

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗ

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ
εισ 8/1/20
π.α.ξ.

ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ

Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ

Λεωνίδας Κατσαρλίνος



Επιβλέπων : Δρ. Παν. Αρτίκης

Διευθυντής Προγράμματος : Καθ. Δημ. Μπουραντάς

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ

ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2006



ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ : Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ

Διπλωματική εργασία του Λεωνίδα Κατσαρλίνου.

Επιβλέπων : Δρ. Παναγιώτης Αρτίκης.

Στόχος αυτής της εργασίας είναι η αποτύπωση των ακολουθούμενων πρακτικών από τους διαχειριστές θεσμικών χαρτοφυλακίων (ΑΕΔΑΚ και ΑΕΕΧ). Ειδικότερα ενδιαφερόμαστε για

- την προσέγγιση κατανομής κεφαλαίων
- τα μέσα πληροφόρησης
- τα είδη πληροφοριών
- την χρήση υπηρεσιών από τους οίκους αξιολόγησης
- την χρήση θεμελιώδους και τεχνικής ανάλυσης
- τις χρησιμοποιούμενες μεθόδους ανάλυσης
- τις χρησιμοποιούμενες μεθόδους αξιολόγησης απόδοσης
- το χρονικό διάστημα αναφοράς της απόδοσης
- τις χρησιμοποιούμενες μεθόδους μέτρησης κινδύνου
- τις χρησιμοποιούμενες μεθόδους αντιστάθμισης

Οι πληροφορίες για τις ακολουθούμενες πρακτικές δίνονται από τους ίδιους τους διαχειριστές των θεσμικών χαρτοφυλακίων, με την χρήση ερωτηματολογίου που διανεμήθηκε στις ΑΕΔΑΚ και ΑΕΕΧ. Οι θεσμικοί επενδυτές ανταποκρίθηκαν θετικά στην πλειοψηφία τους στην συμπλήρωση του ερωτηματολογίου. Από την επεξεργασία των ερωτηματολογίων αποτυπώθηκαν οι κυρίαρχες τάσεις στην διαχείριση των χαρτοφυλακίων, που περιλαμβάνουν



- Προτίμηση στα αξιόγραφα εξωτερικού που είναι αξιολογημένα από τους οίκους αξιολόγησης
- Χρήση κυρίως μακροοικονομικής ανάλυσης και όχι τεχνικής ανάλυσης
- Χρήση της τυπικής απόκλισης ως μεθόδου μέτρησης κινδύνου
- Χρήση του Sharpe ratio ως δείκτη απόδοσης που συνεκτιμά τον κίνδυνο
- Χρήση Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης για αντιστάθμιση κινδύνου

Τα αποτελέσματα της έρευνας παρουσιάζονται με την χρήση γραφημάτων και, όπου κρίνεται χρήσιμο, διερευνάται η συσχέτιση των ευρημάτων με το ενεργητικό των εξεταζόμενων χαρτοφυλακίων ή το συνολικό ενεργητικό κάθε θεσμικού επενδυτή.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.	11	
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	11	
1.1	ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ	11
1.2	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	15
1.3	ΣΤΑΔΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ	15
1.3.1	<i>Βιβλιογραφική Ανασκόπηση</i>	16
1.3.2	<i>Κατάρτιση ερωτηματολογίου</i>	16
1.3.3	<i>Έλεγχος ερωτηματολογίου</i>	16
1.3.4	<i>Διανομή και συγκέντρωση ερωτηματολογίων</i>	17
1.3.5	<i>Δημιουργία εφαρμογής καταχώρησης – ανάλυσης</i>	17
1.3.6	<i>Στατιστική επεξεργασία δεδομένων, παρουσίαση και σχολιασμός ερρημάτων</i>	17
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.	18	
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ	18	
2.1	ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΚΑΤΑΣΤΡΩΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	18
2.2	ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΘΕΩΡΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	19
2.3	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ - CAPITAL ASSET PRICING MODEL	22
2.3.1	<i>Ανάλυση Υποδείγματος Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων</i>	23
2.3.2	<i>Οι παραδοχές</i>	23
2.4	ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ (ASSET CLASSES)	25
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.	28	
ΘΕΣΜΙΚΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	28	
3.1	Ο ΘΕΣΜΟΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	28
3.1.1	<i>Κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων</i>	30
3.1.2	<i>Χαρακτηριστικά Αμοιβαίων Κεφαλαίων</i>	32
3.2	ΟΙ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	34

3.3	ΕΝΩΣΗ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ.....	36
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.....		38
ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ		38
4.1	ΕΡΩΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΟ	38
4.2	ΔΟΚΙΜΑΣΤΙΚΗ ΣΥΜΠΛΗΡΩΣΗ ΕΡΩΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΟΥ	39
4.3	ΔΕΙΓΜΑ	40
4.4	ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗ ΕΡΩΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΩΝ.....	44
4.4.1	Δημιουργία εφαρμογής καταχώρησης – ανάλυσης.....	45
4.5	ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΟΥ ΕΡΩΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΟΥ	46
4.5.1	Προσέγγιση κατανομής κεφαλαίων	46
4.5.2	Μέσα και πηγές πληροφόρησης.....	46
4.5.3	Είδη ανάλυσης	47
4.5.4	Θεμελιώδης Ανάλυση.....	48
4.5.4.1	Μοντέλα Προεξόφλησης Χρηματικών Ροών (Discounted Cash Flow Model)	49
4.5.4.2	Μοντέλα Προεξόφλησης Μερισμάτων - Dividend Discount Models (DDM)	49
4.5.4.3	Μοντέλα Καθαρών Χρηματοροών προς τους Μετόχους - Free Cash Flow to Equity Models (FCFE) 50	
4.5.4.4	Μοντέλα Καθαρών Χρηματοροών προς την Εταιρία - Free Cash Flow to Firm Models.....	51
4.5.4.5	Μοντέλα Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας - Economic Value Added Models.....	52
4.5.4.6	Δείκτες Σχετικής Αποτίμησης (ΔΣΑ).....	52
4.5.4.7	Τιμή / Κέρδη (Price / Earnings).....	53
4.5.4.8	Τιμή / Ρυθμός Ανάπτυξης (Price / Growth – PEG ratio).....	54
4.5.4.9	Χρηματιστηριακή / Λογιστική Αξία (Price / Book Value (PBV)).....	54
4.5.4.10	Τιμή προς Πωλήσεις (Price/sales).....	55
4.5.4.11	Συνολική Αξία Επιχείρησης προς Πωλήσεις (Enterprise Value / Sales).....	55
4.5.4.12	Συνολική Αξία Επιχείρησης προς Λογιστική Αξία (Enterprise Value / Book capital).....	56
4.5.4.13	Αξία επιχείρησης προς Έσοδα προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (Enterprise Value / EBITDA) 56	
4.5.4.14	Αξία επιχείρησης προς Έσοδα προ τόκων και φόρων (Enterprise Value / EBIT).....	56
4.5.5	Τεχνική Ανάλυση.....	57
4.5.6	Είδη διαγραμμάτων.....	58
4.5.7	Κυριότεροι Τεχνικοί Δείκτες	60

4.5.7.1	Αναστροφή – Συνέχιση Τάσης.....	60
4.5.7.2	Μοντέλα κινούμενου μέσου.....	60
4.5.7.3	Ταλαντωτές.....	61
4.5.8	Παραδείγματα Διαγραμμάτων Τεχνικής Ανάλυσης.....	61
4.5.8.1	Bollinger Bands.....	61
4.5.8.2	Διάγραμμα κινούμενου μέσου.....	63
4.5.8.3	Σύγκλιση / Απόκλιση Κινούμενου Μέσου – Moving Average Convergence/Divergence (MACD) 64	
4.5.9	ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ.....	66
4.5.9.1	Βάσει της απόδοσης.....	66
4.5.9.2	Σύγκριση με τον ανταγωνισμό.....	67
4.5.9.3	Σύγκριση με δείκτη αναφοράς.....	67
4.5.9.4	Απόκλιση από δείκτη αναφοράς (tracking error).....	68
4.5.9.5	Jensen’s Alpha.....	68
4.5.9.6	Treynor Index.....	69
4.5.9.7	Fama’s Index.....	69
4.5.9.8	Sharpe ratio.....	69
4.5.9.9	Appraisal Ratio.....	70
4.5.9.10	Information ratio.....	70
4.5.9.11	M squared.....	71
4.5.9.12	Τιμολόγηση μέσω Εξισορροπητικής Κερδοσκοπίας (Arbitrage Pricing -APT) & Πολυπαραγοντικά Μοντέλα.....	71
4.5.10	ΜΕΤΡΗΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ.....	72
4.5.10.1	Standard Deviation.....	72
4.5.10.2	Beta.....	72
4.5.10.3	VaR.....	73
4.5.11	ΑΝΤΙΣΤΑΣΤΕΜΙΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ.....	74
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.....		76
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ.....		76
5.1	ΓΕΝΙΚΑ.....	76
5.2	ΔΕΙΓΜΑ.....	76
5.3	ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΚΑΤΑΝΟΜΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	82



5.4	ΠΗΓΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ.....	85
5.4.1	Μέσα άντλησης πληροφοριών.....	85
5.4.2	Είδος αντλούμενης πληροφορίας.....	88
5.4.3	Χρήση βαθμολογίας οίκων αξιολόγησης.....	91
5.4.3.1	Χρησιμοποιούμενοι οίκοι.....	91
5.4.3.2	Ποσοστό αξιολογημένων αξιογράφων.....	93
5.5	ΜΕΘΟΔΟΙ ΛΗΨΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ.....	95
5.5.1	Χρησιμοποιούμενα μοντέλα προεξόφλησης ταμειακών ροών.....	98
5.5.2	Χρησιμοποιούμενοι δείκτες συγκριτικής αποτίμησης.....	100
5.5.3	Χρησιμοποιούμενες μέθοδοι τεχνικής ανάλυσης.....	103
5.6	ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ.....	106
5.6.1	Μέθοδοι αξιολόγησης.....	106
5.6.2	Χρονικό διάστημα αναφοράς.....	109
5.6.3	Μέτρηση κινδύνου χαρτοφυλακίου.....	111
5.6.4	Ύπαρξη αντιστάθμισης (hedging.).....	113
5.7	ΑΠΟΔΟΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ.....	115
	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.....	120
	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ.....	120
	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.....	124
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	124
7.1	ΕΝΤΥΠΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	124
7.2	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΑΠΟ ΤΟ INTERNET.....	125
	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8.....	127
	ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ.....	127
8.1	ΕΡΩΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΟ ΕΡΕΥΝΑΣ.....	127
8.2	ΕΠΙΣΤΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ ΠΡΟΣ ΘΕΣΜΙΚΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ.....	135
8.3	ΕΠΙΣΤΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΕΝΩΣΗ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ.....	137
8.4	ΕΠΙΣΤΟΛΗ ΕΝΩΣΗΣ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΠΡΟΣ ΤΑ ΜΕΛΗ ΤΗΣ.....	139
8.5	ΕΝΔΕΙΚΤΙΚΕΣ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΑΤΑ SHARPE.....	140

8.6	NOMΙΚO ΠΛΑΙΣΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ	142
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9.		146
ΕΥΡΕΤΗΡΙΑ		146
9.1	ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ	146
9.2	ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ	148

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η παρούσα εργασία, η οποία εκπονήθηκε κατά την διάρκεια των σπουδών μου στο Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών και ειδικότερα για τον κύκλο σπουδών Executive MBA, πραγματοποιήθηκε στο χρονικό διάστημα Δεκεμβρίου 2005 – Σεπτεμβρίου 2006. Η συλλογή των στοιχείων από τους θεσμικούς επενδυτές πραγματοποιήθηκε στο δίμηνο Μαΐου – Ιουνίου 2006.

Παρά το γεγονός ότι η εκπόνηση της εργασίας απαιτήσε πολλές ώρες εργασίας, που στερήθηκαν (κυρίως) από την οικογένεια μου και σημάδεψαν (κυρίως, αλλά όχι μόνο) το καλοκαίρι του 2006, η εφαρμογή στην πράξη της γνώσης που αποκτήθηκε στην αίθουσα διδασκαλίας είχε ιδιαίτερο ενδιαφέρον και με ώθησε να εμβαθύνω στις χρηματοοικονομικές λειτουργίες, και τελικά αποτέλεσε ικανή ανταμοιβή για την επιλογή διπλωματικής εργασίας.

Ακόμα και η διαδικασία της συλλογής των στοιχείων με την μέθοδο των ερωτηματολογίων, παρά την αβεβαιότητα για την δυνατότητα συγκέντρωσης επαρκούς πλήθους ερωτηματολογίων και τον διεκπεραιωτικό χαρακτήρα που είχε εκ πρώτης όψεως, μου έδωσε την ευκαιρία της προσωπικής επαφής με μια σειρά επαγγελματιών του χρηματοοικονομικού τομέα, και την δυνατότητα να διαμορφώσω προσωπική γνώμη για τα τεκταινόμενα στον χώρο.

Ευχαριστίες οφείλω στον επιβλέποντα αυτή την εργασία κο Π. Αρτίκη, του οποίου η βοήθεια ήταν πολύτιμη σε όλη την διάρκεια της εκπόνησης της εργασίας, και οι γνώσεις του από τον τρόπο λειτουργίας των θεσμικών επενδυτών ήταν καθοριστικές στην διαμόρφωση του ερωτηματολογίου.

Στην διαδικασία επιστροφής των συμπληρωμένων ερωτηματολογίων από τις εταιρίες, σημαντική ήταν η βοήθεια της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών, η οποία δια του εκπροσώπου

της κυρ Καβουρόπουλου, τον οποίο ιδιαίτερα ευχαριστώ από αυτή την θέση, έδωσε την απαραίτητη ώθηση στην διαδικασία.

Σημαντική για την ολοκλήρωση της εργασίας ήταν και η ενίσχυση που μου παρεσχέθη από τον εργοδότη μου, το Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, με την χορήγηση μιας σύντομης εκπαιδευτικής άδειας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ

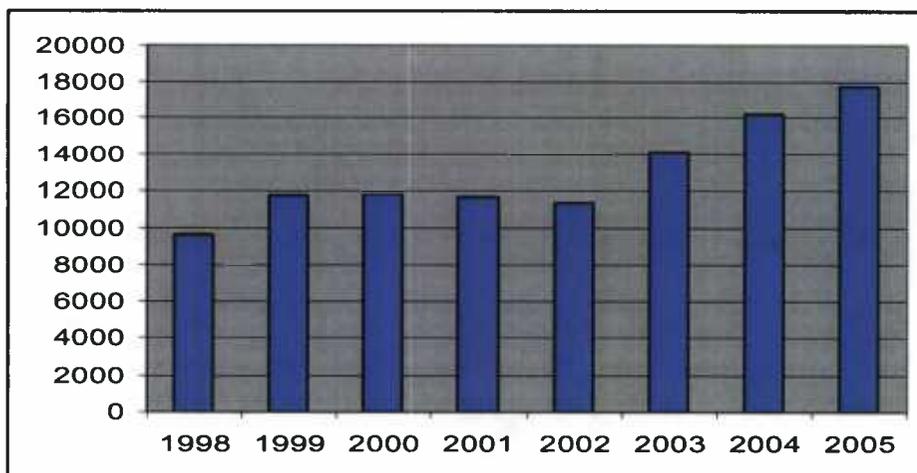
Η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού που σημειώθηκε στην Ελλάδα τα τελευταία χρόνια του περασμένου αιώνα και τα πρώτα του τρέχοντος, προϋπόθεση για την ένταξη της χώρας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση, συνοδεύτηκε από την ταυτόχρονη αποκλιμάκωση των επιτοκίων καταθέσεων ταμειυτηρίου. Μάλιστα η σημαντική πτώση των τελευταίων οδήγησε τις καταθέσεις ταμειυτηρίου σε αρνητική πραγματική απόδοση ([I1], [I2]). Η συγκεκριμένη συγκυρία ώθησε τους παραδοσιακούς αποταμιευτές σε αναζήτηση άλλων τρόπων διαχείρισης των χρηματικών πλεονασμάτων τους. Οι επενδύσεις σε χρηματοοικονομικά προϊόντα δεν περιορίζονται πλέον στους οικονομικά «προνομιούχους» αλλά επεκτείνονται σε μεγάλο ποσοστό του πληθυσμού.

Παράλληλα το χρηματοοικονομικό περιβάλλον έχει αλλάξει σημαντικά τα τελευταία χρόνια. Ένα πλήθος νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων έχει κατακλύσει την αγορά, για να ικανοποιήσει τις αυξημένες ποσοτικά, αλλά και διαφοροποιημένες ποιοτικά, επενδυτικές ανάγκες που έχουν προκύψει. Ο γενικός πληθυσμός εξοικειώνεται με τους «νέους» χρηματοοικονομικούς όρους που έχουν γίνει κομμάτι της καθημερινής ζωής, δυσκολεύεται όμως να επιλέξει τον σωστότερο τρόπο επένδυσης των διαθεσίμων του. Η «μαζικοποίηση» των επενδυτικών αναγκών έχει οδηγήσει στην δημιουργία οργανισμών συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ). Στην Ελλάδα αυτοί υλοποιούνται κυρίως μέσω των «θεσμικών επενδυτών» που έχουν την νομική μορφή των Ανωνύμων Εταιριών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ) και Ανωνύμων Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΑΕΕΧ).

Ενδεικτικό της σημασίας που έχουν αποκτήσει αυτά τα συλλογικά χαρτοφυλάκια είναι το ύψος των κεφαλαίων που διαχειρίζονται. Στην Ελλάδα, σύμφωνα με πρόσφατα διαθέσιμα στοιχεία από την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, το ύψος των διαχειριζόμενων κεφαλαίων από τις 26 Ελληνικές ΑΕΔΑΚ την 30/6/2006 ήταν 24,33 δις. €. Αντίστοιχα οι 10 εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών EEX διαχειρίζονταν στις 30/6/2006 το ποσόν των 362 εκατ.€.

Παγκοσμίως η αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανέρχεται στο ύψος των 17,8 τρισεκατομμυρίων δολαρίων, σύμφωνα με στοιχεία του Investment Company Institution των ΗΠΑ, και παρουσιάζει άνοδο τα τελευταία χρόνια όπως φαίνεται από το γράφημα που ακολουθεί.

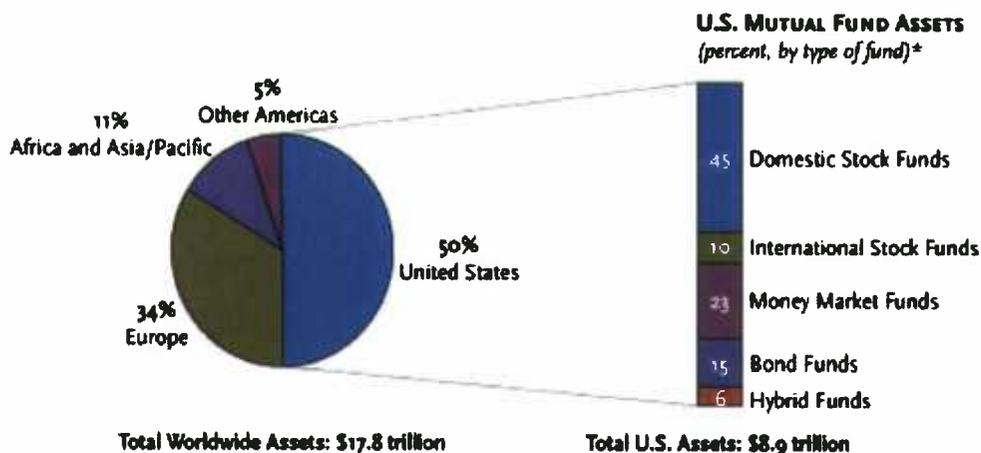
Γράφημα 1 Διαχειριζόμενα Κεφάλαια Παγκοσμίως (σε δις δολάρια)



Εξ' αυτών τα μισά περίπου (8,9 τρις δολάρια) αφορούν την αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών.

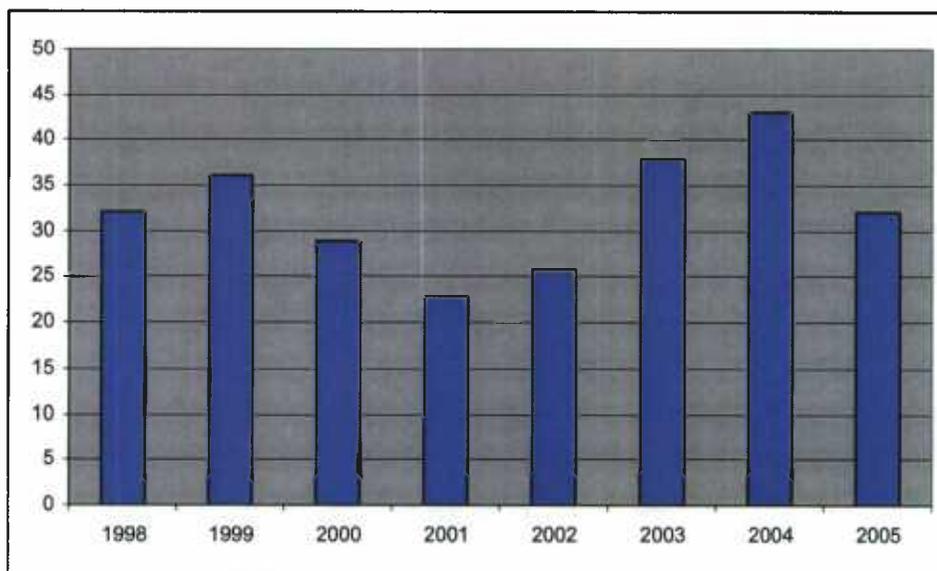
Η παγκόσμια κατανομή των Αμοιβαίων Κεφαλαίων (βασισμένη σε στοιχεία του 2005) φαίνεται στο ακόλουθο διάγραμμα (πηγή : <http://www.icifactbook.org/> - Investment Company Institution των ΗΠΑ)

Γράφημα 2 Κατανομή των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανά τον κόσμο



Στην Ελλάδα παρουσιάστηκαν σημαντικές αυξομειώσεις του ενεργητικού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων την τελευταία οκταετία, όπως φαίνεται στο γράφημα 3.

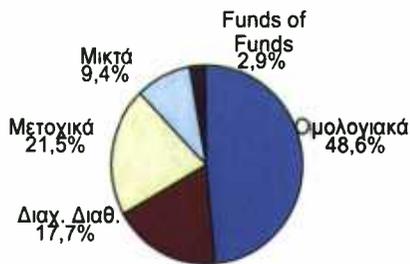
Γράφημα 3 Ενεργητικό Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα (σε δις δολάρια)



Η διάρθρωση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά είδος, στην Ελλάδα και στην Ευρωπαϊκή Ένωση παρουσιάζεται στο γράφημα που ακολουθεί.

Γράφημα 4 Διάρθρωση Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ένωση

Διάρθρωση Α/Κ 2005 (Ελλάδα)



Διάρθρωση Α/Κ 2005 (ΕΕ)



Πηγή : Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Οι θεσμικοί επενδυτές ενεργούν ως ενδιάμεσοι συγκεντρώνοντας χρήματα από το επενδυτικό κοινό και επενδύοντας τα σε χρηματοοικονομικά προϊόντα, όπως μετοχές, κρατικά και εταιρικά ομόλογα, παράγωγα προϊόντα κτλ. Με αυτόν τον τρόπο δίνουν την δυνατότητα σε επενδυτές που δεν έχουν γνώσεις ή/και χρόνο για να παρακολουθήσουν τις αγορές να αναθέσουν την διαχείριση των χρημάτων τους σε επαγγελματίες διαχειριστές. Με αυτόν τον τρόπο παράλληλα επιτυγχάνεται διαφοροποίηση (diversification) των επενδύσεων, ακόμα και μικρών χρηματικών ποσών, σε ποικιλία επενδυτικών προϊόντων.

Σκοπός της εργασίας αυτής είναι να διερευνήσει τον τρόπο με τον οποίο επενδύουν οι διαχειριστές θεσμικών χαρτοφυλακίων τα κεφάλαια που τους έχουν εμπιστευτεί οι πελάτες τους. Ειδικότερα ενδιαφερόμαστε να διαπιστώσουμε

- Ποιες είναι οι πηγές ενημέρωσης των διαχειριστών θεσμικών χαρτοφυλακίων.
- Με ποιο τρόπο αυτοί επιλέγουν τα χρηματοοικονομικά προϊόντα (αξιόγραφα) τα οποία θα εντάξουν στο χαρτοφυλάκιο τους.

- Με ποια κριτήρια οι διαχειριστές αξιολογούν την πορεία ενός προϊόντος και αποφασίζουν για την αύξηση θέσης, μείωση θέσης ή πλήρη απόσυρση του από το χαρτοφυλάκιο.
- Αν οι διαχειριστές κεφαλαίων αξιολογούν την πορεία των χαρτοφυλακίων και αν και με ποιον τρόπο επιτυγχάνεται αυτό.

Για την υλοποίηση της έρευνας θα ακολουθηθεί μία συγκεκριμένη μεθοδολογία, με διακριτά στάδια.

1.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Ο στόχος της παρούσας εργασίας, η διερεύνηση δηλαδή του τρόπου διαχείρισης των θεσμικών χαρτοφυλακίων από τις εξειδικευμένες εταιρίες και τους αρμόδιους διαχειριστές, οδηγεί στην διάκρισή της σε δύο μέρη :

- Στο πρώτο μέρος θα πραγματοποιηθεί η συλλογή των πληροφοριών. Αυτή θα υλοποιηθεί με την χρήση ερωτηματολογίων που θα διανεμηθούν στους θεσμικούς επενδυτές (ΑΕΔΑΚ και ΑΕΕΧ). Τα ερωτηματολόγια θα συμπληρωθούν από τους αρμόδιους διαχειριστές αυτών των εταιριών.
- Στο δεύτερο μέρος της έρευνας θα γίνει η επεξεργασία και στατιστική ανάλυση των συγκεντρωμένων πληροφοριών. Τα συμπληρωμένα ερωτηματολόγια θα καταχωρηθούν σε ειδική Βάση Δεδομένων. Η επεξεργασία των δεδομένων θα γίνει με την δημιουργία ειδικών στατιστικών ερωτημάτων σε αυτή την Βάση Δεδομένων.

1.3 ΣΤΑΔΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ

Η υλοποίηση της έρευνας απαιτεί την υλοποίηση των παρακάτω σταδίων

1.3.1 Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

Το πρώτο στάδιο της εργασίας είναι η βιβλιογραφική ανασκόπηση. Στόχος αυτής της ανασκόπησης είναι να γίνει κατανοητό το σύγχρονο χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Επίσης από την βιβλιογραφική ανασκόπηση θα αναδειχθούν οι παράμετροι που επηρεάζουν τον διαχειριστή στην λήψη αποφάσεων για ένταξη, αύξηση θέσης, μείωση θέσης ή απόσυρση των προϊόντων από το χαρτοφυλάκιο που διαχειρίζεται, καθώς και τον τρόπο αξιολόγησης της απόδοσης του χαρτοφυλακίου.

1.3.2 Κατάρτιση ερωτηματολογίου

Τα στοιχεία που θα προκύψουν από την βιβλιογραφική ανασκόπηση θα οδηγήσουν στην σύνταξη του ερωτηματολογίου. Το ερωτηματολόγιο πρέπει όχι μόνο να είναι σαφές, πλήρες και διατυπωμένο ώστε να μην επιτρέπει παρερμηνείες, αλλά και να είναι αρκετά περιεκτικό και σύντομο ώστε να μην δυσκολεύει, και τελικά αποτρέπει, τους διαχειριστές από την συμπλήρωσή του.

1.3.3 Έλεγχος ερωτηματολογίου

Το ερωτηματολόγιο πρέπει να ελεγχθεί για την πληρότητά του από κάποιο «ειδικό». Τον ρόλο του «ειδικού» στη συγκεκριμένη έρευνα θα έχει ένας διαχειριστής θεσμικού χαρτοφυλακίου. , Συγκεκριμένα, θα εξετασθεί κατά πόσον οι εκτιμήσεις που έγιναν για τους παράγοντες που επηρεάζουν την διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων συμπίπτουν με την πραγματικότητα. Σε αυτή την φάση θα διαπιστώσουμε επίσης κατά πόσον το ερωτηματολόγιο είναι κατανοητό, πλήρες και δεν παρουσιάζει προβλήματα στην συμπλήρωσή του. Σε αυτήν την διαδικασία περιμένουμε να τροποποιηθούν κάποιες ερωτήσεις και να προστεθούν ορισμένες άλλες που έχουν μεγαλύτερη σημασία για τους ανθρώπους της αγοράς.

1.3.4 Διανομή και συγκέντρωση ερωτηματολογίων

Επόμενο στάδιο είναι η διανομή του ερωτηματολογίου. Εδώ πρέπει να ληφθεί μέριμνα ώστε η μέθοδος διανομής να προκαλέσει την μεγαλύτερη δυνατή συμμετοχή και εμπλοκή των ΑΕΔΑΚ και ΑΕΕΧ στην παρούσα έρευνα. Μικρή συμμετοχή θα προκαλέσει είτε αμφιβολία περί την αντιπροσωπευτικότητα των απαντήσεων είτε ακόμα και αδυναμία υλοποίησης της έρευνας λόγω της περιορισμένης συμμετοχής.

Τα ερωτηματολόγια που θα διανεμηθούν πρέπει να επιστραφούν συμπληρωμένα, εντός συγκεκριμένου και περιορισμένου χρονικού διαστήματος, προκειμένου να γίνει η επεξεργασία τους.

1.3.5 Δημιουργία εφαρμογής καταχώρησης – ανάλυσης

Τα συμπληρωμένα ερωτηματολόγια πρέπει να καταχωρηθούν σε κατάλληλη Βάση Δεδομένων ώστε να γίνει δυνατή η επεξεργασία και στατιστική ανάλυση των δεδομένων και η εξαγωγή συμπερασμάτων.

1.3.6 Στατιστική επεξεργασία δεδομένων, παρουσίαση και σχολιασμός ευρημάτων

Μετά την καταχώρηση των ερωτηματολογίων πρέπει να ακολουθήσει η δημιουργία των απαραίτητων ερωτημάτων (queries) για την επεξεργασία των δεδομένων και αναφορών (reports) για την παρουσίαση των ευρημάτων. Αυτά θα οδηγήσουν στην εύρεση των πρακτικών που ακολουθούνται από τους διαχειριστές. Τα ευρήματα πρέπει να παρουσιαστούν και να σχολιαστούν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

2.1 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΚΑΤΑΣΤΡΩΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων έχουν ως στόχο την μεγιστοποίηση της απόδοσης των χαρτοφυλακίων που διαχειρίζονται για το δεδομένο ύψος κινδύνου που έχουν αναλάβει. Ο στόχος αυτός δεν περιορίζεται στην παρουσίαση ενός μεγάλου ποσοστού απόδοσης σε μία μόνο συγκεκριμένη χρονική στιγμή, αλλά επεκτείνεται στην διατήρηση της υψηλής απόδοσης σε όλο το διάστημα διαχείρισης του χαρτοφυλακίου, επιτυγχάνοντας παράλληλα μικρή διακύμανση (κίνδυνο-risk) της απόδοσης του χαρτοφυλακίου.

Κατά την διαδικασία κατάστρωσης του χαρτοφυλακίου, συνήθως το πρώτο θέμα που εξετάζεται από τους διαχειριστές είναι η κατανομή κεφαλαίων (capital allocation decision) η οποία συνίσταται στον καθορισμό του ποσοστού του προς επένδυση κεφαλαίου που θα τοποθετηθεί σε «ασφαλείς» αλλά χαμηλής απόδοσης επενδύσεις, και σε αυτό που θα τοποθετηθεί σε επενδύσεις μεγαλύτερης απόδοσης που ταυτόχρονα συνεπάγονται μεγαλύτερο κίνδυνο.

Η δεύτερη απόφαση που πρέπει να ληφθεί αφορά την κατανομή κεφαλαίων μεταξύ των επικίνδυνων τοποθετήσεων (asset allocation), . Οι διαθέσιμες κατηγορίες επενδύσεων (asset classes) αυτής της περίπτωσης, είναι οι μετοχές, τα ομόλογα, το συνάλλαγμα, τα παράγωγα προϊόντα και τα πραγματικά περιουσιακά στοιχεία (real assets). Η τελική απόφαση αφορά την επιλογή των συγκεκριμένων αξιογράφων (security selection) από κάθε κατηγορία επενδύσεων (asset class).

Ιδανικό χαρτοφυλάκιο που να αποτελεί την βέλτιστη επιλογή για όλους τους επενδυτές δεν υπάρχει. Μια σειρά από προσωπικούς παράγοντες επηρεάζει την διάρθρωση του χαρτοφυλακίου. Ενδεικτικοί παράγοντες που διαφοροποιούν την διάρθρωση του χαρτοφυλακίου αποτελούν

- Η αποστροφή του κινδύνου (risk aversion)
- Ο χρονικός ορίζοντας του κάθε επενδυτή
- Οι ειδικές ατομικές ανάγκες-στόχοι καθώς και ειδικά δημογραφικά χαρακτηριστικά, όπως ηλικία, εισόδημα, οικογενειακή κατάσταση κ.α.
- Η χρονική κατανομή της επιθυμητής απολαβής (χρηματικές ροές), π.χ. επιθυμία σταθερού περιοδικού εισοδήματος ή μεγέθυνσης του κεφαλαίου.

2.2 ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΘΕΩΡΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Η Σύγχρονη Θεωρία Χαρτοφυλακίου (ΣΘΧ) περιγράφει τον τρόπο με τον οποίο υπολογίζεται η απόδοση και ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου επενδύσεων και ο τρόπος με τον οποίο οι επενδυτές μπορούν να καταναείμουν τα κεφάλαιά τους μεταξύ των εναλλακτικών τοποθετήσεων προκειμένου να βελτιστοποιήσουν την απόδοσή τους. Τα βασικά εργαλεία της ΣΘΧ είναι η θεωρία επιλογής χαρτοφυλακίου του Markowitz, το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model – CAPM), η Γραμμή Αγοράς Κεφαλαίου (Capital Market Line) και η γραμμή Αγοράς Αξιογράφων (Securities Market Line).

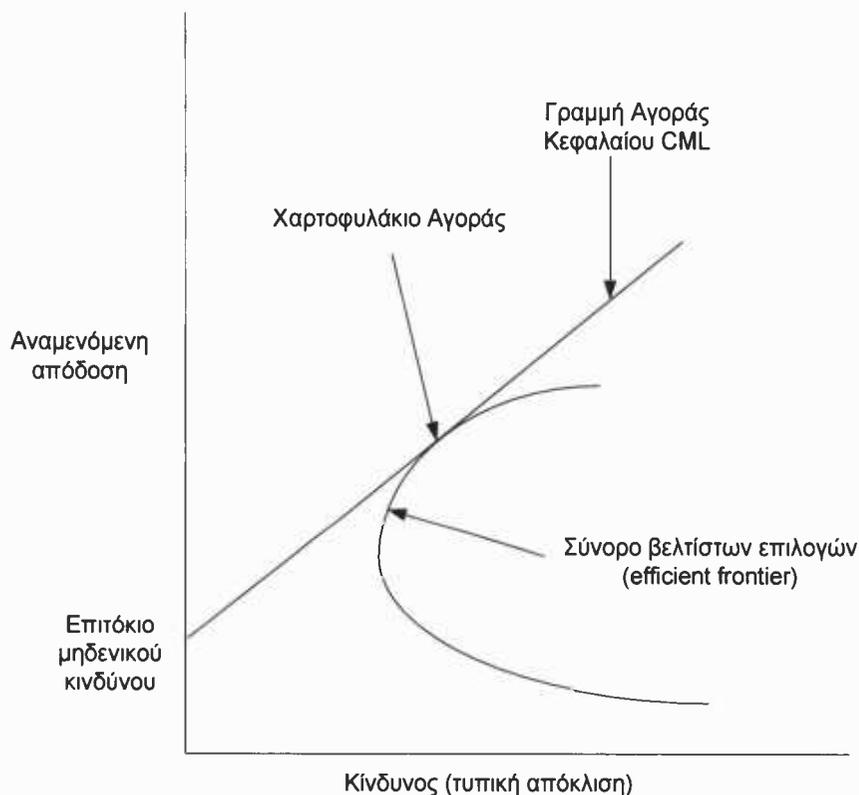
Η Σύγχρονη Θεωρία Χαρτοφυλακίου άρχισε να διαμορφώνεται το 1952 από τον Harry Markowitz μέσω της εργασίας του "Portfolio Selection", που δημοσιεύτηκε στο Journal of Finance. Ο Markowitz τιμήθηκε για το έργο του (μαζί με τους Merton και Sharpe) με το βραβείο Nobel το 1990.

Μέχρι την δημοσίευση της εργασίας του Markowitz οι επενδυτές εστίαζαν στην απόδοση και τον κίνδυνο κάθε αξιογράφου ανεξάρτητα από τα υπόλοιπα προκειμένου να καταστρώσουν το χαρτοφυλάκιο τους. Στόχος τους ήταν να επιλέξουν τα αξιόγραφα με τα καλύτερα χαρακτηριστικά απόδοσης / κινδύνου και να τα εντάξουν στο χαρτοφυλάκιο τους. Ο Markowitz πρότεινε την επιλογή αξιογράφων με στόχο το δημιουργούμενο χαρτοφυλάκιο να έχει βέλτιστα χαρακτηριστικά απόδοσης / κινδύνου συνολικά, με την χρήση διαφοροποίησης (diversification), ανεξάρτητα από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των επιμέρους αξιογράφων.

Εάν θεωρήσουμε τις μελλοντικές αποδόσεις των διαφόρων αξιογράφων ως τυχαίες μεταβλητές που ακολουθούν την κανονική κατανομή, μπορούμε να εκτιμήσουμε για αυτά μέσες τιμές, τυπικές αποκλίσεις και συσχετίσεις. Με αυτές τις τιμές μπορούμε να υπολογίσουμε την απόδοση και την μεταβλητότητα (volatility) κάθε χαρτοφυλακίου που δημιουργείται με αυτά τα αξιόγραφα. Ορισμένα από όλα αυτά τα χαρτοφυλάκια παρουσιάζουν βέλτιστο λόγο απόδοσης / κινδύνου. Αυτά ορίζουν μία καμπύλη που καλείται σύνορο βέλτιστων επιλογών (efficient frontier). Οι επενδυτές, προκειμένου να επιτύχουν βέλτιστο λόγο απόδοσης/κινδύνου, πρέπει να επιλέγουν χαρτοφυλάκιο που να βρίσκεται στο σύνορο βέλτιστων επιλογών.

Ο Tobin επέκτεινε την θεωρία του Markowitz το 1958 εισάγοντας το αξιόγραφο μηδενικού κινδύνου (risk-free asset). Συνδυάζοντας το αξιόγραφο μηδενικού κινδύνου με ένα χαρτοφυλάκιο που ανήκει στο σύνορο βέλτιστων επιλογών μπορούμε να πετύχουμε αποδόσεις υπέρτερες των χαρτοφυλακίων που ανήκουν στο σύνορο βέλτιστων επιλογών.

Εικόνα 1 Σύνορο Βέλτιστων Επιλογών



Η γραμμή που τέμνει τον άξονα της αναμενόμενης απόδοσης στο risk-free rate και εφάπτεται της γραμμής των βέλτιστων επιλογών ονομάζεται Γραμμή Αγοράς Κεφαλαίου (capital market line). Το σημείο επαφής καλείται από τον Tobin βέλτιστο χαρτοφυλάκιο. Οι επενδυτές που κατέχουν το βέλτιστο χαρτοφυλάκιο μπορούν να μοχλεύσουν την θέση τους με ανοιχτή πώληση του αξιόγραφου μηδενικού κινδύνου, ή να πάρουν πιο συντηρητική θέση πωλώντας μέρος του χαρτοφυλακίου τους και αγοράζοντας το αξιόγραφο μηδενικού κινδύνου. Τα χαρτοφυλάκια που προκύπτουν με αυτόν τον τρόπο ανήκουν στην Γραμμή Αγοράς Κεφαλαίου, και επιτρέπουν στους επενδυτές να πάρουν την βέλτιστη θέση ανάλογα με την αποστροφή κινδύνου που τους χαρακτηρίζει.

Κατά τον Tobin η διαμόρφωση του χαρτοφυλακίου αποτελείται από δύο στάδια. Πρώτα οι επενδυτές πρέπει να επιλέξουν τα αξιόγραφα που συνθέτουν το βέλτιστο χαρτοφυλάκιο.

Αυτό θα αποτελέσει το «επικίνδυνο» τμήμα του χαρτοφυλακίου. Στη συνέχεια, ανάλογα με τον βαθμό αποστροφής του κινδύνου, πρέπει να αποφασίσουν για τον βαθμό μόχλευσης του χαρτοφυλακίου, που θα επιτευχθεί με αγορά ή ανοικτή πώληση του αξιόγραφου μηδενικού κινδύνου. Κατά τον Tobin το βέλτιστο χαρτοφυλάκιο είναι κοινό για όλους τους επενδυτές, ανεξάρτητα με τον βαθμό αποστροφής κινδύνου που τους χαρακτηρίζει. Οι δύο διαδικασίες, της επιλογής του βέλτιστου χαρτοφυλακίου και της επιλογής του βαθμού μόχλευσης, είναι εντελώς ανεξάρτητες μεταξύ τους, και η μία δεν επηρεάζει την άλλη. Αυτή η παραδοχή καλείται “θεώρημα διαχωρισμού” του Tobin (Tobin’s separation theorem).

2.3 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ - CAPITAL ASSET PRICING MODEL

Το 1964 ο Sharpe παρουσίασε το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων – Capital Asset Pricing Model, CAPM. Αντίστοιχες εργασίες πραγματοποιούσαν παράλληλα και οι Treynor και Lintner. Το CAPM εισήγαγε τις έννοιες του συστηματικού και ειδικού ή μη συστηματικού κινδύνου. Συστηματικός είναι ο κίνδυνος που παρουσιάζεται στο σύνολο των μετοχών. Ειδικός είναι ο κίνδυνος που εμφανίζεται στο συγκεκριμένο αξιόγραφο, και αντιστοιχεί στο τμήμα της απόδοσης του αξιόγραφου που είναι ασυσχέτιστο με τις συνολικές κινήσεις της αγοράς.

Κατά το CAPM, το βέλτιστο χαρτοφυλάκιο ταυτίζεται με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς (market portfolio). Το χαρτοφυλάκιο της αγοράς αποτελείται από όλα τα αξιόγραφα που υπάρχουν στην αγορά, και σε αναλογία αντίστοιχη με την συνολική αξία κάθε αξιόγραφου. Όλοι οι ορθολογικοί επενδυτές επενδύουν ένα ποσοστό των χρημάτων τους στο χαρτοφυλάκιο της αγοράς και το υπόλοιπο στο αξιόγραφο μηδενικού κινδύνου.

Σύμφωνα με το CAPM, η αγορά ανταμείβει τους επενδυτές για το συστηματικό ρίσκο που αναλαμβάνουν, και όχι για το ειδικό ρίσκο που ενδεχομένως έχουν αναλάβει, γιατί αυτό το

ειδικό ρίσκο μπορεί να απαλειφθεί μέσω της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου. Κάθε αξιόγραφο του χαρτοφυλακίου της αγοράς εμπεριέχει ειδικό κίνδυνο, αλλά μέσω της διαφοροποίησης ο επενδυτής αντιλαμβάνεται μόνο τον συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

2.3.1 Ανάλυση Υποδείγματος Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων

Το μοντέλο αυτό επιχειρεί να εκτιμήσει την απαιτούμενη απόδοση ενός αξιογράφου βάσει του συστηματικού κινδύνου που έχει λαμβάνοντας υπόψη την απόδοση χωρίς κίνδυνο σε μια οικονομία και την αναμενόμενη απόδοση των επικίνδυνων τοποθετήσεων γενικότερα (απόδοση χρηματιστηρίου).

2.3.2 Οι παραδοχές

Η ισχύς του Υποδείγματος Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων προϋποθέτει την ισχύ των παρακάτω υποθέσεων.

- Οι επενδυτές δεν υπόκεινται σε τέλη συναλλαγής και φόρους. Τα έσοδα από επενδύσεις δεν φορολογούνται.
- Υπάρχουν πολλοί επενδυτές, ο καθένας από τους οποίους διαθέτει περιορισμένο ποσό προς επένδυση, και κατά συνέπεια οι πράξεις τους δεν επηρεάζουν την τιμή των προϊόντων (price takers).
- Όλοι οι επενδυτές έχουν τα ίδια δεδομένα και την ίδια μέθοδο ανάλυσής τους, συμφωνώντας στις εκτιμήσεις τους για αναμενόμενες αποδόσεις, διακυμάνσεις και συσχετίσεις των διαθέσιμων επενδυτικών προϊόντων.

- Όλοι οι επενδυτές προτίθενται να κρατήσουν το προϊόν για την ίδια χρονική περίοδο.
- Οι επενδυτές επενδύουν στο σύνολο των διαθέσιμων χρηματοοικονομικών προϊόντων, και επίσης μπορούν να δανειστούν ή να δανείσουν χωρίς κίνδυνο.
- Όλοι οι επενδυτές χρησιμοποιούν το μοντέλο επιλογής χαρτοφυλακίου του Markowitz.

Σύμφωνα με το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων, η σχέση ανάμεσα στην αναμενόμενη απόδοση ενός αξιογράφου (asset) και την αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, σε κατάσταση ισορροπίας, δίνεται από τον τύπο

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}(E(r_m) - r_f) \quad (2.1)$$

όπου,

$E(r_i)$ = αναμενόμενη απόδοση του αξιογράφου,

r_f = απόδοση τοποθέτησης μηδενικού κινδύνου (risk-free)

β_{im} = συντελεστής βήτα ,

$E(r_m)$ = αναμενόμενη απόδοση της αγοράς.

Το β είναι η ευαισθησία της απόδοσης του αξιογράφου σε σχέση με αυτήν της αγοράς:

$$\beta_{im} = \frac{\text{Cov}(r_i, r_m)}{\text{Var}(r_m)},$$

όπου $\text{Cov}(r_i, r_m)$ είναι η συνδιακύμανση των τιμών του αξιογράφου με την αγορά και

$\text{Var}(r_m)$ είναι η διασπορά τιμών της αγοράς.

Υπολογίζεται συνήθως από ιστορικά στοιχεία με την χρήση παλινδρόμησης, και μεταβάλλεται με τον χρόνο, εξαιτίας των μεταβολών στο χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Εναλλακτικά το β μπορεί να υπολογιστεί με την χρήση των θεμελιωδών μεγεθών της επιχείρησης.

Κομβικό σημείο στην θεωρία του Υποδείγματος Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων είναι το β . Αξιόγραφα με $\beta > 1$ έχουν μεγαλύτερη μεταβλητότητα από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς (που εξ' ορισμού έχει $\beta=1$). Πάντως οι αυστηρές προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούνται για να ισχύει το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων, περιορίζουν την σημασία του σε θεωρητικό επίπεδο.

2.4 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ (ASSET CLASSES).

Η διαφοροποίηση που εισήγαγε ο Markowitz έχει θετικά αποτελέσματα εφόσον εφαρμοστεί σε ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών (ή άλλων ομοειδών επενδυτικών προϊόντων), αλλά μπορεί να έχει σημαντικότερα αποτελέσματα εφόσον εφαρμοστεί σε “υψηλότερο επίπεδο”, κατά την διαδικασία της κατανομής των πόρων του επενδυτή (asset allocation). Είναι ευρέως αποδεκτό [2] ότι στην κατανομή πόρων αποδίδεται ένα μεγάλο ποσοστό της μεταβλητότητας ενός χαρτοφυλακίου.

Ως κατανομή των πόρων ορίζεται η κατανομή των προς επένδυση κεφαλαίων που πρόκειται να επενδυθούν σε «επικίνδυνα» επενδυτικά προϊόντα σε μία σειρά επενδυτικών κατηγοριών (asset classes). Ενδεικτικά αναφέρουμε ως τέτοιου είδους κλάσεις

- Προϊόντα Αγοράς Χρήματος (βραχυπρόθεσμες επενδύσεις)
- Προϊόντα Σταθερής Απόδοσης (ομολογίες)

- Μετοχές
- Ακίνητα
- Πολύτιμα μέταλλα
- Λοιπές επενδύσεις

Επιπρόσθετα μπορούμε να διακρίνουμε σε επενδυτικά προϊόντα της Ελλάδας ή του εξωτερικού, και να διακρίνουμε περιπτώσεις ώριμων αγορών, αναδυόμενων αγορών κτλ.

Οι θεσμικοί επενδυτές συνήθως επενδύουν στις πρώτες 3 ή 4 κατηγορίες, ενώ οι ιδιώτες συνήθως χρησιμοποιούν συνδυασμούς σχεδόν όλων των προϊόντων.

Όταν αναφερόμαστε σε χρηματοοικονομικές επενδύσεις, οι επιλογές περιορίζονται στα προϊόντα των τριών πρώτων κατηγοριών. Μία αναλυτικότερη τέτοια σειρά από asset classes παρατίθεται στο παράρτημα 8.5. Πηγή για αυτήν την λίστα asset classes είναι η εργασία του William F. Sharpe [2]. Ο συγκεκριμένος πίνακας έχει δημιουργηθεί για τον Αμερικάνο επενδυτή, αλλά οι αρχές κατάστρωσής του ισχύουν γενικότερα.

Το επενδυτικό χαρτοφυλάκιο ενός ιδιώτη συνήθως περιλαμβάνει προϊόντα που ανήκουν σε διαφορετικές κατηγορίες (asset classes), όπως είναι

- Ρευστά τοποθετημένα σε βραχυχρόνιους τραπεζικούς λογαριασμούς.
- Ομολογίες.
- Μετοχές.
- Δείκτες σε ομόλογα και μετοχές.
- Παράγωγα προϊόντα.

Το ποσοστό που καταλαμβάνει κάθε κατηγορία στο χαρτοφυλάκιο καθορίζεται ανάλογα με τους στόχους του επενδυτή, το μέγεθος της αποστροφής του στον κίνδυνο (risk aversion), τις τρέχουσες τιμές των προϊόντων κάθε ομάδας αλλά και τις συνθήκες που επικρατούν στο μακροοικονομικό και χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Ενδεικτικές παράμετροι που επηρεάζουν την κατανομή είναι η πορεία των επιτοκίων, η εκτιμώμενη πορεία του

Ακαθάριστου Εθνικού Προϊόντος. Μεταβολή των συνθηκών μεταβάλει τα ποσοστά επένδυσης σε κάθε ομάδα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.

ΘΕΣΜΙΚΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

3.1 Ο ΘΕΣΜΟΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Ο θεσμός των συλλογικών επενδύσεων είναι ευρύτατα διαδεδομένος διεθνώς. Στην Ελλάδα πρωτοεμφανίστηκε το 1972, μετά από πρωτοβουλία της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδας και της Εμπορικής Τράπεζας, οπότε και ιδρύθηκαν τα πρώτα Αμοιβαία Κεφάλαια, η λειτουργία των οποίων βασίστηκε στο νομοθετικό διάταγμα 608/1970.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι μια μορφή εταιρίας επενδύσεων με βασικό σκοπό την συγκέντρωση των αποταμιεύσεων των επενδυτών και την τοποθέτησή τους σε χρηματιστηριακούς και άλλους τίτλους. Σύμφωνα με τον νόμο, το Αμοιβαίο Κεφάλαιο ορίζεται ως ομάδα περιουσίας που αποτελείται από κινητές αξίες, μέσα χρηματαγοράς και μετρητά και τα οποία ανήκουν εξ' αδιαφρέτου σε περισσότερα πρόσωπα. Βασικό χαρακτηριστικό των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι ότι το κεφάλαιο τους είναι μεταβλητό (open ended).

Η ανάπτυξη του θεσμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων επιταχύνθηκε στην δεκαετία του 1990. Το 1991 εκσυγχρονίστηκε το νομοθετικό πλαίσιο με τον νόμο 1969/91, που ενσωμάτωσε στο Ελληνικό δίκαιο την κοινοτική οδηγία για την λειτουργία των εταιριών συλλογικών επενδύσεων. Εκείνη την περίοδο ιδρύθηκε σημαντικός αριθμός Εταιριών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων από τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρίες. Επίσης τότε ιδρύθηκε σημαντικός αριθμός Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.

Ο βασικός νόμος που διέπει σήμερα την λειτουργία των Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων είναι ο 3283/2004.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια τα διαχειρίζονται ανώνυμες εταιρίες (οι Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων), οι οποίες πρέπει να λάβουν έγκριση λειτουργίας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Το μετοχικό κεφάλαιο των ΑΕΔΑΚ έχει ελάχιστο ύψος 1.200.000 € και καταβάλλεται σε μετρητά. Τουλάχιστον το 51 % του μετοχικού κεφαλαίου των ΑΕΔΑΚ πρέπει να ανήκει σε πιστωτικά ιδρύματα ή σε ένα ή περισσότερα ασφαλιστικά ιδρύματα ή σε μία ή περισσότερες εταιρίες συμμετοχών με κύρια δραστηριότητα την επένδυση των ιδίων κεφαλαίων σε πιστωτικά ιδρύματα.

Οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων έχουν δημιουργηθεί προκειμένου να αξιοποιήσουν επενδυτικά τα διαθέσιμα μεγάλου αριθμού επενδυτών που δεν έχουν τις γνώσεις, τα μέσα ή/και τον χρόνο να ασχοληθούν με την διαχείριση των κεφαλαίων τους. Με αυτόν τον τρόπο ένας μεγάλος αριθμός επενδυτών αποκτά πρόσβαση στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

Η καθαρή περιουσία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου ονομάζεται καθαρό ενεργητικό και διαιρείται σε μερίδια ίσης αξίας ή κλάσματα. αυτών. Το ελάχιστο ενεργητικό ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι 1.200.000 €.

Η καθαρή τιμή κάθε μεριδίου προκύπτει από τον τύπο

$$\text{Καθαρή τιμή μεριδίου} = \frac{\text{Σύνολο _ Καθαρού _ Ενεργητικού}}{\text{Αριθμός _ Κυκλοφορούντων _ Μεριδίων}}$$

όπου το Καθαρό Ενεργητικό ισούται με την συνολική αξία των επενδύσεων του ΑΚ μείον τις υποχρεώσεις (αμοιβές διαχείρισης, έξοδα συναλλαγών, αμοιβή θεματοφύλακα κτλ).

Η τιμή του μεριδίου μεταβάλλεται καθημερινά, ακολουθώντας την μεταβολή τιμής των αξιογράφων που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο του ΑΚ. Το ενεργητικό του ΑΚ μεταβάλλεται επιπλέον και λόγω της έκδοσης νέων μεριδίων και εξαγοράς παλαιών μεριδίων.

Η προμήθεια συμμετοχής ή εξαγοράς, καθώς και η ετήσια αμοιβή διαχείρισης ορίζονται αυστηρά από τον κανονισμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, ο οποίος υπόκειται στην έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Οι φορείς λειτουργίας ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι η ΑΕΔΑΚ και ο θεματοφύλακας. Το ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου κατατίθεται σε τράπεζα που έχει το ρόλο θεματοφύλακα. Η τράπεζα, ως θεματοφύλακας, διαφυλάσσει όλα τα περιουσιακά στοιχεία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου (μετοχές, ομόλογα, μετρητά, έντοκα γραμμάτια). Επίσης λειτουργεί και ως ταμίας για το Α/Κ, αναλαμβάνοντας την εκκαθάριση όλων των αγορών και πωλήσεων των αξιογράφων του χαρτοφυλακίου του, σύμφωνα με τις εντολές της ΑΕΔΑΚ. Ο θεματοφύλακας είναι συνυπεύθυνος με την ΑΕΔΑΚ για κάθε παρατυπία ή κακή διαχείριση.

Οι μεριδιούχοι του Αμοιβαίου Κεφαλαίου λαμβάνουν σχετικό ονομαστικό τίτλο εκδιδόμενο από την ΑΕΔΑΚ και προσυπογραφόμενο από τον θεματοφύλακα. Εναλλακτικά παρέχεται στον επενδυτή ισοδύναμος άυλος τίτλος με πλήρη στοιχεία της συμμετοχής του μεριδιούχου.

3.1.1 Κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Οι ΑΕΔΑΚ απευθύνονται σε μεγάλο αριθμό επενδυτών με ποικιλία επενδυτικών χαρακτηριστικών και προσδοκιών. Προκειμένου να ικανοποιήσουν τον μεγάλο αριθμό των επενδυτών δημιουργούν μία σειρά προϊόντων (Αμοιβαίων Κεφαλαίων), με ποικιλία χαρακτηριστικών. Τελικός στόχος είναι να υπάρχει ένα προϊόν (ή συνδυασμός προϊόντων) που να ικανοποιεί κάθε δυνητικό πελάτη.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (με την απόφαση 1/317/11.11.2004), κατηγοριοποιεί τα Αμοιβαία Κεφάλαια ως εξής :

“1. Τα αμοιβαία κεφάλαια κατατάσσονται στις παρακάτω κατηγορίες ανάλογα με την γεωγραφική κατανομή του ενεργητικού τους:

(α) Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού, εφόσον επενδύουν κυρίως σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς ή και σε ομολογίες ή και σε μετοχές, που εκδίδονται από εκδότη που έχει την καταστατική του έδρα στην Ελλάδα.

(β) Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού, εφόσον επενδύουν κυρίως σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς ή και σε ομολογίες ή και σε μετοχές, που εκδίδονται από εκδότη που έχει την καταστατική του έδρα εκτός Ελλάδος.

2. Τα αμοιβαία κεφάλαια κατατάσσονται στις παρακάτω κατηγορίες ανάλογα με το είδος των χρηματοπιστωτικών μέσων στα οποία επενδύουν το ενεργητικό τους:

(α) Διαχείρισης Διαθεσίμων, εφόσον επενδύουν κυρίως σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς, ενώ δεν επιτρέπεται να επενδύουν σε μετοχές.

(β) Ομολογιακά, εφόσον επενδύουν κυρίως σε ομολογίες, ή και σε μετοχές μέχρι ποσοστό δέκα τοις εκατό (10%) του καθαρού ενεργητικού τους.

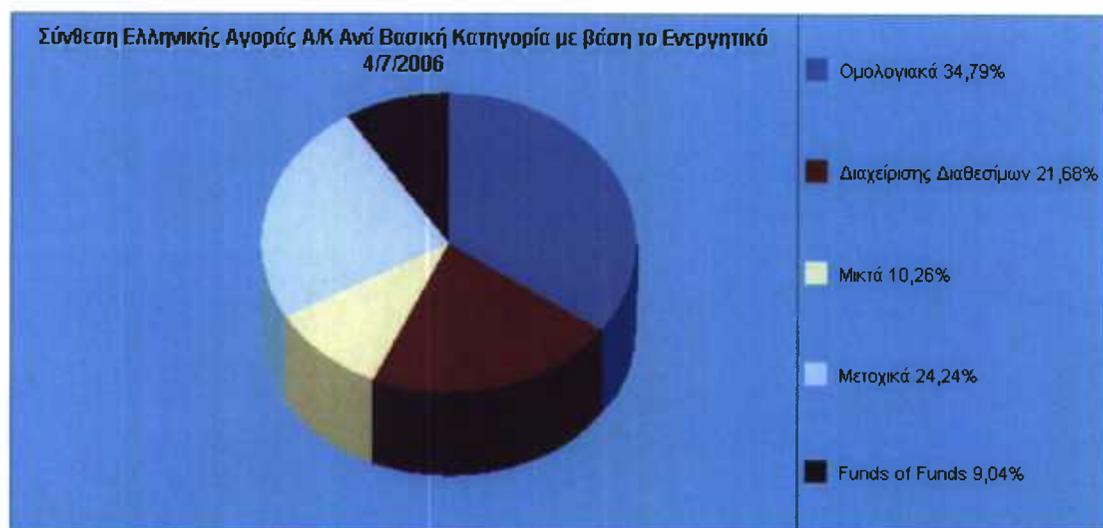
(γ) Μικτά, εφόσον επενδύουν κατ' ελάχιστο ποσοστό δέκα τοις εκατό (10%) του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχές και κατ' ελάχιστο ποσοστό δέκα τοις εκατό (10%) του καθαρού ενεργητικού τους σε ομολογίες. Το μέγιστο ποσοστό επένδυσης σε μετοχές ή σε ομολογίες ή σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το εξήντα πέντε τοις εκατό (65%) του καθαρού ενεργητικού τους.

(δ) Μετοχικά, εφόσον επενδύουν κυρίως σε μετοχές. Ειδικότερα, τα αμοιβαία κεφάλαια τα οποία αναπαράγουν τη σύνθεση χρηματιστηριακού δείκτη πρέπει να επενδύουν ποσοστό τουλάχιστον ενενήντα πέντε τοις εκατό (95%) επί του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχές οι οποίες περιλαμβάνονται στο συγκεκριμένο χρηματιστηριακό δείκτη.

Η έννοια του κυρίως αναφέρεται σε ποσοστό επένδυσης τουλάχιστον 65 %.”

Σε αυτές τις κατηγορίες προστέθηκαν αργότερα τα funds of funds, Αμοιβαία Κεφάλαια που επενδύουν σε άλλα Αμοιβαία Κεφάλαια. Το μεγαλύτερο ποσοστό Αμοιβαίων Κεφαλαίων σήμερα στην Ελλάδα είναι Ομολογιακά. Η ακριβής σύνθεση της Ελληνικής αγοράς φαίνεται στον πίνακα που ακολουθεί

Γράφημα 5 Σύνθεση Ελληνικής Αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων



Πηγή : Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

3.1.2 Χαρακτηριστικά Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Οι επενδύσεις σε Αμοιβαία Κεφάλαια χαρακτηρίζονται από

- Επαγγελματική διαχείριση του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, που εξασφαλίζει την ορθολογική λήψη επενδυτικών αποφάσεων.
- Διασπορά του επενδύμενου κεφαλαίου σε ποικιλία τίτλων, που εξασφαλίζει μείωση του μη συστηματικού κινδύνου.

- Δυνατότητα καθημερινής παρακολούθησης της αξίας της επένδυσης μέσω των έντυπων και ηλεκτρονικών εκδόσεων του τύπου.
- Δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης (εντός 5 ημερών)
- Πρόσβαση στις μεγαλύτερες αγορές της Ελλάδας και του εξωτερικού.
- Αυξημένη διαπραγματευτική δύναμη, λόγω του όγκου του ενεργητικού του ΑΚ.
- Διαφάνεια διαχείρισης, όπως προβλέπεται από την σχετική νομοθεσία και τους ελέγχους των αρμοδίων οργάνων (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς).
- Φύλαξη της περιουσίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου από τον θεματοφύλακα, που είναι μία τράπεζα και όχι η ίδια η ΑΕΔΑΚ.
- Δυνατότητα έκδοσης μεριδίων σε κοινό λογαριασμό δύο ή περισσότερων προσώπων.
- Δυνατότητα ενεχυρίασης των μεριδίων για λήψη δανείου.
- Χαμηλή φορολογική υποχρέωση.
- Φορολογικά κίνητρα για διακράτηση πέραν της τριετίας των μετοχικών και μικτών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εσωτερικού, βάσει του ν. 3296/2004.

Πέραν των προαναφερόμενων πλεονεκτημάτων, τα Αμοιβαία Κεφάλαια έχουν και μειονεκτήματα. Ένα βασικό μειονέκτημα είναι ότι ο διαχειριστής πολλές φορές οδηγείται σε επενδυτικές επιλογές παρά την θέλησή του, υποχρεωμένος να ακολουθεί τις επενδυτικές διαθέσεις των μεριδιούχων. Αυτοί συνήθως εμφανίζουν διάθεση να αυξήσουν την επενδυτική τους θέση αγοράζοντας μερίδια την περίοδο που η αγορά είναι ανοδική, αναγκάζοντας τους διαχειριστές να επενδύουν την περίοδο που οι τιμές είναι ψηλά. Επίσης οι μεριδιούχοι έχουν την τάση να αποεπενδύουν όταν πέφτει η αγορά, αναγκάζοντας τους διαχειριστές να πουλάνε χαμηλά. Επιπλέον, η χαμηλή τιμή και η δυσκολία πώλησης των αξιογράφων την περίοδο που

πέφτει η αγορά, αναγκάζει τους διαχειριστές να διατηρούν υψηλό ποσοστό μετρητών, τα οποία έχουν χαμηλή απόδοση, προκειμένου να μπορέσουν να εξαγοράσουν τα μερίδια.

3.2 ΟΙ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Οι Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου είναι ανώνυμες εταιρίες, με αποκλειστικό σκοπό την διαχείριση του χαρτοφυλακίου τους, εισηγμένες στο Χρηματιστήριο. Το χαρτοφυλάκιο των ΑΕΕΧ αποτελείται από μετοχές, ομόλογα και ρευστά διαθέσιμα. Το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας τους καθορίζεται από τον νόμο 1969/91, όπως έχει τροποποιηθεί έκτοτε. Η εισαγωγή του θεσμού στην Ελλάδα έγινε το 1972 με την δημιουργία της ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΕΕΧ από την Ελληνική Τράπεζα Βιομηχανικής Αναπτύξεως.

Σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία οι ΑΕΕΧ υποχρεώνονται να έχουν την ακόλουθη οργανωτική δομή :

- Διοικητικό Συμβούλιο
- Διευθύνοντα Σύμβουλο η Γενικό Διευθυντή
- Επενδυτική Επιτροπή
- Διαχειριστή (Fund Manager)
- Οργανωμένο Λογιστήριο
- Εσωτερικό Ελεγκτή
- Υπεύθυνο Εταιρικών Ανακοινώσεων-Σχέσεων με τους μετόχους.

Η επενδυτική πολιτική των ΑΕΕΧ σχεδιάζεται και υλοποιείται από τα αρμόδια όργανά τους (Διοικητικό Συμβούλιο, Επενδυτική Επιτροπή, Διαχειριστές). Η επένδυση στις ΑΕΕΧ γίνεται είτε μέσω συμμετοχής στο στάδιο της δημόσιας εγγραφής είτε μέσω αγοράς μετοχών τους στο χρηματιστήριο, και η αποεπένδυση μέσω πώλησης των μετοχών στο χρηματιστήριο. Η συναλλαγή γίνεται στην χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής, η οποία μπορεί να είναι

μεγαλύτερη ή μικρότερη από την εσωτερική αξία της μετοχής. Η εσωτερική αξία της μετοχής υπολογίζεται μέσω του τύπου

Εσωτερική Αξία = Τρέχουσα Αξία Χαρτοφυλακίου E.E.X / Αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία

Κατά συνέπεια, η μετοχή της AEEΧ μπορεί να διαπραγματεύεται σε έκπτωση (discount) ή πρόσθετη αμοιβή (premium) σε σχέση με την εσωτερική αξία. Το ποσοστό premium / discount υπολογίζεται από τον τύπο

$$\left(\frac{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}{\text{Εσωτερική Αξία Μετοχής}} - 1 \right) * 100 \%$$

Εάν το ποσοστό είναι αρνητικό τότε η μετοχή διαπραγματεύεται με έκπτωση. Εάν το ποσοστό είναι θετικό τότε η μετοχή διαπραγματεύεται με πρόσθετη αμοιβή.

Ο επενδυτής προμηθεύεται τις μετοχές μέσω του χρηματιστηρίου και η μόνη επιβάρυνση που έχει είναι αυτή που προβλέπεται για τις χρηματιστηριακές συναλλαγές. Η αμοιβή διαχείρισης δεν είναι προκαθορισμένη (όπως συμβαίνει στα Αμοιβαία Κεφάλαια) αλλά αποφασίζεται από τα αρμόδια όργανα της EEX, ενσωματώνεται στο σύνολο των λειτουργικών δαπανών της EEX και δημοσιεύεται στις λογιστικές καταστάσεις, με την μορφή ποσοστού επί της συνολικής αξίας της περιουσίας τους (Expense Ratio).

Οι AEEΧ διανέμουν το σύνολο των κερδών τους ως μέρισμα. Με αυτόν τον τρόπο επιτυγχάνουν υψηλή μερισματική απόδοση, υψηλότερη των άλλων κλάδων του χρηματιστηρίου. Το ύψος των μερισμάτων εξαρτάται από το μέγεθος της απόδοσης των μετοχών και τις επενδυτικές επιλογές των διαχειριστών του χαρτοφυλακίου. Σε περιόδους που υποχωρεί το χρηματιστήριο οι AEEΧ δεν διανέμουν μέρισμα ή διανέμουν περιορισμένο μέρισμα.

Οι ΑΕΕΧ, ως ανώνυμες εταιρίες υπόκεινται στον έλεγχο του Υπουργείου Ανάπτυξης, ως εισηγμένες εταιρίες υπόκεινται στον έλεγχο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και ως Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων ελέγχονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Τα κεφάλαια που διαχειρίζονται οι ΑΕΕΧ προέρχονται από τις εξής διαδικασίες

- Συμμετοχή αρχικών μετόχων κατά την σύσταση της εταιρίας.
- Τα έσοδα της δημόσιας εγγραφής
- Τις αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου που μπορεί να πραγματοποιηθούν μετά την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο.

Κατά συνέπεια το ύψος διαχειριζόμενων κεφαλαίων παραμένει για μεγάλα διαστήματα σταθερό, σε αντίθεση με τα Αμοιβαία Κεφάλαια στα οποία μεταβάλλεται καθημερινά.

Η φύλαξη της κινητής τους περιουσίας ανατίθεται, σύμφωνα με τον νόμο, σε θεματοφύλακα (πιστωτικό ίδρυμα), και είναι υποχρεωτική η δημοσίευση λογιστικών καταστάσεων, σύμφωνα με τα διεθνή λογιστικά πρότυπα, ανά τρίμηνο. Υποχρεωτική είναι και η ανά τρίμηνο δημοσιοποίηση της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου τους.

3.3 ΕΝΩΣΗ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Το κλαδικό όργανο των ΑΕΔΑΚ και ΑΕΕΧ είναι η Ένωση Θεσμικών Επενδύσεων (ΕΘΕ). Η ΕΘΕ ιδρύθηκε το 1985 και έχει την μορφή αστικής μη κερδοσκοπικής εταιρίας στην οποία μετέχουν οι ΑΕΔΑΚ και ΑΕΕΧ. Σκοπός της ΕΘΕ είναι η προαγωγή και ανάπτυξη της δραστηριότητας των μελών της, η μελέτη ζητημάτων κοινού ενδιαφέροντος των μελών της, η προάσπιση των επαγγελματικών συμφερόντων των μελών της και η ενημέρωση του επενδυτικού κοινού. Εδρεύει στην Αθήνα και διοικείται από 5μελές Διοικητικό Συμβούλιο, το οποίο αποτελείται από 4 μέλη των Εταιριών Διαχειρίσεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων και 1 μέλος των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.

Η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών διατηρεί ιστοχώρο (<http://www.agii.gr>), στον οποίο παρουσιάζονται στοιχεία για όλα τα μέλη της. Επίσης στον ιστοχώρο αυτό παρουσιάζονται αναλυτικά στοιχεία, τρέχοντα και ιστορικά, για τα χαρτοφυλάκια των ΑΕΔΑΚ και ΑΕΕΧ. Οι ενδιαφερόμενοι μπορούν να ανατρέξουν στον ιστοχώρο αυτό προκειμένου να ενημερωθούν για το νομικό πλαίσιο λειτουργίας των θεσμικών επενδυτών, όπως και για την αναζήτηση σχετικής βιβλιογραφίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

4.1 ΕΡΩΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΟ

Μετά την ολοκλήρωση της βιβλιογραφικής έρευνας, που είχε ως στόχο την κατανόηση των σύγχρονων χρηματοοικονομικών θεωριών, του χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος, και του θεσμικού καθεστώτος λειτουργίας των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων, ακολουθεί η διαδικασία σύνταξης του ερωτηματολογίου. Το ερωτηματολόγιο αποτελεί το βασικό εργαλείο της έρευνας, της οποίας ο κύριος στόχος είναι να διερευνήσουμε τις επενδυτικές πρακτικές των θεσμικών επενδυτών. Ειδικότερα ενδιαφερόμαστε για

- Την προτιμώμενη προσέγγιση κατανομής των κεφαλαίων (top down ή bottom up).
- Τα διαθέσιμα μέσα πληροφόρησης.
- Τις χρησιμοποιούμενες μορφές ανάλυσης των πληροφοριών
- Την χρήση ή όχι οίκων αξιολόγησης για την επιλογή των αξιογράφων.
- Την χρήση μεθόδων θεμελιώδους ανάλυσης, τεχνικής ανάλυσης και συγκριτικής αποτίμησης για την επιλογή αξιογράφων.
- Τον τρόπο αξιολόγησης της απόδοσης του χαρτοφυλακίου.
- Το χρονικό διάστημα αναφοράς της αξιολόγησης.
- Τα χρησιμοποιούμενα μέτρα εκτίμησης κινδύνου.
- Την ύπαρξη αντιστάθμισης κινδύνου του χαρτοφυλακίου.

Τα περισσότερα από τα παραπάνω ερωτήματα δεν είναι αριθμητικού χαρακτήρα, ώστε να χωρεί μία αριθμητική απάντηση, αλλά αντιθέτως είναι ποιοτικού χαρακτήρα. Προκειμένου να μπορέσουμε να επεξεργαστούμε τις απαντήσεις που θα συγκεντρώσουμε από τους θεσμικούς επενδυτές, χρειάζεται να ορίσουμε μία κλίμακα βαθμολόγησης. Η αρχική προσέγγιση ήταν η χρήση κλίμακας από το 1 – 5, ως κατάλληλης για την αποτύπωση με

αριθμητικό τρόπο των ποιοτικών χαρακτηριστικών των ερωτημάτων. Μετά από διερεύνηση του ζητήματος, αποφασίστηκε να χρησιμοποιηθεί κλίμακα από το 0 – 10, ως κλίμακα με την οποία υπάρχει μεγαλύτερη εξοικείωση

4.2 ΔΟΚΙΜΑΣΤΙΚΗ ΣΥΜΠΛΗΡΩΣΗ ΕΡΩΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΟΥ

Πριν την διανομή του ερωτηματολογίου στους θεσμικούς επενδυτές αποφασίστηκε να γίνει μία δοκιμαστική συμπλήρωση (test run) του ερωτηματολογίου. Πραγματοποιήθηκε λοιπόν, κατόπιν συνεννόησης, επίσκεψη στα γραφεία μιας ΑΕΔΑΚ, και επιδείχθηκε το ερωτηματολόγιο σε έναν από τους διαχειριστές της (ο οποίος δεν επιθυμεί την αποκάλυψη των στοιχείων του). Ακολούθησε συζήτηση, κατά την οποία επιβεβαιώθηκε ότι το ερωτηματολόγιο περιείχε ερωτήσεις που πράγματι αντικατόπτριζαν τις διαδικασίες κατάρτισης και αξιολόγησης του χαρτοφυλακίου από τους διαχειριστές. Επίσης διαπιστώθηκε ότι το ερωτηματολόγιο ήταν κατανοητό και εύκολο να συμπληρωθεί. Η συζήτηση οδήγησε στην προσθήκη κάποιων ερωτημάτων και στην αναδιατύπωση κάποιων άλλων ερωτημάτων.

Επίσης, στα πλαίσια της οριστικοποίησης του ερωτηματολογίου πραγματοποιήθηκε μια σειρά ανεπίσημων συζητήσεων με άλλους διαχειριστές. Αυτές οι συζητήσεις, χωρίς να έχουν την μορφή δοκιμής του ερωτηματολογίου, συνεισέφεραν στην οριστικοποίηση της μορφής του ερωτηματολογίου.

Η τελική μορφή του ερωτηματολογίου, όπως διαμορφώθηκε μετά τις παραπάνω επαφές και συζητήσεις, παρατίθεται στο παράρτημα 8.1



4.3 ΔΕΙΓΜΑ

Το δείγμα της παρούσας έρευνας αποτελείται από το σύνολο των θεσμικών επενδυτών στην Ελλάδα. Με τον όρο θεσμικός επενδυτής εννοούμε τις εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων και τις εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου. Οι εταιρίες αυτές, και τα διαχειριζόμενα από αυτές κεφάλαια, φαίνονται στους πίνακες που ακολουθούν.

Πίνακας 1 Ενεργητικό των ΑΕΔΑΚ την 1/8/2006

	ΠΛΗΘΟΣ		ΜΕΡΙΔΙΟ
	ΑΚ	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΑΓΟΡΑΣ
1 ΕFG Α.Ε.Δ.Α.Κ.	35	7.638.453.613,85	31,66%
2 ΔΙΕΘΝΙΚΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	26	5.913.421.532,82	24,51%
3 ALPHA Α.Ε.Δ.Α.Κ.	27	4.306.737.287,30	17,85%
4 ΕΡΜΗΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	12	1.858.295.841,00	7,70%
5 Α.Ε.Δ.Α.Κ. ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ	2	858.289.404,39	3,56%
6 ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	10	513.161.896,38	2,13%
7 ALICO AIG Α.Ε.Δ.Α.Κ.	18	449.657.575,71	1,86%
8 HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ.	10	425.590.749,95	1,76%
9 ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ.	11	339.187.848,44	1,41%
10 ALLIANZ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	10	298.933.542,75	1,24%
11 ING ΑΕΔΑΚ	8	262.561.294,61	1,09%
12 ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	5	249.329.214,01	1,03%
13 ASPIS INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ.	10	136.018.923,32	0,56%
14 Π&Κ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	12	133.619.595,80	0,55%
15 ΕΓΝΑΤΙΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	7	119.893.046,56	0,50%
16 ΚΥΠΡΟΥ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	5	96.147.649,81	0,40%
17 ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ.	8	92.496.904,58	0,38%
18 ΑΤΤΙΚΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	6	89.343.647,71	0,37%
19 INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ.	7	85.105.876,61	0,35%
20 ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	10	65.371.623,59	0,27%
21 Τ.Τ. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	3	46.414.156,01	0,19%
22 ΛΑΪΚΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ	4	45.187.879,34	0,19%
23 ΩΜΕΓΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	8	32.134.914,17	0,13%
24 PROFUND Α.Ε.Δ.Α.Κ	3	28.050.555,33	0,12%
25 MARFIN Α.Ε.Δ.Α.Κ.	8	25.214.565,74	0,10%
26 PROTON Α.Ε.Δ.Α.Κ.	3	17.276.612,65	0,07%
ΣΥΝΟΛΙΚΑ	268	24.125.895.752	100%

Πίνακας 2 Ενεργητικό των ΑΕΕΧ την 31/7/2006

ΑΕΕΧ	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΜΕΡΙΔΙΟ
		ΑΓΟΡΑΣ
1 ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ ΑΕΕΧ	94.195.129,65	25,93%
2 GLOBAL ΕΠ.ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΝΕΑΣ ΕΥΡΩΠΗΣ ΑΕΕΧ	74.953.704,27	20,64%
3 ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ	40.357.274,67	11,11%
4 ΑΙΟΛΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	36.324.066,11	10,00%
5 ΔΙΟΛΚΟΣ Α.Ε.Ε.Χ.	35.448.486,89	9,76%
6 EUROLINE ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	25.428.423,43	7,00%
7 INTERINVEST- ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	23.188.887,73	6,38%
8 ΩΜΕΓΑ Α.Ε.Ε.Χ.	14.779.728,56	4,07%
9 ALTIUS Α.Ε.Ε.Χ.	11.128.103,14	3,06%
10 ΑΚΤΙΒ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	7.398.439,03	2,04%
ΣΥΝΟΛΙΚΑ	363.202.243,48	100,00%

Από μία πρώτη ανάγνωση των πινάκων προκύπτει ότι οι ΑΕΔΑΚ διαχειρίζονται πολλαπλάσια κεφάλαια από τις ΑΕΕΧ (24 δις € έναντι 360 εκ €). Επίσης στις ΑΕΔΑΚ παρατηρείται μία μεγάλη συγκέντρωση του διαχειριζόμενου ενεργητικού στις μεγαλύτερες εταιρίες, με συνέπεια στις μισές εταιρίες να αντιστοιχεί μερίδιο αγοράς μικρότερο του 1%. Το φαινόμενο αυτό δεν εμφανίζεται στις ΑΕΕΧ.

Κάθε θεσμικός επενδυτής διαχειρίζεται μια σειρά χαρτοφυλακίων. Η εταιρία που διαχειρίζεται τα περισσότερα χαρτοφυλάκια (η EFG ΑΕΔΑΚ) διαθέτει 35 Αμοιβαία Κεφάλαια. Κάθε διαχειριστής (από τους πολλούς που συνήθως έχει κάθε εταιρία – τουλάχιστον οι ΑΕΔΑΚ) είναι υπεύθυνος για ορισμένα εξ' αυτών. Συνήθως οι βασικές πολιτικές διαχείρισης καθορίζονται σε εταιρικό επίπεδο αλλά κάθε διαχειριστής έχει προσωπικές απόψεις και προτιμήσεις. Επιπλέον κάθε είδος χαρτοφυλακίου (μετοχικό, ομολογιακό κτλ) απαιτεί διαφορετική προσέγγιση διαχείρισης. Αποφασίστηκε λοιπόν να διανεμηθούν σε κάθε ΑΕΔΑΚ ερωτηματολόγια ισάριθμα με τα Αμοιβαία Κεφάλαια που διαχειρίζεται. Στις Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου αποφασίστηκε να διανεμηθεί ένα

ερωτηματολόγιο που να απευθύνεται στον διαχειριστή των μετοχών και ένα ερωτηματολόγιο για τον διαχειριστή των ομολόγων (που μπορεί να ταυτίζονται ως πρόσωπα αλλά να ακολουθούν διαφορετική προσέγγιση στη διαχείριση των διαφορετικού τύπου αξιογράφων).

Όσον αφορά την μορφή του ερωτηματολογίου εξετάστηκαν τα ενδεχόμενα να είναι σε έντυπη ή ηλεκτρονική μορφή. Τελικά εκτιμήθηκε ότι η έντυπη μορφή θα είχε περισσότερες πιθανότητες να τύχει απάντησης και τυπώθηκαν περί τα 300 αντίγραφα του ερωτηματολογίου, τα οποία ομαδοποιήθηκαν ανά εταιρία και τοποθετήθηκαν στους σχετικούς φακέλους. Σε κάθε φάκελο τοποθετήθηκε επίσης επιστολή του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών, υπογεγραμμένη από τους κκ Μπουραντά (Διευθυντή προγράμματος Executive MBA) και Καραθανάση (επικεφαλής Χρηματοοικονομικού Τομέα προγράμματος Executive MBA), η οποία ενημέρωνε για τον σκοπό της έρευνας και ζητούσε την συνεργασία των εταιριών. Η επιστολή απευθυνόταν στον Διευθύνοντα Σύμβουλο κάθε εταιρίας (η επιστολή παρατίθεται στο παράρτημα 8.2).

Η παράδοση του ερωτηματολογίου στις εταιρίες έγινε με προσωπική επίδοση του φακέλου από τον ερευνητή στον Διευθύνοντα Σύμβουλο κάθε εταιρίας (και όπου αυτός δεν ήταν διαθέσιμος, ο φάκελος παραδόθηκε στην γραμματεία του). Η χρονοβόρα αυτή μέθοδος επιλέχτηκε αφενός προκειμένου να μεταφερθεί και άμεσα η σημασία της συμπλήρωσης του ερωτηματολογίου προς τον κατ' εξοχήν αρμόδιο της εταιρίας και αφετέρου για να μπορέσει ο ερευνητής να σχηματίσει εικόνα για την εταιρία και να ανταλλάξει απόψεις για θέματα που αφορούν το αντικείμενο της έρευνας.

Ο προσωπικός τρόπος παράδοσης του ερωτηματολογίου είχε και μια πρόσθετη θετική συνέπεια : Από τον πρώτο υπεύθυνο εταιρίας που παραδώσαμε το ερωτηματολόγιο ενημερωθήκαμε για την υποστήριξη που παρέχει η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών σε σχετικές έρευνες. Αποταθήκαμε στον υπεύθυνο της Ένωσης για αυτά τα θέματα κο Καβουρόπουλο, ο οποίος έδειξε ιδιαίτερο ενδιαφέρον. Η συνεργασία με την ΕΘΕ οριστικοποιήθηκε με την αποστολή επιστολής από το Οικονομικό Πανεπιστήμιο προς την ΕΘΕ και εκφράστηκε με την

αποστολή ηλεκτρονικής επιστολής, από την ΕΘΕ προς όλα τα μέλη της, με την οποία εξέφραζε την υποστήριξη της στην έρευνα και προσκαλούσε τα μέλη να συμμετάσχουν συμπληρώνοντας τα ερωτηματολόγια. Πιστεύουμε ότι η επιστολή αυτή ώθησε τις εταιρίες να δουν θετικότερα την έρευνά μας (παράρτημα 8.4).

Σε ένα μικρό αριθμό εταιριών με έδρα εκτός του κέντρου των Αθηνών το ερωτηματολόγιο στάλθηκε μέσω ταχυδρομείου. Στον φάκελο που εστάλη σε αυτές τις εταιρίες εσωκλείστηκε και ένας άδειος φάκελος, ο οποίος είχε τυπωμένη την διεύθυνση του ΟΠΑ, προκειμένου να διευκολυνθεί η διαδικασία επιστροφής των συμπληρωμένων ερωτηματολογίων.

4.4 ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗ ΕΡΩΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΩΝ

Στις έρευνες που βασίζονται στην συγκέντρωση στοιχείων μέσω ερωτηματολογίων, πάντα υπάρχει το ενδεχόμενο της μη συμπλήρωσης επαρκούς πλήθους ερωτηματολογίων. Προκειμένου να ελαχιστοποιήσουμε την πιθανότητα εμφάνισης του προβλήματος αποφασίστηκε η ενεργή συμμετοχή μας στην συλλογή των συμπληρωμένων ερωτηματολογίων. Έτσι, με την παράδοση του ερωτηματολογίου προσδιοριζόταν και η ημερομηνία συλλογής του, συνήθως μια εβδομάδα μετά την παράδοση. Η προθεσμία αυτή πολλές φορές δεν τηρήθηκε, συνήθως υπό την επίκληση των αργιών του Πάσχα που συνέπεσαν εκείνη την περίοδο. Έτσι χρειάστηκε σε αρκετές περιπτώσεις να επανέλθουμε τηλεφωνικά. Συνολικά χρειάστηκε να γίνουν περί τα 100 τηλεφωνήματα υπενθύμισης.

Τελικά συγκεντρώθηκαν ερωτηματολόγια από 19 ΑΕΔΑΚ (από το σύνολο των 25) και 6 ΑΕΕΧ (από το σύνολο των 10). Το μεγαλύτερο ποσοστό συμμετοχής των ΑΕΔΑΚ στην έρευνα (76 % έναντι 60 % των ΕΕΧ) μάλλον οφείλεται στην επιμονή που δείξαμε στην συγκέντρωση ερωτηματολογίων από αυτές (δοθέντος ότι διαχειρίζονται περισσότερα και μεγαλύτερα χαρτοφυλάκια) παρά στην πιο οργανωμένη δομή που φαίνεται ότι τις χαρακτηρίζει. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι ΑΕΔΑΚ που απάντησαν στην έρευνα διαχειρίζονται

κεφάλαια που ανέρχονται στο 91 % των κεφαλαίων που διαχειρίζονται συνολικά οι ΑΕΔΑΚ. Το γεγονός αυτό αποδίδεται στην ιδιαίτερη έμφαση που δώσαμε στην συλλογή στοιχείων από τις μεγάλες ΑΕΔΑΚ.

Το πλήθος των ερωτηματολογίων που συγκεντρώθηκε χαρακτηρίζεται ικανοποιητικό και επαρκές για την εξαγωγή συμπερασμάτων για την διεξαγόμενη έρευνα. Η υπεροχή της συμμετοχής των ΑΕΔΑΚ μας οδήγησε στην εστίαση του ερευνητικού ενδιαφέροντος σε αυτές.

4.4.1 Δημιουργία εφαρμογής καταχώρησης – ανάλυσης

Προκειμένου να γίνει δυνατή η στατιστική επεξεργασία των στοιχείων δημιουργήθηκε μία Βάση Δεδομένων για την καταχώρηση των ερωτηματολογίων. Η Βάση Δεδομένων δημιουργήθηκε με το Σύστημα Διαχείρισης Βάσεων Δεδομένων Microsoft Access. Η Βάση περιλαμβάνει δύο βασικούς πίνακες με τις εταιρίες και τα ερωτηματολόγια και έξι άλλους βοηθητικούς πίνακες. Η καταχώρηση των ερωτηματολογίων και των στοιχείων των εταιριών διευκολύνθηκε με την δημιουργία τεσσάρων φορμών (forms) καταχώρησης. Επίσης η Βάση Δεδομένων περιέχει εκατόν είκοσι ερωτήματα (queries) τα οποία χρησιμοποιήθηκαν για την επεξεργασία των δεδομένων. Για την δημιουργία των εκτυπώσεων που ενσωματώθηκαν στο παρόν κείμενο κατασκευάστηκαν τριάντα δύο προγράμματα αναφορών (reports). Επίσης χρειάστηκε να δημιουργηθούν δέκα μακροεντολές (macros).

Η καταχώρηση των ερωτηματολογίων στην Βάση Δεδομένων με την μορφή πρωτογενών δεδομένων δίνει την δυνατότητα στατιστικών αναλύσεων πολλών ειδών. Επίσης δίνει την δυνατότητα εξαγωγής των δεδομένων προς εξειδικευμένα στατιστικά προγράμματα (SPSS, SAS), η οποία δεν θεωρήθηκε αναγκαία για τον σκοπό της παρούσας έρευνας.

4.5 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΟΥ ΕΡΩΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΟΥ

Ακολουθεί περιγραφή των ερωτήσεων του ερωτηματολογίου.

4.5.1 Προσέγγιση κατανομής κεφαλαίων

Οι διαχειριστές έχουν την δυνατότητα είτε να επιλέγουν τα καλύτερα κατά την άποψη τους αξιόγραφα, ανεξάρτητα της κατηγορίας στην οποία ανήκουν (προσέγγιση bottom-up) είτε να αποφασίζουν εξαρχής το ποσοστό του διαχειριζόμενου κεφαλαίου που θα επενδυθεί σε κάθε κατηγορία και κατόπιν να επιλέγουν τα καλύτερα αξιόγραφα κάθε κατηγορίας, μέχρι να καλυφθεί το προαποφασισμένο ύψος τοποθέτησης (προσέγγιση top-down). Η προσέγγιση top-down συνίσταται, στο υψηλότερο επίπεδο (κατανομής πόρων - asset allocation για την περίπτωση των θεσμικών επενδυτών), στην επιλογή του ποσοστού επένδυσης στις διάφορες κατηγορίες επενδύσεων (asset classes), όπως είναι μετοχές, ομόλογα, έντοκα γραμμάτια δημοσίου, παράγωγα προϊόντα κτλ. Ακόμα και σε χαμηλότερο επίπεδο, σε προϊόντα μίας και μόνο κλάσης, μπορεί να εφαρμοστεί η προσέγγιση top-down. Ενδεικτικά αναφέρουμε ότι για ένα αμιγώς μετοχικό Αμοιβαίο Κεφάλαιο μπορεί να έχει αποφασιστεί ότι το 70 % της σύνθεσης του θα αποτελείται από μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης, 20 % μέσης κεφαλαιοποίησης και 10 % χαμηλής κεφαλαιοποίησης. Με την οριστικοποίηση της κατανομής πόρων ακολουθεί η επιλογή αξιογράφων (security selection). Συνήθως η απόφαση κατανομής πόρων ισχύει για σχετικά μεγάλο διάστημα (μερικούς μήνες), ενώ η επιλογή (ή έστω παρακολούθηση) αξιογράφων είναι καθημερινή διαδικασία.

4.5.2 Μέσα και πηγές πληροφόρησης

Το είδος της πληροφόρησης που είναι διαθέσιμο σε κάθε διαχειριστή επηρεάζει τις επενδυτικές επιλογές του, και τον οδηγεί σε μεγαλύτερο ή μικρότερο βαθμό επιτυχούς διαχείρισης του χαρτοφυλακίου του. Η πλήρης, έγκυρη και ορθή πληροφόρηση είναι

απαραίτητη για την σωστή επιλογή αξιογράφων. Στη σημερινή εποχή υπάρχει πληθώρα πηγών πληροφόρησης, με διαφοροποιούμενη εγκυρότητα, αλλά και ταχύτητα μετάδοσης των νέων πληροφοριών. Αντίστοιχα υπάρχει μεγάλη διαφοροποίηση στο κόστος απόκτησης αυτής της πληροφόρησης, που κυμαίνεται από μηδενικό για ορισμένες πληροφορίες που παρέχονται μέσω Internet μέχρι λίγες χιλιάδες δολάρια μηνιαίως για το δικαίωμα χρήσης ενός τερματικού Reuters ή Bloomberg. Το είδος της παρεχόμενης πληροφόρησης μπορεί να κυμαίνεται από πρωτογενή δεδομένα που χρήζουν επεξεργασίας και αξιολόγησης έως αναλύσεις που οδηγούν σχεδόν αυτόματα σε συγκεκριμένες επενδυτικές τοποθετήσεις. Πηγή της πληροφόρησης μπορεί να είναι είτε οι ίδιες οι εταιρίες που εκθέτουν τα δικά τους οικονομικά στοιχεία, είτε αναλύσεις που παράγονται εντός των ΑΕΔΑΚ / ΕΕΧ είτε ειδικοί οίκοι με αντικείμενο τις αξιολογήσεις εταιριών.

4.5.3 *Είδη ανάλυσης*

Δύο είναι τα βασικά είδη ανάλυσης που χρησιμοποιούνται στην επιλογή των προς αγορά αξιογράφων στις χρηματοοικονομικές αγορές : η θεμελιώδης ανάλυση και η τεχνική ανάλυση. Η θεμελιώδης ανάλυση εξετάζει τους οικονομικούς παράγοντες που επηρεάζουν προσφορά και ζήτηση, και την κατάσταση των θεμελιωδών μεγεθών κάθε εταιρίας. Η θεμελιώδης ανάλυση μας προτείνει τι να αγοράσουμε και τι να πουλήσουμε, «ανακαλύπτοντας» τα υπερτιμημένα και υποτιμημένα αξιόγραφα. Η τεχνική ανάλυση συνίσταται στην παρακολούθηση των κινήσεων της αγοράς (και όχι των αιτιών που τις προκάλεσαν), με την χρήση γραφημάτων. Η τεχνική ανάλυση μας προτείνει πότε να αγοράσουμε και πότε να πουλήσουμε.

Η τεχνική ανάλυση μπορεί να εφαρμοστεί σε κάθε είδος αγοράς, συμπληρώνοντας την θεμελιώδη ανάλυση. Οι οπαδοί της πιστεύουν ότι είναι πολύ πιθανό ένας αναλυτής που κάνει χρήση της θεμελιώδους ανάλυσης να παραβλέψει μία διάσταση που να επηρεάζει σημαντικά την εξέλιξη της τιμής του εξεταζόμενου προϊόντος. Η παρακολούθηση του προϊόντος με την

χρήση της τεχνικής ανάλυσης πιθανότατα θα αποκαλύψει την παράλειψη. Συνεπώς οι οπαδοί της τεχνικής ανάλυσης προτείνουν την χρήση της σε όλες τις περιπτώσεις, έστω και επικουρικά στην θεμελιώδη ανάλυση.

4.5.4 Θεμελιώδης Ανάλυση

Όλα τα αγαθά, συμπεριλαμβανομένων των χρηματοοικονομικών, έχουν τιμή. Η εύρεση της «δίκαιης» τιμής αποτελεί κομβικό σημείο διαχείρισης των επενδύσεων. Μια σειρά από μεθόδους αποτίμησης της αξίας των χρηματοοικονομικών αγαθών χρησιμοποιείται ευρέως σήμερα. Και αυτές συνήθως καταλήγουν σε διαφορετικά αποτελέσματα! Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι, ενώ τα μοντέλα αποτίμησης βασίζονται σε μαθηματικές μεθόδους, προϋποθέτουν την αποδοχή μίας σειράς υποκειμενικών παραδοχών και προβλέψεων για το μέλλον. Συνεπώς οφείλουμε να αντιμετωπίζουμε το αποτέλεσμα της αξιολόγησης ως μια προσέγγιση στην τιμή της επένδυσης, με αξία ανάλογη με την ισχύ των παραδοχών που έχουν γίνει κατά τον υπολογισμό. Η τιμή που προκύπτει έχει ισχύ για ένα περιορισμένο χρονικό διάστημα, κατά το οποίο παραμένουν σταθεροί οι εσωτερικοί και εξωτερικοί παράγοντες που επηρεάζουν την αγορά.

Η θεμελιώδης ανάλυση κάνει χρήση εκτιμήσεων για μελλοντικά κέρδη και μερίσματα, προβλέψεων για επίπεδα επιτοκίων, και εκτίμηση κινδύνου της εταιρίας για να καθορίσει τις δίκαιες τιμές. Ο αναλυτής συνήθως εξετάζει παρελθόντα κέρδη της εξεταζόμενης εταιρίας, ανατρέχει στους παρελθόντες ισολογισμούς και εκτιμά την πορεία και τις προοπτικές του κλάδου συνολικότερα. Τελικά ο αναλυτής συνδυάζει τα προαναφερόμενα στοιχεία προκειμένου να υπολογίσει την προεξοφλημένη αξία όλων των χρηματικών ροών που θα λάβει κάθε μέτοχος για τις μετοχές που κατέχει. Εάν η υπολογιζόμενη με αυτόν τον τρόπο τιμή της μετοχής υπερβαίνει την τρέχουσα τιμή, ο αναλυτής συνιστά αγορά αυτής της μετοχής.

4.5.4.1 *Μοντέλα Προεξόφλησης Χρηματικών Ροών (Discounted Cash Flow Model)*

Αυτό το μοντέλο προσπαθεί να συνδυάσει την τρέχουσα τιμή ενός αγαθού με τις αναμενόμενες χρηματικές ροές από αυτό το αγαθό. Το βασικό εργαλείο που χρησιμοποιεί το μοντέλο είναι ο κανόνας της **παρούσας αξίας**. Στόχος είναι η προσπάθεια εκτίμησης της **εσωτερικής** (intrinsic) αξίας του αγαθού. Η εσωτερική αξία είναι η τιμή που θα απέδιδε στο αγαθό ένας αναλυτής ο οποίος θα γνώριζε με ακρίβεια τις αναμενόμενες χρηματικές ροές αλλά και τον αντίστοιχο συντελεστή προεξόφλησης (ο οποίος δίνει την απαιτούμενη απόδοση, συνεκτιμώντας τον κίνδυνο της επένδυσης). Είναι φανερό ότι οι προϋποθέσεις εύρεσης της εσωτερικής αξίας δύσκολα ικανοποιούνται.

Είναι το βασικό μοντέλο αποτίμησης, στο οποίο στηρίζονται τα άλλα μοντέλα αποτίμησης και εμφανίζεται σε πολλές παραλλαγές που αναλύονται παρακάτω.

4.5.4.2 *Μοντέλα Προεξόφλησης Μερισμάτων - Dividend Discount Models (DDM)*

Ο επενδυτής που αγοράζει μετοχές μιας εταιρίας απολαμβάνει μόνο μία χρηματική ροή : τα μερίσματα. Το απλούστερο μοντέλο για την αποτίμηση της αξίας των μετοχών είναι το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων. Σύμφωνα με αυτό η αξία της μετοχής ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μερισμάτων. Βεβαίως ο επενδυτής προσδοκά, κατά την στιγμή της πώλησης των μετοχών του, να εισπράξει την τότε τρέχουσα αξία αυτών των μετοχών. Επειδή όμως η πρόβλεψη της μελλοντικής αξίας της επιχείρησης είναι αρκετά δύσκολη το υπό συζήτηση μοντέλο υποθέτει ότι ο επενδυτής θα διατηρήσει τις μετοχές στο διηνεκές. Συνεπώς η αξία της μετοχής θα ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μερισμάτων στο διηνεκές.

$$\text{Αξία μετοχής} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(DPS_t)}{(1+k_e)^t}$$

Όπου $E(DPS)$: αναμενόμενο μέρισμα μετοχής

k_e : κόστος μετοχικού κεφαλαίου (cost of equity)

Για τον υπολογισμό της αξίας της μετοχής χρειάζεται να εκτιμηθούν δύο παράγοντες, τα αναμενόμενα μερίσματα και κόστος μετοχικού κεφαλαίου. Για τον υπολογισμό των μερισμάτων χρειάζεται να εκτιμήσουμε τον ρυθμό ανάπτυξης της εταιρίας και το ποσοστό του κέρδους που αποδίδεται στους μετόχους ως μέρισμα (payout ratio). Η απαιτούμενη απόδοση στους μετόχους (cost of equity) είναι συνάρτηση του κινδύνου της επένδυσης και εκτιμάται διαφορετικά στα μοντέλα που υπάρχουν – το βήτα της αγοράς στο Υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM) και τα παραγοντικά βήτα στα Πολυπαραγοντικά μοντέλα.

Υπάρχουν διάφορες εκδοχές του μοντέλου, που διαφοροποιούνται στις παραδοχές που κάνουν όσον αφορά τον δείκτη πληρωμής μερίσματος, την ύπαρξη σταθερού ή μεταβλητού ρυθμού ανάπτυξης κτλ. Επομένως έχουμε μοντέλα σταθερής ανάπτυξης (δεχόμαστε ότι η εταιρία βρίσκεται σε σταθερή κατάσταση, με τα μερίσματα να αυξάνονται με σταθερό ρυθμό - Gordon Growth Model), ανάπτυξης δύο σταδίων, τριών σταδίων κ.ο.κ. Το βασικό μειονέκτημα του μοντέλου είναι η ευαισθησία του στο ρυθμό ανάπτυξης της επιχείρησης.

4.5.4.3 Μοντέλα Καθαρών Χρηματοροών προς τους Μετόχους - Free Cash Flow to Equity Models (FCFE)

Το DDM κάνει την παραδοχή ότι οι μέτοχοι εισπράττουν μόνο μερίσματα, χωρίς να λαμβάνει υπόψη την επαναγορά μετοχών από την εταιρία. Επίσης δεν λαμβάνει υπόψη το γεγονός ότι αρκετές εταιρίες δεν επιστρέφουν το σύνολο των κερδών στους μετόχους. Το ποσό που

μπορεί να επιστραφεί είναι τα καθαρά έσοδα της χρήσης, μειωμένα κατά τις ανάγκες επανεπένδυσης. Για την ακρίβεια οι καθαρές ταμιακές ροές που δημιουργεί η εταιρία και αντιστοιχούν στους μετόχους είναι:

FCFE= Καθαρά έσοδα – (Κεφαλαιακά έξοδα – Αποσβέσεις)

- Μεταβολή κεφαλαίου κίνησης

+ Νέο χρέος – Αποπληρωμή παλαιού χρέους.

Έχει παρατηρηθεί ότι η πλειοψηφία των εταιριών επιστρέφει στους μετόχους, με την μορφή μερίσματος και επαναγοράς μετοχών, ποσό αρκετά μικρότερο του FCFE. Παρόλα αυτά είναι πιθανό να δοθεί στους μετόχους ποσό που είναι μεγαλύτερο των αντίστοιχων εσόδων (μέρισμα ΟΤΕ, χρήση 2004), με χρηματοδότηση μέσω δανεισμού. Ο χαμηλός δείκτης πληρωμής μερίσματος μπορεί να ερμηνευτεί με αρκετούς τρόπους. Ανάγκη να διατηρεί η επιχείρηση σταθερή μερισματική πολιτική, ανεξάρτητη από τις ετήσιες διακυμάνσεις των κερδών, συσσώρευση κεφαλαίου για υλοποίηση επενδυτικού προγράμματος, φορολογικοί λόγοι, ακόμα και προσωπικά ενδιαφέροντα/συμφέροντα των διοικούντων την επιχείρηση.

Ο υπολογισμός με την μέθοδο FCFE μοιάζει με αυτόν της μεθόδου DDM, όπου τον ρόλο της προεξόφλησης μερισμάτων παίρνει η προεξόφληση δυνητικών μερισμάτων με την διάθεση του συνόλου του FCFE ως μερίσματος.

4.5.4.4 *Μοντέλα Καθαρών Χρηματοροών προς την Εταιρία - Free Cash Flow to Firm Models*

Με αυτήν την μέθοδο αποτιμούμε συνολικά την εταιρία, προεξοφλώντας τις συνολικές χρηματικές ροές προς όλους τους έχοντες απαίτηση (μετόχους, δανειστές, ομολογιούχους), με επιτόκιο προεξόφλησης το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου. Η διαφορά της μεθόδου

σε σχέση με την FCFE συνίσταται στην προσθήκη στις χρηματικές ροές προς τους μετόχους και των χρηματικών ροών για αποπληρωμή χρέους.

4.5.4.5 Μοντέλα Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας - *Economic Value Added*

Models

Η οικονομική προστιθέμενη αξία ορίζεται ως το οικονομικό πλεόνασμα που μένει από μια επένδυση. Αποτιμάται σε χρηματικές μονάδες και υπολογίζεται βάσει του τύπου:

$$EVA = (\text{Return on capital invested} - \text{Cost of Capital}) * \text{Capital invested}$$

Μπορεί να θεωρηθεί ως επέκταση του κανόνα της καθαρής παρούσας αξίας. Η καθαρή παρούσα αξία ενός έργου είναι η παρούσα αξία της οικονομικής προστιθέμενης αξίας από αυτό το έργο στην διάρκεια της ζωής του :

$$NPV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{EVA_t}{(1+k_c)^t}, \text{ όπου } k_c \text{ είναι το cost of equity.}$$

Η αξία της εταιρίας μπορεί να υπολογιστεί ως

$$\text{Επενδεδυμένα κεφάλαια} + \sum_{t=1}^{t=n} \frac{EVA_t \cdot \text{τρέχοντα}}{(1+k_c)^t} + \sum_{t=1}^{t=n} \frac{EVA_t \cdot \text{μελλοντικά έργα}}{(1+k_c)^t}$$

4.5.4.6 Δείκτες Σχετικής Αποτίμησης (ΔΣΑ)

Ενώ με τις προαναφερθείσες μεθόδους προεξόφλησης χρηματικών ροών στοχεύουμε στην αποτίμηση των πραγματικών αξιών, ως συνάρτηση χρηματοροών, ρυθμών μεγέθυνσης και κινδύνου, στην σχετική αποτίμηση προσπαθούμε να βρούμε εάν η τιμή του αξιόγραφου είναι υψηλή ή χαμηλή, συγκρινόμενη με αντίστοιχα αξιόγραφα. Η χρήση των ΔΣΑ είναι πολύ διαδεδομένη, για μια σειρά από λόγους. Υπολογίζονται πιο εύκολα από τα μοντέλα

προεξόφλησης χρηματικών ροών. Είναι ευκολότερα κατανοητοί και οδηγούν σε πιο άμεσες προτάσεις επιλογής αξιογράφων. Επίσης απεικονίζουν καλύτερα την εικόνα που έχει η αγορά για τα κυκλοφορούντα αξιόγραφα, παραβλέποντας την αξία που προκύπτει μέσω του μοντέλου προεξόφλησης χρηματικών ροών. Αυτό έχει ως παρενέργεια την υπερτίμηση των αξιογράφων σε περιόδους που η αγορά είναι υπερτιμημένη (είτε γενικώς είτε στον συγκεκριμένο κλάδο στον οποίο γίνεται η σύγκριση).

Προκειμένου να μπορέσουμε να συγκρίνουμε διαφορετικές εταιρίες, πρέπει να τυποποιήσουμε ως προς κάποιο τρόπο τις τιμές των μετοχών. Η τυποποίηση συνήθως γίνεται προς τα κέρδη, τα έσοδα, την λογιστική αξία, ή κάποιο άλλο μέγεθος χαρακτηριστικό του εξεταζόμενου κλάδου. Έτσι προκύπτουν οι Πολλαπλασιαστές Κερδών, Εσόδων ή Λογιστικής Αξίας.

4.5.4.7 Τιμή / Κέρδη (*Price /Earnings*)

Πρόκειται για τον ευρύτερα χρησιμοποιούμενο δείκτη. Ορίζεται ως

$PE = \text{Τιμή μετοχής} / \text{Κέρδη ανά μετοχή.}$

Συνήθως χρησιμοποιείται η τρέχουσα τιμή μετοχής, αλλά μερικοί αναλυτές χρησιμοποιούν την μέση τιμή του τελευταίου εξαμήνου. Ως κέρδη ανά μετοχή συνήθως χρησιμοποιείται η τιμή του τελευταίου οικονομικού έτους, αλλά ορισμένοι αναλυτές χρησιμοποιούν τα εκτιμώμενα κέρδη του τρέχοντος έτους.

Το τρέχον PE μιας εταιρίας μπορεί να συγκριθεί με το PE της ίδιας εταιρίας σε άλλες χρονικές περιόδους. Έτσι PE το οποίο είναι πολύ υψηλότερα από την μέση (διαχρονικά ή σε ένα περιορισμένο πρόσφατο χρονικό διάστημα) τιμή του μπορεί να δείχνει μια μετοχή υπερτιμημένη. Προτού καταλήξουμε σε συμπέρασμα πρέπει να λάβουμε υπόψη μας και άλλους παράγοντες, όπως

- **Επιτόκια** : Αύξησή τους συνεπάγεται υψηλότερο cost of equity και συνεπώς χαμηλότερο PE.
- **Αύξηση σε ρυθμό αύξησης κερδών** συνεπάγεται υψηλότερο PE.

Η δυσκολία εξαγωγής συμπερασμάτων από σύγκριση PE για διαφορετικές χρονικές περιόδους μας οδηγεί στο να χρησιμοποιούμε τη σύγκριση PE κυρίως για διαφορετικές εταιρίες του ίδιου κλάδου.

4.5.4.8 *Τιμή / Ρυθμός Ανάπτυξης (Price / Growth – PEG ratio)*

Λαμβάνει υπόψη την εκτίμηση για το ρυθμό ανάπτυξης της εταιρίας, και ορίζεται ως εξής :

$PEG = PE / \text{Εκτιμώμενος ρυθμός ανάπτυξης.}$

Ως ρυθμός ανάπτυξης συνήθως χρησιμοποιείται ο ρυθμός αύξησης των κερδών ανά μετοχή.

Μετοχές με χαμηλό PEG (συγκρινόμενες με τον κλάδο τους) θεωρείται ότι είναι υποτιμημένες. Στην πράξη μετοχές με χαμηλό PEG μπορεί να αντιστοιχούν σε μετοχές με υψηλό ρυθμό ανάπτυξης, υψηλό κίνδυνο (beta) ή χαμηλό Return On Equity.

4.5.4.9 *Χρηματιστηριακή / Λογιστική Αξία (Price / Book Value (PBV))*

Η PBV ορίζεται ως

$PBV = \text{Τιμή μετοχής} / \text{Λογιστική τιμή μετοχής.}$

Προκειμένου να ξεπεράσουμε δυσκολίες υπολογισμού που προκύπτουν από την ύπαρξη διαφόρων τύπων μετοχών, εναλλακτικά ορίζουμε την PBV ως

$PBV = \text{Χρηματιστηριακή αξία εταιρίας} / \text{Λογιστική αξία εταιρίας.}$

Οι αναλυτές θεωρούν ότι μετοχές με τιμή κάτω της λογιστικής αξίας θεωρούνται υποτιμημένες, και κατά συνέπεια επενδυτική ευκαιρία.

4.5.4.10 Τιμή προς Πωλήσεις (*Price/sales*)

Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται με βάση τις τιμές της αγοράς

$$\text{Price-to-sales} = \frac{\text{Κεφαλαιοποίηση}}{\text{Έσοδα}}$$

Εάν η τιμή του δείκτη είναι κάτω του αντίστοιχου δείκτη για ομοειδείς εταιρίες, ή βρίσκεται κάτω από τον μέσο όρο της δεκαετίας, πρέπει να εξεταστεί κατά πόσον η εταιρία αποτελεί επενδυτική ευκαιρία. Μπορεί να υπολογιστεί και στην περίπτωση επιχειρήσεων που δεν παρουσιάζουν κέρδη (και συνεπώς δεν έχει τιμή ο δείκτης P/E).

4.5.4.11 Συνολική Αξία Επιχείρησης προς Πωλήσεις (*Enterprise Value / Sales*)

Υπολογίζεται ως εξής :

$$\text{EVS} = \frac{\text{Κεφαλαιοποίηση} + \text{Δάνειακές Υποχρεώσεις} - \text{Διαθέσιμα}}{\text{Έσοδα}}$$

Αποτελεί παραλλαγή του δείκτη P/S, και παρέχει περισσότερη πληροφόρηση καθότι εμπεριέχει και τις δανειακές υποχρεώσεις, που δεν εμφανίζονται στον P/S. Συνήθως είναι θετικό μέγεθος, ακόμα και στις εταιρίες που δεν εμφανίζουν κέρδη στην εξεταζόμενη περίοδο, και έχει τιμή μεγαλύτερη του P/S.

4.5.4.12 *Συνολική Αξία Επιχείρησης προς Λογιστική Αξία (Enterprise Value / Book capital)*

Υπολογίζεται ως εξής

$$EV/BC = \frac{\text{Κεφαλαιοποίηση} + \text{Δάνειακές} _ \text{Υποχρεώσεις} - \text{Διαθέσιμα}}{\text{Λογιστική} _ \text{αξία} + \text{Λογιστικό} _ \text{κόστος} _ \text{δανείων} - \text{Διαθέσιμα}}$$

Δείχνει κατά πόσον η χρηματιστηριακή αξία προσεγγίζει την λογιστική αξία. Τιμή μικρότερη της μονάδας υποδηλώνει επενδυτική ευκαιρία.

4.5.4.13 *Αξία επιχείρησης προς Έσοδα προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (Enterprise Value / EBITDA)*

Υπολογίζεται ως εξής

$$EV/EDITDA = \frac{\text{Κεφαλαιοποίηση} + \text{Δάνειακές} _ \text{Υποχρεώσεις} - \text{Διαθέσιμα}}{EBITDA}$$

Χαρακτηριστικό του συγκεκριμένου δείκτη είναι ότι επιτρέπει την σύγκριση μεταξύ εταιριών του κλάδου που έχουν διαφορετικά επίπεδα μόχλευσης. Τα πλεονεκτήματά του είναι ότι η χρήση του EDITDA καθιστά αδιάφορο τον λογιστικό τρόπο αποσβέσεων που επιλέγει κάθε εταιρία. Επίσης, διευκολύνει την σύγκριση που απαιτούν μεγάλες επενδύσεις και χρειάζεται μεγάλο χρονικό διάστημα μέχρι να γίνουν κερδοφόρες.

4.5.4.14 *Αξία επιχείρησης προς Έσοδα προ τόκων και φόρων (Enterprise Value / EBIT)*

Υπολογίζεται ως εξής

$$EV/EBIT = \frac{\text{Κεφαλαιοποίηση} + \text{Δάνειακές} _ \text{Υποχρεώσεις} - \text{Διαθέσιμα}}{EBIT}$$

Είναι αντίστοιχος του προηγούμενου δείκτη, λαμβάνει όμως υπόψιν τις αποσβέσεις.

4.5.5 Τεχνική Ανάλυση

Ο όρος τεχνική ανάλυση καλύπτει μια σειρά επενδυτικών στρατηγικών που βασίζεται στην ανάλυση της συμπεριφοράς των αξιογράφων στο παρελθόν, μέσω διαγραμμάτων ιστορικών τιμών, προκειμένου να προβλέψει την μελλοντική συμπεριφορά.

Η τεχνική ανάλυση βασίζεται στις εξής παραδοχές :

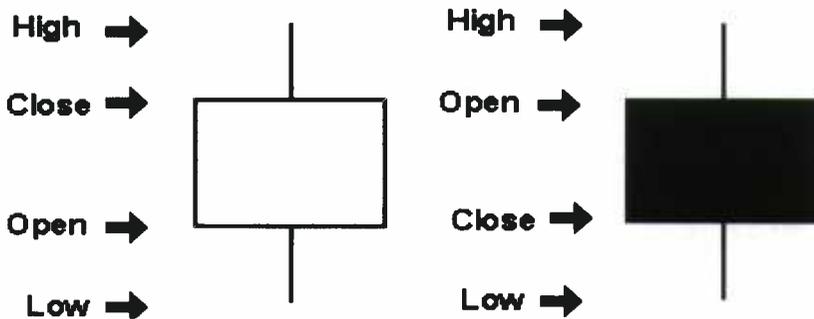
- Η τιμή αγοράς καθορίζεται αποκλειστικά από την προσφορά και την ζήτηση.
- Οι τιμές των αξιογράφων συνήθως κινούνται με τάσεις που είναι σταθερές για μεγάλα χρονικά διαστήματα.
- Μεταβολές στην προσφορά ή / και στην ζήτηση προκαλούν αναστροφές των τάσεων.
- Αυτές οι μεταβολές μπορούν να ανιχνευτούν στα διαγράμματα.
- Πολλές από τις μορφές απεικονίσεων (patterns) τείνουν να επαναλαμβάνονται.

Έρευνες που έχουν προηγηθεί [7] δείχνουν ότι η πλειοψηφία των διαχειριστών κεφαλαίων χρησιμοποιούν μεθόδους τεχνικής ανάλυσης, δίνοντας τους μικρότερη ή μεγαλύτερη βαρύτητα. Επίσης, ορισμένες από τις μεθόδους της τεχνικής ανάλυσης φαίνεται να αναπαράγουν ανθρώπινες στρατηγικές (πχ πούλα όταν η τιμή ανεβεί πάνω από ένα προκαθορισμένο όριο).

Οι επικριτές της μεθόδου ισχυρίζονται ότι η χρήση της τεχνικής ανάλυσης είναι σαν να οδηγεί κάποιος ένα αυτοκίνητο κοιτάζοντας στον πίσω καθρέφτη. Εφόσον θεωρούμε ότι ισχύει η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς, η τεχνική ανάλυση δεν μπορεί να ισχύει καθόσον όλες οι πληροφορίες του παρελθόντος έχουν ενσωματωθεί στην τρέχουσα τιμή. Σε πολλές θεωρίες τεχνικής ανάλυσης, οι μορφές απεικονίσεων επιδέχονται αμφίσημη ερμηνεία, με συνέπεια χρηματιστές που ακολουθούν την ίδια θεωρία τεχνικής ανάλυσης να λαμβάνουν διαφορετικές αποφάσεις ερμηνεύοντας με διαφορετικό τρόπο την ίδια μορφή απεικόνισης. Και αυτό συντελεί στην δυσκολία αξιολόγησης της ορθότητας της συγκεκριμένης στρατηγικής.

4.5.6 Είδη διαγραμμάτων

Το πιο συχνά χρησιμοποιούμενο μέσο για την απεικόνιση της διακύμανσης των τιμών σε ημερήσια βάση είναι τα κηροπήγια (Japanese candlesticks). Αυτά απεικονίζουν μέγιστο, ελάχιστο, άνοιγμα και κλείσιμο, με κατάλληλη σκίαση ώστε να αντιλαμβανόμαστε εύκολα αν πρόκειται για ανοδική ή καθοδική μέρα.



Sun Microsystems, Inc. (SUNW) Nasdaq Nat. Mkt. © StockCharts.com
 14-Mar-2000 4:00pm Open 46.12 High 47.38 Low 43.38 Last 43.69 Volume 33.8M Chg -1.75
 Sun Microsystems 43.69 (Daily)



Λιγότερο συχνά χρησιμοποιούνται άλλες μέθοδοι απεικόνισης, όπως τα ραβδογράμματα που απεικονίζουν μέγιστο και ελάχιστο κάθε ημέρας, με ένα σημάδακι που δείχνει το κλείσιμο της ημέρας.

Sun Microsystems, Inc. (SUNW) Nasdaq Nat. Mkt. © StockCharts.com
 14-Mar-2000 4:00pm Open 46.12 High 47.38 Low 43.38 Last 43.69 Volume 33.8M Chg -1.75
 Sun Microsystems 43.69 (Daily)



4.5.7 *Κυριότεροι Τεχνικοί Δείκτες*

4.5.7.1 *Αναστροφή – Συνέχιση Τάσης*

Μια πληθώρα στρατηγικών τεχνικής ανάλυσης αναφέρεται στην σχέση της τρέχουσας τιμής με την τιμή στο πρόσφατο παρελθόν.

Σημείο στήριξης είναι η χαμηλότερη τιμή των τελευταίων ημερών.

Σημείο αντίστασης είναι η υψηλότερη τιμή των πρόσφατων ημερών.

Η θεωρία του Dow συνιστά την αγορά όταν η τιμή είναι κοντά στο σημείο στήριξης και την πώληση όταν η τιμή είναι κοντά στο σημείο αντίστασης.

Ο συνδυασμός της τιμής με τον πραγματοποιούμενο όγκο συναλλαγών μας δίνει μια καλύτερη εικόνα της διάθεσης της αγοράς. Ένα κλείσιμο τιμής σε νέο χαμηλό σημείο, με σημαντικό όγκο συναλλαγών, υποδηλώνει περίοδο ύφεσης (bearish), ενώ η ίδια χαμηλή τιμή με μικρό όγκο συναλλαγών δεν έχει την ίδια σημασία.

4.5.7.2 *Μοντέλα κινούμενου μέσου*

Προκειμένου να εξομαλυνθούν σύντομες διακυμάνσεις τιμών, υπολογίζεται η μέση τιμή της τελευταίας χρονικής περιόδου, πχ 10 ημερών ή ενός μηνός, βασισμένη στην τιμή κλεισίματος κάθε ημέρας. Κάθε ημέρα διαγράφεται η παλιότερη μέτρηση και συνυπολογίζεται η πιο πρόσφατη (χτεσινή) μέτρηση για τον υπολογισμό της μέσης τιμής, δημιουργώντας έναν **κινούμενο μέσο**. Η καμπύλη που σχηματίζεται από διαδοχικές τιμές του κινούμενου μέσου καθορίζει επίπεδα στήριξης σε περιόδους ανόδου τιμών και επίπεδα αντίστασης σε περιόδους πτώσης τιμών.

4.5.7.3 *Ταλαντωτές*

Σύμφωνα με την θεώρηση αυτή οι αγορές ταλαντώνονται μεταξύ υπερ-αγορασμένων και υπερ-πωλημένων επιπέδων.

Στόχος της τεχνικής ανάλυσης με χρήση ταλαντωτών είναι η αποτύπωση της διαφοράς ανάμεσα στον όγκο που αγοράστηκε στις «θετικές» περιόδους και στον όγκο που πουλήθηκε στις «αρνητικές» περιόδους. Το αποτέλεσμα οδηγεί στην εκτίμηση κατά πόσον υπάρχουν διαθέσιμα χρήματα για επένδυση στην αγορά ή όχι.

4.5.8 *Παραδείγματα Διαγραμμάτων Τεχνικής Ανάλυσης.*

Παραθέτουμε ορισμένα παραδείγματα διαγραμμάτων τεχνικής ανάλυσης, όπως παρουσιάζονται από το προαναφερθέν σύστημα Bloomberg.

4.5.8.1 *Bollinger Bands*

Δημιουργήθηκαν από τον John Bollinger, ως τροποποίηση των φακέλων κινούμενου μέσου (moving average envelopes). Δείχνουν την διακύμανση της τιμής με την χρήση μιας ζώνης. Η ζώνη σχεδιάζεται να δείχνει τα σημεία στήριξης και αντίστασης, ώστε να βοηθά στην λήψη αποφάσεων. Η ζώνη έχει συνήθως εύρος δύο τυπικών αποκλίσεων και το εύρος της ρυθμίζεται αυτόματα : αυξάνεται όταν αυξάνεται η διακύμανση της τιμής και μειώνεται όταν μειώνεται η διακύμανση της τιμής. Το εύρος της ζώνης παρουσιάζεται στο κάτω μέρος του διαγράμματος που ακολουθεί.



Η θεωρία presbveúei óti

- Κινήσεις εκτός της ζώνης θα συνεχιστούν εκτός της ζώνης
- Κινήσεις εκτός της ζώνης που ακολουθούνται από κίνηση εντός της ζώνης συνιστούν αναστροφή τάσης.
- Περιορισμός του εύρους της ζώνης (μείωση της μεταβλητότητας της τιμής) συνήθως ακολουθείται από απότομη μεταβολή της τιμής.

Εξάρσεις τιμών και κινήσεις που υποδηλώνουν νέα κατεύθυνση σηματοδοτούνται όταν η τιμή διασχίζει την μεσαία γραμμή : κίνηση από κάτω προς τα πάνω σηματοδοτεί έντονη αυξητική τάση. Εάν το άνω όριο της ζώνης μετακινηθεί προς τα πάνω ανταποκρινόμενο στην αύξηση της τιμής, αναμένεται μια σειρά από υψηλές τιμές, καθεμιά ψηλότερη από τις προηγούμενες. Το φαινόμενο καλείται «το ανέβασμα της σκάλας». Το αντίστροφο φαινόμενο καλείται «η ολισθαίνουσα πλαγιά»

4.5.8.2 Διάγραμμα κινούμενου μέσου

Με αυτό ανιχνεύουμε σήματα αγοράς και πώλησης χρησιμοποιώντας τα σημεία στα οποία η καμπύλη τιμής διασχίζει την καμπύλη κινούμενου μέσου. Ακολουθεί η γραφική παράσταση που δημιουργεί το Πληροφοριακό σύστημα Bloomberg. Σε αυτήν, στο επάνω μέρος απεικονίζονται 3 κινούμενοι μέσοι, που αντιστοιχούν στην μέση τιμή του αξιογράφου κατά τις τελευταίες 1, 10 και 40 ημέρες. Στο κάτω μέρος σχηματίζεται μία παράσταση κέρδους/ζημίας η οποία απεικονίζει το σωρευμένο κέρδος/ζημιά που αντιλαμβάνεται ο επενδυτής εφόσον αποδεχτεί τις προτάσεις του διαγράμματος, οι οποίες εμφανίζονται με πράσινο B(uy) για αγορά και κόκκινο S(sell) για πώληση. Για τον υπολογισμό του κέρδους / ζημίας γίνεται η υπόθεση ότι στο πρώτο B αγοράζεται 1 μονάδα αξιογράφου και σε κάθε επόμενο B δύο. Αντιστοίχως στο πρώτο S πωλείται μία μονάδα αξιογράφου και σε κάθε επόμενο 2.



4.5.8.3 Σύγκλιση / Απόκλιση Κινούμενου Μέσου – Moving Average

Convergence/Divergence (MACD)

Ο δείκτης MACD, που αναπτύχθηκε από τον Gerald Appel, παρέχει ενδείξεις για την τάση της αγοράς. Σύμφωνα με την σχετική θεωρία, όταν η τιμή φαίνεται να έχει μία συγκεκριμένη τάση, αναμένεται ένας «έλεγχος», που προκαλεί μεταβολή της τιμής, από τα κερδοσκοπικά ενδιαφέροντα. Κάνοντας μία εκθετική στάθμιση της τιμής, η MACD μπορεί να βοηθήσει στην εκτίμηση κατά πόσον αυτή η μεταβολή είναι βραχυχρόνια ή πρόκειται για μία δομική αλλαγή τάσης.



Στο διάγραμμα βλέπουμε την σχέση μεταξύ δύο κινούμενων εκθετικών μέσων της τιμής. Με λευκό σχεδιάζεται ο κινούμενος μέσος για 12 έως 26 περιόδους. Με κόκκινο σχεδιάζεται ο



κινούμενος μέσος των 9 ημερών, που καλείται γραμμή σήματος. Επειδή ο MACD είναι δείκτης που ακολουθεί την τάση, αυτή η μέθοδος δουλεύει καλύτερα σε αγορές με μεγάλες διακυμάνσεις τιμής.

Υπάρχουν πολλοί τρόποι ερμηνείας των μορφών που μας δίνει ο MACD. Αναφέρουμε μερικές από τις πιο δημοφιλείς.

- **Crossover (διάσχιση)**

Σύμφωνα με αυτή την μέθοδο, ένδειξη εξόδου από την αγορά αποτελεί η πτώση του MACD κάτω από την γραμμή σήματος και ένδειξη αγοράς όταν ο MACD διασχίζει προς τα πάνω την γραμμή σήματος.

- **Divergences (Αποκλίσεις).**

Μία ένδειξη ότι η τρέχουσα τάση μπορεί να πλησιάζει στο τέλος της είναι η απομάκρυνση του MACD από την τρέχουσα τιμή του αξιόγραφου. Αυτό συμβαίνει όταν η τάση του αξιόγραφου δεν συμφωνεί με την τάση του MACD. Ένδειξη πτώσης της αγοράς έχουμε όταν ο MACD καταγράφει νέα χαμηλά ενώ οι τιμές του αξιόγραφου δεν σημειώνουν νέα χαμηλά.

- **Υπερ-αγορασμένη / Υπερ-πωλημένη κατάσταση.**

Ο MACD είναι χρήσιμος ως ένδειξη υπερ-αγορασμένης / υπερ-πωλημένης κατάστασης. Όταν ο κοντινότερος κινούμενος μέσος απομακρύνεται έντονα από τον μακρύτερο (δηλαδή όταν ανεβαίνει ο MACD), είναι πολύ πιθανό ότι το αξιόγραφο έχει υπερτιμηθεί και είναι πιθανό στο εγγύς μέλλον να επανέλθει σε λογικότερα επίπεδα.

- **MACD2**

Ο MACD2 είναι ένας άλλος δείκτης, με την μορφή γραμμής ή ιστογράμματος. Δείχνει την διαφορά ανάμεσα στον MACD και στην γραμμή σήματος. Υψηλές τιμές του MACD2 αποτελούν ένδειξη έντονης τάσης, είτε προς τα πάνω είτε προς τα κάτω. Χαμηλός MACD2

είναι ένδειξη αδύνατης τάσης και ενδεχόμενης επερχόμενης διάσχισης (crossover). Χρησιμοποιείται ως προειδοποίηση για το κλείσιμο της θέσης, αντί να περιμένουμε την διάσχιση.

4.5.9 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Οι διαχειριστές μπορούν να χρησιμοποιήσουν μία σειρά μεθόδων προκειμένου να αξιολογήσουν την απόδοση ενός χαρτοφυλακίου. Η απόλυτη απόδοση που εκφράζεται με ένα ποσοστό (και αναφέρεται σε μία χρονική περίοδο), είναι η απλούστερη και κατανοητότερη μέθοδος μέτρησης απόδοσης. Δεν μας παρέχει όμως πληροφόρηση για την απόδοση σχετικά με άλλες συναφείς μορφές επένδυσης, ούτε παρέχει κάποια ένδειξη για την διακύμανση της απόδοσης (κίνδυνο) σε αυτό το χρονικό διάστημα. Για την αντιμετώπιση αυτών των προβλημάτων έχουν επινοηθεί συγκριτικοί δείκτες μέτρησης απόδοσης, αλλά και προσαρμοσμένοι στον κίνδυνο δείκτες μέτρησης απόδοσης, στους οποίους συνυπολογίζεται ο κίνδυνος που εμπεριέχεται στο χαρτοφυλάκιο.

Μία μεθοδολογία σύγκρισης αποδόσεων λαμβάνοντας υπόψη τον εμπλεκόμενο κίνδυνο συνίσταται στην σύγκριση με ομοειδή προϊόντα, πχ εξετάζοντας ένα ομόλογο αξιολογημένο ως BBB από τους οίκους αξιολόγησης σε σχέση με άλλα ομόλογα BBB του ίδιου κλάδου. Γενικώς οι σταθμισμένες ως προς τον κίνδυνο μέθοδοι αξιολόγησης απόδοσης χρησιμοποιούν την διακύμανση της μέσης τιμής.

4.5.9.1 Βάσει της απόδοσης

Αποτελεί τον πιο απλό τρόπο μέτρησης. Επιλέγεται ένα χρονικό διάστημα αναφοράς, και η απόδοση του χαρτοφυλακίου ορίζεται ως η τιμή

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

Στην περίπτωση που υπάρχει μέρισμα/κουπόνι, πρέπει να συμπεριληφθεί στον υπολογισμό της απόδοσης αυξάνοντας την τελική τιμή.

Εκτός από την χρησιμοποίηση του αριθμητικού μέσου, όταν μετρούμε απόδοση σε πολλές διαδοχικές περιόδους του παρελθόντος, συνηθίζεται να χρησιμοποιείται ο γεωμετρικός μέσος. Αυτός έχει το πλεονέκτημα να δίδει τον σταθερό ρυθμό αύξησης που απαιτείται να υπάρχει σε κάθε παρελθούσα περίοδο προκειμένου να πάρουμε την απόδοση της συνολικής περιόδου. Ο Γεωμετρικός Μέσος είναι πιο ευαίσθητος σε αρνητικές αποδόσεις, και σε κάθε περίπτωση η απόδοση που προκύπτει από την χρήση του είναι μικρότερη αυτής του αριθμητικού μέσου. Προκειμένου να εκτιμήσουμε μελλοντικές αποδόσεις, καταλληλότερος δείκτης είναι ο αριθμητικός μέσος.

4.5.9.2 Σύγκριση με τον ανταγωνισμό

Συγκρίνουμε την απόδοση του εξεταζόμενου χαρτοφυλακίου (όπως υπολογίστηκε παραπάνω) με την απόδοση κάποιου άλλου ή την μέση απόδοση ενός αριθμού χαρτοφυλακίων που παρουσιάζουν κοινά χαρακτηριστικά με το εξεταζόμενο χαρτοφυλάκιο. Είναι εξαιρετικά σημαντικό η σύγκριση να αναφέρεται στο ίδιο χρονικό διάστημα και να συγκρίνονται ομοειδή προϊόντα.

4.5.9.3 Σύγκριση με δείκτη αναφοράς

Συγκρίνουμε την απόδοση του εξεταζόμενου χαρτοφυλακίου με την απόδοση ενός συγκριμένου προκαθορισμένου δείκτη αναφοράς, όπως ο Γενικός Δείκτης του ΧΑΑ.

4.5.9.4 Απόκλιση από δείκτη αναφοράς (*tracking error*)

Χρησιμοποιείται (κυρίως) για μέτρηση απόδοσης χαρτοφυλακίων που ακολουθούν κάποιο δείκτη, και εκφράζεται μέσω της τυπικής απόκλισης της διαφοράς των αποδόσεων του εξεταζόμενου χαρτοφυλακίου και του δείκτη που παρακολουθεί το συγκεκριμένο χαρτοφυλάκιο, μετρημένη σε μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Η πιθανολογική – probabilistic φύση του επιτρέπει την χρησιμοποίησή του, πέραν της αξιολόγησης ιστορικών αποδόσεων – *ex post risk*, και στην πρόβλεψη μελλοντικής απόκλισης από τον δείκτη, με συγκεκριμένη πιθανότητα (*ex ante risk*). Ο διαχειριστής του χαρτοφυλακίου επιδιώκει να ελαχιστοποιήσει την τιμή του δείκτη αυτού, προκειμένου να επιτύχει καλή προσομοίωση του χαρτοφυλακίου/δείκτη αναφοράς

4.5.9.5 *Jensen's Alpha*

Αποτελεί το alpha του χαρτοφυλακίου. Υπολογίζει τη μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου, πέραν αυτής που προβλέπεται από το CAPM, κάνοντας χρήση του β του χαρτοφυλακίου και της μέσης απόδοσης της αγοράς.

$$a_p = \overline{r_p} - [\overline{r_f} + \beta_p (\overline{r_m} - \overline{r_f})],$$

όπου

$\overline{r_f}$ Μέση απόδοση του αξιογράφου μηδενικού κινδύνου

$\overline{r_m}$ Μέση απόδοση χαρτοφυλακίου αγοράς

β_p Βήτα του χαρτοφυλακίου

Ένα χαρτοφυλάκιο με σταθερά μεγαλύτερη απόδοση (σταθμισμένη ως προς τον κίνδυνο) από την αγορά θα έχει θετικό alpha.

4.5.9.6 *Treynor Index*

Συνδυάζει κίνδυνο και απόδοση και υπολογίζεται αν διαιρέσουμε τη διαφορά της απόδοσης του χαρτοφυλακίου μας από την απόδοση χωρίς κίνδυνο με τον συστηματικό κίνδυνο (β).

$$(\bar{r}_p - \bar{r}_f) / \beta_p$$

Οι δείκτες του Treynor και του Jensen είναι ευαίσθητοι μόνο στο μέγεθος του κέρδους (βάθος - depth) αλλά δεν μπορούν να εκτιμήσουν το πλήθος των προϊόντων του χαρτοφυλακίου (εύρος - breadth) στο οποίο οφείλεται αυτό.

4.5.9.7 *Fama's Index*

Ο δείκτης του Fama είναι κατάλληλος για την μέτρηση της απόδοσης διαφοροποιημένων χαρτοφυλακίων. Ισούται με την διαφορά της απόδοσης του εξεταζόμενου χαρτοφυλακίου και ενός άλλου με τον ίδιο κίνδυνο.

$$F_p(t) = r_p(t) - r_f(t) - (r_M - r_f) * s_p / s_M$$

4.5.9.8 *Sharpe ratio*

Επινοήθηκε για τις περιπτώσεις που ο δείκτης Treynor δεν έχει ικανοποιητική ικανότητα πρόβλεψης, και κάνει χρήση του συνολικού κινδύνου αντί για τον συστηματικό κίνδυνο. Υπολογίζεται αν διαιρέσουμε τη διαφορά της απόδοσης του χαρτοφυλακίου μας από την

απόδοση χωρίς κίνδυνο με τον συνολικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου, που εκφράζεται από την τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου την δεδομένη περίοδο.

$$\frac{(\bar{r}_p - \bar{r}_f)}{\sigma_p}$$

Είναι ευαίσθητος και στο βάθος και στο εύρος του χαρτοφυλακίου. Η τιμή του είναι μεγαλύτερη για πολύ διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια.

4.5.9.9 *Appraisal Ratio*

Κατάλληλος στην περίπτωση που ο διαχειριστής επιλέγει συγκεκριμένες μετοχές (stock picking), αντί να επενδύσει σε ένα πλήρως διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο. Ο αριθμητής αντιστοιχεί στο όφελος από την επιλογή συγκεκριμένων μετοχών και ο παρονομαστής τον μη συστηματικό κίνδυνο (που θα μπορούσε να μηδενιστεί σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο).

$$A_p(t) = \frac{J_p(t)}{\sigma_{e_p}(t)}$$

Επιτυχημένη επιλογή μετοχών (όσον αφορά τον λόγο απόδοσης προς μη συστηματικό κίνδυνο) έχει ως συνέπεια μεγάλη τιμή του δείκτη.

4.5.9.10 *Information ratio*

Ο Information ratio φιλοδοξεί να αποτυπώσει σε έναν μόνο αριθμό τα χαρακτηριστικά απόδοσης – διασποράς κάθε χαρτοφυλακίου, οδηγώντας με αυτόν τον τρόπο σε εκτίμηση της διαχείρισης του χαρτοφυλακίου. Αποτελεί τον λόγο της υπερβάλλουσας απόδοσης προς τον ειδικό κίνδυνο και υπολογίζεται από την διαίρεση του alpha του χαρτοφυλακίου με τον μη συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου (καλούμενου tracking error). Μετρά «ανώμαλη»

απόδοση ανά μονάδα κινδύνου, που θα μπορούσε να διαφοροποιηθεί (diversify) επιλέγοντας χαρτοφυλάκιο-δείκτη της συνολικής αγοράς.

$$IR = a_p / s(e_p)$$

Μελέτη [10] που έγινε για την απόδοση 78 ελληνικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων στο διάστημα 1994-2000 έδειξε ότι το 50% εξ' αυτών έχουν IR στο διάστημα $-0,25 - 0,25$, χαρακτηριστικό που είναι συμβατό με την ύπαρξη αποτελεσματικής αγοράς. Πρέπει να επισημάνουμε ότι, σύμφωνα με τους Grinold and Kahn [11], IR της τάξης του 0,5 θεωρείται καλό, 0,75 πολύ καλό και 1 εξαιρετικό.

4.5.9.11 *M squared*

Εστιάζει στην συνολική μεταβλητότητα (volatility) ως μέτρο κινδύνου, όπως και ο δείκτης του Sharpe, αλλά είναι εύκολα ερμηνεύσιμο ως η διαφορά απόδοσης από τον δείκτη αναφοράς.

$$M^2 = r_{p^*} - r_M = \left[\left(\frac{\sigma_M}{\sigma_i} \right) (R_i - R_f) + R_f \right] - R_M$$

Η τιμή M^2 ισούται με την σταθμισμένη ως προς τον κίνδυνο διαφορά απόδοσης, και συγκρίνεται άμεσα με το M^2 άλλων χαρτοφυλακίων.

4.5.9.12 *Τιμολόγηση μέσω Εξισορροπητικής Κερδοσκοπίας (Arbitrage Pricing - APT) & Πολυπαραγοντικά Μοντέλα*

Στα πολυπαραγοντικά μοντέλα αποδίδουμε την αναμενόμενη τιμή σε μία σειρά ανεξάρτητων παραγόντων (ρυθμό ανάπτυξης, μεταβολή επιτοκίων, ΑΕΠ), αντί να ενσωματώνουμε όλες αυτές τις μεταβλητές σε μία παράμετρο, όπως κάνουμε στο CAPM. Η Εξισορροπητική

Κερδοσκοπία (Arbitrage) προκύπτει όταν ένας επενδυτής μπορεί με μηδενική επένδυση να δημιουργήσει ένα χαρτοφυλάκιο με εξασφαλισμένο κέρδος. Στις αποτελεσματικές αγορές η δυνατότητα arbitrage εμφανίζεται για πολύ βραχεία διαστήματα. Σύμφωνα με την θεωρία Τιμολόγησης μέσω Εξισορροπητικής Κερδοσκοπίας, είναι δυνατό κάποια αγαθά να μην είναι ορθά τιμολογημένα – οι τιμές τους να μην βρίσκονται επί της Γραμμής Αγοράς Αξιογράφων. Η APT μπορεί να οδηγήσει στην σχέση αναμενόμενης απόδοσης και βήτα χωρίς την υπόθεση του χαρτοφυλακίου αγοράς.

4.5.10 ΜΕΤΡΗΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

4.5.10.1 Standard Deviation

Η τυπική απόκλιση είναι από τα πλέον χρησιμοποιούμενα απόλυτα μέτρα κινδύνου για επενδυτικά χαρτοφυλάκια, γιατί ποσοτικοποιεί σε έναν αριθμό την διακύμανση της αξίας του χαρτοφυλακίου περί την μέση τιμή του. Έτσι οι διαχειριστές (και οι επενδυτές) μπορούν να έχουν μια εύκολα κατανοητή εικόνα για την απόκλιση της απόδοσης περί την μέση τιμή σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Η τυπική απόκλιση παίρνει χαμηλές τιμές (0,1 % - 1,3 %) στα βραχυχρόνια ομόλογα (που χαρακτηρίζονται ως τα αξιόγραφα ελαχίστου κινδύνου) και ψηλότερες τιμές (από 30 % έως και πέραν του 100 %) σε Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια, στα οποία παρατηρείται και η υψηλότερη τυπική απόκλιση. Ενδεικτικά αναφέρουμε ότι ο S&P 500 είχε απόκλιση της τάξης του 21 % πέρυσι.

4.5.10.2 Beta

Το β είναι ένα σχετικό μέτρο κινδύνου που απεικονίζει την μεταβλητότητα ενός αξιογράφου σε σχέση με ένα πρότυπο μέτρο – δείκτη (συνήθως το χαρτοφυλάκιο της αγοράς). Συνήθως για μετοχές στην Ελλάδα χρησιμοποιούμε ως μέτρο τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου

Αξιών Αθηνών και στην Αμερική τον S&P 500. Η μέτρηση του β έχει νόημα μόνον εφόσον το μέτρο σύγκρισης είναι σχετικό και αποτελείται από ομοειδή προϊόντα. Ένας τρόπος μέτρησης της σχετικότητας του δείκτη σύγκρισης είναι το τεστ R-squared. Όσο χαμηλότερη είναι η τιμή του R^2 τόσο ακαταλληλότερος είναι ο χρησιμοποιούμενος δείκτης, με ελάχιστη αποδεκτή τιμή το 75. Τιμή β μεγαλύτερη της μονάδας συνεπάγεται ότι το αξιόγραφο παρουσιάζει μεγαλύτερη μεταβλητότητα σε σχέση με τον δείκτη. Αρνητικό β υποδηλώνει κίνηση του αξιογράφου αντίθετη από αυτήν του δείκτη.

4.5.10.3 VaR

Το Value At Risk αποτελεί μία εκτίμηση (με συγκεκριμένο επίπεδο εμπιστοσύνης, συνήθως 99%, όπως τέθηκε με την συνθήκη της Βασιλείας το 1999) για το ύψος του ποσού κατά το οποίο είναι πιθανό να μειωθεί η αξία ενός χαρτοφυλακίου εντός ενός συγκεκριμένου και περιορισμένου χρονικού διαστήματος (συνήθως από μία μέχρι δέκα ημέρες).

Οι συνήθεις μέθοδοι υπολογισμού του VaR είναι τρεις :

- Διακύμανση – Συνδιακύμανση, δεχόμενοι κανονική κατανομή των παραγόντων κινδύνου και αξία χαρτοφυλακίου γραμμικά εξαρτημένη από τους παράγοντες κινδύνου. Στην περίπτωση ενός US \$ / € forward, παράγων κινδύνου αποτελεί μόνο η προθεσμιακή τιμή US\$/€. Στην περίπτωση ενός Αμερικάνικου τύπου US\$/€ option παρατηρούμε κίνδυνο ισοτιμίας US\$/€, επιτοκιακό κίνδυνο US\$, επιτοκιακό κίνδυνο € και κίνδυνο λόγω της μεταβλητότητας της ισοτιμίας US\$ / €.
- Προσομοίωση μέσω ιστορικών στοιχείων : Είναι πιο απλή μέθοδος και δεν απαιτεί παραδοχή για συγκεκριμένη κατανομή παραγόντων κινδύνου, απαιτεί όμως την ύπαρξη ιστορικών δεδομένων τουλάχιστον 2-3 ετών (σε καθημερινή βάση) προκειμένου να προκύψουν αξιόπιστα αποτελέσματα.

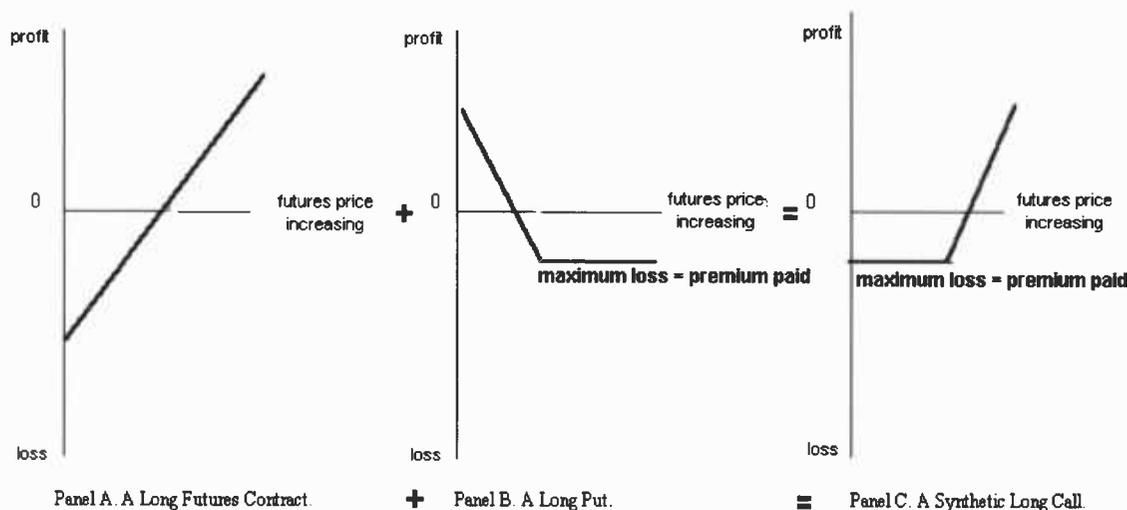
- Προσομοίωση Monte Carlo : Αποτελείται από πολλαπλές προσομοιώσεις των τυχαίων διαδικασιών που καθορίζουν τις τιμές της αγοράς. Κάθε σενάριο (προσομοίωση) οδηγεί σε μία τιμή για το χαρτοφυλάκιο στην εξεταζόμενη περίοδο (1-10 ημέρες). Με την δημιουργία πολλών σεναρίων προκύπτει μία κατανομή, η οποία θα τείνει στην πραγματικότητα όσο αυξάνεται το πλήθος των σεναρίων. Το VaR υπολογίζεται εύκολα από αυτήν την κατανομή.

4.5.11 ANTICTATHMISHE KINΔYNOY XAPTOΦYΛAKIOY.

Αντιστάθμιση κινδύνου είναι μια στρατηγική που ακολουθείται με σκοπό να ελαχιστοποιήσει την έκθεση σε δυσμενείς εξελίξεις στην αγορά. Τυπική περίπτωση κινδύνου που επιθυμούν να αντισταθμίσουν οι διαχειριστές θεσμικών κεφαλαίων αποτελεί ο συναλλαγματικός κίνδυνος, ο οποίος εμφανίζεται στις επενδύσεις αξιόγραφων που εκδίδονται σε ξένο νόμισμα.

Για την αντιστάθμιση κινδύνων έχουν επινοηθεί τα τελευταία χρόνια μια σειρά «εργαλείων», τα οποία εντάσσονται στην κατηγορία των παραγώγων προϊόντων. Τα πλέον χρησιμοποιούμενα προϊόντα είναι τα futures/forwards, ο αγοραστής των οποίων έχει την υποχρέωση να αγοράσει συγκεκριμένο αγαθό (στην περίπτωσή μας αξιόγραφο) έναντι συγκεκριμένης και προκαθορισμένης τιμής, και τα options, στα οποία ο αγοραστής μίας θέσης call έχει, έναντι του συγκεκριμένου ποσού αγοράς, το δικαίωμα (αλλά όχι την υποχρέωση) να αγοράσει το αγαθό στην συμφωνηθείσα τιμή. Συνδυασμός futures και options παράγει τα συνθετικά προϊόντα, τα οποία μπορεί να έχουν πιο επιθυμητές συμπεριφορές, αλλά συνοδεύονται από μεγαλύτερο κόστος συναλλαγής. Ενδεικτικό παράδειγμα είναι η αγορά ενός future και ενός put option.

Γράφημα 6 Δημιουργία συνθετικού long call.



Το αποτέλεσμα είναι η δημιουργία ενός synthetic long call.

Αντίστοιχα μπορούμε να δημιουργήσουμε ένα συνθετικό T-bill, αγοράζοντας μία μετοχή, αγοράζοντας το δικαίωμα πώλησης και πουλώντας το δικαίωμα αγοράς. Με αυτόν τον τρόπο εισπράττουμε το ποσό που αντιστοιχεί στον τόκο του μηδενικού κινδύνου αξιογράφου, χωρίς να υποχρεούμεθα στην καταβολή φόρου για την απόδοση του T-bill.

Με πρόσφατη απόφασή της (3/378/14.4.2006) η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς καθορίζει, πέραν της υποχρέωσης των ΑΕΔΑΚ και ΑΕΕΧ να μετρούν την δυνητική ζημιά (Value at Risk), την δυνατότητα επένδυσης των θεσμικών επενδυτών σε χρηματοοικονομικά παράγωγα, και καθορίζει σχετικά όρια και διαδικασίες, διευρύνοντας και εξειδικεύοντας τα προβλεπόμενα στον ν 3283/2004 περί λειτουργίας ΑΕΔΑΚ και ΑΕΕΧ. Οι θεσμικοί επενδυτές υποχρεούνται στον υπολογισμό της δυνητικής ζημίας των χαρτοφυλακίων τους από την πρώτη Οκτωβρίου 2006.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ

5.1 ΓΕΝΙΚΑ

Στόχος της παρούσας στατιστικής ανάλυσης είναι να μας υποδείξει τις συνήθεις πρακτικές που διέπουν τις συμπεριφορές των διαχειριστών θεσμικών χαρτοφυλακίων. Για τις ανάγκες της ανάλυσης τα μη αριθμητικά δεδομένα έχουν ποσοτικοποιηθεί με την χρήση κλίμακας από το 0 έως το 10.

Τα ερωτηματολόγια που επιστράφηκαν συμπληρωμένα από τις εταιρίες καταχωρήθηκαν στην βάση δεδομένων που δημιουργήθηκε, ειδικά για την συγκεκριμένη έρευνα, με το σύστημα διαχείρισης βάσεων δεδομένων Access. Με την χρήση των προγραμμάτων αναφοράς (reports) αυτής της Βάσης Δεδομένων δημιουργήθηκαν οι πίνακες που ακολουθούν και συνοψίζουν τα ευρήματα.

Για την δημιουργία γραφικών παραστάσεων χρησιμοποιήθηκαν οι ενσωματωμένες δυνατότητες της Access, και όπου αυτές δεν επαρκούσαν έγινε εξαγωγή των δεδομένων στο Excel και χρήση των δυνατοτήτων γραφικής απεικόνισης του Excel.

5.2 ΔΕΙΓΜΑ

Ερωτήθηκε το σύνολο των ΑΕΔΑΚ και ΑΕΕΧ που έχουν έδρα την Ελλάδα (25 – κατά την έρευνα, ήδη έχουν γίνει 26 με την διάσπαση της ING Πειραιώς - και 10 αντιστοίχως). Η συλλογή στοιχείων πραγματοποιήθηκε κατά το διάστημα Μαΐου – Ιουνίου 2006). Πήραμε απαντήσεις από 19 ΑΕΔΑΚ και 6 ΑΕΕΧ. Συνολικά επεξεργαστήκαμε 131 ερωτηματολόγια.

προερχόμενα από 25 διαφορετικές εταιρίες. Τα χαρτοφυλάκια αυτά κατατάσσονται στις ακόλουθες κατηγορίες, ανάλογα με το είδος και την προέλευση :

Πίνακας 3 Κατανομή απαντήσεων κατά είδος και προέλευση

<i>ΕΙΔΟΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ</i>	<i>ΠΛΗΘΟΣ</i>	<i>ΠΟΣΟΣΤΟ</i>	<i>ΠΡΟΕΛΕΥΣΗ</i>
Μετοχικό Εσωτερικού	28	21%	ΑΕΔΑΚ
Μετοχικό Εξωτερικού	17	13%	ΑΕΔΑΚ
Ομολογιών Εσωτερικού	25	19%	ΑΕΔΑΚ
Ομολογιών Εξωτερικού	11	8%	ΑΕΔΑΚ
Διαθέσιμων Εσωτερικού	9	7%	ΑΕΔΑΚ
Διαθέσιμων Εξωτερικού	2	2%	ΑΕΔΑΚ
Μικτό Εσωτερικού	13	10%	ΑΕΔΑΚ
Μικτό Εξωτερικού	5	4%	ΑΕΔΑΚ
Fund of Funds Μετοχικό	6	5%	ΑΕΔΑΚ
Fund of Funds Μικτό	3	2%	ΑΕΔΑΚ
Index Εσωτερικού	1	1%	ΑΕΔΑΚ
Μετοχικό Εσωτερικού	5	4%	ΑΕΕΧ
Μετοχικό Εξωτερικού	2	2%	ΑΕΕΧ
Ομολογίες Εσωτερικό	1	1%	ΑΕΕΧ
Ομολογίες Εξωτερικό	1	1%	ΑΕΕΧ
Μικτό Εσωτερικού	2	2%	ΑΕΕΧ
ΣΥΝΟΛΟ	131	100%	

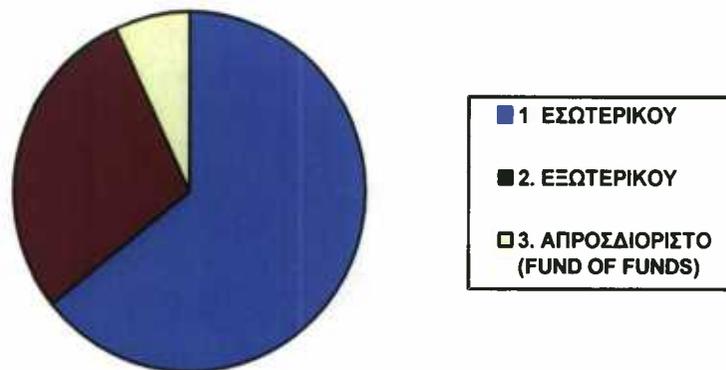
Το πρώτο συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι τα μετοχικά χαρτοφυλάκια είναι τα πλέον δημοφιλή, ακολουθούμενα από τα ομολογιακά. Προκειμένου να διαπιστώσουμε την κατανομή των κεφαλαίων σε ελληνικά και ξένα χαρτοφυλάκια εξετάζουμε τον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 4 Κατανομή χαρτοφυλακίων ως προς την χώρα προέλευσης των αξιογράφων

<i>ΠΡΟΕΛΕΥΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ</i>	<i>ΠΛΗΘΟΣ ΠΟΣΟΣΤΟ</i>	
ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	84	64%
ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	38	29%
ΑΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΟ (FUND OF FUNDS)	9	7%
ΣΥΝΟΛΙΚΑ	131	100%

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει ότι τα δύο τρίτα περίπου των χαρτοφυλακίων της έρευνας επενδύουν κυρίως σε ελληνικής προέλευσης αξιόγραφα. Αυτό φαίνεται καλύτερα στο διάγραμμα που ακολουθεί.

Γράφημα 7 Κατανομή χαρτοφυλακίων ως προς την χώρα προέλευσης των αξιογράφων



Όσον αφορά τις εταιρίες (ΑΕΔΑΚ και ΑΕΕΧ) που διαχειρίζονται τα προαναφερόμενα χαρτοφυλάκια, παρουσιάζουν τα εξής χαρακτηριστικά :

Πίνακας 5 Γενικά χαρακτηριστικά εταιριών δείγματος

ΠΛΗΘΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ (ΑΕΔΑΚ - ΑΕΕΧ)	25
ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΥΨΟΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΖΟΜΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	25.144.850.000 €
ΕΛΑΧΙΣΤΟ ΥΨΟΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΖΟΜΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	8.850.000 €
ΜΕΓΙΣΤΟ ΥΨΟΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΖΟΜΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	9.000.000.000 €
ΜΕΣΟ ΥΨΟΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΖΟΜΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	1.005.794.000 €
ΕΛΑΧΙΣΤΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ ΑΝΑΛΥΤΩΝ - ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ	2
ΜΕΓΙΣΤΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ ΑΝΑΛΥΤΩΝ - ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ	22
ΣΥΝΟΛΙΚΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ ΑΝΑΛΥΤΩΝ - ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ	161
ΕΛΑΧΙΣΤΟ ΔΙΑΧΕΙΡΙΖΟΜΕΝΟ ΠΟΣΟ / ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΗ - ΑΝΑΛΥΤΗ	2.212.500 €
ΜΕΓΙΣΤΟ ΔΙΑΧΕΙΡΙΖΟΜΕΝΟ ΠΟΣΟ / ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΗ - ΑΝΑΛΥΤΗ	1.285.714.286 €
ΜΕΣΟ ΥΨΟΣ ΔΙΑΧ. ΚΕΦ. / ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΗ - ΑΝΑΛΥΤΗ	156.179.193 €

Από τις απαντήσεις που πήραμε διαπιστώνουμε ότι οι εταιρίες κινούνται σε πολύ μεγάλο εύρος, τόσο όσον αφορά το μέγεθος των διαχειριζόμενων κεφαλαίων, όσο και το πλήθος των απασχολούμενων στην ανάλυση και διαχείριση. Ενδεικτικά στοιχεία φαίνονται στον πίνακα που ακολουθεί :

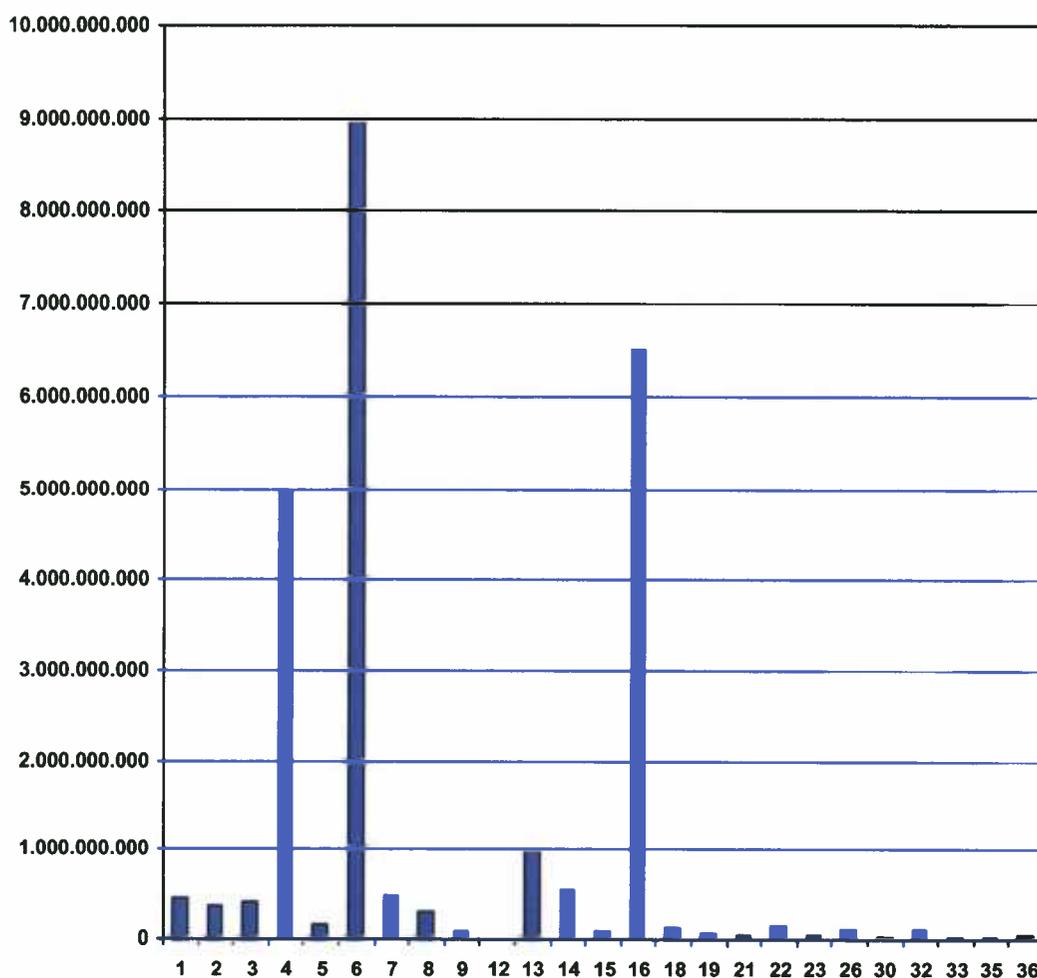
Πίνακας 6 Ύψος διαχειριζόμενων Κεφαλαίων ανά εταιρία

(Πηγή : Στοιχεία των εταιριών, όπως δηλώθηκαν κατά την διάρκεια της έρευνας)

<i>ΚΩΔΙΚΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ</i>	<i>ΔΙΑΧΕΙΡΙΖΟΜΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</i>
12	8.850.000 €
35	11.000.000 €
33	16.000.000 €
30	18.000.000 €
21	35.000.000 €
36	45.000.000 €
23	51.000.000 €
19	70.000.000 €
15	88.000.000 €
9	91.000.000 €
26	100.000.000 €
32	100.000.000 €
18	132.000.000 €
22	150.000.000 €
5	152.000.000 €
8	300.000.000 €
2	360.000.000 €
3	400.000.000 €
1	453.000.000 €
7	500.000.000 €
14	564.000.000 €
13	1.000.000.000 €
4	5.000.000.000 €
16	6.500.000.000 €
6	9.000.000.000 €

Η γραφική παράσταση αυτών των δεδομένων μας δίνει το μέτρο της ανισότητας ανάμεσα στις διάφορες εταιρίες.

Γράφημα 8 Ύψος διαχειριζόμενων κεφαλαίων (σε €) ανά εταιρία



Παρατηρούμε ότι η εταιρία με το μεγαλύτερο ύψος διαχειριζόμενων κεφαλαίων έχει υπό την διαχείρισή της ποσό χίλιες φορές μεγαλύτερο από την εταιρία με το μικρότερο ύψος των διαχειριζόμενων κεφαλαίων. Γενικά παρατηρείται μία συγκέντρωση των διαχειριζόμενων κεφαλαίων στις 3 μεγαλύτερες ΑΕΔΑΚ (EFG, Διεθνική και Alpha) οι οποίες διαχειρίζονται το 75% των συνολικών κεφαλαίων. Αντίστοιχα οι διαχειριστές-αναλυτές είναι υπεύθυνοι για ποσά από 2 εκατ. € έως 1285 εκατ. €. Το ποσό των 1285 εκατ. € φαίνεται υπερβολικό για να τυγχάνει διαχείρισεως από ένα μόνο άτομο, και εικάζουμε ότι ενδεχομένως οφείλεται στο γεγονός ότι κάποιες μεγάλες ΑΕΔΑΚ, που έχουν ανεξάρτητη μονάδα asset management στον όμιλο τους, αναθέτουν τις εργασίες ανάλυσης στους αναλυτές αυτής της μονάδας για λογαριασμό της ΑΕΔΑΚ. Με αυτόν τον τρόπο ερμηνεύουμε την στελέχωση μιας μεγάλης

ΑΕΔΑΚ με 22 διαχειριστές και 0 (μηδέν) αναλυτές, όπως τουλάχιστον δηλώθηκε στο ερωτηματολόγιο.

Κατά την ανάλυση των δεδομένων στις ενότητες που ακολουθούν, όπου παρουσιάζονται μέσοι όροι αυτοί αναφέρονται στην κλίμακα 0 έως 10 (όπου με 0 συμβολίζεται η μηδενική χρήση και με 10 συμβολίζεται η πλήρης χρήση).

5.3 ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΚΑΤΑΝΟΜΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

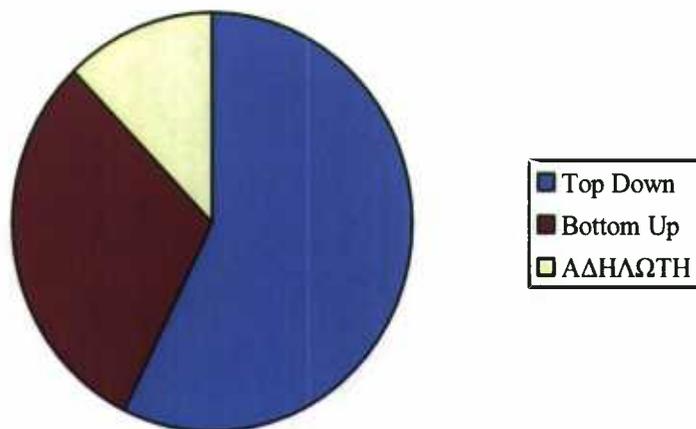
Από την επεξεργασία των στοιχείων παρατηρείται μία σαφής προτίμηση στην top down προσέγγιση

Πίνακας 7 Προσέγγιση κατανομής κεφαλαίων

Είδος προσέγγισης	Πλήθος Χαρτοφυλακίων	Ποσοστό
Top Down	75	57%
Bottom Up	40	31%
ΑΔΗΛΩΤΗ	16	12%
Συνολικά	131	100%

Το 57 % των χαρτοφυλακίων ακολουθεί top down προσέγγιση και μόνο 31 % ακολουθεί bottom – up. Σε ένα ποσοστό 12 % οι διαχειριστές δεν δήλωσαν την προσέγγιση που ακολουθούν για την κατανομή κεφαλαίων. Θεωρούμε ως πιθανότερη αιτία μη δήλωσης την μη συστηματική υιοθέτηση κάποιας μεθόδου, και την χρήση των δύο περιπτώσεων κατά περίπτωση. Σχηματικά η προσέγγιση κατανομής κεφαλαίων φαίνεται στο παρακάτω διάγραμμα.

Γράφημα 9 Προσέγγιση κατανομής κεφαλαίων



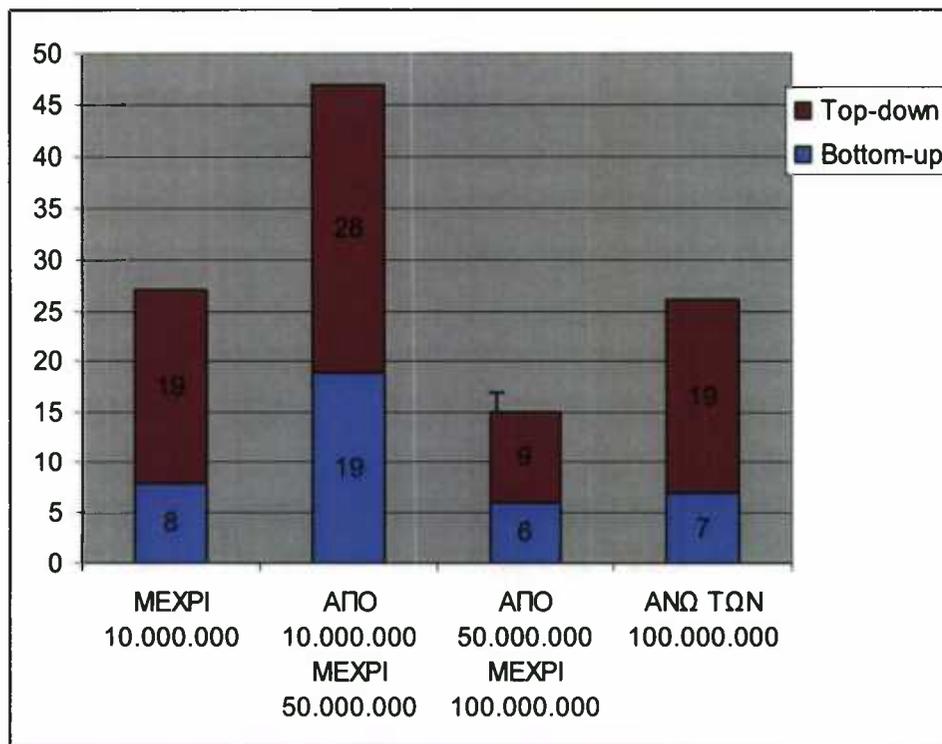
Προκειμένου να διαπιστώσουμε αν το ύψος των διαχειριζόμενων κεφαλαίων επηρεάζει τον τρόπο κατανομής, τροποποιούμε τον προηγούμενο πίνακα ώστε να συμπεριλάβουμε και το ύψος του διαχειριζόμενου κεφαλαίου. Προκύπτει ο πίνακας που ακολουθεί.

Πίνακας 8 Προσέγγιση κατανομής κεφαλαίων ανάλογα με το ύψος των διαχειριζόμενων κεφαλαίων

ΥΨΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	ΚΑΤΑΝΟΜΗ	ΠΛΗΘΟΣ	ΠΟΣΟΣΤΟ
ΜΕΧΡΙ 10.000.000			
	Top Down	19	70%
	Bottom Up	8	30%
ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑΣ		27	100%
ΑΠΟ 10.000.000 ΜΕΧΡΙ 50.000.000			
	Top Down	28	60%
	Bottom Up	19	40%
ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑΣ		47	100%
ΑΠΟ 50.000.000 ΜΕΧΡΙ 100.000.000			
	Top Down	9	60%
	Bottom Up	6	40%
ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑΣ		15	100%
ΑΝΩ ΤΩΝ 100.000.000			
	Top Down	19	73%
	Bottom Up	7	27%
ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑΣ		26	100%

Διαπιστώνουμε ότι σε όλες τις κατηγορίες ακολουθείται η προσέγγιση κατανομής top down, σε ποσοστό από 60 % έως 73 %, χωρίς να παρατηρείται τάση που να εξαρτάται από το μέγεθος του χαρτοφυλακίου. Συνεπώς το ύψος των διαχειριζόμενων κεφαλαίων δεν επηρεάζει σημαντικά την προσέγγιση κατανομής τους. Γραφικά τα παραπάνω δεδομένα απεικονίζονται στο διάγραμμα που ακολουθεί.

Γράφημα 10 Προσέγγιση κατανομής κεφαλαίων ανάλογα με το ύψος των διαχειριζόμενων κεφαλαίων



5.4 ΠΗΓΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ

Στα πλαίσια της έρευνας ενδιαφερόμαστε να πληροφορηθούμε τόσο τα μέσα από τα οποία αντλούν πληροφορίες οι διαχειριστές, όσο και το είδος των αντλούμενων πληροφοριών.

5.4.1 Μέσα άντλησης πληροφοριών

Οι αναλυτές/διαχειριστές γίνονται δέκτες μεγάλου πλήθους πληροφοριών, η ποσότητα και ποιότητα των οποίων αντανακλάται άμεσα στις επενδυτικές τους επιλογές (και στην επιτυχία αυτών). Στα πλαίσια της έρευνας ενδιαφερόμαστε αφενός για τα μέσα πληροφόρησης που



είναι διαθέσιμα σε κάθε εταιρία, και αφετέρου για την βαρύτητα που αποδίδουν αναλυτές/διαχειριστές στην πληροφόρηση που παίρνουν από κάθε διαθέσιμο μέσο.

Από τα στοιχεία προκύπτει ότι μέσο πληροφόρησης που είναι διαθέσιμο και χρησιμοποιείται από τις περισσότερες εταιρίες είναι το Internet, το οποίο χρησιμοποιείται από σύνολο των εταιριών (25), ακολουθούμενο από τον γραπτό τύπο, που χρησιμοποιείται από 23 εταιρίες (92%).

Πίνακας 9 Διατιθέμενα μέσα άντλησης πληροφόρησης

<i>ΠΗΓΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ</i>	<i>ΠΛΗΘΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ</i>	<i>ΠΟΣΟΣΤΟ</i>
Internet	25	100%
Γραπτός Τύπος	23	92%
Bloomberg	22	88%
Reuters	20	80%
Ηλεκτρονικός Τύπος	11	44%
Telerate	0	0%

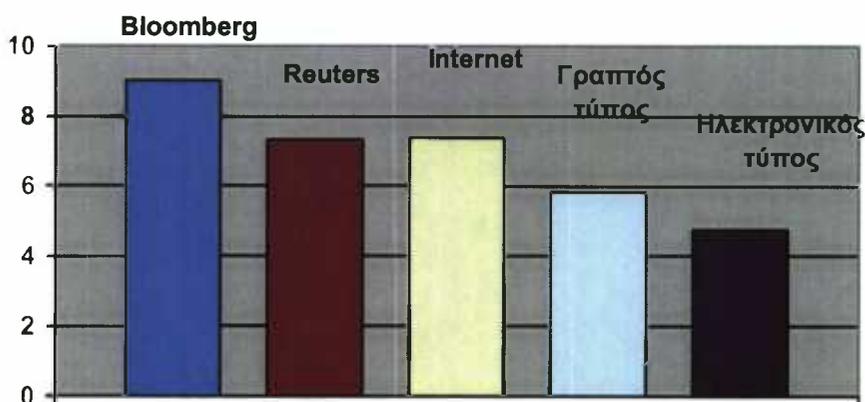
Ο παραπάνω πίνακας μας ενημερώνει για τα μέσα πληροφόρησης που είναι διαθέσιμα σε κάθε εταιρία (και εύλογα εμφανίζονται ως πρώτα σε διαθεσιμότητα τα μέσα με μηδενικό ή χαμηλό κόστος πρόσβασης), αλλά δεν μας δίνει καμία πληροφορία για την χρήση κάθε μέσου. Προκειμένου να διαπιστώσουμε πόσο χρησιμοποιείται κάθε μέσο, καταρτίζουμε τον παρακάτω πίνακα

Πίνακας 10 Χρήση των διατιθέμενων μέσων πληροφόρησης

Bloomberg	9,00
Reuters	7,31
Internet	7,38
Γραπτός τύπος	5,83
Ηλεκτρονικός τύπος	4,74

Αυτός ο πίνακας (ο οποίος περιλαμβάνει μόνο τις απαντήσεις των διαχειριστών που δήλωσαν ότι έχουν πρόσβαση στο αντίστοιχο μέσο) απεικονίζει πόσο βασίζεται κάθε διαχειριστής στις πληροφορίες που παίρνει από κάθε μέσο. Παρατηρούμε μία υπεροχή στην μέση χρησιμοποίηση του Bloomberg, η οποία υποδηλώνει ότι μπορεί μεν το Bloomberg να χρησιμοποιείται από λιγότερες εταιρίες, αλλά όπου χρησιμοποιείται αποτελεί το κύριο μέσο άντλησης πληροφοριών. Ακολουθεί η χρήση του Internet και του πληροφοριακού συστήματος Reuters. Τα παραπάνω απεικονίζονται στο γράφημα που ακολουθεί.

Γράφημα 11 Χρήση των διατιθέμενων μέσων πληροφόρησης



Πρέπει να παρατηρήσουμε ότι μία εταιρία δήλωσε ότι χρησιμοποιεί (πέραν των προαναφερόμενων) το προϊόν effect finance.

5.4.2 Είδος αντλούμενης πληροφόρησης

Πέραν της πηγής πληροφόρησης, ενδιαφέρον παρουσιάζει και το είδος της πληροφόρησης που αντλείται. Διαπιστώνουμε ότι οι περισσότερες εταιρίες βασίζονται σε χρηματοοικονομικές αναλύσεις τρίτων φορέων για την αξιολόγηση των αξιογράφων.

Πίνακας 11 Μορφές αντλούμενης πληροφόρησης

Χρηματοοικονομική ανάλυση της εταιρίας σας (εσωτερική) για τον εκδότη	6,51
Χρηματοοικονομική ανάλυση τρίτου φορέα για τον εκδότη	7,89
Δημοσιεύσεις του εκδότη του αξιογράφου	7,17
Συναντήσεις με την διοίκηση του εκδότη του αξιογράφου	4,79

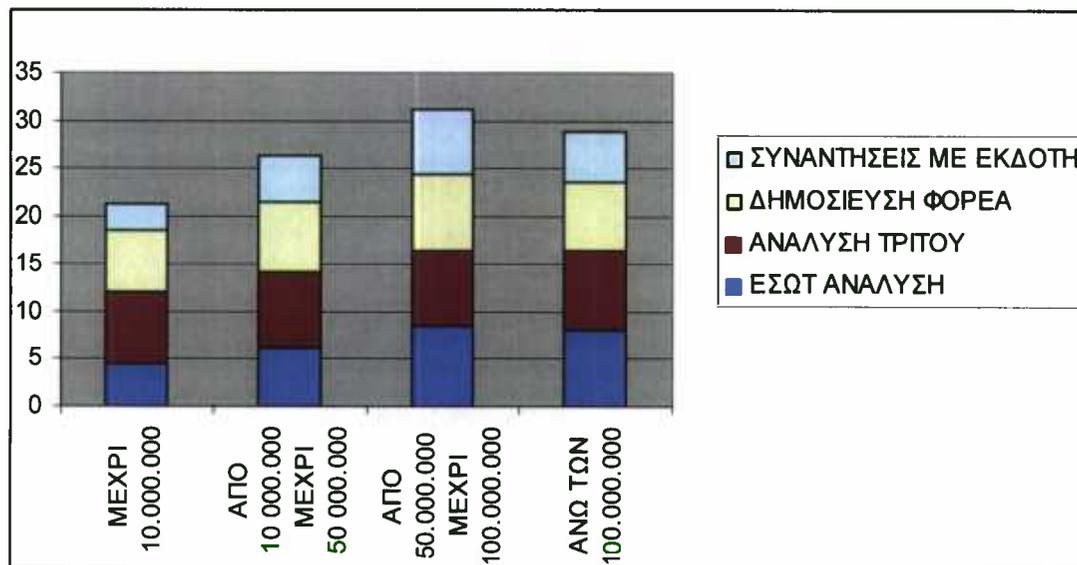
Προκειμένου να εξετάσουμε κατά πόσον το ύψος των διαχειριζόμενων κεφαλαίων του χαρτοφυλακίου (που εμμέσως σχετίζεται με το συνολικό ύψος των διαχειριζόμενων κεφαλαίων της εταιρίας) επηρεάζει το είδος των χρησιμοποιούμενων αναλύσεων, εισάγουμε αυτήν την παράμετρο :

Πίνακας 12 Χρησιμοποιούμενες μορφές ανάλυσης ανά ύψος χαρτοφυλακίου

ΥΨΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	ΕΣΩΤ ΑΝΑΛΥΣΗ	ΤΡΙΤΟΥ ΦΟΡΕΑ	ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗ ΕΚΔΟΤΗ	ΣΥΝΑΝΤΗΣΕΙΣ ΜΕ ΕΚΔΟΤΗ	ΠΛΗΘΟΣ
ΜΕΧΡΙ 10.000.000	4,48	7,52	6,45	2,81	31
ΑΠΟ 10.000.000 ΜΕΧΡΙ 50.000.000	6,21	7,83	7,38	4,96	53
ΑΠΟ 50.000.000 ΜΕΧΡΙ 100.000.000	8,38	8,13	7,88	6,81	16
ΑΝΩ ΤΩΝ 100.000.000	8,10	8,26	7,16	5,42	31

Διαπιστώνουμε ότι οι διαχειριστές των μεγαλύτερων χαρτοφυλακίων κάνουν μεγαλύτερη χρήση εσωτερικής ανάλυσης, χωρίς να υποβαθμίζουν την χρήση των άλλων μορφών ενημέρωσης. Τα παραπάνω αποτελέσματα οπτικοποιούνται στο γράφημα που ακολουθεί

Γράφημα 12 Χρησιμοποιούμενες μορφές ανάλυσης ανά ύψος χαρτοφυλακίου



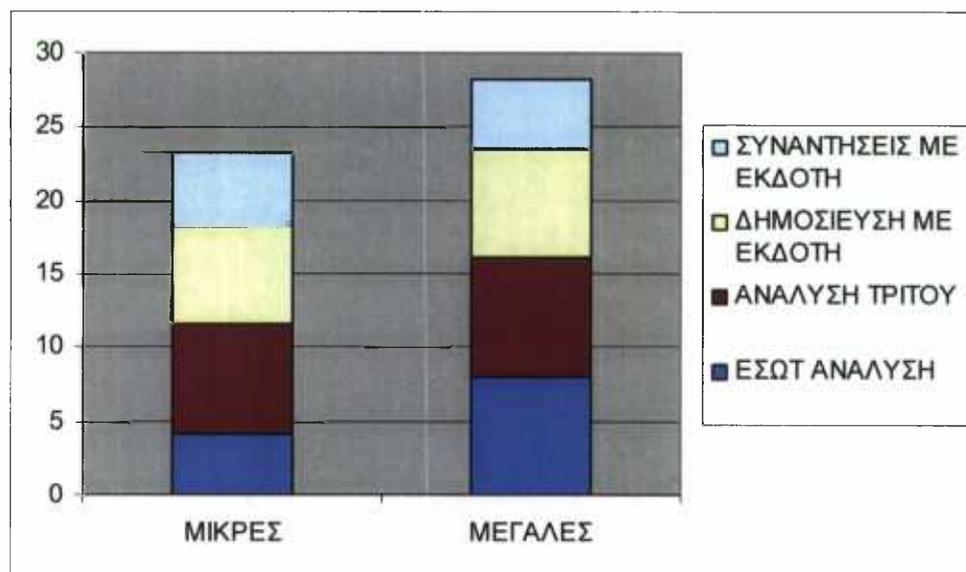
Προκειμένου να διαπιστώσουμε αμεσότερα την συσχέτιση του είδους των χρησιμοποιούμενων αναλύσεων με το μέγεθος της εταιρίας (και όχι πλέον του χαρτοφυλακίου), κατατάσσουμε τις εταιρίες σε δύο κατηγορίες : στις «μικρές», με συνολικά διαχειριζόμενα κεφάλαια κάτω των 200.000.000 €, και στις «μεγάλες» με συνολικά διαχειριζόμενα κεφάλαια άνω των 200.000.000. Το αποτέλεσμα της ανάλυσης επιβεβαιώνει το προηγούμενο αποτέλεσμα.

Πίνακας 13 Χρησιμοποιούμενες μορφές ανάλυσης ανά ύψος συνολικά διαχειριζόμενων κεφαλαίων

ΥΨΟΣ ΣΥΝ. ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	ΕΣΩΤ. ΑΝΑΛΥΣΗ	ΤΡΙΤΟΥ ΦΟΡΕΑ	ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗ ΕΚΔΟΤΗ	ΣΥΝΑΝΤΗΣΕΙΣ ΜΕ ΔΙΟΙΚΗΣΗ	ΠΛΗΘΟΣ
Μικρό	4,14	7,41	6,76	4,98	49 ερωτ / 15 εταιρίες
Μεγάλο	7,93	8,18	7,41	4,67	82 ερωτ / 10 εταιρίες

Διαπιστώνουμε ότι στις 10 «μεγάλες» εταιρίες γίνεται υπερδιπλάσια χρήση εσωτερικών αναλύσεων σε σχέση με τις 15 «μικρές». Αυτό αποδίδεται στην ύπαρξη καλά στελεχομένων τμημάτων ανάλυσης στις μεγάλες εταιρίες, που παράγουν μεγάλο πλήθος αναλύσεων. Όσον αφορά στα υπόλοιπα είδη αντλούμενης πληροφόρησης δεν διαπιστώνουμε ιδιαίτερες διαφορές.

Γράφημα 13 Χρησιμοποιούμενες μορφές ανάλυσης ανά ύψος συνολικά διαχειριζόμενων κεφαλαίων



5.4.3 Χρήση βαθμολογίας οίκων αξιολόγησης

Η ύπαρξη των οίκων αξιολόγησης εταιριών και αξιογράφων δίνει την δυνατότητα στους διαχειριστές να έχουν μια κατά τεκμήριο αξιόπιστη άποψη για την οικονομική ευρωστία των επιχειρήσεων (και την αξία των εκδιδόμενων από αυτές αξιογράφων).

5.4.3.1 Χρησιμοποιούμενοι οίκοι

Η επεξεργασία των απαντήσεων μας πληροφορεί ότι γίνεται ευρύτερη χρήση των πληροφοριών που παρέχει η Standard & Poor's και κατά δεύτερο λόγο η Moody's.

Πίνακας 14 Χρήση εκτιμήσεων οίκων αξιολόγησης

Standard & Poor's	7,11
Moody's	6,35
Fitch	4,08
Duff & Phelps	0,28
ΠΛΗΘΟΣ	131

Στον παραπάνω πίνακα υπολογίζεται η χρήση των εκτιμήσεων των διαφόρων οίκων, θεωρώντας ότι όλες οι εταιρίες έχουν πρόσβαση σε όλους τους οίκους αξιολόγησης και κάνουν χρήση των υπηρεσιών αυτών. Αυτή η υπόθεση φαίνεται να μην ισχύει γιατί η χρήση των υπηρεσιών ορισμένων οίκων σε αρκετά ερωτηματολόγια είναι βαθμολογημένη με 0 (μηδέν). Αυτό ερμηνεύεται είτε ως έλλειψη πρόσβασης στις υπηρεσίες των οίκων αυτών είτε ως έλλειψη ενδιαφέροντος για την χρήση αυτών των οίκων. Το παραπάνω φαινόμενο αφορά κυρίως τον οίκο Duff & Phelps, και ερμηνεύει το χαμηλό βαθμό χρήσης που παρουσιάζει. Αναλυτικά στοιχεία μας δίνει ο παρακάτω πίνακας.

Πίνακας 15 Οίκοι αξιολόγησης με μηδενική χρήση από εταιρίες

ΟΙΚΟΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ	ΜΗΔΕΝΙΚΗ ΧΡΗΣΗ	ΠΟΣΟΣΤΟ
Standard & Poor's	25	19%
Moody's	37	28%
Fitch	61	47%
Duff & Phelps	125	95%

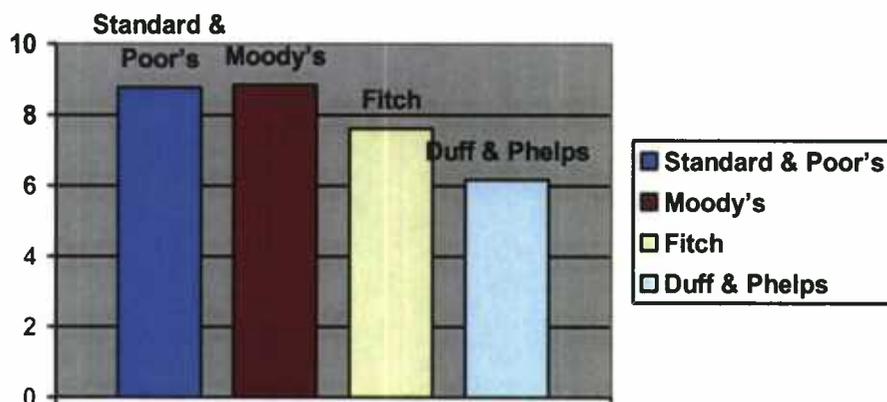
Όπως φαίνεται στον παραπάνω πίνακα, το 81% κάνει χρήση των υπηρεσιών των Standard & Poor's αλλά μόνο το 5% κάνει χρήση των υπηρεσιών των Duff & Phelps. Προκειμένου να διαπιστώσουμε την βαρύτητα που δίνει κάθε διαχειριστής στους οίκους που χρησιμοποιεί, αφαιρούμε τους μη χρησιμοποιούμενους οίκους από την επεξεργασία και προκύπτει ο παρακάτω πίνακας.

Πίνακας 16 Χρήση των οίκων αξιολόγησης

Standard & Poor's	8,78
Moody's	8,85
Fitch	7,63
Duff & Phelps	6,17
ΣΥΝΟΛΟ	131

Από τους δύο παραπάνω πίνακες προκύπτει ότι, ενώ ο πλέον χρησιμοποιούμενος οίκος αξιολόγησης είναι ο Standard & Poor's, οι διαχειριστές βασίζονται ελαφρά περισσότερο στις αξιολογήσεις που παρέχονται από τον Moody's.

Γράφημα 14 Χρήση των οίκων αξιολόγησης



5.4.3.2 Ποσοστό αξιολογημένων αξιογράφων

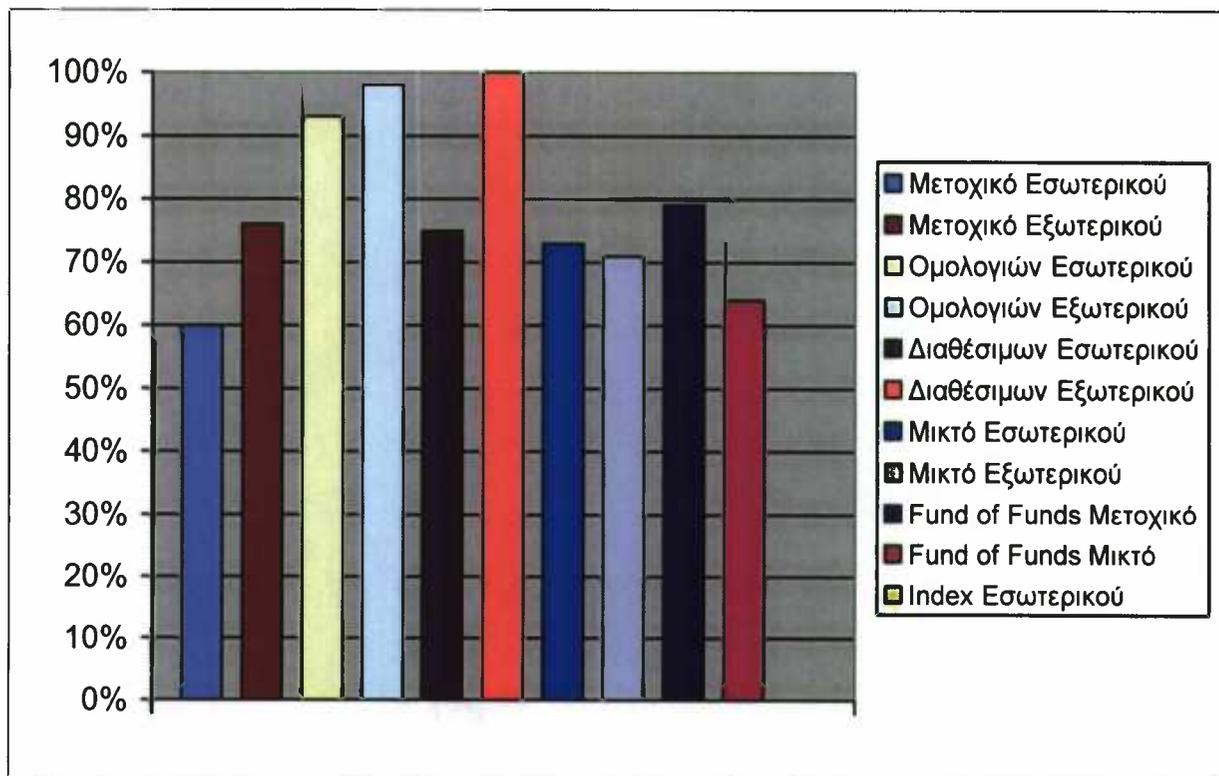
Από τα στοιχεία προκύπτει ότι οι διαχειριστές έχουν στο χαρτοφυλάκιο τους τίτλους αξιολογημένους κατά 79 % από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης. Ενδιαφέρον έχει η κατανομή των αξιολογημένων τίτλων κατά είδος χαρτοφυλακίου. Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει αυτήν την κατανομή για τα χαρτοφυλάκια των ΑΕΔΑΚ.

Πίνακας 17 Αξιολογημένα αξιόγραφα ανά είδος Χαρτοφυλακίου

ΕΙΔΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ	ΠΛΗΘΟΣ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΑΞΙΟΛΟΓΗΜΕΝΩΝ ΑΞΙΟΓΡΑΦΩΝ
Μετοχικό Εσωτερικού	28	60%
Μετοχικό Εξωτερικού	17	76%
Ομολογιών Εσωτερικού	25	93%
Ομολογιών Εξωτερικού	11	98%
Διαθέσιμων Εσωτερικού	9	75%
Διαθέσιμων Εξωτερικού	2	100%
Μικτό Εσωτερικού	14	73%
Μικτό Εξωτερικού	5	71%
Fund of Funds Μετοχικό	6	80%
Fund of Funds Μικτό	3	64%
Index Εσωτερικού	1	
ΣΥΝΟΛΙΚΑ	121	

Διαπιστώνουμε ότι τα μετοχικά ΑΚ περιέχουν το μικρότερο ποσοστό αξιολογημένων τίτλων, και μάλιστα τα μετοχικά εσωτερικού (μόλις 60 %). Αυτό αντικατοπτρίζει την έλλειψη αξιολογήσεων για τις περισσότερες ελληνικές εταιρίες εκ μέρους των διεθνών οίκων αξιολόγησης. Στον αντίποδα βρίσκονται τα ομολογιακά ΑΚ εξωτερικού (98 %) και τα διαθέσιμων εξωτερικού (100 %), αν και για τα τελευταία δεν μπορούμε να βγάλουμε ασφαλή συμπεράσματα λόγω του μικρού δείγματος (μόνο 2 ΑΚ συμμετέχουν στο δείγμα).

Γράφημα 15 Αξιολογημένα αξιόγραφα ανά είδος Χαρτοφυλακίου



5.5 ΜΕΘΟΔΟΙ ΛΗΨΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ

Προκειμένου να επιλεγεί ο βαθμός επένδυσης σε κάθε χρηματοοικονομικό προϊόν, ο διαχειριστής του χαρτοφυλακίου πρέπει να εκτιμήσει τα αναμενόμενα οφέλη της επένδυσης. Δύο είναι οι βασικές μέθοδοι, της ανάλυσης θεμελιωδών μεγεθών (που εξετάζει μακροοικονομικούς παράγοντες, προεξόφληση ταμειακών ροών και δείκτες συγκριτικής αποτίμησης), και της τεχνικής ανάλυσης. Επίσης εταιρικές ανακοινώσεις και προσωπική ενημέρωση συμμετέχουν στην διαμόρφωση της επενδυτικής απόφασης. Η συμμετοχή κάθε μεθόδου φαίνεται στον πίνακα που ακολουθεί :

Πίνακας 18 Χρήση μεθόδων λήψης επενδυτικών αποφάσεων

Μακροοικονομικοί Παράγοντες	8,82
Μοντέλα Προεξόφλησης Χρηματικών Ροών	5,52
Δείκτες Συγκριτικής Αποτίμησης	6,95
Τεχνική Ανάλυση	4,98
Εταιρικές Ανακοινώσεις	5,23
Προσωπική πληροφόρηση	2,10

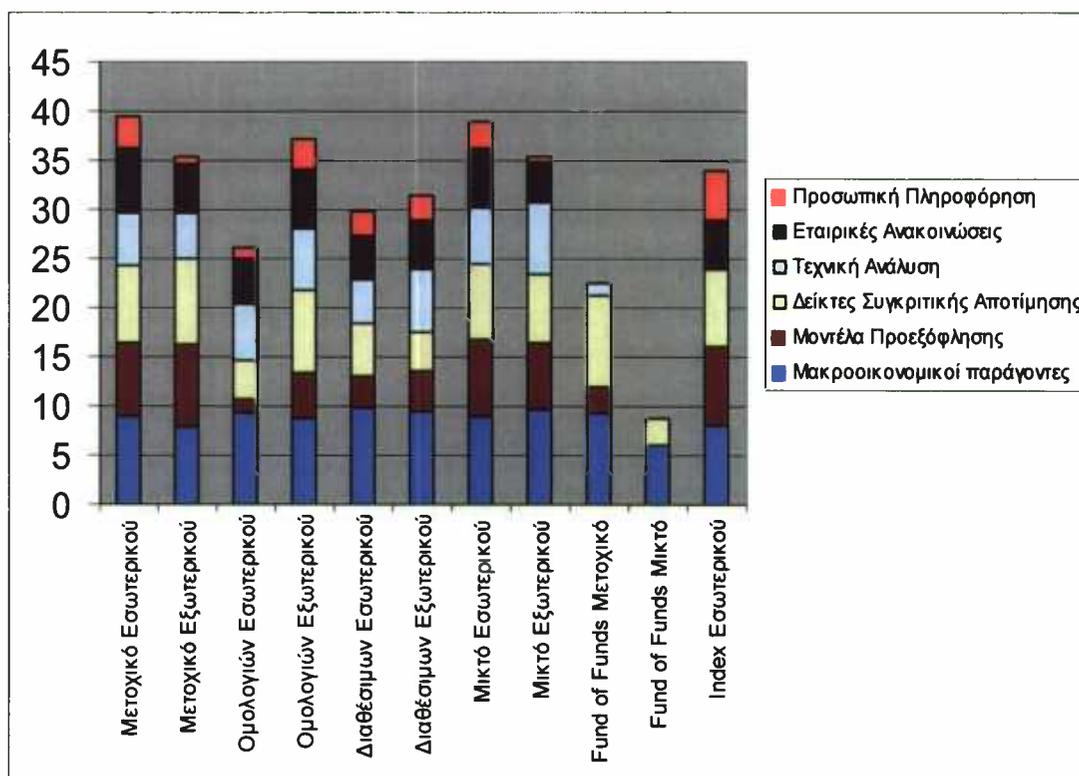
Παρατηρούμε ότι κυρίαρχο ρόλο παίζει η εξέταση των μακροοικονομικών παραγόντων. Προκειμένου να διαπιστώσουμε πώς επηρεάζεται η χρήση κάθε είδους ανάλυσης από το είδος του χαρτοφυλακίου, εισάγουμε στην ανάλυση αυτήν την παράμετρο, και παίρνουμε τα αποτελέσματα που φαίνονται στον πίνακα που ακολουθεί (και αναφέρεται μόνο στα Αμοιβαία Κεφάλαια, για τα οποία έχουμε επαρκές δείγμα) :

Πίνακας 19 Χρήση μεθόδων λήψης επενδυτικών αποφάσεων ανά είδος χαρτοφυλακίου

<i>ΕΙΔΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ</i>		<i>Μακρο οικονομικοί Παράγοντες</i>	<i>Μοντέλα Προεξό φλησης</i>	<i>Δείκτες Συγκριτικής Αποτίμησης</i>	<i>Τεχνική Ανάλυση</i>	<i>Εταιρικές Ανακοινώσεις</i>	<i>Προσωπική πληροφόρηση</i>
Μετοχικό Εσωτερικού	28	8,89	7,61	7,71	5,36	6,75	3,15
Μετοχικό Εξωτερικού	17	7,82	8,41	8,76	4,59	5,06	0,69
Ομολογιών Εσωτερικού	25	9,36	1,32	4,00	5,76	4,56	1,16
Ομολογιών Εξωτερικού	11	8,73	4,73	8,30	6,27	6,10	3,00
Διαθέσιμων Εσωτερικού	9	9,89	3,11	5,33	4,56	4,44	2,44
Διαθέσιμων Εξωτερικού	2	9,50	4,00	4,00	6,50	5,00	2,50
Μικτό Εσωτερικού	14	8,86	7,86	7,71	5,71	6,07	2,77
Μικτό Εξωτερικού	5	9,60	6,80	7,00	7,40	4,00	0,60
Fund of Funds Μετοχικό	6	9,33	2,67	9,17	1,33	0,00	0,00
Fund of Funds Μικτό	3	6,00	0,00	2,67	0,00	0,00	0,00
Index Εσωτερικού	1	8,00	8,00	8,00	0,00	5,00	5,00
ΣΥΝΟΛΙΚΑ	121	8,73	4,95	6,61	4,32	4,27	1,94

Διαπιστώνουμε ότι ενώ οι μακροοικονομικοί παράγοντες χρησιμοποιούνται συστηματικά για όλα τα είδη χαρτοφυλακίων, τα μοντέλα προεξόφλησης χρησιμοποιούνται κυρίως για τα μετοχικά χαρτοφυλάκια, αρκετά για τα μικτά και ελάχιστα για τα ομολογιακά και τα funds of funds. Αντίστοιχα οι δείκτες συγκριτικής αποτίμησης και η τεχνική ανάλυση χρησιμοποιούνται αρκετά σε όλα τα χαρτοφυλάκια, εκτός από τα funds of funds.

Γράφημα 16 Μέθοδοι λήψης επενδυτικών αποφάσεων ανά είδος χαρτοφυλακίου



5.5.1 Χρησιμοποιούμενα μοντέλα προεξόφλησης ταμειακών ροών.

Από τα χρησιμοποιούμενα μοντέλα προεξόφλησης ταμειακών ροών αυτό που χρησιμοποιείται ευρύτερα είναι το Dividend Discount Model, όπως προκύπτει από τον πίνακα που ακολουθεί.

Πίνακας 20 Χρήση μοντέλων προεξόφλησης ταμειακών ροών

Dividend Discount Models	5,36
Free Cash Flow to Equity Models	4,67
Free Cash Flow to Firm Models	3,36
Economic Value Added Models	2,70

Προκειμένου να εξετάσουμε την χρήση κάθε μοντέλου στα διάφορα είδη χαρτοφυλακίων

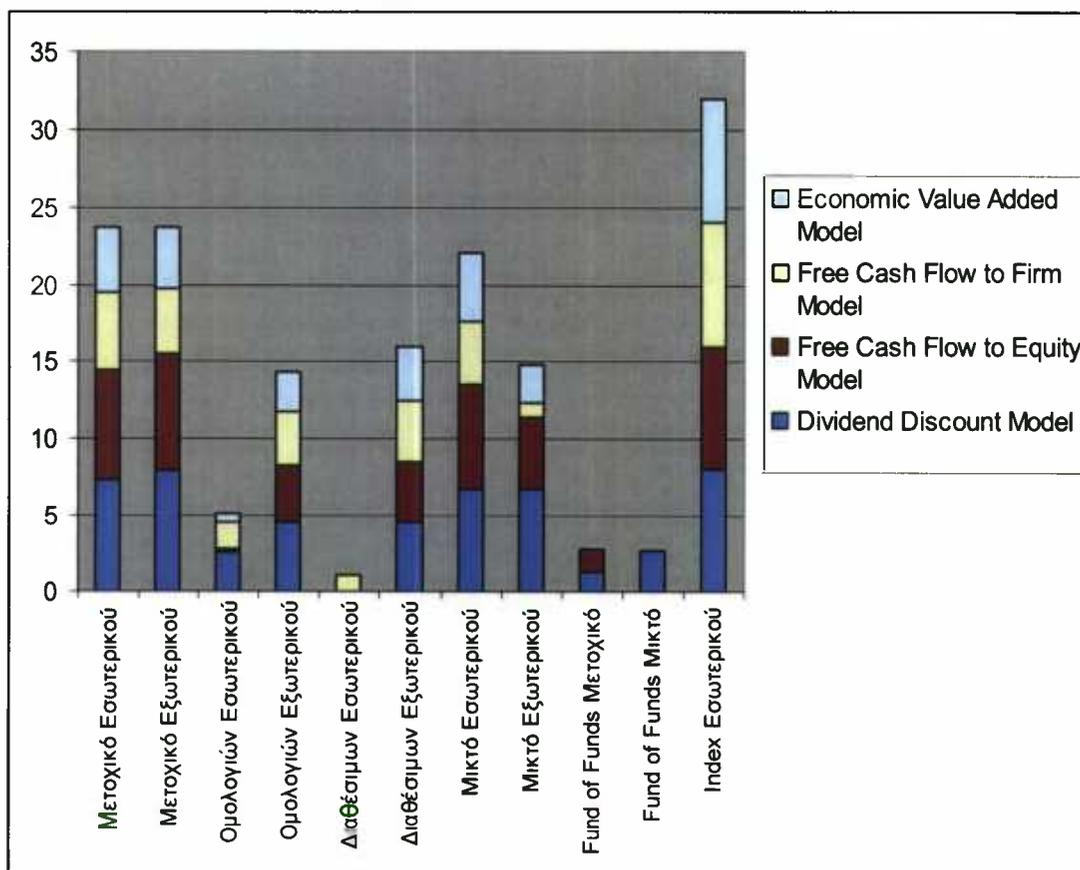
Αμοιβαίων Κεφαλαίων, καταρτίζουμε τον ακόλουθο πίνακα :

Πίνακας 21 Χρήση μοντέλων προεξόφλησης ταμειακών ροών ανά είδος χαρτοφυλακίου

<i>ΕΙΔΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ</i>		<i>Dividend Discount Models</i>	<i>Free Cash Flow to Equity Models</i>	<i>Free Cash Flow to Firm Models</i>	<i>Economic Value Added Models</i>
Μετοχικό Εσωτερικού	28	7,32	7,14	5,04	4,18
Μετοχικό Εξωτερικού	17	7,88	7,65	4,24	3,88
Ομολογίων Εσωτερικού	25	2,54	0,29	1,71	0,58
Ομολογίων Εξωτερικού	11	4,50	3,80	3,50	2,60
Διαθέσιμων Εσωτερικού	9	0,00	0,00	1,00	0,00
Διαθέσιμων Εξωτερικού	2	4,50	4,00	4,00	3,50
Μικτό Εσωτερικού	14	6,79	6,71	4,07	4,50
Μικτό Εξωτερικού	5	6,80	4,60	1,00	2,40
Fund of Funds Μετοχικό	6	1,33	1,50	0,00	0,00
Fund of Funds Μικτό	3	2,67	0,00	0,00	0,00
Index Εσωτερικού	1	8,00	8,00	8,00	8,00

Από τον πίνακα προκύπτει ότι όλα τα μοντέλα προεξόφλησης χρηματικών ροών χρησιμοποιούνται κυρίως για την αξιολόγηση μετοχικών χαρτοφυλακίων (με πλέον χρησιμοποιούμενα τα Dividend Discount Model και Free Cash Flow to Equity). Επίσης φαίνεται ότι τα μοντέλα αυτά χρησιμοποιούνται και στην περίπτωση των μικτών χαρτοφυλακίων. Ελάχιστη χρήση φαίνεται να παρουσιάζουν στην περίπτωση των χαρτοφυλακίων Διαθεσίμων Εσωτερικού, όπου, όπως προέκυψε από τις συζητήσεις που έγιναν με διαχειριστές κατά την διαδικασία της παραλαβής των ερωτηματολογίων, ο κύριος παράγων επιλογής είναι το προσφερόμενο επιτόκιο σε συνδυασμό με την πιστοληπτική ικανότητα του αντισυμβαλλόμενου. Τα παραπάνω απεικονίζονται στο γράφημα που ακολουθεί.

Γράφημα 17 Μοντέλα προεξόφλησης ανά είδος χαρτοφυλακίου.



5.5.2 Χρησιμοποιούμενοι δείκτες συγκριτικής αποτίμησης

Σχετικά με τους δείκτες συγκριτικής αποτίμησης, από τον πίνακα που ακολουθεί προκύπτει ότι ο δείκτης Price / Earnings είναι αυτός που χρησιμοποιείται περισσότερο, ενώ και οι δείκτες Return on Investment και Price / Book Value χρησιμοποιούνται συχνά.

Πίνακας 22 Χρήση δεικτών συγκριτικής αποτίμησης

Price /Earnings	6,05
Price / Growth	4,33
Price / Book Value	5,19
Price/sales	3,57
Enterprise Value / EBIT	3,92
Return on investment	5,27
Net Profit Margin	4,74
Enterprise Value / Sales	3,06
Enterprise Value / Book capital	2,89
Enterprise Value / EBITDA	4,67
ΣΥΝΟΛΟ ΕΡΩΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΩΝ	131

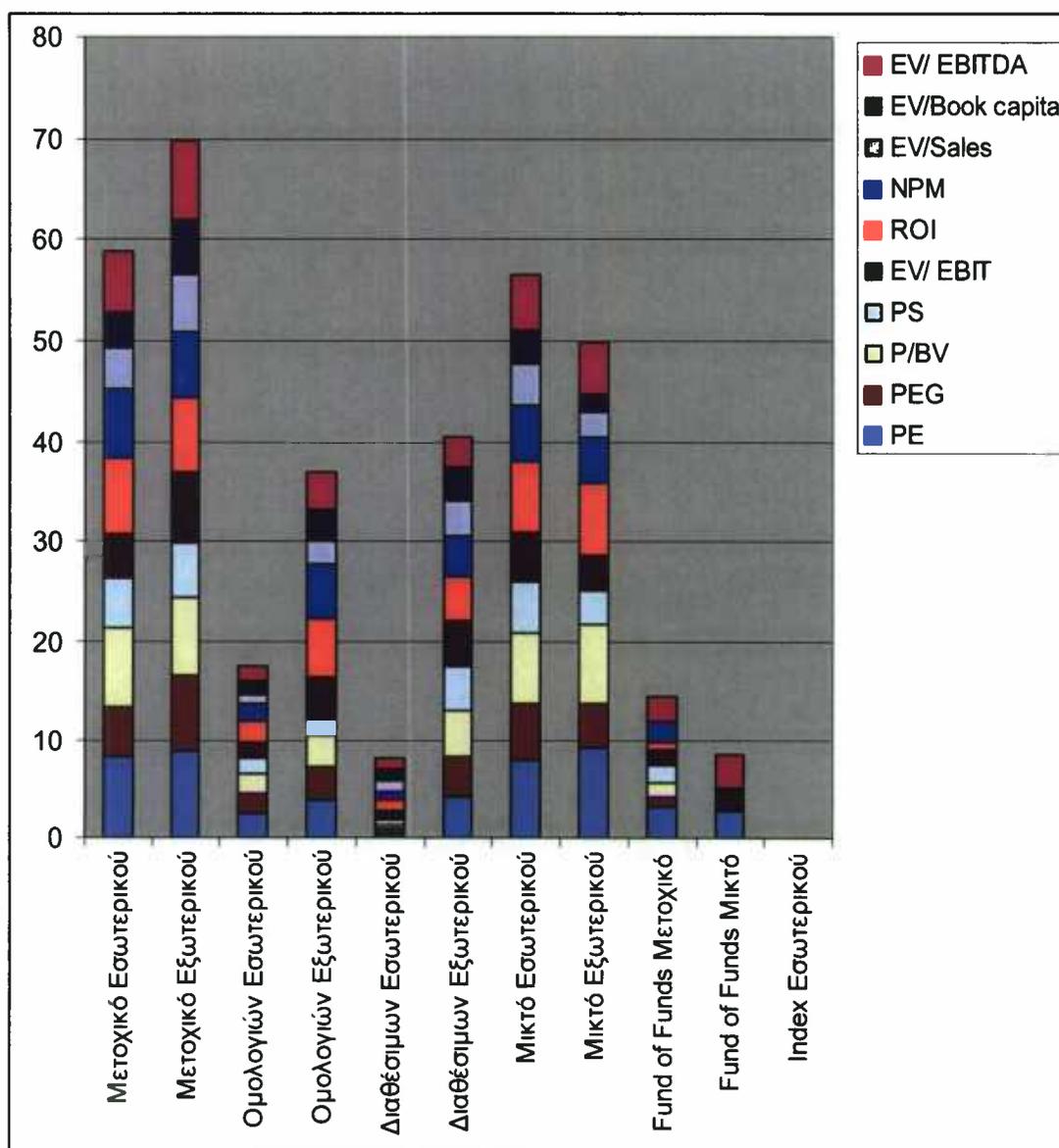
Προκειμένου να διαπιστώσουμε ενδεχόμενη συσχέτιση χρήσης δεικτών με συγκεκριμένες κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων καταρτίζουμε τον πίνακα που ακολουθεί.

Πίνακας 23 Χρήση δεικτών συγκριτικής αποτίμησης ανά κατηγορία Αμοιβαίων Κεφαλαίων

ΕΙΔΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ	PE	PEG	P/BV	PS	EV/ EBIT	ROI	NPM	EV/ Sales	EV/ Book capital	EV/ EBITDA	
Μετοχικό Εσωτερικού	28	8,43	5,04	7,82	5,04	4,43	7,64	6,89	4,00	3,50	6,07
Μετοχικό Εξωτερικού	17	9,06	7,59	7,65	5,47	7,18	7,35	6,53	5,76	5,47	7,71
Ομολογιών Εσωτερικού	25	2,50	2,33	1,83	1,67	1,50	2,13	1,75	1,00	1,33	1,50
Ομολογιών Εξωτερικού	11	4,10	3,40	3,10	1,50	4,40	5,80	5,40	2,40	3,10	3,70
Διαθέσιμων Εσωτερικού	9	0,44	0,44	0,44	0,44	1,11	1,11	1,00	1,11	1,11	1,11
Διαθέσιμων Εξωτερικού	2	4,50	4,00	4,50	4,50	4,50	4,50	4,00	3,50	3,50	3,00
Μικτό Εσωτερικού	14	8,14	5,71	7,07	5,07	4,93	7,00	5,64	4,14	3,29	5,50
Μικτό Εξωτερικού	5	9,40	4,40	8,00	3,20	3,60	7,20	4,60	2,60	1,60	5,20
Fund of Funds Μετοχικό	6	3,17	1,33	1,33	1,83	1,50	0,67	2,17	0,00	0,00	2,50
Fund of Funds Μικτό	3	2,67	0,00	0,00	0,00	2,67	0,00	0,00	0,00	0,00	3,33
Index Εσωτερικού	1	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Μεγαλύτερη χρήση συγκριτικών δεικτών γίνεται στα Μετοχικά και στα Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια, τα οποία παρακολουθούνται κυρίως με την χρήση των PE, P/BV, ROI, Net Profit Margin. Στον αντίποδα βρίσκονται τα Διαθεσίμων Εσωτερικού και τα Fund of Funds. Στο Index Fund δεν έχει νόημα η χρήση συγκριτικών δεικτών, και αυτό απεικονίζεται από τις μηδενικές τιμές τους.

Γράφημα 18 Χρήση δεικτών συγκριτικής αποτίμησης ανά κατηγορία Αμοιβαίων Κεφαλαίων



5.5.3 Χρησιμοποιούμενες μέθοδοι τεχνικής ανάλυσης.

Οι κινούμενοι μέσοι και οι δείκτες τάσης είναι οι πλέον χρησιμοποιούμενοι μέθοδοι τεχνικής ανάλυσης, όπως προκύπτει από τον παρακάτω πίνακα :

Πίνακας 24 Χρήση μεθόδων τεχνικής ανάλυσης

Japanese Candlesticks	2,87
Trend Lines	4,92
Fibonacci	4,20
Moving Averages	5,76
Trend Indicators	5,20
Oscillators	4,20
DeMark Indicators	1,64
Volatility Indicators	3,21
ΠΑΛΗΘΟΣ	131

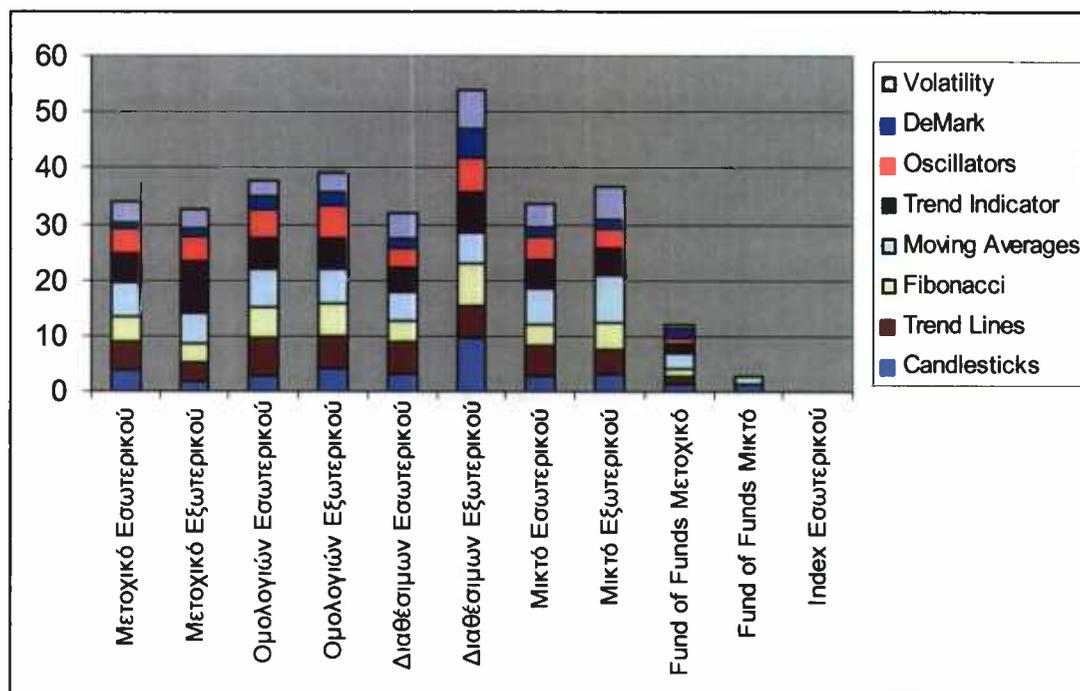
Η τεχνική ανάλυση χρησιμοποιείται κυρίως για την παρακολούθηση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Διαθεσίμων Εξωτερικού (αν και το πλήθος τέτοιων ΑΚ είναι πολύ μικρό στο δείγμα μας για να διαμορφωθεί θετική άποψη), στα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια και στα Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια, όπως προκύπτει από τον ακόλουθο πίνακα .

Πίνακας 25 Χρήση μεθόδων τεχνικής ανάλυσης ανά είδος Αμοιβαίου Κεφαλαίου

ΕΙΔΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ	ΠΑΗΘΟΣ	Candlesticks	Trend Lines	Fibonacci	Moving Averages	Trend Indicator	Oscillators	DeMark	Volatility	ΣΥΝΟΛΙΚΑ
Μετοχικό Εσωτερικού	28	3,64	5,21	4,68	6,18	4,86	4,68	1,04	3,54	33,82
Μετοχικό Εξωτερικού	17	1,88	3,24	3,59	5,29	9,35	4,47	1,47	3,41	32,71
Ομολογιών Εσωτερικού	25	2,76	6,92	5,44	6,88	5,40	5,28	2,24	2,88	37,80
Ομολογιών Εξωτερικού	11	4,09	5,91	5,90	6,09	5,45	5,73	2,50	3,45	39,13
Διαθέσιμων Εσωτερικού	9	3,00	6,00	3,78	5,00	4,56	3,22	2,00	4,33	31,89
Διαθέσιμων Εξωτερικού	2	9,50	6,00	7,50	5,50	7,00	6,50	5,00	7,00	54,00
Μικτό Εσωτερικού	14	2,64	5,71	3,50	6,79	5,00	4,07	1,86	4,07	33,64
Μικτό Εξωτερικού	5	3,00	4,60	4,80	8,40	5,00	3,20	1,80	5,80	36,60
Fund of Funds Μετοχικό	6	1,50	1,17	1,33	3,00	1,50	1,17	1,50	0,83	12,00
Fund of Funds Μικτό	3	1,33	0,00	0,00	1,33	0,00	0,00	0,00	0,00	2,67
Index Εσωτερικού	1	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Συνολικά	121	3,03	4,07	3,68	4,95	4,37	3,48	1,76	3,21	28,57

Ελάχιστη χρήση μεθόδων τεχνικής ανάλυσης γίνεται στα Funds of Funds και μηδενική στο Index του δείγματος μας. Αναλυτικά τα αποτελέσματα φαίνονται στο γράφημα που ακολουθεί.

Γράφημα 19 Χρήση μεθόδων τεχνικής ανάλυσης ανά είδος Αμοιβαίου Κεφαλαίου



5.6 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Στην αξιολόγηση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου ενδιαφερόμαστε τόσο για την χρησιμοποιούμενη μέθοδο αξιολόγησης όσο και για το χρονικό διάστημα αναφοράς, το διάστημα δηλαδή για το οποίο συγκρίνεται η απόδοση του χαρτοφυλακίου με το μέτρο σύγκρισής του. Επίσης ενδιαφέρον έχει, πέραν της καθαρής απόδοσης, ο κίνδυνος που παρουσιάζει το χαρτοφυλάκιο και ο τρόπος μέτρησής του. Τέλος η ύπαρξη αντιστάθμισης δίνει την δυνατότητα στους διαχειριστές να αντισταθμίζουν απώλειες όταν τα αξιόγραφα του χαρτοφυλακίου παρουσιάζουν πτώση τιμής.

5.6.1 Μέθοδοι αξιολόγησης

Οι απαντήσεις που δόθηκαν από τους διαχειριστές οδηγούν στο συμπέρασμα ότι γίνεται ευρεία χρήση των σχετικά «απλών» δεικτών αξιολόγησης, που οδηγούν σε απλή σύγκριση

απόδοσης με άλλα Αμοιβαία Κεφάλαια ή και άλλες μορφές επενδύσεων, χωρίς να συνυπολογίζουν τον κίνδυνο. Αναλυτικότερα :

Πίνακας 26 Μέθοδοι αξιολόγησης απόδοσης χαρτοφυλακίων

ΜΕΘΟΔΟΣ	ΜΕΣΗ ΧΡΗΣΗ
Βάσει της απόδοσης	7,63
Σύγκριση με τον ανταγωνισμό	7,15
Σύγκριση με δείκτη αναφοράς	8,00
Απόκλιση από δείκτη αναφοράς	5,20
Jensen's Alpha	1,69
Treynor Index	1,75
Sharpe ratio	4,08
Fama's Index	0,75
Appraisal Ratio	0,86
Information ratio	1,72
M squared	0,48
Arbitrage Pricing	0,64
ΠΛΗΘΟΣ ΕΡΩΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΩΝ	131

Από τις μεθόδους που συνεκτιμούν τον κίνδυνο στην μέτρηση της απόδοσης, μόνο ο δείκτης του Sharpe χρησιμοποιείται σχετικά ευρέως.

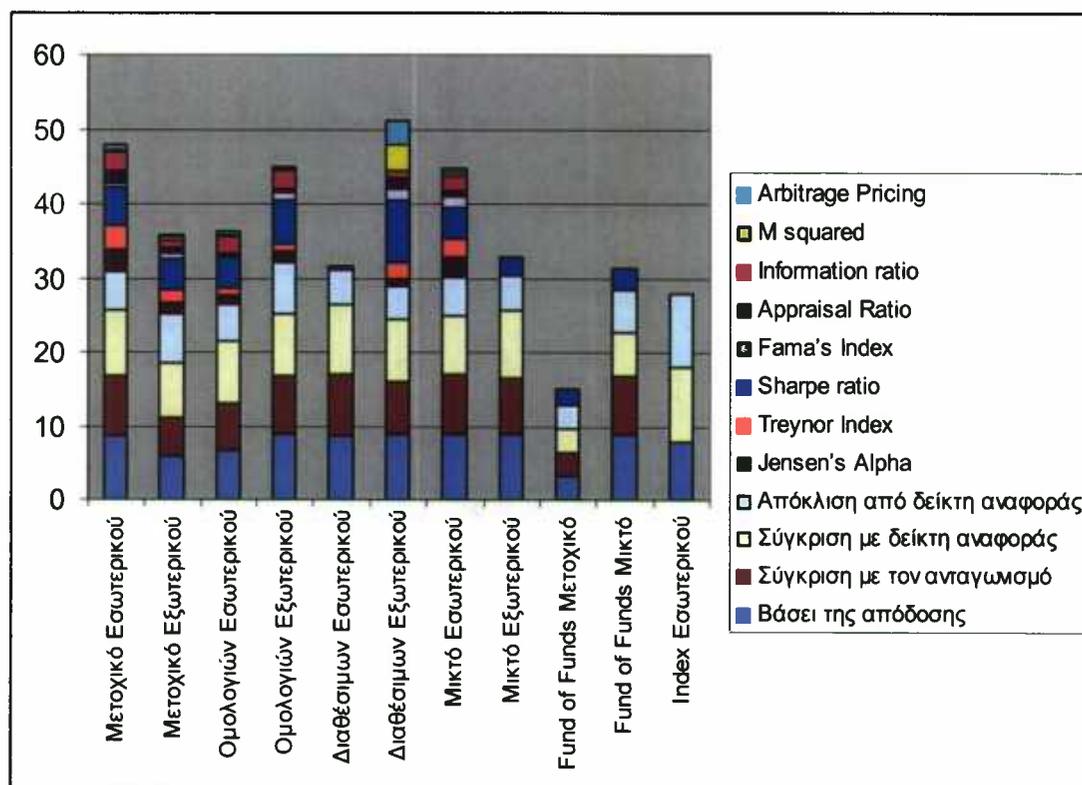
Όσον αφορά την αξιολόγηση της απόδοσης ανά είδος Αμοιβαίου Κεφαλαίου παρατηρούμε ότι εκτός από τα ΑΚ Διαχείρισης Διαθεσίμων Εξωτερικού για τα οποία το δείγμα είναι περιορισμένο, τα Μετοχικά Εσωτερικού και τα Ομολογιακά Εξωτερικού είναι αυτά τα οποία αξιολογούνται κατά μέσο όρο περισσότερο από τα υπόλοιπα Αμοιβαία Κεφάλαια, όπως προκύπτει από τον παρακάτω πίνακα :

Πίνακας 27 Μέθοδοι αξιολόγησης απόδοσης ανά είδος Αμοιβαίου Κεφαλαίου

ΕΙΔΟΣ ΑΚ	ΠΛΗΘΟΣ	Βάσει της απόδοσης	Σύνκριση με τον ανταγωνισμό	Λογισμική με δείκτη αναφοράς	Απόκλιση από δείκτη αναφοράς	Jensen's Alpha	Treynor Index	Sharpe ratio	Fama's Index	Appraisal Ratio	Information ratio	M squared	Arbitrage Pricing	ΣΥΝΟΛΟ
Μετοχικό Εσωτερικού	28	8,71	8,18	8,82	5,07	3,00	3,18	5,29	0,58	1,54	2,46	0,23	0,81	47,87
Μετοχικό Εξωτερικού	17	5,82	5,41	7,35	6,59	1,50	1,81	4,06	0,81	0,81	0,94	0,38	0,25	35,74
Ομολογιών Εσωτερικού	25	6,56	6,60	8,28	5,00	1,13	1,08	4,08	0,29	0,29	2,29	0,29	0,29	36,19
Ομολογιών Εξωτερικού	11	8,82	8,00	8,45	6,91	1,30	1,10	5,90	0,90	0,70	2,40	0,30	0,10	44,88
Διαθέσιμων Εσωτερικού	9	8,56	8,44	9,33	4,89	0,00	0,00	0,44	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	31,67
Διαθέσιμων Εξωτερικού	2	9,00	7,00	8,50	4,50	1,00	2,00	8,50	1,50	1,50	1,00	3,50	3,00	51,00
Μικτό Εσωτερικού	14	8,79	8,21	7,86	5,29	2,57	2,50	4,36	1,43	0,77	2,00	0,33	0,67	44,77
Μικτό Εξωτερικού	5	9,00	7,60	9,20	4,60	0,00	0,00	2,40	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	32,80
Fund of Funds Μετοχικό	6	3,17	3,17	3,33	3,17	0,00	0,00	2,17	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	15,00
Fund of Funds Μικτό	3	9,00	7,67	6,00	5,67	0,00	0,00	3,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	31,33
Index Εσωτερικού	1	8,00	0,00	10,0	10,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	28,00
Συνολικά	121	7,77	6,39	7,92	5,61	0,95	1,06	3,65	0,50	0,51	1,01	0,46	0,47	

Τα παραπάνω απεικονίζονται στο γράφημα που ακολουθεί.

Γράφημα 20 Μέθοδοι αξιολόγησης απόδοσης ανά είδος Αμοιβαίου Κεφαλαίου



5.6.2 Χρονικό διάστημα αναφοράς

Οι περισσότεροι διαχειριστές, αν και παρακολουθούν καθημερινά την πορεία των χαρτοφυλακίων τους, χρησιμοποιούν ως βάση αξιολόγησης το ένα έτος κατά κύριο λόγο, και δευτερευόντως τον ένα μήνα, όπως φαίνεται στον παρακάτω πίνακα.

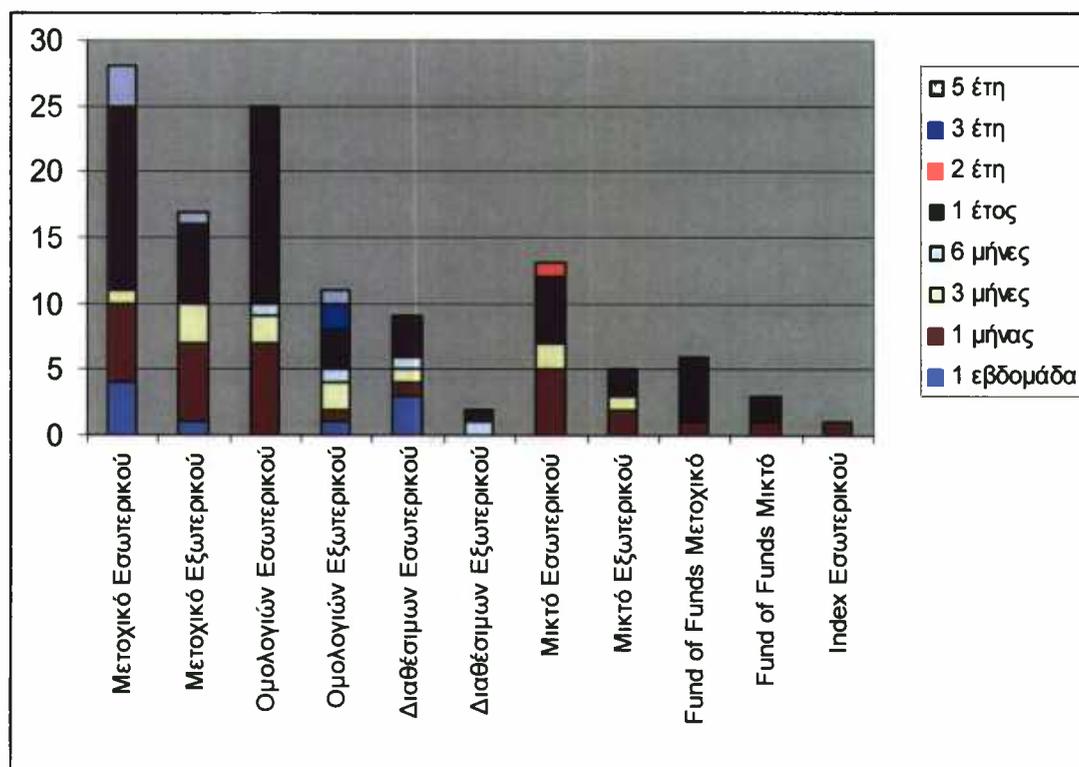
Πίνακας 28 Χρονικό διάστημα αναφοράς απόδοσης

<i>ΠΕΡΙΟΔΟΣ</i>	<i>ΠΛΗΘΟΣ</i>
1 ΕΒΔΟΜΑΔΑ	10
1 ΜΗΝΑΣ	30
3 ΜΗΝΕΣ	11
6 ΜΗΝΕΣ	4
1 ΕΤΟΣ	56
2 ΕΤΗ	1
3 ΕΤΗ	6
5 ΕΤΗ	5

Μία άλλη χρονική περίοδος που ενδιαφέρει τους διαχειριστές είναι από την αρχή του έτους μέχρι την εξεταζόμενη ημέρα (Year-to-Date), καθότι αυτή συνήθως δημοσιεύεται στον τύπο και κατά συνέπεια επηρεάζει την εικόνα που έχει το επενδυτικό κοινό για την απόδοση των χαρτοφυλακίων.

Από την γραφική απεικόνιση της περιόδου παρακολούθησης που ακολουθεί, προκύπτει ότι οι διαχειριστές δίνουν ιδιαίτερη βαρύτητα στην συνολική παρακολούθηση των ΑΚ Μετοχικών Εσωτερικού και Ομολογιακών Εσωτερικού.

Γράφημα 21 Χρονικό διάστημα αναφοράς απόδοσης



5.6.3 Μέτρηση κινδύνου χαρτοφυλακίου

Από τις απαντήσεις των διαχειριστών προκύπτει ότι γίνεται συστηματική παρακολούθηση του κινδύνου των χαρτοφυλακίων. Περισσότερο χρησιμοποιούμενος δείκτης μέτρησης κινδύνου είναι η Τυπική Απόκλιση που παρουσιάζει σχετικά υψηλές τιμές χρήσης σχεδόν σε όλες τις κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στην παρακολούθηση των Μικτών Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων, όπως προκύπτει από το συνολικό αποτέλεσμα που αποτελείται από το άθροισμα των επιμέρους δεικτών μέτρησης κινδύνου. Από τις επαφές με τους διαχειριστές προέκυψε ότι ιδιαίτερη σημασία για την μέτρηση κινδύνου στα ομολογιακά χαρτοφυλάκια έχει η τιμή του duration (διάρκεια - ελαστικότητα), παράμετρος που δεν απεικονίζεται στο ερωτηματολόγιο.

Τα αποτελέσματα της έρευνας όσον αφορά τις χρησιμοποιούμενες μεθόδους μέτρησης κινδύνου συνοψίζονται στον πίνακα που ακολουθεί.

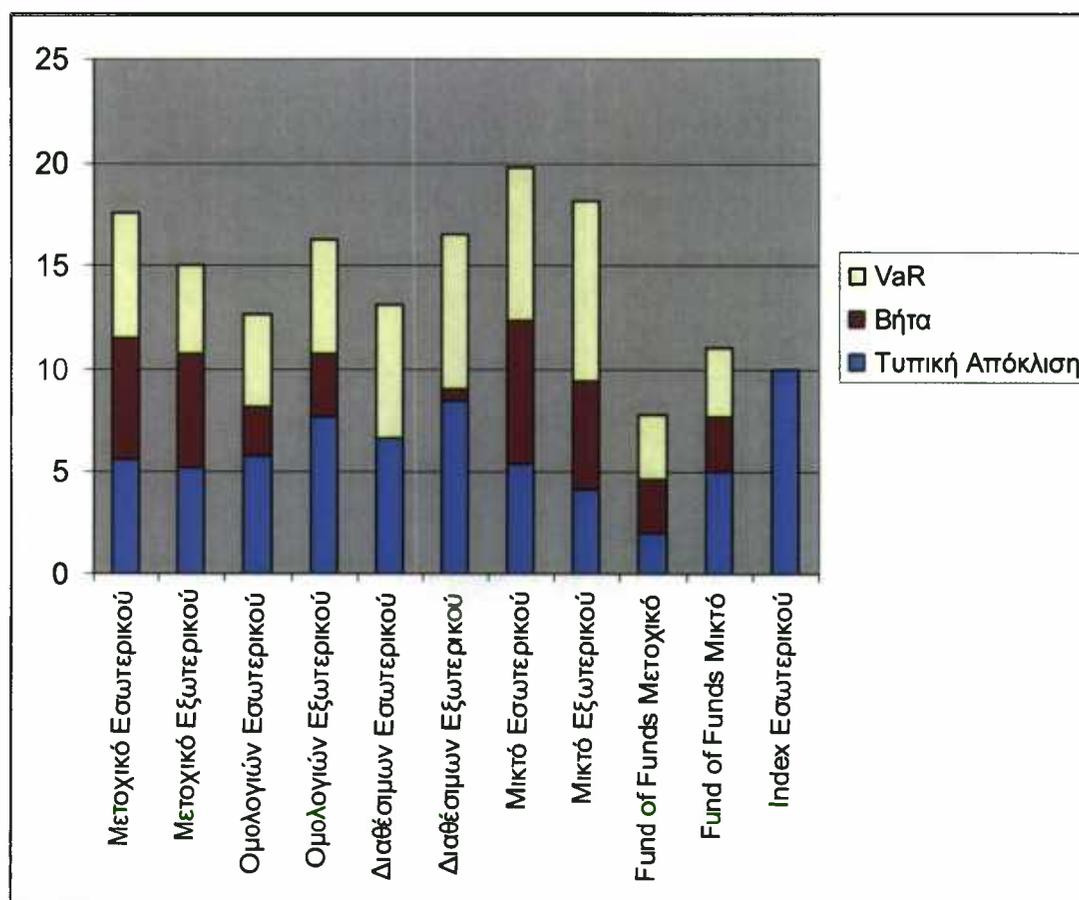
Πίνακας 29 Χρήση μεθόδων μέτρησης κινδύνου χαρτοφυλακίου Α.Κ.

<i>ΕΙΔΟΣ Α.Κ.</i>		<i>Τυπική Απόκλιση</i>	<i>Βήτα</i>	<i>VaR</i>	<i>Συνολικά</i>
Μετοχικό Εσωτερικού	28	5,61	5,89	6,11	17,61
Μετοχικό Εξωτερικού	17	5,24	5,50	4,31	15,05
Ομολογιών Εσωτερικού	25	5,84	2,33	4,48	12,65
Ομολογιών Εξωτερικού	11	7,73	3,00	5,55	16,27
Διαθέσιμων Εσωτερικού	9	6,67	0,00	6,44	13,11
Διαθέσιμων Εξωτερικού	2	8,50	0,50	7,50	16,50
Μικτό Εσωτερικού	14	5,43	6,93	7,43	19,79
Μικτό Εξωτερικού	5	4,20	5,20	8,80	18,20
Fund of Funds Μετοχικό	6	2,00	2,67	3,17	7,83
Fund of Funds Μικτό	3	5,00	2,67	3,33	11,00
Index Εσωτερικού	1	10,00	0,00	0,00	10,00
Συνολικά	121	6,02	3,15	5,19	14,36

Πρέπει να σημειώσουμε ότι από το σύνολο των 87 χαρτοφυλακίων στα οποία γίνεται μέτρηση κινδύνου με την μέθοδο Value at Risk, στα 21 υπάρχουν επίσημα όρια κινδύνου καθορισμένα από την εταιρία.

Ακολουθεί η γραφική απεικόνιση της αθροιστικής χρήσης των μεθόδων μέτρησης κινδύνων κατά είδος χαρτοφυλακίου.

Γράφημα 22 Χρήση μεθόδων μέτρησης κινδύνου χαρτοφυλακίου Α.Κ.



5.6.4 Ύπαρξη αντιστάθμισης (hedging.)

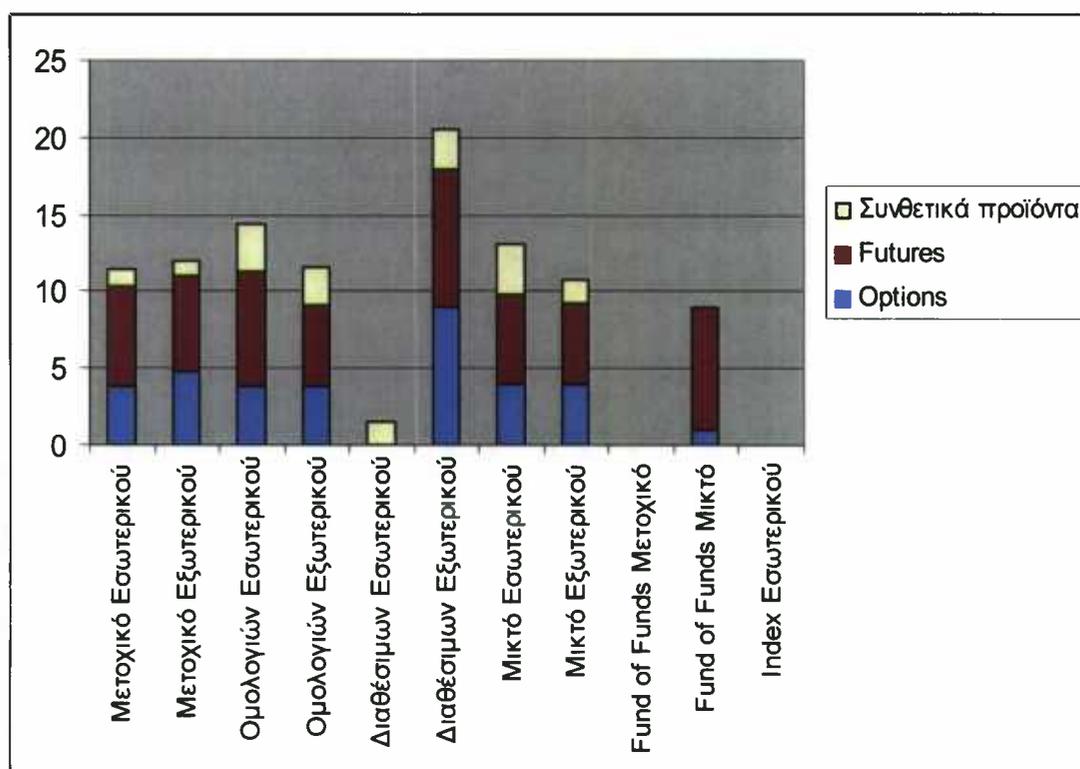
Τα τελευταία χρόνια υπάρχει μία τάση χρήσης μεθόδων αντιστάθμισης, όπως φαίνεται και στον πίνακα που ακολουθεί

Πίνακας 30 Χρήση μεθόδων αντιστάθμισης

Είδος Χαρτοφυλακίου		Options	Futures	Συνθετικά προϊόντα
Μετοχικό Εσωτερικού	28	3,74	6,52	1,14
Μετοχικό Εξωτερικού	17	4,82	6,13	1,00
Ομολογιών Εσωτερικού	25	3,83	7,50	3,05
Ομολογιών Εξωτερικού	11	3,80	5,36	2,33
Διαθέσιμων Εσωτερικού	9	0,00	0,00	1,50
Διαθέσιμων Εξωτερικού	2	9,00	9,00	2,50
Μικτό Εσωτερικού	14	3,90	5,83	3,30
Μικτό Εξωτερικού	5	4,00	5,25	1,50
Fund of Funds Μετοχικό	6	0,00	0,00	0,00
Fund of Funds Μικτό	3		1,00	8,00
Index Εσωτερικού	1			
Συνολικά	121	3,68	4,66	2,43

Γενικά οι διαχειριστές δείχνουν μία προτίμηση στην αντιστάθμιση με την χρήση συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης (ΣΜΕ - futures), και ακολούθως δικαιωμάτων προαίρεσης (options), ενώ χαμηλότερη είναι η χρήση των συνθετικών προϊόντων, ίσως λόγω της σχετικά αυξημένης πολυπλοκότητάς τους. Ιδιαίτερα σημαντική είναι η αντιστάθμιση των Ομολογιακών και Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων με την χρήση ΣΜΕ. Η χρήση των μεθόδων αντιστάθμισης απεικονίζεται γραφικά στο παρακάτω διάγραμμα.

Γράφημα 23 Χρήση μεθόδων αντιστάθμισης



Με τις νέες ρυθμίσεις που επιβάλλει η απόφαση 378/2006 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, αλλά και την γενικότερη αύξηση χρήσης των μεθόδων αντιστάθμισης, προβλέπεται αύξηση της χρήσης των μεθόδων αυτών και από τους διαχειριστές των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.

5.7 ΑΠΟΔΟΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ

Οι διαχειριστές των θεσμικών χαρτοφυλακίων, όπως προκύπτει και από τα παραπάνω, χρησιμοποιούν μια σειρά εργαλείων και καταβάλουν σημαντική προσπάθεια προκειμένου να επιδείξουν καλά αποτελέσματα στα χαρτοφυλάκια που διαχειρίζονται, με μεγαλύτερη ή μικρότερη επιτυχία. Η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών δημοσιεύει στον ιστοχώρο της (<http://www.agii.gr/PDFList.asp?Type=1>) δελτίο τύπου για την απόδοση των θεσμικών χαρτοφυλακίων σε μηνιαία βάση. Προκειμένου να μπορέσουμε να σχηματίσουμε άποψη για την πορεία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων δημιουργούμε τον ακόλουθο πίνακα, στον οποίο

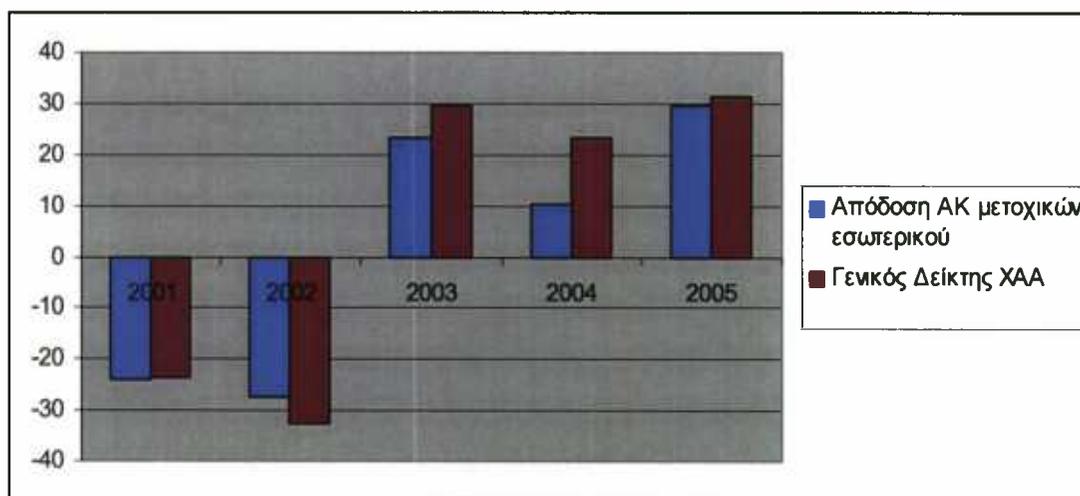
παρουσιάζεται, εκτός από το σύνολο του ενεργητικού που διαχειρίζονται οι ΑΕΔΑΚ, η απόδοση που επιτυγχάνουν ετησίως κατά μέσο όρο τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού, σε σχέση με την μεταβολή του δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Πίνακας 31 Σύγκριση απόδοσης Μετοχικών ΑΚ Εσωτερικού με Γενικό Δείκτη ΧΑΑ

Έτος	Απόδοση μετοχικών ΑΚ Εσωτερικού	Γενικός Δείκτης ΧΑΑ	Διαφορά	Ενεργητικό ΑΚ (δισ €)
2005	29,48	31,5	-2,02	27,90
2004	10,23	23,09	-12,86	31,65
2003	23,4	29,46	-6,06	30,4
2002	-27,24	-32,53	5,29	25,38
2001	-23,97	-23,5	-0,47	26,79

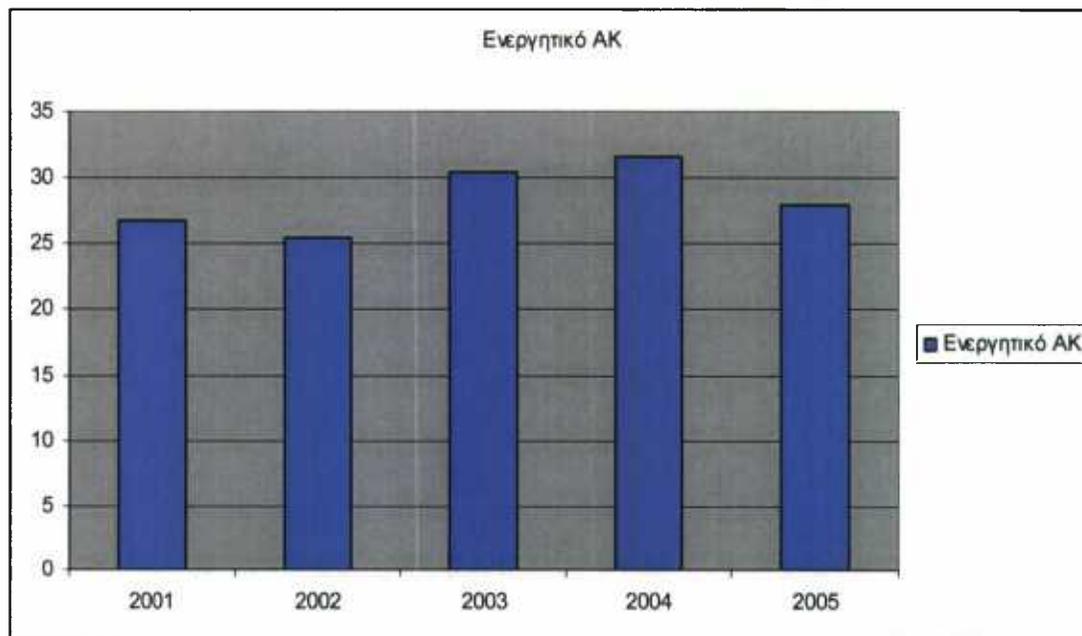
Από τα παραπάνω στοιχεία προκύπτει ότι τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού επέτυχαν μικρότερη απόδοση από αυτήν Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών κατά τα τέσσερα από τα τελευταία πέντε χρόνια. Κατά το πρώτο εξάμηνο του 2006 τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού πέτυχαν μέση απόδοση 6,17 %, έναντι μόλις 0,81 % του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Από τα 63 συνολικά Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού, τα 57 παρουσίασαν το αναφερόμενο εξάμηνο απόδοση μεγαλύτερη του Γενικού Δείκτη. Η ΕΘΕ δεν δημοσιεύει στο δελτίο τύπου στοιχεία σχετικά με τον κίνδυνο των χαρτοφυλακίων. Η απόδοση των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εσωτερικού σε σύγκριση με τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών απεικονίζεται στο γράφημα που ακολουθεί

Γράφημα 24 Απόδοση Μετοχικών ΑΚ Εσωτερικού σε σχέση με Γενικό Δείκτη ΧΑΑ



Όσον αφορά το ενεργητικό των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στο σύνολό τους, παρατηρούμε ότι στο τέλος του 2005 είναι ελάχιστα αυξημένο από το αντίστοιχο του 2001 (27,9 έναντι 26,8), παρά την μεγάλη άνοδο των τιμών των μετοχών σε αυτό το χρονικό διάστημα. Στο τέλος Ιουνίου 2006 το ενεργητικό των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανέρχεται στα 24,33 δις €, μειωμένο κατά 12,8 % σε σχέση με τον Δεκέμβριο 2005, με την σημαντικότερη μείωση (39%) να εμφανίζεται στα Ομολογιακά ΑΚ εξωτερικού, ενώ παράλληλα παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση (130%) στα Μεικτά Funds of Funds. Η εξέλιξη του συνολικού ενεργητικού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά την τελευταία πενταετία φαίνεται στο γράφημα που ακολουθεί.

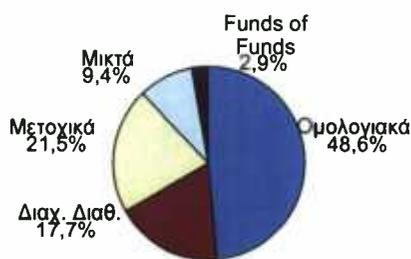
Γράφημα 25 Ενεργητικό ΑΚ κατά τα έτη 2001-2005



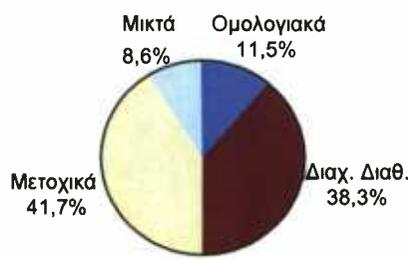
Ενδιαφέρον έχει η εξέλιξη στον χρόνο της διάρθρωσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων της Ελληνικής Αγοράς. Αυτή αποτυπώνεται στο γράφημα που ακολουθεί.

Γράφημα 26 Διαχρονική εξέλιξη διάρθρωσης Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Διάρθρωση Α/Κ 2005



Διάρθρωση Α/Κ 1999



Παρατηρούμε ότι κατά το 2005 το μεγαλύτερο ποσοστό (~ 66%) των χαρτοφυλακίων είναι τοποθετημένο σε προϊόντα χαμηλού επενδυτικού κινδύνου, ομόλογα και διαθέσιμα. Το αντίστοιχο ποσοστό ήταν σημαντικά μικρότερο κατά το 1999. Η διαφορά οφείλεται τόσο στην αμυντική στάση του επενδυτικού κοινού μετά την μεγάλη πτώση του χρηματιστηρίου

την περίοδο 1999-2001, όσο και στην σημερινή χαμηλότερη αποτίμηση των μετοχών των χαρτοφυλακίων.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια της Ελληνικής αγοράς υπέστησαν μείωση του ενεργητικού τους το 2005 κατά 11,7 % σε σχέση με το 2004. Την ίδια περίοδο παρατηρήθηκε αύξηση του ενεργητικού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων σε Ευρωπαϊκό επίπεδο κατά 23 % (Μελέτη Kantor, [17]).

Στην περίπτωση των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου προκύπτει μία μέση εξαμηνιαία απόδοση (κατά το πρώτο εξάμηνο του 2006) 3,83%, ενώ η μεσοσταθμική απόδοση για το ίδιο διάστημα ήταν 4,59 %, υπερβαίνοντας τον Γενικό Δείκτη Τιμών του ΧΑΑ (0,81%). Το ύψος του ενεργητικού ήταν 362 εκ €, αυξημένο κατά 2% σε σχέση με τις 31/12/2005, όμως υπολείπεται σημαντικά από το ύψος των 1710 εκατ € που ήταν την 1/1/2003. Από τις 10 εταιρίες του κλάδου (μετά την απορρόφηση της Nexus από την Interinvest) οι 8 παρουσιάζουν θετικές αποδόσεις εσωτερικής αξίας. Το σύνολο της καθαρής αξίας του ενεργητικού του συνόλου των ΑΕΕΧ ήταν 362

Το σύνολο των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου διαπραγματεύονταν (κατά την 30/6/2006) σε discount, από 1,85 % έως 21,54 %.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ

Ήδη από την βιβλιογραφική έρευνα και την διαδικασία σύνταξης του ερωτηματολογίου έγινε αντιληπτό ότι η κατάρτιση και παρακολούθηση ενός χαρτοφυλακίου επενδύσεων είναι πολύπλοκη διαδικασία και απαιτεί την λήψη πλήθους αποφάσεων. Οι αρμόδιοι διαχειριστές θεσμικών χαρτοφυλακίων έχουν στην διάθεσή τους μια μεγάλη σειρά από εργαλεία για να πραγματοποιήσουν το έργο τους. Στα εργαλεία αυτά συμπεριλαμβάνεται η πρόσβαση σε ευρύ φάσμα μέσων πληροφόρησης, οι αξιολογήσεις που παρέχονται από τους εξειδικευμένους οίκους αξιολόγησης, οι διάφοροι δείκτες μέτρησης απόδοσης (απόλυτοι και προσαρμοσμένοι στον κίνδυνο), η χρήση θεμελιώδους και τεχνικής ανάλυσης για την εκτίμηση της «ορθότητας» των τιμών και της πρόβλεψης των μελλοντικών κινήσεων της αγοράς και συγκεκριμένων αξιογράφων, αλλά και τα μέτρα εκτίμησης κινδύνου και τα συχνότερα πλέον χρησιμοποιούμενα μέσα αντιστάθμισης αυτού.

Εναπόκειται σε κάθε διαχειριστή (ανάλογα με την διαθεσιμότητα των εργαλείων και την εταιρική πολιτική) η επιλογή της χρήσης των εργαλείων αυτών. Η συλλογή και επεξεργασία των στοιχείων ανέδειξε τις προτιμήσεις προς συγκεκριμένα εργαλεία, είτε για καθολική χρήση είτε για χρήση με συγκεκριμένου είδους χαρτοφυλάκια. Από την έρευνα, στην οποία συμμετείχε με συμπλήρωση ερωτηματολογίων η πλειοψηφία των θεσμικών επενδυτών, διαπιστώθηκε ότι:

- Η προσέγγιση κατανομής top down είναι αυτή που προτιμάται από την πλειοψηφία των θεσμικών επενδυτών, σε περίπου διπλάσιο ποσοστό από την κατανομή bottom up.

- Οι διαχειριστές γίνονται αποδέκτες μεγάλης ποσότητας πληροφοριών, που προέρχονται είτε από πηγές χωρίς χρέωση, είτε από εξειδικευμένα οικονομικά μέσα ενημέρωσης. Το σχετικά μεγάλο κόστος χρήσης του Bloomberg δεν αποτελεί εμπόδιο στην απόκτησή του (το έχουν στην διάθεσή τους το 88 % των εταιριών) και είναι το κυρίαρχο μέσο πληροφόρησης, στις εταιρίες που το διαθέτουν.
- Χρησιμοποιούνται ιδιαίτερα χρηματοοικονομικές αναλύσεις τρίτων φορέων, οι οποίες φαίνεται ότι παρέχουν περισσότερη πληροφόρηση από τις εσωτερικά παρεχόμενες αναλύσεις και τις πληροφορίες που μπορούν να αντληθούν από τους εκδότες των αξιογράφων.
- Οι διαχειριστές κάνουν συστηματικά χρήση των πληροφοριών που παρέχονται από τους οίκους αξιολόγησης Standard & Poor's και Moody's.
- Η ύπαρξη αξιολόγησης για τα αξιόγραφα εξωτερικού, από τους αναγνωρισμένους οίκους αξιολόγησης, αποτελεί χαρακτηριστικό που εκτιμάται θετικά από τους διαχειριστές και απαντάται στην πλειοψηφία των σχετικών αξιογράφων που εντάσσονται στα χαρτοφυλάκια.
- Οι μακροοικονομικοί παράγοντες και δείκτες έχουν ιδιαίτερη βαρύτητα στην λήψη επενδυτικών αποφάσεων, υπερέχοντας σημαντικά της τεχνικής ανάλυσης και προσωπικής πληροφόρησης..
- Οι πλέον χρησιμοποιούμενες μέθοδοι αξιολόγησης είναι η σύγκριση με δείκτη αναφοράς και δευτερευόντως βάσει της απόδοσης. Από τους δείκτες που συνυπολογίζουν τον κίνδυνο χρησιμοποιείται περισσότερο ο Sharpe ratio.
- Προτιμώμενη μέθοδος μέτρησης κινδύνου είναι η τυπική απόκλιση.

- Κύρια μέθοδος αντιστάθμισης κινδύνου είναι τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης.

Παρά το γεγονός ότι εξετάσαμε τα χαρτοφυλάκια τόσο των ΑΕΔΑΚ όσο και των ΑΕΕΧ, η ύπαρξη περισσότερων χαρτοφυλακίων από ΑΕΔΑΚ στο δείγμα μας, που αντανακλά άλλωστε τα διαθέσιμα στην αγορά χαρτοφυλάκια, μας οδήγησε να δώσουμε έμφαση στην ανάλυση των χαρτοφυλακίων των ΑΕΔΑΚ.

Η σύγκριση της μέσης απόδοσης των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εσωτερικού με τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών αποβαίνει μάλλον σε βάρος των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, όπως προκύπτει από την ανάλυση της προηγούμενης ενότητας. Πρέπει όμως να συνεκτιμήσουμε ότι τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού συνίστανται κυρίως (τουλάχιστον κατά 65 %) από μετοχές του ΧΑΑ, ενώ στο υπόλοιπο ενεργητικό τους αναμένουμε να περιλαμβάνονται ομόλογα, καταθέσεις και μέσα της χρηματαγοράς, προϊόντα δηλαδή με μικρότερη διακύμανση, και συνακόλουθα, κίνδυνο. Κατά συνέπεια αναμένουμε από τα Αμοιβαία Κεφάλαια να χαρακτηρίζονται από μικρότερο κίνδυνο (και κατά συνέπεια μικρότερη απόδοση) σε σχέση με τον Γενικό Δείκτη του ΧΑΑ, εκτίμηση που βρίσκεται σε συμφωνία με τα ευρήματά μας (πίνακας 29).

Από την διερεύνηση του θέματος της διαχείρισης των θεσμικών χαρτοφυλακίων προέκυψαν μια σειρά από άλλα ζητήματα τα οποία παρουσιάζουν ερευνητικό ενδιαφέρον. Ενδεικτικά αναφέρουμε :

- Η αποτύπωση των προτιμήσεων των διαχειριστών των θεσμικών χαρτοφυλακίων αποκτά ιδιαίτερο νόημα αν συνδεθεί με την απόδοση των αντίστοιχων χαρτοφυλακίων. Η διερεύνηση αυτή δεν συμπεριλαμβανόταν στους στόχους της έρευνάς μας αλλά θα μπορούσε να αποτελέσει αντικείμενο άλλης ερευνητικής εργασίας.

- Η «μέτρια» μέση απόδοση των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εσωτερικού, σύμφωνα με τον πίνακα 31 που βασίζεται σε στοιχεία της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών και κατά τον οποίο τα τέσσερα από τα τελευταία πέντε χρόνια ο ΓΔ του ΧΑΑ είχε καλύτερα αποτελέσματα, δεν αποκλείει την ύπαρξη κάποιων συγκεκριμένων ΑΚ της κατηγορίας αυτής που να παρουσιάζουν συμπεριφορά συστηματικά καλύτερη του Γενικού Δείκτη. Η αναζήτηση τέτοιων Αμοιβαίων Κεφαλαίων μπορεί να αποτελέσει αντικείμενο περαιτέρω διερεύνησης.
- Αντίστοιχα υπάρχει πιθανότητα ύπαρξης ΑΚ που συστηματικά αποδίδουν χειρότερα από τον Γενικό Δείκτη του ΧΑΑ, σε απόλυτους όρους. Ενδιαφέρον θα είχε η συσχέτιση των πρακτικών που ακολουθούν οι διαχειριστές των «επιτυχημένων» Αμοιβαίων Κεφαλαίων με τις αντίστοιχες πρακτικές διαχειριστών ΑΚ που συστηματικά έχουν αποδόσεις χειρότερες του Γενικού Δείκτη.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ



7.1 ΕΝΤΥΠΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

[1] Brinson, Gary P. Global Management and Asset Allocation, Investment Management, Edited by P.L. Bernstein and A. Damodaran, John Wiley & Sons, 1998

[2] Sharpe, William F : Asset allocation : Management Style and Performance Measurement, Journal of Portfolio Management, Winter 1992, pp 7-19
<http://www.stanford.edu/~wfs Sharpe/art/sa/sa.htm>

[3] Brigham, Eugene F., Ehrhardt, Michael C., Financial Management, 11th edition, Thomson, 2005

[4] Bodie, Zvi, Kane, Alex, Marcus, Alan J : Investments, 6th edition, Mc Graw Hill, 2005

[5] Damodaran, Aswath. Asset selections: Strategies and evidence, Investment Management, Edited by P.L. Bernstein and A. Damodaran, John Wiley & Sons, 1998

[6] Damodaran, Aswath. Investments Valuation, 2nd edition, John Wiley & sons, 2002

[7] Taylor, M. and Allen, H. The Use of Technical Analysis in the Foreign Exchange Market, J. International Money and Finance, 304-314, June 1992

[8] Beaumont, Perry H, Financial Engineering Principles, John Wiley & sons, 2004.

[9] Νόμος 3283/2004 περί Ανωνύμων εταιριών διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων



[10] Merikas, Andreas G, The Information Ratio on Greek Mutual Funds,
<http://www.odu.edu/bpa/efma/amerikas.doc>

[11] Grinold, Richard and Kahn, Ronald. Active Portfolio Management : A Quantitative Approach for Producing Superior Returns and Controlling Risk, 2nd Edition, McGraw-Hill Companies, 2000.

[12] Malkiel, Burton G. A Random Walk Down Wall Street, , W. W. Norton, 2003.

[13] Guide to Financial Markets, 3rd ed, The Economist with Profile Books, London, 2006.

[14] McDonald, Robert L., Derivative Markets, Addison Wesley, 2003

[15] Hull, Options, Futures and other Derivatives, 6th ed, Prentice Hall, 2005.

[16] Καραθανάση, Γ. Α. Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές, εκδ Βέμου, Αθήνα 2002.

[17] Φίλιππα Νικολάου, Επενδύσεις, εκδ. Κων. Μπίλιας – Πανεπιστημιακό, 2005.

[18] Φίλιππα Νικολάου, Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό περιβάλλον, εκδ. Globus Invest, 1999.

7.2 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΑΠΟ ΤΟ INTERNET

[I1] http://tovima.dolnet.gr/print_article.php?e=B&f=13110&m=D04&aa=1

[I2] <http://www.rizospastis.gr/story.do?id=562776&publDate=2/12/2000>

[I3] http://pages.stern.nyu.edu/~ADAMODAR/New_Home_Page/invemgmt/assetsel.htm

[I4] Bloomberg : Technical Analysis Manual

[I5] <http://www.stat.sfu.ca/~weldon/papers/29.sdrisk.pdf> STANDARD DEVIATION AND PORTFOLIO RISK JARGON AND PRACTICE K.L. Weldon Department of Statistics and Actuarial Science

[I6] <http://www.icifactbook.org/> Investment Company Institution, ΗΠΑ

[I7] http://portal.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_mc1_2_07/04/2006_140328

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

8.1 ΕΡΩΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΟ ΕΡΕΥΝΑΣ

Παρακαλούμε να συμπληρώσετε ένα ερωτηματολόγιο για κάθε Χαρτοφυλάκιο που διαχειρίζεστε.

1) Ποια είναι η κύρια κατηγορία επενδύσεων και γεωγραφική κατεύθυνση του χαρτοφυλακίου που διαχειρίζεσαστε:

(Παρακαλώ σημειώστε μόνο σε μία κατηγορία)

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	
Μετοχικό Εσωτερικού	
Μετοχικό Εξωτερικού	
Ομολογιών Εσωτερικού	
Ομολογιών Εξωτερικού	
Διαθέσιμων Εσωτερικού	
Διαθέσιμων Εξωτερικού	
Μικτό Εσωτερικού	
Μικτό Εξωτερικού	
Fund of Funds Μετοχικό	
Fund of Funds Μικτό	
Fund of Funds Ομολογιακό	

Α.Ε.Ε.Χ.		
Μετοχές	Εσωτερικό	
	Εξωτερικό	
Ομολογίες	Εσωτερικό	
	Εξωτερικό	
Μικτό	Εσωτερικό	
	Εξωτερικό	

2) Ποια είναι το ύψος των κεφαλαίων υπό διαχείριση (σε €) για το συγκεκριμένο χαρτοφυλάκιο:

(Παρακαλώ σημειώστε μόνο σε μία κατηγορία)

Μέχρι 10.000.000	
Από 10.000.000 μέχρι 50.000.000	
Από 50.000.000 μέχρι 100.000.000	
Άνω των 100.000.000	

3) Ποια προσέγγιση ακολουθείτε στην κατανομή των κεφαλαίων του χαρτοφυλακίου σας:

(Παρακαλώ σημειώστε \checkmark μόνο σε μία κατηγορία)

Top Down	
Bottom Up	

4) Ποια από τα παρακάτω μέσα πληροφόρησης είναι διαθέσιμα στην εταιρία σας; Πόσο βασίζεστε σε κάθε ένα από αυτά όσον αφορά την συλλογή στοιχείων για την λήψη απόφασης τοποθέτησης σε συγκεκριμένα αξιόγραφα:

(Πολλές δυνατές απαντήσεις. Παρακαλώ σημειώστε \checkmark στην αριστερή στήλη για κάθε διαθέσιμο μέσο πληροφόρησης. Βαθμολογείστε στην κλίμακα 0 – 10, όπου 0 σημαίνει καθόλου και 10 πάρα πολύ, την χρήση καθενός από τα διαθέσιμα μέσα πληροφόρησης)

Bloomberg	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Reuters	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Telerate	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Internet	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Γραπτός τύπος	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Ηλεκτρονικός τύπος (Τηλεόραση)	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Άλλο(αναφέρατε)	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

5) Σε ποιες μορφές ανάλυσης των πληροφοριών βασίζεται η εταιρία σας

(Πολλές δυνατές απαντήσεις. Βαθμολογείστε στην κλίμακα 0 – 10, όπου 0 σημαίνει καθόλου και 10 πάρα πολύ, την χρήση κάθε μίας από τις χρησιμοποιούμενες μορφές ανάλυσης)

Χρηματοοικονομική ανάλυση της εταιρίας σας (εσωτερική) για τον εκδότη	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Χρηματοοικονομική ανάλυση τρίτου φορέα για τον εκδότη	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Δημοσιεύσεις του εκδότη του αξιογράφου (Λογιστικές Καταστάσεις, Εταιρικές παρουσιάσεις κ.α.)	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Συναντήσεις με την διοίκηση του εκδότη του αξιογράφου	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Άλλο (αναφέρατε)	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

6) Σε ποιους οίκους αξιολόγησης βασίζεστε για να επιλέξετε αξιόγραφα για το χαρτοφυλάκιο σας;

(Πολλές δυνατές απαντήσεις. Παρακαλώ βαθμολογείτε στην κλίμακα 0 – 10, όπου 0 σημαίνει καθόλου και 10 πάρα πολύ, την χρήση των αξιολογήσεων των οίκων αξιολόγησης.)

Standard & Poor's	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Moody's	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Fitch	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Duff & Phelps	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

7) Παρακαλώ αναφέρατε το ποσοστό των αξιογράφων του χαρτοφυλακίου σας που είναι αξιολογημένο από έναν τουλάχιστον οίκο αξιολόγησης.

Παρακαλώ απαντήστε με ποσοστό, 0% - 100%, όπου το ποσοστό 100 % αναφέρεται στην περίπτωση που για κάθε αξιόγραφο του χαρτοφυλακίου υπάρχει ένας τουλάχιστον οίκος (από τους 4 προαναφερόμενους) που το έχει αξιολογήσει.

Ποσοστό αξιολογημένων αξιογράφων	
----------------------------------	--

8) Βαθμολογείτε τις παρακάτω μεθόδους λήψης επενδυτικών αποφάσεων αναλόγως της σημαντικότητάς τους στη διάθρωση του χαρτοφυλακίου σας:
 (Πολλές δυνατές απαντήσεις. Παρακαλώ βαθμολογείτε στην κλίμακα 0 – 10, όπου 0 σημαίνει καθόλου και 10 πάρα πολύ, την χρήση των παρακάτω μεθόδων.)

Θεμελιώδης Ανάλυση – Μακροοικονομικοί Παράγοντες	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Θεμελιώδης Ανάλυση – Μοντέλα Προεξόφλησης Χρηματικών Ροών	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Θεμελιώδης Ανάλυση – Δείκτες Συγκριτικής Αποτίμησης	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Τεχνική Ανάλυση	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Εταιρικές Ανακοινώσεις	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Προσωπική πληροφόρηση	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Άλλο (αναφέρατε)	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

9) Βαθμολογείτε τα παρακάτω μοντέλα προεξόφλησης ταμειακών ροών αναλόγως της σημαντικότητάς τους στην επιλογή αξιογράφων για το χαρτοφυλάκιό σας:
 (Πολλές δυνατές απαντήσεις. Παρακαλώ βαθμολογείτε στην κλίμακα 0 – 10, όπου 0 σημαίνει καθόλου και 10 πάρα πολύ, την χρήση των παρακάτω μεθόδων.)

Dividend Discount Models	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Free Cash Flow to Equity Models	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Free Cash Flow to Firm Models	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Economic Value Added Models	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Άλλο (αναφέρατε)	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

10) Βαθμολογείτε τους παρακάτω δείκτες συγκριτικής αποτίμησης αναλόγως της σημαντικότητάς τους στην επιλογή αξιογράφων για το χαρτοφυλάκιό σας:
 (Πολλές δυνατές απαντήσεις. Παρακαλώ βαθμολογείτε στην κλίμακα 0 – 10, όπου 0 σημαίνει καθόλου και 10 πάρα πολύ, την χρήση των παρακάτω μεθόδων.)

Price /Earnings	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
-----------------	------------------------

Price / Growth	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Price / Book Value	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Price/sales	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Enterprise Value / EBIT	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Return on investment	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Net Profit Margin	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Enterprise Value / Sales	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Enterprise Value / Book capital	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Enterprise Value / EBITDA	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Άλλο (αναφέρατε)	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

11) Βαθμολογείστε τους παρακάτω μεθόδους τεχνικής ανάλυσης αναλόγως της σημαντικότητάς τους στην επιλογή αξιογράφων για το χαρτοφυλάκιό σας:

(Πολλές δυνατές απαντήσεις. Παρακαλώ βαθμολογείστε στην κλίμακα 0 – 10, όπου 0 σημαίνει καθόλου και 10 πάρα πολύ, την χρήση των παρακάτω μεθόδων.)

Japanese Candlesticks	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Trend Lines	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Fibonacci	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Moving Averages (Simple, Exponential, Weighted etc).	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Trend Indicators (Directional Movement Indicator, MACD, Parabolic Systems etc.)	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Oscillators – Momentum Indicators (RSI, Stochastics, Bollinger Bands, Trading Envelopes etc.)	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
DeMark Indicators	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Volatility Indicators	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

Άλλο (αναφέρατε)	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
------------------	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	----

12) Ποιες από τις παρακάτω μεθόδους χρησιμοποιείται στην αξιολόγηση του χαρτοφυλακίου σας:

(Πολλές δυνατές απαντήσεις. Παρακαλώ βαθμολογείτε στην κλίμακα 0 – 10, όπου 0 σημαίνει καθόλου και 10 πάρα πολύ, την χρήση των παρακάτω μεθόδων.)

Βάση της απόδοσης	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Σύγκριση με τον ανταγωνισμό	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Σύγκριση με δείκτη αναφοράς	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Απόκλιση από δείκτη αναφοράς (tracking error)	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Jensen's Alpha	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Treynor Index	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Sharpe ratio	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Fama's Index	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Appraisal Ratio	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Information ratio	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
M squared	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Arbitrage Pricing & Πολυπαραγοντικά Μοντέλα	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Άλλο (αναφέρατε)	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

13) Ποιό είναι το χρονικό διάστημα αναφοράς, το οποίο χρησιμοποιείτε για την αξιολόγηση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου σας ;

(Παρακαλώ σημειώστε ✓ μόνο σε μία κατηγορία)

Μία εβδομάδα	
Ένας μήνας	

Ένα τρίμηνο	
Ένα εξάμηνο	
Ένα έτος	
Δυο έτη	
Τρία έτη	
Πέντε έτη	

14) Ποια από τα παρακάτω μέτρα χρησιμοποιείτε για να υπολογίσετε τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου σας και κατά πόσο υπάρχουν συγκεκριμένα όρια κινδύνου για το χαρτοφυλάκιο το οποίο διαχειρίζεστε:

(Πολλές δυνατές απαντήσεις. Παρακαλώ βαθμολογείτε στην κλίμακα 0 – 10, όπου 0 σημαίνει καθόλου και 10 πάρα πολύ, την χρήση των παρακάτω μεθόδων, και σημειώστε δεξιά ΝΑΙ αν υπάρχουν θεσμοθετημένα εταιρικά όρια κινδύνου, αλλιώς ΟΧΙ.)

	επίσημα όρια κινδύνου (Ναι / Οχι)	
Beta	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10	
Standard Deviation	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10	
Value at Risk Model	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10	
Άλλο(αναφέρατε)	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10	

15) Χρησιμοποιείτε κάποιον από τους παρακάτω τρόπους για να κάνετε αντιστάθμιση (hedging) του κινδύνου στο χαρτοφυλάκιο σας;

(Πολλές δυνατές απαντήσεις. Παρακαλώ βαθμολογείτε στην κλίμακα 0 – 10, όπου 0 σημαίνει καθόλου και 10 πάρα πολύ, την χρήση των παρακάτω μεθόδων.)

Options	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Futures	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
Συνθετικά προϊόντα	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

Άλλο (αναφέρατε)	0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10
------------------	------------------------

ΓΕΝΙΚΕΣ ΕΡΩΤΗΣΕΙΣ ΑΝΑΦΕΡΟΜΕΝΕΣ ΣΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΑΣ

16) Πόσα άτομα στελεχώνουν το τμήμα διαχείρισης της εταιρίας σας ;

17) Πόσα άτομα στελεχώνουν το τμήμα ανάλυσης της εταιρίας σας ;

18) Συνολικό ύψος διαχειριζόμενων κεφαλαίων (σε €) ;

8.2 ΕΠΙΣΤΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ ΠΡΟΣ

ΘΕΣΜΙΚΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ



ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

Ευελπίδων 47 & Λευκάδος 33, Αθήνα Τ.Κ. 113 62.

Τηλ: 2108828 474 -2108203638, Fax: 2108828 474 E-mail: MBAExecutive@aueb.gr

Το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, στα πλαίσια των ερευνητικών του δραστηριοτήτων, πραγματοποιεί μια έρευνα σχετικά με τον τρόπο διαχείρισης των θεσμικών χαρτοφυλακίων. Σκοπός αυτής της έρευνας είναι να διαπιστώσουμε τα κριτήρια επιλογής των αξιογράφων που εντάσσουν οι διαχειριστές στα χαρτοφυλάκια που διαχειρίζονται, καθώς και τον τρόπο αξιολόγησης της απόδοσης αυτών.

Στα πλαίσια αυτής της έρευνας, αποστέλλουμε το παρόν ερωτηματολόγιο στην εταιρία σας, όπως και στο σύνολο των ΑΕΔΑΚ και των ΑΕΕΧ που δραστηριοποιούνται στην χώρα μας. Παρακαλούμε για την διανομή του στους διαχειριστές των ΑΚ της εταιρίας σας, ώστε κάθε διαχειριστής να έχει στην διάθεσή του ένα ερωτηματολόγιο για κάθε ξεχωριστό χαρτοφυλάκιο που διαχειρίζεται. Η επιστροφή των συμπληρωμένων ερωτηματολογίων πρέπει να γίνει στην ταχυδρομική διεύθυνση : Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Ευελπίδων 47Α & Λευκάδος 33, 113 62, ΑΘΗΝΑ, πρόγραμμα Executive MBA, υπόψη του Κατσαρλίνου.

Τα στοιχεία που θα μας διαθέσετε τα θεωρούμε απόλυτα εμπιστευτικά και η πρόσβαση σε αυτά θα είναι περιορισμένη αποκλειστικά στα 2-3 άτομα που θα ασχοληθούν με την επεξεργασία τους, χωρίς μάλιστα να είναι δυνατή η ταυτοποίηση του συντάκτη κάθε ερωτηματολογίου ή της εταιρίας από την οποία προέρχεται. Τα αποτελέσματα της έρευνας θα είναι διαθέσιμα σε όλους τους συμμετέχοντες, με τέτοιο τρόπο ώστε να μην είναι δυνατό να αποκαλυφθεί με οποιοδήποτε τρόπο η προέλευση των στοιχείων.

Από τα παραπάνω γίνεται κατανοητό ότι χωρίς την δική σας συμβολή δεν είναι δυνατό να επιτύχει η συγκεκριμένη έρευνα. Σας παρακαλούμε λοιπόν για την διάθεση εκ μέρους σας του λίγου χρόνου που είναι απαραίτητος για την προώθηση του ερωτηματολογίου, και σας ευχαριστούμε εκ των προτέρων για την συνεισφορά σας στην ολοκλήρωση της σχετικής έρευνας.

Στην περίπτωση που θα χρειαστείτε περισσότερες πληροφορίες, παρακαλώ μην διστάσετε να έρθετε σε επαφή μαζί μας (τηλ 2108203638) ή με τον ερευνητή κο Λεωνίδα Κατσαρλίνο (τηλ 6977202364).

Δ. Μπουραντάς

Γ. Καραθανάσης

Διευθυντής προγράμματος Executive MBA

Υπεύθυνος Χρηματοοικονομικού Τομέα
Executive MBA.

8.3 ΕΠΙΣΤΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΕΝΩΣΗ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ.



ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

Ευελπίδων 47 & Λευκάδος 33, Αθήνα Τ.Κ. 113 62.

Τηλ: 2108828 474 -2108203638, Fax: 2108828 474 E-mail: MBAExecutive@aueb.gr

Αθήνα 11/4/2006

Προς την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Αξιότιμοι κύριοι,

Το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, στα πλαίσια των ερευνητικών του δραστηριοτήτων, πραγματοποιεί μια έρευνα σχετικά με τον τρόπο διαχείρισης των θεσμικών χαρτοφυλακίων. Σκοπός αυτής της έρευνας είναι να διαπιστώσουμε τα κριτήρια επιλογής των αξιογράφων που εντάσσουν οι διαχειριστές στα χαρτοφυλάκια που διαχειρίζονται, καθώς και τον τρόπο αξιολόγησης της απόδοσης αυτών.

Στα πλαίσια αυτής της έρευνας, αποστέλλουμε το παρόν ερωτηματολόγιο στο σύνολο των ΑΕΔΑΚ και των ΑΕΕΧ που δραστηριοποιούνται στην χώρα μας, με την παράκληση για την συμπλήρωσή του και την επιστροφή του εντός του τρέχοντος μηνός. Θεωρώντας ότι η έρευνα αυτή εμπίπτει στα ενδιαφέροντα της ένωσης σας, παρακαλούμε να διευκολύνετε την συλλογή των απαραίτητων δεδομένων, με κάθε τρόπο που εσείς θεωρείτε πρόσφορο.

Τα στοιχεία που θα μας διατεθούν τα θεωρούμε απόλυτα εμπιστευτικά και η πρόσβαση σε αυτά θα είναι περιορισμένη αποκλειστικά στα 2-3 άτομα που θα ασχοληθούν με την επεξεργασία τους, χωρίς μάλιστα να είναι δυνατή η ταυτοποίηση του συντάκτη κάθε ερωτηματολογίου ή της εταιρίας από την οποία προέρχεται. Τα αποτελέσματα της έρευνας θα είναι διαθέσιμα στην Ένωση Θεσμικών Επενδυτών και σε όλους τους συμμετέχοντες.



Θεωρούμε αυτονόητο ότι θα αναφέρουμε την βοήθεια της Ένωσης σας στην δημοσίευση της έρευνας. Επίσης είμαστε πρόθυμοι, εφόσον το θελήσετε, να κάνουμε παρουσίαση της έρευνας και των πορισμάτων της στα μέλη της Ένωσης σας.

Στην περίπτωση που θα χρειαστείτε περισσότερες πληροφορίες, παρακαλώ μην διστάσετε να έρθετε σε επαφή μαζί μας (τηλ 2108203638) ή με τον ερευνητή κο Λεωνίδα Κατσαρλίνο (τηλ 6977202364).

Δ. Μπουραντάς

Γ. Καραθανάσης

Διευθυντής προγράμματος Executive MBA

Υπεύθυνος Χρηματοοικονομικού Τομέα
Executive MBA.

8.4 ΕΠΙΣΤΟΛΗ ΕΝΩΣΗΣ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΠΡΟΣ ΤΑ ΜΕΛΗ ΤΗΣ

Προς: Όλα τα Μέλη

Αθήνα, 18 Απριλίου 2006

5394

ΕΡΕΥΝΑ ΤΟΥ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ

Αγαπητοί συνάδελφοι,

Το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών με την από 11/4/2006 επιστολή του προς την Ένωσή μας, την οποία σας επισυνάπτουμε, μας παρεκάλεσε να συμβάλλουμε στην επιτυχία της έρευνας που διεξάγει σχετικά, με τα κριτήρια επιλογής που χρησιμοποιούν οι διαχειριστές για τα αξιόγραφα που εντάσσουν στα χαρτοφυλάκιά τους, και τον τρόπο αξιολόγησης της απόδοσής τους.

Επειδή θεωρούμε ότι η έρευνα που διεξάγει το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών εμπίπτει στα ενδιαφέροντά μας, σας αποστέλλουμε το σχετικό ερωτηματολόγιο και παρακαλούμε να το συμπληρώσετε και να το αποστείλετε στο e-mail lkatsarlinos@yahoo.gr,

συμβάλλοντας έτσι στην επιτυχία αυτής της επιστημονικής προσπάθειας.

Με συναδελφικούς χαιρετισμούς,

Π. Καβουρόπουλος Μ. Βασιλικού

Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Συνημμένα: 1 επιστολή & 1 ερωτηματολόγιο

Παρακαλώ δείτε συνημμένα
Please see attachment

ΕΝΩΣΗ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ
ASSOCIATION OF GREEK INSTITUTIONAL INVESTORS
Tel: 210 36 28 580
Fax: 210 36 16 968
<http://www.agii.gr>

8.5 ΕΝΔΕΙΚΤΙΚΕΣ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΑΤΑ SHARPE

Παραθέτουμε μία λίστα με κατηγορίες χρηματοοικονομικών επενδύσεων, όπως τις παρουσιάζει ο Sharp ([2]). Απεικονίζουν την πραγματικότητα της περιόδου (1992), όπως την αντιλαμβάνεται ο Αμερικανός επενδυτής. Δίπλα σε κάθε asset class σημειώνεται και ένα σύνθετο προϊόν-δείκτης, αποτελούμενο από προϊόντα που ανήκουν στην συγκεκριμένη κλάση, όπου η συμμετοχή κάθε προϊόντος είναι σταθμισμένη ως προς την κεφαλαιοποίησή του εντός του δείκτη. Διατηρούμε το πρωτότυπο κείμενο ως έχει.

Bills

Cash-equivalents with less than 3 months to maturity

Index: Salomon Brothers' 90-day Treasury bill index

Intermediate-term Government Bonds

Government bonds with less than 10 years to maturity

Index: Lehman Brothers' Intermediate-term Government Bond Index

Long-term Government Bonds

Government bonds with more than 10 years to maturity

Index: Lehman Brothers' Long-term Government Bond Index

Corporate Bonds

Corporate bonds with ratings of at least Baa by Moody's or BBB by Standard & Poor's

Index: Lehman Brothers' Corporate Bond Index

Mortgage-Related Securities

Mortgage-backed and related securities

Index: Lehman Brothers'Mortgage-Backed Securities Index

Large-Capitalization Value Stocks

Stocks in Standard and Poor's 500-stock index with high book-to-price ratios

Index: Sharpe/BARRA Value Stock Index

Large-Capitalization Growth Stocks

Stocks in Standard and Poor's 500-stock index with low book-to-price ratios

Index: Sharpe/BARRA Growth Stock Index

Medium-Capitalization Stocks

Stocks in the top 80% of capitalization in the U.S. equity universe after the exclusion of stocks in Standard and Poor's 500 stock index

Index: Sharpe/BARRA Medium Capitalization Stock Index

Small-Capitalization Stocks

Stocks in the bottom 20% of capitalization in the U.S. equity universe after the exclusion of stocks in Standard and Poor's 500 stock index

Index: Sharpe/BARRA Small Capitalization Stock Index

Non-U.S. Bonds

Bonds outside the U.S. and Canada

Index: Salomon Brothers' Non-U.S. Government Bond Index

European Stocks

European and non-Japanese Pacific Basin stocks

Index: FTA Euro-Pacific Ex Japan Index

Japanese Stocks

Japanese Stocks

Index: FTA Japan Index

8.6 ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Παραθέτουμε μερικούς εκ των πλέον σημαντικών νόμων και αποφάσεων σχετικά με την λειτουργία των θεσμικών επενδυτών. Το σύνολο των υφιστάμενων νόμων, διατάξεων και αποφάσεων δημοσιεύεται στον ιστοχώρο της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών, απ' όπου και αναδημοσιεύουμε επιλογή της σχετικής νομοθεσίας.

ΦΕΚ 295 - Ν.2778/ 30.12.1999

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ - ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ

Ν.2892 ΦΕΚ 46/Α/9.3.2001

Άρθρο 18: Τροποπ. Ν.2778/1999
Άρθρα 6 και 7: Τροποπ. Ν.2190/1920 και Ν.2843/2000

ΑΠΟΦΑΣΗ Ε.Κ. 7/259/19.12.2002

Καθορισμός ελάχιστου περιεχομένου ασφαλιστικών συμβολαίων των ακινήτων στα οποία επενδύουν τα αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας και οι εταιρίες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία.

ΑΠΟΦΑΣΗ Ε.Κ. 8/259/19.12.2002

Περιεχόμενο της εξαμηνιαίας/ετήσιας έκθεσης και της κατάστασης επενδύσεων αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας και της εξαμηνιαίας κατάστασης επενδύσεων ανώνυμης εταιρίας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία.

ΦΕΚ 949 Β' / 31.07.2000

Καθορισμός Μεθόδων Αποτίμησης Στοιχείων Ακίνητης Περιουσίας των Α.Κ. & των Ε.Ε.Χ. ακίνητης περιουσίας

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΠΡΑΞΗ ΔΙΟΙΚΗΤΗ ΑΡΙΘ. 2471/10.4.2001

Καθορισμός ελάχιστου αρχικού κεφαλαίου πιστωτικών ιδρυμάτων.

Ν.2937 ΦΕΚ 169/Α/26.7.2001

Άρθρο 15: Αμοιβαία Κεφάλαια από Συνεταιριστικές Τράπεζες

ΦΕΚ 1615/Β/5.12.01

Επαγγελματική πιστοποίηση στελεχών της Κεφαλαιαγοράς

N.2992 (ΦΕΚ 54/A/20.3.02)

Μέτρα για την ενίσχυση της κεφαλαιαγοράς και την ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας και άλλες διατάξεις. (Καθιέρωση Διεθνών Λογιστικών Προτύπων ΚΕΦ.Α / Άρθρο 1)

ΥΠΟΥΡΓΕΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ 53705/994 (ΦΕΚ 1129/B/11.08.03)

Χρόνος εφαρμογής των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ)

ΥΠΟΥΡΓΕΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΠΟΛ 1025/16.2.2005

Παροχή οδηγιών για την εφαρμογή των διατάξεων του άρθρου 12 του Κεφαλαίου Β' του ν.3301/2004 (ΦΕΚ 263Α') «Συμφωνίες παροχής χρηματοοικονομικής ασφάλειας, εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων και άλλες διατάξεις» που αναφέρονται σε θέματα του Κώδικα Βιβλίων και Στοιχείων (Π.Δ.186/1992 ΦΕΚ 84Α') για την εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων.

Κ.Υ.Α. 6511/172/10.1.2006 (ΦΕΚ 237/B/23.2.2006)

Δημοσιεύματα Συνοπτικά Οικονομικά Στοιχεία των Εταιριών που συντάσσουν Ετήσιες Οικονομικές Καταστάσεις, σύμφωνα με τα υιοθετημένα από την Ευρωπαϊκή Ένωση Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ).

ΥΠΟΥΡΓΕΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΠΟΛ 155492/B.638 (ΦΕΚ 373/B/26.3.02)

Καθορισμός Κανόνων Επενδυτικής Συμπεριφοράς για την αξιοποίηση της κινητής περιουσίας των Ασφαλιστικών Οργανισμών

ΑΠΟΦΑΣΗ Ε.Κ. 21/247/27.6.2002

Σύσταση εξεταστικής επιτροπής και προϋποθέσεις συμμετοχής στις εξετάσεις επαγγελματικής πιστοποίησης στελεχών της κεφαλαιαγοράς.

ΦΕΚ 1291 / Β / 4.10.2002

Αναγνωρισμένες αγορές στις οποίες μπορούν να επενδύουν οι ΑΕΕΧ και οι ΑΕΔΑΚ

N. 3152 ΦΕΚ 152 / Α / 19.06.2003

Ίδρυση και εποπτεία χρηματιστηρίων και οργανωμένων αγορών, νέες αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και τροποποιήσεις χρηματιστηριακής νομοθεσίας και άλλες διατάξεις.

N. 3156 ΦΕΚ 157 / Α / 25.06.2003

Ομολογιακά δάνεια, τιτλοποίηση απαιτήσεων και απαιτήσεων από ακίνητα και άλλες διατάξεις.

ΑΠΟΦΑΣΗ Ε.Κ. 4/278/12.8.2003 (ΦΕΚ 1491/B/10.10.03)

Δημοσίευση και γνωστοποίηση στοιχείων των Αωνόμων Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου(ΑΕΕΧ) σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 12 του ν. 1969/1991 (ΦΕΚ Α'167)

ΑΠΟΦΑΣΗ Ε.Κ. 18/291/22.01.2004 (ΦΕΚ Β/486/5.3.2004)

"Ορισμός μέγιστων ορίων ημερήσιας διακύμανσης των τιμών των μετοχών, των συναλλαγών πακέτων και με συμψηφιστική εγγραφή".

ΑΠΟΦΑΣΗ Ε.Κ. 14/300/06.05.2004

Ορισμός του Συνεγγυητικού Κεφαλαίου Εξασφάλισης Επενδυτικών Υπηρεσιών ως διαχειριστή και θεματοφύλακα του Επικουρικού Κεφαλαίου Εκκαθάρισης Χ.Α.

Ν. 3283 ΦΕΚ 210/Α/2.11.2004

Ανώνυμες εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες, αμοιβαία κεφάλαια και άλλες διατάξεις.
(Τροποποίηση Ν.1969/91 - Ενσωμάτωση Οδηγιών 2001/107/ΕΚ & 2001/108/ΕΚ)

Ν. 3371 ΦΕΚ 178 / Α / 14.07.2005 (Άρθρο 47)

Τροποποίηση και συμπλήρωση του Ν. 3283/2004.

ΕΓΚΥΚΛΙΟΣ Ε.Κ. ΑΡ.25 / 11.11.2004

Προμήθειες, αμοιβές και λοιπά έξοδα που βαρύνουν το ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων και τους μεριδιούχους.

ΑΠΟΦΑΣΗ Ε.Κ. 1/317/11.11.2004 (ΦΕΚ 1746/Β/26.11.04)

Κατηγοριοποίηση αμοιβαίων κεφαλαίων του ν.3283/2004

ΑΠΟΦΑΣΗ Ε.Κ. 9/342/8.6.2005 (ΦΕΚ 901 / Β / 1.7.2005)

Τροποποίηση της απόφασης 1/317/11.11.2004 του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (ΦΕΚ Β/1746/26.11.2004) «Κατηγοριοποίηση αμοιβαίων κεφαλαίων του ν. 3283/2004».

(FUNDS OF FUNDS)

ΑΠΟΦΑΣΗ Ε.Κ. 4/378/14.4.2006 (ΦΕΚ 568/Β/8.5.2006)

Τροποποίηση της Απόφασης 1/317/11.11.2004 του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.(INDEX FUNDS)

ΑΠΟΦΑΣΗ Ε.Κ. 8/335/6.4.2005 (ΦΕΚ 614/Β/10.5.2005)

Απλοποιημένο ενημερωτικό δελτίο αμοιβαίων κεφαλαίων του ν. 3283/2004

ΑΠΟΦΑΣΗ Ε.Κ. 3/347/12.7.2005 (ΦΕΚ 983 / Β / 13.7.05)

Υποχρεώσεις των εκδοτών για τη δημοσιοποίηση προνομακών πληροφοριών.

ΑΠΟΦΑΣΗ Ε.Κ. 4/347/12.7.2005 (ΦΕΚ 983 / Β / 13.7.05)

Υποχρεώσεις των Προσώπων που Εκπονούν ή Διαδίδουν Αναλύσεις.

Ν. 3371 (ΦΕΚ 178 / Α / 14.07.2005)

Θέματα Κεφαλαιαγοράς και άλλες διατάξεις.

- Κεφάλαιο Δ': Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.

- Άρθρο 47: Τροποποίηση και συμπλήρωση του ν.3283/2004.

- Άρθρο 49: Πιστοποίηση υπαλλήλων και στελεχών των ΑΕΔΑΚ και ΕΕΧ.

ΑΠΟΦΑΣΗ Ε.Κ. 3/356/26.10.2005 (ΦΕΚ 1554/Β/10.11.2005)

Τήρηση βιβλίων και στοιχείων κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών.

ΑΠΟΦΑΣΗ Ε.Κ. 3/358/8.11.2005 (ΦΕΚ 1635/Β/25.11.05)

Χορήγηση άδειας λειτουργίας για τις οργανωμένες αγορές κινητών αξιών και παραγώγων του Χρηματιστηρίου Αθηνών Α.Ε.

ΑΠΟΦΑΣΗ Ε.Κ. 3/378/14.4.2006 (ΦΕΚ 608/Β/16.5.2006)

Χρήση παραγώγων χρηματοοικονομικών μέσων και τίτλων επιλογής από αμοιβαία κεφάλαια και ανώνυμες εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου και διαχείριση κινδύνων χαρτοφυλακίου.

ΑΠΟΦΑΣΗ Ε.Κ. 1/387/19.6.2006 (ΦΕΚ 836/Β/6.7.2006)

Πιστοποίηση επαγγελματικής επάρκειας των υπαλλήλων και στελεχών Ανωνύμων Εταιριών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, Ανωνύμων Εταιριών Επενδυτικής Διαμεσολάβησης, Ανωνύμων Εταιριών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων και Ανωνύμων Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9.

ΕΥΡΕΤΗΡΙΑ

9.1 ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1 Ενεργητικό των ΑΕΔΑΚ την 1/8/2006.....	41
Πίνακας 2 Ενεργητικό των ΑΕΕΧ την 31/7/2006.....	42
Πίνακας 3 Κατανομή απαντήσεων κατά είδος και προέλευση.....	77
Πίνακας 4 Κατανομή χαρτοφυλακίων ως προς την χώρα προέλευσης των αξιογράφων.....	78
Πίνακας 5 Γενικά χαρακτηριστικά εταιριών δείγματος	79
Πίνακας 6 Ύψος διαχειριζόμενων Κεφαλαίων ανά εταιρία	80
Πίνακας 7 Προσέγγιση κατανομής κεφαλαίων	82
Πίνακας 8 Προσέγγιση κατανομής κεφαλαίων ανάλογα με το ύψος των διαχειριζόμενων κεφαλαίων.....	84
Πίνακας 9 Διατιθέμενα μέσα άντλησης πληροφόρησης.....	86
Πίνακας 10 Χρήση των διατιθέμενων μέσων πληροφόρησης.....	87
Πίνακας 11 Μορφές αντλούμενης πληροφόρησης.....	88
Πίνακας 12 Χρησιμοποιούμενες μορφές ανάλυσης ανά ύψος χαρτοφυλακίου	88
Πίνακας 13 Χρησιμοποιούμενες μορφές ανάλυσης ανά ύψος συνολικά διαχειριζόμενων κεφαλαίων.....	90
Πίνακας 14 Χρήση εκτιμήσεων οίκων αξιολόγησης.....	91
Πίνακας 15 Οίκοι αξιολόγησης με μηδενική χρήση από εταιρίες.....	92
Πίνακας 16 Χρήση των οίκων αξιολόγησης.....	92

Πίνακας 17	Αξιολογημένα αξιόγραφα ανά είδος Χαρτοφυλακίου	94
Πίνακας 18	Χρήση μεθόδων λήψης επενδυτικών αποφάσεων.....	96
Πίνακας 19	Χρήση μεθόδων λήψης επενδυτικών αποφάσεων ανά είδος χαρτοφυλακίου.....	97
Πίνακας 20	Χρήση μοντέλων προεξόφλησης ταμειακών ροών	98
Πίνακας 21	Χρήση μοντέλων προεξόφλησης ταμειακών ροών ανά είδος χαρτοφυλακίου	99
Πίνακας 22	Χρήση δεικτών συγκριτικής αποτίμησης.....	101
Πίνακας 23	Χρήση δεικτών συγκριτικής αποτίμησης ανά κατηγορία Αμοιβαίων Κεφαλαίων	102
Πίνακας 24	Χρήση μεθόδων τεχνικής ανάλυσης	104
Πίνακας 25	Χρήση μεθόδων τεχνικής ανάλυσης ανά είδος Αμοιβαίου Κεφαλαίου	105
Πίνακας 26	Μέθοδοι αξιολόγησης απόδοσης χαρτοφυλακίων	107
Πίνακας 27	Μέθοδοι αξιολόγησης απόδοσης ανά είδος Αμοιβαίου Κεφαλαίου	108
Πίνακας 29	Χρονικό διάστημα αναφοράς απόδοσης	110
Πίνακας 30	Χρήση μεθόδων μέτρησης κινδύνου χαρτοφυλακίου Α.Κ.	112
Πίνακας 31	Χρήση μεθόδων αντιστάθμισης	114
Πίνακας 32	Σύγκριση απόδοσης Μετοχικών ΑΚ Εσωτερικού με Γενικό Δείκτη ΧΑΑ.....	116

9.2 ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ

Γράφημα 1 Διαχειριζόμενα Κεφάλαια Παγκοσμίως (σε δις δολάρια)	12
Γράφημα 2 Κατανομή των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανά τον κόσμο	13
Γράφημα 3 Ενεργητικό Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα (σε δις δολάρια).....	13
Γράφημα 4 Διάρθρωση Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ένωση ...	14
Γράφημα 5 Σύθεση Ελληνικής Αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων	32
Γράφημα 6 Δημιουργία συνθετικού long call.....	75
Γράφημα 7 Κατανομή χαρτοφυλακίων ως προς την χώρα προέλευσης των αξιογράφων	78
Γράφημα 8 Ύψος διαχειριζόμενων κεφαλαίων (σε €) ανά εταιρία	81
Γράφημα 9 Προσέγγιση κατανομής κεφαλαίων.....	83
Γράφημα 10 Προσέγγιση κατανομής κεφαλαίων ανάλογα με το ύψος των διαχειριζόμενων κεφαλαίων.....	85
Γράφημα 11 Χρήση των διατιθέμενων μέσων πληροφόρησης	87
Γράφημα 12 Χρησιμοποιούμενες μορφές ανάλυσης ανά ύψος χαρτοφυλακίου	89
Γράφημα 13 Χρησιμοποιούμενες μορφές ανάλυσης ανά ύψος συνολικά διαχειριζόμενων κεφαλαίων.....	90
Γράφημα 14 Χρήση των οίκων αξιολόγησης	93
Γράφημα 15 Αξιολογημένα αξιόγραφα ανά είδος Χαρτοφυλακίου	95
Γράφημα 16 Μέθοδοι λήψης επενδυτικών αποφάσεων ανά είδος χαρτοφυλακίου	98

Γράφημα 17 Μοντέλα προεξόφλησης ανά είδος χαρτοφυλακίου.....	100
Γράφημα 18 Χρήση δεικτών συγκριτικής αποτίμησης ανά κατηγορία Αμοιβαίων Κεφαλαίων	103
Γράφημα 19 Χρήση μεθόδων τεχνικής ανάλυσης ανά είδος Αμοιβαίου Κεφαλαίου	106
Γράφημα 20 Μέθοδοι αξιολόγησης απόδοσης ανά είδος Αμοιβαίου Κεφαλαίου.....	109
Γράφημα 21 Χρονικό διάστημα αναφοράς απόδοσης.....	111
Γράφημα 22 Χρήση μεθόδων μέτρησης κινδύνου χαρτοφυλακίου Α.Κ.....	113
Γράφημα 23 Χρήση μεθόδων αντιστάθμισης.....	115
Γράφημα 24 Απόδοση Μετοχικών ΑΚ Εσωτερικού σε σχέση με Γενικό Δείκτη ΧΑΑ	117
Γράφημα 25 Ενεργητικό ΑΚ κατά τα έτη 2001-2005	118
Γράφημα 26 Διαχρονική εξέλιξη διάρθρωσης Αμοιβαίων Κεφαλαίων	118

Συμπλ.
ΟΙΚΟΝΟΜ
ΒΙΒΛΙΟΘ
ΑΘΗΝ

