναφέρει τους βασικούς λόγους χρήσης των παραγώγων, ένα επιπλέον βασικό ζήτημα αποτελεί και το είδος των παραγώγων για την αντιστάθμιση συγκεκριμένων κινδύνων. Συγκεκριμένα τα προθεσμιακά συμβόλαια χρησιμοποιούνται για την αντιστάθμιση του συναλλαγματικού κινδύνου, οι ανταλλαγές υποχρεώσεων χρησιμοποιούνται για την αντιστάθμιση του επιτοκιακού κινδύνου και τα ΣΜΕ για την αντιστάθμιση του κινδύνου από τις αυξομειώσεις των μετοχών.

Όσον αφορά τις εταιρίες που απάντησαν πως δεν κάνουν χρήση των παραγώγων, έθεσαν ως την πιο βασική δικαιολογία το γεγονός ότι οι κίνδυνοι αντιμετωπίζονται αποτελεσματικότερα με άλλα μέσα καθώς και το γεγονός ότι οι συναλλαγματικές και οι επιτοκιακές εκθέσεις είναι ασαφείς. Επιπρόσθετα θέτουν και το γεγονός ότι το κόστος εγκατάστασης ενός προγράμματος για τα παράγωγα ξεπερνά τα οφέλη (βλέπε παράρτημα, πίνακας 2).

Οι κύριοι στόχοι από τη χρήση των παραγώγων σύμφωνα με τις απαντήσεις των εταιριών είναι η μείωση των διακυμάνσεων των λογιστικών κερδών καθώς και των ταμειακών ροών, στόχοι που έρχονται σε πλήρη συμφωνία με τις προηγούμενες έρευνες (Al-Masry, 2006; Benson and Barry, 2004). Ωστόσο για τον πιο πλήρη προγραμματισμό της λειτουργίας τους, οι εταιρίες αποτιμούν το χαρτοφυλάκιό τους. Συγκεκριμένα σχεδόν οι μισές (43,8%) αποτιμούν το χαρτοφυλάκιο τους σε καθημερινή βάση ενώ το 31,3% σε μηνιαία βάση. Αυτή η μεταβλητή αποδεικνύεται ότι δεν έχει κάποια ιδιαίτερη σχέση με το μέγεθος της εταιρίας (βλέπε παράρτημα, πίνακας 3).

Σήμερα που ο ανταγωνισμός είναι πολύ έντονος, η διαχείριση του κινδύνου αποτελεί ίσως το πιο σημαντικό κομμάτι στη λειτουργία μιας εταιρίας. Οι ελληνικές εταιρίες χρησιμοποιούν κυρίως τρεις μεθόδους, την αξία σε περίπτωση έκθεσης σε κίνδυνο, Value at Risk (VaR), την ανάλυση ευαισθησίας και την ανάλυση της χειρότερης περίπτωσης.

Για να μπορέσουμε να σχηματίσουμε μια πιο σαφή εικόνα αν υπάρχει κάποια σχέση μεταξύ της χρήσης ή όχι των παραγώγων και του κλάδου, του δείκτη, του προσωπικού, του μεγέθους, της ημερομηνίας ίδρυσης και εισαγωγής της εταιρίας στο ΧΑΑ και της λογιστικής αξίας της μετοχής. Για την εξαγωγή των αποτελεσμάτων χρησιμοποιήθηκαν οι έλεγχοι συσχέτισης και παλινδρόμησης. Ο έλεγχος συσχέτισης έδειξε πως υπάρχει σχέση μεταξύ της χρήσης και του κλάδου, του δείκτη και των ημερομηνιών ίδρυσης και εισαγωγής στο ΧΑΑ. Αλλά η σχέση αυτή δεν παρουσιάζει κάποια ισχυρή συσχέτιση, οπότε η χρήση της παλινδρόμησης κρίνεται απαραίτητη. Χρησιμοποιώντας ως εξαρτημένη μεταβλητή τη χρήση και ως ανεξάρτητες μεταβλητές τις υπόλοιπες μεταβλητές και τρέχοντας μια παλινδρόμηση διαπιστώνουμε ότι το μοντέλο είναι συμβατό για επίπεδο σημαντικότητας 95% (sig. = 0,047). Τα αποτελέσματα αυτής δείχνουν ότι μόνο η λογιστική αξία της μετοχής παρουσιάζει κάποια συσχέτιση με τη χρήση (sig. =0,084).

Οι λόγοι χρήσης και η σχέση τους με τις διάφορες μεταβλητές αποτελεί ένα επιπλέον σημαντικό ζήτημα. Συγκεκριμένα ο πίνακας συσχέτισης έδειξε πως υπάρχει άλλοτε θετική και άλλοτε αρνητική σχέση μεταξύ των μεταβλητών. Ο δείκτης παρουσιάζει ισχυρή θετική συσχέτιση, ο κλάδος παρουσιάζει άλλοτε θετική και άλλοτε αρνητική συσχέτιση ενώ το μέγεθος και το προσωπικό παρουσιάζουν αρνητική συσχέτιση με τους λόγους χρήσης. Τέλος χρησιμοποιώντας το κριτήριο χ^2 συμπεράναμε ότι όλες οι μεταβλητές είναι αμερόληπτες.

Θεσμικοί Επενδυτές

Οι θεσμικοί επενδυτές είναι οι δημιουργοί των παραγώγων και κάνουν χρήση αυτών είτε για δικό τους όφελος είτε για όφελος των πελατών τους. Τα σημαντικότερα ζητήματα που αφορούν τους θεσμικούς επενδυτές για τα παράγωγα είναι η ποσοτικοποίηση των κινδύνων, το εξειδικευμένο προσωπικό καθώς και η εμπειρία πάνω σε αυτά τα προϊόντα. Οι βασικότεροι λόγοι δημιουργίας των παραγώγων που αφορούν και τα παραπάνω σύμφωνα με τις απαντήσεις που λάβαμε είναι η ελαχιστοποίηση του κινδύνου, η βραχυπρόθεσμη χρονική τοποθέτηση (short term market timing) και η αποτελεσματικότερη διαχείριση του εισοδήματος. Τα παραπάνω έρχονται σε πλήρη συμφωνία με τα συμπεράσματα του Levich, Hayt and Ripston, 1999 για τους Αμερικανούς θεσμικούς επενδυτές.

Ο έλεγχος της χρήσης των παραγώγων είναι απαραίτητος σε κάθε μορφή εταιρίας αλλά στους θεσμικούς επενδυτές είναι επιτακτική ανάγκη καθότι εμπλέκονται περισσότεροι διαχειριστές. Σε αυτό αποσκοπεί και η ερώτηση για το ποιους περιορισμούς θέτει ο φορέας ως προς τη χρήση των παραγώγων και οι απαντήσεις έδειξαν ότι το 94% θέτουν τουλάχιστον έναν περιορισμό. Συγκεκριμένα οι περισσότεροι θέτουν την VaR, το Δ και την ενδεικτική αξία ως ποσοστό του ενεργητικού ως τους πιο σημαντικούς περιορισμούς (βλέπε παράρτημα, πίνακας 4).

Όσον αφορά τα διάφορα είδη προϊόντων που χρησιμοποιούν οι φορείς, οι απαντήσεις τους έδειξαν ακριβώς τα ίδια αποτελέσματα με εκείνα των εισηγμένων εταιριών στο ΧΑΑ. Συγκεκριμένα για την αντιστάθμιση του συναλλαγματικού κινδύνου, του επιτοκιακού κινδύνου και για την αντιστάθμιση του κινδύνου από τις αυξομειώσεις των μετοχών χρησιμοποιούν τα προθεσμιακά συμβόλαια, τις ανταλλαγές υποχρεώσεων και τα ΣΜΕ αντίστοιχα.

Η κυβερνητική πολιτική σήμερα αποτελεί πολύ σημαντικό κομμάτι και γι' αυτό τέθηκε στο ερωτηματολόγιο το θέμα από ποιον παρακολουθείται η χρήση των παραγώγων, κάθε πότε γίνεται αναφορά στους διαχειριστές χαρτοφυλακίου καθώς και ποιος αναλαμβάνει την αξιολόγηση του κινδύνου στο φορέα. Η χρήση των παραγώγων παρακολουθείται από τους ελεγκτές ελέγχου κινδύνου και τους διαχειριστές χαρτοφυλακίου όπως και η αξιολόγηση του κινδύνου. Όσον αφορά το διάστημα αναφοράς χρήσης των παραγώγων, οι περισσότεροι (70,5%) απάντησαν πως αναφέρουν κάθε μήνα ενώ οι υπόλοιποι (29,5%) απάντησαν καθημερινά ή όποτε χρειαστεί. Επιπλέον η διαχείριση του κινδύνου σήμερα γίνεται με διάφορες πρακτικές με πιο σημαντική τη VaR. Οι απαντήσεις που λάβαμε έδειξαν πως το 37,76% χρησιμοποιεί τη VaR, το 20,41% την ανάλυση ευαισθησίας και το 18,37% τη ανάλυση σεναρίου (βλέπε παράρτημα, γράφημα 1).

Έχοντας αναφέρει τα περιγραφικά στοιχεία, είναι απαραίτητη και μία συγκεντρωτική αναφορά των θεσμικών επενδυτών. Συγκεκριμένα χωρίζοντάς τους σε τρεις ομάδες, στις Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ), στις Τράπεζες και στις Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες (ΑΧΕ) και εφαρμόζοντας τον έλεγχο συσχέτισης και παλινδρόμησης ερευνούμε κατά πόσο συμπεριφέρονται το ίδιο ή παρουσιάζουν διαφορετική συμπεριφορά. Ο έλεγχος συσχέτισης δείχνει ότι ο κλάδος έχει ισχυρή θετική συσχέτιση με το κεφάλαιο ($\rho = 0,601$) και ισχυρή αρνητική συσχέτιση με χρονολογία ίδρυσης ($\rho = -0,727$). Η συσχέτιση του κλάδου με τους περιορισμούς είναι αξιοσημείωτη μόνο για τον περιορισμό Δ, Διάρκεια όπου παρουσιάζει

ισχυρή αρνητική συσχέτιση ($\rho = 0,674$). Η παλινδρόμηση με εξαρτημένη μεταβλητή τον κλάδο και ανεξάρτητες το κεφάλαιο και τη χρονολογία ίδρυσης έδειξε πως το μοντέλο είναι αποδεκτό σε επίπεδο εμπιστοσύνης 95% ($\text{sig.} = 0,004$). Το $R^2 = 0,53$ είναι σημαντικό, ενώ η χρονολογία ίδρυσης έχει συσχέτιση με τον κλάδο ($\text{sig.} = 0,035$), εν αντιθέσει με το κεφάλαιο που παρουσιάζει αναξιόπιστα αποτελέσματα ($\text{sig.} = 0,887$).

Ιδιώτες Επενδυτές

Οι ιδιώτες επενδυτές μπορούν να επενδύσουν μέσω των χρηματιστηριακών εταιριών. Τα ποσά που επενδύουν είναι πολύ μικρά σε σχέση με αυτά των δύο προηγούμενων ομάδων και έτσι δεν μπορούν να επηρεάσουν τις κινήσεις της αγοράς. Γι' αυτό το λόγο και οι ερωτήσεις που τους τέθηκαν είναι πολύ πιο απλές. Από τις 38 απαντήσεις που λάβαμε οι 32 (84,2%) απάντησαν πως κάνουν χρήση των παραγώγων. Από αυτούς που κάνουν χρήση, το 31,3% είναι απόφοιτοι ανώτατης εκπαίδευσης, το 28,1% είναι απόφοιτοι ανώτερης εκπαίδευσης και το 25% είναι κάτοχοι μεταπτυχιακού διπλώματος. Από αυτούς που δεν κάνουν χρήση, το 66,7% είναι απόφοιτοι δευτεροβάθμιας εκπαίδευσης.

Οι κυριότεροι λόγοι χρήσης των παραγώγων είναι η κερδοσκοπία (50%) και η αντιστάθμιση κινδύνου (31,3%), ενώ ο κυριότερος λόγος μη χρήσης είναι η έλλειψη γνώσεων πάνω στα παράγωγα. Όσον αφορά τα είδη των παραγώγων που διαπραγματεύονται, κυρίως προτιμούν τα ΣΜΕ, είτε ΣΜΕ επί δείκτη είτε επί μετοχής (βλέπε παράρτημα, πίνακας 5). Χαρακτηριστικό αποτελεί η μη χρήση των swaps. Η ερώτηση που αφορούσε την ποσότητα των πράξεων μηνιαίως έδειξε πως το 25% κάνει 1-5 πράξεις, το 34,4% κάνει 5-10 πράξεις, 37,5% κάνει 10-30 πράξεις και μόνο το 3,1% κάνει πάνω από 30 πράξεις.

Ρωτώντας τους επενδυτές τι κατά τη γνώμη τους θα μπορούσε να αυξήσει την συναλλακτική δραστηριότητα της Αγοράς Παραγώγων, λάβαμε ως την πιο βασική αλλαγή την ενημέρωση και την πρακτική-εξομίωση, απάντηση ίδια με αυτή που λάβαμε από τους μη χρήστες των παραγώγων. Στο παραπάνω συνηγορεί και το γεγονός ότι μόνο το 6,06% των επενδυτών επενδύει στα παράγωγα πριν το 2001 (βλέπε παράρτημα, γράφημα 2). Η πλειονότητα των επενδυτών (68,8%) άρχισε τη χρήση παραγώγων από το 2004 και μετά. Επιπλέον 18 (56,3%) κάνει χρήση παραγώγων και σε ξένες κεφαλαιαγορές.

Σε συνδυασμό με την παραπάνω ερώτηση έρχεται και αυτή που ρωτά σε ποια περίοδο δραστηριοποιήθηκαν περισσότερο στα παράγωγα οι επενδυτές και σύμφωνα με τις απαντήσεις συμπεραίνουμε ότι το 28,1% απάντησε πως δραστηριοποιήθηκε περισσότερο όταν το ΧΑΑ ήταν σε ισορροπία ενώ το 25% όταν το ΧΑΑ βρισκόταν σε περιόδους μεγάλων πτώσεων. Αυτά τα αποτελέσματα δείχνουν φυσιολογικά καθώς οι επενδυτές ψάχνουν εναλλακτικές πηγές κέρδους όταν το ΧΑΑ δεν αποφέρει κέρδη και ο κίνδυνος είναι μεγάλος. Η τελευταία ερώτηση αφορούσε την παρακολούθηση ή όχι κάποιου σεμιναρίου πάνω στα παράγωγα. Το 54,1% απάντησε πως έχει παρακολουθήσει κάποιο σεμινάριο και το 50% αυτών απάντησε πως το σεμινάριο διοργανώθηκε από χρηματιστηριακή εταιρία.

Τελευταίο πεδίο έρευνας αποτελεί η εξέταση τυχόν σχέση μεταξύ χρήσης ή μη παραγώγων με το επίπεδο εκπαίδευσης, το αριθμό πράξεων, η διάρκεια επένδυσης στο ΧΠΑ και η παρακολούθηση κάποιου σεμιναρίου μέσω του ελέγχου συσχέτισης και παλινδρόμησης. Ο έλεγχος συσχέτισης δείχνει συσχέτιση της χρήσης με την συμμετοχή σε σεμινάριο ($\rho = 0,429$). Η συσχέτιση της χρήσης με το επίπεδο εκπαίδευσης και τη διάρκεια επένδυσης στο ΧΠΑ είναι αρνητική ($\rho = -0,293$) και μηδενική αντίστοιχα. Ο έλεγχος παλινδρόμησης έδειξε πως το μοντέλο είναι αποδεκτό για επίπεδο εμπιστοσύνης 95% ($\text{sig.} = 0,026$). Η χρήση

επηρεάζεται μόνο από την παρακολούθηση σεμιναρίου (sig. = 0,077) ενώ οι άλλοι παράγοντες δεν δίνουν κάποια αξιόπιστα αποτελέσματα.

Συμπεράσματα

Αυτή η έρευνα παρουσίασε τα αποτελέσματα της ανάλυσης των ερωτηματολογίων που στάλθηκαν στις εισηγμένες εταιρίες στο ΧΑΑ, στους θεσμικούς επενδυτές και στους ιδιώτες επενδυτές προσπαθώντας να προσδιορίσει τους λόγους χρήσης των παραγώγων ή μη καθώς και τις πρακτικές διαχείρισης κινδύνων στην Ελληνική Αγορά.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι περισσότερες εταιρίες δεν κάνουν χρήση των παραγώγων και ανάλογα με το μέγεθός τους, οι μεγαλύτερες εταιρίες τείνουν να κάνουν περισσότερη χρήση των παραγώγων από ότι οι μεσαίες και οι μικρές. Το πιο σημαντικό ενδιαφέρον των εταιριών, είτε κάνουν χρήση είτε όχι, εστιάζεται στην έλλειψη ενημέρωσης στα παράγωγα καθώς και στην ποσοτικοποίηση των κινδύνων. Περισσότερο διαδεδομένα είναι τα προθεσμιακά συμβόλαια, οι ανταλλαγές υποχρεώσεων και τα ΣΜΕ. Στόχος των εταιριών με τη χρήση παραγώγων είναι να μειώσουν τις διακυμάνσεις των λογιστικών κερδών και των ταμειακών ροών. Για τον καλύτερο έλεγχο του χαρτοφυλακίου, οι εταιρίες κάνουν αποτίμηση αυτού, είτε καθημερινά είτε μηνιαία κυρίως με τρεις πρακτικές μεθόδους, τη VaR, την ανάλυση ευαισθησίας και την ανάλυση της χειρότερης περίπτωσης. Συγκεντρωτικά προσπαθήσαμε να εξετάσουμε κατά πόσο η χρήση ή όχι των παραγώγων επηρεάζεται από τις διάφορες μεταβλητές. Συμπεράναμε ότι υπάρχει κάποια συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών αλλά όχι ισχυρή. Μόνο ο δείκτης παρουσιάζει ισχυρή θετική συσχέτιση, πράγμα που δείχνει ότι οι εταιρίες που βρίσκονται στον ίδιο δείκτη συμπεριφέρονται παρόμοια.

Όσον αφορά τους θεσμικούς επενδυτές, τα κυριότερα ζητήματα που τους αφορούν είναι τα ίδια με αυτά των εταιριών μόνο που αυτοί την έλλειψη ενημέρωσης για τα παράγωγα την μετατρέπουν σε εμπειρία σε αυτόν τον τομέα. Επιπλέον οι κυριότεροι λόγοι δημιουργίας των παραγώγων είναι ελαχιστοποίηση του κινδύνου, η βραχυπρόθεσμη χρονική τοποθέτηση (short term market timing) και η αποτελεσματικότερη διαχείριση του εισοδήματος. Τα είδη των παραγώγων που χρησιμοποιούν είναι ακριβώς τα ίδια που αναφέρθηκαν παραπάνω για τις εισηγμένες εταιρίες στο ΧΑΑ. Ο έλεγχος της χρήσης είναι σημαντικός, γι' αυτό και θέτουν κάποιους περιορισμούς. Πιο συγκεκριμένα, όλοι θέτουν τουλάχιστον έναν περιορισμό με κυριότερους τη VaR, το Δ και ενδεικτική αξία ως ποσοστό του ενεργητικού. Η χρήση των παραγώγων παρακολουθείται από τους ελεγκτές ελέγχου κινδύνου και τους διαχειριστές χαρτοφυλακίου όπως και η αξιολόγηση του κινδύνου και η πλειονότητα (70,5%) αποτιμά το χαρτοφυλάκιο μηνιαία ενώ οι υπόλοιποι είτε σε καθημερινή βάση είτε όποτε χρειαστεί.

Τέλος οι ιδιώτες επενδυτές χρησιμοποιούν τα παράγωγα για κερδοσκοπία και για αντιστάθμιση κινδύνου ενώ όσοι δεν κάνουν χρήση αυτών φέρουν ως την πιο βασική αιτία την έλλειψη ενημέρωσης πάνω σε αυτά, απάντηση που λάβαμε και από τους χρήστες στην ερώτηση τι θα μπορούσε να αυξήσει τη συναλλακτική δραστηριότητα του ΧΠΑ. Κυρίως προτιμούν τα ΣΜΕ είτε επί δείκτη είτε επί μετοχής. Οι πράξεις που κάνουν μηνιαία κυμαίνονται από 1 έως 30 ενώ μόλις 1 επενδυτής απάντησε πως κάνει πάνω από 30 πράξεις. Όσον αφορά τη διάρκεια συμμετοχής στο ΧΠΑ, το 68,8% επενδύει στο ΧΠΑ από το 2004 και έπειτα ενώ μόλις το 6,3% επενδύει πριν το 2001. Επιπλέον οι περισσότεροι δραστηριοποιήθηκαν στο ΧΠΑ όταν το ΧΑΑ είτε βρισκόταν σε ισορροπία είτε έπεφτε ραγδαία, πράγμα φυσιολογικό γιατί οι επενδυτές ψάχνουν για εναλλακτικές πηγές κέρδους. Τέλος όσον αφορά τη σχέση της χρήσης

με τις υπόλοιπες μεταβλητές, το μόνο αξιοσημείωτο αποτέλεσμα είναι η συσχέτιση χρήσης και παρακολούθησης κάποιου σεμιναρίου ενώ όλες οι υπόλοιπες μεταβλητές δεν επηρεάζουν τη χρήση.

Αναφορές

- Al- Masry, A.A., 2006, "Derivatives Use and Risk Management Practices by UK Nonfinancial Companies", *Managerial Finance*, 32(2):137-159.
- Alkeback, P., N. Hagelin, and B. Pramborg, 2006, "Derivatives Usage by Non-financial Firms in Sweden 1996 and 2003: What has Changed?", *Managerial Finance*, 32(2):101-114.
- Bartram, S.M., G.W. Brown, and F.R. Fehle, 2004, "International Evidence on Derivatives Usage".
- Benson, K and D. Barry, 2004, "Management Motivation for Using Financial Derivatives in Australia", *Australian Journal of Management*, 29(2):225-242.
- Bodnar, G.M. and G. Gebhardt, 1998, "Derivatives Useage in Risk Management by U.S. Nonfinancial Firms: A Comparative Survey", *CFS Working Paper*, Nr. 98/17.
- Bodnar, G.M., G.S. Hayt, R.C. Marston, and N. Smithson, 1995, "How corporations use derivatives", *Financial Management*, 24(2):104-25.
- Levich, R.M., G.S. Hayt and B.A. Ripston, 1999, "Survey of Derivatives and Risk Management Practices by U.S. Institutional Investors" *New York University Stern of School of Business*.
- Levine, R., 1997, "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, 35:688-726.
- Mallin, C., K. Ow-Yong and M. Reynolds, 2001, "Derivatives usage in UK non- financial listed companies", *The European Journal of Finance*, 7:63-91.
- McAllister, P. and J. Mansfield, 1998, "Investment Property Portfolio Management and Financial Derivatives: Part 1", *Property Management*, 16(3):166-169.
- Phillips, A.L., 1995, "Derivatives practices and instruments survey", *Financial Management*, 24(2):115-125.
- Saito, R. and R.F. Schiozer, 2005, "Derivatives Usage and Risk Management by Non Financial Firms: A Comparison between Brazilian and International Evidence", Department of Finance, Fundação Getulio Vargas/EAESP and Central Bank of Brazil.
- Stulz, R., 2004, "Should we Fear Derivatives?".
- Tsetsekos, G. and P. Varangis, 2000, "Lessons in Structuring Derivatives Exchanges", *The World Bank Research Observer*, 15(1):85- 98.

Πηγές Internet

- Athens Derivatives Exchange (2003) *Derivatives_MSB_May2004.pdf* [online]. Available from: www.adex.ase.gr [15/04/2007].

Παράρτημα

Πίνακας 1: Χρήση Παραγώγων ανά Κλάδο_

Κλάδος	Χρήση Παραγώγων	Μη Χρήση Παραγώγων	Σύνολο
Πρώτες Ύλες & Πετρέλαιο, Φυσικό Αέριο	2	1	3
Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών % Βιομηχανικά Προϊόντα	3	1	4
Τρόφιμα & Ποτά	4	6	10
Προσωπικά Αγαθά & Εμπόριο	0	7	7
Μέσα Ενημέρωσης & Ταξίδια, Αναψυχή	2	6	8
Τηλεπικοινωνίες & Υπηρεσίες Κοινής Ωφέλειας	2	2	4
Ασφάλειες & Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες.	1	4	5
Τεχνολογία	1	1	2
Εταιρίες Επενδύσεων	1	2	3

Πίνακας 2: Παράγοντες για τη μη χρήση Παραγώγων

Παράγοντας	Πιο Σημαντικός Παράγοντας	Τρεις πιο Σημαντικοί Παράγοντες
Οι εκθέσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, στους επιτοκιακούς κινδύνους και στα προϊόντα δεν είναι σαφείς.	4 (16%)	34 (21,13%)
Οι κίνδυνοι αντιμετωπίζονται αποτελεσματικότερα με άλλα μέσα.	10 (40%)	55 (33,80%)
Έλλειψη ενημέρωσης για τα παράγωγα.	2 (8%)	11 (7,04%)
Δυσκολίες στην αποτίμηση και στην τιμολόγηση των παραγώγων.	0	3 (4,23%)
Ανησυχία για την λογιστική αντιμετώπιση των παραγώγων	0	6 (2,82%)
Ανησυχία για την αντίδραση των επενδυτών και του κοινού ως προς την χρήση παραγώγων.	0	3 (2,82%)
Το κόστος καθιέρωσης και εφαρμογής προγράμματος για τα παράγωγα ξεπερνά τα οφέλη.	5 (20%)	26 (15,49%)
Άλλος λόγος	4 (16%)	20 (12,66%)

Πίνακας 3: Διάστημα Αποτίμησης Χαρτοφυλακίου_

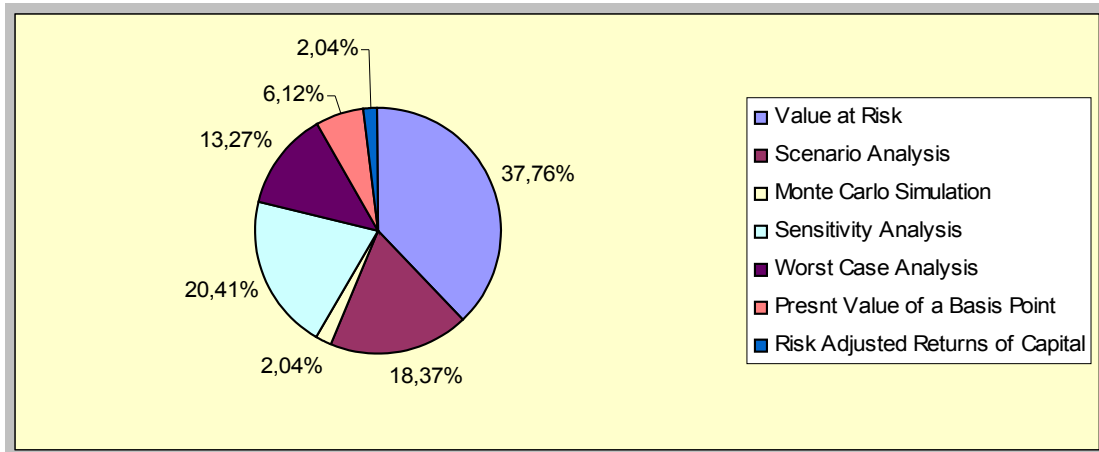
Μέγεθος Εταιρίας	Καθημερινά	Εβδομαδιαία	Μηνιαία	Ανά Δύο Μήνες	Τριμηνιαία	Χωρίς Προγραμματισμό
<100	2	0	0	0	2	0
101-500	1	0	2	0	0	0
501-1000	1	0	1	0	0	1
1001-3000	1	0	2	0	0	0
>3001	2	1	0	0	0	0

Πίνακας 4: Περιορισμοί στη Χρήση Παραγώγων_

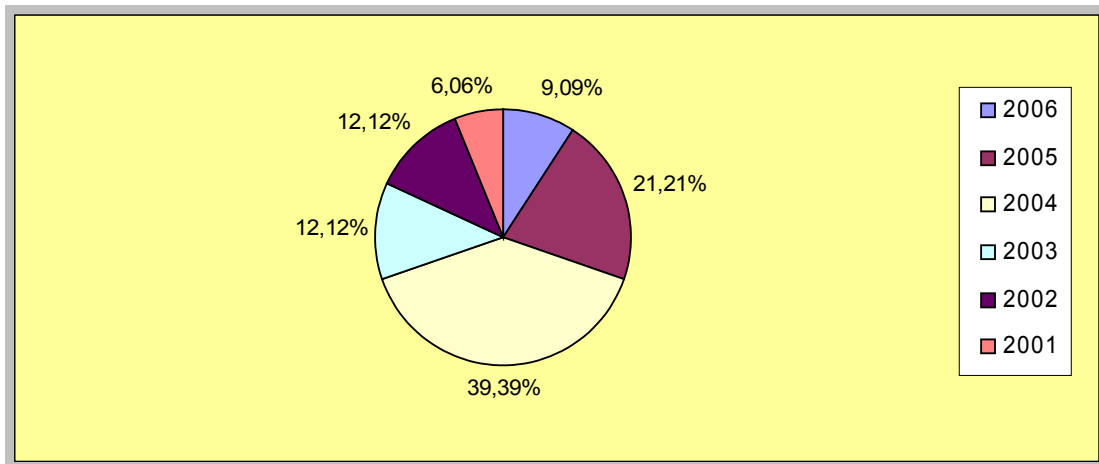
Περιορισμοί	Περιορισμοί	Όχι Περιορισμοί
Κανένας	1	17
Ενδεικτική Αξία	5	13
Ενδεικτική αξία ως ποσοστό του ενεργητικού	8	10
Αξία σε περίπτωση έκθεσης σε κίνδυνο (Value at Risk)	11	7
Περιορισμοί βασισμένοι στην αγορά (Δέλτα, Διάρκεια)	11	7
Περιορισμός στην ποικιλία	2	16
Περιορισμός στη στρατηγική του φορέα	4	14

Πίνακας 5: Είδη των Παραγώγων που Επενδύουν οι Ιδιώτες Επενδυτές

Προϊόν	Συχνότητα
ΣΜΕ	29 (90,62%)
ΣΜΕ επί Μετοχών	26 (81,25%)
Προθεσμιακά Συμβόλαια	2 (6,25%)
Δικαιώματα Προαίρεσης	8 (25%)
Ανταλλαγές Υποχρεώσεων	0



Γράφημα 1: Πρακτικές Διαχείρισης Κινδύνου



Γράφημα 2: Διάρκεια επένδυσης στο ΧΠΑ

Η Παρούσα εργασία χρηματοδοτήθηκε από το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο ΕΠΕΑΕΚ ΙΙ - ΑΡΧΙΜΗΔΗΣ