

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ  
ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ  
Ι Δ Ρ Υ Μ Α



ΠΕΛΟΠΟΝΝΗΣΟΥ

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΠΕΛΟΠΟΝΝΗΣΟΥ

ΣΧΟΛΗ: ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ: ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΜΕ ΘΕΜΑ:

«ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ»

Σπουδάστρια: Ελισάβετ Μαγγανά

A.M: 2013086

Επιβλέπων Καθηγητής: Γεώργιος Μαυριδόγλου

Καλαμάτα 2017

## ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Πρώτα απ' όλα θα ήθελα να εκφράσω τις θερμές μου ευχαριστίες στον καθηγητή μου Γεώργιο Μαυριδόγλου, για την εμπιστοσύνη που μου έδειξε και δέχτηκε να με βοηθήσει στην δημιουργία της παρούσας πτυχιακής εργασίας, προκειμένου να ολοκληρώσω τις σπουδές μου. Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω όλους τους καθηγητές που συνεργαστήκαμε αυτά τα χρόνια και μας μετέδωσαν τις γνώσεις τους. Τέλος, ένα πολύ μεγάλο ευχαριστώ οφείλω στους γονείς μου και σε όλη την οικογένεια μου, που με πίστεψαν και με στήριξαν ηθικά αλλά και οικονομικά όλα αυτά τα χρόνια.

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός της παρούσας πτυχιακής εργασίας είναι η ανάλυση και αξιολόγηση των επενδύσεων που υπάρχουν στην αγορά. Αρχικά ο υποψήφιος επενδυτής πρέπει να γνωρίζει όλα τα χαρακτηριστικά, καθώς και ποιες μορφές επένδυσης υπάρχουν προκειμένου να αποφασίσει αν θέλει να την υλοποιήσει. Στο πρώτο κεφάλαιο θα αναλύσουμε τα χαρακτηριστικά αυτά, όπως και μία βασική έννοια της επένδυσης, αυτή των καθαρών ταμειακών που βασίζονται στην αξιολόγηση της. Στη συνέχεια, δηλαδή στο δεύτερο κεφάλαιο θα δούμε αναλυτικά τις αγορές τις οποίες έχει μπορεί να επενδύσει ο υποψήφιος επενδυτής. Στο επόμενο κεφάλαιο θα αναλύσουμε τις μορφές των επενδύσεων που υπάρχουν όπως τα ομόλογα, οι μετοχές, η επένδυση σε χαρτοφυλάκιο, που αποτελούν βασικές και πιο διαδεδομένες, συνεπώς στο τέταρτο κεφάλαιο θα ασχοληθούμε με το κύριο θέμα της εργασίας, που είναι η αξιολόγηση των επενδύσεων, καθώς υπάρχουν διαφορετικές μέθοδοι. Πέρα από τις μεθόδους με τους οποίους αξιολογείται μία επένδυση, πολύ σημαντικός παράγοντας για αποτελεσματικότητα είναι η απόδοση και ο κίνδυνος. Κάθε μορφή επένδυσης μπορεί να ενέχει διαφορετικό κίνδυνο και απόδοση από μία άλλη, γι' αυτό το λόγο ψάχνουμε για τον υποψήφιο επενδυτή την επένδυση με την μεγαλύτερη απόδοση, αλλά και με τον μικρότερο κίνδυνο. Τέλος θα καταγράψουμε τα συμπεράσματα για όλα τα παραπάνω που αναφέρθηκαν.

# ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 <sup>ο</sup> : ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
1.1 Σκοπός της εργασίας.....	1
1.2 Ορισμός της Επένδυσης.....	1
1.3 Χαρακτηριστικά της Επένδυσης.....	2
1.4 Διάκρισης Επενδύσεων.....	2
1.5 Καθαρές Ταμειακές Ροές.....	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 <sup>ο</sup> : ΑΓΟΡΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ.....	6
2.1 Πρωτογενείς και Δευτερογενείς Αγορές.....	6
2.1.1 Πρωτογενής Αγορά (Primary Market).....	6
2.1.2 Δευτερογενής Αγορά (Secondary Market).....	7
2.2 Κεφαλαιαγορές.....	7
2.3 Οργανωμένη Αγορά και Έξω-Χρηματιστηριακή Αγορά.....	8
2.3.1 Οργανωμένη Αγορά.....	8
2.3.2 Έξω-Χρηματιστηριακή Αγορά.....	9
2.4 Αγορά Χρήματος (Money Market).....	9
2.5 Αγορά Κεφαλαίου (Capital Market).....	9
2.6 Αγορά Παραγώγων (Derivate Market).....	10
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 <sup>ο</sup> : ΜΟΡΦΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ.....	12
3.1 Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Στοιχείων.....	12
3.1.1 Χρηματοοικονομικά Στοιχεία Ενεργητικού.....	12
3.1.2 Πραγματικά Στοιχεία Ενεργητικού.....	13
3.2 Επενδύσεις σε Ομόλογα.....	13
3.2.1 Χαρακτηριστικά Ομολόγων.....	14
3.2.2 Είδη Ομολόγων.....	17
3.3 Επενδύσεις σε Μετοχές.....	22
3.3.1 Κατηγορίες Μετοχών.....	23

3.3.2 Αξία των Μετοχών.....	24
3.4 Επένδυση Χαρτοφυλακίου σε Χρεόγραφα.....	25
3.4.1 Διαχείριση Χαρτοφυλακίου.....	25
3.4.2 Το μοντέλο του Markowitz Σύνθεσης Χαρτοφυλακίου.....	26
3.5 Άμεση Επένδυση.....	27
3.5.1 Χρηματοοικονομικά Προϊόντα της Αγοράς Χρήματος.....	27
3.5.2 Χρηματοοικονομικά Προϊόντα της Αγοράς Παραγώγων.....	28
3.6 Έμμεση Επένδυση.....	31
3.6.1 Αμοιβαία Κεφάλαια (Α/Κ).....	31
3.6.2 Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΑΕΕΧ).....	32
3.6.3 Πλεονεκτήματα της Έμμεσης Επένδυσης.....	32
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 <sup>ο</sup> : ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ.....	34
4.1 Μέθοδοι Αξιολογής Επενδύσεων.....	34
4.1.1 Η Μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας.....	34
4.1.1.1 Πλεονεκτήματα της Μεθόδου της Καθαρής Παρούσας Αξίας.....	36
4.1.1.2 Μειονεκτήματα της Μεθόδου της Καθαρής Παρούσας Αξίας.....	36
4.1.2 Η Μέθοδος του Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης.....	37
4.1.2.1 Πλεονεκτήματα της Μεθόδου του Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης...39	
4.1.2.2 Μειονεκτήματα της Μεθόδου Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης.....	39
4.1.3 Η Μέθοδος της Επανάκτησης του Κεφαλαίου.....	40
4.1.3.1 Πλεονεκτήματα/Μειονεκτήματα της Μεθόδου της Επανάκτησης του Κεφαλαίου.....	41
4.1.4 Η Μέθοδος του Δείκτη Αποδοτικότητας.....	41
4.1.4.1 Πλεονεκτήματα/Μειονεκτήματα του Δείκτη Αποδοτικότητας.....	42
4.2 Απόδοση και Κίνδυνος Επενδύσεων.....	43
4.2.1 Απόδοση και Κίνδυνος Ομολόγων.....	44
4.2.1.1 Τρέχουσα Απόδοση (Current Yield).....	44
4.2.1.2 Απόδοση στη Λήξη (Yield to Maturity).....	44
4.2.1.3 Απόδοση στην Ανάκληση (Yield to Call).....	46
4.2.1.4 Κίνδυνος Ομολόγων.....	47
4.2.2 Απόδοση και Κίνδυνος Μετοχών.....	47
4.2.2.1 Απόδοση Μετοχής.....	48

4.2.2.2 Μερισματική Απόδοση.....	48
4.2.2.3 Κίνδυνος Μετοχής.....	49
4.2.3 Απόδοση και Κίνδυνος Χαρτοφυλακίου.....	49
4.2.3.1 Ιστορική Απόδοση Χαρτοφυλακίου.....	49
4.2.3.2 Αναμενόμενη Απόδοση Χαρτοφυλακίου.....	50
4.2.3.3 Κίνδυνος Χαρτοφυλακίου.....	51
4.3 Αποτίμηση Επενδύσεων.....	54
4.3.1 Αποτίμηση Ομολόγων.....	54
4.3.2 Αποτίμηση Μετοχών.....	54
4.3.2.1 Αποτίμηση Προνομιούχων Μετοχών.....	54
4.3.2.2 Αποτίμηση Κοινών Μετοχών.....	55
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	58
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	61

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

## 1.1 Σκοπός της εργασίας

Η αξιολόγηση επενδύσεων είναι μία εξαιρετικά σύνθετη διαδικασία η οποία από τη φύση εμπεριέχει σημαντικό βαθμό αβεβαιότητας και ρίσκου. Η χρηματοοικονομική αξιολόγηση αποτελεί ένα μικρό μέρος της όλης διαδικασίας, που περιστρέφεται γύρω από την έννοια των ταμειακών ροών της επένδυσης. Η αξιολόγηση μίας επένδυσης ουσιαστικά βασίζεται στην βαθιά κατανόηση της εταιρείας και του περιβάλλοντος της (αγορά), καθώς και σε θέματα στρατηγικής που η επιχείρηση με υποκειμενικό σκοπό θέτει.<sup>1</sup>

Η επένδυση ουσιαστικά, σύμφωνα με τον Ζαχούρη (2006), μπορεί να θεωρηθεί και ως η βάση δημιουργίας μίας επιχείρησης καθώς αποτελεί και το κυριότερο συντελεστή ανάπτυξης, τόσο μίας επιχείρησης, όσο και της εθνικής οικονομίας γενικά. Η επένδυση δεσμεύει κεφάλαια για πολλά χρόνια, με την ελπίδα μελλοντικών ωφελειών, αλλά αυτό συνεπάγεται σε κινδύνους, χρονικά περισσότερο ή λιγότερο απομακρυσμένους. Ωστόσο ο επενδυτής αναζητά με λίγα λόγια μία αποτελεσματική επένδυση, δηλαδή μία επένδυση με μεγάλη απόδοση και μικρό κίνδυνο. Αυτός είναι ο σκοπός της παρούσας πτυχιακής εργασίας, να αναλυθούν οι μορφές των επενδύσεων, η απόδοση και ο κίνδυνος τους, καθώς και ποιοι είναι τρόποι αξιολόγησής τους.

## 1.2 Ορισμός της Επένδυσης

Με τον όρο **επένδυση** (Investment) εννοούμε μία πολυσύνθετη διαδικασία, η οποία χρησιμοποιεί πόρους με σκοπό να αποφέρει όφελος στον υποψήφιο επενδυτή. Η χρησιμοποίηση αυτών των πόρων συνιστά τη δημιουργία του κόστους κεφαλαίου της επένδυσης, ενώ τα οφέλη προκύπτουν από τον συνδυασμό ή μετασχηματισμό των πόρων στην παραγωγική διαδικασία, η οποία προσφέρει αγαθά ή και υπηρεσίες.<sup>2</sup> Άρα ουσιαστικά η επένδυση αποτελεί μία δέσμευση κεφαλαίων για ένα χρονικό διάστημα, η οποία αναμένεται να αποφέρει πρόσθετα κεφάλαια στον επενδυτή.

Μια επένδυση αποτελεί μία πράξη μη εύκολα αναστρέψιμη σε περίπτωση που οι μελλοντικές ωφέλειες δεν είναι οι απαιτούμενες, όχι λόγω της ζημιάς που αναμένεται να προκύψει από την ρευστοποίηση της επένδυσης, αλλά κυρίως για ψυχολογικούς λόγους οι

<sup>1</sup> Σακκάς Νικόλαος (2002), «Αξιολόγηση Επενδύσεων», Διαθέσιμο στο: <http://www.lib.teiher.gr>, Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017

<sup>2</sup> Πτυχιακή Εργασία: Μανωλάκος Παναγιώτης (2005), «Επένδυση- Διαχείριση Επενδύσεων», Διαθέσιμο στο: <http://repository.teiwest.gr>, Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017

οποίοι συνήθως οδηγούν στην αναβολή της ρευστοποίησης την κατάλληλη στιγμή και στη συνέχεια να οδηγήσει σε σημαντικότερες απώλειες. Είναι όμως επιτακτική η ανάγκη καλής μελέτης, ώστε η απόφαση που θα ληφθεί, για τις επενδύσεις να είναι ορθολογική.

### 1.3 Χαρακτηριστικά μίας Επένδυσης

Από τον ορισμό της επένδυσης προκύπτει ότι τα χαρακτηριστικά αυτής είναι:

- **Διάρκεια Ζωής:** Η διάρκεια ζωής μίας επένδυσης ή αλλιώς ενός αγαθού είναι και η βάση της και δεν είναι ποτέ δεδομένη από τη φύση και τις τεχνικές ιδιότητες των διαρκών αγαθών. Συνήθως η διάρκεια ζωής αποτελεί μεταβλητή, που εξαρτάται από την τεχνική πρόοδο και τα χαρακτηριστικά των μεταγενέστερων διαρκών αγαθών, από τις μεταβολές στα διάφορα οικονομικά μεγέθη (εισοδήματα καταναλωτών, τιμές κ.λπ.), καθώς και τις εξελίξεις στις προτιμήσεις των ατόμων.
- **Θυσίες:** Ή συνήθως τις ροές «θυσιών», που γίνονται τόσο για την απόκτηση (αγορά, κατασκευή κ.λπ.) του διαρκούς αγαθού, όσο και για την εκμετάλλευση του κατά τη διάρκεια της ζωής του. Οι θυσίες εκφράζονται σε χρήμα και συνιστούν αφ' ενός το κόστος της επένδυσης και αφ' ετέρου τις δαπάνες εκμετάλλευσης κατά τη διάρκεια της ζωής της.
- **Ωφέλειες:** Ή συνήθως τη ροή «ωφελειών» κατά τη διάρκεια της ζωής του διαρκούς αγαθού. Εκφράζονται και αυτές σε χρήμα και κατά κανόνα συνιστούν εισόδημα από την εκμετάλλευση του αγαθού.
- **Ημερομηνία Πραγματοποίησης:** Η χρονική στιγμή πραγματοποίησης μίας επένδυσης συνιστά συνήθως αντικείμενο επιλογής και εξαρτάται κυρίως από τη φάση οικονομικής συγκυρίας, όσο και από την επίδραση που ο χρόνος ασκεί στην διαμόρφωση της ροής των εσόδων και δαπανών.

### 1.4 Διάκριση Επενδύσεων

Οι επενδύσεις μπορούν να διακριθούν με βάση τριών κατηγοριών, όπως για παράδειγμα ανάλογα με την φύση, τη νομική μορφή, του ειδικότερου ή του ενδιάμεσου σκοπού. Αυτά οι διακρίσεις είναι οι εξής:

- **Επενδύσεις σε πάγια,** οι οποίες δεν προορίζονται για μεταπώληση, είναι μακράς διάρκειας και έχουν χαμηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα όπως τα κτίρια, μηχανήματα κ.λπ.



- **Επενδύσεις σε κυκλοφορούντα ενεργητικά στοιχεία**, διακρίνονται σε επενδύσεις σε αποθέματα, απαιτήσεις και διαθέσιμα. Στα αποθέματα περιλαμβάνονται έτοιμα προϊόντα και πρώτες ύλες, ενώ στις απαιτήσεις πιστώσεις της επιχείρησης προς τους πελάτες. Τέλος στα διαθέσιμα περιλαμβάνονται τα μετρητά στο ταμείο, η κάθε μορφή καταθέσεις στις τράπεζες και τα αξιόγραφα που μπορούν να ρευστοποιηθούν με ευκολία.
- **Άμεσες**, ονομάζονται οι επενδύσεις στις οποίες η βιωσιμότητα του διαχειριστή έχει άμεση συσχέτιση με το αποτέλεσμα της επένδυσης.
- **Έμμεσες**, ονομάζονται οι επενδύσεις στις οποίες ο διαχειριστής μεταβιβάζει σε τρίτους την εξουσιοδότηση για την επίτευξη του επιθυμητού αποτελέσματος.
- **Ανεξάρτητες**, ονομάζονται οι επενδύσεις που για την πραγματοποίηση τους δεν απαιτούν πραγματοποίηση άλλης επένδυσης και συντελούν πλήρως στο σκοπό για τον οποίο έγιναν.
- Υπάρχουν και επενδύσεις οι οποίες δεν μπορούν από μόνες τους να εκπληρώσουν τον σκοπό τους και ονομάζονται **συμπληρωματικές επενδύσεις** ή **υπό συνθήκη επενδύσεις** και γι' αυτό επειδή απαιτούν την πραγματοποίηση άλλων επενδύσεων για τον ίδιο σκοπό.
- **Αμοιβαίως αποκλειόμενες επενδύσεις**, είναι αυτές στις οποίες η πραγματοποίηση της μίας αποκλείει τις υπόλοιπες επενδύσεις.<sup>3</sup>

## 1.5 Καθαρές Ταμειακές Ροές

*Με τεχνικούς όρους επένδυση είναι μία ακολουθία καθαρών ταμειακών ροών.* Αρχικά οι ταμειακές ροές είναι ένα από τα βασικότερα μέτρα αποτίμησης της πραγματικής οικονομικής επίδοσης των επενδύσεων.

Η οικονομική επίδοση των επενδύσεων διαφέρει από την λογιστική επίδοση, καθώς η οικονομική επίδοση παρουσιάζει την πραγματική οικονομική ωφέλεια ενώ δίνει την δυνατότητα σύγκρισης και συσχέτισμού διαφόρων επενδύσεων μεταξύ τους. Αντίθετα, η λογιστική επίδοση απεικονίζει την φορολογική ικανότητα ενώ αποτυγχάνει να απεικονίσει την πραγματική ωφέλεια προς τους επενδυτές.

<sup>3</sup> Ζαχούρης Πάρις (2006), «Αξιολόγηση Επενδύσεων», Διαθέσιμο στο: <http://eclass.teipat.gr> ,Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017

Ανάλογα με τον τρόπο καταγραφής της επίδοσης, τα λογιστικά μέτρα αποτίμησης διαφέρουν από τα οικονομικά, κατά τον τρόπο προσδιορισμού των ωφελειών. Τα λογιστικά μέτρα υπόκεινται κατά πολύ σε περιοριστικούς κανόνες (νομικούς, φορολογικούς κ.λπ.) ενώ οι ταμειακές ροές απαλλάσσονται από σκοπιμότητες. *Οι ταμειακές ροές έχουν ως σκοπό την αποτύπωση του πραγματικού οικονομικού αποτελέσματος μίας επένδυσης.* Ως αποτέλεσμα τα λογιστικά μέτρα μειονεκτούν έναντι των καθαρών ταμειακών ροών στο να απεικονίσουν με επιτυχία και αντικειμενικότητα τον στόχο, ή την αποτελεσματικότητα της επιχείρησης

Επίσης η έννοια των ταμειακών ροών είναι *χρήμα που έχει εισρεύσει στην επιχείρηση και έχει παραμείνει για μία δεδομένη περίοδο σαν ρευστό περιουσιακό στοιχείο.* Οι καθαρές ταμειακές ροές περιγράφουν όλες τις ροές μετρητών που πηγάζουν από την απόφαση αποδοχής της επένδυσης, όπως το κόστος κεφαλαίου, τις πηγές χρηματοδότησης καθώς και τα ετήσια έσοδα, συμπεριλαμβανόμενα όμως το ετήσιο κόστος λειτουργίας, τις αποσβέσεις, τόκους και φόρους που πληρώνει μία εταιρεία.

Στόχος του οικονομικού αναλυτή δεν είναι η διερεύνηση της φορολογικής ικανότητας μίας επιχείρησης, αλλά η συλλογή οικονομικών στοιχείων ώστε να βοηθήσουν τον επενδυτή να κατανοήσει την πραγματική αξία μίας επένδυσης. Τα λογιστικά στοιχεία μπορεί να δίνουν χρήσιμες πληροφορίες, όμως η πραγματική οικονομική ωφέλεια μίας επένδυσης εξαρτάται από τον τρόπο υπολογισμού των καθαρών ταμειακών ροών από τον αναλυτή.

Οι ταμειακές ροές νοούνται τόσο οι εισροές, όσο και οι εκροές ταμειακών διαθέσιμων. Οι δαπάνες ή τα λειτουργικά έξοδα, οι αποσβέσεις και οι τόκοι εφόσον εκπίπτουν φορολογίας υπολογίζονται ως ταμειακές εκροές που ταυτόχρονα συνεπάγονται και εισροές. Όταν ο προσδιορισμός της οικονομικής ωφέλειας απαιτεί τον ορισμό λειτουργικών ταμειακών ροών μετά φόρων, ο οικονομικός αναλυτής αυτό που έχει να κάνει είναι να αφαιρέσει από το συνολικό εισόδημα της επένδυσης τους φόρους. Έτσι προκύπτουν τα μέτρα απεικόνισης της πραγματικής οικονομικής επίδοσης μίας επιχείρησης που αποτελούν αδιάψευστα και συγκρίσιμα μεταξύ τους. *Η καθαρή ταμειακή ροή μίας επένδυσης προκύπτει όταν από τις λειτουργικές προβλέψεις συνυπολογιστεί η αρχική δαπάνη, η υπολειμματική αξία της επένδυσης και οι ανάγκες για κεφάλαιο κίνησης.* Προφανώς οι

λογαριασμοί αυτοί αφαιρούνται από τις λειτουργικές ταμειακές ροές ώστε να προκύψουν οι συνολικές καθαρές ταμειακές ροές μίας επένδυσης.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> Ζαχούρης Πάρις (2006), «Αξιολόγηση Επενδύσεων», Διαθέσιμο στο: <http://eclass.teipat.gr>, Τελευταία Πρόσβαση: 16/11/2017

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>: ΑΓΟΡΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

### 2.1 Πρωτογενείς και Δευτερογενείς Αγορές

Οι ιδιωτικές επιχειρήσεις έχουν πέντε τρόπους να αντλήσουν μακροπρόθεσμα κεφάλαια για να χρηματοδοτήσουν τις επενδύσεις τους. Αυτοί οι τρόποι σύμφωνα με τον Σπύρου (2013) είναι οι εξής:

1. Εσωτερικά Κεφάλαια
2. Μακροπρόθεσμα Τραπεζικά Δάνεια
3. Έκδοση Μετοχών
4. Έκδοση Ομολόγων
5. Χρηματοδότηση από Επίσημες Πηγές

Ο πρώτος τρόπος αναφέρεται ουσιαστικά σε παρακρατηθέντα κέρδη που δεν έχουν διανεμηθεί στους μετόχους και χρησιμοποιούνται για χρηματοδότηση νέων επενδύσεων και είναι μία εσωτερική (internal) πηγή κεφαλαίων. Οι υπόλοιπες πηγές είναι γνωστές ως εξωτερικές (external) πηγές κεφαλαίων. Ο πέμπτος τρόπος αναφέρεται ουσιαστικά σε πηγές χρηματοδότησης όπως οι κυβερνητικές επιδοτήσεις. Οι αγορές αξιογράφων λοιπόν μπορούν να ταξινομηθούν ως πρωτογενείς αγορές και δευτερογενείς αγορές.

#### 2.1.1 Πρωτογενής Αγορά (Primary Market)

**Πρωτογενής αγορά** είναι αυτή στην οποία εισάγονται για πρώτη φορά οι μετοχές και οι ομολογίες, η αγορά δηλαδή στην οποία γίνονται οι εκδόσεις των νέων αξιογράφων. Η αρχική πώληση των αξιογράφων γίνεται από οργανισμούς που αντιπροσωπεύουν τους εκδότες (π.χ. επενδυτικές τράπεζες) και τα κεφάλαια που συγκεντρώνονται πηγάζουν στην εταιρεία που εκδίδει τα νέα αξιόγραφα.

Μία πρωτογενής αγορά που λειτουργεί ορθολογικά και αποτελεσματικά για την οικονομία της χώρας, έχει σαν **πλεονεκτήματα** τα εξής:

- Την αύξηση του συνολικού πλούτου και του βιοτικού επιπέδου μίας κοινωνίας, δίνοντας την ευκαιρία στους πολίτες της κοινωνίας να καταναλώνουν περισσότερα προϊόντα στο παρόν από αυτά που τους επιτρέπουν τα εισοδήματά τους, τον λεγόμενο δανεισμό.

- Την αύξηση της καταναλωτικής και επενδυτικής ευελιξίας.

### 2.1.2 Δευτερογενής Αγορά (Secondary Market)

Στην **δευτερογενή αγορά** διαπραγματεύονται αξιόγραφα παλαιότερων εκδόσεων, δεν δημιουργούνται δηλαδή νέα αξιόγραφα και οι διαπραγματεύσεις γίνονται μεταξύ των επενδυτών.

Τα βασικά **πλεονεκτήματα** και η συνεισφορά μίας δευτερογενούς αγοράς που λειτουργεί αποτελεσματικά για την οικονομία της χώρας είναι ότι:

- Βοηθά στην ανακάλυψη των σωστών και ορθολογικών τιμών για τα διάφορα αξιόγραφα.
- Οι καλά οργανωμένες δευτερογενείς αγορές, λόγω των οικονομιών κλίμακας που δημιουργούν οδηγούν σε μείωση του κόστους των συναλλαγών.
- Επιτρέπει στους επενδυτές να έχουν στην κατοχή τους μεγάλο αριθμό αξιογράφων, με αποτέλεσμα να διαφοροποιούν τον επενδυτικό τους κίνδυνο και έχουν μεγάλη δυνατότητα επιλογής διαφορετικών συνδυασμών επενδυτικού κινδύνου και απόδοσης .
- Προσφέρει αυξημένη ρευστότητα στους επενδυτές σε σχέση με άλλες μορφές επενδύσεων.

## 2.2 Κεφαλαιαγορά

Η κεφαλαιαγορά (capital market) είναι η αγορά στην οποία προσφέρονται και ζητούνται κεφάλαια, συγκεκριμένα το κράτος και οι επιχειρήσεις. Οι οργανωμένες κεφαλαιαγορές των πρωτογενών καθώς και τον δευτερογενών αγορών αποτελούν μία σημαντική μορφή επένδυσης για τις επιχειρήσεις, καθώς όταν οι κεφαλαιαγορές είναι καλά οργανωμένες και ανεπτυγμένες διευκολύνουν στην αποταμίευση, αλλά και στην άντληση κεφαλαίων για τις δραστηριότητες τους. Ως αποτέλεσμα έχουν την ενίσχυση των επενδύσεων, οι οποίες συμβάλλουν στην μείωση της ανεργίας και στην ανάπτυξη της οικονομίας.

Πιο συγκεκριμένα τα **πλεονεκτήματα** των κεφαλαιαγορών σύμφωνα με τον Σπύρου (2013) είναι τα εξής:

- Οι επιχειρήσεις ικανοποιούν τις ανάγκες τους για επιπλέον κεφάλαια όταν εισάγονται στο χρηματιστήριο για πρώτη.

- Οι ήδη εισηγμένες επιχειρήσεις μπορούν να αντλήσουν περισσότερα κεφάλαια με αυξήσεις κεφαλαίου.
- Οι εισηγμένες επιχειρήσεις προσφέρουν μεγάλη ρευστότητα στους μετόχους, κάνοντας έτσι την επένδυση πιο ελκυστική.
- Για τις εισηγμένες επιχειρήσεις είναι πιο εύκολη η διαδικασία των συγχωνεύσεων των εξαγορών, γιατί η αξία της επιχείρησης καθορίζεται καθημερινά και είναι εύκολα μετρήσιμη.

## 2.3 Οργανωμένη Αγορά και Έξω-Χρηματιστηριακή Αγορά

### 2.3.1 Οργανωμένη Αγορά

Σύμφωνα με τον Ν.3606/2007 μία **οργανωμένη αγορά**, είναι η αγορά χρηματιστηριακών μέσων η οποία λειτουργεί τακτικά και διέπεται από κανόνες ως προς:

- Τη διαφάνεια των συναλλαγών που λαμβάνουν χώρα σε αυτή την αγορά.
- Τις προϋποθέσεις λειτουργίας και συμμετοχής σ' αυτήν την αγορά.
- Τις προϋποθέσεις εισαγωγής και διαπραγμάτευσης χρηματοοικονομικών μέσων σ' αυτήν την αγορά.

Πιο συγκεκριμένα, μία οργανωμένη αγορά είναι ένα πολυμερές σύστημα το οποίο τελεί υπό τη διεύθυνση ή τη διαχείριση αγοράς, όπως το Χρηματιστήριο Αθηνών. Επιτρέπει ή ακόμα διευκολύνει την προσέγγιση πολλών συμφερόντων τρίτων, για την αγορά και την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων, εντός του συστήματος και με τους κανόνες μέσω των οποίων, καταλήγουν στη σύναψη σύμβασης σχετικά με χρηματοπιστωτικά μέσα, τα οποία είναι εισηγμένα προς διαπραγμάτευση.<sup>5</sup>

Ο *διαχειριστής αγοράς λειτουργεί υπό τη μορφή ΑΕ* (Ελληνικά Χρηματιστήρια Ανώνυμης Εταιρείας, ΕΧΑΕ) και εκτελεί της παρακάτω ενέργειες σύμφωνα με τον Σπύρου (2013):

- ενεργεί στο όνομα της οργανωμένης αγοράς
- ευθύνεται για την συμμόρφωση με κανόνες νομοθεσίας
- πρέπει να δημοσιοποιεί το ιδιοκτησιακό του καθεστώς
- έχει ονομαστικές μετοχές με αρχικό κεφάλαιο (άνω το ποσό των 20 εκ. Ευρώ για την Ελλάδα)
- υπόκειται σε έλεγχο πείρας και αξιοπιστίας μελών του Διοικητικού Συμβουλίου

<sup>5</sup> Σπύρου Σπύρος Ι.(2013), «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Εκδόσεις: Μπένου Γ.

- θέλει άδεια Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για κάθε μεταβολή του μετοχικού κεφαλαίου άνω του 20%

### 2.3.2 Έξω-Χρηματιστηριακή Αγορά

Μία **έξω-χρηματιστηριακή αγορά** (Over the counter, OTC) είναι μία άτυπη αγορά στις οποίες διαπραγματεύονται αξιόγραφα που δεν είναι εισηγμένα σε κάποιο χρηματιστήριο. Ο διαμεσολαβητής δίνει τιμή στον πελάτη και δεν αναζητούνται τιμές μέσω αγοράς. Ο πελάτης πρέπει να ψάξει μόνος του για την καλύτερη τιμή.<sup>6</sup>

## 2.4 Αγορά Χρήματος (Money Market)

Η **αγορά χρήματος** χαρακτηρίζεται για τον βραχυπρόθεσμο χαρακτήρα της, οι χρηματαγορές δηλαδή αποτελούν αγορά βραχυπρόθεσμων δανειακών κεφαλαίων, με διάρκεια κάτω των 12 μηνών. Ένα άλλο χαρακτηριστικό είναι το συνήθως μεγάλο μέγεθος των συναλλαγών στην χρηματαγορά και ο εξαιρετικά μικρός κίνδυνος που αντιμετωπίζει.. Ο ρόλος της συγκεκριμένης αγοράς είναι εξαιρετικά σημαντικός, διότι βοηθάει στο να υπάρχει ισορροπία μεταξύ των οικονομικών μονάδων που έχουν βραχυπρόθεσμες ανάγκες σε ρευστά και σε οικονομικές μονάδες που έχουν την ανάγκη να επενδύσουν βραχυπρόθεσμα και αποδοτικά τα πλεονασματικά ρευστά διαθέσιμα τους.

Η δημιουργία μίας καλά οργανωμένης χρηματαγοράς η οποία μπορεί με μικρό κόστος, ελάχιστη χρονική καθυστέρηση και μικρές διακυμάνσεις των επιτοκίων, να απορροφήσει πλεονάζοντα κεφάλαια και να τα προωθήσει σε βραχυπρόθεσμο δανεισμό, δημιουργεί σημαντικά πλεονεκτήματα για όσους συμμετέχουν σε αυτή την αγορά, αλλά και την οικονομία γενικότερα. Οι οικονομικές μονάδες μπορούν μέσω αυτής της αγοράς να προσαρμόζουν συνεχώς τις θέσεις τους στα μετρητά, καταθέτοντας προσωρινά τα μετρητά τους στην αγορά χρήματος, όταν έχουν αρκετά υπόλοιπα, αλλά και χρησιμοποιώντας χρήματα ή δανειζόμενοι όταν τα μετρητά τους είναι προσωρινά δεν είναι επαρκή και θέλουν να καλύψουν τρέχουσες υποχρεώσεις.

## 2.5 Αγορά Κεφαλαίου (Capital Market)

Σε αντίθεση με την αγοράς χρήματος, στην **αγορά κεφαλαίου** συναντούμε αξιόγραφα που έχουν μεγαλύτερη διάρκεια ζωής (άνω των 12 μηνών). Επίσης, τα αξιόγραφα στις αγορές κεφαλαίου έχουν πολύ μεγαλύτερο κίνδυνο, αλλά και βεβαιότητα σε σχέση με τις τιμές

<sup>6</sup> Σπύρου Σπύρος Ι.(2013), «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Εκδόσεις: Μπένου Γ.

των αξιογράφων (π.χ. πολύ μεγάλες διακυμάνσεις τιμών). Παραδείγματα τέτοιων αξιογράφων είναι οι ομολογίες, σταθερού ή μεταβλητού εισοδήματος και οι μετοχές που θα αναλυθούν στο παρακάτω κεφάλαιο.

## 2.6 Αγορά Παραγώγων (Derivate Market)

Οι **αγορές παραγώγων** χρηματοοικονομικών προϊόντων είναι από τις πιο δυναμικές και ταχύτερες αναπτυσσόμενες αγορές, καθώς τα τελευταία χρόνια έχουν εμφανίσει πολλές καινοτομίες στον τομέα αυτό του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ο όρος παράγωγο προϊόν σημαίνει τα χρηματοοικονομικά αυτά προϊόντα παράγονται από κάποια άλλα πιο απλής μορφής προϊόντα. Παραδείγματα τέτοιων προϊόντων είναι οι μετοχές, τα ομόλογα, ο χρυσός και άλλα πολλά. Τα παράγωγα αυτά διαπραγματεύονται είτε σε οργανωμένες αγορές και Χρηματιστήρια, είτε εκτός Χρηματιστηρίου και χρησιμοποιούνται γενικά για τους παρακάτω τρεις λόγους:

- Για την αντιστάθμιση και κάλυψη του κινδύνου και της αβεβαιότητας (hedging)
- Για την κερδοσκοπία (speculation)
- Για την προσπάθεια κέρδους χωρίς κίνδυνο ή εξισορρόπηση κινδύνου (arbitrage)

Η βασική διαφορά μεταξύ κερδοσκόπου και επενδυτή που κάνει **Arbitrage**, είναι ότι ο κερδοσκόπος αναλαμβάνει κίνδυνο με σκοπό την μεγιστοποίηση της απόδοσης, ενώ ο επενδυτής προσπαθεί να εκμεταλλευτεί τυχόν ανισορροπίες μεταξύ δύο αγορών (αγοράς spot και αγοράς παραγώγων), χωρίς να αναλάβει κίνδυνο.

Ας σημειωθεί ότι μία βασική διαφορά με τις αγορές spot, δηλαδή για αγορές με άμεση παράδοση προϊόντων όπως οι αγορές μετοχών, είναι ότι οι αγορές παραγώγων αποτελούν παιχνίδι «μηδενικού αθροίσματος» (zero-sum game) με την έννοια ότι το κέρδος ενός επενδυτή είναι ίσο με την ζημιά ενός άλλου.

Όπως αναφέραμε και παραπάνω η αγορά παραγώγων αποτελεί μία από τις σημαντικότερες αγορές και προσφέρει βοήθεια στις παρακάτω λειτουργίες:

- Στην αποτελεσματικότητα και λειτουργικότητα των αγορών προσφέροντας μεγαλύτερη ρευστότητα.



- Στην δυνατότητα πρόβλεψης κάποιων τάσεων και τιμών.
- Στην δημιουργία μεγαλύτερης διαφάνειας.
- Στην δυνατότητα διαχείρισης του επενδυτικού κινδύνου και αβεβαιότητας.
- Στην διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου για τους επενδυτές.
- Στο άνοιγμα επενδυτικών ευκαιριών κτλ.<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> Σπύρου Σπύρος Ι.(2013), «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Εκδόσεις: Μπένου Γ.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>: ΜΟΡΦΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

### 3.1 Ανάλυση χρηματοοικονομικών στοιχείων

Οι επενδυτικές αποφάσεις πρέπει να βασίζονται στην ανάλυση των πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων που ενέχουν και να προσαρμόζονται ανάλογα με τον χρονικό ορίζοντα της επένδυσης, τον ενδεχόμενο κίνδυνο της κάθε επένδυσης, καθώς και τον ανταγωνισμό τον οποίο θα αντιμετωπίσει. Τα δύο βασικά είδη επενδύσεων είναι οι επενδύσεις που γίνονται σε **χρηματοοικονομικά προϊόντα και τίτλους** ή αλλιώς **χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού** (financial assets) και επενδύσεις οι οποίες γίνονται σε **πραγματικά περιουσιακά στοιχεία** ή αλλιώς **πραγματικά στοιχεία ενεργητικού** (real assets).

#### 3.1.1 Χρηματοοικονομικά Στοιχεία Ενεργητικού

Οι επενδύσεις σε **χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού** αποτελούνται από τρεις μεγάλες κατηγορίες. Αρχικά από τα **αξιογράφα σταθερού εισοδήματος** (fixed-income) ή αλλιώς τα **χρεόγραφα** (debt securities), τα οποία υπόσχονται μία σταθερή ροή εισοδήματος και προσφέρονται σε τεράστια ποικιλία ως προς την διάρκεια και τον τρόπο αποπληρωμής τους. Το χρεόγραφο ουσιαστικά, *είναι ένα επενδυτικό διαπραγματεύσιμο προϊόν που αντιπροσωπεύει μία οικονομική αξία* και όπου μπορεί να εκδοθεί από εταιρίες, κυβερνήσεις ή άλλους οργανισμούς, είτε από το Δημόσιο.

Χρησιμοποιείται για τον δανεισμό κεφαλαίων από το επενδυτικό κοινό και αποτελεί αποδεικτικό χρέους ή δικαίωμα σε διανεμόμενα κέρδη, ενώ το νομικό πρόσωπο που εκδίδει τα χρεόγραφα ονομάζεται εκδότης. Όταν οι επενδυτές αγοράζουν τέτοια αξιόγραφα από τις εταιρείες, εκείνες χρησιμοποιούν το χρήμα που συγκεντρώνουν με τρόπο ώστε να πληρώσουν για να αποκτήσουν πραγματικά στοιχεία όπως αποθέματα, εξοπλισμό, κ.λπ. Επομένως η απόδοση που αποκομίζουν σε τελική ανάλυση οι επενδυτές από τα αξιόγραφα, προέρχεται από τα πραγματικά στοιχεία που χρηματοδοτήθηκαν με την έκδοση αυτών των αξιογράφων.

Στα χρεόγραφα ανήκουν και οι άλλες δύο μεγάλες κατηγορίες των χρηματοοικονομικών στοιχείων του ενεργητικού, αυτά είναι τα **ομόλογα** και τα **παράγωγα** που θα αναλύσουμε

στο παρακάτω κεφάλαιο. Τέλος να αναφερθεί ότι περιέχουν και τα έντοκα γραμμάτια Δημοσίου, καθώς και τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων.<sup>8</sup>

### 3.1.2 Πραγματικά Στοιχεία Ενεργητικού

Ο υλικός πλούτος μίας κοινωνίας καθορίζεται κυρίως από την παραγωγική δυνατότητα της οικονομίας της, δηλαδή από τα αγαθά και τις υπηρεσίες που μπορούν να δημιουργηθούν από τα μέλη της κοινωνίας. Οι επενδύσεις που αφορούν τα **πραγματικά στοιχεία του ενεργητικού** ή αλλιώς τα **πραγματικά περιουσιακά στοιχεία του ενεργητικού** (real assets) αναφέρονται συνήθως ως επενδυτικό σχέδιο, ενώ η ανάλυση των επενδυμένων σχεδίων μέσα στην επιχείρηση είναι γνωστή ως ανάλυση κεφαλαιακής χρηματοδότησης. Σε αντίθεση με τις επενδύσεις σε χρηματοοικονομικά προϊόντα όπου ο επενδυτής παίρνει το μερίδιο που του αναλογεί, οι επενδύσεις εδώ γίνονται αντικείμενο διαπραγμάτευσης. Τέλος, οι επενδύσεις αυτές δίνουν την δυνατότητα απόκτησης σημαντικών πλεονεκτημάτων και εκμετάλλευσης επενδυτικών σχεδίων, τα οποία οφέλη τους όταν ξεπερνούν τα κόστη, μπορούν να αυξήσουν το μετοχικό τους πλούτο.

Τα πραγματικά στοιχεία δημιουργούν καθαρό εισόδημα για την οικονομία, ενώ τα χρηματοοικονομικά στοιχεία απλώς καθορίζουν την κατανομή εισοδήματος ή πλούτου μεταξύ των επενδυτών.<sup>9</sup>

## 3.2 Επενδύσεις σε Ομόλογα

**Ομόλογο** (bond) είναι ένα χρεόγραφο ή αλλιώς αξιόγραφο, που εκδίδεται σε συνδυασμό με μία συμφωνία δανεισμού, για την οποία ο δανειολήπτης εκδίδει ή με απλά λόγια πουλάει ένα ομόλογο στον δανειστή έναντι κάποιου χρηματικού ποσού και έχει την υποχρέωση να καταβάλει στην λήξη της σύμβασης, την ονομαστική αξία αυτού.

Τα ομόλογα εκδίδονται είτε από το Δημόσιο είτε από ιδιωτικούς οργανισμούς (π.χ. τράπεζες, επιχειρήσεις), με σκοπό τον δανεισμό κεφαλαίων στο επενδυτικό κοινό. Στις περισσότερες χώρες του κόσμου υπάρχουν καλά οργανωμένες δευτερογενείς αγορές για τα αξιόγραφα αυτά, κι έτσι αυτό προσθέτει σημαντική ρευστότητα και τα κάνει ακόμα πιο ελκυστικά προς τον επενδυτή.<sup>10</sup> Είναι τίτλοι ελεύθεροι, μεταβιβάσιμοι και διαπραγματεύσιμοι στο χρηματιστήριο, που μπορεί να εκδίδονται και από άλλα, με σκοπό

<sup>8</sup> Πτυχιακή Εργασία: Ζέρβα Σοφία (2016), «Αποτίμηση Ομολόγων και Οίκοι Αξιολόγησης», Διαθέσιμο στο: <https://dspace.lib.uom.gr>, Τελευταία Πρόσβαση: 16/11/2017

<sup>9</sup> Bodie Zvi & Kane Alex & Marcus Alan J. (2015), «Επενδύσεις», Εκδόσεις: Utopia

<sup>10</sup> Σπύρου Σπύρος Ι.(2013), «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Εκδόσεις: Μπένου Γ.

την άντληση κεφαλαίων από το κοινό για την κάλυψη των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων.<sup>11</sup>

Επίσης είναι σημαντικά για τον επενδυτή καθώς αποτελούν σημαντικά προϊόντα της κεφαλαιαγοράς, λόγω ότι του δίνουν την ευκαιρία να επενδύσει και να κερδίσει σταθερές αποδόσεις, με σχετικά μικρό ή μηδενικό κίνδυνο απώλειας του αρχικού κεφαλαίου. Ωστόσο δίνουν και την δυνατότητα πολύ υψηλών αποδόσεων γι' αυτούς που περιμένουν να βγάλουν κέρδος μέσω της μεταβολής των επιτοκίων.<sup>12</sup>

### 3.2.1 Χαρακτηριστικά Ομολόγων

Παραπάνω αναλύσαμε την έννοια των ομολόγων, ότι αποτελούν μία σημαντική μορφή επένδυσης. Στη συνέχεια θα δούμε τα χαρακτηριστικά και τα είδη των ομολόγων πιο αναλυτικά, δηλαδή ποια είναι τα στοιχεία που πρέπει να ξέρει ο επενδυτής προκειμένου να έχει μία επιτυχημένη επένδυση σε ομόλογα. Αυτά λοιπόν είναι:<sup>13</sup>

- Η **ονομαστική αξία** (par value / face value): Είναι το αρχικό ποσό στο οποίο εκδίδεται το χρεόγραφο και η αξία εκείνη που υπόσχεται ο εκδότης να αποπληρώσει στην ημερομηνία που λήγει το χρεόγραφο.
- Η **τιμή** (price): Ορίζεται με βάση το 100 και αντιστοιχεί στην ονομαστική του αξία. Όταν η τιμή διαπραγμάτευσης (market price) του ομολόγου στην δευτερογενή αγορά είναι υψηλότερη από την ονομαστική του αξία, τότε το ομόλογο διαπραγματεύεται υπέρ του άρτιο, με ανατίμηση του ομολόγου (premium). Όταν όμως η τιμή του ομολόγου είναι χαμηλότερη από την ονομαστική του αξία, τότε το ομόλογο διαπραγματεύεται υπό το άρτιο, με έκπτωση στην τιμή του ομολόγου (discount). Με βάση τα παραπάνω, υπάρχει διάκριση στις τιμές ως εξής :
  - ✓ **Τιμή έκδοσης** (issue price): είναι η τιμή στην οποία διατίθεται το ομόλογο από τον εκδότη κατά την έκδοση αυτού.
  - ✓ **Τιμή αγοράς**: είναι η τιμή στην οποία αγοράζεται το ομόλογο από τον επενδυτή.

<sup>11</sup> Παπαδάμου Στέφανος Θ.(2009), «*Διαχείριση Χαρτοφυλακίου- Μία Σύγχρονη Προσέγγιση*», Εκδόσεις: Gutenberg

<sup>12</sup> «Ομόλογο», Διαθέσιμο στο: <https://www.euretirio.com>, Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017

<sup>13</sup> Πτυχιακή Εργασία: Ζέρβα Σοφία (2016), «*Αποτίμηση Ομολόγων και Οίκοι Αξιολόγησης*», Διαθέσιμο στο: <https://dspace.lib.uom.gr>, Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017

✓ **Τιμή πώλησης:** είναι η τιμή στην οποία πωλείται το ομόλογο από τον επενδυτή.

✓ **Τιμή αποπληρωμής :** είναι η τιμή στην οποία αποπληρώνεται το ομόλογο από τον εκδότη στον επενδυτή, κατά τη λήξη του ομολόγου.

- Η **ημερομηνία έκδοσης** (issue date): Είναι η ημερομηνία κατά την οποία εκδίδεται το ομόλογο.
- Η **ημερομηνία λήξης** (maturity date): Είναι η ημερομηνία κατά την οποία λήγει το ομόλογο.
- Το **επιτόκιο έκδοσης**(issue rate/coupon rate): Είναι το επιτόκιο με το οποίο δανείζεται ο εκδότης ενός χρεογράφου (π.χ. ομόλογο). Με άλλα λόγια είναι το επιτόκιο του δανείου με βάση το οποίο καθορίζεται και το τοκομερίδιο.

Υπάρχουν και άλλα είδη επιτοκίων με τα οποία μπορεί να δανειστεί ο εκδότης ενός ομολόγου, οι ορισμοί αυτών είναι:

I. **Επιτόκιο αναφοράς** (reference rate): Είναι ένα επιτόκιο που χρησιμοποιείται ως βάση για να καθοριστούν άλλα επιτόκια αγοράς, αποτελεί συνήθως και ένα δείκτη που δείχνει το ελάχιστο επιτόκιο δανεισμού.

II. **Επιτόκιο μηδενικού κινδύνου** (risk free rate): 'Η αλλιώς ακίνδυνο επιτόκιο είναι αυτό το οποίο μπορεί επιτευχθεί επενδύοντας σε οικονομικά προϊόντα που δεν εμπεριέχουν κίνδυνο.

III. **Κυμαινόμενο επιτόκιο** (floating interest rate): Είναι το επιτόκιο το οποίο μεταβάλλεται ανάλογα με την διακύμανση ενός επιτοκίου αναφοράς που έχει συμφωνηθεί ως βάση υπολογισμού, σε αντίθεση με τα σταθερά επιτόκια.

IV. **Ονομαστικό επιτόκιο** (nominal interest rate): Είναι η ονομαστική ποσοστιαία απόδοση ενός χρεογράφου ή ενός δανείου, χωρίς να υπολογίζεται η επίδραση του πληθωρισμού. Είναι ουσιαστικά η πραγματική τιμή που πληρώνουν οι οφειλέτες στους δανειστές, προκειμένου να χρησιμοποιήσουν τα χρήματά τους.

V. **Πραγματικό επιτόκιο** (real interest rate): Είναι η πραγματική ποσοστιαία απόδοση ενός χρεογράφου ή ενός δανείου, συνυπολογίζοντας την επίδραση του πληθωρισμού. Το πραγματικό επιτόκιο μπορεί να είναι και αρνητικό, αν ο πληθωρισμός είναι υψηλότερος από το ονομαστικό επιτόκιο, οπότε σε αυτή την περίπτωση οι επενδυτές χάνουν αγοραστική δύναμη και θα πρέπει να προχωρήσουν σε εναλλακτικές επενδύσεις. Το πραγματικό επιτόκιο συνδέεται με το ονομαστικό επιτόκιο και τον πληθωρισμό ως εξής:

VI. **Προεξοφλητικό επιτόκιο** (discount rate): Είναι το επιτόκιο που η Κεντρική Τράπεζα χρεώνει τις τράπεζες για τα δάνεια.

- Μία αύξηση του προεξοφλητικού επιτοκίου μειώνει την προσφορά του χρήματος.
- Μία μείωση του προεξοφλητικού επιτοκίου αυξάνει την προσφορά του χρήματος.

VII. **Σταθερό επιτόκιο** (fixed interest rate): Είναι το επιτόκιο σε μία επένδυση , σε ένα δάνειο ή σε ένα χρεόγραφο, το οποίο δεν μπορεί να μεταβληθεί από την μία μεριά αλλά μόνο μετά από συμφωνία όλων των αντισυμβαλλόμενων μερών.

VIII. **Συνολικό ετήσιο πραγματικό επιτόκιο** (ΣΕΠΕ) (annual percentage) : Είναι το πραγματικό συνολικό κόστος ενός δανείου για τον καταναλωτή, εκφρασμένο σε ετήσιο ποσοστό. Περιλαμβάνει επίσης την πληρωμή των τόκων, την αποπληρωμή υπολοίπου κεφαλαίου, την ασφάλιση και τα λοιπά έξοδα, που είναι απαραίτητα για την έκδοση του δανείου.<sup>14</sup>

- Η **συχνότητα τοκομεριδίου** (coupon frequency): Τοκομερίδιο (coupon bond) είναι η περιοδική πληρωμή που λαμβάνει ο κάτοχος ενός επενδυτικού προϊόντος, όπως ένα ομόλογο. Τα τοκομερίδια καθορίζονται από το επιτόκιο έκδοσης, καθώς το κουπόνι εκφράζει το επιτόκιο επί της ονομαστικής αξίας του χρεογράφου, και η συχνότητα πληρωμής τους διαφέρει από έκδοση σε έκδοση. Η πληρωμή τους συνήθως γίνεται ανά εξάμηνο, μπορεί να πληρώνονται και μία φορά το χρόνο, αλλά ακόμα μπορεί η πληρωμή να γίνεται και περισσότερες από δύο φορές, δηλαδή ανά τρίμηνο.
- Η **ωρίμανση** (maturity): Είναι η ημερομηνία στην οποία θα εξοφληθεί ένα χρεόγραφο, δηλαδή η ημερομηνία στην οποία ο κάτοχος του χρεογράφου θα εισπράξει την ονομαστική αξία. Η διάρκεια μέχρι την ωρίμανση θα είναι ο χρόνος που απομένει μέχρι να εξοφληθεί το χρεόγραφο και είναι δεδομένη.

Ωστόσο υπάρχουν και *ομόλογα που δεν έχουν ημερομηνία ωρίμανσης* ή *ομόλογα που δίνουν το δικαίωμα στον εκδότη τους να αναβάλει την ωρίμανση τους* ή ακόμα που παρέχουν την δυνατότητα ανάκλησης, χαρακτηριστικό που μπορεί να επηρεάσει την ημερομηνία επιστροφής του κεφαλαίου.

<sup>14</sup> «Επιτόκιο», Διαθέσιμο στο: <https://www.euretirio.com>, Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017

Οι βασικότερες κατηγορίες διάρκειας ζωής ενός ομολόγου είναι:

- Βραχυπρόθεσμα: των οποίων η διάρκεια είναι 1-3 έτη
  - Μεσοπρόθεσμα: των οποίων η διάρκεια είναι 3-10 έτη
  - Μακροπρόθεσμα: των οποίων η διάρκεια είναι μεγαλύτερη των 10 ετών<sup>15</sup>
- Η **τιμή διαπραγμάτευσης** (market price): Μετά την αρχική έκδοση ενός ομολόγου, το ομόλογο θα διαπραγματεύεται συνήθως στην δευτερογενή αγορά. Η τιμή διαπραγμάτευσης στην δευτερογενή αγορά μπορεί να είναι μεγαλύτερη ή και μικρότερη από την ονομαστική αξία του ομολόγου, ανάλογα με την πορεία των επιτοκίων.
  - Ο **δεδουλευμένος τόκος** (accrued interest): Είναι ο οφειλόμενος τόκος από τον εκδότη, αλλά ακόμα μη απαιτητός τόκος από τον επενδυτή, που έχει σωρευτεί μεταξύ της τελευταίας ημερομηνίας πληρωμής τοκομεριδίου και της ημερομηνίας πώλησης του ομολόγου
  - Η **απόδοση μέχρι τη λήξη** (yield to maturity): Είναι η απόδοση που θα αποκομίσει ο επενδυτής ενός ομολόγου κρατώντας το έως την λήξη του και εκφράζεται επί ποσοστό τοις %

### 3.2.2 Είδη Ομολόγων

Υπάρχουν διαφορετικές επενδύσεις ομολόγων, ανάλογα με τις ανάγκες του κάθε επενδυτή. Μπορεί σαν επενδυτής να εμφανίζεται ένα στέλεχος μίας επιχείρησης, δείχνοντας ενδιαφέρον για το μέλλον της επιχείρησης, δηλαδή την αύξηση των κερδών της και έχοντας κίνητρο την κεφαλαιακή συμμετοχή στα κέρδη και στην μελλοντική υπεραξία της επιχείρησης, η οποία προκύπτει από τυχόν διαφορά που παρατηρείται μεταξύ του κόστους της επένδυσης και της λογιστικής αξίας της επιχείρησης όπου την συγκεκριμένη στιγμή αποτιμάται. Να σημειωθεί ότι ιδιαίτερη μορφή κεφαλαιακής συμμετοχής των στελεχών αποτελείται ο τραπεζικός δανεισμός, καθώς και ενέχυρο τις ίδιες μετοχές της επιχείρησης. Ας δούμε παρακάτω κάποιες από τις κύριες κατηγορίες ομολόγων. Αυτές είναι:

- **Ανάλογα με τον εκδότη.**

Είναι βασική κατηγορία καθώς ο εκδότης αποτελεί το ένα κύριο μέρος για την υλοποίηση μίας επένδυσης. Ο εκδότης μπορεί να είναι είτε το Δημόσιο είτε ιδιωτικές εταιρίες, οπότε τα ομόλογα διακρίνονται σε κρατικά και εταιρικά, υπερεθνικά ή διεθνή. Θα δούμε

---

<sup>15</sup> «Ωρίμανση», Διαθέσιμο στο: <https://www.euretirio.com>, Τελευταία Πρόσβαση: 16/11/2017

αναλυτικότερα κάποιες από τις πολλές κατηγορίες των ομολόγων που υπάρχουν παγκοσμίως.

### **1. Κυβερνητικό ομόλογο (Treasury bond)**

Το κυβερνητικό ή αλλιώς κρατικό ομόλογο είναι η συνηθέστερη και πιο κοινή περίπτωση ομολόγου, καθώς και η περίπτωση που χρησιμοποιείται πιο πολύ για επενδύσεις παγκόσμια. Εκδίδονται για σχετικά μεγάλα ποσά, θεωρούνται εξαιρετικής πιστοληπτικής αξίας και έχουν μεγάλη ρευστότητα. Με τον τρόπο αυτό οι κυβερνήσεις καλύπτουν σε ένα βαθμό τις δανειακές τους ανάγκες. Σημαντικό ότι θεωρούνται σημείο αναφοράς για την τιμολόγηση όλων των άλλων εκδόσεων. Αξίζει να σημειωθεί ότι η αγορά των κυβερνητικών αγορών των ΗΠΑ είναι η μεγαλύτερη στον κόσμο, αποτελώντας γι' αυτό σημείο αναφοράς των διεθνών αγορών με τα δημοφιλέστερα και πιο γνωστά για τα τελευταία χρόνια προϊόντα, τα οποία είναι : Treasury-bills που είναι τα έντοκα γραμμάτια, τα Treasury-notes που είναι ομόλογα με διάρκεια από 2 έως 10 έτη και τέλος τα Treasury-bonds που είναι τα γραμμάτια με διάρκεια μεγαλύτερη των 10 ετών.<sup>16</sup>

### **2. Επιχειρηματικό ομόλογο (Corporate bond)**

Σκοπός του επιχειρηματικού ομολόγου είναι να χρηματοδοτήσει επιχειρηματικά χρέη. Δεν θεωρείται ίδιας ποιότητας με το κυβερνητικό , αλλά και σε αυτό η πιστωτική του αξία όσο και η ρευστότητα των αγορών του εξαρτώνται από την πιστοληπτική ικανότητα του εκδότη. Τέτοια ομόλογα έχουν εκδοθεί από βιομηχανικές εταιρίες, επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας, καθώς και τράπεζες.

### **3. Δημοτικό ομόλογο (Municipal bond)**

Το δημοτικό εκδίδεται από δήμο, νομαρχία ή άλλη τοπική αυτοδιοίκηση. Αποτελεί καλής ποιότητας και ρευστότητας ομόλογο και υπάρχει κυρίως σε ανεπτυγμένες αγορές όπως οι ΗΠΑ. Αυτά τα ομόλογα παρέχονται για να εισπραχθούν χρήματα για διάφορα δημοτικά έργα, στα οποία ο δήμος ή ο νομάρχης έχει το δικαίωμα να τυπώσει ομόλογα για διάφορα έργα.

---

<sup>16</sup> Πτυχιακή Εργασία: Ζέρβα Σοφία (2016), «Αποτίμηση Ομολόγων και Οίκοι Αξιολόγησης», Διαθέσιμο στο: <https://dspace.lib.uom.gr> ,Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017



#### 4. Υπερεθνικό ομόλογο (Supranational bond)

Το υπερεθνικό ομόλογο εκδίδεται από διεθνείς οργανισμούς που έχουν την καλύτερη δυνατή αξιολόγηση από πλευράς κινδύνου. Τέτοιοι οργανισμοί είναι η Παγκόσμια Τράπεζα (World Bank), η Ευρωπαϊκή Επενδυτική Τράπεζα (European Investment Bank) κ.α. Επίσης πρέπει να αναφερθεί ότι έχουν γίνει εκδόσεις σε όλα τα σημαντικά νομίσματα.<sup>17</sup>

- **Ανάλογα με το είδος του επιτοκίου.**

Σ' αυτή την κατηγορία ομολόγων κατατάσσονται τα ομόλογα ανάλογα με το τοκομερίδιο που πληρώνουν. Αυτές οι κατηγορίες είναι οι εξής:

-Τα **ομόλογα σταθερού επιτοκίου** είναι η πιο διαδεδομένη και απλή μορφή ομολόγων. Το επιτόκιο με βάση το οποίο υπολογίζεται η κάθε πληρωμή είναι σταθερό για όλη τη διάρκεια ζωής των ομολόγων, ανεξάρτητα από τις διακυμάνσεις της αγοράς.

-Στα **ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου** (floating-rate bonds), το επιτόκιο μεταβάλλεται κατά τη διάρκεια της ζωής τους σύμφωνα με κάποιο άλλο βασικό επιτόκιο.<sup>18</sup> Επίσης οι πληρωμές τόκων συνδέονται με κάποιον τρόπο με τα τρέχοντα επιτόκια της αγοράς. Ο πιο σημαντικός κίνδυνος στα ομόλογα αυτά είναι στις μεταβολές της οικονομικής ισχύος της κάθε εταιρείας, γι' αυτό όμως υπάρχει συνήθως ένα περιθώριο (spread) που αντιπροσωπεύει ένα είδος ασφάλιστρο και εξαρτάται από την πιστοληπτική ικανότητα του εκδότη και την διάρκεια του ομολόγου. Η διαφορά απόδοσης καθορίζεται για όλη τη διάρκεια της ζωής του αξιόγραφου, που μπορεί να εκτείνεται σε πολλά χρόνια. Εάν για παράδειγμα η οικονομική δύναμη της εταιρείας επιδεινωθεί, οι επενδυτές θα απαιτούν μεγαλύτερο ασφάλιστρο απόδοσης από αυτόν που προσφέρεται από το χρεόγραφο. Στην περίπτωση αυτή η τιμή του ομολόγου, θα πέσει. Μπορεί δηλαδή το επιτόκιο του τοκομεριδίου να μεταβάλλεται στα ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου και να προσαρμόζεται στις γενικές τάσεις των επιτοκίων της αγοράς, αλλά δεν προσαρμόζεται στις μεταβολές της χρηματοοικονομικής κατάστασης της εταιρείας.<sup>19</sup>

-Τα **τιμαριθμοποιημένα ομόλογα** αποτελούν πιο εξειδικευμένη μορφή ομολόγων. Φέρουν μεν σταθερό επιτόκιο που ισούται με την ετήσια σταθερή πραγματική απόδοση, που είναι

<sup>17</sup> «Ομόλογο», Διαθέσιμο στο: <https://el.wikipedia.org>, Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017

<sup>18</sup> Σπύρου Σπύρος Ι.(2013), «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Εκδόσεις: Μπένου Γ.

<sup>19</sup> Bodie Zvi & Kane Alex & Marcus Alan J.(2015), «Επενδύσεις», Εκδόσεις: Utopia

γνωστή κατά την ημερομηνία που εκδίδονται. Για να υπολογισθεί όμως η αξία του επιτοκίου λαμβάνεται υπόψη μία μεταβαλλόμενη αξία και γι' αυτό χρησιμοποιείται κάποιος δείκτης με βάση τον οποίο αναπροσαρμόζεται η αξία επί της οποίας εφαρμόζεται το σταθερό τοκομερίδιο και δεν εφαρμόζεται στην ονομαστική του αξία. Για παράδειγμα τα κυβερνητικά ομόλογα χρησιμοποιούν συχνά τον δείκτη του πληθωρισμού, καθώς η απόδοση τους συνδέεται άμεσα με την εξέλιξη του πληθωρισμού μεταξύ των περιόδων της αγοράς και τη λήξη των ομολόγων.

-Τα **ομόλογα με δικαίωμα ανάκλησης ή πρόωρης εξόφλησης** αποτελούν επίσης εξειδικευμένη έκδοση ομολόγων. Διαφέρουν όμως από τα απλά ομόλογα ως προς το ότι ενσωματώνουν δικαιώματα αγοράς τους από τον εκδότη τους πριν την λήξη, ή δικαιώματα πώλησης από τον κάτοχο τους στον εκδότη πριν την λήξη τους, σε προκαθορισμένες τιμές και χρονικές στιγμές.

- **Ανάλογα με τον κουπόνι και το είδος των πληρωμών**

-Υπάρχουν τα ομόλογα με **κουπόνι**, δηλαδή τα ομόλογα με τοκομερίδιο (coupon bond) όπου υποχρεώνει τον εκδότη του να καταβάλει στον δανειστή εξαμηνιαίες πληρωμές τόκου για όλη τη διάρκεια της ζωής του ομολόγου. Οι πληρωμές αυτές ονομάζονται καταβολές τοκομεριδίων ή κουπονιών.

-Υπάρχουν ομόλογα που διαπραγματεύονται με **έκπτωση** από την ονομαστική τους αξία και πραγματοποιούν μόνο μία καταβολή κεφαλαίου στην λήξη τους (discount securities). Τέτοια είναι τα έντοκα γραμμάτια μικρής διάρκειας που πωλούνται σε χαμηλότερη τιμή από την τελική ονομαστική τους αξία, καθώς και τα ομόλογα μηδενικού επιτοκίου με συνήθη διάρκεια 1-3 έτη, όπου δεν προβλέπονται πληρωμές κουπονιών. Υπάρχει μία αρχική πληρωμή από τον αγοραστή προς τον εκδότη και μία τελική πληρωμή προς εκείνον που προσκομίζει το ομόλογο. Η απόδοση για τον επενδυτή προκύπτει από την χαμηλότερη τιμή αγοράς του ομολόγου. Η ουσιώδης ιδιότητα των **ομολόγων χωρίς κουπόνι** (zero coupon bonds), είναι ότι απαλλάσσουν τον επενδυτή από το πρόβλημα της επανεπένδυσης των τόκων που θα εισέπραττε σε κάθε πληρωμή τοκομεριδίου. Οι επενδυτές δηλαδή εισπράττουν κατά την ημερομηνία λήξης την ονομαστική αξία, αλλά ως τότε δεν εισπράττουν καθόλου τόκους. Άρα και το ομόλογο είναι χωρίς καθόλου τοκομερίδιο.

- **Ανάλογα με την διάρκεια ζωής τους**

Σε αυτή την κατηγορία υπάρχουν ομόλογα διάρκειας μερικών μηνών, ετών αλλά και ομόλογα που δεν έχουν λήξη. Αυτές είναι οι διηνεκείς ομολογίες όπου το κουπόνι καταβάλλεται από τον εκδότη επ' άπειρο, χωρίς να λαμβάνουν οι ομολογιούχοι μέρος ή ολόκληρο το κεφάλαιο που διέθεσαν για την αγορά της.

Τα ομόλογα λαμβάνουν **πιστοληπτική αξιολόγηση** η οποία εξαρτάται από την οικονομική φερεγγυότητα των εκδοτών, καθώς και από την ικανότητα εξόφλησης των οφειλών τους. Ανάλογα με την πιστοληπτική αξιολόγηση που λαμβάνει το ομόλογο κατηγοριοποιείται σε *υψηλής φερεγγυότητας* (investment bond), (βαθμολόγησης AAA-BBB βάσει S&P) και *χαμηλής φερεγγυότητας* ή αλλιώς επισφαλές ομόλογο (junk bond) (βαθμολόγηση από BB-C βάσει S&P). Η πιστοληπτική ικανότητα των ομολόγων είναι άμεσα συνδεδεμένη με την απόδοση τους, ωστόσο τα ομόλογα χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας έχουν υψηλότερη απόδοση 1 (yield) σε σχέση με αυτή των ομολόγων καλύτερης πιστοληπτικής ικανότητας.<sup>20</sup>

- **Εταιρικά Ομόλογα**

Τα ομόλογα αυτά είναι χρεόγραφα που εκδίδονται από ιδιωτικούς οργανισμούς όπως μεγάλες τράπεζες, ανώνυμες εταιρείες, βιομηχανίες, κ.λπ. και αποτελούν μορφή χρηματοδότησης του εκδότη. Η αγορά εταιρικών ομολόγων είναι πολύ ανεπτυγμένη διεθνώς και εμφανίζει σημαντική άνοδο τα τελευταία χρόνια. Προσφέρει σημαντικά πλεονεκτήματα στους εκδότες, όπως μεταξύ άλλων, άντληση κεφαλαίων χωρίς επιβάρυνση χρηματοοικονομικών δεικτών, γιατί η επιχείρηση δεν εκδίδει νέες μετοχές.<sup>21</sup>

- **Ομόλογα ξένων αγορών**

Τα ομόλογα ξένων αγορών χωρίζονται συνήθως σε δύο κατηγορίες: **Ομόλογα εξωτερικού** (foreign bonds) και **Ευρωομόλογα** (Eurobonds). Τα ομόλογα εξωτερικού εκδίδονται από δανειολήπτη που έχει την έδρα του σε χώρα διαφορετική από την χώρα όπου πωλείται το ομόλογο και εκφράζεται στο νόμισμα της χώρας που διατίθεται. Για παράδειγμα, αν μία γερμανική επιχείρηση πουλήσει στο εσωτερικό των ΗΠΑ ένα ομόλογο εκφρασμένο σε

---

<sup>20</sup> Πτυχιακή Εργασία: Ζέρβα Σοφία (2016), «Αποτίμηση Ομολόγων και Οίκοι Αξιολόγησης», Διαθέσιμο στο: <https://dspace.lib.uom.gr> ,Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017

<sup>21</sup> Σπύρου Σπύρος Ι.(2013), «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Εκδόσεις: Μένου Γ.

δολάρια, αυτό θεωρείται ομόλογο του εξωτερικού. Στα ομόλογα αυτά δίνονται πνευματώδεις ονομασίες που θυμίζουν τις χώρες τις οποίες διατίθενται, για παράδειγμα ας πούμε τα ομόλογα εξωτερικού που πωλούνται στις αγορές των ΗΠΑ, ονομάζονται *ομόλογα Yankee*. Όπως όλα τα ομόλογα που πωλούνται στις ΗΠΑ, έτσι και αυτά δηλώνονται στην επιτροπή της κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ.

Σε αντίθεση με τα ομόλογα εξωτερικού, τα **Ευρωομόλογα** εκφράζονται συνήθως σε νόμισμα του εκδότη, αλλά διατίθενται σε άλλες εθνικές αγορές. Για παράδειγμα, ο όρος αγορά ευρωδολαρίων (Eurodollar market) αναφέρεται σε ομόλογα εκφρασμένα σε δολάρια που πωλούνται εκτός ΗΠΑ (και όχι μόνο στην Ευρώπη), αν και η μεγαλύτερη αγορά ευρωομολόγων βρίσκεται στο Λονδίνο. Τέλος καθώς η αγορά ευρωδολαρίων βρίσκεται εκτός της δικαιοδοσίας των αρχών των ΗΠΑ, τα ομόλογα αυτά δεν εποπτεύονται από τις αμερικάνικες ομοσπονδιακές ρυθμιστικές αρχές. Παρόμοια, τα ευρωομόλογα σε γεν (euro yen bonds) είναι ομόλογα που εκφράζονται σε γεν και πωλούνται εκτός Ιαπωνίας, τα ευρωομόλογα σε στερλίνες (euro sterling bonds) είναι ομόλογα εκφρασμένα σε στερλίνες, τα οποία πωλούνται εκτός του Ηνωμένου Βασιλείου κ.ο.κ.<sup>22</sup>

### 3.3 Επενδύσεις σε Μετοχές

Οι **μετοχές** είναι μία από τις μεγάλες κατηγορίες χρηματοοικονομικών στοιχείων μίας επένδυσης, όπως αναφερθήκαμε και παραπάνω. Οι μετοχές είναι μερίδια ιδιοκτησίας σε μία επιχείρηση ή αλλιώς αποτελούν ένα από τα ίσα μερίδια στα οποία διαιρείται το κεφάλαιο μίας ανώνυμης εταιρείας. Αποτελούν επίσης απαιτήσεις πάνω στα στοιχεία του ενεργητικού και των εισοδημάτων της επιχείρησης και βασικό χαρακτηριστικό τους είναι ότι δεν έχουν ημερομηνία λήξης.<sup>23</sup>

Η μετοχή ή ένας τίτλος αντιπροσωπεύει ορισμένα δικαιώματα του κατόχου της μετοχής, αυτά είναι:<sup>24</sup>

➤ Συμμετοχή στα καθαρά κέρδη της Α.Ε. Όσο υψηλότερο είναι το καθαρό εισόδημα της επιχείρησης, τόσο μεγαλύτερη απόδοση για τους μετόχους.

<sup>22</sup> Bodie Zvi & Kane Alex & Marcus Alan J.(2015), «Επενδύσεις», Εκδόσεις: Utopia

<sup>23</sup> «Μετοχή», Διαθέσιμο στο: <https://www.euretirio.com>, Τελευταία Πρόσβαση: 16/11/2017

<sup>24</sup> Κιόχος Πέτρος & Πανάγου Βασίλειος (2015), «Χρηματοοικονομική Διοίκηση», Εκδόσεις: Κιόχου Ελένη

- Συμμετοχή στο προϊόν εκκαθάρισης της εταιρικής περιουσίας, αλλά έχουν προτεραιότητα να πληρωθούν οι κάτοχοι των δανείων και των ομολόγων πριν από τους μετόχους, σε περίπτωση διάλυσης της Α.Ε.
- Συμμετοχή στις γενικές συνελεύσεις των μετόχων, με δικαίωμα ψήφου
- Δυνατότητα συγκάλεσης της γενικής συνέλευσης, σύμφωνα με το καταστατικό της Α.Ε.
- Δυνατότητα μεταβίβασης των μετόχων, χωρίς περιορισμούς.
- Δικαίωμα προτίμησης κατά την έκδοση των νέων μετοχών.

### 3.3.1 Κατηγορίες Μετοχών

Οι μετοχές μπορεί να διακρίνονται σε κοινές ή προνομιούχες και επικαρπίας μετοχές, ονομαστικές και ανώνυμες, μετά ψήφου ή χωρίς ψήφο, σε διαπραγματεύσιμες σε Χρηματιστήριο ή σε μη διαπραγματεύσιμες. Ας δούμε αναλυτικότερα τις βασικότερες κατηγορίες μετοχών.

- **Κοινές Μετοχές**

Οι κοινές μετοχές αποτελούν τον πιο συνηθισμένο είδος μετοχών και είναι έγγραφες αποδείξεις που επιβεβαιώνουν ότι ο κάτοχος τους είναι συνέταιρος στην επιχείρηση κατά το ποσό των μετοχών του. Παρέχουν στο μέτοχο τα εξής δικαιώματα:

- Συμμετοχής στα κέρδη της Α.Ε.
- Συμμετοχή στο προϊόν εκκαθάρισης των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, σε περίπτωση διάλυση της.
- Συμμετοχή με την ψήφο του στη γενική συνέλευση των μετόχων.
- Κάθε κοινή μετοχή έχει μία ψήφο.
- Όλες οι μετοχές έχουν την ίδια ονομαστική αξία.
- Εκλογή μελών του διοικητικού συμβουλίου.
- Έγκριση του ισολογισμού.
- Τροποποίηση του καταστατικού.

Τέλος, οι κάτοχοι των κοινών μετοχών παίρνουν τις σημαντικότερες αποφάσεις για την πορεία της Α.Ε. Εμπεριέχουν επίσης και μεγαλύτερο κίνδυνο απώλειας του κεφαλαίου, διότι έπονται των προνομιούχων σε περίπτωση διάλυσης της επιχείρησης.

- **Προνομιούχες Μετοχές**

Προνομιούχες μετοχές είναι τα προνομιούχα μερίδια ιδιοκτησίας μιας εταιρείας με περισσότερα δικαιώματα πάνω στα κέρδη και στα περιουσιακά στοιχεία της από τις κοινές μετοχές. Επίσης παρέχουν στον κάτοχο τους τα παρακάτω δικαιώματα:

- Να παίρνει το πρώτο μέρισμα (συνήθως το 6% επί της ονομαστικής αξίας της μετοχής), πριν από τους μετόχους των κοινών μετοχών.
- Να ικανοποιείται προνομιακά από το προϊόν εκκαθάρισης των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, σε περίπτωση διάλυσης της.
- Να παίρνει μέρισμα, σε περίπτωση που δεν υπάρχουν κέρδη στην εταιρεία.

Οι προνομιούχες μετοχές, κατά κανόνα, εκδίδονται στην χώρα μας χωρίς δικαίωμα ψήφου και γι' αυτό η τιμή τους στο χρηματιστήριο είναι χαμηλότερη από αυτή των κοινών μετοχών. Οι ανώνυμες εταιρείες που είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ, δικαιούνται να εκδίδουν προνομιούχες μετοχές μέχρι το ποσοστό του 40% επί του συνόλου των μετοχών τους.

- **Ονομαστικές Μετοχές**

Στις ονομαστικές μετοχές το όνομα και τα στοιχεία του κατόχου αναγράφονται πάνω στην μετοχή μαζί με τα στοιχεία της εταιρίας, τα οποία καταχωρίζονται και το Μητρώο των Μετοχών. Εφόσον προβλέπεται από το καταστατικό της, κάθε εταιρία μπορεί να εκδώσει ονομαστικές μετοχές. Ενώ κάποιες επιχειρήσεις όπως σε τράπεζες ή επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας, είναι υποχρεωμένες να εκδίδουν ονομαστικές μετοχές.

- **Ανώνυμες Μετοχές**

Αντίθετα με τις ονομαστικές μετοχές, στις ανώνυμες μετοχές δεν αναγράφονται το όνομα και τα στοιχεία του κατόχου, αλλά μόνο τα στοιχεία της εταιρίας, ενώ η μεταβίβαση τους γίνεται με απλή παράδοση. Ανώνυμες μετοχές εκδίδουν η πλειοψηφία των εταιριών που είναι εισηγμένες στις Χρηματιστηριακές Αγορές.<sup>25</sup>

### 3.3.2 Αξία των μετοχών

Μία μετοχή μπορεί να έχει τις παρακάτω τιμές:<sup>26</sup>

---

<sup>25</sup>Κιόχος Πέτρος & Πανάγου Βασίλειος (2015), «Χρηματοοικονομική Διοίκηση», Εκδόσεις: Κιόχου Ελένη

<sup>26</sup>Κουρέτας Γ.(2014-2015), «Διαχείριση Χαρτοφυλακίου και Αποτίμηση Επενδύσεων», Διαθέσιμο στο: <https://eclass.aueb.gr>, Τελευταία Πρόσβαση: 16/11/2017

➤ Την **ονομαστική αξία** ή αλλιώς την **ονομαστική τιμή** (nominal value), η οποία προκύπτει κατά την πρώτη έκδοση των μετοχών και υπολογίζεται διαιρώντας την αξία του μετοχικού κεφαλαίου της ανώνυμης εταιρίας με τον συνολικό αριθμό των μετοχών που εξέδωσε αρχικά.

➤ Την **λογιστική αξία** ή αλλιώς την **λογιστική τιμή**, η οποία απεικονίζει την πραγματική αξία και προκύπτει διαιρώντας τα ίδια κεφάλαια της ανώνυμης εταιρίας με τον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία.

➤ Την **χρηματιστηριακή αξία (τιμή)** ή αλλιώς την **αγοραία αξία (τιμή)**, είναι η τρέχουσα αξία, η οποία διαμορφώνεται ανάλογα με την προσφορά και τη ζήτηση. Αποτελεί ουσιαστικά το τίμημα που είναι μπορεί κάποιος να καταβάλει για την απόκτηση ποσοστών ιδιοκτησίας σε μία εταιρία. Η αγοραία αξία διαφέρει στις περισσότερες περιπτώσεις από την λογιστική αξία, αλλά κυρίως από την ονομαστική αξία της μετοχής.

### **3.4 Επένδυση Χαρτοφυλακίου σε Χρεόγραφα**

Η θεωρία **χαρτοφυλακίου** (portfolio theory) αναφέρεται στον τρόπο δημιουργίας του χαρτοφυλακίου ενός επενδυτή, δηλαδή στον συνδυασμό των περιουσιακών στοιχείων που έχει επενδύσει και κατέχει ένας επενδυτής. Η σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου οφείλεται στον Harry Markowitz (1952), ο οποίος προσπάθησε να λύσει το πρόβλημα επιλογής άριστου χαρτοφυλακίου σε μία αγορά και αργότερα η θεωρία αυτή επεκτάθηκε από τους Harry Markowitz, William F Sharpe, John Lintner και Jack Treynor για τη διερεύνηση της σχέσης μεταξύ απόδοσης και κινδύνου μίας επένδυσης, όταν αυτή συμμετέχει σε διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια.

**Αντικειμενικός σκοπός** της θεωρίας του χαρτοφυλακίου είναι η *ανάλυση της διαδικασίας επιλογής των άριστων χαρτοφυλακίων εκ μέρους των ορθολογικών επενδυτών*. Ως ορθολογικοί επενδυτές θεωρούνται εκείνοι οι οποίοι για ένα δεδομένο επιτόκιο κινδύνου επιθυμούν να μεγιστοποιήσουν την αναμενόμενη απόδοση  $E(R)$  του χαρτοφυλακίου ή για ένα δεδομένο επιτόκιο αναμενόμενης απόδοσης  $E(R)$  επιθυμούν να ελαχιστοποιήσουν τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου.

#### *3.4.1 Διαχείριση Χαρτοφυλακίου*

**Διαχείριση χαρτοφυλακίου** είναι οι αναγκαίες ενέργειες που πρέπει να κάνει ένας επενδυτής σε χρεόγραφα για να εξασφαλίσει το κεφάλαιο του ή να περιορίσει στο ελάχιστο τις ζημιές από την επένδυση σε χρεόγραφα. Προκειμένου να συγκροτήσουμε ένα

αποτελεσματικό χαρτοφυλάκιο, η διαχείριση χαρτοφυλακίου περιλαμβάνει τις εξής δραστηριότητες:

- **Ανάλυση Μετοχών:** Στην περίπτωση αυτή εξετάζουμε από όλες τις μετοχές που βρίσκονται στο χρηματιστήριο ποιες προβλέπουμε να έχουν τη μεγαλύτερη απόδοση και ποιος είναι ο αντίστοιχος κίνδυνος ανά μετοχή.
- **Επιλογή των Μετοχών:** Με βάση την ανάλυση των μετοχών που αναφέραμε παραπάνω γίνεται η επιλογή εκείνων των μετοχών που θεωρούνται μεταξύ τους οι καλύτερες.
- **Ανάλυση Χαρτοφυλακίου:** Στην περίπτωση αυτή από τις μετοχές που έχουν χαρακτηριστεί οι καλύτερες διαμορφώνουν διάφορους συνδυασμούς χαρτοφυλακίων που χαρακτηρίζονται από διαφορετικές αναμενόμενες αποδόσεις και αντίστοιχες τιμές κινδύνου.
- **Επιλογή Αποτελεσματικού Χαρτοφυλακίου:** Από τα χαρτοφυλάκια που είναι διαθέσιμα για επιλογή, ο επενδυτής διαλέγει το πιο αποτελεσματικό για εκείνον, αυτό δηλαδή που παρουσιάζει τη μεγαλύτερη απόδοση και με όσο μικρότερο κίνδυνο από τα υπόλοιπα χαρτοφυλάκια.

Σημαντικό να αναφερθεί ότι μετά τη δημιουργία του πλέον αποτελεσματικού χαρτοφυλακίου, χρειάζεται συνεχής παρακολούθηση και ανανέωση για να μπορέσει να διατηρείται αποτελεσματικά.

#### 3.4.2 Το μοντέλο του Markowitz Σύνθεσης Χαρτοφυλακίου

Με βάση το μοντέλο του Markowitz ο επενδυτής μπορεί να επιλέξει ένα συνδυασμό από χρεόγραφα με τέτοιο τρόπο ώστε:

- Σε ένα ορισμένο βαθμό κινδύνου να έχει τη μεγαλύτερη απόδοση στο χαρτοφυλάκιο του.
- Σε μία συγκεκριμένη απόδοση του χαρτοφυλακίου να έχει ελαχιστοποιήσει τον κίνδυνο.

Ο συνδυασμός όλων των χαρτοφυλακίων που πληρούν τις παραπάνω προϋποθέσεις είναι γνωστός ως «αποτελεσματικό σύνολο».<sup>27</sup>

---

<sup>27</sup> Κιόχος Πέτρος & Πανάγου Βασίλειος (2015), «Χρηματοοικονομική Διοίκηση», Εκδόσεις: Κιόχου Ελένη



### 3.5 Άμεση Επένδυση

Με τον άμεσο τρόπο επένδυσης (direct investing), οι επενδυτές μπορούν να επενδύσουν άμεσα σε χρηματοοικονομικές αξίες, δηλαδή αγοράζουν κατευθείαν από μία επιχείρηση, οργανισμό ή το κράτος τα αξιόγραφα που αυτοί εκδίδουν χωρίς την παρέμβαση τρίτων. Σ' αυτή την κατηγορία τρόπου επένδυσης συναντάμε και την περίπτωση των **μη-διαπραγματεύσιμων στοιχείων** (non-negotiable assets), όπου ο κάτοχος των περιουσιακών στοιχείων δεν μπορεί να τα διαπραγματευτεί σε οργανωμένη αγορά, όπως για παραδείγματα οι προσωπικοί αποταμιευτικοί λογαριασμοί. Στο προηγούμενο κεφάλαιο αναλύσαμε τις αγορές που περιβάλλουν αυτές τις επενδύσεις και τώρα θα δούμε αναλυτικά τα χρηματοοικονομικά στοιχεία αυτών.

#### 3.5.1 Χρηματοοικονομικά Προϊόντα της Αγοράς Χρήματος

Οι αγορές χρήματος εκτός από τον διαμεσολαβητικό τους ρόλο καθορίζουν (μέσω της προσφοράς και της ζήτησης για βραχυπρόθεσμα δανειακά κεφάλαια) και ένα πολύ σημαντικό οικονομικό μέγεθος. Το οικονομικό μέγεθος αυτό είναι η **τιμή του χρήματος**, δηλαδή το **επιτόκιο**. Σε διεθνές επίπεδο, τα σημαντικότερα προϊόντα της αγοράς αυτής είναι:<sup>28</sup>

✓ Τα **Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου** (ΕΓΔ) (Treasury Bills): Είναι ουσιαστικά βραχυπρόθεσμα γραμμάτια με εκδότη το Δημόσιο και με συνήθη διάρκεια 3,6 και 12 μήνες. Γενικά, δεν δίνουν τοκομερίδια αλλά η τιμή πώλησης τους είναι μικρότερη από την ονομαστική αξία που θα εισπράξει ο κάτοχος στην λήξη τους. Η διαφορά μεταξύ τιμής πώλησης και ονομαστικής αξίας είναι η απόδοση που θα εισπράξει ο επενδυτής στην λήξη.

✓ Οι **Συμφωνίες Επαναγοράς** (Repos): Είναι συμφωνίες μεταξύ ενός δανειστή και ενός δανειζόμενου να πουλήσουν και μετά να επαναγοράσουν κάποιο χρεόγραφο μικρού κινδύνου. Ένας δανειζόμενος (π.χ. ένας χρηματοπιστωτικός οργανισμός) εκδίδει ένα Repo κάνοντας συμφωνία να πουλήσει χρεόγραφα (π.χ. ένα ομόλογο) σε έναν δανειστή σε μία συγκεκριμένη τιμή και ταυτόχρονα συμφωνεί να επαναγοράσει σε μία μελλοντική στιγμή και σε μία συγκεκριμένη τιμή. Η διαφορά μεταξύ των δύο τιμών είναι η απόδοση του δανειστή.

<sup>28</sup> Σπύρου Σπύρος Ι.(2013), «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Εκδόσεις: Μένου Γ.

✓ Τα **Διαπραγματεύσιμα Πιστοποιητικά Καταθέσεων** (Negotiable Certificates of Deposits, NCDs): Εκδίδονται από τράπεζες για καταθέσεις κεφαλαίων και είναι διαπραγματεύσιμα στην δευτερογενή αγορά. Με άλλα λόγια χρησιμοποιούνται από τράπεζες για άντληση βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων. Η διάρκεια τους μπορεί να είναι μέχρι και ένα έτος. Η κατάθεση διατηρείται στην τράπεζα μέχρι την λήξη οπότε ο κάτοχος λαμβάνει την κατάθεση συν τον τόκο.

✓ Το **Εμπορικό Ομόλογο** (Commercial Paper, CP): Είναι ένα βραχυπρόθεσμο υποσχητικό χρεόγραφο που εκδίδεται συνήθως από μεγάλες τράπεζες και οργανισμούς με σκοπό την άντληση κεφαλαίων. Συνήθως δεν δίνουν τοκομερίδια αλλά η τιμή πώλησης είναι μικρότερη από την ονομαστική αξία που θα εισπράξει ο κάτοχος στην λήξη τους. Η διαφορά μεταξύ της τιμής πώλησης και της ονομαστικής αξίας είναι και η απόδοση που θα εισπράξει ο επενδυτής στην λήξη.

✓ Τα **Ευρωδολάρια** (Eurodollars): Είναι καταθέσεις δολαρίων Η.Π.Α. σε τράπεζες (είτε Αμερικάνικες, είτε άλλες) έξω από τα γεωγραφικά σύνορα των Η.Π.Α. Η αγορά αυτή αναπτύχθηκε πρώτα στην Ευρώπη αλλά τώρα πια καταθέσεις σε Δολάρια γίνονται σε πολλές περιοχές του κόσμου. Ένα μεγάλο μέρος της αγοράς των Ευρωδολαρίων αποτελείται από Διαπραγματεύσιμα Πιστοποιητικά Καταθέσεων.

✓ Το **LIBOR** (London Interbank Offer Rate): Είναι ένα πολύ σημαντικό επιτόκιο της αγοράς χρήματος, στο οποίο οι μεγάλες διεθνείς τράπεζες στο Λονδίνο δανείζουν και δανείζονται κεφάλαια μεταξύ τους. Χρησιμοποιείται επίσης σαν βασικό επιτόκιο για τον καθορισμό πολλών άλλων κυμαινόμενων επιτοκίων σε πολλές αγορές του κόσμου.

### 3.5.2 Χρηματοοικονομικά Προϊόντα της Αγοράς Παραγώγων

Στο προηγούμενο κεφάλαιο αναλύσαμε την αγορά παραγώγων, ας δούμε τα χρηματοοικονομικά προϊόντα από τα οποία αποτελείται. Σε κάθε παράγωγο συμβόλαιο βασικό χαρακτηριστικό του είναι ότι υπάρχουν δύο θέσεις: του **αγοραστή (long position)** και του **πωλητή (short position)**. Υπάρχουν διαφορετικά συμβόλαια παραγώγων, ανάλογα με τις ανάγκες του αγοραστή και του πωλητή. Οι κατηγορίες συμβολαίων στις οποίες χωρίζονται τα χρηματοοικονομικά προϊόντα της αγοράς παραγώγων είναι:

- **Προθεσμιακό Συμβόλαιο** (ΠΣ, forward future): Αποτελεί την απλούστερη μορφή συμφωνία παραγώγου. Είναι δηλαδή μία συμφωνία και υποχρέωση για μία

αγοραπωλησία σε προκαθορισμένη μελλοντική στιγμή (maturity) και σε προκαθορισμένη τιμή (delivery price).<sup>29</sup>

Η συμφωνία πραγματοποιείται συνήθως μεταξύ δύο αντισυμβαλλόμενων, όπως για παράδειγμα μεταξύ δύο χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων ή δύο μεγάλων εταιρειών και συνήθως η διαπραγμάτευση τους γίνεται εκτός Χρηματιστηρίου. Σύμφωνα με τους όρους του συμβολαίου ο ένας αντισυμβαλλόμενος, αυτός δηλαδή που έχει την θέση πώλησης (short) συμφωνεί να πουλήσει μία ποσότητα ενός συγκεκριμένου αγαθού σε προκαθορισμένη τιμή και σε προκαθορισμένη χρονική στιγμή στο μέλλον, ενώ αντίστοιχα αυτός που έχει την θέση αγοράς (long) συμφωνεί να αγοράσει υπό τις ίδιες συνθήκες.<sup>30</sup>

- **Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ, futures contract):** Είναι ένα συμβόλαιο παρόμοιο με το προθεσμιακό, δηλαδή αποτελεί και αυτό μία σημερινή συμφωνία και υποχρέωση για μία αγοραπωλησία σε προκαθορισμένη μελλοντική στιγμή και προκαθορισμένη τιμή.

Αποτελείται επίσης από δύο αντισυμβαλλόμενους, ο ένας έχει την θέση πώλησης (short) και ο άλλος την θέση αγοράς (long). Τα ΣΜΕ διαφέρουν από τα προθεσμιακά συμβόλαια ως προς την διαπραγμάτευση τους σε οργανωμένα χρηματιστήρια και αγορές, και έτσι έχουν ως αποτέλεσμα να είναι σε πολύ μεγάλο βαθμό τυποποιημένα, δηλαδή ορίζουν επακριβώς πότε θα γίνει η παράδοση (ημερομηνία και ώρα), που θα γίνει η παράδοση (ακριβής τόπος) και τι εμπόρευμα θα παραδοθεί.

Επίσης τα ΣΜΕ είναι διαθέσιμα για έναν πολύ μεγάλο αριθμό υποκείμενων προϊόντων (underlying products), το χρηματιστήριο τους παρέχει ασφάλεια στις συναλλαγές και δεν απαιτούν φυσική παράδοση του προϊόντος, δηλαδή μπορεί να γίνει κλείσιμο της ανοιχτής θέσης με άνοιγμα μίας αντίθετης. Για παράδειγμα, εάν κάποιος έχει ανοιχτή θέση πώλησης (short) στον σ' ένα δείκτη με παράδοση τον Απρίλιο, μπορεί να κλείσει τη θέση αγοράς (long) στο ίδιο συμβόλαιο.<sup>31</sup>

- **Συμβόλαιο Δικαιωμάτων Προαίρεσης (ΣΔΠ, option contacts):** Είναι παρόμοια με τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, είναι δηλαδή συμβόλαια για μελλοντικές αγοραπωλησίες αξιόγραφων. Διαφέρουν από τα ΣΜΕ στο ότι δίνουν στον αγοραστή το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση να ζητήσει την εκπλήρωση της συμφωνίας.

<sup>29</sup> Σπύρου Σπύρος Ι.(2013), «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Εκδόσεις: Μπένου Γ

<sup>30</sup> Κυριαζόπουλος Γεώργιος (2016), «Διεθνείς Χρηματοοικονομικές Αγορές», Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017

<sup>31</sup> Σπύρου Σπύρος Ι.(2013), «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Εκδόσεις: Μπένου Γ

Ο αγοραστής (holder) αποκτά το δικαίωμα του να αγοράσει ή να πουλήσει έναν υποκείμενο τίτλο σε μία συγκεκριμένη χρονική στιγμή και για προκαθορισμένη τιμή (τιμή εξάσκησης, *stick price*) και πληρώνει την τιμή του δικαιώματος (*option premium*) χωρίς να έχει κάποια άλλη υποχρέωση. Έχει την επιλογή να μην εξασκήσει το δικαίωμα αυτό, απλά χάνει την τιμή που έχει πληρώσει. Ο πωλητής (εκδότης, *writer*) πουλάει το δικαίωμα του και λαμβάνει την τιμή του δικαιώματος, έχει όμως την υποχρέωση να αγοράσει ή να πουλήσει τον υποκείμενο τίτλο στην συγκεκριμένη μελλοντική στιγμή και για την προκαθορισμένη τιμή, εάν αυτό απαιτηθεί από τον άλλον αντισυμβαλλόμενο, δηλαδή τον αγοραστή.

### **Υπάρχουν δύο είδη συμβολαίων δικαιωμάτων προαίρεσης:**

1. Ένα που δίνει το δικαίωμα αγοράς (*call option*) ενός υποκειμενικού τίτλου σε μία συγκεκριμένη μελλοντική στιγμή και για προκαθορισμένη τιμή
2. και ένα που δίνει το δικαίωμα πώλησης (*put option*) ενός υποκειμενικού τίτλου σε μία συγκεκριμένη χρονική στιγμή και προκαθορισμένη τιμή.

Επίσης υπάρχει και μία άλλη διάκριση των συμβολαίων δικαιωμάτων προαίρεσης αυτά του **Αμερικάνικου τύπου** και του **Ευρωπαϊκού τύπου**. Αυτά του Αμερικάνικου τύπου μπορούν να εξασκηθούν οποιαδήποτε στιγμή μέχρι την λήξη τους, ενώ τα Ευρωπαϊκού τύπου μπορούν να εξασκηθούν μόνο κατά την λήξη τους. Ας σημειωθεί ότι η διάκριση δεν έχει να κάνει με τον τόπο διαπραγμάτευσης τους, δηλαδή τα Αμερικάνικου τύπου ΣΔΕ μπορούν να διαπραγματεύονται σε Ευρωπαϊκές αγορές και τα Ευρωπαϊκού τύπου ΣΔΕ να διαπραγματεύονται στις Αμερικάνικες αγορές. Επίσης οι θέσεις που μπορεί να πάρει ένας επενδυτής στα ΣΔΕ είναι ίδιες με τα ΣΜΕ, δηλαδή long και short.

- **Παραστατικά Απόκτησης Μετοχών (ΠΑΜ, warrants):** Αποτελούν ουσιαστικά το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση του κατόχους τους να αγοράσει μετοχές σε προκαθορισμένη τιμή και όποτε θέλει μέχρι ένα προκαθορισμένο μελλοντικό χρονικό σημείο (την λήξη). Είναι δηλαδή παρόμοια με ένα δικαίωμα call. Η βασική διαφορά τους είναι τα ΠΑΜ εκδίδονται από εταιρίες, συνήθως σε συνδυασμό με ένα ομολογιακό δάνειο, έτσι ώστε να κάνουν το δάνειο πιο ελκυστικό. Όταν ένα ΠΑΜ εξασκηθεί η εταιρία μπορεί να εκδώσει νέες μετοχές και σαν αποτέλεσμα θα αυξηθεί ο αριθμός των μετοχών σε κυκλοφορία της εταιρίας, κάτι που δεν ισχύει φυσικά με τα δικαιώματα call.<sup>32</sup>

<sup>32</sup> Σπύρου Σπύρος Ι.(2013), «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Εκδόσεις: Μένου Γ.

### 3.6 Έμμεση Επένδυση

Ένας επενδυτής ή ένας διαχειριστής χαρτοφυλακίου μπορεί να προβαίνει στην άμεση αγορά χρηματοοικονομικών προϊόντων όπως αναφέραμε και παραπάνω προκειμένου να τα συμπεριλάβει στο χαρτοφυλάκιο του. Παράλληλα όμως, έχει την δυνατότητα να επιλέξει να επενδύσει έμμεσα, αγοράζοντας μετοχές ή μερίδια επενδυτικών εταιρειών, οι οποίες λειτουργούν μέσα σ' ένα θεσμοθετημένο πλαίσιο που οριοθετεί και οποιαδήποτε δράση τους ή ενέργεια.

Οι επενδυτικές αυτές εταιρείες ονομάζονται και θεσμικοί επενδυτές και διακρίνονται σ' αυτές οι οποίες είναι «ανοιχτού τύπου» (open end funds), γνωστές ως **Αμοιβαία Κεφαλαία (Α/Κ)** και αυτές οι οποίες είναι «κλειστού τύπου» (closed-end funds), γνωστές ως **Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΕΕΧ)**. Κύριο χαρακτηριστικό των θεσμικών επενδυτών είναι ότι εκπροσωπούν και διαχειρίζονται ποσά που προέρχονται από τη συνένωση επιμέρους αποταμιεύσεων κάθε κοινωνικής προέλευσης, οι οποίες μετασχηματίζονται σε ένα δυναμικό κεφάλαιο προς επένδυση.<sup>33</sup>

#### 3.6.1 Αμοιβαία Κεφάλαια (Α/Κ)

Τα **αμοιβαία κεφάλαια** (mutual funds) είναι μία συγκέντρωση χρηματικών κεφαλαίων και η επένδυση τους σε χρηματιστηριακούς και άλλους τίτλους, με σκοπό την επίτευξη μίας ικανοποιητικής απόδοσης, όσο και μιας αύξησης την αξίας των επενδυόμενων κεφαλαίων. Αποτελεί δηλαδή, ένα χαρτοφυλάκιο στο οποίο το επενδυτικό κοινό αγοράζει μερίδια ώστε στη συνέχεια να τα πουλήσει όταν θελήσει, σε μία συγκεκριμένη τιμή με σκοπό το κέρδος. Είναι επίσης μία «ανοιχτού τύπου» (open-end) συλλογική επένδυση, υπό την έννοια ότι δεν εκδίδει έναν συγκεκριμένο αριθμό μεριδίων, αλλά ο αριθμός των μεριδίων μεταβάλλεται ανάλογα με την προσφορά και την ζήτηση του επενδυτικού κοινού. Υπάρχουν πολλά είδη αμοιβαίων κεφαλαίων, τα οποία μπορούν να ταξινομηθούν ανάλογα με την επενδυτική στρατηγική που επιλέγουν. Αυτά είναι:<sup>34</sup>

- **Α/Κ ομολογιών εσωτερικού:** δίνουν έμφαση σε εγχώριες ομολογίες.
- **Α/Κ ομολογιών εξωτερικού:** δίνουν έμφαση σε διεθνές ομολογίες.
- **Μετοχικά Α/Κ:** δίνουν έμφαση σε μετοχές είτε εσωτερικού, είτε εξωτερικού.

<sup>33</sup> Παπαδάμου Στέφανος Θ. (2009), «Διαχείριση Χαρτοφυλακίου-Μία Σύγχρονη Προσέγγιση», Εκδόσεις: Gutenberg

<sup>34</sup> Σπύρου Σπύρος Ι.(2013), «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Εκδόσεις: Μένου Γ.

- **A/K μετοχών μικρής κεφαλαιοποίησης:** δίνουν έμφαση σε μετοχές χαμηλής κεφαλαιοποίησης.
- **A/K αναπτυξιακά:** δίνουν έμφαση σε μετοχές εταιρειών με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης.
- **A/K διαχείρισης διαθεσίμων:** δίνουν έμφαση σε προϊόντα της αγοράς χρήματος με σκοπό να επιτευχθούν σταθερές αποδόσεις με χαμηλή αβεβαιότητα.
- **Μετοχικά A/K αναδυόμενων αγορών:** δίνουν έμφαση σε μετοχές από αναδυόμενες αγορές της Ασίας, της Λατινικής Αμερικής κτλ.

### 3.6.2 Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (AEEEX)

Στις **ανώνυμες εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου** οι μετοχές τους διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο και επενδύουν τα κεφάλαια που αντλούν από ένα χαρτοφυλάκιο αξιόγραφων. Μοιάζουν πολύ με τα αμοιβαία κεφάλαια, αλλά έχουν μία βασική διαφορά, ότι είναι «κλειστού τύπου» (closed-end) συλλογικές επενδύσεις. Αυτό σημαίνει ότι εκδίδουν συγκεκριμένο αριθμό μετοχών, ο αριθμός των οποίων δεν μεταβάλλεται καθημερινά όπως στα A/K.

Για την συμμετοχή ενός επενδυτή σε τέτοιας μορφής επένδυση πρέπει να απευθυνθεί στο χρηματιστήριο και να υπάρχουν άλλοι επενδυτές με τέτοιου είδους μετοχές, που ταυτόχρονα να θέλουν να πουλήσουν στην τιμή που θέλει να αγοράσει ο νέος επενδυτής. Άρα η τιμή διαμορφώνεται στο χρηματιστήριο, όπως όλων των μετοχών των εισηγμένων επιχειρήσεων.

### 3.6.3 Πλεονεκτήματα της Έμμεσης Επένδυσης

Τα **πλεονεκτήματα** της έμμεσης επένδυσης για έναν ιδιώτη επενδυτή είναι σημαντικά και αυτά είναι:

- Επιτυγχάνει μεγάλη διασπορά του κινδύνου και διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου με πολύ μικρό κόστος.
- Επιτυγχάνει επαγγελματική διαχείριση του χαρτοφυλακίου, εφόσον οι διαχειριστές των συλλογικών επενδύσεων είναι επαγγελματίες της αγοράς και γνωρίζουν θεωρητικά και πρακτικά τα πιο σύγχρονα μέσα, έτσι ώστε να δημιουργήσουν ένα αποδοτικό χαρτοφυλάκιο σε σχέση με τον ιδιώτη που δεν θα έχει τέτοιες γνώσεις για να το κάνει.

- Επιτυγχάνει άμεση και με μικρό κόστος πρόσβαση σε αγορές που δεν θα ήταν δυνατόν ή καθόλου εύκολο να έχει πρόσβαση ένας ιδιώτης επενδυτής.<sup>35</sup>

---

<sup>35</sup> Σπύρου Σπύρος Ι.(2013), «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Εκδόσεις: Μπένου Γ.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>: ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

### 4.1 Μέθοδοι Αξιολόγησης Επενδύσεων

Από την στιγμή που έχει εντοπιστεί μία πιθανή επένδυση, η οικονομική αξιολόγηση της περιλαμβάνει τα ακόλουθα στάδια:

1. Προσδιορισμός του κόστους κεφαλαίου
2. Εκτίμηση των αναμενόμενων ταμειακών εκροών που απαιτούνται για την πραγματοποίηση του και των ταμειακών εισροών που θα προκύψουν από αυτό.
3. Αξιολόγηση του κινδύνου
4. Καθορισμός του κόστους κεφαλαίου, σε σχέση με τον προβλεπόμενο κίνδυνο
5. Αναγωγή των ταμειακών ροών στην παρούσα αξία του, προκειμένου να συγκριθούν με τα επιθυμητά αποτελέσματα και να εξαχθούν αποτελέσματα για το αν η επένδυση είναι συμφέρουσα<sup>36</sup>

Οι μέθοδοι αξιολόγησης επενδύσεων διευκολύνουν τους επενδυτές να εκτιμήσουν την πιθανή αποδοτικότητα για κάθε εναλλακτική ευκαιρία επένδυσης και να πραγματοποιήσουν αποτελεσματικότερες επιλογές. Έχουν αναπτυχθεί εναλλακτικοί μέθοδοι, τις οποίες θα δούμε παρακάτω.

#### 4.1.1 Η Μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας

Η **Καθαρή Παρούσα Αξία** (Net Present Value) αποτελεί την πιο διαδεδομένη μέθοδο αξιολόγησης των επενδύσεων και βασίζεται στην τεχνική των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, όπως επίσης μας δείχνει την συμβολή της επένδυσης στην αξία της επιχείρησης.

Η διαδικασία ξεκινά με την εύρεση της παρούσας αξίας των ταμειακών εκροών και εισροών με την προεξόφληση τους στο αρχικό κόστος του κεφαλαίου της επένδυσης. Στην συνέχεια οι ταμειακές ροές προστίθενται αλγεβρικά και το άθροισμα τους αποτελεί την καθαρή παρούσα αξία της επένδυσης. Αλλιώς η ΚΠΑ μίας επένδυσης ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών, προεξοφλημένων με ένα επιτόκιο ανάλογο του κινδύνου της επένδυσης.

Ο τύπος με τον οποίο προκύπτει η Καθαρή Παρούσα Αξία μίας επένδυσης είναι ο ακόλουθος:

---

<sup>36</sup>Εμμανουηλίδου Μαρία, Μονάδα Καινοτομίας και Επιχειρηματικότητας (Μ.Ε.Κ): «Αξιολόγηση Επενδύσεων-Επιλογή Νομοθεσίας», στο ΤΕΙ Λάρισας, Λάρισα, 21-16/10/2011



$$NPV = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} - CF_0$$

Όπου:

- $CF_t$  = η καθαρή αναμενόμενη ταμειακή ροή την περίοδο  $t$
- $r$  = το προεξοφλητικό επιτόκιο (αντικατοπτρίζει το κόστος του κεφαλαίου)
- $n$  = ο χρόνος διάρκειας του<sup>37</sup>

Για τιμές της μεθόδου Καθαρής Παρούσας Αξίας ίσες, μεγαλύτερες ή μικρότερες του μηδενός ισχύουν τα εξής:

- Εάν  $KPA=0$  => Ο επενδυτής παίρνει από την επένδυση τη ζητούμενη αποδοτικότητα ακριβώς, άρα η επένδυση είναι **συμφέρουσα**.
- Εάν  $KPA>0$  => Η αμοιβή του επενδυτή από την επένδυση είναι μεγαλύτερη τη ζητούμενη αποδοτικότητα, άρα η επένδυση είναι και πάλι **συμφέρουσα**.
- Εάν  $KPA<0$  => Η αμοιβή του επενδυτή από την επένδυση είναι μικρότερη από την ζητούμενη αποδοτικότητα, άρα η επένδυση **απορρίπτεται**.

Με λίγα λόγια για να βοηθήσει αυτή η μέθοδος να καταλάβει ο επενδυτής αν η αξιολογούμενη επενδυτική ευκαιρία είναι συμφέρουσα, θα πρέπει να εξασφαλίσει στον επενδυτή:

- ✓ Τη ζητούμενη από αυτόν αποδοτικότητα
- ✓ Την επιστροφή του κεφαλαίου που θα επενδύσει<sup>38</sup>

Παράδειγμα στην εφαρμογή του τύπου:

Μία εταιρεία μελετά μία επένδυση που θα αποφέρει ετήσιες ταμειακές ροές (μετά την αφαίρεση των φόρων) 6.000€, 4.000€, 3.000€, 2.000€, αντίστοιχα για τα 4 χρόνια. Αν το προεξοφλητικό επιτόκιο του προγράμματος είναι 10% και το αρχικό ύψος της επένδυσης είναι 9.000€, θα ήταν συμφέρον αυτό το πρόγραμμα;

Αρχικά γίνεται ο υπολογισμός της παρούσας αξίας κάθε ταμειακής ροής για το διάστημα στο οποίο αναφέρεται:

<sup>37</sup> Εμμανουηλίδου Μαρία, Μονάδα Καινοτομίας και Επιχειρηματικότητας (Μ.Ε.Κ): «Αξιολόγηση Επενδύσεων-Επιλογή Νομοθεσίας», στο ΤΕΙ Λάρισας, Λάρισα, 21-16/10/2011

<sup>38</sup> Γκλεζάκος Μιχάλης (2014), «Χρηματοοικονομική των Επιχειρήσεων», Έκδοση Ίδιου

$$1^{\circ} \text{ έτος: } \frac{CF1}{(1+r)^1} = \frac{6.000}{(1+0.10)^1} = 5.454\text{€}$$

$$2^{\circ} \text{ έτος: } \frac{CF2}{(1+r)^2} = \frac{4.000}{(1+0.10)^2} = 3.305\text{€}$$

$$3^{\circ} \text{ έτος: } \frac{CF3}{(1+r)^3} = \frac{3.000}{(1+0.10)^3} = 2.253\text{€}$$

$$4^{\circ} \text{ έτος: } \frac{CF4}{(1+r)^4} = \frac{2.000}{(1+0.10)^4} = 1.366\text{€}$$

Άρα συνολικά το άθροισμα είναι:  $5.454+3.305+2.253+1.366=12.378\text{€}$  και η Καθαρή Παρούσα Αξία είναι ίση με:  $12.378\text{€}-9.000\text{€}=3.378\text{€}$

Δεδομένου ότι ισχύει:  $KΠΑ=3.378\text{€} > 0$ , η επένδυση θα προταθεί στην εταιρεία.<sup>39</sup>

#### 4.1.1.1. Πλεονεκτήματα της μεθόδου της Καθαρής Παρούσας Αξίας

Τα **πλεονεκτήματα** της μεθόδου είναι αρκετά και αυτά είναι:

- Είναι εύκολη στην εφαρμογή της, γιατί ο υπολογισμός του προσδοκώμενου αποτελέσματος είναι σε απόλυτα μεγέθη
- Έχει την δυνατότητα συνεξέτασης πολλών επιμέρους επενδυτικών σχεδίων (αρκεί να μην είναι αμοιβαία αποκλειόμενα)<sup>40</sup>
- Η προεξόφληση λαμβάνει υπόψη τόσο το κόστος χρηματοδότησης όσο και την ελάχιστη επιθυμητή απόδοση
- Είναι σαφής η απόφαση για την αποδοχή ή την απόρριψη της επένδυσης, χωρίς κάποια πρόσθετη πληροφορία
- Προσαρμόζεται εύκολα σε αποφάσεις επένδυσης που έχουν αβέβαιο μέλλον
- Είναι προσθετική, με την έννοια ότι η ΚΠΑ δύο ανεξάρτητων έργων είναι η πρόσθεση των επιμέρους ΚΠΑ

#### 4.1.1.2. Μειονεκτήματα της μεθόδου της Καθαρής Παρούσας Αξίας

Μπορεί η μέθοδος αυτή να έχει αρκετά πλεονεκτήματα και να είναι εύκολη μέθοδος στην εφαρμογή της, αλλά έχει και κάποια **μειονεκτήματα**. Αυτά είναι:

<sup>39</sup> Εμμανουηλίδου Μαρία, Μονάδα Καινοτομίας και Επιχειρηματικότητας (Μ.Ε.Κ): «Αξιολόγηση Επενδύσεων-Επιλογή Νομοθεσίας», στο ΤΕΙ Λάρισας, Λάρισα, 21-16/10/2011

<sup>40</sup> Γκλεζάκος Μιχάλης (Αθήνα 2014), «Χρηματοοικονομική των Επιχειρήσεων», Έκδοση ίδιου

- Λόγω ότι εκφράζεται σε χρηματικές μονάδες, η χρήση της ΚΠΑ καθιστά δύσκολη τη σύγκριση επενδυτικών έργων με διαφορετικές αρχικές δαπάνες
- Η υπόθεση της επανεπένδυσης σε μία συγκεκριμένη απόδοση (επιτόκιο) δεν είναι πάντα ρεαλιστική<sup>41</sup>

#### 4.1.2 Η Μέθοδος του Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης

Μία άλλη σημαντική μέθοδος αξιολόγησης των επενδύσεων είναι αυτή του **Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης** (Internal Rate of Return) που ορίζεται ως το προεξοφλητικό επιτόκιο, το οποίο εξισώνει την παρούσα αξία των ταμειακών εισροών που θα προκύψουν από την επένδυση με την παρούσα αξία των εκροών που απαιτούνται για την εφαρμογή της. *Αποτελεί το επιτόκιο προεξόφλησης για το οποίο η ΚΠΑ γίνεται ίση με το μηδέν.*

Ο ΕΒΑ του επενδυμένου κεφαλαίου είναι ουσιαστικά η αναμενόμενη απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου. Είναι δηλαδή το επιτόκιο που εξισώνει την παρούσα αξία των ταμειακών ροών στο αρχικό κόστος. Η μέθοδος αυτή αναγνωρίζει την διαχρονική αξία του χρήματος και προσφέρει ένα μέτρο ασφαλείας για την αξιολόγηση της επένδυσης σχετιζόμενη με τον κίνδυνο που εμπεριέχει κάθε επένδυση.

Η εξίσωση με την οποία προκύπτει ο Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης μίας επένδυσης είναι:

$$CF_0 + \frac{CF_1}{(1+IRR)^1} + \frac{CF_2}{(1+IRR)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+IRR)^n} = 0$$

Όπου:

- $CF_t$  = η καθαρή αναμενόμενη ταμειακή ροή την περίοδο  $t$
- $IRR$  = ο ζητούμενος εσωτερικός βαθμός απόδοσης του επενδυτικού σχεδίου
- $n$  = ο χρόνος διάρκειας του.<sup>42</sup>

Πρέπει να αναφερθεί ότι το κριτήριο αποδοχής αυτής της μεθόδου βασίζεται στην άποψη ότι: Εάν η επιχείρηση αποδεχτεί ένα πρόγραμμα με ΕΒΑ ο οποίος υπερβαίνει το κόστος των κεφαλαίων, τα οποία χρησιμοποιήθηκαν για την χρηματοδότηση του συγκεκριμένου προγράμματος, το πλεόνασμα το οποίο απομένει μετά την αποπληρωμή των κεφαλαίων το

<sup>41</sup> Δούμπος Μιχάλης (n.d), «Κριτήρια Αξιολόγησης Επενδύσεων», Διαθέσιμο στο: <http://diaviou.auth.gr>  
Τελευταία Πρόσβαση: 16/11/2017

<sup>42</sup> Εμμανουηλίδου Μαρία, Μονάδα Καινοτομίας και Επιχειρηματικότητας (Μ.Ε.Κ): «Αξιολόγηση Επενδύσεων-Επιλογή Νομοθεσίας», στο ΤΕΙ Λάρισας, Λάρισα, 21-16/10/2011

παίρνουν οι μέτοχοι. Κατά συνέπεια η παραπάνω αποδοχή αυξάνει την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της επιχείρησης, επομένως και τον πλούτο των μετοχών της επιχείρησης.

- Εάν ο EBA είναι μεγαλύτερος από την απαιτούμενη απόδοση, τότε η επένδυση είναι **αποδεκτή**.
- Εάν ο EBA είναι ίσος με την απαιτούμενη απόδοση, τότε η επένδυση είναι οριακά, αλλά είναι **αποδεκτή**.
- Και τέλος εάν ο EBA είναι μικρότερος από την απαιτούμενη απόδοση, τότε η επένδυση **δεν γίνεται αποδεκτή**.<sup>43</sup>

Παράδειγμα στην εφαρμογή του τύπου:

Μία εταιρεία μελετά μία επένδυση με προβλεπόμενες ετήσιες ταμειακές ροές για 3 χρόνια, 1.000€, 4.000€, 5.000€ αντίστοιχα. Η αρχική επένδυση είναι 7.650€. ΑΝ ο συντελεστής απόρριψης είναι 11%, είναι αποδεκτή η επένδυση;

Αρχικά, κάθε ταμειακή ροή προεξοφλεί ξεχωριστά. Αρχίζοντας από έναν αυθαίρετο αριθμό π.χ. προεξοφλητικό επιτόκιο του προγράμματος 10%. Στη συνέχεια πρέπει να βρεθεί η παρούσα αξία των ταμειακών ροών για καθένα από τα 3 χρόνια.

$$1^{\circ} \text{ έτος: } \frac{CF1}{(1+r)^1} = \frac{1.000}{(1+0.10)^1} = 909\text{€}$$

$$2^{\circ} \text{ έτος: } \frac{CF2}{(1+r)^2} = \frac{4.000}{(1+0.10)^2} = 3.305\text{€}$$

$$3^{\circ} \text{ έτος: } \frac{CF3}{(1+r)^3} = \frac{5.000}{(1+0.10)^3} = 3.756\text{€}$$

Οπότε, η παρούσα αξία της επένδυσης είναι:  $909\text{€} + 3.305\text{€} + 3.756\text{€} = 7.970\text{€}$

Με το υποθετικό επιτόκιο 10%, η παρούσα αξία της επένδυσης είναι μεγαλύτερη από την αρχική επένδυση των 7.650€.

Η δοκιμή μ' ένα υψηλότερο προεξοφλητικό επιτόκιο προγράμματος, π.χ. 12%, θα οδηγήσει στα εξής αποτελέσματα:

$$1^{\circ} \text{ έτος: } \frac{CF1}{(1+r)^1} = \frac{1.000}{(1+0.12)^1} = 892\text{€}$$

<sup>43</sup> «Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης», Διαθέσιμο στο: <https://el.wikipedia.org>, Τελευταία Πρόσβαση: 16/11/2017

$$2^{\circ} \text{ έτος: } \frac{CF2}{(1+r)^2} = \frac{4.000}{(1+0.12)^2} = 3.188\text{€}$$

$$3^{\circ} \text{ έτος: } \frac{CF3}{(1+r)^3} = \frac{5.000}{(1+0.12)^3} = 3.558\text{€}$$

Οπότε η παρούσα αξία της επένδυσης είναι:  $892\text{€}+3.188\text{€}+3.588\text{€} = 7.668\text{€}$

Με επιτόκιο 12%, η παρούσα αξία των ταμειακών ροών είναι σχεδόν ίση με την αρχική επένδυση, οπότε η Εσωτερική Αποδοτικότητα (IRR) της επένδυσης είναι πολύ κοντά στο 12%. Εφόσον και ο συντελεστής απόρριψης είναι 11%, τότε η επένδυση μπορεί να γίνει αποδεκτή.<sup>44</sup>

#### 4.1.2.1 Πλεονεκτήματα της μεθόδου του Εσωτερικού βαθμού Απόδοσης

Τα **πλεονεκτήματα** της μεθόδου αυτής είναι:

- Έχει εύκολη ερμηνεία στο αποτέλεσμα ως ένα μέτρο αποδοτικότητας.
- Εάν ο εσωτερικός βαθμός αποδοτικότητας είναι υψηλός, ίσως να μην απαιτείται κάποια επιθυμητή απόδοση.

#### 4.1.2.2 Μειονεκτήματα της μεθόδου του Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης

Στην περίπτωση αυτή τα **μειονεκτήματα** για την μέθοδο αξιολόγησης μίας επένδυσης είναι περισσότερα από τα πλεονεκτήματα, άρα ο επενδυτής θα πρέπει να ελέγξει όλες τις περιπτώσεις που του δίνονται έτσι ώστε να έχει τη μέγιστη επιθυμητή απόδοση. Αυτά τα μειονεκτήματα είναι:

- Η χρήση της μεθόδου αυτής μπορεί να οδηγήσει στην επιλογή έργων που προσθέτουν μικρή αξία στην επένδυση
- Δεν παρέχει άμεσα ένα σαφή κανόνα απόφασης, με την έννοια ότι απαιτείται ο καθορισμός της ελάχιστης επιθυμητής απόδοσης
- Ο υπολογισμός του αποτελεί μία πιο σύνθετη διαδικασία από άλλα κριτήρια
- Η σύγκριση δύο τέτοιων επενδυτικών έργων διαφορετικού μεγέθους μπορεί να είναι παραπλανητική και να μην οδηγεί σε ορθό αποτέλεσμα<sup>45</sup>

<sup>44</sup> Εμμανουηλίδου Μαρία, Μονάδα Καινοτομίας και Επιχειρηματικότητας (Μ.Ε.Κ): «Αξιολόγηση Επενδύσεων-Επιλογή Νομοθεσίας», στο ΤΕΙ Λάρισας, Λάρισα, 21-16/10/2011

<sup>45</sup> Δούμπος Μιχάλης (π.δ), «Κριτήρια Αξιολόγησης Επενδύσεων», Διαθέσιμο στο: <http://diaviou.auth.gr>, Τελευταία Πρόσβαση: 16/11/2017

#### 4.1.3 Η Μέθοδος Επανάκτησης του Κεφαλαίου

Η μέθοδος **Επανάκτησης του Κεφαλαίου (Μ.Ε.Κ)** της επένδυσης (Payback Period) ορίζεται ως ο αναμενόμενος αριθμός ετών που απαιτούνται προκειμένου οι ταμειακές ροές που θα προκύψουν από αυτή να εξισωθούν με το κόστος της, είναι δηλαδή το χρονικό διάστημα μέσα στο οποίο ένα επενδυτικό σχέδιο θα αποδώσει την αρχική του επένδυση.

*Γενικότερα ισχύει ότι όσο μικρότερη είναι η περίοδος αποπληρωμής της επένδυσης, τόσο το καλύτερο για την επιχείρηση.* Η μέθοδος αυτή δίνει την ένδειξη του κινδύνου και της ρευστότητας της επένδυσης, ωστόσο δεν λαμβάνει υπόψη τις καθαρές ταμειακές ροές μετά την περίοδο της επανείσπραξης, καθώς επίσης και το μέγεθος και τη διαχρονική αξία του χρήματος.<sup>46</sup>

Ο τύπος σύμφωνα με τον οποίο προκύπτει η περίοδος αποπληρωμής είναι ο ακόλουθος:

$$\text{Μ. Ε. Κ} = \frac{\text{Δαπάνες}}{\text{Εισόδημα}}$$

Σημαντικό να αναφερθεί είναι ότι:

- Αν η περίοδος επανείσπραξης είναι μικρότερη ή ίση με την απαιτούμενη περίοδο, η επένδυση είναι **αποδεκτή**.
- Αν η περίοδος επανείσπραξης είναι μεγαλύτερη από την απαιτούμενη περίοδο, η επένδυση **δεν γίνεται αποδεκτή**.

Παράδειγμα στην εφαρμογή του τύπου:

Μία επένδυση σε εξοπλισμό 1.000.000€, εκτιμάται ότι θα αποφέρει κέρδη 200.000€/ανά έτος και ότι θα αποσβεσθεί σε 10 έτη.

Η περίοδος επανείσπραξης είναι:

$$\text{Μ. Ε. Κ} = \frac{\text{Δαπάνες}}{\text{Εισόδημα}} = \frac{1.000.000\text{€}}{200.000\text{€}} = 5 \text{ έτη}$$

Άρα, η επένδυση είναι αποδεκτή.<sup>47</sup>

<sup>46</sup> Εμμανουηλίδου Μαρία, Μονάδα Καινοτομίας και Επιχειρηματικότητας (Μ.Ε.Κ): «Αξιολόγηση Επενδύσεων-Επιλογή Νομοθεσίας», στο ΤΕΙ Λάρισας, Λάρισα, 21-16/10/2011

<sup>47</sup> Μακρυγιωργάκης Μάριος (π.δ), «Χρηματοοικονομική Διοίκηση», Διαθέσιμο στο: <https://eclass.teicrete.gr>  
Τελευταία Πρόσβαση: 16/11/2017

#### 4.1.3.1 Πλεονεκτήματα/Μειονεκτήματα της μεθόδου Επανάκτησης του Κεφαλαίου

Η μέθοδος αυτή δεν έχει πολλά πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα, καθώς είναι μία μέθοδος που δεν χρησιμοποιείται πολύ από το επενδυτικό κοινό. Ένα βασικό **πλεονέκτημα** είναι ότι αποτελεί μία απλή μέθοδο στον υπολογισμό και στην κατανόηση τους αποτελέσματος της.

Όσον αφορά τα **μειονεκτήματα** της μεθόδου αυτής, τα κριτήρια επανείσπραξης είναι κριτήρια ρευστότητας και όχι αποδοτικότητα. Επίσης τα αποτελέσματα του έργου μετά την περίοδο επανείσπραξης ουσιαστικά αγνοούνται, και τέλος δεν υπάρχει σαφής κανόνας απόφασης για την αποδοχή ή την απόρριψη μίας επένδυσης.

#### 4.1.4 Η Μέθοδος του Δείκτη Αποδοτικότητας

Η μέθοδος του **Δείκτη Αποδοτικότητας (Δ.Α)** (Profitability Index) φανερώει την σχετική αποδοτικότητα ενός επενδυμένου προγράμματος ή αλλιώς την καθαρή αξία που θα προκύψει ανά χρηματική μονάδα του επενδυμένου κεφαλαίου. Τέλος μπορεί να συγκρίνει την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών με την αρχική επένδυση σε μία σχετικά βάση.

Ο τύπος υπολογισμού είναι ο εξής:<sup>48</sup>

$$\text{Δείκτης Αποδοτικότητας (Δ.Α)} = \frac{\text{Παρούσα Αξία των Μελλοντικών Ροών}}{\text{Αρχικό κόστος της επένδυσης}}$$

Αλλιώς ο τύπος ορίζεται ως εξής:<sup>49</sup>

$$PI = \frac{\frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}}{CF_0}$$

<sup>48</sup> Εμμανουηλίδου Μαρία, Μονάδα Καινοτομίας και Επιχειρηματικότητας (Μ.Ε.Κ): «Αξιολόγηση Επενδύσεων-Επιλογή Νομοθεσίας», στο ΤΕΙ Λάρισας, Λάρισα, 21-16/10/2011

<sup>49</sup> Μακρυγιωργάκης Μάριος (n.d), «Χρηματοοικονομική Διοίκηση», Διαθέσιμο στο: <https://eclass.teicrete.gr>  
Τελευταία Πρόσβαση: 16/11/2017

- Εάν οι τιμή του Δ.Α είναι μεγαλύτερη της μονάδας, τότε η επένδυση κρίνεται **συμφέρουσα**.
- Εάν η τιμή του Δ.Α είναι ίση με την μονάδα, τότε η επένδυση είναι **αδιάφορη**.
- Εάν οι τιμή του Δ.Α είναι μικρότερη της μονάδας (αρνητική τιμή), τότε η επένδυση αυτή θα πρέπει να **απορρίπτεται**.

Παράδειγμα στην εφαρμογή του τύπου:

Μία εταιρεία μελετά μία επένδυση με ετήσιες προβλεπόμενες ταμειακές ροές 5.000€, 3.000€ και 4.000€ αντίστοιχα για τα 3 χρόνια. Το αρχικό ύψος της επένδυσης είναι 10.000€. Χρησιμοποιώντας τη μέθοδο του Δείκτη Αποδοτικότητας και με προεξοφλητικό επιτόκιο 12%, πρέπει να γίνει αποδεκτή η επένδυση;

Αρχικά πρέπει να βρεθεί η παρούσα αξία κάθε ταμειακής ροής.

$$1^{\circ} \text{ έτος: } \frac{CF_1}{(1+r)^1} = \frac{5.000}{(1+0.12)^1} = 4.464\text{€}$$

$$2^{\circ} \text{ έτος: } \frac{CF_2}{(1+r)^2} = \frac{3.000}{(1+0.12)^2} = 2.391\text{€}$$

$$3^{\circ} \text{ έτος: } \frac{CF_3}{(1+r)^3} = \frac{4.000}{(1+0.12)^3} = 2.847\text{€}$$

Επομένως η παρούσα αξία της επένδυσης είναι  $4.464\text{€} + 2.391\text{€} + 2.847\text{€} = \mathbf{9.702\text{€}}$

Από τον τύπο έχουμε:

$$\text{Δείκτης Αποδοτικότητας (Δ.Α)} = \frac{\text{Παρούσα Αξία των Μελλοντικών Ροών}}{\text{Αρχικό κόστος της επένδυσης}} = \frac{9.702\text{€}}{10.000\text{€}} = \mathbf{0,9702}$$

Εφόσον ο ΔΑ είναι  $0,9702 < 1$ , η επένδυση απορρίπτεται.<sup>50</sup>

#### 4.1.4.1 Πλεονεκτήματα/Μειονεκτήματα της μεθόδου του Δείκτη Αποδοτικότητας

Η μέθοδος του Δείκτη Αποδοτικότητας παρουσιάζει σχεδόν **ίδια πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα με την μέθοδο της Καθαρής Παρούσας Αξίας**, δεδομένου ότι χρησιμοποιεί τον λόγο αντί της διαφοράς των ίδιων ακριβώς παραμέτρων, δηλαδή των παρούσων αξιών εισροών και εκροών. Επομένως σε κάθε περίπτωση που ισχύει  $KPA \geq 0$  ή

<sup>50</sup> Εμμανουηλίδου Μαρία, Μονάδα Καινοτομίας και Επιχειρηματικότητας (Μ.Ε.Κ): «Αξιολόγηση Επενδύσεων-Επιλογή Νομοθεσίας», στο ΤΕΙ Λάρισας, Λάρισα, 21-16/10/2011



$KPA \leq 0$  , θα ισχύει και  $\Delta A \geq 1$  ή  $\Delta A \leq 1$ , όταν δηλαδή προκρίνεται η επένδυση με το κριτήριο της ΚΠΑ προκρίνεται και με το κριτήριο του  $\Delta A$  και αντίστροφα.<sup>51</sup>

Ωστόσο υπερέχει της ΚΠΑ, στο ότι προσφέρει για χρήση έναν δείκτη (ποσοστό) που είναι συγκρίσιμος με πολλούς παραμέτρους. Και τέλος υστερεί της ΚΠΑ στο ότι δεν υπολογίζει το τελικό κέρδος ή ζημιά από την επένδυση.<sup>52</sup>

## 4.2 Απόδοση και Κίνδυνος Επενδύσεων

Οι επενδυτές αγοράζουν περιουσιακά στοιχεία περιμένοντας να κερδίσουν αποδόσεις, πέρα από ένα χρονικό ορίζοντα όπου θα κρατήσουν το περιουσιακό στοιχείο. Οι πραγματικές αποδόσεις, κατά τη διάρκεια της περιόδου εκμετάλλευσης, μπορεί να είναι πολύ διαφορετικές από τις αναμενόμενες αποδόσεις, αλλά και οι αποδόσεις διαφέρουν ανάλογα με το είδος της επένδυσης που έχει ή θέλει να επιλέξει ο επενδυτής.

Ως **απόδοση** ενός χρηματοπιστωτικού τίτλου (Yield) ορίζουμε τη *διαφορά στην αξία ενός χρεογράφου μεταξύ της ημέρας που γίνεται η αγορά του και της ημέρας που πωλείται*. Η απόδοση μίας επένδυσης μπορεί να είναι είτε πρόσθετη εισροή εισοδήματος, είτε κεφαλαιακή απόδοση.<sup>53</sup>

Η ιστορική απόδοση μίας επένδυσης στη διάρκεια μίας χρονικής περιόδου δίνεται από την παρακάτω σχέση:<sup>54</sup>

$$\text{Απόδοση Επένδυσης} = \frac{\text{Τελική Τιμή} - \text{Αρχική Τιμή} + \text{Εισπράξεις}}{\text{Αρχική Τιμή}}$$

Όμως σε μία επένδυση μας ενδιαφέρει η πραγματική και όχι η ονομαστική απόδοση. Για την εύρεση της χρησιμοποιούμε τον τύπο του Fisher, ο οποίος είναι:

$$R_f = R - I - (R * I)$$

Όπου:

- $R_f$  = Η πραγματική απόδοση της επένδυσης

<sup>51</sup> Γκλεζάκος Μιχάλης (2014), «Χρηματοοικονομική των Επιχειρήσεων», Έκδοση του ίδιου

<sup>52</sup> Μακρυγιωργάκης Μάριος (n.d), «Χρηματοοικονομική Διοίκηση», Διαθέσιμο στο: <https://eclass.teicrete.gr>  
Τελευταία Πρόσβαση: 16/11/2017

<sup>53</sup> Πτυχιακή Εργασία: Ζέρβα Σοφία (2016), «Αποτίμηση Ομολόγων και Οίκοι Αξιολόγησης», Διαθέσιμο στο: <https://dspace.lib.uom.gr>, Τελευταία Πρόσβαση: 16/11/2017

<sup>54</sup> Κιόχος Πέτρος & Πανάγου Βασίλειος (2015), «Χρηματοοικονομική Διοίκηση», Εκδόσεις: Κιόχου Ελένη

- R = Η ονομαστική απόδοση
- I = Ο ρυθμός πληθωρισμού<sup>55</sup>

Ο **κίνδυνος** είναι μία έννοια που είναι στενά συνδεδεμένη με την έννοια της αβεβαιότητας. Η έννοια της αβεβαιότητας πάλι, είναι στενά συνδεδεμένη με την έννοια της μεταβλητότητας ή της αστάθειας. Οι έννοιες αυτές έχουν να κάνουν με το γεγονός ότι όλες οι οικονομικές πράξεις χαρακτηρίζονται από μεταβλητότητα ή αστάθεια όσον αφορά τις πιθανές τους τιμές ή τις πιθανές τους μελλοντικές εξελίξεις.

#### 4.2.1 Απόδοση και Κίνδυνος Ομολογιών

Υπάρχουν τρεις βασικοί τρόποι μέτρησης της απόδοσης μίας ομολογίας: 1)η τρέχουσα απόδοση, 2)η απόδοση στην λήξη και 3)η απόδοση στην ανάκληση. Θα αναλύσουμε και τους τρεις, αν και ο συνηθέστερος και πιο διαδεδομένος τρόπος είναι η απόδοση στην λήξη.

##### 4.2.1.1 Τρέχουσα Απόδοση (Current Yield, CY)

Η **τρέχουσα απόδοση** συσχετίζει το ετήσιο τοκομερίδιο της ομολογίας με την τρέχουσα τιμή. Ο τύπος υπολογισμού είναι:

$$CY = \frac{C}{P_0}$$

Παράδειγμα: Έστω 20-ετής ομολογία, με επιτόκιο έκδοσης 11%, ονομαστικής αξίας 1000\$ και με τρέχουσα τιμή 1.233,64\$. Η τρέχουσα απόδοση θα είναι:

$$CY = 110\$/1.233,64\$ = 0,0892 \text{ ή } 8,92\%$$

##### 4.2.1.2 Απόδοση στην Λήξη (Yield-to-Maturity, YtM)

Μία πολύ σημαντική έννοια, αλλά και τρόπος μέτρησης της απαιτούμενης απόδοσης μίας ομολογίας, είναι η **απόδοση στην λήξη**. Το επιτόκιο αυτό είναι το επιτόκιο που θα προεξοφλήσει τις μελλοντικές χρηματικές ροές της ομολογίας στην τρέχουσα τιμή της ομολογίας. Με άλλα λόγια είναι το επιτόκιο αυτό που κάνει την Καθαρή Παρούσα Αξία

<sup>55</sup> Πτυχιακή Εργασία: Ζέρβα Σοφία (2016), «Αποτίμηση Ομολόγων και Οίκοι Αξιολόγησης», Διαθέσιμο στο: <https://dspace.lib.uom.gr>, Τελευταία Πρόσβασης: 16/11/2017

ίση με το μηδέν, δηλαδή ο Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης μίας επένδυσης. Βρίσκεται για τοκομερίδια μία φορά το έτος, λύνοντας ως προς το επιτόκιο  $YtM$  από την ακόλουθη εξίσωση:<sup>56</sup>

$$P_0 = \frac{C}{(1 + YtM)^1} + \frac{C}{(1 + YtM)^2} + \dots + \frac{C}{(1 + YtM)^n} + \frac{P}{(1 + YtM)^n}$$

Παράδειγμα: Έστω 5-ετής ομολογία, με επιτόκιο έκδοσης 9% που πληρώνει τοκομερίδια μία φορά το έτος και έχει ονομαστική αξία 1.000\$. Εάν η τρέχουσα τιμή της τιμή είναι 962,10\$, ποια θα είναι η απαιτούμενη απόδοση ή η απόδοση στην λήξη.

$$962,10 = \frac{90}{(1+0.09)^1} + \frac{90}{(1+0.09)^2} + \dots + \frac{90}{(1+0.09)^5} + \frac{1.000}{(1+0.09)^5}$$

Λύνοντας ως προς  $YtM$  με διαδοχικές προσεγγίσεις βρίσκουμε το επιτόκιο που μας ενδιαφέρει.

Στην περίπτωση που οι τόκοι πληρώνονται κάθε **έξι μήνες** ( $m=2$ ) χρησιμοποιούμε τον τύπο:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{2n} \frac{\frac{C}{2}}{(1 + \frac{YtM}{2})^t} + \frac{C}{(1 + \frac{YtM}{2})^{2n}}$$

Και τέλος για ομολογία **μηδενικού τοκομεριδίου** με μία χρηματική ροή χρησιμοποιούμε τον τύπο:

$$YtM = \frac{P}{P_0}^{\frac{1}{n}} - 1$$

Παράδειγμα: Έστω 15-ετής ομολογία μηδενικού επιτοκίου, ονομαστικής αξίας 1.000\$ και με τρέχουσα τιμή 274,78\$. Ποια θα είναι η απαιτούμενη απόδοση στην λήξη;

$$YtM = \frac{1.000\$}{274,78\$}^{\frac{1}{15}} - 1 = 0,089 \text{ ή } 8,9 \%$$

<sup>56</sup>Σπύρου Σπύρος Ι.(2013), «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Εκδόσεις: Μπένου Γ.

Για να βρούμε την απόδοση στην λήξη χρησιμοποιούμε τον ίδιο τρόπο με αυτό του Εσωτερικού Βαθμού Αποδοτικότητας, δηλαδή διαδοχικές δοκιμές. Υπάρχει όμως μία εξίσωση που μας δίνει την απαιτούμενη απόδοση στην λήξη **κατά προσέγγιση**. Ο κατά προσέγγιση YtM ισούται με ένα κλάσμα όπου στον αριθμητή έχουμε το τοκομερίδιο συν το ετησιοποιημένο discount ή πλην το ετησιοποιημένο premium και στον παρανομαστή την σημερινή τιμή της ομολογίας συν την ονομαστική αξία. Ο τύπος είναι:

$$YtM = \frac{C + \frac{\text{Discount or Premium}}{n}}{\frac{(P_0 + P)}{2}}$$

Παράδειγμα: Έστω 10-ετής ομολογία που πληρώνει τοκομερίδια μία φορά τον χρόνο, με επιτόκιο έκδοσης 10% και ονομαστική αξία 1.000\$. Εάν η τρέχουσα τιμή της είναι 885,3\$ ποια είναι η απαιτούμενη απόδοση ή η απόδοση στην λήξη κατά προσέγγιση;

$$Discount = 1.000\$ - 885,3\$ = 114,7\$$$

$$YtM = \frac{100\$ + \frac{114,7\$}{10}}{\frac{(1.000\$ + 885,3\$)}{2}} = 11,83 \%$$

#### 4.2.1.3 Απόδοση στην Ανάκληση (Yield to Call, YtC)

Πολλές ομολογίες ενδέχεται να έχουν προνόμια ανάκλησης. Πολλοί επενδυτές που κατέχουν αυτές τις ομολογίες ενδιαφέρονται να μάθουν ποια θα είναι η απόδοση τους έως την ημερομηνία που υπάρχει πιθανότητα να ανακληθεί η ομολογία από τον εκδότη. Η απόδοση στην ανάκληση δίνεται από τον παρακάτω τύπο, όπου CP η τιμή ανάκλησης του χρόνου που μας ενδιαφέρει και n\* ο αριθμός των περιόδων που υπολείπονται μέχρι την ημερομηνία αυτή. Ο τύπος είναι ο εξής:<sup>57</sup>

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n^*} \frac{C}{(1+YtMc)^t} + \frac{CP}{(1+YtMc)^{n^*}}$$

<sup>57</sup> Σπύρου Σπύρος Ι.(2013), «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Εκδόσεις: Μπένου Γ.

#### 4.2.1.4 Κίνδυνος Ομολόγων

Όσον αφορά τον **κίνδυνο**, τα ομόλογα είναι τα λιγότερα επικίνδυνα χρεόγραφα σε σχέση για παράδειγμα με τις μετοχές, αλλά δεν είναι και τελείως ακίνδυνα για τον επενδυτή. Οι σημαντικότερες πηγές κινδύνου που ενσωματώνονται στα ομόλογα είναι:

I. **Κίνδυνος επιτοκίου** (interest rate ή market risk): Ο κίνδυνος να αλλάξει η αξία μίας επένδυσης, εξαιτίας μεταβολών στο επίπεδο των επιτοκίων.

II. **Κίνδυνος πτώχευσης** (default risk): Ο κίνδυνος όταν υπάρχει πιθανότητα ο εκδότης ενός ομολόγου να μην μπορέσει να αποπληρώσει το κεφάλαιο και τους τόκους έγκαιρα.

III. **Κίνδυνος επανεπένδυσης** (reinvestment risk): Είναι ο κίνδυνος που προκύπτει για έναν επενδυτή όταν αναγκάζεται να επανεπενδύσει τα κεφάλαια του, σε χαμηλότερα επιτόκια, επιτυγχάνοντας μικρότερες αποδόσεις.

IV. **Πιστωτικός κίνδυνος** (credit ή default risk): Είναι ο κίνδυνος απώλειας μίας χρηματικής αμοιβής ενός επενδυτή, που οφείλεται στην αδυναμία ενός δανειστή να αποπληρώσει ένα δάνειο ή να εκπληρώσει μία συμβατική υποχρέωση του.

V. **Κίνδυνος ρευστότητας** (liquidity risk): Είναι η αβεβαιότητα της έγκυρης ρευστοποίησης μίας επένδυσης, όταν δεν μπορεί να πωληθεί αρκετά γρήγορα για να αποτρέψει ή να μετριάσει μία απώλεια κεφαλαίου

VI. **Κίνδυνος πληθωρισμού** (inflation risk): Πληθωρισμός είναι η τάση αύξησης του γενικού επιπέδου των τιμών στην οικονομία. Άρα ο κίνδυνος του πληθωρισμού είναι αυτό που επηρεάζει το επιτόκιο και τις τιμές.<sup>58</sup>

#### 4.2.2 Απόδοση και Κίνδυνος Μετοχών

Όπως έχουμε αναφέρει ξανά η επένδυση σε διάφορα αξιόγραφα ενέχει πάντα κάποιο βαθμό αβεβαιότητας. Για παράδειγμα, η επένδυση σε μετοχές όπως τα μεγάλα blue chips (μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης) ενέχει μικρότερο ρίσκο και αβεβαιότητα από μία επένδυση σε άλλες μετοχές. Επίσης δεν έχουν όλοι οι επενδυτές την επιθυμία να αναλάβουν «ρίσκο» και προτιμούν πιο «σίγουρες» επενδύσεις.

Η αβεβαιότητα του επενδυτικού κινδύνου μπορεί να προέλθει από δύο πηγές. *Πρώτον από τις διακυμάνσεις των τιμών διαχρονικά και δεύτερον από την χαμηλή ρευστότητα.*

<sup>58</sup> «Κίνδυνοι Ομολόγων», Διαθέσιμο στο: <https://www.euretirio.com>, Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017

Ουσιαστικά η πρώτη πηγή είναι η πιθανότητα να διαφέρουν οι πραγματικές αποδόσεις από τις αναμενόμενες ή προσδοκώμενες αποδόσεις.

#### 4.2.2.1 Απόδοση Μετοχής

Ο τρόπος υπολογισμού της **απόδοσης** είναι ο εξής:<sup>59</sup>

$$r = \frac{(P_1 - P_0) + D}{P_0}$$

Όπου:

- $P_0$  = η τιμή αγοράς μίας μετοχής την περίοδο 0
- $P_1$  = η τιμή πώλησης της μετοχής την περίοδο 1
- $D$  = το αναμενόμενο μέρισμα

Παράδειγμα: Μία μετοχή αγοράστηκε την 1-1-2002 στα 100€ και πωλήθηκε την 1-1-2003 στα 120€, εντωμεταξύ έδωσε μέρισμα 5€/ανά μετοχή. Η συνολική απόδοση θα είναι:

$$r = \frac{(120 - 100) + 5}{100} = 0,25 \text{ ή } 25\%$$

#### 4.2.2.2 Μερισματική Απόδοση

Ουσιαστικά η απόδοση της μετοχής είναι το άθροισμα της απόδοσης υπεραξίας και της μερισματικής απόδοσης. **Μερισματική απόδοση** είναι το μέρισμα που πληρώνει μία εταιρία ως ποσοστό επί της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής, για μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Ο τύπος υπολογισμού είναι:

$$\text{Μερισματική Απόδοση} = \frac{\text{Ετήσιο Μέρισμα ανά Μετοχή}}{\text{Τιμή Μετοχής}}$$

Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι οι μετοχές ως στοιχείο επένδυσης θεωρούνται υψηλού κινδύνου και μεγάλης αβεβαιότητας, αλλά είναι και ο λόγος που τις καθιστά ελκυστικές σε μία μεγάλη μερίδα επενδυτών.

<sup>59</sup> Σπύρου Σπύρος Ι.(2013), «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Εκδόσεις: Μπένου Γ.

Παράδειγμα: Αν μία μετοχή πληρώνει μέρισμα 1€ σε διάστημα ενός χρόνου και διαπραγματεύεται στα 50€, τότε η μερισματική απόδοση είναι 2%.

Η μερισματική απόδοση είναι ένας τρόπος να μετρηθεί το κέρδος που προσφέρει μία μετοχή για κάθε ευρώ που επενδύεται σ' αυτή. Οι επενδυτές ή αλλιώς οι μέτοχοι που θέλουν να εξασφαλίσουν ένα ελάχιστο εισόδημα θα προτιμήσουν τις μετοχές με τις υψηλότερες μερισματικές αποδόσεις.

Παράδειγμα: Αν δύο επιχειρήσεις πληρώνουν μέρισμα 1 ευρώ/ανά μετοχή, αλλά η Α διαπραγματεύεται στα 25€, ενώ η Β στα 20€, τότε η Α έχει μερισματική απόδοση 4% ενώ η Β 5%.

Έτσι εάν αυτές οι δύο επιχειρήσεις που συγκρίνουμε μοιάζουν στα υπόλοιπα χαρακτηριστικά τους, τότε θα επιλέξουμε την επιχείρηση με την μεγαλύτερη μερισματική απόδοση, δηλαδή την Β.<sup>60</sup>

#### 4.2.2.3 Κίνδυνος Μετοχών

Όπως αναφέραμε παραπάνω η αβεβαιότητα και συνεπώς ο κίνδυνος επηρεάζονται από τις διακυμάνσεις των τιμών διαχρονικά. Ουσιαστικά η διακύμανση της κατανομής μετρά τον κίνδυνο. Αυτό σημαίνει ότι όταν οι αποδόσεις έχουν μικρή διασπορά και η κατανομή έχει μικρή διακύμανση, τότε η μετοχή έχει χαμηλό κίνδυνο.

Από την άλλη πλευρά, όταν οι αποδόσεις έχουν μεγάλη διασπορά και η κατανομή έχει μεγάλη διακύμανση, τότε η μετοχή έχει υψηλό κίνδυνο. Τέλος όσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος μίας μετοχής, τόσο μεγαλύτερη πρέπει να είναι η προσδοκώμενη απόδοση της μετοχής, προκειμένου ο επενδυτής να την αγοράσει.<sup>61</sup>

#### 4.2.3 Απόδοση και Κίνδυνος Χαρτοφυλακίου

##### 4.2.3.1 Ιστορική Απόδοση Χαρτοφυλακίου

Η ιστορική απόδοση ενός χαρτοφυλακίου είναι ο μέσος σταθμικός των ιστορικών αποδόσεων των επιμέρους επενδύσεων που αποτελούν το χαρτοφυλάκιο και δίνεται από την σχέση:

---

<sup>60</sup> «Μερισματική απόδοση» Διαθέσιμο στο: <https://www.euretirio.com>, Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017

<sup>61</sup> «Risk and Return», Διαθέσιμο στο: <http://users.auth.gr>, Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017

$$R_p = \sum_{i=1}^n w_i R_i$$

Όπου:

- $R_p$  = ιστορική απόδοση
- $w_i$  = το ποσοστό που αντιπροσωπεύει η αξία της επένδυσης  $i$  στη συνολική αξία
- $n$  = το σύνολο των χρεογράφων που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο

Πρέπει να σημειωθεί ότι το σύνολο των συντελεστών στάθμευσης των επενδύσεων του χαρτοφυλακίου πρέπει να είναι ίσο με 1, δηλαδή:

$$\sum_{i=1}^n w_i = w_1 + w_2 + w_3 + \dots + w_n = 1$$

Παράδειγμα: Ένα χαρτοφυλάκιο αποτελείται από τρεις επενδύσεις σε μετοχές x,y και z. Η αξία των επενδύσεων είναι 30.000€, 50.000€ και 20.000€ αντίστοιχα. Επίσης, οι μηνιαίες αποδόσεις των επενδύσεων είναι 8%, 12% και 10% αντίστοιχα. Να υπολογισθεί η μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου.

$$\begin{aligned} R_p &= (0,30 * 0,08) + (0,50 * 0,12) + (0,20 * 0,10) = \\ &= 0,024 + 0,06 + 0,02 = 10,4\% \end{aligned}$$

#### 4.2.3.2 Αναμενόμενη Απόδοση Χαρτοφυλακίου

Η **αναμενόμενη απόδοση** ενός χαρτοφυλακίου είναι ο σταθμικός μέσος όρος των αναμενόμενων αποδόσεων των επί μέρους χρεογράφων που αποτελούν το χαρτοφυλάκιο. Για τον υπολογισμό χρησιμοποιούμε τον εξής τύπο:

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n w_i E(R_i)$$

Όπου:

- $E(R_p)$  = η αναμενόμενη απόδοση



- $E(R_i)$  = η αναμενόμενη απόδοση κάθε μετοχής  $i$
- $w_i$  = το ποσοστό που αντιπροσωπεύει η αξία της μετοχής  $i$  στη συνολική αξία του χαρτοφυλακίου
- $n$  = το σύνολο των χρεογράφων που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο

Ισχύει και σε αυτή την περίπτωση η σχέση:

$$\sum_{i=1}^n w_i = w_1 + w_2 + w_3 + \dots + w_n = 1$$

Παράδειγμα: Από τη μελέτη της κατανομής πιθανοτήτων των αποδόσεων τριών επενδύσεων  $x$ ,  $y$  και  $z$  που εμφανίζονται σ' ένα χαρτοφυλάκιο υπολογίσθηκαν οι παρακάτω παράμετροι:

$$E(R_x) = 0,40, E(R_y) = 0,30 \text{ και } E(R_z) = 0,23$$

Αν για κάθε μετοχή που εμφανίζεται στο χαρτοφυλάκιο ο συντελεστής στάθμισης είναι:

$$w_i = 0,10, w_2 = 0,45 \text{ και } w_3 = 0,35$$

Η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου είναι:

$$\begin{aligned} E(R_P) &= \sum_{i=1}^n w_i E(R_i) = (0,40 * 0,10) + (0,30 * 0,45) + (0,23 * 0,35) = \\ &= 0,04 + 0,135 + 0,128 = 0,303 \text{ ή } 30,3\% \end{aligned}$$

#### 4.2.3.3 Κίνδυνος Χαρτοφυλακίου

Σ' αυτή την περίπτωση θα μελετήσουμε την σχέση απόδοσης και κινδύνου σε μία ποικιλία μετοχών του ίδιου ή διαφορετικού κλάδου ή σε διαφορετικούς τίτλους. Διαμέσου των ευνοϊκών και δυσμενών εξελίξεων των επιλεγμένων τίτλων που αποτελούν το χαρτοφυλάκιο και επηρεάζουν τις επενδύσεις μπορεί να προσδιορισθεί ο συνολικός κίνδυνος λόγω των συμψηφισμών αυτών.

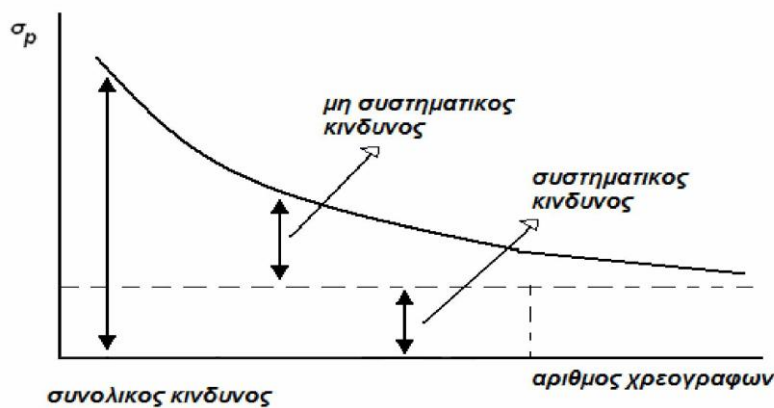
Ο συνολικός κίνδυνος χωρίζεται σε δύο μέρη και δίνεται από την σχέση:

$$\text{Συνολικός Κίνδυνος} = \text{Συστηματικός Κίνδυνος} + \text{Μη Συστηματικός Κίνδυνος}$$

Ο **συστηματικός κίνδυνος** οφείλεται αποκλειστικά από τη συμπεριφορά της χρηματιστηριακής αγοράς και είναι ανεξάρτητος από τις προοπτικές της εταιρείας. Οφείλεται σε παράγοντες, όπως οι οικονομικές και κοινωνικές συνθήκες της αγοράς, στη φορολογία, στο δείκτη ανεργίας, στις διεθνείς οικονομικές κρίσεις, στην πορεία της οικονομίας κ.λπ.

Ο **μη συστηματικός κίνδυνος** ή **ειδικός κίνδυνος**, είναι ο κίνδυνος μίας μετοχής  $i$  που προέρχεται αποκλειστικά από την ίδια την επιχείρηση. Κατά συνέπεια επηρεάζεται από παράγοντες που αφορούν τη δομή και τη λειτουργία της ίδια της επιχείρησης που έχει εκδώσει τις μετοχές και είναι ανεξάρτητοι από τον κίνδυνο της αγοράς. Τέτοιοι παράγοντες είναι οι καλές ή κακές εργασιακές σχέσεις, η κακή διοίκηση, οι απεργίες, οι λανθασμένες επενδυτικές αποφάσεις, το μη οργανωμένο δίκτυο πωλήσεων κ.λπ.

Επομένως ο μη συστηματικός κίνδυνος είναι διαφορετικός σε κάθε επιχείρηση ως προς την ένταση και τη φύση. Αυτός μπορεί να μειωθεί, ενώ αντιθέτως ο συστηματικός κίνδυνος είναι σταθερός και αυτό φαίνεται στο παρακάτω διάγραμμα:



Διάγραμμα 4.1: Συστηματικός-Μη συστηματικός κίνδυνος<sup>62</sup>

Υπάρχει μια διαδικασία που μπορεί να προβεί ένας επενδυτής όταν θέλει να μειώσει τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου του, προσθέτοντας σε αυτό χρεόγραφα των οποίων οι

<sup>62</sup> «Θεωρία Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου» (n.d), Διαθέσιμο στο: <http://www.de.teipat.gr>, Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017

αποδόσεις δεν σχετίζονται πλήρως και θετικά μεταξύ τους. Αυτή η διαδικασία ονομάζεται **διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου**.<sup>63</sup>

Όσον αφορά τον υπολογισμό του κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου χρειάζεται μεγαλύτερη προσπάθεια και ειδικές γνώσεις στατιστικής, στην περίπτωση αυτή βρίσκεται σε συνάρτηση τριών μεταβλητών, οι οποίοι είναι:

- των κινδύνων των χρεογράφων που αποτελούν το χαρτοφυλάκιο
- της αναλογίας συμμετοχής κάθε χρεογράφου στη συνολική αξία του χαρτοφυλακίου
- της συνδιακύμανσης μεταξύ των αποδόσεων των επενδύσεων σε χρεόγραφα του χαρτοφυλακίου

Ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου σύμφωνα με το μοντέλο του Markowitz, δίνεται από την παρακάτω σχέση , εφόσον πρόκειται για δύο κατηγορίες μετοχών:

$$\sigma_p = \sigma_p = \sqrt{\sum w_i^2 \sigma_i^2 + 2 \sum \sum w_i w_j \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j}$$

Γιατί,

$$\rho_{ij} = \frac{\sigma_{ij}}{\sigma_i \sigma_j} \rightarrow \sigma_{ij} = \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j$$

Όπου:

- $\sigma_i$  ή  $s_i$  και  $\sigma_j$  ή  $s_j$ : Οι τυπικές αποκλίσεις των μετοχών  $i$  ,  $j$
- $\sigma_{ij}$  ή  $s_{ij}$ : η διακύμανση της απόδοσης των δύο μετοχών  $i$  και  $j$  που συμμετέχουν στο χαρτοφυλάκιο , εφόσον πρόκειται για δείγμα ή πληθωρισμό
- $w_i$  : το ποσοστό συμμετοχής της μετοχής  $i$  στο χαρτοφυλάκιο
- $w_j$ : το ποσοστό συμμετοχής της μετοχής  $j$  στο χαρτοφυλάκιο
- $\rho_{ij}$ : ο συντελεστής συσχέτισης των αποδόσεων των δύο μετοχών  $i$  και  $j$ <sup>64</sup>

<sup>63</sup> Βασιλείου Δημήτριος & Ηρειώτης Νικόλαος (n.d), «Ανάλυση Επενδύσεων και Διαχείριση Χαρτοφυλακίου», Διαθέσιμο στο: <http://mscinaccounting.teipir.gr> ,Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017

<sup>64</sup> Κιόχος Πέτρος & Πανάγου Βασίλειος (2015), «Χρηματοοικονομική Διοίκηση», Εκδόσεις: Κιόχου Ελένη

## 4.3 Αποτίμηση Επενδύσεων

### 4.3.1 Αποτίμηση Ομολόγων

Η **αποτίμηση ομολόγων** (Valuation of Bonds) ακολουθεί τους ίδιους κανόνες με την αποτίμηση κάθε επένδυσης ή περιουσιακού στοιχείου. Δηλαδή η τιμή κάθε επένδυσης πρέπει να ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων χρηματικών ροών προεξοφλημένων με το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο. Το προεξοφλητικό επιτόκιο θα είναι είτε σταθερό, είτε κυμαινόμενο ανάλογα με τις προσδοκίες μας.

Εάν  $C$  είναι το περιοδικό τοκομερίδιο,  $r$  το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο και  $P$  η ονομαστική αξία στην λήξη, η τρέχουσα τιμή μίας ομολογίας ( $P_0$ ) θα δίνεται από τον τύπο:<sup>65</sup>

$$P_0 = \frac{C}{(1+r)^1} + \frac{C}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C}{(1+r)^n} + \frac{P}{(1+r)^n}$$

### 4.3.2 Αποτίμηση μετοχών

Η αποτίμηση των μετοχών είναι πιο περίπλοκη από αυτή των ομολογιών, επειδή οι αναμενόμενες χρηματοροές δεν είναι γνωστές και είναι δύσκολο να προβλεφθούν. Αντίθετα από τις ομολογίες που η ροή εισοδήματος είναι γενικά γνωστή λόγω των σταθερών πληρωμών τοκομεριδίων και της γνωστής ημερομηνίας λήξης, οι μετοχές έχουν *αβέβαιη μορφή ροής εισοδήματος*. Για να υπάρχει ακριβής ροή εισοδήματος που επιθυμεί ένας επενδυτής, αυτό εξαρτάται από την επιτυχία που έχει μία επιχείρηση να πραγματοποιήσει μελλοντικά κέρδη και από την μερισματική πολιτική που ακολουθεί η επιχείρηση.

#### 4.3.2.1 Αποτίμηση Προνομιούχων Μετοχών

Η **αποτίμηση των προνομιούχων μετοχών** είναι σχετικά ευκολότερη από αυτή των κοινών μετοχών, καθώς οι προνομιούχες μετοχές αποδίδουν χρηματικά εισοδήματα (μερίσματα) σε τακτά χρονικά διαστήματα, για το χρονικό διάστημα που τις κατέχει ο επενδυτής.

<sup>65</sup>Σπύρου Σπύρος (2013), «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Εκδόσεις: Μπένου Γ.

Για να υπολογίσουμε την αξία της προνομιούχου μετοχής απαιτείται να βρεθεί η παρούσα αξία των μελλοντικών χρηματοροών της, που είναι μία διηνεκής «ράντα». Για την αποτίμηση της απαιτείται να βρεθεί η παρούσα αξία ( $V_p$ ) των μερισμάτων της προνομιούχου μετοχής ( $D_p$ ) προεξοφλημένων με την απαιτούμενη απόδοση ( $K_p$ ). Οπότε ο τύπος ορίζεται ως εξής:

$$V_p = \frac{D_p}{K_p}$$

Παράδειγμα: Ας υποθέσουμε ότι οι επενδυτές αναμένουν ένα ετήσιο μέρισμα 2€/ανά μετοχή. Οι επενδυτές έχουν εκτιμήσει και έχουν συμπεράνει ότι μία δίκαιη απόδοση για την επένδυση αυτή είναι 10%. Μ' αυτή την υπόθεση η παρούσα αξία της μετοχής είναι:

$$V_p = \frac{2\text{€}}{0,10} = 20\text{€}$$

#### 4.3.2.2 Αποτίμηση Κοινών Μετοχών

Η **αποτίμηση των κοινών μετοχών** είναι κάπως διαφορετική από την αποτίμηση των προνομιούχων μετοχών, καθώς και τον ομολογιών. Είναι πιο περίπλοκη μέθοδος λόγω ότι τα μερίσματα της κοινής μετοχής είναι δύσκολο να προβλεφθούν σε σύγκριση με τις πληρωμές τοκομεριδίου και της ονομαστικής αξίας της ομολογίας ή τις πληρωμές των μερισμάτων για τις προνομιούχες πληρωμές. Οι αναλυτές χρησιμοποιούν διαφορετικές προσεγγίσεις για την αποτίμηση της κοινής μετοχής, παρακάτω θα δούμε ποιες είναι αυτές:

##### ➤ Μέθοδος τιμή μετοχής/κέρδη ανά μετοχή ή αλλιώς μέθοδο P/E

Ο δείκτης αυτός προσαρμόζεται ως εξής:

$$\text{Δείκτης P/E} = \frac{\text{Τιμή Μετοχής}}{\text{Κέρδη ανά Μετοχή}}$$

Ο δείκτης αυτός μας δείχνει πόσο πρόθυμοι είναι οι επενδυτές να πληρώσουν για κάθε ευρώ κέρδος ανά μετοχή. Π.χ. ο δείκτης P/E=20€, σημαίνει ότι οι επενδυτές είναι πρόθυμοι να πληρώσουν 20€ για ένα ευρώ κέρδος ανά μετοχή. Ένας υψηλός τέτοιος δείκτης δηλώνει ότι οι επενδυτές εκτιμούν ότι τα κέρδη της μετοχής θα αυξηθούν ή ότι ο κίνδυνος της μετοχής είναι χαμηλός ή και τα δύο.

➤ **Μέθοδος της λογιστικής αξίας της κοινής μετοχής**

Ένας από τους πιο απλούς τρόπους για την αποτίμηση της αξίας των κοινών μετοχών είναι να αφαιρέσεις την αξία του συνόλου των υποχρεώσεων της επιχείρησης και την αξία των προνομιούχων μετοχών εάν υπάρχουν (όπως αναγράφονται στον ισολογισμό της) από την λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού της επιχείρησης. Η λογιστική αξία ανά μετοχή υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Λογιστική Αξία Μετοχής} = \frac{\text{Σύνολο Στοιχείων Ενεργητικού} - \text{Σύνολο Υποχρεώσεων}}{\text{Αριθμός Κυκλοφορούντων Κοινών Μετοχών}}$$

Η μέθοδος αυτή έχει πρόβλημα στο ότι οι αξίες των περιουσιακών στοιχείων που αναγράφονται στον ισολογισμό υπολογίζονται με βάση τις ιστορικές τιμές, δηλαδή τις αρχικές τιμές που εκπλήρωσε ο ιδιοκτήτης της επιχείρησης για την απόκτηση αυτών των στοιχείων και συνεπώς δεν αντανακλούν την τρέχουσα αξία των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού του ισολογισμού.

➤ **Μέθοδος της τρέχουσας αξίας ή αξίας ρευστοποίησης**

Η μέθοδος της τρέχουσας αξίας είναι παρόμοια με αυτή της λογιστικής αξίας, με μόνη διαφορά ότι αυτή χρησιμοποιεί τις τρέχουσες τιμές των στοιχείων του ενεργητικού και των υποχρεώσεων της επιχείρησης για τον υπολογισμό της κοινής μετοχής.

Η τρέχουσα αξία (τιμή) της κοινής μετοχής είναι το ποσό το οποίο θα λάμβανε κάθε μέτοχος για κάθε κοινή μετοχή, εάν η επιχείρηση έπαυε τη λειτουργία της, πωλούσε όλα τα περιουσιακά στοιχεία της, εξοφλούσε όλες τις υποχρεώσεις της και τις προνομιούχες μετοχές και τέλος διένεμε τις καθαρές εισπράξεις στους μετόχους.

Ο τύπος υπολογισμού είναι:

$$\begin{aligned} & \text{Τρέχουσα Τιμή Κοινής Μετοχής} = \\ & = \frac{\text{Τρέχουσα Αξία των Στοιχείων Ενεργητικού} - \text{Τρέχουσα Αξία Υποχρεώσεων}}{\text{Αριθμός Κοινών Μετοχών}} \end{aligned}$$

Παρ' όλο ότι η τρέχουσα αξία της κοινής μετοχής είναι πιο αξιόπιστη από την λογιστική αξία, ωστόσο δεν δίνει την πραγματική αξία της μετοχής διότι δεν λαμβάνει υπόψη της τη δυναμικότητα της επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη στο μέλλον.<sup>66</sup>

---

<sup>66</sup>Κιόχος Πέτρος & Πανάγου Βασίλειος (2015), «Χρηματοοικονομική Διοίκηση», Εκδόσεις: Κιόχου Ελένη

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Όπως έχουμε προαναφέρει ένας επενδυτής επιθυμεί μία αποτελεσματική επένδυση. Αυτό σημαίνει ότι επιθυμεί μεγάλη απόδοση, με όσο το δυνατόν μικρότερο κίνδυνο. Βάση των όσων έχουμε αναλύσει, η αξιολόγηση των επενδύσεων βασίζεται στις καθαρές ταμειακές ροές, που αποτελούν βασικό μέτρο αποτίμησης της πραγματικής οικονομικής επίδοσης των επενδύσεων, η οποία παρουσιάζει την πραγματική απόδοση και δίνει την δυνατότητα σύγκρισης διαφορετικών επενδύσεων ώστε να βρίσκουμε την πιο αποδοτική.

Αρχικά υπάρχουν διαφορετικές αγορές, ανάλογα με τις ανάγκες του επενδυτή. Ξεκινώντας με την *πρωτογενή αγορά*, στην οποία εισάγονται για πρώτη φορά οι μετοχές και οι ομολογίες. Είναι βασικό, ότι βοηθάει στην *αύξηση του συνολικού πλούτου και του βιοτικού επιπέδου*, καθώς και στην *αύξηση της επενδυτικής και καταναλωτικής ευελιξίας*. Εν συνεχεία η *δευτερογενής αγορά*, στην οποία δεν υπάρχει δημιουργία νέων αξιογράφων και έτσι βοηθά στην μείωση του κόστους των συναλλαγών, μπορεί να εμπεριέχει μεγάλο αριθμό αξιογράφων που δημιουργεί την *διαφοροποίηση του επενδυτικού κινδύνου*, καθώς μπορεί να υπάρχει *επιλογή διαφορετικών συνδυασμών επενδυτικού κινδύνου και απόδοσης*. Ακόμη η *κεφαλαιαγορά*, στην οποία προσφέρονται και ζητούνται κεφάλαια, είναι μία πολύ σημαντική μορφή επένδυσης, που ικανοποιεί τις ανάγκες κεφαλαίων όταν εισάγονται για πρώτη φορά στο χρηματιστήριο, αλλά και στις ήδη εισηγμένες επιχειρήσεις. Τέλος δίνει *μεγάλη ρευστότητα στους μετόχους* και έτσι κάνει την επένδυση πιο ελκυστική. Η *αγορά χρήματος* στην οποία υπάρχουν βραχυπρόθεσμα δανεικά κεφάλαια με μικρή διάρκεια, μεγάλο μέγεθος συναλλαγών και με *εξαιρετικά μικρό κίνδυνο*. Η *αγορά κεφαλαίου* η οποία αποτελείται από αξιόγραφα μεγαλύτερης διάρκειας και εμπεριέχουν *πολύ μεγαλύτερο κίνδυνο*, αλλά βεβαιότητα σε σχέση με τις τιμές. Η *αγορά παραγώγων* που είναι μία δυναμική και ταχύτατα αναπτυσσόμενη αγορά, στην οποία *τα προϊόντα παράγονται από κάποια άλλα και χρησιμοποιούνται για την αντιστάθμιση και κάλυψη του κινδύνου και της αβεβαιότητας*. Επίσης βοηθά στην κερδοσκοπία και ειδικότερα στην *προσπάθεια κέρδους χωρίς κίνδυνο*.

Όσον αφορά τα επενδυτικά στοιχεία, αρχικά τα *ομόλογα* που αποτελούν μία πολύ διαδεδομένη επένδυση, δίνουν την ευκαιρία για *κέρδος με σταθερές αποδόσεις και σχετικά μικρό κίνδυνο ή και ακόμα μηδενικό κίνδυνο απώλειας του αρχικού κεφαλαίου*. Μπορεί να έχουν σχετικά μικρό κίνδυνο αλλά επηρεάζονται από διάφορα είδη κινδύνων. Ωστόσο μπορούν να δώσουν *δυνατότητα πολύ υψηλών αποδόσεων* γι' αυτούς που περιμένουν να



βγάλουν κέρδος μέσω των μεταβολών των επιτοκίων. Υπάρχουν τα ομόλογα σταθερού επιτοκίου που δίνουν σταθερή απόδοση, αλλά και του κυμαινόμενου επιτοκίου, τα οποία εμπεριέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο καθώς επηρεάζονται από τις μεταβολές της οικονομίας και γι' αυτό αντιπροσωπεύεται από ένα ασφάλιστρο ανάλογα με την πιστοληπτική ικανότητα του εκδότη και τη διάρκεια του ομολόγου. Στην συνέχεια οι μετοχές, οι οποίες αντιπροσωπεύουν δικαιώματα συμμετοχής στα καθαρά κέρδη μίας Α.Ε. Ο στόχος των κάτοχων των μετοχών είναι το εξής: «Όσο μεγαλύτερα κέρδη, τόσο μεγαλύτερη απόδοση». Ωστόσο είναι πιο επικίνδυνη επένδυση από τα ομόλογα, καθώς εμπεριέχει μεγαλύτερο κίνδυνο, αλλά και η προσδοκώμενη απόδοση πρέπει να είναι μεγαλύτερο, προκειμένου να επενδύσει ο επενδυτής. Επόμενη επένδυση είναι αυτή του χαρτοφυλακίου, το οποίο έχει σκοπό την διερεύνηση της σχέσης απόδοσης και κινδύνου μίας επένδυσης, όταν αυτή συμμετέχει σε διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια. Εξετάζει όλες τις μετοχές που είναι εισαγμένες στο χρηματιστήριο καθώς επιθυμεί να βρει αυτή με την μεγαλύτερη απόδοση, αλλά και την εύρεση του αντίστοιχου κινδύνου. Όταν βρει τις πιο αποδοτικές, στο τέλος θα επιλέξει αυτή με την μεγαλύτερη απόδοση και μικρότερο κίνδυνο για τον επενδυτή. Για να έχει ένα αποτελεσματικό σύνολο, πρέπει σε ένα ορισμένο βαθμό κινδύνου να έχει μεγαλύτερη απόδοση και σε μία συγκεκριμένη απόδοση του χαρτοφυλακίου να έχει ελαχιστοποιήσει τον κίνδυνο.

Στην αγορά χρήματος που έχουμε αναλύσει, τα χρηματοοικονομικά προϊόντα της είναι τα έντοκα γραμμάτια δημοσίου στα οποία η απόδοση που λαμβάνει ο επενδυτής, είναι η διαφορά μεταξύ τιμή πώλησης και ονομαστικής αξίας στην λήξη. Επίσης στις συμφωνίες επαναγοράς για πώληση και επαναγορά μικρού κινδύνου χρεόγραφα, ισχύει το ίδιο με το προηγούμενο. Η επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια έχει σκοπό την αγορά, ώστε στο μέλλον να τα πουλήσει σε υψηλότερη τιμή και να φέρει κέρδος. Τέλος οι ανώνυμες εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου επιτυγχάνουν μεγάλη διασπορά του κινδύνου και διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου με μικρό κόστος, όταν υπάρχει επαγγελματική διαχείριση.

Το βασικότερο όμως μέρος είναι αυτό της αξιολόγησης όπου η μέθοδος της καθαρής παρούσας αξίας για να είναι αποδοτική πρέπει η ΚΠΑ της επένδυσης να είναι μεγαλύτερη του μηδενός. Η επόμενη μέθοδος είναι αυτή του εσωτερικού βαθμού απόδοσης, που γενικά εμπεριέχει ένα μέτρο ασφάλειας στην αξιολόγηση, συσχετιζόμενη πάντα με τον κίνδυνο. Σημαντικό είναι ότι όταν ο ΕΒΑ υπερβαίνει το κόστος του κεφαλαίου τα οποία χρησιμοποιούνται για την χρηματοδότηση μίας επένδυσης, το πλεόνασμα που απομένει

μετά την αποπληρωμή των κεφαλαίων το παίρνουν οι μέτοχοι. Για να είναι η επένδυση αποδεκτή πρέπει ο *EBA* να είναι μεγαλύτερος από την απαιτούμενη απόδοση. Επί προσθέτως, η μέθοδος επανείσπραξης του κεφαλαίου, μας δείχνει ότι όσο μικρότερο είναι το χρονικό διάστημα μέσα στο οποίο ένα επενδυτικό σχέδιο θα αποδώσει την αρχική του επένδυση, τόσο καλύτερο είναι αυτό. Για να είναι αποδεκτή η επένδυση πρέπει η *M.E.K* να είναι μικρότερη ή ίση με αυτή που μας δίνει η επένδυση. Τέλος η μέθοδος του δείκτη αποδοτικότητας μοιάζει με την *KΠΑ* και για να είναι αποδεκτή και συνεπώς συμφέρουσα πρέπει ο δείκτης της να είναι μεγαλύτερος της μονάδας.

Με λίγα λόγια όλες οι επενδύσεις μπορούν να είναι αποδοτικές, όπως επίσης όλες εμπεριέχουν τον κίνδυνο και γι' αυτό υπάρχουν διάφοροι παράγοντες που μπορεί να επηρεάζουν την απόδοσή τους. Όταν ένας υποψήφιος επενδυτής αποφασίσει να επενδύσει κάπου πρέπει να εξετάσει, αναλυτικά τις αγορές τις οποίες υπάρχουν, καθώς ανάλογα με την αγορά υπάρχουν και αντίστοιχες επενδύσεις. Έπειτα να εξετάζει όλα τα χαρακτηριστικά της κάθε μορφής επένδυσης και να έχει την ικανότητα να την αξιολογήσει με όσα έχουμε αναλύσει. Δηλαδή μετά από έρευνα να μπορεί να αποφασίσει αυτό που του ταιριάζει καλύτερα και επιθυμεί. Τέλος να αναφερθεί ότι ένας πολύ σημαντικός παράγοντας για μία αποδοτική επένδυση είναι η οικονομία που επικρατεί σε μία χώρα. Αυτό που θα μπορούσαμε να εξετάσουμε για να διερευνηθεί περισσότερο το παρόν θέμα είναι η οικονομική κρίση και κατά πόσο έχει επηρεάσει όλες αυτές τις επενδύσεις και κυρίως το χρηματιστήριο που αφορά αρκετά όλες τις επενδύσεις που έχουμε αναλύσει παραπάνω.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Ελληνική Βιβλιογραφία:

- Γκλεζάκος Μιχάλης (2014), «Χρηματοοικονομική των Επιχειρήσεων», Έκδοση ίδιου
- Κιόχος Πέτρος & Πανάγου Βασίλειος (2015), «Χρηματοοικονομική Διοίκηση», Εκδόσεις: Κιόχου Ελένη
- Παπαδάμου Στέφανος Θ.(2009), «Διαχείριση Χαρτοφυλακίου-Μία Σύγχρονη Προσέγγιση», Εκδόσεις: Gutenberg
- Σπύρου Σπύρος Ι.(2013), «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Εκδόσεις: Μπένου Γ.

### Ξένη Βιβλιογραφία:

- Bodie Zvi & Kane Alex & Marcus Alan J.(2015), «Επενδύσεις», Εκδόσεις: Utopia

### Πηγές από το Διαδίκτυο:

- Σακκάς Νικόλαος (2002), «Αξιολόγηση Επενδύσεων», Διαθέσιμο στο: <http://www.lib.teiher.gr> , Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017
- Πτυχιακή Εργασία: Μανωλάκος Παναγιώτης (2005), «Επένδυση - Διαχείριση Επενδύσεων», Διαθέσιμο στο: <http://repository.teiwest.gr> , Τελευταία Πρόσβαση:16/11/17
- Ζαχούρης Πάρις (2006), «Αξιολόγηση Επενδύσεων», Διαθέσιμο στο: <http://eclass.teipat.gr> , Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017
- Πτυχιακή Εργασία: Ζέρβα Σοφία (2016), «Αποτίμηση Ομολόγων και Οίκοι Αξιολόγησης», Διαθέσιμο στο: <https://dspace.lib.uom.gr> , Τελευταία Πρόσβαση:16/11/17
- Κουρέτας Γ.(2014-2015), «Διαχείριση Χαρτοφυλακίου και Αποτίμηση Επενδύσεων», Διαθέσιμο στο: <https://eclass.aueb.gr> , Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017
- «Ομολόγο», Διαθέσιμο στο: [www.euretirio.com](http://www.euretirio.com) , Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017
- «Επιτόκιο», Διαθέσιμο στο: [www.euretirio.com](http://www.euretirio.com) , Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017
- «Ωρίμανση», Διαθέσιμο στο: [www.euretirio.com](http://www.euretirio.com) , Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017

- «Ομόλογο», Διαθέσιμο στο: [www.el.wikipedia.org](http://www.el.wikipedia.org) ,Τελευταία Πρόσβαση 16/11/2017
- «Μετοχή», Διαθέσιμο στο: [www.euretirio.com](http://www.euretirio.com) , Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017
- Κουρέτας Γ. (2014-2015), «*Διαχείριση Χαρτοφυλακίου και Αποτίμηση Επενδύσεων*», Διαθέσιμο στο: <https://eclass.aueb.gr> ,Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017
- Κυριαζόπουλος Γεώργιος (2016), «*Διεθνείς Χρηματοοικονομικές Αγορές*» ,Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017
- Σεμινάριο: Εμμανουηλίδου Μαρία, Μονάδα Καινοτομίας και Επιχειρηματικότητας (Μ.Ε.Κ): «*Αξιολόγηση Επενδύσεων - Επιλογή Νομοθεσίας*», στο ΤΕΙ Λάρισας, Λάρισα, 21-26/10/2011, Διαθέσιμο στο: <http://mke.teilar.gr> ,Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017
- Δούμπος Μιχάλης (n.d), «*Κριτήρια Αξιολόγησης Επενδύσεων*», Διαθέσιμο στο: <http://diaviou.auth.gr> ,Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017
- «*Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης*», Διαθέσιμο στο: <https://el.wikipedia.org> , Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017
- Μακρυγιωργάκης Μάριος (n.d), «*Χρηματοοικονομική Διοίκηση*», Διαθέσιμο στο: <https://eclass.teicrete.gr> ,Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017
- «*Κίνδυνοι Ομολόγων*» , Διαθέσιμο στο: <https://www.euretirio.com> , Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017
- «*Μερισματική απόδοση*» Διαθέσιμο στο: <https://www.euretirio.com> , Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017
- «*Risk and Return*», Διαθέσιμο στο: <http://users.auth.gr> ,Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017
- «*Θεωρία Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου*» (n.d), Διαθέσιμο στο: <http://www.de.teipat.gr> ,Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017
- Βασιλείου Δημήτριος & Ηρειώτης Νικόλαος (n.d), «*Ανάλυση Επενδύσεων και Διαχείριση Χαρτοφυλακίου*», Διαθέσιμο στο: <http://mscinaccounting.teipir.gr> , Τελευταία Πρόσβαση:16/11/2017