



ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΝΟΙΚΤΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ

# Χρηματοοικονομική Διοίκηση

ΤΟΜΟΣ Γ

Παράγωγα  
-Αξιόγραφα

Ν. ΜΥΛΩΝΑΣ

# ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ

Παράγωγα–Αξιόγραφα

Copyright © 2001  
Για την Ελλάδα και όλο τον κόσμο  
**ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΝΟΙΚΤΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ**  
Οδός Παπαφλέσσα & Υψηλάντη, 262 22 Πάτρα  
Τηλ.: (061) 314 094, 314 206, Φαξ: (061) 317 244

**ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΤΟΥ ΔΙΔΑΚΤΙΚΟΥ ΥΛΙΚΟΥ**  
**του τόμου**  
**Παράγωγα–Αξιόγραφα**

**Ακαδημαϊκός Υπεύθυνος για την Επιστημονική Επιμέλεια του Υλικού**  
Γεώργιος Μποχώρης

|                  |                         |
|------------------|-------------------------|
| <b>Συγγραφή</b>  | <b>Κριτική Ανάγνωση</b> |
| Νικόλαος Μυλωνάς | Εμμανουήλ Τσιριτάκης    |

**Επιμέλεια στη Μέθοδο της Εκπαίδευσης από Απόσταση**  
Φραγκίσκος Μπατζιάς

**Γλωσσική Επιμέλεια**  
Μαρία-Χριστίνα Λόη

**Καλλιτεχνική Επιμέλεια**  
Αλεξάνδρα Αμούργη

**Ηλεκτρονική Σελιδοποίηση**  
Πέτρος Ηλιάδης

Συντονισμός ανάπτυξης εκπαιδευτικού υλικού  
και γενική επιμέλεια των εκδόσεων  
**ΟΜΑΔΑ ΕΚΤΕΛΕΣΗΣ ΕΡΓΟΥ ΕΑΠ/1997-2001**

**ISBN: 960-538-399-3**

*Σύμφωνα με το Ν. 2121/1993  
απαγορεύεται η συνολική ή αποσπασματική  
αναδημοσίευση του βιβλίου αυτού ή η αναπαραγωγή του  
με οποιοδήποτε μέσο, χωρίς την άδεια του εκδότη.*



ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΝΟΙΚΤΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ

ΣΧΟΛΗ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ

**Διοίκηση Επιχειρήσεων και Οργανισμών**

ΘΕΜΑΤΙΚΗ ΕΝΟΤΗΤΑ

**Χρηματοοικονομική Διοίκηση**

ΤΟΜΟΣ Γ

**ΠΑΡΑΓΩΓΑ-ΑΞΙΟΓΡΑΦΑ**

**ΠΑΤΡΑ 2001**

# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

---

|                 |           |
|-----------------|-----------|
| <b>Πρόλογος</b> | <b>14</b> |
|-----------------|-----------|

---

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

---

|                 |           |
|-----------------|-----------|
| <b>Εισαγωγή</b> | <b>15</b> |
|-----------------|-----------|

---

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| Σκοπός .....                    | 15 |
| Προσδοκώμενα Αποτελέσματα ..... | 15 |
| Έννοιες-Κλειδιά .....           | 15 |
| Εισαγωγικές Παρατηρήσεις .....  | 15 |

### Ενότητα 1.1

|                               |           |
|-------------------------------|-----------|
| <b>Στοιχειώδη αγαθά</b> ..... | <b>17</b> |
|-------------------------------|-----------|

### Ενότητα 1.2

|                                  |           |
|----------------------------------|-----------|
| <b>Στοιχειώδεις τίτλοι</b> ..... | <b>19</b> |
|----------------------------------|-----------|

|   |    |
|---|----|
| 1.2.1 Πλεονεκτήματα των στοιχειωδών τίτλων σε σχέση<br>με τα στοιχειώδη αγαθά ή υπηρεσίες ..... | 20 |
|---|----|

### Ενότητα 1.3

|                               |           |
|-------------------------------|-----------|
| <b>Παράγωγοι τίτλοι</b> ..... | <b>22</b> |
|-------------------------------|-----------|

### Ενότητα 1.4

|                                    |           |
|------------------------------------|-----------|
| <b>Προθεσμιακά συμβόλαια</b> ..... | <b>25</b> |
|------------------------------------|-----------|

### Ενότητα 1.5

|                         |           |
|-------------------------|-----------|
| <b>Δικαιώματα</b> ..... | <b>27</b> |
|-------------------------|-----------|

### Ενότητα 1.6

|                         |           |
|-------------------------|-----------|
| <b>Ανταλλαγές</b> ..... | <b>28</b> |
|-------------------------|-----------|

### Ενότητα 1.7

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Ο κοινωνικός ρόλος των αγορών</b> ..... | <b>29</b> |
|--|-----------|

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 1.7.1 Αγορές στοιχειωδών τίτλων ..... | 29 |
|---------------------------------------|----|

|   |    |
|---|----|
| 1.7.2 Αγορές παράγωγων αξιογράφων ..... | 29 |
|---|----|

|                     |           |
|---------------------|-----------|
| <b>Σύνοψη</b> ..... | <b>33</b> |
|---------------------|-----------|

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| Παράρτημα .....                   | 34 |
| Βιβλιογραφία .....                | 37 |
| Οδηγός για Περαιτέρω Μελέτη ..... | 37 |

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### **Κίνδυνος και αντιστάθμιση κινδύνου 39**

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| Σκοπός .....                    | 39 |
| Προσδοκώμενα Αποτελέσματα ..... | 39 |
| Έννοιες-Κλειδιά .....           | 39 |
| Εισαγωγικές Παρατηρήσεις .....  | 40 |

#### Ενότητα 2.1

|                                    |           |
|------------------------------------|-----------|
| <b>Η έννοια του κινδύνου .....</b> | <b>41</b> |
|------------------------------------|-----------|

#### Ενότητα 2.2

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Η μέτρηση του συνολικού κινδύνου .....</b> | <b>43</b> |
|---|-----------|

#### Ενότητα 2.3

|                                   |           |
|-----------------------------------|-----------|
| <b>Τα είδη των κινδύνων .....</b> | <b>47</b> |
|-----------------------------------|-----------|

#### Ενότητα 2.4

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Η μέτρηση του συστηματικού κινδύνου .....</b> | <b>51</b> |
|--|-----------|

#### Ενότητα 2.5

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Θέσεις στην αγορά μετρητοίς .....</b> | <b>55</b> |
|--|-----------|

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 2.5.1 Θέση αγοράς (θετική θέση) ..... | 55 |
|---------------------------------------|----|

|  |    |
|--|----|
| 2.5.2 Θέση πώλησης (αρνητική θέση) ..... | 56 |
|--|----|

#### Ενότητα 2.6

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Η έννοια της αντιστάθμισης .....</b> | <b>59</b> |
|---|-----------|

#### Ενότητα 2.7

|                                |           |
|--------------------------------|-----------|
| <b>Οι αντισταθμιστές .....</b> | <b>63</b> |
|--------------------------------|-----------|

#### Ενότητα 2.8

|                             |           |
|-----------------------------|-----------|
| <b>Οι κερδοσκόποι .....</b> | <b>65</b> |
|-----------------------------|-----------|

|   |    |
|---|----|
| 2.8.1 Η έκθεση των κερδοσκόπων στον κίνδυνο ..... | 68 |
|---|----|

|   |    |
|---|----|
| 2.8.2 Η χρησιμότητα των κερδοσκόπων ..... | 69 |
|---|----|

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| Σύνοψη .....                      | 71 |
| Παράρτημα .....                   | 72 |
| Βιβλιογραφία .....                | 76 |
| Οδηγός για Περαιτέρω Μελέτη ..... | 76 |

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### **Προθεσμιακά συμβόλαια και αγορές 77**

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| Σκοπός .....                    | 77 |
| Προσδοκώμενα Αποτελέσματα ..... | 77 |
| Έννοιες-Κλειδιά .....           | 77 |
| Εισαγωγικές Παρατηρήσεις .....  | 77 |

#### Ενότητα 3.1

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Προθεσμιακά συμβόλαια forward και futures .....</b> | <b>79</b> |
|--|-----------|

#### Ενότητα 3.2

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Οι διαφορές μεταξύ προθεσμιακών συμβολαίων forward και futures .....</b> | <b>81</b> |
| 3.2.1 Διαπραγμάτευση σε οργανωμένα χρηματιστήρια .....                      | 81        |
| 3.2.2 Τυποποίηση των συμβολαίων .....                                       | 81        |
| 3.2.3 Κατάθεση ελάχιστου ποσού ασφάλισης (εγγύησης) .....                   | 82        |
| 3.2.4 Ανώτατα ημερήσια όρια μεταβολών στις τιμές .....                      | 83        |
| 3.2.5 Δυνατότητα αναίρεσης της υποχρέωσης .....                             | 85        |

#### Ενότητα 3.3

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Η λειτουργία των προθεσμιακών αγορών .....</b>         | <b>87</b> |
| 3.3.1 Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών .....                | 87        |
| 3.3.2 Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων ..... | 88        |
| 3.3.3 Ημερήσιος διακανονισμός ανοικτών θέσεων .....       | 90        |
| 3.3.4 Κανόνες συναλλαγών του ΧΠΑ .....                    | 93        |
| 3.3.5 Διαδικασία εκκαθάρισης των συναλλαγών .....         | 94        |
| 3.3.6 Εποπτεία της αγοράς παραγώγων .....                 | 94        |
| <b>Σύνοψη .....</b>                                       | <b>96</b> |
| Παράρτημα .....   | 97        |
| Βιβλιογραφία .....  | 101       |
| Οδηγός για Περαιτέρω Μελέτη .....                         | 101       |

|  |             |
|--|-------------|
| <b>Η αποτίμηση των προθεσμιακών συμβολαίων</b>               | <b>103</b>  |
| Σκοπός .....   | 103         |
| Προσδοκώμενα Αποτελέσματα .....                              | 103         |
| Έννοιες-Κλειδιά .....  | 103         |
| Εισαγωγικές Παρατηρήσεις .....                               | 103         |
|  | Ενότητα 4.1 |
| <b>Εξισορροπητική αγοραπωλησία</b> .....                     | <b>105</b>  |
|  | Ενότητα 4.2 |
| <b>Κανόνας της μοναδιαίας τιμής (Law of one price)</b> ..... | <b>109</b>  |
|  | Ενότητα 4.3 |
| <b>Η αποτίμηση των προθεσμιακών συμβολαίων</b> .....         | <b>110</b>  |
| 4.3.1 Η αποτίμηση συμβολαίων χρηματοπιστωτικών τίτλων .....  | 114         |
| 4.3.2 Η αποτίμηση συμβολαίων εμπορευμάτων .....              | 115         |
| <b>Σύνοψη</b> .....  | 117         |
| Παράρτημα .....  | 118         |
| Βιβλιογραφία .....   | 121         |
| Οδηγός για Περαιτέρω Μελέτη .....                            | 121         |

|   |             |
|---|-------------|
| <b>Η αντιστάθμιση με προθεσμιακά συμβόλαια</b>                    | <b>123</b>  |
| Σκοπός .....  | 123         |
| Προσδοκώμενα Αποτελέσματα .....                                   | 123         |
| Έννοιες-Κλειδιά .....   | 123         |
| Εισαγωγικές Παρατηρήσεις .....                                    | 123         |
|   | Ενότητα 5.1 |
| <b>Αποφάσεις για την εφαρμογή αντιστάθμισης</b> .....             | <b>125</b>  |
| 5.1.1 Αγορά ή πώληση προθεσμιακού συμβολαίου; .....               | 125         |
| 5.1.2 Χρόνος εφαρμογής αντιστάθμισης; .....                       | 125         |
| 5.1.3 Ποιο προθεσμιακό συμβόλαιο θα επιλεγεί; .....               | 126         |
| 5.1.4 Ποιος θα είναι ο αριθμός των προθεσμιακών συμβολαίων; ..... | 127         |



|   |                    |
|---|--------------------|
|   | <b>Ενότητα 5.2</b> |
| <b>Η αποτελεσματικότητα της αντιστάθμισης</b> .....                     | <b>132</b>         |
| 5.2.1 Η βάση .....  | 132                |
| 5.2.2 Μέτρηση της αποτελεσματικότητας αντιστάθμισης .....               | 133                |
|   | <b>Ενότητα 5.3</b> |
| <b>Παραδείγματα αντιστάθμισης</b> .....                                 | <b>134</b>         |
| 5.3.1 Αντιστάθμιση αγοράς – Εμπορεύματα .....                           | 134                |
| 5.3.2 Αντιστάθμιση πώλησης – Εμπορεύματα .....                          | 136                |
| 5.3.3 Αντιστάθμιση αγοράς – Χρηματιστηριακός δείκτης FTSE/ASE-20 .....  | 137                |
| 5.3.4 Αντιστάθμιση πώλησης – Χρηματιστηριακός δείκτης FTSE/ASE-20 ..... | 139                |
| <b>Σύνοψη</b> .....   | <b>143</b>         |
| Παράρτημα .....   | 144                |
| Βιβλιογραφία .....  | 147                |
| Οδηγός για Περαιτέρω Μελέτη .....                                       | 147                |

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

|   |                    |
|---|--------------------|
| <b>Τα δικαιώματα και η αποτίμησή τους</b> ..... | <b>149</b>         |
| Σκοπός .....                                    | 149                |
| Προσδοκώμενα Αποτελέσματα .....                 | 149                |
| Έννοιες-Κλειδιά .....                           | 149                |
| Εισαγωγικές Παρατηρήσεις.....                   | 150                |
|   | <b>Ενότητα 6.1</b> |
| <b>Γενικά</b> .....                             | <b>151</b>         |
|   | <b>Ενότητα 6.2</b> |
| <b>Δικαίωμα αγοράς</b> .....                    | <b>152</b>         |
|   | <b>Ενότητα 6.3</b> |
| <b>Δικαίωμα πώλησης</b> .....                   | <b>154</b>         |
|   | <b>Ενότητα 6.4</b> |
| <b>Οι αγορές δικαιωμάτων</b> .....              | <b>156</b>         |
| 6.4.1 Διεθνής εξέλιξη .....                     | 156                |
| 6.4.2 Η ελληνική αγορά δικαιωμάτων .....        | 156                |

|  |                    |
|--|--------------------|
|  | <b>Ενότητα 6.5</b> |
| <b>Η αποτίμηση δικαιωμάτων</b> .....   | <b>158</b>         |
| 6.5.1 Αποτίμηση κατά την ημέρα λήξης .....   | 158                |
| 6.5.2 Εσωτερική και χρονική αξία του δικαιώματος .....   | 161                |
| 6.5.3 Απλές σχέσεις αποτίμησης .....   | 163                |
| 6.5.4 Το υπόδειγμα αποτίμησης δικαιωμάτων αγοράς Black & Scholes<br>για ευρωπαϊκού τύπου δικαιώματα .....  | 164                |
| 6.5.5 Το υπόδειγμα αποτίμησης δικαιωμάτων πώλησης Black & Scholes<br>για ευρωπαϊκού τύπου δικαιώματα ..... | 168                |
|  | <b>Ενότητα 6.6</b> |
| <b>Η σχέση τιμών δικαιωμάτων και της τιμής του υποκείμενου τίτλου</b> .....                                | <b>171</b>         |
| 6.6.1 Τιμές των δικαιωμάτων αγοράς ως συνάρτηση<br>των τιμών του υποκείμενου τίτλου .....                  | 171                |
| 6.6.2 Τιμές των δικαιωμάτων πώλησης ως συνάρτηση<br>των τιμών του υποκείμενου τίτλου .....                 | 173                |
|  | <b>Ενότητα 6.7</b> |
| <b>Δικαιώματα προθεσμιακών συμβολαίων</b> .....  | <b>176</b>         |
| 6.7.1 Διαφορές και ομοιότητες των δικαιωμάτων Π/Σ με τα δικαιώματα .....                                   | 176                |
| 6.7.2 Αποτίμηση δικαιωμάτων προθεσμιακών συμβολαίων .....  | 178                |
| <b>Σύνοψη</b> .....  | <b>180</b>         |
| Παράρτημα .....  | 181                |
| Βιβλιογραφία .....   | 185                |
| Οδηγός για Περαιτέρω Μελέτη .....  | 185                |
|  | <b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7</b>  |
| <b>Η αντιστάθμιση με δικαιώματα</b> .....  | <b>187</b>         |
| Σκοπός .....   | 187                |
| Προσδοκώμενα Αποτελέσματα .....  | 187                |
| Έννοιες-Κλειδιά .....  | 187                |
| Εισαγωγικές Παρατηρήσεις .....   | 187                |
|  | <b>Ενότητα 7.1</b> |
| <b>Γενικά</b> .....  | <b>188</b>         |

|   |             |
|---|-------------|
|   | Ενότητα 7.2 |
| <b>Επιλογή παραγώγου στην αντιστάθμιση .....</b>  | <b>189</b>  |
|   | Ενότητα 7.3 |
| <b>Η χρησιμότητα του δέλτα στην αντιστάθμιση .....</b>                                    | <b>191</b>  |
|   | Ενότητα 7.4 |
| <b>Βασικοί τρόποι αντιστάθμισης (προστατευτικές θέσεις δικαιωμάτων) .....</b>             | <b>193</b>  |
| 7.4.1 Αντιστάθμιση με αγορά δικαιώματος αγοράς<br>(προστατευτικό δικαίωμα αγοράς) .....   | 193         |
| 7.4.2 Αντιστάθμιση με αγορά δικαιώματος πώλησης<br>(προστατευτικό δικαίωμα πώλησης) ..... | 194         |
|   | Ενότητα 7.5 |
| <b>Συμπληρωματικοί τρόποι αντιστάθμισης (καλυμμένες θέσεις δικαιωμάτων) .....</b>         | <b>197</b>  |
| 7.5.1 Αντιστάθμιση με πώληση δικαιώματος αγοράς<br>(καλυμμένο δικαίωμα αγοράς) .....      | 197         |
| 7.5.2 Αντιστάθμιση με πώληση δικαιώματος πώλησης<br>(καλυμμένο δικαίωμα πώλησης) .....    | 198         |
|   | Ενότητα 7.6 |
| <b>Παραδείγματα αντιστάθμισης .....</b>   | <b>200</b>  |
| 7.6.1 Θέση αγοράς μετρητοίς .....   | 200         |
| 7.6.2 Θέση πώλησης μετρητοίς .....  | 202         |
| <b>Σύνοψη .....</b>   | <b>206</b>  |
| <b>Παράρτημα .....</b>  | <b>207</b>  |
| <b>Βιβλιογραφία .....</b>   | <b>210</b>  |
| <b>Οδηγός για Περαιτέρω Μελέτη .....</b>  | <b>210</b>  |
| <b>Γλωσσάρι .....</b>   | <b>211</b>  |