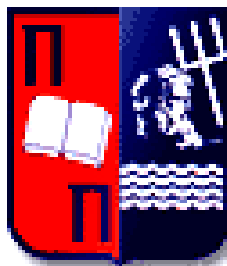


**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ**

**ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗ  
ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ-Ε.Μ.Β.Α.**



**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ  
ΤΟΥ ΙΩΑΝΝΗ ΜΑΓΓΑΝΑ  
ΘΕΜΑ «ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΕΠΑΝΑΛΗΠΤΙΚΟΤΗΤΑΣ  
ΣΤΗΝ ΕΠΙΔΟΣΗ ΤΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ  
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ-ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ»**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΦΙΛΙΠΠΑΣ Δ. ΝΙΚΟΛΑΟΣ**

**ΜΑΙΟΣ 2006**

## Περιεχόμενα

<b>Κεφάλαιο 1</b>	<b>8</b>
<b>Εισαγωγή</b>	<b>8</b>
1. Γενικά	8
2. Σκοπός της Μελέτης	10
3. Διάρθρωση της Παρούσας Μελέτης	10
<b>Κεφάλαιο 2</b>	<b>12</b>
<b>Η Ενεργητική (Active) και Παθητική (Passive) Διαχείριση και η Υπόθεση Αποτελεσματικότητας των Αγορών (Efficient Market Hypothesis)</b>	<b>12</b>
I. Η Έννοια των Αποτελεσματικών Αγορών (Efficient Markets)	12
II. Οι Έννοιες Ενεργητική και Παθητική Διαχείριση	16
1. Ενεργητική Διαχείριση	16
2. Παθητική Διαχείριση	18
<b>Κεφάλαιο 3</b>	<b>20</b>
<b>Υποδείγματα Αξιολόγησης</b>	<b>20</b>
I. Αξιολόγηση της Επίδοσης των Α/Κ	20
Μέτρα Αξιολόγησης	21
1. Συντελεστής Μεταβλητότητας	21
2. Υπόδειγμα Treynor (1965)	22
3. Υπόδειγμα Sharpe (1966)	23
4. Υπόδειγμα Jensen (1968, 1969)	23
II. Αξιολόγηση των Διαχειριστών των Α/Κ	25
5. Υπόδειγμα Treynor & Mazuy (1966)	28
6. Υπόδειγμα Henrikson & Merton (1981)	29
III. Σύγχρονα Μέτρα Αξιολόγησης (υπό αίρεση)	31

7. Conditional Measure of Performance Evaluation_____	32
IV. Πολυ-Παραγοντικά Μέτρα Αξιολόγησης_____	33
8. Chen, Roll & Ross Multifactor Model (1986)_____	33
9. Gruber 4-Factor Model (1996)_____	34
10. Carhart 4-Factor Model (1997)_____	35
V. Έλεγχος της Επαναληπτικότητας των Α/Κ_____	37
11. Διαστρωματικά (cross-sectional) ή Μη-Παραμετρικά (non-parametric) τεστ_____	37
12. Otten & Bams Διαχρονικά (time-series) τεστ (2002)_____	37
<b>Κεφάλαιο 4_____</b>	<b>38</b>
<b>Η Δομή της Αγοράς των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα και τον Κόσμο_____</b>	<b>38</b>
1. Εισαγωγή_____	38
2. Η Ευρωπαϊκή Αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων_____	39
Γενικά Στοιχεία και Δομή της Αγοράς των Α/Κ στην Ευρώπη_____	39
3. Η Αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στις Η.Π.Α. _____	41
α. Γενικά Στοιχεία_____	41
β. Δομή της Αγοράς και Τάσεις _____	43
4. Η Αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στο Ηνωμένο Βασίλειο_____	46
Η Δομή και Γενικά Στοιχεία της Αγοράς των Α/Κ στο Ηνωμένο Βασίλειο_____	46
5. Η Ελληνική Αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων_____	51
α. Γενικά Στοιχεία_____	51
Ελλάδα_____	51
β. Δομή της Αγοράς των Α/Κ_____	54

<b>Κεφάλαιο 5</b>	58
<b>Η Ευρωπαϊκή Αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων</b>	58
α. Εισαγωγή	58
β. Η Μελέτη των Otten & Bams (2000)	59
1. Η Ευρωπαϊκή Βιομηχανία Αμοιβαίων Κεφαλαίων	59
2. Ευρωπαϊκά Αμοιβαία Κεφάλαια	60
3. Μέτρηση της Απόδοσης	62
3.1. Τα Μοντέλα της Απόδοσης των Α/Κ	62
3.2. Αποτελέσματα	62
<b>Κεφάλαιο 6</b>	65
<b>Η Ιταλική Αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων</b>	65
<b>Ιταλικά Αμοιβαία Κεφάλαια Αποδοτικότητα και Επαναληπτικότητα</b>	
<b>Απόδοσης</b>	65
1. Εισαγωγή	65
2. Το Δείγμα Δεδομένων	67
3. Η Ικανότητα των Α/Κ να Παράγουν Υπερ-Αποδόσεις	68
3.1. Μοντέλα Μέτρησης της Απόδοσης	68
3.2. Εμπειρικά Αποτελέσματα	69
4. Επαναληπτικότητα της Επίδοσης	71
4.1. Αποτελέσματα	73
<b>Κεφάλαιο 7</b>	74
<b>Επισκόπηση της Αγγλικής Βιβλιογραφίας</b>	74
1. Περίοδος 1997-1998	74
1.1. Η Μελέτη του Fletcher (1997)	74
1.2. Η Μελέτη των Quigley & Sinquefield (1998)	75
1.3. Η Μελέτη των Lunde, Timmermann & Blake (1998)	77
1.4. Η Μελέτη των Blake & Timmermann (1998)	79

2. Μελέτες του Έτους 1999_____	81
2.1. Η Μελέτη του Fletcher (1999)_____	81
2.2. Η Μελέτη των Allen & Tan (1999)_____	84
2.3. Η Μελέτη της WM Company (1999)_____	84
3. Ανάλυση Financial Services Authority (FSA)_____	84
3.1. Η Μελέτη των Bacon & Woodrow του Έτους (1999)_____	84
3.2. Η Μελέτη του Rhodos των Έτους (2000)_____	85
3.3. Η Μελέτη της Charles River Associates (2002) και η Ανάλυσή της από την Financial Services Authority (FSA)_____	88
<b>Κεφάλαιο 8_____</b>	<b>93</b>
<b>Η Αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στις Ηνωμένες Πολιτείες_____</b>	<b>93</b>
1. Οι μελέτες της Πρώτης Περιόδου για τις Μη-Κανονικές Αποδόσεις _____	93
1.1. Η Μελέτη του Jensen (1966)_____	94
2. Το Φαινόμενο της Επαναληπτικότητας στην Επίδοση – Οι Αρχικές Μελέτες_____	95
2.1. Η Μελέτη του Carlson (1970)_____	95
2.2. Η Μελέτη των Grinblatt & Titman (1989)_____	95
3. Μελέτες για την Επαναληπτικότητα της Περιόδου 1990-1995_____	96
3.1. Η Μελέτη του US Consumers Reports (1990)_____	96
3.2. Η Μελέτη των Grinblatt & Titman (1992)_____	96
3.3. Η Μελέτη του Ippolito (1992)_____	97
3.4. Η Μελέτη των Brown, Goetzmann, Ibbotson & Ross (1992)_____	97
3.5. Η Μελέτη των Hendricks, Patel & Zeckhauser (1993)_____	99
3.6. Η Μελέτη των Grinblatt & Titman (1993)_____	99
3.7. Η Μελέτη των Goetzmann & Ibbotson (1994)_____	100
3.8. Η Μελέτη των Kahn & Rudd (1994)_____	101
3.9. Η Μελέτη των Volkman & Wohar (1995)_____	102

3.10. Η Μελέτη του Malkiel (1995)	102
3.11. Η Μελέτη των Brown & Goetzmann (1995)	104
4. Οι Μελέτες που Εκπονήθηκαν Μετά το 1995	105
4.1. Caron, Fitzsimmons & Prince (1996)	105
4.2. Η Μελέτη του Gruber (1996)	107
4.3. Η Μελέτη των Elton, Gruber & Blake (1996)	108
4.4. Η Μελέτη του Sauer (1997)	109
4.5. Η Μελέτη των Phelps & Detzel (1997)	110
4.6. Η Μελέτη του Carhart (1997)	110
4.7. Η Μελέτη του Wermers (1997)	112
4.8. Η Μελέτη των Sirri & Tufano (1998)	112
4.9. Η Μελέτη των Barber, Odean & Zheng (2000)	113
4.10. Η Μελέτη των Jain & Wu (2000)	115
4.11. Η Μελέτη του Wermers (2001)	115
<b>Κεφάλαιο 9</b>	<b>117</b>
<b>Η Ελληνική Αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων</b>	<b>117</b>
α. Γενικά Στοιχεία της Ελληνικής Αγοράς Α/Κ	117
β. Το φαινόμενο της Επαναληπτικότητας στα Ελληνικά Α/Κ	120
β.1. οι Μελέτες της Πρώτης Περιόδου (1980-1995)	120
1. Η Μελέτη του Γ. Χατζηνικολάου (1980)	120
2. Η Μελέτη του Ν. Φίλιππα (1991)	120
3. Η Μελέτη του Ν. Μυλωνά (1995)	121
β.2. Οι Μελέτες της Δεύτερης Περιόδου (1995-2005)	121
1. Η Μελέτη του Ν. Φίλιππα (1998)	121
2. Η Μελέτη του Ν. Μυλωνά (1999)	122
3. Η Μελέτη των Ν. Φίλιππα και Ε. Τσιώνα (2000)	123
4. Η Μελέτη του Ν. Φίλιππα και Β. Μπαμπαλού (2005)	124

γ. Σημαντικά Χαρακτηριστικά της Ελληνικής Αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων_____	125
γ.1. Η Μελέτη των Ν. Φίλιππα, Ν. Πιπτή και G.M. Caporale (2002)_____	125
Αναδράσεις Μεταξύ των Ροών Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των Αποδόσεων των Μετοχών: Στοιχεία από την Ελληνική Αγορά Κεφαλαίων_____	125
Εισαγωγή_____	126
Ανάλυση του Φαινομένου και Αποτελέσματα_____	126
γ.2. Η Μελέτη των Ν. Φίλιππα και Θ. Φιοτάκη (2003)_____	129
Η Επενδυτική Συμπεριφορά των Ελλήνων Επενδυτών_____	129
<b>Κεφάλαιο 10</b> _____	<b>132</b>
<b>Στοιχεία Επαναληπτικότητας της Επίδοσης από Εμπειρικά Αποτελέσματα</b> _____	<b>132</b>
1. Εμπειρικά Αποτελέσματα από την Αγορά των Η.Π.Α._____	132
2. Εμπειρικά Αποτελέσματα από την Ευρωπαϊκή Αγορά_____	139
3. Εμπειρικά Αποτελέσματα από την Ελληνική Αγορά_____	145
<b>Κεφάλαιο 11</b> _____	<b>151</b>
<b>Επίλογος – Συμπεράσματα – Επενδυτικές Συμβουλές</b> _____	<b>151</b>
<b>Βιβλιογραφία</b> _____	<b>157</b>
α. Ξένη Βιβλιογραφία_____	157
β. Ελληνική Βιβλιογραφία_____	161
Internet Sites_____	162

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## Εισαγωγή

### 1. Γενικά

Η εντυπωσιακή ανάπτυξη της αγοράς των Α/Κ οφείλεται σε μια σειρά παραγόντων, όπως η επαγγελματική διαχείριση, η άμεση ρευστοποίηση, το μικρό απαιτούμενο αρχικό κεφάλαιο, και η ανάληψη του κινδύνου που ταιριάζει σε κάθε επενδυτή, μέσα από την επιλογή συγκεκριμένου Α/Κ.

Η ανάπτυξη αυτή της αγοράς των Α/Κ ανέδειξε αναπόφευκτα τα ζητήματα της αξιολόγησης των επαγγελματιών – διαχειριστών, και του βαθμού επαναληπτικότητας της απόδοσης των Α/Κ. Ως βαθμός επαναληπτικότητας της απόδοσης ενός Α/Κ ορίζεται η πρόβλεψη τη απόδοσης της επόμενης περιόδου με βάση την αντίστοιχη σημερινή.

Η διερεύνηση του θέματος θα οδηγούσε σε συμπεράσματα για το αν οι επαγγελματίες – διαχειριστές μπορούν να επαναλάβουν τις επιτυχίες τους στο μέλλον με τις κατάλληλες αναδιαρθρώσεις των χαρτοφυλακίων τους. Η γνώση του φαινομένου της επαναληπτικότητας θα ήταν πολύτιμη στους επενδυτές για τις μελλοντικές επιλογές ενός Α/Κ, και φυσικά θα αποτελούσε σημαντικό εργαλείο και για τους διαχειριστές οι οποίοι θα διέθεταν μια βάση αναφοράς για χάραξη στρατηγικών και προσδιορισμό μελλοντικών κινήσεων.

Η μέχρι σήμερα μελέτη του φαινομένου της επαναληπτικότητας, έχει καταδείξει ότι τα συμπεράσματα των ερευνητών δεν κινούνται προς την ίδια



κατεύθυνση. Πρέπει να σημειωθεί ότι τόσο η ύπαρξη της επαναληπτικότητας στην απόδοση των Α/Κ, όσο και η αξιολόγηση της απόδοσης, έχουν τύχει αντικείμενο εκτενούς διερεύνησης σε παγκόσμιο επίπεδο. Όμως ολοένα και νεότερα συμπεράσματα, καλύπτουν και συμπληρώνουν τις προηγούμενες έρευνες, αναδεικνύοντας παράλληλα νέες διαστάσεις και οπτικές.

Η ελληνική κεφαλαιαγορά αφού διήνυσε μια μεγάλη περίοδο εναλλακτικών χρηματιστηριακών φάσεων, προσπαθεί να φιλτράρει αποδόσεις και επαγγελματίες διαχειριστές. Οι περισσότεροι εγχώριοι επενδυτές απέχουν από την κεφαλαιαγορά, και στην παρούσα φάση η περαιτέρω διερεύνηση της επαναληπτικότητας στη επίδοση θα ήταν εξαιρετικά χρήσιμη.

Η αγορά των Α/Κ αναπτύσσεται ραγδαία τα τελευταία δεκαπέντε χρόνια, σημειώνοντας αξιοζήλευτα μεγέθη, κυρίως στην Αμερικάνικη κεφαλαιαγορά αλλά και στις χώρες της Δυτικής Ευρώπης. Η Ελληνική Αγορά των Α/Κ δεν υστερεί καθόλου, παρά την κρίση του Χρηματιστηρίου, και σήμερα τα συνολικά υπό διαχείριση ενεργητικό από τα 262 Α/Κ που κυκλοφορούν είναι 28,2 δις Ευρώ.

Κυρίαρχη αγορά στα Α/Κ είναι η Αμερικάνικη όπου ο θεσμός των Α/Κ συνδέεται με την ασφαλιστική αγορά, επιδεικνύοντας εντυπωσιακούς ρυθμούς ανάπτυξης και συνολικό ενεργητικό διαχειριζόμενων κεφαλαίων ήταν 8,1 τρις δολάρια κατά τους πρώτους μήνες του 2006. Η δεύτερη σε μέγεθος αγορά των Α/Κ είναι η Ευρωπαϊκή Ένωση.

## 2. Σκοπός της Μελέτης

Η παρούσα διπλωματική εργασία ασχολείται τόσο με την ανασκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας σχετικά με το φαινόμενο της επαναληπτικότητας, όσο και με την διερεύνηση του φαινομένου αυτού στην ελληνική αγορά. Στόχος αυτής της διπλωματικής είναι η ανάδειξη και αποτύπωση των τελευταίων εξελίξεων σε παγκόσμιο επίπεδο για το φαινόμενο της επαναληπτικότητας στην επίδοση των Α/Κ, και η καταγραφή των πιο πρόσφατων μελετών που αφορούν την ελληνική αγορά. Τέλος η εργασία φιλοδοξεί να συμβάλει στην καλύτερη αξιολόγηση των επενδυτικών επιλογών που αφορούν την αγορά των Α/Κ.

## 3. Διάρθρωση της Παρούσας Μελέτης

Η μελέτη αυτή αποτελείται από έντεκα κεφάλαια και διαρθρώνεται ως εξής:

Το παρόν **κεφάλαιο 1** αποτελεί την εισαγωγή της εργασίας. Με το **κεφάλαιο 2** επιχειρείται μια θεωρητική προσέγγιση του φαινομένου της επαναληπτικότητας. Στο **κεφάλαιο 3** παρουσιάζονται τα μέτρα, τα υποδείγματα και τα κριτήρια που χρησιμοποιούνται παγκοσμίως για την μέτρηση της αποδοτικότητας των Α/Κ. Στο **κεφάλαιο 4** παρέχονται στοιχεία για την δομή της αγοράς των Α/Κ στην Ελλάδα και στον κόσμο. Στο **κεφάλαιο 5** επιχειρείται η επισκόπηση της βιβλιογραφίας για την Ευρωπαϊκής αγορά Α/Κ.

Στο **κεφάλαιο 6** γίνεται αποτύπωση της Ιταλικής Αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων ενώ το **κεφάλαιο 7** ασχολείται εκτενώς με την Αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων του Ηνωμένου Βασιλείου. Στο **κεφάλαιο 8** γίνεται

αναφορά στην Αμερικάνικη Αγορά Α/Κ. Το **κεφ. 9** διερευνά την Ελληνική πραγματικότητα **και στο κεφ.10** αναφέρονται εμπειρικά στοιχεία επαναληπτικότητας. Τέλος **το κεφ.11** αποτελεί τον επίλογο της διπλωματικής όπου αναγράφονται και τα συμπεράσματα. Τέλος **το κεφ.11** αποτελεί τον επίλογο της διπλωματικής στο οποίο διατυπώνονται συμπεράσματα και επενδυτικές συμβουλές.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

## Η Ενεργητική (Active) και η Παθητική (Passive) Διαχείριση και η Υπόθεση Αποτελεσματικότητας των Αγορών (Efficient Market Hypothesis)

### I. Η Έννοια των Αποτελεσματικών Αγορών (Efficient Markets)

Τις τελευταίες δεκαετίες υπήρχε διάχυτη η άποψη ότι οι αγορές αξιόγραφων ήταν αρκετά αποτελεσματικές στο να αποτυπώνουν πληροφορίες τόσο για μεμονωμένες μετοχές όσο και για την αγορά μετοχών στο σύνολό της. Η τεκμηρίωση της άποψης ήταν ότι, όταν η πληροφορία εμφανίζεται, τα νέα μεταδίδονται πολύ γρήγορα και ενσωματώνονται στις τιμές των χρεογράφων ταχύτατα.

Σύμφωνα με την θεώρηση αυτή, ούτε η τεχνική ανάλυση, ούτε η θεμελιώδης ανάλυση, θα μπορούσαν να βοηθήσουν τους επενδυτές να πετύχουν αποδόσεις μεγαλύτερες από αυτές που θα μπορούσαν να εξασφαλισθούν από την απλή συγκράτηση και διακράτηση (*buy and hold strategy*) ενός τυχαία επιλεγμένου χαρτοφυλακίου μεμονωμένων μετοχών με συγκρίσιμο ρίσκο. Να σημειωθεί ότι η τεχνική ανάλυση, αναφέρεται στη μελέτη προηγούμενων τιμών μετοχών ώστε να προβλεφθούν οι μελλοντικές τιμές, ενώ η θεμελιώδης ανάλυση, είναι η ανάλυση χρηματοοικονομικών πληροφοριών, όπως τα κέρδη των εταιρειών, οι αξίες ενεργητικού κ.α.

Σύμφωνα με τον **Burton G. Malkiel (1995)** αποτελεσματικές κεφαλαιαγορές, είναι εκείνες στις οποίες οι τιμές των μετοχών

προσαρμόζονται στις νέες πληροφορίες χωρίς καθυστέρηση και έτσι δεν υπάρχουν ευκαιρίες που να επιτρέπουν στους επενδυτές να αποκομίσουν μεγαλύτερες του μέσου όρου αποδόσεις, χωρίς να αναλάβουν μεγαλύτερο του μέσου όρου κίνδυνο.

Η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών είναι άμεσα συνδεδεμένη με την άποψη ότι οι κινήσεις των αγοραίων τιμών των μετοχών προσεγγίζουν αυτές ενός «τυχαίου περιπάτου» (random walk), ένας όρος που χρησιμοποιείται στη χρηματοοικονομική βιβλιογραφία, προκειμένου να χαρακτηρίσει μια σειρά τιμών, όπου όλες οι διαδοχικές αλλαγές τιμών αντιπροσωπεύουν τυχαίες εκκινήσεις από προηγούμενες τιμές. Η θεώρηση της ιδέας του «τυχαίου περιπάτου» είναι ότι αν η ροή των πληροφοριών είναι ανεμπόδιστη και οι πληροφορίες αντανakλώνται άμεσα στις τιμές των μετοχών, τότε η αυριανή αλλαγή της τιμής θα αντανakλά μόνο τα αυριανά νέα και θα είναι ανεξάρτητη από τις σημερινές αλλαγές τιμών.

Όμως, τα νέα είναι μη ελέγξιμα και απρόβλεπτα και συνεπώς οι τελικές αλλαγές τιμών είναι επίσης απρόβλεπτες και τυχαίες. Κατά συνέπεια, οι τιμές ενσωματώνουν και αντανakλούν πλήρως όλες τις πληροφορίες και έτσι ακόμα και οι απληροφόρητοι επενδυτές, τοποθετούμενοι σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο στον πίνακα τιμών που δίνεται από την αγορά, θα αποκομίσουν μια απόδοση τόσο καλή όσο αυτή που επιτεύχθηκε από τους επαγγελματίες διαχειριστές.

Ο Eugene Fama (1972) υποστηρίζει ότι η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς μπορεί να ορισθεί και να ελεγχθεί σε τρεις μορφές:

- στη μορφή της ασθενούς αποτελεσματικότητας (Weak form EMH)

- ✚ στη μορφή της ήμι-ισχυρής αποτελεσματικότητας (Semistrong form EMH) και
- ✚ στη μορφή της ισχυρής αποτελεσματικότητας (Strong form EMH).

Η βασική διαφορά μεταξύ των τριών μορφών αγοράς, βρίσκεται στο επίπεδο της πληροφόρησης που εμπεριέχουν.

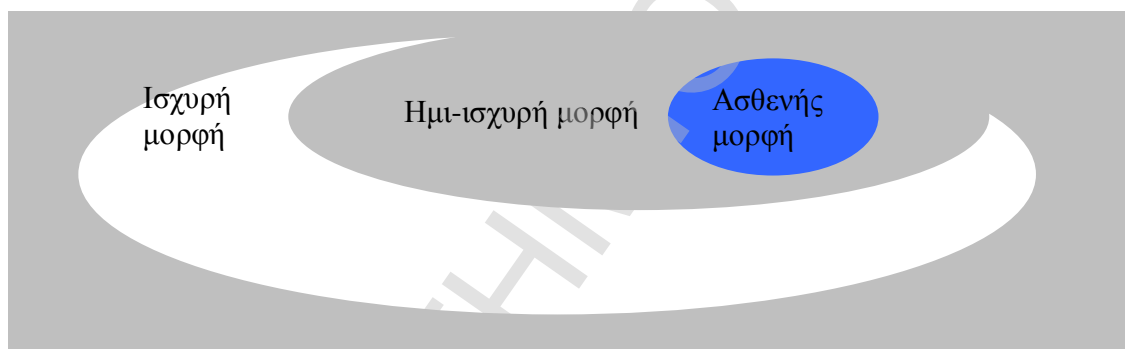
Η μορφή της ασθενούς αποτελεσματικότητας υποστηρίζει την υπόθεση ότι οι τρέχουσες τιμές των μετοχών αντικατοπτρίζουν πλήρως όλες τις πληροφορίες της χρηματιστηριακής αγοράς, συμπεριλαμβάνοντας την ιστορική σειρά των τιμών, τις μεταβολές των τιμών, τον όγκο των συναλλαγών κ.λ.π. Κατά συνέπεια δεν υπάρχει καμία σχέση μεταξύ παρελθουσών και μελλοντικών μεταβολών των τιμών και οι, οποιεσδήποτε στρατηγικές αγοραπωλησίας μετοχών (trading rules) οι οποίες εξαρτώνται από τις παρελθούσες μεταβολές των τιμών ή η χρησιμοποίηση δεδομένων του παρελθόντος για την πρόβλεψη μελλοντικών μεταβολών των τιμών, δεν έχουν καμιά αξία.

Η μορφή της ημι-ισχυρής αποτελεσματικότητας υποστηρίζει ότι οι τιμές των αξιόγραφων προσαρμόζονται ταχύτατα στην ανακοίνωση όλων των νέων δημοσίων πληροφοριών. Έτσι, οι τιμές των μετοχών αντανακλούν πλήρως όλες τις δημόσιες πληροφορίες. Η μορφή της ημι-ισχυρής αποτελεσματικότητας εσωκλείει την μορφή της ασθενούς αποτελεσματικότητας, διότι όλες οι πληροφορίες της αγοράς είναι δημόσιες.

Οι δημόσιες πληροφορίες περιλαμβάνουν γενικότερες ανακοινώσεις για το μακρο και μικρο-οικονομικό περιβάλλον, όπως τα κέρδη των εταιρειών, τις διασπάσεις των μετοχών, τα οικονομικά και τα πολιτικά νέα. Αναπόφευκτα, οι επενδυτές οι οποίοι αντιδρούν σε οποιαδήποτε νέα

πληροφορία μετά τη δημοσιοποίησή της, δεν θα μπορούν να επιτύχουν υπέρ-κέρδη, επειδή η επίδραση των νέων πληροφοριών (υπολογίζοντας και το κόστος της συναλλαγής) έχει ήδη ενσωματωθεί στην τιμή του αξιόγραφου.

Η υπόθεση της ισχυρής αποτελεσματικότητας υποστηρίζει ότι οι τιμές των μετοχών αντανακλούν πλήρως όλες τις πληροφορίες, είτε είναι δημόσιες είτε άλλου τύπου. Ως εκ τούτου, καμία ομάδα επενδυτών δεν έχει μονοπωλιακή πρόσβαση σε πληροφορίες που αφορούν το σχηματισμό των τιμών.



Από τα παραπάνω συνάγεται ότι, καμία ομάδα επενδυτών δεν θα μπορέσει να επιτύχει κατά μέσον όρο και για μεγάλη χρονική περίοδο, υπέρ-κέρδη. Η υπόθεση της ισχυρής αποτελεσματικότητας εμπεριέχει και τις δύο προαναφερθείσες μορφές αποτελεσματικότητας, δηλαδή την ασθενή και την ημι-ισχυρή. Επιπροσθέτως απαιτεί, εκτός από τη υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών (οι τιμές αντιδρούν και προσαρμόζονται άμεσα στην ανακοίνωση των νέων δημοσίων πληροφοριών) και την υπόθεση των τέλει αγορών, σύμφωνα με την οποία όλες οι πληροφορίες είναι διαθέσιμες, την ίδια χρονική στιγμή, για τον οποιονδήποτε επενδυτή.

Τέλος θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι σχετικές εμπειρικές μελέτες με τον έλεγχο της υπόθεσης της ημι-ισχυρής και της ισχυρής αποτελεσματικότητας χρησιμοποιώντας τα συνήθη κριτήρια, οδηγούν σε αντιφατικά συμπεράσματα.

Στις αρχές του 21<sup>ου</sup> αιώνα, η υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών αρχίζει να γίνεται όλο και λιγότερο αποδεκτή σε παγκόσμιο επίπεδο. Αρκετοί στατιστικοί, οικονομολόγοι, οικονομέτρες και αναλυτές αρχίζουν να πιστεύουν ότι οι τιμές των μετοχών είναι τουλάχιστον μερικώς προβλέψιμες. Επίσης μια νέα γενιά οικονομολόγων δίνει έμφαση σε συμπεριφορικούς και ψυχολογικούς παράγοντες οι οποίοι συντελούν στη διαμόρφωση των τιμών των μετοχών. Αυτοί οι οικονομολόγοι πιστεύουν ότι οι μελλοντικές τιμές μετοχών είναι μερικώς προβλέψιμες είτε στη βάση των προηγούμενων τιμών είτε σε συγκεκριμένες μετρικές αξιολόγησης, όπως για παράδειγμα είναι οι λόγοι τιμών-κερδών και οι μερισματικές αποδόσεις (Behavioral Finance).

## II. Οι Έννοιες Ενεργητική και Παθητική Διαχείριση

Η διαφοροποίηση των Α/Κ, καταγράφεται με πολλούς τρόπους ένας από τους οποίους είναι και το είδος της διαχειριστικής πολιτικής που ακολουθούν. Οι δυο βασικές πολιτικές που ακολουθούνται είναι η παθητική διαχείριση και η ενεργητική διαχείριση.

### 1. Ενεργητική Διαχείριση

Ενεργητική (active) είναι η διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου που επιδιώκει να επιτύχει αποδόσεις μεγαλύτερες από αυτές της αγοράς. Η αγορά συνήθως ορίζεται από ένα δείκτη που αντιπροσωπεύει κατά το



μέγιστο την «καρδιά» της, όπως π.χ. ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χ.Α.Α. Άλλοι δείκτες με διαφορετικά χαρακτηριστικά, όπως οι δείκτες ομολογιών, μπορούν να αντιπροσωπεύουν άλλα τμήματα της αγοράς στα οποία δραστηριοποιούνται επενδυτές που έχουν ανάλογα χαρακτηριστικά κινδύνου και απόδοσης.

Οι διαχειριστές που ακολουθούν ενεργητική διαχείριση στο χαρτοφυλάκιό τους είναι υποχρεωμένοι να παίρνουν θέσεις στην αγορά και να διενεργούν συνεχείς αναλύσεις, αποφασίζοντας να διατηρούν ή όχι τις θέσεις τους. Η ενεργητική διαχείριση απαιτεί συνεχώς νέες πρωτοβουλίες που στηρίζονται σε ένα μηχανισμό ανάλυσης και προωθούνται με βάση την εκτίμηση της κάθε στιγμής. Το τελικό αποτέλεσμα κρίνεται από την ικανότητα των διαχειριστών να επιτυγχάνουν αποδόσεις μεγαλύτερες της αγοράς χωρίς βέβαια το κόστος διαχείρισης να ξεπερνά τις επιπλέον αποδόσεις που δημιουργούν.

Σήμερα, τα περισσότερα Α/Κ ακολουθούν ενεργητική διαχείριση με εξαίρεση τα δεικτοποιημένα Α/Κ. Αυτό είναι και το μεγάλο πλεονέκτημα που προσφέρουν τα Α/Κ στον κάθε επενδυτή: Ενεργητική διαχείριση από επαγγελματίες του είδους. Το ερώτημα είναι αν οι προσδοκώμενες αποδόσεις έχουν επιτευχθεί. Μπορούμε να αναφερθούμε σε ένα πρώτο συμπέρασμα που παραθέτει ο Gruber (1996), ότι δηλαδή τα ενεργητικά διαχειριζόμενα Α/Κ κατά μέσο όρο δημιουργούν αξία. Πρέπει να σημειωθεί όμως ότι το κόστος διαχείρισης είναι μεγαλύτερο απ' ό τι η αξία που επιτυγχάνεται.

## 2. Παθητική Διαχείριση

Παθητική (passive) ορίζεται ως η διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου, κατά την οποία οι διαχειριστές δεν υποχρεώνονται να κάνουν αναθεωρήσεις του χαρτοφυλακίου με βάση τις δικές τους αναλύσεις και επιλογές. Η διαχείριση αυτή υποθέτει ότι το χαρτοφυλάκιο δημιουργείται με συγκεκριμένους σκοπούς και κριτήρια και η ακολουθούμενη σειρά ενεργειών θα πρέπει να εξασφαλίζει τη συνέχιση των σκοπών αυτών και να ενεργεί μόνο αναγκαίες οριακές αναθεωρήσεις του χαρτοφυλακίου ώστε να μην παραβιασθούν τα κριτήρια.

Παράδειγμα παθητικής διαχείρισης αποτελεί η διαχείριση χαρτοφυλακίων που δημιουργούνται με βάση το χαμηλό λόγο τιμής προς κέρδη ή μετοχών με μικρή κεφαλαιοποίηση ή μετοχών που προσφέρουν υψηλά μερίσματα ή μετοχών σε ορισμένο κλάδο. Η παθητική διαχείριση δεν στοχεύει στην πρόβλεψη της απόδοσης του χαρτοφυλακίου, αλλά στην διατήρηση των μετοχών που πληρούν τα κριτήρια. Έτσι η απόδοση υπολογίζεται με βάση την προβλεπόμενη επιτυχία που έχει εξ αρχής η εφαρμοζόμενη επενδυτική στρατηγική σε σχέση με την εξέλιξη της αγοράς. Η διαχείριση αυτού του τύπου γνωρίζει μεγάλη ανάπτυξη, και ακολουθείται από A/K δεικτών. Αυτά είναι χαρτοφυλάκια μετοχών ή και άλλων χρεογράφων και αξιογράφων που έχουν παρόμοια σύνθεση με τη σύνθεση που έχουν συγκεκριμένοι και ευρέως γνωστοί δείκτες.

Επίσης άλλα A/K ακολουθούν τους γνωστούς δείκτες μετοχών μικρής κεφαλαιοποίησης, ομολογιών, και επιλεγμένων αξιών. Σε όλα αυτά τα A/K δε θα συμβεί τίποτα παραπάνω από το ότι θα ακολουθήσουν πιστά τις κινήσεις του δείκτη με τον οποίο συνδέονται. Η αποτελεσματικότητά τους κρίνεται με το πώς συγκρίνεται η απόδοσή τους

με την απόδοση του δείκτη, αλλά και από το κόστος που εμπεριέχει η διαχείριση.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι ο Gruber (1996) χρησιμοποιώντας πέντε έτη παρατηρήσεων (1990-1994) A/K δεικτών, μετοχών και ομολογιών, διαπίστωσε ότι ο συντελεστής συσχέτισης των μηνιαίων αποδόσεων των A/K με τους αντίστοιχους δείκτες είναι τουλάχιστον 98,6%. Αυτό καταγράφει ότι, τα A/K ακολουθούν πιστά τους δείκτες με τους οποίους συνδέονται.

Η επιτυχία μιας παθητικής διαχείρισης βέβαια θα πρέπει να εκτιμηθεί με βάση το κόστος που δαπανάται. Ο Gruber αναφέρει ότι η παθητική διαχείριση θεωρείται ικανοποιητική όταν η δαπάνη για τη στενή παρακολούθηση ενός δείκτη με ανάλογη απόδοση κυμαίνεται σε μέσο ετήσιο κόστος 0,22%.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

## Υποδείγματα Αξιολόγησης

### I. Αξιολόγηση της Επίδοσης των Α/Κ

Σήμερα, η δυνατότητα επιλογής μεταξύ ενός μεγάλου αριθμού και διαφόρων τύπων Α/Κ, καθιστά την απόφαση του επενδυτή για το κατάλληλο Α/Κ ένα αρκετά σύνθετο ζήτημα, εφόσον πρέπει να αξιολογηθεί ένα πλήθος παραγόντων.

Πολύ συχνά το μοναδικό κριτήριο επιλογής ενός Α/Κ φαίνεται να είναι η παρελθούσα απόδοσή του. Μια τέτοια προσέγγιση, όμως, είναι υπέρ-απλουστευτική και σίγουρα δεν μπορεί να αποτελέσει μια επαρκή αντιμετώπιση του ζητήματος της αξιολόγησης των Α/Κ. Καθώς, ωστόσο, διατυπώθηκε η σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου, η απόδοση άρχισε να αξιολογείται σε συνδυασμό με τον κάθε φορά αναλαμβανόμενο κίνδυνο.

Σταδιακά, η αξιολόγηση άρχισε να γίνεται μια οργανωμένη προσπάθεια στην οποία συνυπολογίζονται η στρατηγική του Α/Κ, η παρελθούσα του απόδοση, ο χρονικός ορίζοντας της επιλογής του επενδυτή, ο επιθυμητός αναλαμβανόμενος κίνδυνος, η ικανότητα του διαχειριστή του Α/Κ, και οι οποιασδήποτε φύσης περιορισμοί που ενδεχομένως συνοδεύουν το Α/Κ και την πορεία της αγοράς.

Μια πολύ σημαντική παράμετρος στην αξιολόγηση ενός Α/Κ είναι η σύγκριση του με ένα ομοειδές και όχι με ένα οποιοδήποτε άλλο Α/Κ. Είναι άστοχο να συγκριθεί ένα Α/Κ διαχείρισης διαθεσίμων με ένα μικτό Α/Κ. Και

αυτό διότι, η αξιολόγηση ενός χαρτοφυλακίου επιτυγχάνεται με τη σύγκριση του χαρτοφυλακίου με ένα άλλο χαρτοφυλάκιο το οποίο επιλέγεται ως δείκτης. Προκειμένου, λοιπόν, να συγκριθεί η απόδοση του A/K με αυτή του χαρτοφυλακίου-δείκτη είναι απαραίτητο τα δυο χαρτοφυλάκια να εμπεριέχουν τον ίδιο κίνδυνο για να είναι πραγματικά συγκρίσιμα.

Αν και το ενδιαφέρον του επενδυτή εστιάζεται στην απόδοση συγκριτικά με τον κίνδυνο που επιθυμεί να αναλάβει, η σύγκριση διαφορετικού είδους A/K δεν επιτρέπει την αποτελεσματική αξιολόγηση του διαχειριστή. Πιο συγκεκριμένα ο διαχειριστής ενός ομολογιακού A/K μπορεί να επενδύσει σε μετοχές μόνο μέχρι το 10% του χαρτοφυλακίου του, την ώρα που ο διαχειριστής ενός μικτού A/K μπορεί να επενδύσει μέχρι και το 65% του χαρτοφυλακίου του σε μετοχές. Αυτή η ύπαρξη τόσο διαφορετικών περιορισμών ως προς τις επενδυτικές επιλογές, καθιστά τη σύγκριση δυο τέτοιων χαρτοφυλακίων άστοχη.

Ένα ιδιαίτερα σημαντικό ζήτημα, αφορά τη διαπίστωση ύπαρξης διαφορών στις αποδόσεις που πραγματοποιούνται από επαγγελματίες διαχειριστές σε σχέση με αυτές των απλών επενδυτών. Η διερεύνηση μπορεί να γίνει μέσω γνωστών μέτρων που λαμβάνουν υπόψη και τον κίνδυνο που αναλήφθηκε. Αναφέρουμε ενδεικτικά τα πιο ευρέως χρησιμοποιούμενα στη διεθνή βιβλιογραφία:

## Μέτρα Αξιολόγησης

### 1. Συντελεστής Μεταβλητότητας

Ο **συντελεστής μεταβλητότητας** είναι ένα εύχρηστο και απλό εργαλείο αξιολόγησης της επίδοσης ενός A/K και ισούται με την τυπική

απόκλιση των αποδόσεων του A/K δια τη μέση του απόδοση. Ο **συντελεστής μεταβλητότητας** επιτρέπει τη σύγκριση των A/K σε συνάρτηση πάντα με την πραγματοποιηθείσα απόδοση και τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο. Όσο μεγαλύτερος είναι ο **συντελεστής μεταβλητότητας** για ένα A/K, τόσο μεγαλύτερο κίνδυνο αναλαμβάνει ο επενδυτής για κάθε μονάδα απόδοσης που επιτυγχάνει. Αντίθετα, όσο μικρότερος είναι ο **συντελεστής μεταβλητότητας** ενός A/K, τόσο μικρότερο κίνδυνο αναλαμβάνει ο επενδυτής για κάθε μονάδα απόδοσης που επιτυγχάνει.

## 2. Υπόδειγμα Treynor (1965)

Ο δείκτης του Treynor εκφράζεται από την σχέση:

$$\text{Treynor Ratio: } (TR) = \frac{r_p - r_f}{b_p}$$

και αποτυπώνει την υπερβάλλουσα απόδοση (excess return) του A/K, η οποία προκύπτει από τη διαφορά της επιτευχθείσας απόδοσης από το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, δια της μεταβλητότητας των αποδόσεων του A/K, όπως αυτή προσεγγίζεται από το συστηματικό κίνδυνο. Λόγω του ότι ο αριθμητής του δείκτη Treynor εκφράζεται σε ποσοστά, ενώ ο παρανομαστής εκφράζεται σε καθαρό αριθμό, ο δείκτης αυτός είναι εκφρασμένος τελικά σε ποσοστά.

Σχετικά με την αξιολόγηση A/K με βάση τον δείκτη του Treynor, τα A/K με μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου θεωρούνται ως αυτά με την καλύτερη διαχείριση. Αντίθετα, τα A/K με τη μικρότερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου αξιολογούνται ως αυτά με την χειρότερη διαχείριση.

### 3. Υπόδειγμα Sharpe (1966)

Ο Δείκτης του Sharpe απεικονίζεται από την παρακάτω σχέση:

$$\text{Sharpe Ratio: } (SR) = \frac{r_p - r_f}{S_p}$$

και αποτυπώνει την υπερβάλλουσα απόδοση του Α/Κ, η οποία προκύπτει από τη διαφορά της πραγματοποιηθείσας απόδοσης από το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, δια της μεταβλητότητας των αποδόσεων του Α/Κ, όπως αυτή προσεγγίζεται από την τυπική απόκλιση των αποδόσεων του Α/Κ.

Λόγω του ότι τόσο ο αριθμητής όσο και ο παρανομαστής του δείκτη Sharpe εκφράζονται σε ποσοστά, το αποτέλεσμα του δείκτη είναι τελικά ένας καθαρός αριθμός. Ο Sharpe θεωρεί ως κατάλληλο μέτρο του κινδύνου τον συνολικό κίνδυνο του Α/Κ και για το λόγο αυτό χρησιμοποιεί την τυπική απόκλιση για το σχηματισμό του δείκτη του.

Σχετικά με την αξιολόγηση Α/Κ με βάση τον δείκτη του Sharpe, τα Α/Κ που παρέχουν μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου, αξιολογούνται ως αυτά με την καλύτερη διαχείριση. Αντίθετα, τα Α/Κ με μικρότερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου, αξιολογούνται ως Α/Κ με την χειρότερη διαχείριση.

### 4. Υπόδειγμα Jensen (1968,1969)

Οι λόγοι Sharpe και Treynor που παρουσιάστηκαν παραπάνω, κατατάσσουν χαρτοφυλάκια, αλλά δεν αποτυπώνουν σε όρους αποδόσεων πόσο το συγκεκριμένο Α/Κ υπερέχει ή όχι από ένα χαρτοφυλάκιο παθητικής διαχείρισης. Για παράδειγμα είναι δύσκολο να ερμηνευτεί μια τιμή του δείκτη Treynor ίση με 3,5%. Για το λόγο αυτό

παράλληλα με τις παραπάνω μεθόδους χρησιμοποιείται μια εναλλακτική μέθοδος αξιολόγησης της απόδοσης ενός A/K.

Ο Jensen διατύπωσε μια πιο εξελιγμένη και σύγχρονη προσέγγιση για την αξιολόγηση της απόδοσης των A/K, την μέθοδο της διαφορικής απόδοσης ή δείκτη επίδοσης του Jensen (Jensen's Performance Index). Ο βασικός σκοπός της προσέγγισης αυτής είναι ο υπολογισμός της απόδοσης, που θα έπρεπε να έχει το A/K με βάση το συστηματικό κίνδυνο τον οποίο εμπεριέχει. Σύμφωνα με τον Jensen, το κάθε χαρτοφυλάκιο αξιολογείται από τη διαφορά της απόδοσης που πέτυχε με την απόδοση που θα είχε, αν ο διαχειριστής του επένδυε στο χαρτοφυλάκιο της αγοράς και σε χωρίς κίνδυνο αξιόγραφα, ώστε να αναλαμβάνει τον ίδιο κίνδυνο. Ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος εκφράζεται από το συστηματικό κίνδυνο, δηλαδή από το συντελεστή βήτα.

Ο Jensen προτείνει την εκτίμηση της παρακάτω παλινδρόμησης:

$$r_{p,t} - r_f = a_p + b_p(r_{mt} - r_f) + e_{p,t}$$

Ο συντελεστής  $a_p$  εκφράζει το δείκτη του Jensen και υπολογίζει τη συνολική ικανότητα των διαχειριστών να επιτύχουν αποδόσεις πέραν των προσδοκώμενων από το επίπεδο κινδύνου στο οποίο είναι εκτεθειμένες. Αν ο συντελεστής  $a_p$  είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός, τότε ο διαχειριστής επέτυχε καλύτερη απόδοση από αυτήν που θα ανέμενε με βάση το συστηματικό κίνδυνο που ανέλαβε. Αν ο συντελεστής  $a_p$  είναι στατιστικά ίσος με το μηδέν, τότε ο διαχειριστής επέτυχε την αναμενόμενη απόδοση με βάση το συστηματικό κίνδυνο που ανέλαβε, ενώ τέλος εάν ο συντελεστής  $a_p$  είναι μικρότερος του μηδενός, ο διαχειριστής επικρίνεται για τη διαχείρισή του.



Η μέθοδος την οποία ανέπτυξε ο Jensen στηρίζεται στο Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model -CAPM). Πιο συγκεκριμένα, ως διαφορική απόδοση θεωρείται η διαφορά της επιτευχθείσας απόδοσης ενός Α/Κ με την απόδοση που θα έπρεπε να έχει επιτευχθεί σύμφωνα με το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (ΥΑΚΣ). Κι αυτό γιατί μέσα σε μια αποτελεσματική κεφαλαιαγορά η αναμενόμενη απόδοση των διαχειριστών προσδιορίζεται από τη γραμμή αξιόγραφων στο επίπεδο κινδύνου του Α/Κ. Συνεπώς, εφόσον η απόδοση χωρίς κίνδυνο έχει αφαιρεθεί από την απόδοση του Α/Κ, ο συντελεστής άλφα θα απέχει από το μηδέν μόνο κατά το βαθμό στον οποίο ο διαχειριστής του Α/Κ διαθέτει ή όχι την ικανότητα να πετύχει διαφορετικές αποδόσεις από τις αναμενόμενες.

## II. Αξιολόγηση των Διαχειριστών των Α/Κ

Η αξιολόγηση της επίδοσης των Α/Κ συνδέεται άμεσα με την αξιολόγηση της απόδοσης των διαχειριστών τους. Είναι πολύ σημαντικό για τους επενδυτές των Α/Κ να γνωρίζουν κατά πόσο οι διαχειριστές τους προσδίδουν αξία στα χαρτοφυλάκια τα οποία διαχειρίζονται. Το ζήτημα έχει απασχολήσει ιδιαίτερα τη διεθνή βιβλιογραφία τα τελευταία χρόνια. Παρ' όλα αυτά, οι μελέτες έχουν καταλήξει σε αντικρουόμενα συμπεράσματα σχετικά με την σύνδεση και σχέση μεταξύ χαρισματικής διαχείρισης και καλής απόδοσης.

Παρά το ότι η επίδοση ενός Α/Κ μπορεί να είναι ένδειξη υψηλής διαχειριστικής ικανότητας, η καλή ή η κακή απόδοση συχνά μπορεί να οφείλεται σε τυχαίους παράγοντες. Έτσι είναι απαραίτητο να παρακολουθείται η ικανότητα των διαχειριστών των Α/Κ συνεχόμενα και για πολύ μεγάλο χρονικό διάστημα, ώστε να εντοπίζονται οι ικανοί διαχειριστές

που επιτυγχάνουν συστηματικά και όχι τυχαία υψηλότερες αποδόσεις από ένα παθητικό χαρτοφυλάκιο ισοδύναμου κινδύνου.

Η ύπαρξη επαναληπτικότητας στις αποδόσεις των Α/Κ, αποτελεί, όμως, μια καλή ένδειξη διαχειριστικής ικανότητας, αφού ικανοί διαχειριστές αναμένεται να είναι επιτυχημένοι διαχρονικά, ενώ λιγότερο ικανοί διαχειριστές αναμένεται να παρουσιάζουν πενιχρά αποτελέσματα.

Τα μέτρα συνολικής επίδοσης που αναφέρθηκαν πιο πάνω, γνωστά και ως μέτρα αποτελεσματικότητας, παρέχουν πληροφορίες για το πώς πήγε ένα χαρτοφυλάκιο σε σχέση με ένα σύνολο άλλων χαρτοφυλακίων ή ένα χαρτοφυλάκιο αναφοράς. Η χρήση υποδειγμάτων τετραγωνικής μορφής (Treynor – Mazuy) και παλινδρόμησης με ψευδομεταβλητές (Henrikson – Merton) αποτελεί μια προσπάθεια να αξιολογηθούν διαφορετικά η ικανότητα του διαχειριστή στο συγχρονισμό και στην επιλεκτικότητα. Τελευταία, η χρηματοοικονομική θεωρία έχει αναπτύξει πολύπλοκα, πολύ-παραγοντικά υποδείγματα (factor models), τα οποία στοχεύουν να εξηγήσουν την επίτευξη συγκεκριμένης απόδοσης για το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα.

Οι έννοιες του συγχρονισμού και της επιλεκτικότητας αναπτύχθηκαν από τον Fama (1972) στην προσπάθεια εξεύρεσης ενός εξειδικευμένου τρόπου μέτρησης της απόδοσης των Α/Κ. Σύμφωνα με τον Fama η ικανότητα πρόβλεψης του διαχειριστή διακρίνεται σε δυο κατηγορίες:

**(α) τις μικροπροβλέψεις (microforecasting)**, οι οποίες ασχολούνται με την ικανότητα πρόβλεψης των κινήσεων των τιμών μεμονωμένων μετοχών σε σχέση με την κίνηση του συνόλου των τιμών των μετοχών, γνωστό ως

“επιλογή μετοχών” (stock selection) ή “**επιλεκτικότητα**” (selectivity). Η ικανότητα επιλογής αξιόγραφων στο χαρτοφυλάκιο από ένα μεγάλο αριθμό αξιόγραφων που διατίθεται, αποτελεί ένα από τα βασικά καθήκοντα των διαχειριστών. Η ικανότητα αυτή συνοψίζεται στην ανεύρεση και ένταξη στο χαρτοφυλάκιο αξιόγραφων που είναι υποτιμημένα, καθώς και στην πώληση αξιόγραφων του χαρτοφυλακίου που έχουν υπερτιμηθεί και οδηγεί στη μεγιστοποίηση των κερδών. Η επιτυχής πρόβλεψη της πορείας της τιμής αυτών των μεμονωμένων αξιόγραφων είναι καταλυτικός παράγοντας της επίδοσης των διαχειριστών Α/Κ.

**(β) τις μακροπροβλέψεις (macroforecasting)**, οι οποίες αναφέρονται στην ικανότητα πρόβλεψης της πορείας των τιμών των μετοχών γενικά ως προς την πορεία των επιτοκίων των τίτλων σταθερού εισοδήματος, γνωστό ως **συγχρονισμός (market timing)**. Η ικανότητα επιλογής κατάλληλης χρονικής τοποθέτησης στην αγορά προσδίδει σημαντικά υψηλές αποδόσεις και προσδιορίζεται από την πρόβλεψη των σημείων μεταβολής του δείκτη χρηματιστηρίου. Ειδικότερα, οι επαγγελματίες-διαχειριστές επωφελούνται από τις μεταπτώσεις της χρηματιστηριακής αγοράς καταφεύγοντας σε ασφαλείς τοποθετήσεις σε περιόδους πτώσης του χρηματιστηρίου και εγκαταλείπουν την ασφάλεια μιας μικρής απόδοσης για πολύ μεγαλύτερες αποδόσεις πριν την άνοδο του χρηματιστηρίου.

Τα παραπάνω χαρακτηριστικά αποτελούν βασικές προϋποθέσεις που πρέπει να διαθέτει ένα επαγγελματίας διαχειριστής Α/Κ. Είναι αυτονόητο ότι ένας επαγγελματίας διαχειριστής Α/Κ θα πρέπει να έχει την ικανότητα να κάνει σωστές προβλέψεις όσον αφορά τις κινήσεις της αγοράς ή τις μεταβολές των επιτοκίων, και να μπορεί να αλλάζει τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου του σύμφωνα με τις νέες εξελίξεις της αγοράς.

Ένας πολύ σημαντικός παράγοντας για την καλή επίδοση των επαγγελματιών διαχειριστών είναι η έγκαιρη και σωστή πληροφόρησή τους. Ένας επαγγελματίας διαχειριστής χρειάζεται αποτελεσματικές πηγές πληροφόρησης προκειμένου να προγραμματίζει και να υλοποιεί τις κατάλληλες τοποθετήσεις των κεφαλαίων που διαχειρίζεται. Επίσης, ένας διαχειριστής θα πρέπει να διαθέτει και την ικανότητα να ελαχιστοποιεί τον μη συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου του δηλαδή να διαθέτει την ικανότητα για πλήρη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου.

Είναι βέβαιο ότι η αγορά ανταμείβει εκείνους τους επενδυτές που υφίστανται μόνο συστηματικό κίνδυνο (κίνδυνο αγοράς), και όχι μη συστηματικό κίνδυνο, ο οποίος μπορεί να εξαιρεθεί με την κατάλληλη διαφοροποίηση. Το επίπεδο της διαφοροποίησης μετριέται με τη συσχέτιση ανάμεσα στην απόδοση του χαρτοφυλακίου και στην απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Ένα πλήρως διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο είναι τέλεια συσχετισμένο με το πλήρως διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο της αγοράς.

Από τις διάφορες έρευνες και μελέτες για την επίδοση των διαχειριστών διαφαίνεται ότι τόσο η επιλεκτικότητα όσο και ο συγχρονισμός δεν είναι στοιχεία τα οποία διακρίνουν τους περισσότερους επαγγελματίες διαχειριστές Α/Κ. Έτσι φαίνεται ότι στις περισσότερες των περιπτώσεων, λόγω αυτής της έλλειψης ικανότητας, οι ενεργητικοί διαχειριστές δεν παρουσιάζουν καλύτερες επιδόσεις από τους παθητικούς διαχειριστές.

## 5. Υπόδειγμα Treynor & Mazuy (1966)

Η σχέση των Treynor & Mazuy είναι ουσιαστικά η πρώτη επίσημη προσπάθεια σε ακαδημαϊκό επίπεδο για αναγνώριση των διαχειριστών που

έχουν τη δυνατότητα να επιλέγουν τις σωστές τοποθετήσεις και ενέργειες για το χαρτοφυλάκιο τους. Οι Treynor & Mazuy δημιούργησαν ένα υπόδειγμα με βάση το οποίο η απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων, πέραν αυτής που εξηγείται από τη μεταβολή του χαρτοφυλακίου της αγοράς, αποδίδεται στην ικανότητα των διαχειριστών να επιλέγουν τα κατάλληλα αξιόγραφα αλλά και το χρόνο των τοποθετήσεων στην κεφαλαιαγορά. Ουσιαστικά, οι Treynor & Mazuy προσμέτρησαν στην εργασία του Jensen ένα δεύτερο παράγοντα, την επιπλέον απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς και η εξίσωση διαμορφώνεται πλέον ως εξής:

$$R_{p,t} - R_f = a_p + b_p(R_{m,t} - R_f) + c_p(R_{m,t} - R_f) + e_{p,t}$$

Ο εκτιμητής  $a_p$  αντιπροσωπεύει την ικανότητα των διαχειριστών να επιλέγουν τα κατάλληλα αξιόγραφα για το χαρτοφυλάκιο τους (**επιλεκτικότητα**), ο  $b_p$  μετρά τον συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου και ο  $c_p$  την ικανότητα των διαχειριστών να επιλέγουν, την κατάλληλη χρονική στιγμή που θα τοποθετηθούν στην αγορά ή θα αποσυρθούν από αυτή, (**συγχρονισμός**). Οι θετικές τιμές των  $a_p$  και  $c_p$  υποδηλώνουν ικανότητα του διαχειριστή να επιλέγει τις σωστές μετοχές στον σωστό χρόνο, ενώ αντίστοιχα αρνητικές τιμές υποδηλώνουν έλλειψη της ικανότητας αυτής. Επίσης, τιμές των εκτιμητών που δεν είναι στατιστικά διαφορετικές από το μηδέν υποδηλώνουν έλλειψη ικανότητας. Η μέθοδος που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό και την εκτίμηση των μεταβλητών αυτών, είναι η μέθοδος της παλινδρόμησης.

## 6. Υπόδειγμα Henrikson & Merton (1981)

Οι Henrikson & Merton υποθέτουν πως η τιμή του συστηματικού κινδύνου του χαρτοφυλακίου ( $b$ ) παίρνει δυο ακραίες τιμές, μια μεγάλη τιμή, όταν η αγορά είναι ανοδική και μια μικρή τιμή, όταν η αγορά είναι πτωτική. Εξαιτίας της υπόθεσης αυτής, η ικανότητα σωστής, από θέμα επιλογής και

χρόνου, τοποθέτησης ενός διαχειριστή στην αγορά υπολογίζεται από τη παρακάτω παλινδρόμηση:

$$R_{p,t} - R_f = a_p + b_p(R_{m,t} - R_f) + c_p(R_{m,t} - R_f)D + e_{p,t}$$

με  $D$  να είναι μια ψευδομεταβλητή, η οποία λαμβάνει την τιμή 1, όταν η αγορά είναι ανοδική ( $R_{m,t} > 0$ ) και την τιμή 0, όταν η αγορά είναι καθοδική ( $R_{m,t} < 0$ ). Οι **Henrikson & Merton**, αναφέρουν ότι ο εκτιμητής  $a_p$  εκφράζει την ικανότητα επιλογής κατάλληλων αξιόγραφων (επιλεκτικότητα) και ο συντελεστής  $c_p$  εκφράζει την ικανότητα επιλογής του κατάλληλου χρόνου τοποθέτησης (συγχρονισμός). Όταν οι συντελεστές  $a_p$  και  $c_p$  είναι θετικοί, οι διαχειριστές του αξιολογούμενου Α/Κ είναι ικανοί, ενώ όταν οι συντελεστές  $a_p$  και  $c_p$  είναι μηδενικοί, οι διαχειριστές εμφανίζουν έλλειψη ικανότητας, και τέλος αν οι συντελεστές  $a_p$  και  $c_p$  είναι αρνητικοί, οι διαχειριστές διακρίνονται από ανικανότητα.

Αν ένας επαγγελματίας-διαχειριστής Α/Κ είναι ικανός να προβλέψει ορθά την μελλοντική πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς, τότε θα κάνει τις απαραίτητες αναδιαρθρώσεις στο χαρτοφυλάκιο ώστε να επωφεληθεί από την επερχόμενες αλλαγές. Κατά συνέπεια, σε περιόδους προβλεπόμενης ανόδου, ο ικανός διαχειριστής μειώνει τα διαθέσιμα και αυξάνει το ποσοστό των μετοχών του χαρτοφυλακίου του, αυξάνοντας με αυτόν τον τρόπο το συντελεστή βήτα του Α/Κ. Αντίθετα σε περιόδους προβλεπόμενης καθόδου, ο ικανός διαχειριστής μειώνει το ποσοστό των μετοχών στο χαρτοφυλάκιο του και αυξάνει τα διαθέσιμα, μειώνοντας με αυτόν τον τρόπο τον συντελεστή βήτα του Α/Κ, και προφυλάσσεται με τον τρόπο αυτό από τον επερχόμενο κίνδυνο.

### III. Σύγχρονα Μέτρα Αξιολόγησης (υπο αίρεση)

Οι Ferson & Schadt (1966) και οι Ferson & Warther (1996) υποστηρίζουν ότι οι υποθέσεις των κλασικών υποδειγμάτων ανάλυσης των ικανοτήτων των διαχειριστών A/K δεν ισχύουν στην πράξη και επομένως τα αποτελέσματά τους δεν μπορούν να θεωρηθούν ότι εξηγούν τις ικανότητες των διαχειριστών. Οι ερευνητές υποστηρίζουν ότι οι διαχρονικές μεταβολές στις προσδοκώμενες αποδόσεις και τον κίνδυνό τους δημιουργούν στατιστικά προβλήματα με αποτέλεσμα οι μετρήσεις της αποδοτικότητας να μην είναι αξιόπιστες. Έτσι οι συγγραφείς προτείνουν τον υπολογισμό της αποδοτικότητας υπό την αίρεση ότι λαμβάνονται υπόψη σχετικές υπάρχουσες δημόσιες πληροφορίες.

Επίσης οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι η κεφαλαιαγορά έχει αποτελεσματικότητα μέσης ισχύος (semi-strong efficient), και ότι οι ικανότητες επιλογής χρεογράφων και χρονικής τοποθέτησης αξιολογούνται όχι σε σχέση με τις υπάρχουσες δημόσιες πληροφορίες, αλλά αφού ληφθεί υπόψη η πληροφόρηση που προσφέρουν μεταβλητές προηγούμενων περιόδων. Τέτοιες μεταβλητές είναι μεταξύ άλλων η μερισματική απόδοση, και η διαφορά μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων αποδόσεων ομολόγων του δημοσίου και ιδιωτικού τομέα.

Αναπόφευκτα, μια μεθοδολογία που υπολογίζει τις ικανότητες επιλεκτικότητας και συγχρονισμού με βάση τις πληροφορίες πέραν αυτών που είναι ήδη δημόσια γνωστές, αφαιρώντας αποδόσεις που οφείλονται σε εφαρμογή δυναμικών στρατηγικών, είναι περισσότερο κατάλληλη στα όρια ενός διαρκώς μεταβαλλόμενου οικονομικού περιβάλλοντος. Οι μεταβολές αυτές που οφείλονται κατά κύριο λόγο στην εναλλαγή των

οικονομικών κύκλων, οδηγούν σε μεταβολή των προσδοκώμενων αποδόσεων και του συστηματικού ρίσκου. Η μεταβολή του τελευταίου είναι πιθανόν να μην οφείλεται σε μεταβολή διαχειριστική, αλλά απλά στη μεταβολή του ενεργητικού που προκαλείται από τη μεταβολή της προσδοκώμενης απόδοσης. Έτσι, η αύξηση (μείωση) του ενεργητικού οδηγεί σε αύξηση (μείωση) του λογαριασμού ρευστών και διαθεσίμων που οδηγεί σε μείωση (αύξηση) του συστηματικού κινδύνου βήτα. Κατά συνέπεια παρατηρείται μια αρνητική σχέση μεταξύ του βήτα και των προσδοκώμενων αποδόσεων γεγονός που αποδίδεται στην έλλειψη ικανότητας επιλεκτικότητας και συγχρονισμού των διαχειριστών, ενώ στην ουσία οφείλεται στην ελλιπή περιγραφή των κλασικών υποδειγμάτων όσον αφορά τη χρονική μεταβολή του κινδύνου.

## 7. Conditional Measure of Performance Evaluation

Η μορφή του κλασικού Υποδείγματος Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (CAPM) είναι η εξής:

$$R_{it} = a_i + b_{it} * R_{Mt} + e_{it}$$

Θεωρείται ότι το  $b_{it}$ :

$$b_{it} = b_0 + b_1 * Z'_{it-1}$$

Έτσι το CAPM διαμορφώνεται:

$$R_{it} = a_i + b_0 * R_{Mt} + b_1 * Z'_{it-1} * R_{Mt} + e_{it}$$

Το  $Z'_{it}$  περιέχει μεταβλητές οι οποίες έχουν αποδειχθεί ότι προβλέπουν τις αποδόσεις περιουσιακών στοιχείων, δηλαδή:

- ο το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου ενός μήνα
- ο τη μερισματική απόδοση του δείκτη της αγοράς
- ο τη κλίση της καμπύλης των επιτοκίων η οποία προσεγγίζεται με τη διαφορά των αποδόσεων ενός δεκαετούς ομολόγου και ενός τρίμηνου ομολόγου



- ο τη διαφορά των αποδόσεων μεταξύ ενός κυβερνητικού και ενός εταιρικού ομολόγου

## IV. Πολύ-Παραγοντικά Μέτρα Αξιολόγησης

### 8. Chen, Roll & Ross Multifactor Model (1986)

Οι τρεις παραπάνω μελετητές υποστηρίζουν ότι η επιλογή του χαρτοφυλακίου αναφοράς είναι ζήτημα θεμελιώδες, επειδή μπορεί να επηρεάσει το μέτρο επίδοσης. Έτσι είναι εξαιρετικά σημαντικό να επιλεχθούν αποτελεσματικά σημεία αναφοράς στο πλαίσιο ανάλυσης μέσου-διακύμανσης. Οι *Chen, Roll & Ross* προτείνουν ένα πολύ-παραγοντικό υπόδειγμα με την εφαρμογή της ακόλουθης παραλλαγής:

$$r_{pt} - r_{ft} = a_p + b_1(IP_t - r_{ft}) + b_2(UI_{kt} - r_{ft}) + b_3(VEI_{kt} - r_{ft}) + b_4(RP_{kt} - r_{ft}) + b_5(TSS_{kt} - r_{ft}) + b_6(Market_{kt} - r_{ft}) + e_{pt}$$

έχοντας ως με συντελεστές ρίσκου τους ακόλουθους:

- ο  $IP$ = μηνιαίες μεταβολές της βιομηχανικής παραγωγής
- ο  $UI$ = μη αναμενόμενος πληθωρισμός ο οποίος ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ του αναμενόμενου (στο τέλος της προηγούμενης περιόδου) και του πραγματικού πληθωρισμού.
- ο  $VEI$ = μεταβολή του αναμενόμενου πληθωρισμού.
- ο  $RP$ = υπερβάλλον κίνδυνος
- ο  $TSS$ = αλλαγές στην καμπύλη επιτοκίων, η οποία προσεγγίζεται από την διαφορά των αποδόσεων ομολόγων διαφορετικής σταθμισμένης διάρκειας
- ο  $Market$ = αποδόσεις χαρτοφυλακίου αγοράς
- ο  $r_{ft}$  = επιτόκιο μηδενικού κινδύνου όπως προσεγγίζεται από τα τρίμηνα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου

Ο μη-αναμενόμενος ρυθμός πληθωρισμού, υπολογίζεται από τη διαφορά μεταξύ του αναμενόμενου ρυθμού πληθωρισμού (τη διακύμανση της ζήτησης χρήματος) και του εκ των υστέρων ρυθμού πληθωρισμού (που δίνεται από το ρυθμό αύξησης του δείκτη τιμών καταναλωτή).

## 9. Gruber 4-factor Model (1996)

Ο Gruber θεωρεί ως σημαντικότερο παράγοντα την έκθεση του A/K στον κίνδυνο των ομολόγων. Η σχέση που χρησιμοποιεί είναι η ακόλουθη:

$$R_{it} - R_{ft} = a_i + b_{iM} * (R_{Mt} - R_{ft}) + b_{is} * (R_{st} - R_{lt}) + b_{ig} * (R_{gt} - R_{vt}) + b_{iB} * (R_{dt} - R_{ft}) + e_{it}$$

όπου:

- $R_{it} - R_{ft}$  είναι η υπερβάλλουσα απόδοση του κεφαλαίου την χρονική στιγμή  $t$
- $R_{Mt} - R_{ft}$  είναι η υπερβάλλουσα απόδοση της αγοράς τη χρονική στιγμή  $t$  (market premium)
- $R_{st} - R_{lt}$  είναι η διαφορά των αποδόσεων του δείκτη μικρής κεφαλαιοποίησης και ενός δείκτη μεγάλης τη χρονική στιγμή  $t$  (size premium)
- $R_{gt} - R_{vt}$  είναι η διαφορά των αποδόσεων μεταξύ των εταιρειών growth και των εταιρειών value τη χρονική στιγμή  $t$  (value premium)
- $R_{dt} - R_{ft}$  είναι η υπερβάλλουσα απόδοση of a bond index τη χρονική στιγμή  $t$
- $b_{iM}, b_{is}, b_{ig}, b_{iB}$  είναι οι συντελεστές ευαισθησίας του αμοιβαίου κεφαλαίου ως προς την αγορά, ως προς το μέγεθος, ως προς το φαινόμενο value και ως προς τον παράγοντα ομολόγου αντίστοιχα.

## 10. Carhart 4-factor Model (1997)

Ο Carhart υποστηρίζει την επιλογή A/K βάσει της πρόσφατης επίδοσης τους και προσπαθεί να δημιουργήσει ένα μέτρο που να διαχωρίζει την επίδοση στα επιμέρους στοιχεία της. Ειδικότερα αποδίδει την υπερβάλλουσα απόδοση που επιτυγχάνεται, σε τέσσερις επιμέρους στρατηγικές που εφαρμόζει ο διαχειριστής και προσπαθεί να αναλύσει τι μέρος της συνολικής απόδοσης οφείλεται στην κάθε μια από τις ακολουθούμενες στρατηγικές. Η σχέση που χρησιμοποιεί είναι η ακόλουθη:

$$R_{it} - R_{ft} = a_i + b_{iM} * (R_{Mt} - R_{ft}) + b_{is} * (R_{st} - R_{lt}) + b_{is} * (R_{gt} - R_{vt}) + b_{ir} * (R_{ht} - R_{lt})$$

όπου:

- ο  $R_{it} - R_{ft}$  είναι η υπερβάλλουσα απόδοση του κεφαλαίου  $i$  τη χρονική στιγμή  $t$
- ο  $R_{Mt} - R_{ft}$  είναι η υπερβάλλουσα απόδοση της αγοράς την χρονική στιγμή  $t$  (market premium)
- ο  $R_{st} - R_{lt}$  είναι η διαφορά των αποδόσεων μεταξύ ενός χαρτοφυλακίου εταιρειών μικρής κεφαλαιοποίησης και ενός χαρτοφυλακίου εταιρειών μεγάλης κεφαλαιοποίησης τη χρονική στιγμή  $t$  (size premium)
- ο  $R_{gt} - R_{vt}$  είναι η διαφορά των αποδόσεων μεταξύ ενός growth index και ενός value index τη χρονική στιγμή  $t$  (value premium)
- ο  $R_{ht} - R_{lt}$  είναι το η διαφορά των αποδόσεων μεταξύ ενός χαρτοφυλακίου "νικητών" της προηγούμενης περιόδου και ενός χαρτοφυλακίου "χαμένων" τη χρονική στιγμή  $t$  (momentum premium)
- ο  $b_{iM}, b_{is}, b_{is}, b_{ir}$  είναι οι συντελεστές ευαισθησίας του αμοιβαίου κεφαλαίου  $i$  ως προς την αγορά, το μέγεθος (μεγάλο ή μικρό) αναπτυξιακό ή αξίας και του παράγοντα στιγμιαίας επένδυσης (momentum) αντίστοιχα

Η δημιουργία του SMB (Small minus Big) factor, γίνεται με την κατάταξη όλων των μετοχών με βάση την χρηματιστηριακή τους αξία σε μια δεδομένη χρονική στιγμή. Οι μετοχές που αποτελούν το ανώτερο 80% της συνολικής κεφαλαιοποίησης των μετοχών θα συνθέτουν το χαρτοφυλάκιο των μεγάλων εταιρειών, ενώ το υπόλοιπο 20%, θα αποτελούν το χαρτοφυλάκιο των μικρών εταιρειών. Η διαφορά της απόδοσης του χαρτοφυλακίου των μεγάλων εταιρειών από την απόδοση του χαρτοφυλακίου των μικρών εταιρειών, θα είναι η απόδοση του χαρτοφυλακίου SMB.

Εξάλλου για να δημιουργήσουμε τον HML (High minus Low book-to-market ratio) factor, κατατάσσουμε όλες τις μετοχές με βάση το book-to-market ratio για μια δεδομένη χρονική στιγμή. Οι μετοχές που συνθέτουν το ανώτερο 30% της συνολικής κεφαλαιοποίησης των μετοχών, θα συμμετέχουν στο χαρτοφυλάκιο των μετοχών με υψηλό book-to-market ratio, ενώ εκείνες που αποτελούν το κατώτερο 30% των μετοχών σύμφωνα με την χρηματιστηριακή τους αξία, θα συνθέτουν το χαρτοφυλάκιο των μετοχών με low book-to-market ratio. Η διαφορά των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου των μετοχών με high book-to-market και του χαρτοφυλακίου των μετοχών με low book-to market ratio θα είναι η απόδοση του παράγοντα HML.

Η δημιουργία του momentum factor, γίνεται με την κατάταξη όλων των μετοχών σύμφωνα με την απόδοση που σημείωσαν το προηγούμενο εξάμηνο. Σχηματίζεται ένα χαρτοφυλάκιο το οποίο θα περιλαμβάνει όλες τις μετοχές που συνθέτουν το ανώτερο 30% της συνολικής κεφαλαιοποίησης και ένα χαρτοφυλάκιο που περιέχει αυτές που συνθέτουν το κατώτατο 30% της συνολικής κεφαλαιοποίησης. Η διαφορά των αποδόσεων μεταξύ των

δυσ αυτών χαρτοφυλακίων θα είναι η απόδοση του παράγοντα στιγμιαίας επένδυσης (momentum).

Αξίζει εδώ να τονιστεί ότι όλα τα χαρτοφυλάκια είναι σταθμισμένα με βάση την χρηματιστηριακή τους αξία και η αναδιάρθρωσή τους γίνεται κάθε χρόνο, εκτός από το momentum παράγοντα, όπου η αναδιάρθρωση πραγματοποιείται κάθε έξι μήνες.

## V. Έλεγχος της Επαναληπτικότητας των A/K

Οι μεθοδολογίες που ακολουθούνται για να ελεγχθεί η επαναληπτικότητα της επίδοσης των A/K είναι στις περισσότερες περιπτώσεις διαφορετικές, πράγμα που κυρίως σχετίζεται με το ερώτημα που ερευνάται σε κάθε περίπτωση. Οι μέθοδοι που έχουν χρησιμοποιηθεί για τον έλεγχο της επαναληπτικότητας της επίδοσης διακρίνονται σε δυο κατηγορίες:

### 11. Διαστρωματικά (cross-sectional) ή Μη-Παραμετρικά (non-parametric) τεστ

Οι έλεγχοι εξετάζουν αν υπάρχουν A/K τα οποία συστηματικά να είναι καλύτερα από τους ανταγωνιστές.

### 12. Otten & Bams Διαχρονικά (time-series) τεστ (2002)

Υλοποιούνται έλεγχοι που σχηματίζουν χαρτοφυλάκια με τα καλύτερα A/K μιας περιόδου και στη συνέχεια αναλύουν την απόδοση αυτών των χαρτοφυλακίων, ερευνώντας αν A/K με έξτρα απόδοση τη μια περίοδο θα συνεχίσουν να έχουν μια άνω του μέσου όρου απόδοση και την επόμενη περίοδο.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

## Η Δομή της Αγοράς των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα και τον Κόσμο

### 1. Εισαγωγή

Κατά το πρώτο εξάμηνο του 2005 η παγκόσμια βιομηχανία Α/Κ παρουσίασε μια σημαντική αύξηση της τάξης του 4,6%. Τα στοιχεία για τις επιμέρους αγορές καταδεικνύουν τη μεγαλύτερη αύξηση για την Ιαπωνία(10%) και την Ευρωπαϊκή αγορά να ακολουθεί με αύξηση 9,1% και σύνολο ενεργητικού 4,9 τρις Ευρώ. Σημαντική αύξηση κατέγραψε και η Καναδική αγορά Α/Κ(6,1%) ενώ η αγορά της Ασίας σημείωσε αύξηση 1,8%. Τέλος, η μεγαλύτερη αγορά Α/Κ δηλαδή αυτή των ΗΠΑ αυξήθηκε κατά 1,3% με συνολικό ενεργητικό διαχειριζόμενων κεφαλαίων 8,2 τρις δολάρια.

Η Ιαπωνική και η Αμερικάνικη αγορά παρουσίασαν περισσότερες εισροές στα μετοχικά Α/Κ παρά την άνοδο των τιμών του πετρελαίου. Η τάση αυτή πρέπει να αποδοθεί τόσο στην έλλειψη εναλλακτικών επενδυτικών ευκαιριών όσο και στην ένδειξη μερικής αισιοδοξίας για την παγκόσμια οικονομία. Αντίθετα οι ευρωπαίοι επενδυτές προτίμησαν περισσότερο τα ομολογιακά Α/Κ επενδύοντας περισσότερο συντηρητικά και πάντα υπό τις συνέπειες των μεγάλων χρηματιστηριακών μεταβολών.

Σε μέγεθος της παγκόσμιας αγοράς, τα μετοχικά Α/Κ καταλαμβάνουν το 47% του συνόλου των διαχειριζόμενων κεφαλαίων, τα ομολογιακά διαθέτουν το 22%, η Διαχείριση Διαθεσίμων το 21% και τα Μεικτά funds το 10%.

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζεται η δομή της βιομηχανίας των Α/Κ για τις τρεις πιο ενδιαφέρουσες και μεγαλύτερες αγορές δηλαδή της Ευρώπης, των ΗΠΑ και του Ηνωμένου Βασιλείου. Επίσης αναλύεται η δομή της ελληνικής αγοράς Α/Κ.

## **2. Η Ευρωπαϊκή Αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

### **Γενικά στοιχεία και Δομή της Αγοράς των Α/Κ στην Ευρώπη**

Η Ευρωπαϊκή αγορά Α/Κ κατά το 2005 συνέχισε την πολύ καλή πορεία της προηγούμενης χρονιάς σημειώνοντας αύξηση 9,1% και συνολικό ενεργητικό 5.1 τρις Ευρώ. Η αύξηση αυτή οφείλεται κυρίως στην πολύ καλή πορεία των Ευρωπαϊκών Χρηματιστηρίων. Οι εισροές έφτασαν τα 94,4δισ Ευρώ, ποσό τεράστιο συγκριτικά με τη διπλάσια σε μέγεθος αγορά των Α/Κ των ΗΠΑ όπου οι εισροές το αντίστοιχο διάστημα έφτασαν τα 35 δισ Ευρώ. Οι Ευρωπαίοι επενδυτές προτίμησαν κυρίως τα ομολογιακά Α/Κ. Πρέπει να τονιστεί ότι ενώ η Ευρωπαϊκή Αγορά Α/Κ αυξάνεται κατά 22% τα τελευταία πέντε χρόνια η αντίστοιχη αύξηση των ομολογιακών Α/Κ που δραστηριοποιούνται στην Ευρώπη είναι της τάξης του 49%.

Η μεγαλύτερη αγορά Α/Κ στην Ευρώπη είναι η αγορά Α/Κ της Γαλλίας, η οποία κατά το έτος 2005 κατέγραψε τις σημαντικότερες εισροές της τάξης των 38 δισ Ευρώ. Όπως και κατά το έτος 2004 τα μισά από τα κεφάλαια αυτά επενδύθηκαν σε Διαχείριση Διαθεσίμων.

Η αγορά Α/Κ της Γερμανίας ενώ κατά το έτος 2004 παρουσίασε ακανόνιστη επενδυτική διασπορά στις διάφορες κατηγορίες Α/Κ, κατά το 2005 κατέγραψε εισροές 24δισ Ευρώ τα οποία επενδύθηκαν κυρίως σε ομολογιακά Α/Κ. Ειδικότερα, σε ομολογιακά Α/Κ επενδύθηκαν 17,2 δισ Ευρώ ενώ σε μετοχικά Α/Κ μόλις 9,4δισ Ευρώ. Πρέπει να τονιστεί ότι, χωρίς εξαίρεση, όλες οι Ευρωπαϊκές χώρες κατέγραψαν σημαντικές εισροές.

Ο παρακάτω πίνακας(1) δείχνει τις αυξήσεις των εισροών που σημειώθηκαν στις διάφορες χώρες κατά το α' εξάμηνο του έτους 2005.

**Πίνακας 1**

<b>ΧΩΡΑ</b>	<b>% ΑΥΞΗΣΗΣ ΕΙΣΡΟΩΝ</b>
<b>ΦΙΝΛΑΝΔΙΑ</b>	24,2%
<b>ΣΟΥΗΔΙΑ</b>	16,1%
<b>ΔΑΝΙΑ</b>	13,6%
<b>ΓΕΡΜΑΝΙΑ</b>	12,1%
<b>ΑΥΣΤΡΙΑ</b>	12%
<b>ΝΟΡΒΗΓΙΑ</b>	11,1%
<b>ΓΑΛΛΙΑ</b>	9,3%
<b>ΕΛΒΕΤΙΑ</b>	9,3%
<b>ΤΟΥΡΚΙΑ</b>	8,7%
<b>ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ</b>	8,2%
<b>ΙΤΑΛΙΑ</b>	8,1%
<b>ΒΕΛΓΙΟ</b>	6,4%
<b>ΙΣΠΑΝΙΑ</b>	6%
<b>ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟ</b>	5,8%
<b>ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ</b>	4,5%
<b>ΟΛΛΑΝΔΙΑ</b>	1,8%

Πηγή EFAMA (Απρίλιος 2006)



Στην Ανατολική Ευρώπη κατεγράφη μια μικρή άνοδος στις εισροές των Α/Κ που αφορούσαν την Πολωνία, την Ουγγαρία, την Τσεχία, τη Ρωσία και τη Ρουμανία. Στην τελευταία πενταετία τα συνολικά διαχειριζόμενα Α/Κ στην Ευρώπη παρουσίασαν μια αύξηση 22%, από 3.980δισ Ευρώ σε 4.857δισ Ευρώ (πρώτο εξάμηνο 2005), ενώ στο τέλος του 2005 το συνολικό ενεργητικό έφθασε τα 5,12 τρις Ευρώ.

Η Δομή της Αγοράς των Α/Κ στην Ευρώπη σύμφωνα με τις κατηγορίες των Α/Κ που δραστηριοποιούνται, είναι η εξής: (Η ιεράρχηση των κατηγοριών έχει γίνει σύμφωνα με το ενεργητικό που διαθέτουν)

- Ομολογιακά
- Μετοχικά
- Διαχείριση Διαθεσίμων
- Μεικτά
- Εγγυημένου Κεφαλαίου

### **3. Η Αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στις ΗΠΑ**

#### **α. Γενικά Στοιχεία**

Η αγορά των Α/Κ στις ΗΠΑ είναι η μεγαλύτερη στον κόσμο και κατά το τρέχον έτος τα συνολικά διαχειριζόμενα κεφάλαια είναι ύψους 8,2 τρις δολάρια. Η αγορά αυτή διαθέτει ποσοστό 52% της παγκόσμιας αγοράς των Α/Κ. Η ανάπτυξη της αγοράς των Α/Κ στις Η.Π.Α. είναι εντυπωσιακή αν αναλογιστεί κανείς ότι είκοσι χρόνια πριν δηλαδή το 1985, το ύψος των διαχειριζόμενων κεφαλαίων ήταν μόλις 83,1 δισ δολάρια. Ο παρακάτω πίνακας (2) δείχνει τα σχετικά διαχειριζόμενα κεφάλαια για τα έτη 1995-2004.

## Πίνακας 2

INVESTMENT COMPANY ASSETS, 1995-2004 (billions of dollars)					
YEAR	MUTUAL FUNDS	CLOSED-END FUNDS	ETFs	UITs	TOTAL
1995	2,811	143	1	73	3,028
1996	3,526	147	2	72	3,747
1997	4,468	152	7	85	4,712
1998	5,525	156	16	94	5,791
1999	6,846	147	34	92	7,119
2000	6,965	143	66	74	7,248
2001	6,975	141	83	49	7,248
2002	6,390	159	102	36	6,687
2003	7,414	214	151	36	7,815
2004	8,107	254	226	37	8,624

Πηγή ICI (Απρίλιος 2006)

Σήμερα τα Α/Κ ξεπερνούν το 20% των συνολικών επενδεδυμένων κεφαλαίων στις ΗΠΑ, ποσοστό πολύ σημαντικό αν συγκριθεί με το αντίστοιχο ποσοστό για το έτος 1990 που ήταν 7%. Επίσης πρέπει να τονιστεί ότι περισσότερα από τα μισά νοικοκυριά των ΗΠΑ κατέχουν αμοιβαία κεφάλαια. Οι περισσότεροι επενδυτές προτιμούν Α/Κ με χαμηλά κόστη συναλλαγών και διαχείρισης. Η κύρια πηγή κεφαλαίων για τα αμερικάνικα Α/Κ είναι τα συνταξιοδοτικά προγράμματα (1,6 τρις δολάρια είναι επενδεδυμένα σε αυτά). Επίσης, επιχειρήσεις, οργανισμοί, τοπικές κυβερνήσεις και μη κυβερνητικοί οργανισμοί κατέχουν το 10% του συνόλου των Α/Κ.

Κατά τα τελευταία δύο έτη 2005-2006 πολλές εταιρείες Α/Κ έχουν εγκαινιάσει πολιτική χαμηλών προμηθειών και σε συνδυασμό με την άνθηση του Χρηματιστηρίου, έχουν προσελκύσει μεγάλα κεφάλαια. Σπουδαίο ρόλο διαδραματίζει και το διεθνές περιβάλλον στην ανάπτυξη και διακράτηση του ενεργητικού των Α/Κ.

Ο παρακάτω πίνακας(3) καταγράφει τον αριθμό των επενδυτικών εταιρειών κατά τα έτη 1995-2004 για τις ΗΠΑ.

**Πίνακας 3**

NUMBER OF INVESTMENT COMPANIES, 1995-2004					
YEAR	MUTUAL FUNDS	CLOSED-END FUNDS	ETFs	UITs	TOTAL
1995	5,725	500	2	12,979	19,206
1996	6,248	498	19	11,764	18,529
1997	6,684	488	19	11,593	18,784
1998	7,314	493	29	10,966	18,802
1999	7,791	512	30	10,414	18,747
2000	8,155	482	80	10,072	18,789
2001	8,305	493	102	9,295	18,195
2002	8,244	545	113	8,303	17,205
2003	8,126	586	119	7,233	16,064
2004	8,044	620	151	6,485	15,300

Πηγή ICI (Απρίλιος 2006)

## **β. Δομή της Αγοράς και Τάσεις**

Οι μεμονωμένοι επενδυτές κατέχουν το 90% του συνόλου των Α/Κ, με τα περισσότερα νοικοκυριά να έχουν επενδύσει σε συνταξιοδοτικά προγράμματα. Μάλιστα, τα συνταξιοδοτικά προγράμματα μακράς διάρκειας σημείωσαν αύξηση 475 δις δολαρίων από τον Ιανουάριο του 2003 έως το Φεβρουάριο του 2005. Πρέπει να τονιστεί ότι έχει διαφανεί η τάση της σημαντικής επανεπένδυσης μερισμάτων σε ποσοστό που αγγίζει το 20% των νεοεισερχομένων κεφαλαίων σε Α/Κ. Σημαντικά ποσά διακρατούνται σε ομολογιακά Α/Κ (1,3 τρις δολάρια το 2004) με εισροή κεφαλαίων στα κρατικά και μείωση μεγεθών στα αντίστοιχα των εταιρειών. Τα υβριδικά Α/Κ επενδύουν κυρίως σε μετοχές και ομόλογα και το έτος 2006

παρουσίασαν αύξηση 761 εκατ. δολαρίων. Γενικά το σύνολο των Α/Κ παρουσίασε αύξηση 259 δις δολαρίων για το έτος 2006 .

Τα μετοχικά Α/Κ παραμένουν πάντα πρώτα στην προτίμηση των αμερικανών επενδυτών και κατέχουν το 54% του συνόλου των Α/Κ. Ακολουθεί η Διαχείριση Διαθεσίμων με ποσοστό 23%, τα ομολογιακά Α/Κ με 16% και τα Μεικτά funds με 7%

Η **δομή των Α/Κ** για τις ΗΠΑ και οι επιμέρους αυξήσεις ή μειώσεις αποτυπώνονται στον παρακάτω πίνακα (4).

**Πίνακας 4**

TOTAL NET ASSETS OF MUTUAL FUNDS (billions of dollars)				
	Feb-06	Jan-06	% Chg	Dec-05
Stock Funds	5,197.1	5,196.4R	0.0	4,940.0
Hybrid Funds	582.5	581.1R	0.2	567.3
Taxable Bond Funds	1,042.6	1,034.2R	0.8	1,018.6
Municipal Bond Funds	346.1	341.2R	1.4	338.8
Taxable Money Market Funds	1,701.4	1,696.0R	0.3	1,706.5
Tax-Free Money Market Funds	349.5	344.4	1.5	334.0
<b>Total</b>	<b>9,219.2</b>	<b>9,193.3R</b>	<b>0.3</b>	<b>8,905.2</b>

R=Revised data

**Οι παρακάτω πίνακες (5-9)** δείχνουν χαρακτηριστικά εισροών, εκροών και εξαγορών για τις διάφορες κατηγορίες των Α/Κ:

STOCK MUTUAL FUNDS				
	Feb-06	Jan-06	YTD 2006	YTD 2005
New Sales	102,927	124,787R	227,714	175,964R

Redemptions	-75,855	-95,181R	-171,036	-142,365R
Exchanges In	17,113	24,774R	41,887	30,784R
Exchanges Out	-16,860	-22,803R	-39,663	-32,140R
Net New Cash Flow	27,325	31,576R	58,901	32,243R

HYBRID MUTUAL FUNDS				
	Feb-06	Jan-06	YTD 2006	YTD 2005
New Sales	8,239	9,616	17,854	21,815R
Redemptions	-7,100	-9,054R	-16,154	-13,198R
Exchanges In	1,205	1,606	2,811	2,992
Exchanges Out	-1,582	-2,282	-3,864	-2,287
Net New Cash Flow	761	-114R	647	9,321R

TAXABLE BOND MUTUAL FUNDS				
	Feb-06	Jan-06	YTD 2006	YTD 2005
New Sales	25,081	28,465R	53,546	51,043R
Redemptions	-18,687	-21,981R	-40,667	-45,762R
Exchanges In	3,093	4,477R	7,570	7,011R

MUNICIPAL BOND MUTUAL FUNDS				
	Feb-06	Jan-06	YTD 2006	YTD 2005
New Sales	6,847	6,605R	13,453	9,668R
Redemptions	-4,086	-4,617R	-8,703	-8,074R
Exchanges In	845	1,098R	1,943	1,664
Exchanges Out	-746	1,037R	-1,784	-1,655
Net New Cash Flow	2,860	2,049R	4,909	1,603

Πηγή ICI (Απρίλιος 2006)

Στον παρακάτω πίνακα (10) παρουσιάζεται ο αριθμός των Α/Κ για όλες τις διαφορετικές κατηγορίες. Στον πίνακα αυτό καταγράφεται η συντριπτική υπεροχή του αριθμού των μετοχικών Α/Κ έναντι των άλλων κατηγοριών

**Πίνακας 10**

NUMBER OF MUTUAL FUNDS IN THIS REPORT			
	<b>Feb-06</b>	<b>Jan-06</b>	<b>Feb-05</b>
Stock Funds	4,602	4,593R	4,537R
Hybrid Funds	510	507R	504R
Taxable Bond Funds	1,281	1,280R	1,284R
Municipal Bond Funds	740	739R	764
Taxable Money Market Funds	592	595	636R
Tax-Free Money Market Funds	275	276	305
<b>Total</b>	<b>8,000</b>	<b>7,990R</b>	<b>8,030R</b>

Πηγή ICI (Απρίλιος 2006)

#### **4. Η Αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στο Ηνωμένο Βασίλειο**

##### **Η Δομή και Γενικά Στοιχεία της Αγοράς των Α/Κ στο Ηνωμένο Βασίλειο**

Η βιομηχανία των Α/Κ στο Ηνωμένο Βασίλειο είναι η πιο αναπτυγμένη στην Ευρώπη και κατέχει την δεύτερη θέση (μετά την Γαλλία) από πλευράς ενεργητικού. Πρέπει να σημειωθεί ότι το Λουξεμβούργο προσελκύει το μεγαλύτερο ενεργητικό των Α/Κ λόγω του θεσμού των off-shore εταιρειών και για αυτό το λόγο δεν συμπεριλαμβάνεται στους αντίστοιχους πίνακες ταξινόμησης.

Η δομή της αγοράς των Α/Κ σύμφωνα με τις κατηγορίες που δραστηριοποιούνται είναι

Μετοχικά

Ομολογιακά

Money Market

Μεικτά

Εγγυημένου κεφαλαίου /απόδοσης

Συνταξιοδοτικά

Άλλα (τα οποία δεν ταξινομούνται στις πιο πάνω κατηγορίες)

Από τις παραπάνω κατηγορίες τα μετοχικά Α/Κ κατέχουν το μεγαλύτερο μερίδιο της αγοράς (75,3%) και ακολουθούν τα ομολογιακά (14,3%). Την τρίτη θέση κατέχουν τα Μεικτά(7,5%), την τέταρτη τα Α/Κ που δεν ανήκουν σε κάποια από τις μεγάλες κατηγορίες, την πέμπτη τα συνταξιοδοτικά (0,3%)και την τελευταία θέση τα εγγυημένου κεφαλαίου ή απόδοσης.

Στον **πίνακα 13** φαίνονται αναλυτικά τα μερίδια αγοράς για τις διάφορες κατηγορίες Α/Κ. Επίσης πολύ ενδιαφέροντα στοιχεία σχετικά με την εξέλιξη του ενεργητικού των Α/Κ παρέχονται στον **πίνακα 14** για τα έτη 1995-2005. Από τον πίνακα αυτό φαίνεται μια συνεχής αύξηση των εισροών στα Α/Κ, η οποία από το έτος 2003 και έπειτα είναι σταθερή και χωρίς αυξομειώσεις. Στον ίδιο πίνακα παρατηρείται μια μείωση στο ενεργητικό των Α/Κ, με ταυτόχρονη αύξηση του ενεργητικού των ομολογιακών Α/Κ. Επίσης τα στοιχεία δείχνουν ελάχιστη αύξηση στα

money market A/K, ενώ περίπου σταθερές είναι οι τοποθετήσεις στα Μεικτά A/K. Τέλος μικρή άνοδος παρατηρείται στις άλλες κατηγορίες A/K (συνταξιοδοτικά, εγγυημένης απόδοσης ή κεφαλαίου

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



## Πίνακας 13

IMA SECTOR	Funds Under Management £		Gross Sales £			Net Sales £			Funds Under Management £			Gross Sales £			Net Sales £			
	TOTAL	sector as % of total	TOTAL	sector as % of total	RETAIL	INSTITUTIONAL	TOTAL	RETAIL	INSTITUTIONAL	ISA	INSTITUTIONAL	TOTAL	RETAIL	INSTITUTIONAL	ISA	INSTITUTIONAL	TOTAL	
Europe Excluding UK	32,024,590,547	8.6%	562,114,217	7.7%	342,081,289	220,032,928	-45,314,006	-36,061,389	-9,252,617	2,964,093,122	-9,252,617	2,964,093,122	14,117,476	-10,627,750			14,117,476	-10,627,750
Europe Including UK	2,926,903,801	0.8%	37,312,846	0.5%	18,809,316	18,503,530	17,730,463	544,350	17,186,113	291,795,747	17,186,113	291,795,747	2,017,121	-1,384,153			2,017,121	-1,384,153
European Smaller Companies	2,587,425,080	0.7%	75,397,864	1.0%	87,923,227	7,474,637	49,789,451	46,961,151	2,828,300	88,911,502	2,828,300	88,911,502	372,740	-416,616			372,740	-416,616
Asia Pacific Including Japan	1,236,366,852	0.3%	20,711,514	0.3%	11,760,465	8,951,149	8,122,673	5,748,035	2,374,638	98,266,618	2,374,638	98,266,618	2,306,344	1,547,281			2,306,344	1,547,281
Asia Pacific Excluding Japan	12,616,925,463	3.4%	211,148,705	2.9%	151,220,732	59,927,973	-39,016,884	57,079,676	-96,096,540	229,982,561	-96,096,540	229,982,561	3,753,931	2,151,618			3,753,931	2,151,618
Global Emerging Markets	6,068,930,122	1.6%	125,603,045	1.7%	91,775,639	33,827,106	-31,762,708	22,168,877	-53,931,565	56,387,550	-53,931,565	56,387,550	1,987,682	1,630,811			1,987,682	1,630,811
Global Growth	23,394,900,522	6.3%	378,083,358	5.2%	210,034,631	168,048,727	116,813,735	78,586,791	38,223,944	2,379,676,896	38,223,944	2,379,676,896	28,064,977	5,260,255			28,064,977	5,260,255
Japan	10,237,843,642	2.8%	224,021,249	3.1%	170,317,334	53,703,915	-65,173,122	52,370,666	-117,543,698	168,541,713	-117,543,698	168,541,713	3,218,020	1,067,237			3,218,020	1,067,237
Japanese Smaller Companies	1,167,162,274	0.3%	18,350,734	0.3%	2,021,610	15,429,124	-5,718,211	-6,047,104	328,893	28,653,568	328,893	28,653,568	332,416	-54,948			332,416	-54,948
North America	15,293,747,197	4.1%	354,693,926	4.8%	193,111,398	161,856,528	93,064,577	71,796,792	21,965,765	607,375,813	21,965,765	607,375,813	3,414,662	-3,753,270			3,414,662	-3,753,270
North American Smaller Companies	859,579,045	0.2%	13,861,083	0.2%	9,550,282	4,310,801	3,315,125	1,394,942	1,920,183	21,180,019	1,920,183	21,180,019	150,814	-65,093			150,814	-65,093
Specialist	14,185,428,249	3.8%	672,687,449	9.2%	602,166,737	170,720,712	478,457,669	336,053,587	142,404,081	300,517,476	142,404,081	300,517,476	8,389,207	5,886,900			8,389,207	5,886,900
Technology & Telecommunications	1,009,916,008	0.3%	9,366,307	0.1%	6,836,471	2,529,836	-9,336,376	-11,109,164	1,632,788	324,095,150	1,632,788	324,095,150	689,027	-3,110,832			689,027	-3,110,832
UK All Companies	105,104,862,698	28.4%	1,713,640,218	23.5%	875,438,792	838,210,426	474,548,385	112,456,679	362,069,706	12,562,859,006	362,069,706	12,562,859,006	98,650,556	-49,023,850			98,650,556	-49,023,850
UK Equity Income	40,918,328,047	11.0%	716,215,379	9.8%	512,985,304	203,350,071	261,826,067	186,306,805	95,519,862	2,533,366,341	95,519,862	2,533,366,341	32,985,993	13,409,332			32,985,993	13,409,332
UK Smaller Companies	9,367,592,162	2.5%	106,252,454	1.5%	82,436,393	23,816,071	-59,276,688	-14,995,741	-44,563,947	338,668,183	-44,563,947	338,668,183	1,603,497	-1,932,642			1,603,497	-1,932,642
<b>Total Equities</b>	<b>278,952,824,974</b>	<b>75.3%</b>	<b>5,239,946,454</b>	<b>71.9%</b>	<b>3,249,249,920</b>	<b>1,990,095,534</b>	<b>1,268,167,769</b>	<b>903,202,853</b>	<b>364,964,916</b>	<b>22,944,800,268</b>	<b>364,964,916</b>	<b>22,944,800,268</b>	<b>202,024,562</b>	<b>-44,425,718</b>			<b>202,024,562</b>	<b>-44,425,718</b>
Global Bonds	3,826,390,162	1.0%	112,124,843	1.5%	74,793,798	37,331,045	-18,306,153	21,132,537	-39,639,600	146,501,440	-39,639,600	146,501,440	990,994	-466,089			990,994	-466,089
UK Corporate Bond	29,461,256,475	8.0%	478,772,558	6.6%	319,837,903	156,934,655	96,715,982	77,615,767	18,903,215	5,982,224,979	18,903,215	5,982,224,979	55,056,729	7,511,592			55,056,729	7,511,592
UK Gilt	5,591,428,995	1.6%	143,661,300	2.0%	35,784,123	107,777,177	28,440,259	14,905,563	13,534,676	71,935,525	13,534,676	71,935,525	496,917	-154,212			496,917	-154,212
UK Index Linked Gilt	1,719,395,458	0.5%	40,446,702	0.6%	8,636,766	31,809,936	24,394,459	2,547,079	21,947,380	980,109	21,947,380	980,109	14,246	-1,954			14,246	-1,954
UK Other Bond	11,773,265,565	3.2%	271,297,550	3.7%	192,313,850	78,983,700	146,265,061	78,529,553	67,735,508	2,984,563,190	67,735,508	2,984,563,190	17,070,620	-3,923,969			17,070,620	-3,923,969
UK Zeros	400,248,988	0.1%	8,281,590	0.1%	8,281,590	0	556,076	556,076	0	14,421,275	556,076	14,421,275	40,583	-94,138			40,583	-94,138
<b>Total Bonds</b>	<b>53,111,985,643</b>	<b>14.3%</b>	<b>1,054,484,543</b>	<b>14.5%</b>	<b>639,648,030</b>	<b>414,836,513</b>	<b>277,666,284</b>	<b>196,487,195</b>	<b>82,179,039</b>	<b>9,006,628,816</b>	<b>82,179,039</b>	<b>9,006,628,816</b>	<b>73,630,091</b>	<b>2,665,230</b>			<b>73,630,091</b>	<b>2,665,230</b>
UK Money Market	2,848,949,690	0.8%	178,632,034	2.5%	39,030,979	139,601,055	27,378,158	2,742,894	24,635,264	49,578,287	24,635,264	49,578,287	676,871	159,161			676,871	159,161
<b>Total Money Market</b>	<b>2,848,949,690</b>	<b>0.8%</b>	<b>178,632,034</b>	<b>2.5%</b>	<b>39,030,979</b>	<b>139,601,055</b>	<b>27,378,158</b>	<b>2,742,894</b>	<b>24,635,264</b>	<b>49,578,287</b>	<b>24,635,264</b>	<b>49,578,287</b>	<b>676,871</b>	<b>159,161</b>			<b>676,871</b>	<b>159,161</b>
Active Managed	5,354,967,542	1.4%	61,578,724	0.8%	22,735,957	38,842,767	29,533,450	-2,866,119	32,369,669	794,999,825	32,369,669	794,999,825	8,094,246	-1,236,087			8,094,246	-1,236,087
Blanced Managed	9,997,098,888	2.7%	97,227,400	1.3%	70,281,350	26,946,050	25,797,434	22,215,880	3,481,554	2,487,861,243	3,481,554	2,487,861,243	16,509,143	-13,537,250			16,509,143	-13,537,250
Cautious Managed	6,375,328,203	1.7%	259,429,720	3.6%	171,643,334	87,786,386	222,654,846	144,271,276	78,383,570	1,239,157,861	78,383,570	1,239,157,861	37,963,802	23,901,688			37,963,802	23,901,688
UK Equity & Bond Income	5,908,431,094	1.6%	34,990,341	0.5%	31,449,325	3,541,016	-16,090,066	-15,212,570	-867,926	1,953,639,609	-867,926	1,953,639,609	7,624,688	-2,468,761			7,624,688	-2,468,761
<b>Total Balanced</b>	<b>27,635,726,727</b>	<b>7.5%</b>	<b>483,226,165</b>	<b>6.2%</b>	<b>298,109,966</b>	<b>167,116,219</b>	<b>261,995,634</b>	<b>148,638,467</b>	<b>113,467,167</b>	<b>5,445,658,538</b>	<b>113,467,167</b>	<b>5,445,658,538</b>	<b>70,181,879</b>	<b>11,659,589</b>			<b>70,181,879</b>	<b>11,659,589</b>
Guaranteed/Protected Funds	579,356,726	0.2%	5,121,945	0.1%	3,594,193	1,527,753	-16,547,821	-1,245,933	-15,301,669	25,167,753	-15,301,669	25,167,753	186,615	-72,993			186,615	-72,993
Pensions	1,208,249,318	0.3%	813,315	0.0%	810,345	2,970	-881,725	-662,512	-229,213	0	-229,213	0	0	0			0	0
Unclassified Sector	6,049,896,742	1.6%	356,261,630	4.9%	195,407,013	160,854,617	310,954,949	161,643,643	149,111,306	576,045,612	149,111,306	576,045,612	46,822,159	42,807,192			46,822,159	42,807,192
<b>Total Other</b>	<b>7,837,502,786</b>	<b>2.1%</b>	<b>382,197,091</b>	<b>5.0%</b>	<b>198,811,551</b>	<b>162,385,540</b>	<b>293,826,403</b>	<b>159,945,198</b>	<b>133,500,205</b>	<b>601,213,266</b>	<b>133,500,205</b>	<b>601,213,266</b>	<b>47,008,773</b>	<b>42,734,209</b>			<b>47,008,773</b>	<b>42,734,209</b>
<b>Total</b>	<b>370,398,988,520</b>	<b>100.0%</b>	<b>7,288,465,307</b>	<b>100.0%</b>	<b>4,423,850,446</b>	<b>2,864,634,861</b>	<b>2,128,643,248</b>	<b>1,409,615,607</b>	<b>716,826,641</b>	<b>38,391,956,976</b>	<b>716,826,641</b>	<b>38,391,956,976</b>	<b>393,522,576</b>	<b>12,796,471</b>			<b>393,522,576</b>	<b>12,796,471</b>

SUMMARY OF FUNDS UNDER MANAGEMENT BY ASSET CLASS 1995-2005



END PERIOD	Funds Under Management £mn									
	Total	Equity	Bonds	Money Market	Balanced	Other	ISA	PEP	Funds Under Management	% of Total
1996	131,762	115,958	5,870	565	8,577	892	n/a	25,068	n/a	19.0%
1997	157,411	135,232	8,923	702	11,104	1,450	n/a	36,872	n/a	23.4%
1998	182,469	151,763	13,347	1,074	14,051	2,234	n/a	49,508	n/a	27.1%
1999	253,205	210,032	19,169	1,070	19,520	3,405	6,921	60,373	2.7%	23.8%
2000	261,085	214,606	22,812	1,096	18,989	3,582	18,369	56,826	7.0%	21.8%
2001	235,796	187,383	25,403	1,212	18,539	3,259	21,609	46,517	9.2%	19.7%
2002	194,546	145,008	30,398	1,309	14,739	3,092	22,713	35,203	11.7%	18.1%
2003	241,097	179,898	38,064	1,935	17,472	3,727	30,954	37,697	12.8%	15.6%
2004	275,429	205,424	41,813	2,348	20,577	5,267	37,339	37,972	13.6%	13.8%
2005	347,420	259,119	52,291	2,737	26,146	7,127	44,717	39,424	12.9%	11.3%
2004 Q1	246,041	182,617	38,342	2,796	17,732	4,554	32,382	37,442	13.2%	15.2%
2004 Q2	249,689	185,802	38,837	2,526	17,928	4,596	33,869	37,090	13.6%	14.9%
2004 Q3	256,194	188,750	40,463	2,590	19,412	4,970	35,323	36,564	13.8%	14.3%
2004 Q4	275,429	205,424	41,813	2,348	20,577	5,267	37,339	37,972	13.6%	13.8%
2005 Q1	283,091	211,910	43,056	2,490	21,283	4,950	38,395	37,878	13.5%	13.4%
2005 Q2	298,091	221,050	46,409	2,567	22,612	5,453	41,001	38,250	13.8%	12.8%
2005 Q3	324,623	243,185	48,340	2,643	24,309	6,147	43,411	39,484	13.4%	12.2%
2005 Q4	347,420	259,119	52,291	2,737	26,146	7,127	44,717	39,424	12.9%	11.3%
2006 Feb	285,733	214,111	43,082	2,309	21,280	4,942	38,400	38,598	13.4%	13.5%
2006 Q1	293,691	211,910	43,066	2,490	21,283	4,950	38,395	37,878	13.5%	13.4%
2006 Q2	277,228	204,973	43,711	2,469	21,087	4,968	38,455	36,676	13.9%	13.2%
2006 Q3	286,391	214,860	45,053	2,538	21,922	5,219	39,894	37,573	13.8%	13.0%
2006 Q4	298,091	221,050	46,409	2,567	22,612	5,453	41,001	38,250	13.7%	12.6%
2007 Jan	309,149	230,960	46,934	2,591	22,898	5,766	42,423	38,978	13.7%	12.6%
2007 Feb	312,893	233,268	47,878	2,624	23,210	5,813	42,516	38,814	13.6%	12.4%
2007 Mar	324,623	243,185	48,340	2,643	24,309	6,147	43,411	39,484	13.4%	12.2%
2007 Apr	318,295	235,297	50,129	2,704	23,828	6,337	42,499	38,092	13.4%	12.0%
2007 May	333,890	248,237	51,214	2,757	25,059	6,624	44,001	39,264	13.2%	11.8%
2007 Jun	347,420	259,119	52,291	2,737	26,146	7,127	44,717	39,424	12.9%	11.3%
2007 Jul	358,751	268,644	52,941	2,828	26,908	7,431	46,165	40,093	12.9%	11.2%
2007 Aug	370,387	278,953	53,112	2,849	27,638	7,638	46,965	40,591	12.7%	11.0%

Note - Each month small revisions to figures may have been made since previous press release. This reflects additional information received.

\* Includes IMA estimates for fund supermarkets of £8.6 billion of ISA funds under management in February 2006. Corresponding estimate for January 2006 was £8.3 billion.

Equity includes the following sectors: UK All Companies, UK Smaller Companies, UK Equity Income, Japan, Japanese Smaller Companies, Asia Pacific Excluding Japan, North America, Europe Including UK, Europe Excluding UK, North American Smaller Companies, European Smaller Companies, Technology & Telecommunications, Global Growth, Global Emerging Markets and Specialist.

Bond includes the following sectors: UK Gilt, UK Index Linked Gilts, UK Corporate Bond, UK Other Bond, UK Zero and Global Bond.

Money Market includes the following sector: Money Market

Balanced includes the following sectors: Active Managed, Balanced Managed, Cautious Managed and UK Equity & Bond Income.

Other includes the following sectors: Guaranteed/Protected Funds, Pensions and Unclassified Sector.

## 5. Η Ελληνική Αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων

### α. Γενικά Στοιχεία

Η δημιουργία της ελληνικής βιομηχανίας Α/Κ οριοθετείται το έτος 1970 με την οργάνωση του νομοθετικού πλαισίου από τις αρμόδιες αρχές, αλλά η ραγδαία ανάπτυξή τους συντελείται από το έτος 1989 και έπειτα. Ειδικότερα το έτος 1990 ιδρύεται σημαντικός αριθμός Α/Κ από τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρείες. Σήμερα ο αγορά των Α/Κ σημειώνει μεγάλη ανάπτυξη και στην χώρα δραστηριοποιούνται 28 εταιρείες διαχείρισης Α/Κ οι οποίες διαχειρίζονται συνολικά 262 Α/Κ. Πρέπει να σημειωθεί ότι την 01/01/2006 το συνολικό ενεργητικό ανήλθε σε 27.917.712.178 Ευρώ ενώ στις 19.04.2006 τα συνολικά διαχειριζόμενα κεφάλαια μειώθηκαν κατά 4,43% και ανήλθαν σε 26.682.193.141 Ευρώ.

### Ελλάδα

Η πράξη σύστασης Αμοιβαίου Κεφαλαίου, η διάθεση και η εξαγορά των μεριδίων απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου, Νομικών Προσώπων Δημοσίου Δικαίου και γενικώς τρίτων. Κατά την είσπραξη των τόκων στο όνομα και για λογαριασμό του Α/Κ, ενεργείται από τον καταβάλλοντα παρακράτηση φόρου εισοδήματος. Με την παρακράτηση αυτή εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση των μεριδιούχων του Α/Κ για τα εισοδήματα αυτά.

Η ΑΕΔΑΚ υποχρεούται σε καταβολή φόρου τρία τοις χιλίοις (3%) ετησίως, στο όνομα και για λογαριασμό του Α/Κ, ο οποίος υπολογίζεται επί του εξαμηνιαίου μέσου όρου του καθαρού ενεργητικού του Α/Κ. Με την

καταβολή του φόρου εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση του Α/Κ και των μεριδιούχων του. Η πρόσθετη αξία που προκύπτει επ' ωφελεία των μεριδιούχων του Α/Κ από την εξαγορά μεριδίων σε τιμή ανώτερη της τιμής κτήσης, απαλλάσσεται από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου, Νομικών Προσώπων Δημοσίου Δικαίου και γενικώς τρίτων.

Ως καθαρή τιμή της 1/1 κάθε χρήσης λαμβάνεται η καθαρή τιμή της 31/12 της προηγούμενης χρήσης μετά την αποκοπή του μερίσματος. Επίσης, η επανεπένδυση των μερισμάτων υπολογίζεται ότι πραγματοποιείται την 1/1 έκαστης χρήσης. Όταν ένα Α/Κ αλλάζει κατηγορία, η απόδοσή του ξεκινάει από μηδενική βάση στη νέα κατηγορία. Τέλος, η απόδοση ενός Α/Κ ξεκινάει από την ημερομηνία διάθεσης των μεριδίων στο κοινό.

Η ανώνυμη εταιρεία διαχείρισης Α/Κ (ΑΕΔΑΚ) με το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς είναι η ΕFG ΑΕΔΑΚ με 32,81% και ακολουθούν η ΔΙΕΘΝΙΚΗ ΑΕΔΑΚ της Εθνικής Τράπεζας με 22,86%, η ALPHA ΑΕΔΑΚ με 18,58% και η ΕΡΜΗΣ ΑΕΔΑΚ της Εμπορικής Τράπεζας με 8,12%. Οι εταιρείες διαχείρισης Α/Κ και το συνολικό ενεργητικό τους φαίνονται στον πίνακα (11).

**Πίνακας 11**

No	Εταιρείες Διαχείρισης Α/Κ	Κατ. Α/Κ	Συν. Α/Κ	Συνολικό Ενεργητικό σε € την 1/1/2006	Συνολικό Ενεργητικό σε € την 19/4/2006	Δ% από 1/1/2006	Μερίδιο Αγοράς 1/1/2006	Μερίδιο Αγοράς 19/4/2006	Μεταβολή Μεριδίου Αγοράς
1	<u>ΕFG Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	36	36	8.512.100.874,69	8.753.651.482,90	2,84%	30,49%	32,81%	2,32
2	<u>ΔΙΕΘΝΙΚΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	21	21	6.880.597.529,40	6.099.324.815,40	-11,35%	24,65%	22,86%	-1,79
3	<u>ALPHA Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	28	28	5.205.187.524,33	4.956.327.977,48	-4,78%	18,64%	18,58%	-0,07
4	<u>ΕΡΜΗΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	12	12	2.324.333.782,00	2.165.932.910,00	-6,81%	8,33%	8,12%	-0,21

5	<u>Α.Ε.Δ.Α.Κ. ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ</u>	2	2	823.381.420,67	876.053.794,49	6,40%	2,95%	3,28%	0,33
6	<u>ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕΔΑΚ</u>	13	13	603.723.644,69	573.418.652,19	-5,02%	2,16%	2,15%	-0,01
7	<u>ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	10	10	616.577.766,62	564.315.792,96	-8,48%	2,21%	2,11%	-0,09
8	<u>HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	10	10	615.464.843,46	498.034.322,85	-19,08%	2,20%	1,87%	-0,34
9	<u>ALICO AIG Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	17	17	490.582.650,71	489.538.713,83	-0,21%	1,76%	1,83%	0,08
10	<u>ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	11	11	361.951.781,87	376.761.866,90	4,09%	1,30%	1,41%	0,12
11	<u>ALLIANZ Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	10	10	346.359.877,52	355.799.793,43	2,73%	1,24%	1,33%	0,09
12	<u>ASPIS INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	10	10	206.225.800,78	151.912.828,95	-26,34%	0,74%	0,57%	-0,17
13	<u>ΕΓΝΑΤΙΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	7	7	131.529.779,36	139.953.802,25	6,40%	0,47%	0,52%	0,05
14	<u>ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	8	8	114.151.598,86	113.646.055,80	-0,44%	0,41%	0,43%	0,02
15	<u>ΚΥΠΡΟΥ Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	5	5	103.538.946,87	108.031.720,33	4,34%	0,37%	0,40%	0,03
16	<u>INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	7	7	92.625.559,66	91.480.323,89	-1,24%	0,33%	0,34%	0,01
17	<u>ΑΤΤΙΚΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	6	6	84.773.355,65	86.878.505,40	2,48%	0,30%	0,33%	0,02
18	<u>ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	10	10	68.215.217,02	70.139.168,94	2,82%	0,24%	0,26%	0,02
19	<u>Τ.Τ. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	3	3	54.510.760,80	52.006.887,80	-4,59%	0,20%	0,19%	-0,00
20	<u>ΔΑΪΚΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	4	4	44.795.213,99	48.950.367,63	9,28%	0,16%	0,18%	0,02
21	<u>ΩΜΕΓΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	7	7	38.112.975,73	35.585.297,20	-6,63%	0,14%	0,13%	-0,00
22	<u>PROFUND Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	3	3	23.292.295,67	29.899.848,43	28,37%	0,08%	0,11%	0,03
23	<u>MARFIN Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	9	9	25.714.551,66	26.899.369,66	4,61%	0,09%	0,10%	0,01
24	<u>PROTON Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	3	3	16.444.004,65	17.649.442,97	7,33%	0,06%	0,07%	0,01
25	<u>Π&amp;Κ Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	0	12	133.520.422,31		-100,00%			
	<b>ΣΥΝΟΛΑ</b>	<b>252</b>	<b>264</b>	<b>27.917.712.178,97</b>	<b>26.682.193.741,68</b>	<b>-4,43%</b>	<b>100,00</b>		

Πηγή: Ένωση Ελλήνων Θεσμικών (Απρίλιος 2006)

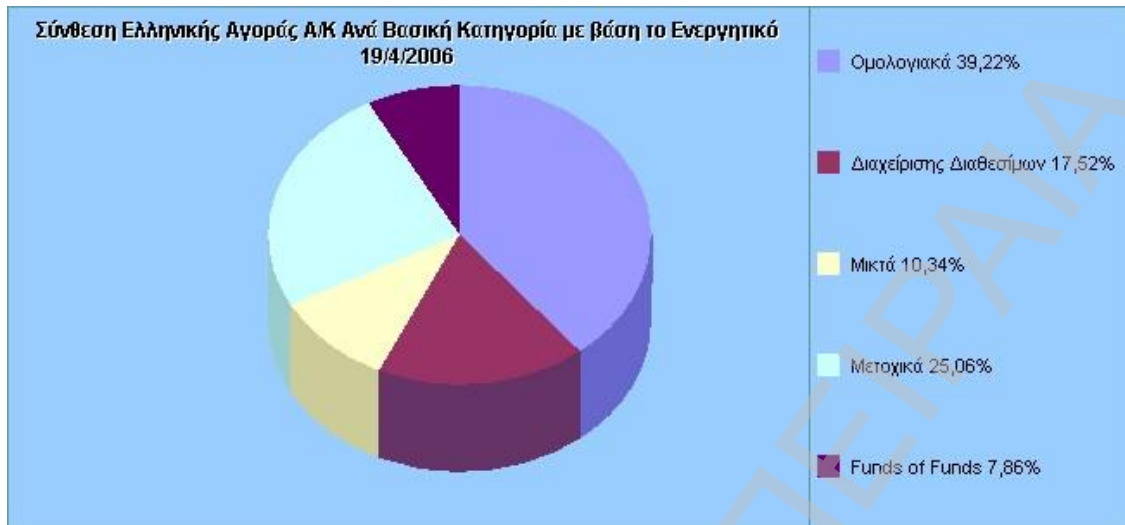
## β. Δομή της Αγοράς των Α/Κ

Οι κατηγορίες των Α/Κ που δραστηριοποιούνται στην ελληνική αγορά είναι οι εξής:

- Ομολογιακά (Εσωτερικού και Εξωτερικού)
- Διαχείρισης Διαθεσίμων (Εσωτερικού και Εξωτερικού)
- Μικτά (Εσωτερικού και Εξωτερικού)
- Μετοχικά (Εσωτερικού και Εξωτερικού)
- Funds of Funds (Μετοχικά, Μικτά, Ομολογιακά)

Το μεγαλύτερο μερίδιο στα συνολικά διαχειριζόμενα κεφάλαια κατέχουν τα Ομολογιακά Α/Κ με ποσοστό 39,22% και ακολουθούν τα Μετοχικά με 25,06%. Στην τρίτη θέση βρίσκονται τα Διαχείρισης Διαθεσίμων με 17,52%, ακολουθούν τα Μικτά με 10,34% και στην τελευταία θέση βρίσκονται τα Funds of Funds με 7,86%. Τα μερίδια αυτά των διαφόρων κατηγοριών αποτυπώνουν τις συνέπειες της μεγάλης χρηματιστηριακής κρίσης των ετών 1999-2001.

Στο παρακάτω γράφημα (pie chart) αποτυπώνεται η σύνθεση της ελληνικής αγοράς Α/Κ ανά κατηγορία με βάση το ενεργητικό (Απρίλιος 2006)



Στον παρακάτω πίνακα (12) καταγράφεται η κατανομή του συνολικού ενεργητικού ανά εταιρεία διαχείρισης για τις διάφορες κατηγορίες των Α/Κ.

Πίνακας 12

B.ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΑΝΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑ																	
N O	Εταιρείες Διαχείρισης Α/Κ	Κατανομή Ενεργητικού των Α/Κ που διαχειρίζεται η κάθε ΑΕΔΑΚ															
		Ομολογιακά			Διαχ Διαθεσίμων			Μικτά			Μετοχικά			Funds of Funds			
		Εσωτ	Εξωτ	ΣΥΝΟ ΛΑ	Εσωτ	Εξωτ	ΣΥΝΟ ΛΑ	Εσωτ	Εξωτ	ΣΥΝΟ ΛΑ	Εσωτ	Εξωτ	ΣΥΝΟ ΛΑ	Μετοχι κά	Μικτά	Ομολογια κά	ΣΥΝΟ ΛΑ
1	<u>ALICO AIG</u> <u>Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	18,07 %	10,87 %	28,94 %	13,14 %		13,14 %	2,20 %	10,26 %	12,46 %	38,50 %	4,66 %	43,16 %		2,30 %		2,30 %
2	<u>ALLIANZ</u> <u>Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	32,40 %	3,46 %	35,86 %	1,95 %		1,95 %	27,68 %		27,68 %	27,59 %	6,92 %	34,51 %				
3	<u>ALPHA</u> <u>TRUST</u> <u>Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	10,21 %	7,53 %	17,73 %	4,42 %		4,42 %	4,89 %		4,89 %	66,18 %	6,77 %	72,95 %				
4	<u>ALPHA</u> <u>Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	9,64 %	40,40 %	50,04 %	5,21 %	0,84 %	6,05 %	3,17 %	2,27 %	5,44 %	25,92 %	2,84 %	28,75 %	3,47 %	1,20 %	5,05 %	9,72 %
5	<u>ASPIS</u> <u>INTERNATIO</u> <u>NAL</u> <u>Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	35,43 %	0,94 %	36,37 %	32,97 %		32,97 %				28,06 %	2,60 %	30,66 %				
6	<u>EFG</u> <u>Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	18,95 %	23,26 %	42,22 %		2,18 %	2,18 %	0,83 %	11,35 %	12,18 %	15,70 %	9,51 %	25,21 %	4,15 %	13,83 %	0,24 %	18,22 %
7	<u>HSBC</u> <u>(ΕΛΛΑΣ)</u> <u>Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	5,09 %	1,11 %	6,20 %	35,57 %		35,57 %	10,17 %		10,17 %	36,86 %	11,20 %	48,06 %				
8	<u>ING</u> <u>ΠΕΙΡΑΙΩΣ</u> <u>ΑΕΔΑΚ</u>	10,99 %	0,92 %	11,91 %	13,07 %		13,07 %	12,30 %		12,30 %	52,33 %	10,39 %	62,72 %				
9	<u>INTERNATIO</u> <u>NAL</u> <u>Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	23,23 %		23,23 %	3,75 %		3,75 %	22,09 %	2,16 %	24,25 %	48,76 %		48,76 %				
10	<u>MARFIN</u> <u>Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>		14,46 %	14,46 %	26,20 %		26,20 %	10,39 %	1,96 %	12,34 %	20,86 %	26,15 %	47,01 %				
11	<u>PROFUND</u> <u>Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	27,57 %		27,57 %	18,16 %		18,16 %				54,27 %		54,27 %				
12	<u>PROTON</u> <u>Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>		18,97 %	18,97 %				30,66 %		30,66 %		50,37 %	50,37 %				



13	<u>Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u> <u>ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ</u> <u>ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ</u>	38,53 %		38,53 %				61,47 %		61,47 %							
14	<u>ΑΤΕ</u> <u>Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	23,34 %	2,36%	25,70 %	21,40 %		21,40 %	7,39 %	7,75 %	15,14 %	35,20 %	1,60 %	36,80 %	0,95%			0,95 %
15	<u>ΑΤΤΙΚΗ</u> <u>Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	4,71%		28,18 %	4,34 %		4,34 %	12,04 %	30,10 %	42,14 %	20,63 %		20,63 %				
16	<u>ΔΙΕΘΝΙΚΗ</u> <u>Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	7,10%		35,46 %	42,57 %	0,84 %	38,34 %	39,18 %	3,59 %	0,67 %	4,26 %	13,17 %	0,82 %	13,99 %			
17	<u>ΕΓΝΑΤΙΑ</u> <u>Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	1,83%		1,83 %				9,72 %		9,72 %	80,90 %	4,32 %	85,22 %		3,24 %		3,24 %
18	<u>ΕΛΛΗΝΙΚΗ</u> <u>TRUST</u> <u>Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>			31,77 %	31,77 %		25,04 %	25,04 %		31,58 %	31,58 %	3,11%	8,50 %	11,61 %			
19	<u>ΕΡΜΗΣ</u> <u>Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	10,10 %	14,62 %	24,72 %	55,35 %		55,35 %	3,10 %		3,10 %	16,56 %	0,27 %	16,83 %				
20	<u>ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ</u> <u>ΠΙΣΤΗ</u> <u>Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	16,66 %	16,88 %	33,54 %	4,96 %		4,96 %	9,73 %		9,73 %	46,39 %	5,38 %	51,77 %				
21	<u>ΚΥΠΡΟΥ</u> <u>Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	33,64 %		33,64 %	1,18 %		1,18 %	18,23 %		18,23 %	46,94 %		46,94 %				
22	<u>ΔΑΪΚΗ</u> <u>Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	5,38%		5,38 %	7,37 %		7,37 %				87,25 %		87,25 %				
23	<u>Π&amp;Κ</u> <u>Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>																
24	<u>Τ.Τ. ΕΛΤΑ</u> <u>Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	23,17 %		23,17 %	25,90 %		25,90 %	50,92 %		50,92 %							
25	<u>ΩΜΕΓΑ</u> <u>Α.Ε.Δ.Α.Κ.</u>	14,32 %		14,32 %	39,18 %		39,18 %	8,10 %	2,95 %	11,05 %	35,45 %		35,45 %				
	<b>ΜΕΡΙΔΙΑ</b> <b>ΑΓΟΡΑΣ</b>	14,04 %	25,18 %	39,22 %	7,77 %	9,74 %	17,52 %	5,45 %	4,90 %	10,34 %	20,32 %	4,74 %	25,06 %	2,03 %	4,82 %	1,02%	7,86 %

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

## Η Ευρωπαϊκή Αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων

### α. Εισαγωγή

Έως και το τέλος του 2005 η αμερικάνικη βιομηχανία αμοιβαίων κεφαλαίων είχε φτάσει επίπεδα ρεκόρ με κεφάλαια αξίας 8.1 τρισεκατομμυρίων δολαρίων. Με τον αριθμό των αμοιβαίων κεφαλαίων να αποτελούν το 20% των συνολικών κεφαλαίων, ήταν δικαιολογημένη η προσοχή που έλαβαν τα αμοιβαία κεφάλαια και στον οικονομικό τύπο και στην ακαδημαϊκές μελέτες. Η ευρωπαϊκή χρηματαγορά για τα αμοιβαία κεφάλαια ωστόσο υστερεί έναντι της αμερικάνικης αγοράς σε ότι αφορά το μέγεθος και τη σπουδαιότητά της. Όμως, στη διάρκεια των τελευταίων 5 χρόνων η ευρωπαϊκή αγορά δέχτηκε μεγάλες εισροές, κάτι που οδήγησε στην αξιολόγηση της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζεται μια ολοκληρωμένη εικόνα της ευρωπαϊκής αγοράς Α/Κ χρησιμοποιώντας μια ελεγμένη βάση δεδομένων για τα επιζώντα κεφάλαια η οποία αποτελείται από 506 αμοιβαία κεφάλαια από 5 διαφορετικές ευρωπαϊκές χώρες. Επιπλέον, ερευνάται εάν η παρελθούσα απόδοση προβλέπει την μελλοντική απόδοση, το αποκαλούμενο «αποτέλεσμα καυτών χεριών». Πρέπει να σημειωθεί, η επιρροή πολλών χαρακτηριστικών των κεφαλαίων (έξοδα διαχείρισης, ηλικία) και λαμβάνεται υπόψη σε ότι αφορά την απόδοση που έχει προσαρμοστεί στο ρίσκο.

Τα συνολικά αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι τα Ευρωπαϊκά αμοιβαία κεφάλαια και κυρίως τα μικρά κεφάλαια είναι ικανά να προσθέσουν αξία. Εάν προσθέσουμε και τα έξοδα διαχείρισης, σε 4 από τις 5 χώρες, τα Α/Κ δείχνουν σημαντική ανώτερη απόδοση σε συνολικό επίπεδο. Τέλος, ανιχνεύεται ισχυρή επαναληπτικότητα της επίδοσης στις απλές αποδόσεις Α/Κ στο Ηνωμένο Βασίλειο. Η στρατηγική της εξαγοράς των περσινών νικητών και η πώληση των περσινών ηττημένων παράγει απόδοση 6.08% το χρόνο, η οποία δεν εξηγείται από κοινούς παράγοντες στις αποδόσεις των μετοχών. Το φαινόμενο είναι αξιοσημείωτο και έχει γίνει αντικείμενο μελέτης από πολλούς ερευνητές οι οποίοι έχουν οδηγηθεί σε διαφορετικά συμπεράσματα.

## **β. Η Μελέτη των Otten και Bams (2000)**

### **1. Η Ευρωπαϊκή Βιομηχανία Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Έως το τέλος του 2005 υπήρχαν 4,8 τρισεκατομμύρια ευρώ υπό διαχείριση στα Ευρωπαϊκά αμοιβαία κεφάλαια τα οποία έφθασαν τα 5,2 τρισεκατομμύρια ευρώ τους πρώτους μήνες του τρέχοντος έτους. Ως αντιπρόσωποι της Ευρωπαϊκής αγοράς, λαμβάνονται υπόψη οι 5 περισσότερο σημαντικές ευρωπαϊκές αγορές Α/Κ οι οποίες απαρτίζουν το 90% των συνολικών αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ευρώπη. Αυτές είναι η Γαλλία, η Γερμανία, το Ηνωμένο Βασίλειο, η Ιταλία και η Ολλανδία.

Πρέπει να σημειωθεί ότι ενώ οι 5 περισσότερο σημαντικές ευρωπαϊκές αγορές Α/Κ αναλογούν σε λιγότερο από τη μισή αγορά των αμερικάνικων Α/Κ, ο ευρωπαϊκός αριθμός Α/Κ υπερβαίνει εκείνο των αμερικάνικων Α/Κ. Εάν συνδυασθεί το μικρότερο συνολικό μέγεθος της κεφαλαιαγοράς με τον υψηλότερο αριθμό κεφαλαίων καθίσταται

προφανές ότι το μέσο μέγεθος των ευρωπαϊκών A/K είναι πολύ μικρότερο από το μέσο μέγεθος των αμερικάνικων A/K.

Μια άλλη διαφορά ανάμεσα στην αμερικάνικη και την ευρωπαϊκή αγορά A/K, είναι η κυριαρχία των μετοχικών A/K στην Αμερική, ενώ οι ευρωπαίοι επενδυτές επενδύουν κυρίως σε ομολογιακά A/K. Αυτό οφείλεται στη διαφορετική επενδυτική κουλτούρα, στην ισχυρή παρουσία των τραπεζών και στο διαφορετικό σύστημα συνταξιοδότησης. Πρέπει όμως να σημειωθεί ότι το ποσοστό των κεφαλαίων που έχουν επενδυθεί στην Ευρώπη σε μετοχικά A/K έχει αυξηθεί σημαντικά.

Η ευρωπαϊκή αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων είναι μικρότερη από εκείνη των ΗΠΑ. Ωστόσο, δεν είναι απαραίτητα αλήθεια ότι οι ευρωπαίοι έχουν λιγότερο έκθεση στην αγορά A/K καθώς μπορούν να αγοράσουν οι ίδιοι τις αξίες και μέσω άλλων θεσμών όπως κεφάλαια συντάξεων και ασφαλιστικές εταιρίες. Ένα ενδιαφέρον μέγεθος αποτελεί η αξία όλων των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων διαιρούμενα με την κεφαλαιοποίηση της εσωτερικής αγοράς. Το μέγεθος αυτό για τις Ηνωμένες Πολιτείες είναι σχεδόν 2.5 φορές μεγαλύτερο από το μέσο ευρωπαϊκό.

## 2. Ευρωπαϊκά Αμοιβαία Κεφάλαια

Η μελέτη της απόδοσης των A/K στηρίζεται σε μια βάση δεδομένων που περιέχει τις πιο σημαντικές χώρες με αμοιβαία κεφάλαια, οι οποίες καλύπτουν το 90% των συνολικών κεφαλαίων στην Ευρώπη, με δείγμα από καθαρά εσωτερικά μετοχικά A/K με 24 μήνες δεδομένων. Οι κύριες πηγές συλλογής δεδομένων οι οποίες χρησιμοποιήθηκαν είναι α) Standard & Poor's Micropal (France, Italy), β) Hoppenstedt Fondsfuhrer (Germany), γ) ABN-AMRO (Netherlands), δ) Unit Trust Yearbook1998(United Kingdom)

Όπως έχουν δείξει αρκετές μελέτες, τα θέματα επιβίωσης A/K δύνανται να επηρεάσουν σημαντικά τα αποτελέσματα, δηλαδή η ύπαρξη μιας βάσης δεδομένων που αποτελείται μόνο από κεφάλαια που έχουν δεδομένα διαθέσιμα κατά την ίδια δοκιμαστική περίοδο. Με δεδομένο ότι τα κεφάλαια με κακή απόδοση συχνά κλείνονται ή συγχωνεύονται με άλλα, τα ανιχνευτικά αρχεία αλλοιώνονται και προκαλείται μια υπερεκτίμηση της μέσης απόδοσης καθώς αξιολογούνται μόνο τα επιζώντα κεφάλαια.

Ο μοναδικός πωλητής δεδομένων για τα Ευρωπαϊκά αμοιβαία κεφάλαια, η Standard & Poor's Global συλλέγει δεδομένα για τα επιζώντα κεφάλαια. Είναι επομένως αδύνατον να δημιουργηθεί μια βάση δεδομένων που να περιλαμβάνει και τα νεκρά A/K με βάση αυτή την πηγή. Προκειμένου να αποφευχθεί το πρόβλημα χρησιμοποιήθηκε η Datastream, η οποία συλλέγει δεδομένα για τα νεκρά κεφάλαια στις περισσότερες χώρες. Επίσης μέσω των δημοσιεύσεων για τα εθνικά αμοιβαία κεφάλαια εντοπίστηκαν τα νεκρά A/K. Τα δεδομένα για τις αποδόσεις για αυτά τα κεφάλαια συλλέχθηκαν από την Datastream. Τα νεκρά A/K συμπεριλήφθηκαν στο δείγμα έως ότου εξαφανίστηκαν.

Το ποσοστό των εξαφανιζόμενων A/K κατά τη δοκιμαστική περίοδο για την Γερμανία, την Ιταλία, την Ολλανδία και το Ηνωμένο Βασίλειο ήταν αντίστοιχα 5%, 6.11%, και 25%. Η επιρροή αυτών καθίσταται προφανής εάν συγκριθούν οι καθαρές αποδόσεις όλων των A/K/ (νεκρών + επιζώντων) με τις αποδόσεις των επιζώντων μονάχα. Περιορίζοντας το δείγμα στα επιζώντα κεφάλαια, θα υπήρχε υπερεκτίμηση στις μέσες αποδόσεις έως και 0.12% (Γερμανία), 0.45% (Ιταλία), 0.11% (Ολλανδία) και 0.15% (Ηνωμένο Βασίλειο) κάθε χρόνο.

### 3. Μέτρηση της Απόδοσης

#### 3.1. Τα Μοντέλα Μέτρησης της Απόδοσης των Α/Κ

Οι μελέτες για τα περισσότερα Α/Κ πριν τη δεκαετία του '90 κάνουν χρήση του μοντέλου που βασίζεται στο Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (CAPM). Ένα τέτοιο μοντέλο υποθέτει ότι η επενδυτική συμπεριφορά ενός κεφαλαίου μπορεί να προσεγγιστεί μόνο με τη χρήση ενός μοναδικού δείκτη κεφαλαιαγοράς. Εξαιτίας της μεγάλης ποικιλίας των επενδυτικών επιλογών είναι προτιμότερο να γίνεται χρήση ενός μοντέλου με πολλούς παράγοντες για όλες τις πιθανές επενδυτικές στρατηγικές.

Σύμφωνα με την πρόσφατη βιβλιογραφία, η λογική για τη χρήση ενός πολυπαραγοντικού μοντέλου στηρίζεται στην ποικιλία των αποδόσεων των μετοχών. Τα αποτελέσματα των τελευταίων μελετών οδηγούν να αμφισβητήσουμε την επάρκεια ενός μοντέλου το οποίο θα εξηγήσει την απόδοση των Α/Κ. Π.χ. το μοντέλο Fama & French των 3 παραγόντων έχει ληφθεί υπόψη για να δώσει μια καλύτερη ερμηνεία της συμπεριφοράς των Α/Κ και παρόλο που αυτό το μοντέλο βελτιώνει τα λάθη της μέσης τιμολόγησης CAPM δεν είναι σε θέση να εξηγήσει την ποικιλία στις αποδόσεις. Έτσι, ο Carhart επεκτείνει το μοντέλο Fama & French προσθέτοντας έναν τέταρτο παράγοντα για καλύτερη ερμηνεία των αποτελεσμάτων.

#### 3.2. Αποτελέσματα

Από την επεξεργασία των στοιχείων με το τετραπαραγοντικό μοντέλο αποκαλύπτονται σημαντικά θετικά στοιχεία για την πλειονότητα των

κεφαλαίων, υποδεικνύοντας ότι οι αποδόσεις των κεφαλαίων οδηγούνται σχετικά περισσότερο από μικρότερες μετοχές. Γενικά τα Ευρωπαϊκά A/K φαίνεται να προτιμούν μικρότερες μετοχές. Τελικά, τα αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι τα Ευρωπαϊκά A/K ακολουθούν αντικρουόμενες και “κεκτημένης ταχύτητας” στρατηγικές.

Οι Carhart & Gruber (1993-1994) εξέτασαν τις προτιμήσεις για τα αμερικάνικα A/K και έκαναν αναφορά για τα κεφάλαια που προτιμούν μικρότερες μετοχές. Επειδή το δείγμα των Carhart και Gruber τελείωσε το 1993 και το 1994 αντίστοιχα, οι μελετητές δεν μπόρεσαν να μελετήσουν την επιρροή της μελέτης των Fama & French η οποία έδειξε ότι οι υψηλές μετοχές παράγουν υψηλότερους αποδόσεις προσαρμοσμένες στο ρίσκο από ότι οι χαμηλές μετοχές.

Όπως σημειώθηκε παραπάνω η αξιολόγηση των Ευρωπαϊκών A/K έγινε με τη χρήση του τετραπαραγοντικού μοντέλου ώστε να ληφθούν περισσότερο αξιόπιστα αποτελέσματα. Εάν εξεταστεί προσεκτικότερα το επίπεδο επενδυτικού στυλ θα αποτυπωθεί ότι τα μικρά κεφάλαια υπερισχύουν στην επίδοση σε 3 από τις 4 χώρες. Έτσι, ύστερα και από την προσαρμογή για το μέγεθος, τα βραχύχρονου κέρδους μικρά κεφάλαια φαίνεται να προσθέτουν αξία.

Σχετικά με την επαναληπτικότητα της επίδοσης τα αποτελέσματα της παρούσας μελέτης δείχνουν μια αδύναμη ύπαρξη του φαινομένου για τη Γαλλία, τη Γερμανία και την Ιταλία γεγονός που θα μπορούσε να εξηγηθεί από τον μικρό αριθμό των A/K στο δείγμα, που είναι, αντίστοιχα, 99, 57 και 37. Επίσης, καθίσταται πιο δύσκολος ο εντοπισμός ενός μοντέλου επαναληπτικότητας, χρησιμοποιώντας μόνο 3 ή 4 χαρτοφυλάκια. Ίσως για αυτό το λόγο, το Ηνωμένο Βασίλειο, με πάνω από 300 κεφάλαια, επιτρέπει

να εξαχθούν σημαντικά συμπεράσματα για αυτή την ανάλυση της επαναληπτικότητας.

Υπολογίζοντας σαν όρο τις δημόσια διαθέσιμες πληροφορίες δεν παρατηρήθηκε μεταβολή στα συμπεράσματα. Η Γαλλία, η Γερμανία και η Ιταλία εξακολουθούν να εκδηλώνουν αδύναμη ή και καθόλου επαναληπτικότητα στην επίδοση των Α.Κ. Τα κεφάλαια του Ηνωμένου Βασιλείου δείχνουν ακόμη πιο ισχυρή επαναληπτικότητα με την χρήση του υπό όρους μοντέλου.

Από τα παραπάνω εξάγεται το συμπέρασμα πως τα περισσότερα ευρωπαϊκά Α/Κ δίνουν μόνο αδύναμες αποδείξεις επαναληπτικότητας της απόδοσης τους, με την εξαίρεση τα Α/Κ του Ηνωμένου Βασιλείου. Η αγορά του ανώτερου χαρτοφυλακίου των αμοιβαίων κεφαλαίων του Ηνωμένου Βασιλείου του περασμένου χρόνου και η πώληση του κατώτερου χαρτοφυλακίου κεφαλαίων δίνει μια απόδοση 6.08% ανά χρόνο. Αυτή η διασπορά δεν μπορεί να εξηγηθεί από κοινούς παράγοντες ή από τον κίνδυνο που ποικίλει ανάλογα τον χρόνο. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με τον Carhart (1997), που βρίσκει πως μισή από την διασπορά για τα κεφάλαια του Ηνωμένου Βασιλείου μπορεί να εξηγηθεί από κοινούς παράγοντες.



# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

## Η Ιταλική Αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων

### Ιταλικά Αμοιβαία Κεφάλαια: Αποδοτικότητα και Επαναληπτικότητα Απόδοσης

#### 1. Εισαγωγή

Στο κεφάλαιο αυτό θα δοθεί μια λεπτομερής και συστηματική ανάλυση της αποδοτικότητας και της επαναληπτικότητας της επίδοσης των ιταλικών Α/Κ. Η ιταλική βιομηχανία Α/Κ έχει παρουσιάσει μια σημαντική ανάπτυξη κατά τα τελευταία έτη. Η απόδοση των κεφαλαίων αυτών αποτελεί ένα ζήτημα που έχει καταγραφεί καλά στην οικονομική βιβλιογραφία κατά την διάρκεια των δυο τελευταίων δεκαετιών.

Παρόλα αυτά, είκοσι σχεδόν χρόνια μετά την ανάπτυξη της ιταλικής αγοράς Α/Κ η έρευνα σχετικά με την απόδοση των ιταλικών Α/Κ είναι περιορισμένη (Cesari and Panetta, 1998, 2002), και ένα βασικό ζήτημα, η επαναληπτικότητα της επίδοσης των ιταλικών Α/Κ δεν έχει ακόμη εξεταστεί. Η μόνη μελέτη σχετικά με την επαναληπτικότητα της επίδοσης των ιταλικών Α/Κ έχει διεξαχθεί από τους Otten, Bams (2002) οι οποίοι ερευνούν την απόδοση αμοιβαίων κεφαλαίων 5 Ευρωπαϊκών χωρών (συμπεριλαμβανομένης και της Ιταλίας) ερευνώντας την τοπική τους αγορά. Η ανάλυση διεξάγεται με τη χρήση μόνο απλών αποδόσεων και τεστ χρονικής-σειράς (time-series test) συνέχειας.

Η παρούσα ανάλυση, ωστόσο, επικεντρώνεται σε έναν μεγαλύτερο αριθμό ιταλικών A/K και σε μεγαλύτερη γκάμα μετρήσεων απόδοσης. Λαμβάνεται υπ' όψιν και η παρουσία "ανώτερων ικανοτήτων", όσον αφορά την ικανότητα συνεχούς νίκης επί των ανταγωνιστών και όχι μόνο όσον αφορά την ικανότητα παραγωγής "έξτρα απόδοσης", και για τον λόγο αυτό χρησιμοποιείται μια διαφορετική προσέγγιση, που ονομάζεται "cross-sectional tests" – "τεστ αντιπροσωπευτικών δειγμάτων", για να αναλυθεί και η επαναληπτικότητα της επίδοσης.

Αυτή η προσέγγιση βασίζεται σε τρία διαφορετικά τεστ, σε έξι μετρήσεις απόδοσης και σε έξι διαφορετικές χρονικές περιόδους, για να αξιολογηθεί η "μακροπρόθεσμη συνέχεια" και το "φαινόμενο hot-hand". Το αποτέλεσμα είναι πως η ανάλυση είναι συμπληρωματική της μελέτης των Otten, Bams (2002), και επιτρέπει να δοθεί μια συνοπτική ανάλυση των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων. Η επίτευξη των αντικειμενικών στόχων ερευνά δυο βασικά ζητήματα και την σχέση μεταξύ τους:

- (i) την ικανότητα παραγωγής έξτρα αποδόσεων (όσον αφορά το "timing αγοράς" και την "επιλογή μετοχών"), και
- (ii) την ανάλυση επαναληπτικότητας της επίδοσης που βασίζεται σε διαφορετικά διαστήματα, σε διαφορετικές μετρήσεις απόδοσης και σε αρκετές τεχνικές.

Όσον αφορά τον πρώτο αντικειμενικό στόχο, υπολογίζεται η συνέχεια χρησιμοποιώντας το παραδοσιακό 'α' του Jensen (Jensen 1968, 1969) και τους συντελεστές του timing αγοράς (χρησιμοποιούνται και τα δυο μοντέλα των Treynor - Mazuy, Henriksson - Merton). Όλη η ανάλυση γίνεται με τη χρήση ενός μοντέλου έξι παραγόντων. Συγκεκριμένα,

υιοθετήθηκε το μοντέλο Chen, Roll, Ross (1986) συν τον “παράγοντα αγορά”. Επιπλέον, μελετάται το “φαινόμενο hot-hand” και η “μακροπρόθεσμη συνέχεια”, αναλύεται το φαινόμενο με (i) το ‘α’ του Jensen, (ii) τους συντελεστές συνολικής απόδοσης και (iii) τις μετρήσεις που αναπτύχθηκαν από τους Sharpe, Treynor, Sortino (συν τις απλές αποδόσεις). Αξιολογείται η συνέχεια της απόδοσης με τη χρήση διαφορετικών προσεγγίσεων.

Η ανάλυση βασίζεται σε ένα “θεωρητικό πλαίσιο” που πρότειναν οι Cesari, Panetta (1998), για την αξιολόγηση της απόδοσης, και σε διεθνείς μελέτες που έχουν γίνει κατά τα τελευταία δέκα χρόνια για την μελέτη επαναληπτικότητας, με μεγαλύτερη έμφαση στις εργασίες των Hendriks, Patel, Zeckhauser (1993), Agarwal, Naik (2000).

Τα αποτελέσματα υποδεικνύουν πως τα ιταλικά A/K δεν είναι ικανά να πετύχουν έξτρα-αποδόσεις. Επίσης τα αποτελέσματα καταγράφουν πως η απόδοση των ιταλικών A/K δείχνει αντιφατικά αποτελέσματα σε σχέση με εναλλακτικές μεθόδους (i) υπολογισμού της απόδοσης, (ii) αξιολόγησης της επαναληπτικότητας της απόδοσης, και (iii) προσδιορισμού παραθύρων που χρησιμοποιούνται για την μέτρηση της συνέχειας.

## 2. Το Δείγμα Δεδομένων

Ερευνάται η ύπαρξη “ανώτερων ικανοτήτων” σε ένα δείγμα A/K (που έχουν ταξινομηθεί σαν “Azionari Italia” από την Ένωση Ιταλών Θεσμικών Επενδυτών, 31 Αυγούστου 1999) από τον Μάρτιο του 1988 μέχρι τον Αύγουστο του 1999, που αφορά το 84% του συνόλου των A/K. Η ανάλυση απαιτούσε δεδομένα 36 μηνών και έτσι το αρχικό δείγμα μειώθηκε από 76

σε 57 στοιχεία. Η ομάδα των δεδομένων περιέχει μηνιαίες αξίες μονάδων κεφαλαίου (καθαρές αξίες) όλων των επιλεγμένων Α/Κ από την ίδρυσή τους και μέσω όλων των αλλαγών στον τίτλο τους. Η καθαρή αξία μονάδας κεφαλαίου προσδιορίζεται αφού πρώτα αφαιρεθούν τα εξής έξοδα:

- (i) αμοιβές τραπεζών,
- (ii) αμοιβές διαχείρισης, και
- (iii) έξοδα συναλλαγών, τα οποία περιλαμβάνουν αμοιβές μεσιτών κ.λ.π.

### 3. Η Ικανότητα των Α/Κ να Παράγουν Υπερ-Αποδόσεις

#### 3.1. Μοντέλα Μέτρησης της Απόδοσης

Δυο από τις πιο συνηθισμένες προσεγγίσεις στην ανάλυση της απόδοσης κεφαλαίων είναι το  $\alpha$  του Jensen και ο συντελεστής συγχρονισμού. Το  $\alpha$  του Jensen ισοδυναμεί με την διαφορά μεταξύ της υπερβάλλουσας απόδοσης, και της θεωρητικής απόδοσης, που θα έπρεπε να είχε επιτευχθεί από το χαρτοφυλάκιο, με δεδομένο τον κίνδυνο του. Γενικά, ένας θετικός συντελεστής υποδεικνύει ανώτερες ικανότητες του διαχειριστή, ενώ τα αρνητικά  $\alpha$  υποδεικνύουν μια ανεπαρκή απόδοση σχετικά με τον κίνδυνο που έχει αναληφθεί. Για να υπολογισθεί το ' $\alpha$ ' του Jensen, η επιλογή ενός χαρτοφυλακίου αναφοράς είναι πολύ μεγάλης σημασίας, αφού μπορεί να επηρεάσει την μέτρηση της απόδοσης.

Γενικά, το πρόβλημα δεν αλλάζει αν υπολογισθεί ότι δυο ή περισσότεροι παράγοντες κινδύνου επηρεάζουν ταυτόχρονα τις αποδόσεις των κερδών. Στην εργασία αυτή εφαρμόζεται ένα μοντέλο πολλαπλών παραγόντων με την εφαρμογή της μεταβλητής του μοντέλου των Chen, Roll, Ross. Όπως απέδειξαν οι Grinblatt, Titman (1989), η

μέτρηση με το 'α' του Jensen δεν αλλάζει αν ο διαχειριστής του κεφαλαίου δεν είναι ένας timer αγοράς. Για να υπολογισθεί το αποτέλεσμα της ικανότητας συγχρονισμού (timing), εφαρμόζονται τα δυο ακόλουθα μοντέλα που ανέπτυξαν οι:

(i) Treynor, Mazuy (1966)

(ii) Merton (1981), Henriksson, Merton (1981).

### 3.2. Εμπειρικά Αποτελέσματα

Έχοντας υπολογίσει τον δείκτη του Jensen και τον συντελεστή συγχρονισμού και εκτελώντας μια σειρά από τεστ για να αξιολογηθεί η καταλληλότητα του μοντέλου και η σταθερότητα του κατά την διάρκεια του χρόνου προκύπτουν τα ακόλουθα αποτελέσματα.

Στις περισσότερες περιπτώσεις, οι διαχειριστές των κεφαλαίων δεν είναι σε θέση να παράγουν υπερβάλλουσες αποδόσεις κατά την διάρκεια της περιόδου που εξετάζεται. Πράγματι, μόνον έξι Α/Κ (τα οποία αντιπροσωπεύουν το 10% του δείγματος) έδωσαν θετικά και στατιστικά σημαντικά (στο 5%) άλφα. Τα αποτελέσματα αυτά φαίνεται πως είναι ίδια με τα αποτελέσματα που πήραν οι Cesari, Panetta (1998, 2002), Otten, Bams (2002) γιατί, στην παρούσα μελέτη όπως και στις δικές τους εργασίες, οι καθαρές αποδόσεις δεν διαφέρουν σημαντικά από το μηδέν. Αυτό υποδεικνύει την σιβαρότητα των αποτελεσμάτων.

Όσον αφορά το α-Jensen, οι συντελεστές συγχρονισμού δεν διαφέρουν σημαντικά από το μηδέν, υποδεικνύοντας πως οι διαχειριστές δεν μπορούν να προβλέψουν τις μακρο-κινήσεις στην αγορά. Επιπλέον, όταν συμπεριληφθεί ένας παράγοντας συγχρονισμού, η παράμετρος επιλογής (α-Jensen) μειώνεται κατά 0.17% ανά μήνα και ανά 0.14% ανά

μήνα (κατά μέσο όρο), αντίστοιχα, για την τετραγωνική εξίσωση και για την εξίσωση των Henriksson, Merton.

Τέλος, ακολουθώντας τη διαδικασία των Grinblatt, Titman, υπολογίσθηκαν οι μετρήσεις συνολικής απόδοσης. Τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν την απουσία ανώτερων ικανοτήτων μεταξύ των διαχειριστών των Α/Κ, και τελικά εξάγεται το συμπέρασμα πως η ιταλική αγορά Α/Κ είναι αποτελεσματική, αφού οι θεσμικοί επενδυτές δεν είναι σε θέση να παράγουν “έξτρα αποδόσεις” αφού πάρουν υπ’ όψιν τους τα έξοδα συναλλαγών.

Παρόλα αυτά, εξακολουθεί να παραμένει ένα πολύ σημαντικό ζήτημα για την ανάλυση που αναπτύσσεται εδώ: αν η αγορά είναι αποτελεσματική, τότε οι επενδυτές είναι παράλογοι όταν αγοράζουν κεφάλαια με ενεργή διαχείριση. Από την άλλη, αν τα κεφάλαια με ενεργή διαχείριση δίνουν ανώτερη απόδοση, η αγορά δεν είναι αποτελεσματική. Οι Cesari, Panetta (1998, 2002), Otten, Bams (2002) βεβαιώνουν πως τα κεφάλαια παρουσιάζουν έξτρα-αποδόσεις όταν ανατοκίζονται ακαθάριστες αποδόσεις, αλλά, όταν εξετάζονται οι καθαρές αποδόσεις, οι διαχειριστές των Α/Κ δεν μπορούν να νικήσουν την αγορά (σύμφωνα με τις θεωρίες των Grossman, Stiglitz (1980), Cornell, Roll (1981)).

Άλλοι συγγραφείς, όπως ο Gruber (1996), σχηματίζουν μια εναλλακτική θέση, η οποία βασίζεται σε “επιμονή της απόδοσης”. Σύμφωνα με τον Gruber, η ανικανότητα του διαχειριστή κεφαλαίων να νικήσει την αγορά δεν υποδεικνύει αναγκαστικά την συνολική έλλειψη ικανότητας (θα μπορούσε να είναι ο πιο “ταλαντούχος” από όλους τους ανταγωνιστές).

Έτσι, αν υπάρχουν ικανότητες, οι επιδόσεις των Α/Κ θα είναι προβλέψιμες, (τουλάχιστον σε σχετικούς όρους), και, αν αυτό πράγματι ισχύει, οι λογικοί επενδυτές μπορούν να παράγουν ανώτερες αποδόσεις αγοράζοντας Α/Κ με την καλύτερη επίδοση και πουλώντας εκείνα τα Α/Κ με τις κακές αποδόσεις.

#### 4. Επαναληπτικότητα της Επίδοσης

Το ερώτημα αν η απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων σχετίζεται με την απόδοση του παρελθόντος έχει συζητηθεί εκτενώς σε διάφορες μελέτες, κυρίως όμως στις: Grimblatt, Titman (1992), Hendricks, Patel, Zeckhauser (1993), Goetzmann, Ibbotson (1994), Brown, Goetzmann (1995), Malkiel (1995), Elton, Gruber, Blake (1996), Gruber (1996). Όλοι οι ανωτέρω υποστηρίζουν την επαναληπτικότητα στις αποδόσεις των Α/Κ.

Συγκεκριμένα, οι προηγούμενες μελέτες βρίσκουν πως η επαναληπτικότητα είναι κυρίως συγκεντρωμένη γύρω από τους χειρότερους διαχειριστές, και πως τείνει να είναι πιο ισχυρή για σύντομες χρονικές περιόδους. Ωστόσο, οι Cahart (1997), Wermers (2000) υποστηρίζουν πως αυτό το φαινόμενο οφείλεται κυρίως σε στρατηγικές της στιγμιαίας επένδυσης, (momentum strategies) και ο Wermers (2001) υποστηρίζει πως η επαναληπτικότητα σχετίζεται με τις εισροές και την απόδοση του Α/Κ.

Οι προσεγγίσεις που έχουν υιοθετηθεί σχετικά με αυτό το ζήτημα σε προηγούμενες μελέτες είναι, στις περισσότερες περιπτώσεις, διαφορετικές και αυτό σχετίζεται κυρίως με το ερώτημα του ερευνάται. Πράγματι, ένας τομέας της βιβλιογραφίας αναλύει τα μοντέλα επαναληπτικότητας της απόδοσης εφαρμόζοντας τα αποκαλούμενα μη παραμετρικά τεστ

επαναληπτικότητας της επίδοσης, εξετάζοντας αν υπάρχουν κάποια αμοιβαία κεφάλαια τα οποία νικούν διαρκώς τους ανταγωνιστές τους.

Ο άλλος τομέας, που ονομάζεται τεστ χρονικής σειράς για την επαναληπτικότητα, σχηματίζει χαρτοφυλάκια A/K σύμφωνα με την προηγούμενη απόδοση και στη συνέχεια αναλύει την απόδοση των χαρτοφυλακίων αυτών ερευνώντας αν τα A/K με έξτρα-απόδοση στην περίοδο αυτή θα έχουν και στην επόμενη περίοδο μια απόδοση άνω του μέσου όρου. Η δεύτερη προσέγγιση χρησιμοποιήθηκε από τους Otten, Bams (2002).

Ένα άλλο ζήτημα που σχετίζεται με την έρευνα της επαναληπτικότητας της επίδοσης είναι η επιλογή της καλύτερης μέτρησης για την αποδοτικότητα των A/K. Πρέπει να τονιστεί ότι οι μετρήσεις που βασίζονται σε απλές αποδόσεις δεν είναι απολύτως σωστές. Μάλιστα, η απόδοση των A/K δεν μπορεί να αξιολογηθεί χωρίς να ληφθεί υπ' όψιν το επίπεδο του κινδύνου. Δυστυχώς, αν και οι ερευνητές συμφωνούν όσον αφορά την αναγκαιότητα σύνδεσης μιας μέτρησης του κινδύνου με τις αποδόσεις, δεν συμφωνούν όσον αφορά τον καταλληλότερο δείκτη κινδύνου.

Στην εργασία αυτή λαμβάνονται υπ' όψιν κάποιες μετρήσεις συνδεδεμένες με τον κίνδυνο, οι οποίες χρησιμοποιούνται και πιο συχνά στην βιβλιογραφία. Χρησιμοποιείται το 'α' του Jensen, με τους δείκτες συγχρονισμού της αγοράς, την μέτρηση του Sharpe, τον δείκτη του Treynor και τον δείκτη του Sortino.



## 4.1. Αποτελέσματα

Τα αποτελέσματα δείχνουν την απουσία του φαινομένου *hot-hand* στις μη προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις. Μάλιστα, καταγράφεται ότι οι περίοδοι συνέχισης είναι χαμηλότερες από τις περιόδους μη συνέχισης και επιβεβαιώνεται ότι δεν υπάρχουν αποδείξεις επαναληπτικότητας της επίδοσης. Αν οι αποδόσεις των Α/Κ επηρεάζονται από μια σειρά κοινών παραγόντων, η επαναληπτικότητα θα μπορούσε απλά να αντανakλά διαφορές στον βαθμό κινδύνου των Α/Κ. Στην περίπτωση αυτή, θα έπρεπε να περιμένουμε τα Α/Κ με τον μεγαλύτερο κίνδυνο να δείχνουν διαρκώς μεγαλύτερες αποδόσεις σε σύγκριση με τα Α/Κ με μικρότερο κίνδυνο. Επίσης, η προσαρμογή στον κίνδυνο δεν αλλάζει δραματικά τα αποτελέσματα χρησιμοποιώντας απλές αποδόσεις. Μάλιστα, τα αποτελέσματα αρνούνται την ύπαρξη μακράς διάρκειας επαναληπτικότητα (στις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις), ενώ υπάρχει κάποια ένδειξη για μια αδύναμη τάση προς το αντίστροφο. Το αντίστροφο αποτέλεσμα για μεγάλης διάρκειας περιόδους θα μπορούσε να είναι κάτι λογικό για την ιταλική αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων.

Περίληπτικά, τα εμπειρικά αποτελέσματα υποδεικνύουν ένα χαμηλό επίπεδο σημαντικότητας και την απουσία μακράς διάρκειας επαναληπτικότητα στις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις. Για να εξακριβωθεί το φαινόμενο *hot-hand* στην αγορά Α/Κ, εξετάστηκαν αποδόσεις τεσσάρων μηνών προσαρμοσμένες στον κίνδυνο (με μετρήσεις συνολικής απόδοσης και μετρήσεις Jensen). Τα αποτελέσματα κατέδειξαν ότι δεν υπάρχει απόδειξη επαναληπτικότητας στις ετήσιες αποδόσεις. Αντίθετα, υπάρχουν αποδείξεις επαναληπτικότητας στα διαστήματα των τεσσάρων μηνών.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

## Επισκόπηση Αγγλικής Βιβλιογραφίας

Το φαινόμενο της επαναληπτικότητας στην απόδοση των Α/Κ στην αγγλική κεφαλαιαγορά δεν έχει μελετηθεί επαρκώς σε σύγκριση με τις Ηνωμένες Πολιτείες. Έτσι, τόσο οι μεθοδολογίες που χρησιμοποιούνται, όσο και η ποιότητα των δεδομένων είναι γενικά λιγότερο αναπτυγμένες. Παρόλα αυτά, είναι χρήσιμο να εξεταστούν οι σημαντικότερες μελέτες.

### 1. Περίοδος 1997-1998

#### 1.1. Η Μελέτη του Fletcher (1997)

Χρονολογικά η πρώτη μελέτη σχετικά με το φαινόμενο της επαναληπτικότητας στην απόδοση των Α/Κ του Ηνωμένου Βασιλείου εκπονήθηκε από τον Fletcher το έτος 1997, ο οποίος εξέτασε ένα τυχαίο δείγμα από εκατόν ένα αγγλικά Α/Κ. Αν και χρησιμοποίησε σχετικά μικρό δείγμα, η μελέτη του εφαρμόζει σχετικά περίπλοκη μεθοδολογία, αφού χρησιμοποιεί διάφορες εναλλακτικές μεθόδους για τον υπολογισμό των αποδόσεων με προσαρμογή στον κίνδυνο.

Ο Fletcher εξετάζει πέντε χαρτοφυλάκια Α/Κ σε μια ταξινόμηση πενταετούς απόδοσης και προσαρμοσμένα στον αναλαμβανόμενο κίνδυνο. Η διαδικασία αυτή επαναλήφθηκε και με βάση δεδομένων διετούς απόδοσης. Οι συνεχείς αλλαγές στο όνομα ή οι μεταγραφές μεταξύ των διοικητικών ομάδων επέτρεψαν την επικράτηση του φαινομένου της θετικής

επιλεκτικής μεροληψίας (survivorship bias). Ο μελετητής συγκρίνει τις αποδόσεις των διαφορετικών χαρτοφυλακίων και δεν παρατηρεί τελικά στοιχεία επαναληπτικότητας στην απόδοση.

## 1.2. Η Μελέτη των Quigley & Sinquefield (1998)

Οι Quigley & Sinquefield αφού στηρίχτηκαν στη μεθοδολογία του Fletcher, κατασκεύασαν χαρτοφυλάκια βασισμένα στη σχετική απόδοση ενός συγκεκριμένου έτους και στη συνέχεια συνέκριναν την απόδοση κάθε τέτοιου χαρτοφυλακίου με αυτήν του επόμενου έτους. Η μελέτη αυτή χρησιμοποίησε πολύ μεγαλύτερο δείγμα από την μελέτη του Fletcher και συμπεριέλαβε και τα 752 αγγλικά μετοχικά A/K που υπήρχαν την περίοδο 1978-1997.

Οι Quigley & Sinquefield υλοποιούν τις δοκιμές τους στην απόδοση και πριν αλλά και μετά από την προσαρμογή της στον κίνδυνο. Κατά τη χρήση μη-προσαρμοσμένων στον κίνδυνο αποδόσεων, λαμβάνουν το μέσο όρο της απόδοσης ανώτατων και κατώτατων χαρτοφυλακίων κατά τη διάρκεια των επόμενων ετών και βρίσκουν μια μέση διαφορά της τάξης του 3,54% μεταξύ ανώτατων και κατώτατων χαρτοφυλακίων του δεκατημορίου. Όμως, μετά την υπολογισμό και του κόστους συναλλαγών, οι δυο ερευνητές δεν βρίσκουν τελικά την επενδυτική στρατηγική ιδιαίτερα δελεαστική.

Στη συνέχεια, οι μελετητές προχωρούν σε ακόμα πιο πολύπλοκη ανάλυση, προσαρμόζοντας την απόδοση στον κίνδυνο, αρχικά χρησιμοποιώντας ως μέτρο το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model) και μετά ένα τρι-παραγοντικό

μοντέλο που περιλαμβάνει τον κίνδυνο, το μέγεθος και την αξία της αγοράς.

Από τα αποτελέσματα διαπιστώνουν ότι οι κορυφαίες αποδόσεις του δεκατημορίου δεν είναι σημαντικά διαφορετικές από το μέσο όρο, ενώ τα χαμηλά χαρτοφυλάκια του δεκατημορίου έχουν επίμονα κακή, συνεχόμενη ετήσια απόδοση. Η ανάλυση των μη-προσαρμοσμένων στον κίνδυνο αποδόσεων δίνει αρνητικά αποτελέσματα και μετά την προσαρμογή στον κίνδυνο για τα τέσσερα τελευταία χαρτοφυλάκια. Το αποτέλεσμα αυτό επιμένει, όταν χρησιμοποιούνται τριών χρόνων και τριών παραγόντων αποδόσεις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο και επίσης όταν προσαρμόζονται και τα έξοδα. Όλα αυτά οδηγούν τους **Quigley & Siquelfield** στο εξής συμπέρασμα: *«Η απόδοση εμμένει; Ναι, αλλά μόνο η κακή απόδοση... Οι χαμένοι επαναλαμβάνουν, οι κερδισμένοι δεν επαναλαμβάνουν».*

Αν και η μελέτη αυτή δεν παρατηρεί επαναληπτικότητα στις θετικές αποδόσεις, καταδεικνύει εντούτοις ότι υπάρχει αξία στα στοιχεία παρελθούσας απόδοσης στον επενδυτή, ακόμα και μετά από την προσαρμογή στα κόστη συναλλαγών και στον κίνδυνο. Ωστόσο είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι το μέτρο της απόδοσης είναι βασισμένο σε τιμές προσφοράς με την ακαθάριστη επανεπένδυση. Αυτό δεν λαμβάνει υπόψη αρχικές ή ετήσιες δαπάνες στον καταναλωτή ή το περιθώριο κέρδους και απεικονίζει τους στόχους των **Quigley & Siquelfield** για μέτρηση της απόδοσης του διαχειριστή Α/Κ και όχι των αποδόσεων στον καταναλωτή.

Επίσης μια άλλη μεθοδολογία που χρησιμοποιείται για να εξετάσουν οι μελετητές την επαναληπτικότητα στην απόδοση είναι η ταξινόμηση των

αποδόσεων A/K είτε προσαρμοσμένων είτε μη-προσαρμοσμένων στον κίνδυνο για περισσότερα από δυο διαδοχικά χρονικά διαστήματα και η μέτρηση της αναλογίας του δείγματος που συνεχίζει στο ίδιο γκρουπ απόδοσης (το γκρουπ μπορεί να περιλαμβάνει κερδισμένους και χαμένους). Η προσέγγιση αυτή συχνά ορίζεται σε ένα πίνακα ενδεχομένων (contingency table) και απλά στατιστικά τεστ μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την επαναληπτικότητα της επίδοσης.

### 1.3. Η Μελέτη των Lunde, Timmermann & Blake (1998)

Οι Lunde, Timmermann & Blake δημιούργησαν χαρτοφυλάκια αγγλικών A/K βασιζόμενοι στις μη-κανονικές (δηλαδή με προσαρμογή στον κίνδυνο) αποδόσεις για μια περίοδο 36 μηνών και χρησιμοποιώντας ένα τεράστιο δείγμα δεδομένων από 2.300 αγγλικά A/K. Χρησιμοποίησαν ένα μέτρο απόδοσης που βασίζεται στις τιμές προσφοράς και στο καθαρό εισόδημα και δεν συμπεριέλαβαν κόστη συναλλαγών ή έξοδα διαχείρισης. Τα A/K ταξινομούνται σε τεταρτημόρια και στη συνέχεια υποθέτουν ότι τα A/K κρατούνται για περίοδο μεγαλύτερη των 36 μηνών, πράγμα που επαναλαμβάνεται πέρα από το δείγμα.

Η μεθοδολογία αυτή οδήγησε σε πιθανότητες που συνδέουν τη μη-κανονική απόδοση (το κορυφαίο τεταρτημόριο απόδοσης είναι το γκρουπ iv, το δεύτερο τεταρτημόριο απόδοσης είναι το γκρουπ iii κ.ο.κ.) στις προ και στις μετά περιόδους ταξινόμησης και τελικά δίνει ένα στατιστικό μέτρο για την παρελθούσα απόδοση.

Αν δεν υπήρχε επαναληπτικότητα στην απόδοση, θα αναμέναμε να δούμε κάθε μια από τις μεταβατικές πιθανότητες ίση με 0,25. Αυτό

απορρίπτεται ξεκάθαρα, καθώς η πιθανότητα της επαναλαμβανόμενης ανώτατης απόδοσης στο κορυφαίο τεταρτημόριο ισούται με 0,355, ενώ η αντίστοιχη πιθανότητα για το χαμηλότερο τεταρτημόριο είναι 0,332 :

**Πίνακας 1** : Persistence of peer group returns for UK equities — All funds

Past Performance	Future Performance				
		i	ii	iii	iv
i (worst)		0.332	0.251	0.212	0.205
ii		0.224	0.267	0.288	0.221
iii		0.203	0.297	0.281	0.219
iv (best)		0.242	0.184	0.219	0.355

Πηγή: Lunde, Timmermann & Blake (1998).

Οι ενδείξεις για επαναληπτικότητα είναι πιο αδύναμες, όταν χρησιμοποιούνται μόνο τα επιβιώσαντα (surviving) Α/Κ (λόγω της αυξημένης ομοιογένειας των Α/Κ), αλλά και πάλι είναι εμφανείς:

**Πίνακας 2**: Persistence of peer group returns for UK equities — Surviving funds

Past performance	Future Performance				
		i	ii	iii	iv
i (worst)		0.284	0.240	0.221	0.255
ii		0.225	0.277	0.280	0.218
iii		0.221	0.303	0.266	0.210
iv (best)		0,269	0.181	0.232	0.317

Πηγή : Lunde, Timmermann & Blake (1998).

Η οικονομική σημασία της παρελθούσας απόδοσης μετριέται, συγκρίνοντας τους μέσους των μη-κανονικών αποδόσεων των τεσσάρων χαρτοφυλακίων:

**Πίνακας 3** : Mean abnormal returns (monthly percentages) on funds sorted according to previous performance

	All funds	Surviving funds
i (worst)	-0.107	0.002
ii	-0.039	0.004
iii	-0.003	0.031
iv (best)	0.105	0.052

Πηγή : Lunde, Timmermann & Blake (1998).

Η διαφορά των μέσων αποδόσεων μεταξύ των καλύτερων και των χειρότερων Α/Κ είναι 0,21% ανά μήνα ή διαφορετικά κυμαίνεται στο επίπεδο του 2,52% ανά έτος. Η αντίστοιχη διαφορά για τα επιβιώσαντα (surviving) Α/Κ μειώνεται στο 0,05% ανά μήνα ή στο 0,60% ανά έτος. Όλα αυτά οδήγησαν τους παραπάνω μελετητές στο συμπέρασμα: «Ενώ υπάρχουν αδύναμες ενδείξεις εμμοχής στο δείγμα που αποτελείται μόνο από τα Α/Κ που επιβίωσαν στο τέλος της περιόδου, ο συνυπολογισμός και των μη-επιβιωσάντων Α/Κ (non-surviving funds) εισάγει ισχυρότερες ενδείξεις εμμοχής απόδοσης».

#### 1.4. Η Μελέτη των Blake & Timmermann (1998)

Οι ερευνητές ανέλυσαν την επαναληπτικότητα της απόδοσης και ταξινόμησαν τα χαρτοφυλάκια βασιζόμενοι στους 24 προηγούμενους μήνες και τα τοποθέτησαν σε τεταρτημόρια. Τα χαρτοφυλάκια του τεταρτημορίου διαμορφώθηκαν και κρατήθηκαν για ένα μήνα προτού η διαδικασία επαναληφθεί.

Η μεθοδολογία αυτή δίνει τη δυνατότητα να ενσωματώνονται όλα τα στοιχεία σχετικά με τα Α/Κ, χωρίς να γίνονται υποθέσεις αναφορικά με τις αποδόσεις των Α/Κ που επενδύθηκαν σε Α/Κ που έκλεισαν. Ωστόσο, αυτό προϋποθέτει ότι το χαρτοφυλάκιο συνέχεια αναδιαμορφώνεται. Όμως οποιαδήποτε ένδειξη επαναληπτικότητας πρέπει να επανεξετάζεται με την ενσωμάτωση και των εξόδων.

**Πίνακας 4 :** Mean abnormal returns (monthly percentages) for performance sorted portfolios of UK funds

	UK equity growth	UK equity general	UK equity income	UK smaller companies	UK balance
<i>A. Peer group adjusted returns</i>					
Best performers	0.176	0.130	0.147	0.270	0.085
Worst performers	-0.118	-0.050	-0.127	-0.318	-0.095
<i>B. Risk adjusted returns, equal-weighted portfolios</i>					
Best performers	0.068	0.026	0.173	0.232	-0.022
Worst performers	-0.127	-0.065	-0.087	-0.313	-0.051
<i>C. Risk adjusted returns, optimally-weighted portfolios</i>					
Best performers	0.119	-0.035	0.134	0.292	0.039
Worst performers	-0.140	-0.063	-0.089	-0.302	-0.237

Πηγή: Blake and Timmermann (1998). Το **Bold** υποδεικνύει στατιστική σημαντικότητα στο 5% βέλτιστο σταθμισμένο επίπεδο με χρήση της μεθόδου του Gruber et al. (1996) που βασίζεται στη σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου.

Τα περισσότερα αγγλικά μετοχικά Α/Κ προέρχονται από τους καλύτερους διαχειριστές, οι οποίοι πέτυχαν θετικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις κατά τη διάρκεια περιόδου, χρονικό διάστημα κατά το οποίο οι χειρότεροι διαχειριστές παράγγαγαν αρνητικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις.

Η αναγωγή των μηνιαίων αποτελεσμάτων σε ετήσιες αποδόσεις δίνει μη-κανονικές αποδόσεις της τάξης περίπου του 3% ή του -3% για τις 3 διαφορετικές ομάδες (A, B και C) στον τομέα των μικρών επιχειρήσεων, που αποτελεί μια μεγάλη διαφορά 6% μεταξύ των καλύτερων και των χειρότερων διαχειριστών. Ο τομέας ανάπτυξης στο Ηνωμένο Βασίλειο σημειώνει ετήσιες διαφορές στην περιοχή από 2% έως 3,5% μεταξύ των καλύτερων και των χειρότερων διαχειριστών. Τα Α/Κ των άλλων υποτομέων καταδεικνύουν



μικρότερες διαφορές μεταξύ των καλύτερων και των χειρότερων διαχειριστών, αλλά αυτές παραμένουν θετικές και μεγαλύτερες του 0,3%.

Από τα παραπάνω συνάγεται ότι τα εντονότερα αποτελέσματα επομένως εμφανίζονται στον τομέα των μικρότερων επιχειρήσεων του Ηνωμένου Βασιλείου, καθώς 5 από τις 6 μη-κανονικές μέσες αποδόσεις είναι στατιστικά σημαντικές, αλλά και στον αναπτυξιακό τομέα με 4 εκ των 6 να είναι στατιστικά σημαντικές.

Οι εν λόγω μελετητές συμπεραίνουν ότι υπάρχουν στοιχεία επαναληπτικότητας τόσο στα καλύτερα όσο και στα χειρότερα αγγλικά Α/Κ διατυπώνοντας την εξής άποψη: «Υπάρχει αξιοσημείωτη εμμονή στις μη-κανονικές αποδόσεις και ότι οι προηγούμενες μη-κανονικές αποδόσεις παρέχουν σημαντική και χρήσιμη πληροφόρηση για την επιλογή των μελλοντικών χαρτοφυλακίων».

## 2. Μελέτες του έτους 1999

### 2.1. Η Μελέτη του Fletcher (1999)

Ο μελετητής, προκειμένου να αναλύσει την απόδοση στους επιμέρους τομείς, επεξεργάστηκε 85 αγγλικά Α/Κ που είχαν βόρειο-αμερικάνικους επενδυτικούς στόχους για μια περίοδο 11 χρόνων (1985-1996). Ο Fletcher διατυπώνει την άποψη της επικράτησης της αποτελεσματικής αγοράς (market efficiency) ακόμα και μετά τον υπολογισμό των εξόδων και δεν βρίσκει στοιχεία πρόβλεψης στις αποδόσεις. Τα δεδομένα ελήφθησαν από ένα μικρό δείγμα που καλύπτει ένα συγκεκριμένο τομέα και υπολογίζει μόνο μερικώς τα προβλήματα θετικής επιλεκτικής μεροληψίας (survivorship bias problems).

## 2.2. Η Μελέτη των Allen & Tan (1999)

Οι αναλυτές καταγράφουν στοιχεία επαναληπτικότητας στα αγγλικά Α/Κ. Το δείγμα τους απαρτίζεται από 131 Α/Κ της περιόδου 1989-1995 και διεξάγουν 4 διαφορετικά τεστ: α)πίνακες συνάφειας (contingency tables) που βασίζονται σε νικητές και χαμένους, β)τετραγωνικό ( $\chi^2$ =chi squared) έλεγχο ανεξαρτησίας των πινάκων αυτών, γ)ανάλυση παλινδρόμησης για τις αποδόσεις προσαρμοσμένες στον CAPM κίνδυνο με την μέθοδο των ελάχιστων τετραγώνων (Ordinary Least Squares OLS) και δ)υπολογισμούς ανεξαρτησίας κατά Spearman Rank Correlation Coefficient (SRCC).

Ο πίνακας των Allen & Tan συγκρίνει την απόδοση περιόδου 2 χρόνων με αυτή της περιόδου των 2 επόμενων ετών. Η σύγκριση επαναλαμβάνεται για τα διαστήματα 1990-1991, 1992-1993, 1993-1994 και 1994-1995, και ταξινομούνται οι νικητές και οι χαμένοι, έχοντας ορίσει τη διάμεσο (median) ως δείκτη αναφοράς (benchmark). Όπως φαίνεται, από τους νικητές της πρώτης περιόδου, ποσοστό 53,7% παραμένουν νικητές την επόμενη περίοδο συγκριτικά με το 46,3% που είναι οι ηττημένοι.

**Πίνακας 5 :** Two-way tables of ranked alphas over successive two-year intervals

	Successive period	
	Winners	Losers
Initial Winners	66 (53.7%)	57 (46.3%)
Initial Losers	56 (45.2%)	68 (54.8%)

Πηγή : Allen & Tan (1999). Τα κορυφαία 2 Α/Κ από κάθε τεταρτημόριο μετακινήθηκαν.

Τα αποτελέσματα εδώ καταγράφουν αμυδρά ότι η υπάρχει επαναληπτικότητα στην επίδοση για μεγαλύτερα διαστήματα του ενός χρόνου, γεγονός που προβλέπεται από τη “hot hands” άποψη και βιβλιογραφία και λειτουργεί για περίοδο τουλάχιστον 2 ετών. Έτσι οι Allen & Tan διατυπώνουν την άποψη ότι ίσως είναι καλύτερα για έναν επενδυτή να εμπιστευτεί έναν κορυφαίο διαχειριστή αφού είναι πιο πιθανό να παραμείνει ο καλύτερος και την επόμενη περίοδο. Έτσι μια επενδυτική στρατηγική μπορεί να συγκεντρώσει υπερβάλλουσες αποδόσεις για τους επενδυτές, ενώ και η επίδραση του κόστους πρέπει με προσοχή να ληφθεί υπόψη. Χρησιμοποιώντας τις ίδιες περιόδους όπως παραπάνω, υλοποιήθηκε ένα παρόμοιο τεστ, αλλά με 4 επιμέρους στήλες.

**Πίνακας 6 : Four-way tables of ranked alphas over successive two-year intervals**

	Successive period			
	Top 1/4	Second 1/4	Third 1/4	Fourth 1/4
Initial period	(%)	(%)	(%)	(%)
Top 1/4	34	26	21	19
Second 1/4	16	36	40	10
Third 1/4	25	21	24	31
Fourth 1/4	24	16	16	40

Πηγή : Allen & Tan (1999).

Ένα ποσοστό 25% θα καταδείκνυε ανυπαρξία επαναληπτικότητας στην απόδοση. Αντιθέτως τα αποτελέσματα δείχνουν επαναληπτικότητα στα ανώτερα και στα χαμηλότερα τεταρτημόρια για άλλη μια φορά. Οι Allen & Tan αποτυπώνουν τον τρόπο με τον οποίο προσαρμόσαν για την μεταβλητότητα (volatility): «Ερευνήσαμε για εμμονή επίδοσης για αποδόσεις προσαρμοσμένες και μη στον κίνδυνο και βρήκαμε ότι οι παρελθούσες αποδόσεις και οι σχετικές ταξινομήσεις είναι χρήσιμες για προβλέψεις όσον αφορά τις αποδόσεις και τις ταξινομήσεις, ακόμα και μετά την προσαρμογή στον κίνδυνο».

### 2.3. Η Μελέτη της WM Company (1999)

Η *WM Company* χρησιμοποίησε μια προσέγγιση με πίνακα συνάφειας (contingency table) αναλύοντας αποδόσεις 5 ετών. Ο χρονικός ορίζοντας έρχεται σε αντίθεση με πολλές από τις μελέτες που αναφέρθηκαν παραπάνω και οι οποίες επικεντρώθηκαν σε μικρότερες περιόδους. Ενώ δεν εντοπίζονται ενδείξεις επίτευξης καλής επίδοσης για μια πενταετή περίοδο που να επαναλαμβάνεται και τα επόμενα 5 χρόνια, διατυπώνεται η άποψη: «... στοιχεία εμμονής για μικρότερα διαστήματα, με συγκεκριμένο κορυφαίο τεταρτημόριο για μια χρονιά να συνεχίζει να υπεραποδίδει και την επόμενη χρονιά». Αξίζει να τονισθεί ότι η επικέντρωση γίνεται μόνο σε συγκεκριμένο κορυφαίο τεταρτημόριο. Το χαμηλότερο τεταρτημόριο δε λαμβάνεται υπόψη παρά το γεγονός ότι συχνά υποστηρίζεται ότι η κακή επίδοση εμφανίζει επαναληπτικότητα.

## 3. Ανάλυση Financial Services Authority (FSA)

Η ανάλυση που παρατέθηκε παραπάνω για την αγορά των Α/Κ στο Ηνωμένο Βασίλειο, έρχεται σε πλήρη αντίθεση σε σχέση με την ανάλυση που διατυπώνουν οι Bacon & Woodrow (1999) και Rhodes (2000).

### 3.1. Η Μελέτη των Bacon & Woodrow του Έτους (1999)

Οι αναλυτές αυτοί ασχολήθηκαν με το θέμα της παρελθούσας απόδοσης για λογαριασμό του Financial Services Authority (FSA). Αρχικά αναλύθηκε ένας μικρός αριθμός από επαγγελματικά και ακαδημαϊκά περιοδικά του FSA. Από την αγγλική βιβλιογραφία δεν συμπεριέλαβαν τους Fletcher (1997), Blake & Timmermann (1998), Lunde, Timmermann &

Blake (1998) και Fletcher (1999). Άρα δεν αποτελεί έκπληξη το γεγονός ότι δεν μπορούσαν να κάνουν μια εκτενή αξιολόγηση της βιβλιογραφίας.

Επίσης, οι Bacon & Woodrow ανέλαβαν μια σχετικά απλοϊκή ανάλυση, η οποία στηρίχθηκε πρώτιστα σε μια γραφική απεικόνιση και σε περιορισμένο χρονικό ορίζοντα. Συγκριτικά, οι Blake & Timmermann (1998) χρησιμοποίησαν στη μελέτη τους πάνω από 2.300 Α/Κ για παραπάνω από 23 χρόνια και με εργαλεία πολύπλοκες στατιστικές και χρηματοοικονομικές τεχνικές.

### 3.2. Η Μελέτη του Rhodes του Έτους (2000)

Η μελέτη του Rhodes είναι περισσότερο ολοκληρωμένη σε σχέση με την προηγούμενη δουλειά, που διεκπεραιώθηκε από τους Bacon & Woodrow για τους πίνακες συγκριτικής πληροφόρησης (comparative information tables). Όμως, ακόμα και αυτή η βελτίωση παρουσίασε σημαντική έλλειψη γνώσης αναφορικά με τον όγκο της δουλειάς που έχει γίνει σε αυτή την περιοχή.

Η μελέτη Rhodes σχολιάζει: «Το συμπέρασμα από μια εξέταση της βιβλιογραφίας πάνω στο θέμα της παρελθούσας απόδοσης (past performance) είναι ότι η επαναλαμβανόμενη απόδοση -αν υπάρχει- είναι ουσιαστικά και μικρή σε επίδραση και βραχύβια» και συνεχίζει για να συνάγει από αυτό ότι: «Το συμπέρασμα είναι ότι οι απλοί επενδυτές (retail investors) δεν μπορούν να εκμεταλλευτούν την πληροφόρηση που υπάρχει για τις παρελθούσες αποδόσεις».

Ωστόσο η μελέτη **Rhodes** έχει κάποια σημαντικά μειονεκτήματα, τα οποία καθιστούν τα συμπεράσματά της αμφισβητήσιμα. Αυτά είναι στα ακόλουθα :

- ∅ Η ανάλυση δεν λαμβάνει υπόψη όλη τη σχετική αγγλική βιβλιογραφία που υφίσταται για το ζήτημα της παρελθούσας απόδοσης και βασίζεται σε μια περιεκτική αναθεώρηση, και έτσι τα συμπεράσματα που προαναφέρθηκαν, δεν μπορούν να υποστηριχθούν πλήρως.
- ∅ Η μελέτη δεν αναγνωρίζει τα διαφορετικά ζητήματα που εξετάζονται σε κάθε μελέτη ξεχωριστά.
- ∅ Η μελέτη, ενώ απομακρύνει τον παράγοντα παρελθούσα απόδοση, δεν εξετάζει πώς οι επενδυτές θα διαμορφώσουν πλέον τις αποφάσεις τους μετά την έλλειψη αυτής της πληροφορίας.
- ∅ Η ανάλυση εφαρμόζει μια ποσοτική μεθοδολογία που δεν λαμβάνει υπόψη την πρόοδο που έχει σημειώσει η μελέτη στον τομέα των χρηματοοικονομικών τόσο στο Ηνωμένο Βασίλειο, όσο και στις Ηνωμένες Πολιτείες.

Πιο συγκεκριμένα, ο **Rhodes** δεν ξεχωρίζει μεταξύ δυο διαφορετικών ερωτήσεων:

- ü Αν υπάρχουν αποδοτικές επενδυτικές στρατηγικές για απλούς επενδυτές (**retail investors**) που να στηρίζονται σε πληροφόρηση παρελθούσας απόδοσης και

- Αν υπάρχουν αποδείξεις για το φαινόμενο της επαναληπτικότητας της επίδοσης στις ικανότητες του διαχειριστή Α/Κ.

Ο μελετητής δεν εστιάζει την ανάλυση του στην πλευρά του επενδυτή, υποστηρίζοντας ότι οι καταναλωτές ενδιαφέρονται για σωρευτικές παρά για ετήσιες αποδόσεις. Επομένως, ακόμα και αν η επαναληπτικότητα είναι παροδική, η απόδοση επανέρχεται στο μέσο όρο και αυτό αντιπροσωπεύει ένα μόνιμο κέρδος στην αξία του Α/Κ .

Τέλος, ο μελετητής στηρίζει την παρατήρησή του στο γεγονός ότι τα Α/Κ με κακή απόδοση αποτελούν ένα μικρό και ανακόλουθο μέρος της βιομηχανίας Α/Κ. Έτσι, αν οι επενδυτές αποθαρρυνθούν να λάβουν υπόψη τους την παρελθούσα απόδοση:

- τα κίνητρα διαχείρισης θα αποδυναμωθούν και το φαινόμενο της κακής διαχείρισης μπορεί να επικρατήσει και
- η ροή κεφαλαίων προς τα Α/Κ με κακή επίδοση είναι πολύ πιθανό να αυξηθεί

Επίσης πρέπει να τονιστεί το γεγονός ότι ο μελετητής χρησιμοποίησε μια μεθοδολογία που διαφέρει σημαντικά απ' ό τι ισχύει στην καθιερωμένη βιβλιογραφία. Αν και χρησιμοποίησε την προσέγγιση με τον πίνακα συνάφειας (contingency table approach), η οποία υιοθετείται συχνά από τους Άγγλους μελετητές η ανάλυσή του εφαρμόζει ένα πρότυπο κινδύνου που έρχεται σε αντίθεση με όλη την προηγούμενη έρευνα και την οικονομική θεωρία. Όλα τα παραπάνω δικαιολογούν την έντονη κριτική και

αμφισβήτηση που δέχτηκε η μελέτη αυτή από τους περισσότερους μελετητές στο Ηνωμένο Βασίλειο.

### 3.3. Η Μελέτη της Charles River Associates (2002) και η ανάλυσή της από την Financial Services Authority (FSA)

Το έτος 2002 η εταιρεία Charles River Associates (CRA) παρήγαγε για λογαριασμό του Financial Services Authority του Ηνωμένου Βασιλείου δύο μελέτες σχετικά με την επαναληπτικότητα στη επίδοση των Α/Κ. Αυτές οι εργασίες διαφέρουν από τις προηγούμενες μελέτες στο ότι επικεντρώνονται στην απόδοση των Α/Κ και αποκαλύπτουν περισσότερα στοιχεία για την επαναληπτικότητα στις απλές αποδόσεις από ότι οι προηγούμενες μελέτες.

Με δεδομένο ότι οι εργασίες αυτές έχουν συμπεριλάβει τα αποτελέσματα όλων των προηγούμενων μελετών σχετικά με το φαινόμενο της επαναληπτικότητας, θεωρήθηκαν αξιόπιστες πηγές για την εξαγωγή συμπερασμάτων. Μάλιστα, η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών του Ηνωμένου Βασιλείου (IMA) ζήτησε ανάλυση των μελετών από την (FSA) και τα σπουδαιότερα **συμπεράσματα** είναι τα ακόλουθα:

- α) Το φαινόμενο της επαναληπτικότητας εξαρτάται από τον χρονικό ορίζοντα και από τον τομέα στον οποίο επενδύονται τα κεφάλαια.
- β) Η ύπαρξη ή μη επαναληπτικότητας μπορεί σε πολλές περιπτώσεις να εξηγηθεί από το επίπεδο του αναλαμβανόμενου κινδύνου και δεν αντανακλά ανώτερες επενδυτικές ικανότητες των διαχειριστών.



- γ) Η επενδυτική στρατηγική η οποία προκύπτει είναι η εξής: “επενδύστε σε κεφάλαια υψηλού κινδύνου και αν κρατήσετε την επένδυση για αρκετό καιρό, κάποια στιγμή θα αποδώσει”. Έτσι οι επενδυτές δεν χρειάζεται να πληρώνουν για ενεργή διαχείριση των κεφαλαίων, αφού μπορούν να χρησιμοποιήσουν έναν πιο φθηνό συνδυασμό αύξησης της αποδοτικότητας και εντοπισμού κεφαλαίων. Επίσης δεν υπάρχει ανάγκη για κατανομή των κεφαλαίων σε διάφορες κατηγορίες.
- δ) Οι κακοί διαχειριστές Α/Κ έχουν συστηματικά κακή επίδοση. Άρα η δημοσιοποίηση δεδομένων της παρελθούσας απόδοσης ενώ δεν εγγυάται την ύπαρξη επαναληπτικότητας στις καλές επιδόσεις, εντούτοις παρέχει πληροφόρηση για τα Α/Κ που πρέπει να αποφευχθούν.

## Συγκεντρωτικός Πίνακας μελετών του Ηνωμένου Βασιλείου

Πίνακας 7 : Summary of UK studies of unit trust performance persistence

Authors	Year	Coverage		Methodology			Results	
		Period	Funds covered	Risk and other adjustments	Retail charges	Holding period	Survivorship taken into account	Persistence
Fletcher	1997	81-89	101	Yes	No	5 and 2 years	Partial	No
Fletcher	1999	85-96	85 funds with American investment objectives	Yes/No	No	Reformed every year	No	No
Quigley and Sinquefield	1998	78-97	752 funds Growth, Income, Equity Income or smaller companies	Yes and No. CAPM and Size and value	No (but adjusts for expenses)	Reformed every year using last years performance data	Yes	Yes, persistence in poor performance

Authors	Year	Coverage		Methodology				Results
		Period	Funds covered	Risk and other adjustments	Retail charges	Holding period	Survivorship taken into account	Persistence
Blake, Lunde & Tinunermann	1998	72-95	2,300	Yes	No	Reformed every 36 months	Yes	Yes, especially after accounting for survivorship
Blake & Timmermann	1998	72-95	2,300	Yes/No	No	Reformed every month based on 24 months of performance	Yes	Yes

Authors	Year	Coverage		Methodology			Results	
		Period	Funds covered	Risk and other adjustments	Retail charges	Holding period	Survivorship taken into account	Persistence
Allen & Tan	1999	89-95	131 managed funds	Yes/No	No	Performance over one year	No	Yes, even after accounting for risk over 1-2 years.
WM Company	1999	79-98	UK Growth and Income	No	No	Five year period	No	No
Rhodes	2000	80-98	UK Equity Growth, UK Growth and Income, UK Income and Income sector	Accounts for risk through adopting a 'novel' utility based approach	No	2 years comparison of annual performance	Yes	No, weak persistence pre 1987, no persistence from then

Πηγή : Charles River Associates Limited (CRA) ανάλυση. Οι συγγραφείς είναι με **bold**, αν δεν είχαν αναφερθεί στις μελέτες Bacon & Woodrow (1999), Rhodes (2000) και στις αναλύσεις FSA (2001a) και FSA (2001b)

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

## Η Αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στις Ηνωμένες Πολιτείες

Η Αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων στις Η.Π.Α. είναι η μεγαλύτερη στον κόσμο όσο αφορά το διαχειριζόμενα κεφάλαια, διαθέτει την μεγαλύτερη ιστορία στο θεσμό και αποτελεί σημείο αναφοράς για όλες τις άλλες αγορές. Επίσης είναι ιδιαίτερου ενδιαφέροντος αφού μεγάλο ποσοστό πρόσφατων εργασιών, που ανήκουν αποκλειστικά στις Ηνωμένες Πολιτείες, έχουν διαγνώσει στοιχεία επαναληπτικότητας στην επίδοση. Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται οι πιο αξιόλογες μελέτες.

### 1. Οι Μελέτες της Πρώτης Περιόδου για τις Μη-Κανονικές Αποδόσεις

Οι αρχικές μελέτες συχνά αναφέρονται στην εξαγωγή του συμπεράσματος ότι η παρελθούσα επίδοση δεν παρουσιάζει συνέχεια αν και δεν εστιάζουν στο ερώτημα της επαναληπτικότητας. Τα αποτελέσματά τους δεν έχουν ιδιαίτερη βαρύτητα και είναι λάθος να στηριζόμαστε σε αυτά για την μη διαπίστωση του παράγοντα της επαναληπτικότητας. Όμως οι μελέτες αυτές έχουν αποτελέσει το υπόβαθρο πάνω στο οποίο στηρίχτηκαν όλες οι επόμενες αναλύσεις παρέχοντας αξιόλογα δεδομένα και στοιχεία .

Στη συνέχεια γίνεται αναφορά στις σπουδαιότερες από τις μελέτες αυτές.

## 1.1. Η Μελέτη του Jensen (1968)

Ο Jensen εκπόνησε μια από τις πρώτες σημαντικές μελέτες πάνω στο θέμα της απόδοσης A/K, και υπολόγισε την υπέρ-κανονική απόδοση ενός χαρτοφυλακίου, χρησιμοποιώντας τον παράγοντα άλφα (Jensen's alpha measure). Το άλφα είναι η διαφορά που προκύπτει από την παλινδρόμηση των υπερβαλλουσών αποδόσεων του χαρτοφυλακίου στις υπερβάλλουσες αποδόσεις της αγοράς:

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p (R_{Mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{pt}$$

εκ των οποίων:

- ο  $R_{pt}$  είναι η απόδοση ενός A/K τον μήνα  $t$
- ο  $R_{ft}$  είναι η απόδοση χωρίς κίνδυνο
- ο  $R_{Mt}$  είναι η μηνιαία απόδοση της αγοράς και αποτελεί το δείκτη αναφοράς (benchmark)
- ο  $\alpha_p$  είναι η υπέρ-κανονική απόδοση του χαρτοφυλακίου, δηλαδή η υπερβάλλουσα απόδοση που δημιουργείται από την έκθεση του χαρτοφυλακίου στους διάφορους κινδύνους
- ο  $\beta_p$  είναι ένα μέτρο της έκθεσης του χαρτοφυλακίου στον κίνδυνο της αγοράς βασισμένο στο Μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων

Ο Jensen εφαρμόζοντας τη μεθοδολογία με το μέτρο alpha για να διερευνήσει την ύπαρξη επαναληπτικότητας των διαχειριστών να ξεπερνούν τον προσαρμοσμένο στον κίνδυνο δείκτη αναφοράς κατέληξε: «Υπάρχουν πολύ λίγα στοιχεία ότι οποιοδήποτε μεμονωμένο A/K ήταν σε θέση να κάνει σημαντικά καλύτερα από αυτό που αναμέναμε από τη μόνη τυχαία πιθανότητα».

## 2. Το Φαινόμενο της Επαναληπτικότητας στην Επίδοση – οι Αρχικές Μελέτες .

### 2.1. Η Μελέτη του Carlson (1970)

Ο μελετητής αυτός είναι ο πρώτος που συγκρίνει διαδοχικές περιόδους δέκα ετών, χωρίς να βρίσκει προφανή επαναληπτικότητα στην επίδοση. Στη συνέχεια συγκρίνει προσαρμοσμένες και μη στον κίνδυνο αποδόσεις και βρίσκει ότι η επαναληπτικότητα είναι πιο δύσκολο να βρεθεί σε προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις.

### 2.2. Η Μελέτη των Grinblatt & Titman (1989)

Οι Grinblatt & Titman ανέπτυξαν την μεθοδολογία τους με δυο τρόπους. Αρχικά, τα δείγματα από αποδόσεις Α/Κ κατασκευάστηκαν έτσι ώστε να μπορούν να προσεγγιστούν οι απλές αποδόσεις. Αυτό επέτρεψε την ερμηνεία των αποτελεσμάτων από την επίδραση του φαινομένου της θετικής επιλεκτικής μεροληψίας (survivorship bias), του συνολικού κόστους συναλλαγών (total transaction costs), και της ύπαρξης υπέρ-κανονικής απόδοσης (abnormal performance).

Επίσης, οι Grinblatt & Titman δημιούργησαν ένα χαρτοφυλάκιο αναφοράς με οκτώ παράγοντες, που χρησιμοποιήθηκε για να μειώσει την πιθανότητα ότι οι παθητικές στρατηγικές μπορούσαν να έχουν επίδραση στα αποτελέσματα. Έτσι διαπιστώθηκε ότι η προσαρμοσμένη στον κίνδυνο επίδοση είναι θετική, ειδικότερα μεταξύ επιθετικών-αναπτυξιακών και αναπτυξιακών Α/Κ και Α/Κ με μικρή καθαρή αξία ενεργητικού, αλλά όταν τα έξοδα συνυπολογίστηκαν, το αποτέλεσμα αυτό εξαφανίστηκε. Η μελέτη

αυτή οδήγησε σε μερική στατιστική απόδειξη επαναληπτικότητας της επίδοσης για αποδόσεις περιόδων πέντε ετών.

### 3. Μελέτες για την Επαναληπτικότητα της Περιόδου 1990-1995

#### 3.1. Η Μελέτη του US Consumer Reports (1990)

Η έρευνα του US Consumer Reports για τους επενδυτές A/K, καταλήγει να αναγνωρίζει την επαναληπτικότητα και το επίπεδο κινδύνου ως τους δυο πιο σημαντικούς παράγοντες για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων σχετικά με τα A/K.

#### 3.2. Η Μελέτη των Grinblatt & Titman (1992)

Οι Grinblatt & Titman ανέλυσαν 279 A/K για το διάστημα 1979-1984, συγκρίνοντας τους συντελεστές κλίσης (slope coefficients) από τις διαστρωματικές παλινδρομήσεις (cross-sectional regressions) των υπέρ-κανονικών αποδόσεων των δεδομένων των τελευταίων πέντε ετών στις υπέρ-κανονικές αποδόσεις των δεδομένων των πρώτων πέντε ετών. Οι μελετητές διαπιστώνουν ότι τα A/K πετυχαίνουν 0,28% υπέρ-κανονική απόδοση στην επόμενη πενταετή περίοδο για κάθε 1% υπέρ-κανονική απόδοση που έχει επιτευχθεί κατά τη διάρκεια της πρώτης 5-ετούς περιόδου. Οι Grinblatt & Titman συμπεραίνουν: «Τα αποτελέσματα που παρουσιάζονται σε αυτή τη μελέτη υποδεικνύουν ότι υπάρχει θετική επαναληπτικότητα στην απόδοση A/K ... Ανεξάρτητα από την πηγή ή τις πηγές της επαναληπτικότητας, μπορούμε να βεβαιώσουμε ότι η προηγούμενη απόδοση ενός A/K παρέχει χρήσιμες πληροφορίες για τους επενδυτές που σκέφτονται μια επένδυση σε A/K».



### 3.3. Η Μελέτη του Ippolito (1992)

Η μελέτη του Ippolito είναι ιδιαίτερου ενδιαφέροντος, στο βαθμό που εξετάζει πώς οι επενδυτές αντιδρούν στις νέες πληροφορίες σχετικά με την ποιότητα του Α/Κ. Υποθέτει ότι για όσο υπάρχουν τα χαμηλής ποιότητας Α/Κ, ένας λογικός επενδυτής μπορεί να παρατηρήσει αυτές τις χρήσιμες πληροφορίες επίδοσης και να τοποθετήσει τα χρήματά του προς τα Α/Κ με προηγούμενη καλή διαχείριση. Η πεποίθηση αυτή ενισχύεται με την εύρεση διαδοχικού συσχετισμού (serial correlation) στα κατάλοιπα (residuals) των αποδόσεων των αμερικάνικων Α/Κ σε δεδομένα που καλύπτουν την περίοδο 1965-1984. Ο Ippolito τελικά οδηγείται στο συμπέρασμα: «*Η βιομηχανία Α/Κ παρέχει μια αναγκαστική παρατήρηση υπέρ της προσέγγισης βάσει πληροφόρησης αντί της προσέγγισης βάσει κανονισμών*».

Ο Ippolito αισθάνεται ότι ένας ρυθμιστικός ρόλος σε αγορές, όπου οι ποιοτικές αξιολογήσεις είναι δύσκολες, θα μπορούσε να είναι η εξασφάλιση ότι οι υπεύθυνοι αναφέρουν έγκαιρες και συγκρίσιμες πληροφορίες για την επίδοση.

### 3.4. Η Μελέτη των Brown, Goetzmann, Ibbotson & Ross (1992)

Οι μελετητές αυτοί παρατήρησαν την κατάταξη στις επιδόσεις των Α/Κ και την σημασία του φαινομένου της θετικής επιλεκτικής μεροληψίας (survivorship bias). Αναλύοντας τη θετική επιλεκτική μεροληψία, βρίσκουν ότι Α/Κ που έχουν κακή απόδοση συγκριτικά με άλλα παρόμοια τους, είναι πιο πιθανό να μην υπάρχουν σε κάποιο άλλο χρονικό διάστημα. Έτσι, αν η ανάλυση πραγματοποιείται κατά τη διάρκεια της περιόδου 1985-1995, αλλά ένα Α/Κ κλείνει το έτος 1990, τότε η πληροφόρηση για αυτό το Α/Κ θα

λείπει από το πρώτο μέρος της περιόδου (1985-1990). Το γεγονός αυτό οδηγεί σε δείγμα θετικής επιλεκτικής μεροληψίας καθώς αν τα Α/Κ ταξινομηθούν σε καλύτερων και χειρότερων διαχειριστών στις περιόδους 1 και 2 και συγκριθούν, τότε μπορεί να εμφανιστεί ότι υπάρχει συνέχιση της απόδοσης (λανθασμένα βέβαια). Αυτό σημαίνει ότι οι καλύτεροι διαχειριστές την περίοδο 1 φαίνεται ότι μπορούν να αποδώσουν καλύτερα και την περίοδο 2 ακόμα και αν δεν υπάρχει επαναληπτικότητα επίδοσης.

Οι Brown, Goetzmann, Ibbotson & Ross ταξινομούν την επίδοση σε τρεις υπό-περιόδους:

**Πίνακας 2:** Contingency tables of performance persistence 1976-1987

126 funds	1979-1981 winners	1979-1981 losers
1976-1978 winners	44	19
1976-1978 losers	19	44
136 funds	1982-1984 winners	1982-1984 losers
1979-1981 winners	35	33
1979-1981 losers	33	35
153 funds	1985-1987 winners	1985-1987 losers
1982-1984 winners	52	25
1982-1984 losers	25	52

Πηγή: Brown, Goetzmann, Ibbotson & Ross (1992)

Εάν δεν υπήρχε κανένα στοιχείο επαναληπτικότητας, θα αναμέναμε το διαγώνιο αποτέλεσμα να είναι κοντά στη μονάδα. Εντούτοις, στην περίπτωση της περιόδου 1976-1981  $\rightarrow (44 \cdot 44) / (19 \cdot 19) = 5.36$ , στην περίπτωση της περιόδου 1979-1984  $\rightarrow (35 \cdot 35) / (33 \cdot 33) = 1.12$  και στην περίπτωση της περιόδου 1982-1987  $\rightarrow (52 \cdot 52) / (25 \cdot 25) = 4.32$ . Άρα το διάστημα 1979-1984 είναι η περίοδος, όπου η απόδοση φαίνεται να είναι πολύ κοντά στην τυχαιότητα, ενώ η απόδοση επαναλαμβάνεται αρκετά έντονα στις άλλες περιόδους. Η άποψη αυτή στηρίζεται και από ελέγχους στατιστικής σημαντικότητας.

### 3.5. Η Μελέτη των Hendricks, Patel & Zeckhauser (1993)

Η ανάλυση των Hendricks, Patel & Zeckhauser εξετάζει τριμηνιαία δεδομένα αποδόσεων για το διάστημα 1974-1988, με στοιχεία που να μετριάζουν το πρόβλημα της επιλεκτικής μεροληψίας. Οι μελετητές διαπιστώνουν ότι η επαναληπτικότητα των A/K με σχετικά καλύτερη απόδοση αποδεικνύεται να είναι σημαντική τουλάχιστον για τα πρώτα τέσσερα τρίμηνα και ότι υπάρχει παρόμοια επίδραση για τα A/K με χαμηλή απόδοση.

Επίσης στη μελέτη αυτή, τα A/K με συνεχή υψηλή βραχυπρόθεσμη απόδοση αναφέρονται ότι έχουν "hot hands", ενώ τα A/K με συνεχή χαμηλή βραχυπρόθεσμη απόδοση ότι έχουν "icy hands". Οι εκ των προτέρων επενδυτικές στρατηγικές, που αναγνωρίζουν αν τα A/K έχουν είτε "hot hands" είτε "icy hands" και τα ταξινομούν, μπορούν να βελτιώσουν την απόδοσή τους σε σχέση με τον προσαρμοσμένο στον κίνδυνο δείκτη αναφοράς κατά 6% στο χρόνο, ενώ σε σχέση με παραδοσιακούς δείκτες αναφοράς κατά 3% ή 4% στο χρόνο.

### 3.6. Η Μελέτη των Grinblatt & Titman (1993)

Οι Grinblatt & Titman χρησιμοποιούν ένα μέτρο απόδοσης που προσπαθεί να αποφύγει τα προβλήματα που συνδέονται με την ανεπάρκεια των δεικτών αναφοράς. Η ανάλυση μελετά την τριμηνιαία απόδοση A/K για την περίοδο 1976-1985 και βρίσκει ότι η ισχυρότερη απόδειξη της προσαρμοσμένης στον κίνδυνο υπέρ-κανονικής απόδοσης εντοπίζεται στην επιθετική-αναπτυξιακή κατηγορία A/K. Οι Grinblatt & Titman καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι: «Δεδομένου του 2%-3,5% ακαθάριστων υπέρ-κανονικών αποδόσεων των A/K, είναι εύλογο ότι και οι

καθαρές υπέρ-κανονικές αποδόσεις στους μιμητές επενδυτές θα εξακολουθούσαν να είναι θετικές».

### 3.7. Η Μελέτη των Goetzmann & Ibbotson (1994)

Οι Goetzmann & Ibbotson χρησιμοποιούν ένα μεγάλο δείγμα από 728 Α/Κ και πίνακες συνάφειας. Το μεγάλο δείγμα επιλέγη για να εξασφαλίσει αξιόπιστα αποτελέσματα και συμπεράσματα. Οι μελετητές διαπιστώνουν ότι τόσο οι προηγούμενες αποδόσεις όσο και οι σχετικές κατατάξεις επίδοσης είναι χρήσιμες για την πρόβλεψη μελλοντικών αποδόσεων βραχυπρόθεσμα. Πρέπει να σημειωθεί ο χρονικός ορίζοντας στον οποίο αναφέρονται τα συμπεράσματα. Επιπρόσθετα, οι μελετητές βρίσκουν ότι τα Α/Κ που επιδεικνύουν υψηλότερη διακύμανση τείνουν να έχουν μεγαλύτερη συνέχεια στην επιτυχία ("repeat winners").

**Πίνακας 3:** Four-way table of raw returns over four successive three-year intervals 1976-87

	Successive period			
	Top 1/4	Second 1/4	Third 1/4	Fourth 1/4
Initial period	(%)	(%)	(%)	(%)
Top 1/4	41	31	19	10
Second 1/4	18	33	34	15
Third 1/4	10	23	39	29
Fourth 1/4	5	8	21	66

Πηγή: Goetzmann & Ibbotson (1994). Άνω του 25% είναι πάνω από αυτό που θα αναμένετε τυχαία.

**Πίνακας 4:** Four-way table of ranked alphas over four successive three-year intervals 1976-87

	Successive period			
	Top 1/4	Second 1/4	Third 1/4	Fourth 1/4
Initial period	(%)	(%)	(%)	(%)
Top 1/4	35	25	21	19
Second 1/4	23	35	26	16
Third 1/4	19	25	30	25
Fourth 1/4	23	14	24	38

Πηγή: Goetzmann & Ibbotson (1994). Άνω του 25% είναι πάνω από αυτό που θα αναμένετε τυχαία.

### 3.8. Η Μελέτη των Kahn & Rudd (1994)

Η μελέτη των Kahn & Rudd δίνει βάρος στην προσπάθεια να γίνει κατανοητή η πηγή της επαναληπτικότητας παρά ο έλεγχος της ύπαρξής της. Οι μελετητές χρησιμοποιούν ένα δείγμα από 300 μετοχικά Α/Κ για την περίοδο 1983-1993 και 195 Α/Κ σταθερού εισοδήματος για την περίοδο 1986-1993.

Στη μεθοδολογία που εφάρμοσαν, χρησιμοποίησαν, εκτός από τις απόλυτες αποδόσεις, κατάταξη ανάλογα με το επενδυτικό στυλ κάθε Α/Κ, η οποία προέκυπτε από την σχετική του απόδοση ως προς κάποιο δείκτη. Όσο αφορά τα μετοχικά Α/Κ ο δείκτης αυτός περιλάμβανε τον S&P500, τον S&P400, τον S&P600, καθώς και έναν δείκτη Εντόκων Γραμματίων, κατασκευασμένους από την εταιρεία Barra, ενώ για τα Α/Κ σταθερού εισοδήματος χρησιμοποιήθηκε ένας δείκτης που προέκυψε από επιμέρους δείκτες ομολόγων και Εντόκων Γραμματίων από την Salomon Brothers, τη Lehman Brothers και την Barra.

Οι μελετητές στη συνέχεια: (α) παλινδρόμησαν την απόδοση κάθε έτους με την απόδοση του προηγούμενου, τόσο με τις απόλυτες αποδόσεις, όσο και με τις αποδόσεις προσαρμοσμένες στον τύπο του κάθε A/K και (β) χρησιμοποίησαν winners-losers contingency tables analysis για κάθε διαδοχικό έτος της ανάλυσής τους, προκειμένου να εξετάσουν την ύπαρξη ή όχι επαναληπτικότητας. Από τα αποτελέσματα δεν παρατηρήθηκε επαναληπτικότητα στην περίπτωση των μετοχικών A/K. Όμως, διαπιστώθηκαν ίχνη επαναληπτικότητας μόνο στις “style-adjusted” αποδόσεις στα σταθερού εισοδήματος A/K .

### 3.9. Η Μελέτη των Volkman & Wohar (1995)

Οι μελετητές χρησιμοποιούν δείγμα 332 A/K και διαπιστώνουν επαναληπτικότητα επίδοσης σε πολλές περιπτώσεις. Επίσης υποστηρίζουν ότι υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ της απόδοσης ενός A/K και των δεκατημορίων, που αποτελούνται από μεσαίου μεγέθους A/K, και επίσης βρίσκουν αρνητική επαναληπτικότητα επίδοσης και για τα μικρά και για τα μεγάλα A/K. Τέλος από τα αποτελέσματα των αναλύσεων τους συμπεραίνουν ότι τα μικρά A/K μπορεί να είναι επικίνδυνα, όταν είναι μόλις διαμορφωμένα και ότι τα μεγάλα A/K μπορεί να γίνουν ανεπαρκή.

### 3.10. Η Μελέτη του Malkiel (1995)

Ο Malkiel αναλύει μετοχικά A/K κατά την περίοδο 1971-1991, χρησιμοποιώντας ετήσιες αποδόσεις και είναι από τους πρώτους που αμφισβητούν την ύπαρξη της επαναληπτικότητας στα A/K. Ο μελετητής εφαρμόζει τη μεθοδολογία των Goetzmann & Ibbotson (1994), χαρακτηρίζοντας «νικητές» τα A/K που είχαν πετύχει αποδόσεις μεγαλύτερες του ενδιάμεσου και «ηττημένους» τα A/K με αποδόσεις μικρότερες του

ενδιάμεσου για ένα συγκεκριμένο έτος. Παρατηρώντας τις αποδόσεις του επόμενου έτους και το χαρακτηρισμό «νικητών-ηττημένων» μελετά τη στατιστική σημαντικότητα για τα A/K να επαναλαμβάνουν τις επιτυχίες τους ή ακόμα και τις αποτυχίες τους.

Επίσης, για την περίοδο της δεκαετίας του 1970 ο Malkiel διαπιστώνει ότι υπάρχει το εξής φαινόμενο: Η επιτυχία ενός A/K να ακολουθείται από επιτυχία την επόμενη περίοδο ("hot hands"), καθώς και η αποτυχία να ακολουθείται από αποτυχία ("cold hands"). Η αναλογία όπου οι νικητές σε μια περίοδο «νίκησαν» και στην επόμενη περίοδο είναι 2 : 3, κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1970 και δεν μεταβλήθηκε ακόμα και όταν ο Malkiel χρησιμοποιεί τριμηνιαίες ή διετείς αποδόσεις.

Τα αποτελέσματα της έρευνας του Malkiel άλλαξαν ριζικά κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980. Το φαινόμενο της επαναληπτικότητας γίνεται πολύ πιο ασθενές στο διάστημα αυτό, με αποτέλεσμα να μην μπορεί να τεκμηριωθεί για ολόκληρη την εικοσαετία οποιοσδήποτε βαθμός επαναληπτικότητας στις αποδόσεις.

Τελικά ο Malkiel υποστηρίζει ότι δεν υπάρχει επαναληπτικότητα στις αποδόσεις και σύμφωνα με τις δικές του παρατηρήσεις, πρόκειται για ένα χρονικά απομονωμένο φαινόμενο που εξασθένησε κατά τη δεκαετία του 1980. Ωστόσο για να στηρίξει τα παραπάνω ο Malkiel χρησιμοποιεί διάφορες στρατηγικές που έχουν ως σκοπό την εκμετάλλευση της υποτιθέμενης επαναληπτικότητας στις αποδόσεις. Η στρατηγική αγοράς των καλύτερων A/K κάθε έτος απέφερε 4%-7% υψηλότερες αποδόσεις από τον δείκτη S&P 500 στο διάστημα 1971-1981, αλλά ίσες ή χαμηλότερες αποδόσεις κατά το διάστημα 1982-1991, αποτέλεσμα που συμφωνεί με την παραδοχή της απουσίας επαναληπτικότητας των αποδόσεων των A/K.

### 3.11. Η Μελέτη των Brown & Goetzmann (1995)

Οι Brown & Goetzmann μελετούν την επαναληπτικότητα όλων των Α/Κ των Η.Π.Α. κατά την περίοδο 1976-1988, εξετάζοντας ένα σύνολο από 5.144 Α/Κ όλων των κατηγοριών. Ως αρχή της μεθοδολογίας τους υιοθετούν την επένδυση στην αρχή του έτους στα πιο αποδοτικά Α/Κ της αμέσως προηγούμενης χρονικής περιόδου. Έτσι, κατατάσσουν τα Α/Κ σε οκτώ κατηγορίες με βάση τις αποδόσεις τους κατά το 1976 και υπολογίζουν την απόδοση κάθε κατηγορίας για το 1977.

Ομοίως, με βάση τις αποδόσεις του 1977 δημιουργούν οκτώ νέες κατηγορίες και υπολογίζουν την απόδοσή τους για το 1978. Τα παραπάνω επαναλαμβάνονται για κάθε χρονιά, έως το 1988. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι δυο πρώτες κατηγορίες (με τα καλύτερα Α/Κ κάθε χρονιάς), έχουν σταθερά υψηλότερη απόδοση από τις υπόλοιπες κατηγορίες. Το γεγονός αυτό είναι σύμφωνο και με αποτελέσματα άλλων μελετών, που επισημαίνουν ότι το φαινόμενο της επαναληπτικότητας συναντάται κυρίως στα καλύτερα και στα χειρότερα Α/Κ.

Επιπρόσθετα, η μεθοδολογία τους είναι πιο πολύπλοκη στο βαθμό που περιέχει ανάλυση «νικητών-ηττημένων» με πίνακες συνάφειας, ένα CAPM alpha μέτρο και ένα τρι-παραγοντικό alpha μέτρο. Τα αποτελέσματα της μεθόδου αυτής δείχνουν ότι κατά μέσο όρο το 60% των νικητών στο χρόνο  $t$  παραμένουν νικητές και στο χρόνο  $t+1$ , αφού πρώτα ελέχθησαν με την μη παραμετρική  $\chi^2$ .

Με άλλα λόγια οι μελετητές διερευνούν κατά πόσο η επαναληπτικότητα μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να νικήσει την αγορά και ανακαλύπτουν ότι η απόδοση της προηγούμενης χρονιάς αποδεικνύεται



ένας έξοχος προφήτης της μελλοντικής αρνητικής απόδοσης. Οι **Brown & Goetzmann** βρίσκουν ότι: «Υπάρχει ξεκάθαρη απόδειξη σχετικής επαναληπτικότητας απόδοσης. Οι επενδυτές μπορούν να χρησιμοποιήσουν ιστορικά στοιχεία για να νικήσουν την αγορά».

## 4. Οι Μελέτες που Εκπονήθηκαν Μετά το 1995

### 4.1. Capon, Fitzsimmons & Prince (1996)

Οι **Capon, Fitzsimmons & Prince** αναλύουν τις αγοραστικές αποφάσεις των καταναλωτών με περισσότερη λεπτομέρεια και περιγράφουν την όλη διαδικασία ως εξής:

- ✓ Οι επενδυτές συγκεντρώνουν πληροφορίες για τα Α/Κ, τόσο από εσωτερικές πηγές (π.χ. μνήμη προηγούμενης εμπειρίας), όσο και από εξωτερικές πηγές (π.χ. διαφημίσεις, έντυπα, φυλλάδια, άρθρα εφημερίδων). Αυτά ορίζονται ως πηγές πληροφοριών.
- ✓ Με αυτές τις πληροφορίες ένα σύνολο προϊόντων και υπηρεσιών αναπτύσσονται με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά γνωρίσματα (τιμή, επίδοση, επίπεδο υπηρεσίας) που είναι σημαντικά στον επενδυτή, όταν αξιολογεί διάφορες προσφορές προϊόντος. Αυτά ορίζονται ως κριτήρια επιλογής.
- ✓ Ο επενδυτής χρησιμοποιεί αυτά τα κριτήρια επιλογής για να αποφασίσει ποιο Α/Κ από το σύνολο των εναλλακτικών λύσεων θα αγοράσει τελικά.

Το ζήτημα της παρελθούσας απόδοσης είναι ιδιαίτερα περίπλοκο παράδειγμα, καθώς μπορεί να χρησιμοποιηθεί και ως πηγή πληροφοριών

και ως κριτήριο επιλογής. Στο στάδιο πηγής πληροφοριών, ο επενδυτής μπορεί να χρησιμοποιήσει τις κατατάξεις αποδόσεων είτε για να επιλέξει πιθανά μέτρα απόδοσης (ενός χρόνου, τριών χρόνων ή πέντε χρόνων), είτε για να αποφασίσει μεταξύ Α/Κ ανάπτυξης και εισοδήματος ή μικρών και μεγάλων οικογενειών Α/Κ. Οι επενδυτές μπορούν τότε να διαλέξουν την απόδοση ενός έτους σαν το πιο σημαντικό κριτήριο επιλογής, όταν επιλέγουν μεταξύ εναλλακτικών Α/Κ. Έρευνα σε 3.386 άτομα στις Η.Π.Α. παρέχει τις κάτωθι ταξινομήσεις:

**Πίνακας:** Importance of information sources in mutual fund investments

Information source	Mean	(Standard
Published Performance Rankings	4.57	(0.73)
Advertising	3.13	(1.21)
Commission- Based Financial Advisers	2.60	(1.59)
Seminars	1.89	(1.34)
Recommendations of Friends/Family	1.74	(1.05)
Recommendation of Business Associates	1.56	(0.85)
Fee- Based Financial Advisers	1.34	(0.91)
Books	1.17	(0.63)
Direct Mail	1.11	(0.42)

Πηγή : Capon, Fitzsimmons & Prince (1996). Χρησιμοποιείται κλίμακα 5 σημείων: 1 = καθόλου σημαντικό, 5 = εξαιρετικά σημαντικό. Κάθε μεταβλητή είναι σημαντικά διαφορετική από την παρακείμενη μεταβλητή της στο  $p < .01$ . Η διατύπωση της ερώτησης είναι ως εξής: Πόσο σημαντικές είναι για σένα οι ακόλουθες πηγές πληροφοριών στην αγορά Α/Κ; Παρακαλώ απάντησε με ένα νούμερο από το 1 έως το 5 βασιζόμενος στο πόσο σημαντική είναι η πηγή πληροφόρησης για σένα, όπου 1 = καθόλου σημαντικό, 5 = εξαιρετικά σημαντικό

**Πίνακας :** Importance of selection criteria in mutual fund investments

Selection criteria	Mean	(Standard deviation)
Investment Performance Track Record	4.62	(0.64)
Fund Manager Reputation	4.00	(0.77)
Scope (Number of funds in the family)	3.94	(1.06)
Responsiveness to Enquiries	2.30	(1.08)

Management Fees	2.28	(1.31)
Investment Management Style	1.68	(1.12)
Additional Features (Checking, brokerage)	1.38	(0.92)
Confidentiality	1.35	(0.83)
Community Service/Charity Record	1.09	(0.48)

Πηγή: Caron, Fitzsimmons & Prince (1996). Χρησιμοποιείται κλίμακα 5 σημείων: 1 = καθόλου σημαντικό, 5 = εξαιρετικά σημαντικό. Κάθε μεταβλητή είναι σημαντικά διαφορετική από την παρακείμενη μεταβλητή της στο  $p < .01$ . Η διατύπωση της ερώτησης είναι ως εξής: Πόσο σημαντικό είναι για σένα τα ακόλουθα κριτήρια επιλογής στην αγορά Α/Κ; Παρακαλώ απάντησε με ένα νούμερο από το 1 έως το 5 βασιζόμενος στο πόσο σημαντικό είναι το κριτήριο επιλογής για σένα, όπου 1 = καθόλου σημαντικό, 5 = εξαιρετικά σημαντικό.

Οι σχετικές με την επίδοση μεταβλητές αποδεικνύονται να συνιστούν και τις πιο σημαντικές πηγές πληροφόρησης και τα πιο σημαντικά κριτήρια επιλογής. Επιπλέον, οι επενδυτές αποδεικνύονται να είναι γενικά απληροφόρητοι για τα Α/Κ τους, με το 75% των ατόμων να μη γνωρίζουν το ύψος του Α/Κ τους (π.χ. εισόδημα, ανάπτυξη) και με το 72,3% να μη γνωρίζουν αν τα Α/Κ τους έχουν εγχώριο ή διεθνή προσανατολισμό.

#### 4.2. Η Μελέτη του Gruber (1996)

Ο Gruber στην ανάλυσή του διαπιστώνει ότι ο επενδυτής, αγοράζοντας τα κορυφαία Α/Κ του δεκατημορίου, βασιζόμενος στο alpha (4 παραγόντων), θα έχει συγκεντρώσει μια απόδοση προσαρμοσμένη στον κίνδυνο μεγαλύτερη του 0,75% ανά έτος για το διάστημα 1985-1994. Ο Gruber εκπλήσσεται όχι για την ύπαρξη του φαινομένου της επαναληπτικότητας, αλλά για τη δύναμη της επίδρασής της και διαπιστώνει ότι: «Ενώ οι δαπάνες παρέχουν πληροφορίες σχετικά με τη μελλοντική επίδοση, η προηγούμενη επίδοση παρέχει ισχυρότερες και ως ένα ορισμένο βαθμό ανεξάρτητες πληροφορίες για την μελλοντική».

Ο Gruber επίσης διαπιστώνει ότι η μελλοντική απόδοση είναι εν μέρει προβλέψιμη από την προηγούμενη απόδοση. Εξηγεί ότι: «Μια ομάδα επενδυτών φαίνεται να αναγνωρίζει το φαινόμενο αυτό, όπως αποδεικνύεται από το γεγονός ότι η ροή νέου χρήματος μέσα και έξω από τα Α/Κ, ακολουθεί τους προφήτες της μελλοντικής απόδοσης».

Ο Gruber διαπιστώνει ότι τα χρήματα παραμένουν στα Α/Κ που αποδίδουν άσχημα και που προβλέπεται να συνεχίσουν έτσι, εξαιτίας τριών τύπων πελατολογίου. Ο πρώτος τύπος είναι οι απλοί επενδυτές, που στηρίζονται σε διαφημιστικούς και άλλους παράγοντες, όταν κάνουν επιλογές Α/Κ, ο δεύτερος τύπος είναι οι θεσμικά περιορισμένοι επενδυτές και ο τρίτος τύπος είναι οι φορολογικά μειονεκτικοί επενδυτές. Έτσι, υπονοείται ότι οι μειονεκτικοί επενδυτές μπορούν να βοηθηθούν για να βγουν από Α/Κ με χαμηλή απόδοση και να αυξήσουν το χρηματοοικονομικό τους υπόβαθρο με ξεκάθαρη πληροφόρηση στα διαθέσιμα δεδομένα παρελθούσας απόδοσης.

#### 4.3. Η Μελέτη των Elton, Gruber & Blake (1996)

Οι αναλυτές αυτοί ελέγχουν το φαινόμενο της επαναληπτικότητας σε 188 μετοχικά Α/Κ για την περίοδο 1997-1993, χρησιμοποιώντας μια μεθοδολογία που αντιμετωπίζει ικανοποιητικά το πρόβλημα της βιωσιμότητας των Α/Κ. Χρησιμοποιούν ένα τετραπαραγοντικό μοντέλο για να προσαρμόζουν τις αποδόσεις στον κίνδυνο. Οι παράγοντες που χρησιμοποιούνται, περιλαμβάνουν το συστηματικό κίνδυνο της αγοράς, τη διαφορά κεφαλαιοποίησης μεταξύ μεγάλων και μικρών εταιρειών, τη διαφορά απόδοσης ενός μέσου χαρτοφυλακίου «αξίας» και ενός μέσου χαρτοφυλακίου «ανάπτυξης», καθώς και την επιπλέον απόδοση ενός χαρτοφυλακίου ομολογιών.

Οι αναλυτές εφαρμόζουν, επίσης, τεχνικές επιλογής χαρτοφυλακίων A/K που οδηγούν σε αποδόσεις μεγαλύτερες των αποδόσεων που πετυχαίνουν τα A/K δεικτών. Ειδικότερα, κατατάσσουν τα A/K σε δέκα κατηγορίες με βάση τις αποδόσεις του προηγούμενου έτους και συγκρίνουν την απόδοση του καλύτερου με το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο (risk free rate) συν κάποιο risk premium.

Οι διαπιστώσεις των Elton, Gruber & Blake, σε αντίθεση με τους Carhart και Malkiel, υποστηρίζουν την επαναληπτικότητα των αποδόσεων, καθώς στηρίζουν την άποψη ότι η ιστορική αποδοτικότητα εμπεριέχει πληροφορίες για την αποδοτικότητα στις επόμενες περιόδους, καθώς οι αποδόσεις των χαρτοφυλακίων επαναλαμβάνονται τόσο για ένα όσο και για τρία χρόνια πρόβλεψης.

Παράλληλα, χρησιμοποιώντας τεχνικές της θεωρίας χαρτοφυλακίου για κάθε κατηγορία, επιλέγουν τις βέλτιστες σταθμίσεις (max απόδοση - min κίνδυνος) των A/K, γεγονός που είχε ως αποτέλεσμα την επίτευξη θετικών αποδόσεων μέχρι 1,50% ετησίως. Τέλος οι Elton, Gruber & Blake συμπεραίνουν: «Υπάρχουν συγκεκριμένες πληροφορίες σχετικά με τη μελλοντική απόδοση που μεταβιβάζονται από την παρελθούσα απόδοση».

#### 4.4. Η Μελέτη του Sauer (1997)

Ο Sauer διαπιστώνει στατιστικά σημαντικές ενδείξεις επαναληπτικότητας στο δείγμα του, που καλύπτει την περίοδο 1980-1992, αλλά όταν διαχωρίζει τα A/K με κριτήριο τους επενδυτικούς στόχους τους, δηλαδή θεωρεί αναπτυξιακούς ή αναπτυξιακούς και εισοδηματικούς τομείς, ανακαλύπτει ότι η επαναληπτικότητα δεν είναι εμφανής. Όπως τονίζεται στη

μελέτη η χρησιμότητα της πληροφορίας, εξαρτάται από το αν οι επενδυτές επιλέγουν βάσει A/K, ή βάσει κατηγορίας A/K. Στην πρώτη περίπτωση υπάρχουν στοιχεία επαναληπτικότητας, ενώ στη δεύτερη δεν υπάρχουν.

Ο μελετητής εντοπίζει επίσης ότι πληροφορίες περιέχονται στην απόδοση προηγούμενης περιόδου, όταν ταξινομεί χαρτοφυλάκια, διαπιστώνει όμως ότι ένα τεχνητά δημιουργημένο χαρτοφυλάκιο επιδεικνύει άριστη απόδοση στις τέσσερις από τις οκτώ περιόδους και έτσι τελικά συμπεραίνει ότι η προηγούμενη απόδοση δεν περιέχει χρήσιμη πληροφόρηση.

#### 4.5. Η Μελέτη των Phelps & Detzel (1997)

Οι Phelps & Detzel επεξεργάζονται τις αποδόσεις A/K μεταξύ των ετών 1975 και 1996 και καταλήγουν ότι αφού οι αποδόσεις των A/K προσαρμοστούν στα χαρακτηριστικά μεγέθους και ύφους, η επαναληπτικότητα της απόδοσης A/K δεν είναι πια παρούσα.

#### 4.6. Η Μελέτη του Carhart (1997)

Ο μελετητής χρησιμοποιεί δεδομένα προσαρμοσμένα στον κίνδυνο εφαρμόζοντας το κλασικό μοντέλο της Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (CAPM), καθώς και ένα εναλλακτικό υπόδειγμα τεσσάρων παραγόντων, όπου κάθε παράγοντας αντιπροσωπεύει διαφορετική πηγή κινδύνου και εξηγεί ένα μέρος της απόδοσης των A/K: συστηματικός κίνδυνος, κεφαλαιοποίηση, μετοχική αξία σε σχέση με λογιστική αξία και μέγεθος στιγμιαίας επένδυσης. Ο Carhart μελετά ένα μεγάλο δείγμα A/K στην περίοδο 1962-1993 απαλλαγμένο από το πρόβλημα βιωσιμότητας

(survivorship bias), αφού περιέχει όλα τα A/K για το χρόνο που υπάρχουν αποδόσεις ασχέτως αν αργότερα διαλύθηκαν ή συγχωνεύθηκαν με άλλο.

Ο Carhart δημιουργεί στην αρχή κάθε έτους 10 χαρτοφυλάκια A/K με βάση τις αποδόσεις που είχαν επιτύχει το προηγούμενο έτος. Τα χαρτοφυλάκια που περιείχαν ισοσταθμισμένα A/K υφίστανται νέα αναδιάρθρωση με την αρχή του κάθε έτους και έτσι συνεχίζεται η διαδικασία. Τα αποτελέσματα αυτής της στρατηγικής μελετήθηκαν με τις απλές ετήσιες αποδόσεις πλέον του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο (risk free rate), με το alpha του Jensen που εκτιμάται από το μοντέλο της Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων, αλλά και από το τετραπαραγοντικό μοντέλο.

Η μελέτη κατέδειξε ότι τα αποτελέσματα από τις αποδόσεις 30 ετών είναι ενδιαφέροντα, καθώς παρατηρείται 0,67% επιπλέον μηνιαία απόδοση του καλύτερου χαρτοφυλακίου από το χειρότερο. Ωστόσο σύμφωνα με το υπόδειγμα των τεσσάρων παραγόντων που εξηγεί με καλύτερο τρόπο τις διακυμάνσεις στις αποδόσεις, η μισή από την παραπάνω διαφορά εξηγείται από τον παράγοντα της στιγμιαίας επένδυσης, ενώ η υπόλοιπη από τη διαφορά μεταξύ ένατου και δέκατου χαρτοφυλακίου, καθώς και του διαχειριστικού κόστους και του κόστους συναλλαγής.

Η διαφορά γίνεται μικρότερη, όταν τα χαρτοφυλάκια δημιουργούνται με τις αποδόσεις περισσότερων του ενός προηγούμενων ετών. Εξαιρέση αποτελούν τα A/K με τις χειρότερες αποδόσεις που έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα να τις συνεχίσουν και στα επόμενα έτη, καθώς και το καλύτερο χαρτοφυλάκιο (με βάση το άλφα) που διατηρεί την υπεροχή στις αποδόσεις τουλάχιστον για πέντε έτη. Η επαναληπτικότητα αυτή, όμως, δεν είναι ισχυρή και η διαφορά απόδοσης δεν είναι μεγάλη. Οι επενδυτές στην

ανάπτυξη μιας επενδυτικής στρατηγικής, μπορούν να καρπωθούν τη διαφορά στις αποδόσεις μεταξύ των καλύτερων και των χειρότερων Α/Κ

Τελικά ο Carhart συμπεραίνει: *«Το να αγοράζεις τους νικητές των προηγούμενων χρόνων είναι μια εφαρμόσιμη στρατηγική»*. Αυτό δείχνει ότι η επαναληπτικότητα υπάρχει και ότι είναι δυνατό να χρησιμοποιηθεί αυτή η γνώση για να εφαρμοστεί μια επενδυτική στρατηγική, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα. Η στρατηγική αυτή δεν μπορεί να εφαρμοσθεί για μεγάλα χρονικά διαστήματα, αφού η επαναληπτικότητα στην επίδοση διαφοροποιείται με το εύρος του χρονικού ορίζοντα.

#### 4.7 Η Μελέτη του Wermers (1997)

Ο Wermers διαπιστώνει, επαναληπτικότητα στις αποδόσεις Α/Κ για βραχυπρόθεσμο ορίζοντα. Ο μελετητής τονίζει ότι αν οι επενδυτές μπορούν να πετύχουν αποδόσεις μεγαλύτερες από τις συμβατικά αναμενόμενες με τη χρήση κατάλληλων πληροφοριών τότε οι πληροφορίες αυτές θα έπρεπε να είναι σε κάθε περίπτωση διαθέσιμες.

#### 4.8. Η Μελέτη των Sirri & Tufano (1998)

Οι Sirri & Tufano δεν εξετάζουν συγκεκριμένα το θέμα της επίδοσης, αλλά ένα πρότυπο συμπεριφοράς αγοράς Α/Κ, θεωρώντας διαφορετικές μεθόδους αναζήτησης και αναζήτησης δαπανών. Στην ανασκόπηση της βιβλιογραφίας συμπεραίνουν ότι οι κακοί διαχειριστές επαναλαμβάνονται και ότι υπάρχουν ανάμικτα στοιχεία όσον αφορά την επαναληπτικότητα απόδοσης των καλών διαχειριστών.



Οι μελετητές βασιζόμενοι σε αυτές τις μελέτες αναμένουν να βρουν μια μείωση στο καθαρό ενεργητικό των χαμηλών σε απόδοση Α/Κ, καθώς οι επενδυτές συνειδητοποιούν ότι τα συγκεκριμένα Α/Κ μπορεί να συνεχίσουν να αποδίδουν κακά, Επίσης προσδοκούν να διαπιστώσουν μια μικρή αύξηση στο καθαρό ενεργητικό των υψηλών σε απόδοση Α/Κ, καθώς οι επενδυτές πιστεύουν ότι η έξοχη απόδοση των Α/Κ μπορεί να επαναληφθεί.

Στην πραγματικότητα οι **Sirri & Tufano** εντοπίζουν μια πολύ ισχυρότερη σχέση στα υψηλότερης απόδοσης Α/Κ με τους επενδυτές να εισέρχονται σε αυτά τα Α/Κ, αλλά να αποτυγχάνουν να εξέρχονται με τον ίδιο ρυθμό από τα Α/Κ χαμηλότερης απόδοσης. Το φαινόμενο αυτό οφείλεται σε πολλούς παράγοντες στους οποίους εμπεριέχονται και οι ψυχολογικοί.

#### 4.9. Η Μελέτη των Barber, Odean & Zheng (2000)

Οι **Barber, Odean & Zheng** εξετάζουν αν τα άτομα μπορούν να ωφεληθούν από το κυνήγι της απόδοσης και βρίσκουν ότι μπορεί να είναι λογικό για τους επενδυτές να κυνηγούν την απόδοση Α/Κ. Οι μελετητές σημειώνουν ότι: *«Υπάρχουν ισχυρά εμπειρικά στοιχεία ότι τα κακά Α/Κ επαναλαμβάνονται. Κατά συνέπεια αποφεύγοντας κάποιος επενδυτής τα κακά Α/Κ, θα ενίσχυε τις αποδόσεις του».*

Οι **Barber, Odean & Zheng** εκθέτουν στοιχεία για το πώς οι επενδυτές αντιδρούν κατά την ολοκλήρωση των συναλλαγών Α/Κ, χρησιμοποιώντας μια έρευνα 78.000 νοικοκυριών και ένα τελικό δείγμα από 226.592 αγορές Α/Κ και 85.731 πωλήσεις Α/Κ. Οι επενδυτές τείνουν να αγοράζουν Α/Κ με ισχυρή προηγούμενη απόδοση, με τα κορυφαία δυο δεκατημόρια

απόδοσης να αποτελούν κατά προσέγγιση το 1/5 των επενδύσεων, αλλά το 54% των αγορών. Αυτά τα δεκατημόρια αποτελούν επίσης το 38% των πωλήσεων, ενώ τα κατώτατα 2 δεκατημόρια αποτελούν μόνο το 14% των πωλήσεων και το 12,5% των επενδύσεων. Η πληροφορία αυτή, όταν συνδυάζεται με τα στοιχεία της επαναληπτικότητας, υποδεικνύει ότι οι καταναλωτές δε συμπεριφέρονται λογικά. Με τη χαμηλή απόδοση να επιμένει πιο έντονα και για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα απ' ό,τι η υψηλή απόδοση, οι επενδυτές πρέπει να πουλήσουν τα «ηττημένα» Α/Κ παρά τα Α/Κ «νικητές», αλλά στην πραγματικότητα βρίσκουν ότι ισχύει το αντίστροφο.

Όταν αγοράζουν Α/Κ, οι επενδυτές τείνουν να πιστεύουν ότι η απόδοση ενός Α/Κ είναι υπερβολικά αντιπροσωπευτική των μελλοντικών του προοπτικών και επομένως αγοράζουν μεγαλύτερη αναλογία των Α/Κ με πρόσφατα υψηλές αποδόσεις. Υπάρχουν στοιχεία για να υποστηριχθεί αυτή η συμπεριφορά.

Εντούτοις, το αντίστροφο ισχύει κατά την πώληση Α/Κ - οι επενδυτές κρατούν τα «ηττημένα» Α/Κ για μεγάλο διάστημα και πωλούν τα Α/Κ «νικητές» πολύ γρήγορα. Στην περίπτωση αυτή, οι επενδυτές δεν συμπεριφέρονται προσδοκώντας ότι οι προηγούμενες αποδόσεις θα προβλέψουν το μέλλον, ενώ στην πραγματικότητα το κάνουν. Η προώθηση της σωστής ερμηνείας της επαναληπτικότητας μπορεί να βοηθήσει τους επενδυτές να αυξήσουν την ορθολογιστική ικανότητά τους σε ότι αφορά τις αγορές τους και ανάλογα και τις αποδόσεις τους. «Οι επενδυτές πρέπει επομένως να αγοράζουν Α/Κ με χαμηλά λειτουργικά έξοδα και να πουλούν τα «ηττημένα» Α/Κ τους. Δυστυχώς δεν το κάνουν».

#### 4.10. Η μελέτη των Jain & Wu (2000)

Οι μελετητές, εξετάζουν αν τα Α/Κ που διαφημίζονται και που τα ακολουθεί μια περίοδος πολύ καλής επίδοσης, συνεχίζουν να επιδεικνύουν την ίδια καλή απόδοση και στο επόμενο χρονικό διάστημα. Οι Jain & Wu χρησιμοποιούν ένα δείγμα από 254 Α/Κ που διαφημίζονται στα περιοδικά "Barron" ή "Money", και εξετάζουν τις αποδόσεις μέσα στο χρόνο τόσο πριν όσο και μετά τη διαφήμιση διαπιστώνοντας ότι οι αποδόσεις των Α/Κ τη –μετά τη διαφήμιση- περίοδο είναι κατά μέσο όρο σημαντικά κατώτερες, όταν συγκρίνονται με τους δείκτες αναφοράς (benchmarks).

Έτσι οι μελετητές καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η προ-διαφήμισης καλή απόδοση δεν οφείλεται σε ικανότητες και ότι η υπέρ-επίδοση των διαφημισμένων Α/Κ δεν συνεχίζεται. Πρέπει να τονιστεί ότι οι μελετητές δεν λαμβάνουν υπόψη τους την υπό-επίδοση (underperformance).

#### 4.11. Η μελέτη του Wermers (2001)

Ο μελετητής χρησιμοποιεί μια νέα βάση δεδομένων, κοιτώντας την απόδοση Α/Κ τόσο σε επίπεδο μετοχών, όσο και σε επίπεδο καθαρής απόδοσης και διαπιστώνει: «Τα Α/Κ που νίκησαν το προηγούμενο έτος, νικούν κατά τη διάρκεια του επόμενου έτους τα Α/Κ που ηττήθηκαν το προηγούμενο έτος, με ποσοστό σχεδόν 5% για κάθε έτος σε επίπεδο καθαρής απόδοσης, ενώ ταυτόχρονα νικούν και τους δείκτες της αγοράς με ποσοστό 2% ανά έτος».

Ο Wermers καταγράφει ότι τα Α/Κ που είναι «νικητές» το προηγούμενο έτος, γνωρίζουν εισροές της τάξης 20% έως 30% ανά έτος,

ενώ οι «χαμένοι» της προηγούμενης χρονιάς γνωρίζουν εκροές της τάξης 2% έως 3% ανά έτος. Οι «νικητές» του παρελθόντος εξακολουθούν να νικούν τους «ηττημένους» του παρελθόντος για τουλάχιστον δυο χρόνια μετά το έτος ταξινόμησης. Η στρατηγική διακράτησης ενός Α/Κ, που ήταν στο υψηλότερο (ή στο χαμηλότερο) επίπεδο το προηγούμενο έτος, δίνει μια μέση καθαρή απόδοση, που μοιράζεται μεταξύ «νικητών» και «ηττημένων» της προηγούμενης χρονιάς, της τάξης 4,8% και 5,3% για το συνολικό καθαρό ενεργητικό και για ισοσταθμισμένα χαρτοφυλάκια Α/Κ αντίστοιχα. Οι ακαθάριστοι αριθμοί είναι 5,9% και 5,7% αντίστοιχα.

Οι διαπιστώσεις αυτές παρέχουν ισχυρά στοιχεία επαναληπτικότητας της επίδοσης ενός έτους. Επιπρόσθετα, η επένδυση σε Α/Κ με αναπτυξιακό προσανατολισμό που σημείωσαν τις υψηλότερες αποδόσεις την προηγούμενη χρονιά, συνιστά μια στρατηγική που νικά το χαρτοφυλάκιο της αγοράς κατά 2%-3% για τον πρώτο χρόνο, ακολουθώντας την ίδια σχεδόν κατάταξη και την επόμενη χρονιά.

Τελικά ο μελετητής συμπεραίνει: *«Το φαινόμενο της επιτυχίας ακολουθείται από επιτυχία την επόμενη περίοδο ("hot hands"), και οι επενδυτές μπορούν να εντοπίζουν τους διαχειριστές Α/Κ με "hot hands" μέσα από τη χρήση κάποιων απλών δεικτών».*

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

## Η Ελληνική Αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια όπως έχει τονιστεί επανειλημμένα σε όλα τα εδάφια της παρούσας εργασίας παρουσίασαν σε όλη τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 μια πολύ σημαντική ανάπτυξη. Στην Ελλάδα η ανάπτυξη της αγοράς των Α/Κ ήταν εξίσου εντυπωσιακή αλλά η αξιολόγηση της απόδοσης των ελληνικών Α/Κ δεν συνοδεύεται από εκτενή βιβλιογραφία, και οι μελέτες σχετικά με την επαναληπτικότητα της επίδοσης των ελληνικών Α/Κ είναι περιορισμένες. Τα τελευταία όμως χρόνια έχουν γίνει συστηματικότερες προσπάθειες.

Το παρόν κεφάλαιο υποδιαιρείται σε τρεις ενότητες. Στην πρώτη ενότητα αναφέρονται γενικά στοιχεία της ελληνικής αγοράς. Στην δεύτερη ενότητα παρουσιάζονται οι σπουδαιότερες μελέτες που αφορούν το φαινόμενο της επαναληπτικότητας. Τέλος, στην τρίτη ενότητα αναλύονται και παρουσιάζονται κάποια σημαντικά χαρακτηριστικά της ελληνικής βιομηχανίας Α/Κ.

### α. Γενικά Στοιχεία της Ελληνικής Αγοράς Α/Κ.

Η βιομηχανία αμοιβαίων κεφαλαίων ιδρύθηκε στην Ελλάδα το 1972 με την εισαγωγή ενός μετοχικού και ενός μικτού Α/Κ. Ωστόσο, μια σειρά από οικονομικά και πολιτικά γεγονότα προκάλεσαν μια ύφεση στο χρηματιστήριο, με αποτέλεσμα να προκληθεί καθυστέρηση στην ανάπτυξη της βιομηχανίας Α/Κ. και τα επόμενα 15 χρόνια δεν εισήχθη κανένα νέο αμοιβαίο κεφάλαιο. Το 1989, οι επενδυτές έστρεψαν την

προσοχή τους στην βιομηχανία Α/Κ, γεγονός που οφειλόταν κυρίως στις θεσμικές αλλαγές που έγιναν στην ελληνική αγορά κεφαλαίου και στην θετική συμπεριφορά του χρηματιστηρίου Αθηνών.

Κατά τα επόμενα χρόνια, η βιομηχανία Α/Κ συνέχισε να επεκτείνεται με γρήγορους ρυθμούς. Σήμερα, υπάρχουν 28 εταιρείες Α/Κ στην Ελλάδα, οι οποίες διαχειρίζονται 262 διαφορετικά Α/Κ, ενώ το σύνολο του ενεργητικού ξεπερνά τα 28.2 δις ευρώ (Απρίλιος 2006). Το 1991, το ποσοστό των συνολικών περιουσιακών στοιχείων των Α/Κ στις συνολικές καταθέσεις ήταν 2% και αυξήθηκε σε 52% στα τέλη του 1999.

Κατά το έτος 2000, τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια βίωσαν μια δραματική μείωση στα περιουσιακά στοιχεία. Η κατανομή τους στο συνολικό ενεργητικό των Α/Κ ήταν 41.6% το 1999, αλλά μόλις 25.5% το 2000 και 14.6% στο τέλος του 2002. Στην μείωση αυτή οδήγησαν οι μεγάλες χρηματιστηριακές διακυμάνσεις της περιόδου 1999-2002.

Η βιομηχανία Α/Κ στην Ελλάδα έχει μια ολιγοπωλιακή δομή, κυρίως μετά τις συγχωνεύσεις και εξαγορές στον τραπεζικό τομέα (Alpha/ Ionian, National/ National Mortgage, Piraeus Bank/ Chios and Macedonian-Thrace). Πιο συγκεκριμένα, δυο κονσόρτσιουμ, (δηλαδή τα EFG, National), ελέγχουν περίπου το 50% της αγοράς, και επτά κονσόρτσιουμ κατέχουν το 85% του συνολικού ενεργητικού. Το δίκτυο κατανομής για τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελείται κυρίως από το τραπεζικό δίκτυο, που αντιστοιχεί στο 82% των συνολικών περιουσιακών στοιχείων. Οι ασφαλιστικές εταιρείες κατέχουν το 16% και μόνο το 2% αντιστοιχεί στις ίδιες τις εταιρείες διαχείρισης.

Ως κεφάλαιο εκκίνησης για μια εταιρεία αμοιβαίων κεφαλαίων απαιτείται τουλάχιστον το ποσό των 1,2 εκατομμυρίων ευρώ. Σύμφωνα με την υπάρχουσα νομοθεσία, τα 2/5 του κεφαλαίου θα πρέπει να επενδυθούν από ένα οικονομικό ίδρυμα με μετοχικό κεφάλαιο τουλάχιστον 12 εκατομμύρια ευρώ. Τα περιουσιακά στοιχεία των Α/Κ κατατίθενται σε μια ελληνική τράπεζα, που δρα σαν εγγυητής της ασφάλειας των κεφαλαίων, και προστατεύει τα συμφέροντα των μετόχων από την κακοδιαχείριση των διαχειριστών μέσω εκτεταμένων και αυστηρών ελέγχων. Η τράπεζα-εγγυητής και η εταιρεία του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι οι δύο υπεύθυνοι για οποιαδήποτε παραβίαση του νόμου.

Η αμοιβή του εγγυητή καθορίζεται λεπτομερώς στο φυλλάδιο του αμοιβαίου κεφαλαίου, και εκεί αναφέρεται επίσης λεπτομερώς ο επενδυτικός στόχος του κεφαλαίου και περιγράφονται οι βασικοί κανόνες λειτουργίας. Το φυλλάδιο αυτό διατίθεται από την εταιρεία αμοιβαίων κεφαλαίων και πρέπει να υποβληθεί προς έγκριση στην Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Τα ελληνικά Α/Κ ταξινομούνται ως εξής α) κεφάλαια χρηματαγοράς, που επενδύουν κυρίως στην χρηματαγορά β) κεφάλαια ομολόγων, που επενδύουν κυρίως σε ομόλογα, γ) μετοχικά κεφάλαια, που επενδύουν σε συνήθεις μετοχές, δ) ισοσκελισμένου τύπου κεφάλαια, που επενδύουν και σε σταθερές μετοχές και σε ομόλογα, ε) ειδικού τύπου κεφάλαια, που επενδύουν σε μετοχές που ανήκουν μόνο σε μια συγκεκριμένη βιομηχανία ή σε κλάδο της οικονομίας.

## β. Το Φαινόμενο της Επαναληπτικότητας στα Ελληνικά Α/Κ

### β.1. Οι Μελέτες της Πρώτης Περιόδου (1980-1995)

#### 1. Η Μελέτη του Γ. Χατζηνικολάου (1980)

Ο αναλυτής ερευνά για πρώτη φορά την απόδοση των μοναδικών ελληνικών Α/Κ για την περίοδο 1970-1976, «Δήλος» και «Ερμής» και θεωρώντας ότι τα συγκεκριμένα Α/Κ για τη συγκεκριμένη περίοδο είχαν διεθνή προσανατολισμό, χρησιμοποιεί τα κριτήρια **Sharpe, Treynor & Jensen**, υιοθετώντας την προσέγγιση του **Solnik**. Έτσι οδηγείται στα εξής συμπεράσματα:

- ✚ Η χρηματιστηριακή αγορά των Αθηνών είναι μη αποτελεσματική και φαίνεται ότι όσοι έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες, οι οποίες δεν είναι διαθέσιμες σε όλους, είναι σε θέση να πραγματοποιούν υπέρ-κανονικά κέρδη.
- ✚ Χωρίζοντας το δείγμα σε δυο υπό-περιόδους, τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν ότι μόνο το ένα από τα δυο Α/Κ είχε μια διαχρονική συνέπεια στην επίδοσή του.

#### 2. Η Μελέτη του Ν. Φίλιππα (1991)

Ο μελετητής εξετάζει την απόδοση τριών αμοιβαίων κεφαλαίων κατά τη διάρκεια του 1990, χρησιμοποιώντας τα κριτήρια των **Sharpe & Treynor**. Το συμπέρασμα το οποίο αποτυπώθηκε ήταν ότι το μοναδικό (εκ των τριών) Α/Κ που είχε ιδιωτικό προσανατολισμό είχε καλύτερες αποδόσεις από αυτές του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών



Αθηνών. Αντίθετα, τα άλλα δυο που είχαν δημόσιο χαρακτήρα, παρουσίαζαν μικρότερες αποδόσεις από αυτές του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

### **3. Η Μελέτη του Ν. Μυλωνά (1995)**

Ο μελετητής χρησιμοποιεί δείγμα 36 Α/Κ (95% της συνολικής Ελληνικής Αγοράς Α/Κ) για την περίοδο 1/1/1990 – 31/12/1993 και αξιολογεί την επίδοση των Α/Κ, αλλά και την ικανότητα των διαχειριστών να διατηρήσουν τη σειρά κατάταξης από τη μια χρονική περίοδο στην επόμενη. Οι διαπιστώσεις δείχνουν ότι η αγορά των Α/Κ λειτουργεί εύρυθμα, αφού η ανάληψη κινδύνου και απόδοσης συμβαδίζει με την ακολουθούμενη επενδυτική πολιτική.

Επίσης, διαπιστώνεται ότι τα ελληνικά μετοχικά Α/Κ επιτυγχάνουν καλύτερες αποδόσεις από αυτές του Γενικού Δείκτη και μάλιστα με λιγότερο κίνδυνο. Όσο αφορά την επαναληπτικότητα της επίδοσης, όπως και στο διεθνή χώρο, αποκαλύπτεται ότι είναι ελάχιστα τα Α/Κ που επαναλαμβάνουν τη σειρά αξιολόγησης σε δυο διαφορετικές διετίες, καθώς τα περισσότερα Α/Κ αλλάζουν σειρά κατάταξης από τη μια διετία στην άλλη.

## **β.2. Οι Μελέτες της Δεύτερης Περιόδου (1995-2005)**

### **1. Η Μελέτη του Ν. Φίλιππα (1998)**

Ο μελετητής χρησιμοποιεί ένα δείγμα 19 αμοιβαίων κεφαλαίων (10 μετοχικά και 9 μικτά) και εφαρμόζει τα κριτήρια των Sharpe, Treynor &

Jensen για τη χρονική περίοδο 1993-1997. Τα αποτελέσματα οδηγούν στα εξής εμπειρικά συμπεράσματα:

- ✚ Στην εξεταζόμενη περίοδο τα περισσότερα Α/Κ πετυχαίνουν ικανοποιητικές αποδόσεις, γεγονός που αποδεικνύει τη διαχρονική βελτίωση των διαχειριστών. Ειδικότερα, πέντε Α/Κ από τα δεκαεννιά πέτυχαν καλύτερη απόδοση από αυτή του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών (Τα αποτελέσματα αυτά ισχύουν για όλα τα κριτήρια αξιολόγησης).
- ✚ Οι διαχειριστές των εξεταζόμενων Α/Κ δεν μεταβάλλουν (κατά μέσον όρο) διαχρονικά την κατάταξη της επικινδυνότητας των χαρτοφυλακίων που διαχειρίζονται.
- ✚ Διαπιστώνεται ισχυρή θετική συσχέτιση μεταξύ της επίδοσης των Α/Κ μιας περιόδου (1993-1994), με αυτή της επόμενης (1995-1996). Το αποτέλεσμα αυτό αφορά όλα τα κριτήρια αξιολόγησης που χρησιμοποιήθηκαν στη συγκεκριμένη εργασία.

## 2. Η Μελέτη του Ν. Μυλωνά (1999)

Ο Ν. Μυλωνάς ελέγχει την επίδοση και την ικανότητα των διαχειριστών να διατηρήσουν τη σειρά κατάταξης από τη μια χρονική περίοδο στην επόμενη. Ο αναλυτής χρησιμοποιεί δείγμα το οποίο περιλαμβάνει 46 Α/Κ από όλες τις κατηγορίες, τα οποία στο τέλος του 1996 αποτελούν το 80% της συνολικής αγοράς Α/Κ στην Ελλάδα και αφορά την περίοδο 1990-1996. Αφού υπολογίζει συντελεστές μεταβλητότητας, και

εφαρμόζει τα κριτήρια **Sharpe, Treynor & Jensen** κατατάσσει τα A/K τόσο με βάση την απόδοσή τους, όσο και με βάση τον κίνδυνό τους.

Για τη μέτρηση της επαναληπτικότητας στην απόδοση των A/K που εξετάζει, (i) παλινδρομεί τη σειρά κατάταξης των A/K μεταξύ διαδοχικών ετών, διαφοροποιώντας την ανάλογα με το κριτήριο (**Sharpe, Treynor & Jensen**) που χρησιμοποιεί και (ii) παλινδρομεί την απόδοση των A/K μεταξύ διαδοχικών ετών, διαφοροποιώντας την ανάλογα με το κριτήριο (**Sharpe, Treynor & Jensen**) που χρησιμοποιεί.

Και στις δυο περιπτώσεις διαπιστώνεται έλλειψη επαναληπτικότητας στην επίδοση μεταξύ των δυο περιόδων. Εξαίρεση αποτελεί το 1994, έτος κατά το οποίο η επαναληπτικότητα δεν μπορεί να αποκλεισθεί. Επίσης διαπιστώνεται ότι η αποδοτικότητα δεν προέρχεται από την όποια κατάταξη έχει το A/K την προηγούμενη περίοδο, αλλά από άλλους παράγοντες.

### 3. Η Μελέτη των **N. Φίλιππα και E. Τσιώνα (2000)**

Οι μελετητές εξετάζουν τις μηνιαίες αποδόσεις 34 μετοχικών και μικτών A/K για την περίοδο 1996- 1999. Ως χαρτοφυλάκιο της αγοράς χρησιμοποιείται ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και ως απαλλαγμένο από τον κίνδυνο επιτόκιο, το επιτόκιο των τριμηνιαίων Εντόκων Γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου. Στην συγκεκριμένη μελέτη εφαρμόζονται τα μοντέλα των **Henriksson & Merton**, των **Bhattacharya & Pfleiderer** και των **Lockwood & Kadiyala**.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα των συγγραφέων οδηγούν στο συμπέρασμα ότι υπάρχουν περιορισμένες ικανότητες συγχρονισμού και επιλεκτικότητας των διαχειριστών. Η εφαρμογή όμως του μοντέλου των

Lockwood & Kadiyala καταδεικνύει ότι αρκετοί διαχειριστές παρουσιάζουν ικανότητες επιλεκτικότητας, αλλά ταυτόχρονα και έλλειψη συγχρονισμού.

#### 4. Η Μελέτη των Ν. Φίλιππα και Β. Μπαμπαλού (2005)

Οι μελετητές στην εργασία αυτή ελέγχουν την επαναληπτικότητα της επίδοσης των ελληνικών Α/Κ τόσο σε βραχυχρόνιο όσο και σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Ο έλεγχος της επίδοσης πραγματοποιήθηκε με την χρήση έξι εναλλακτικών μέτρων: των απλών αποδόσεων, του κριτηρίου του Sharpe, της μη φυσιολογικής απόδοσης μέσω του μονοπαραγοντικού υποδείγματος (άλφα του Jensen), καθώς και της μη φυσιολογικής απόδοσης που προκύπτει από τα τρία πολυπαραγοντικά υποδείγματα, των Fama & French (1993,96), των Elton et al (1996), και του Carhart (1997). Επίσης με τη χρήση μη -παραμετρικών μεθόδων εξετάστηκε η περίοδος 1998-2004, μια χρονική περίοδος με μεγάλες χρηματιστηριακές μεταβολές.

Η εξεταζόμενη περίοδος προσδίδει ιδιαίτερη βαρύτητα στα συμπεράσματα, αφού η πλειοψηφία των προηγούμενων μελετών περιλαμβάνει αποκλειστικά συνεχόμενες ανοδικές φάσεις. Ως χαρτοφυλάκια αναφοράς χρησιμοποιήθηκαν: α) του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών, και β) του Δείκτη συνολικής απόδοσης της Dow Jones για την Ελλάδα. Το δείγμα από το οποίο ελήφθησαν τα δεδομένα περιελάμβανε όλα τα μετοχικά Α/Κ εσωτερικού τα οποία παρουσίασαν συνεχή στοιχεία για κάθε συνεχόμενη επικαλυπτόμενη διετία της περιόδου 1/1/1998-31/12/2004.

## **Τα συμπεράσματα της μελέτης είναι τα εξής:**

Η χρήση της απλής απόδοσης, του δείκτη του Sharpe και του μονοπαραγοντικού υποδείγματος οδηγούν σε ισχυρές ενδείξεις επαναληπτικότητας. Όμως η χρήση πολυπαραγοντικών υποδειγμάτων οδηγεί σε εμφάνιση επαναληπτικότητας μόνο για μία από τις έξι εξεταζόμενες περιόδους. Όλα τα υποδείγματα επιβεβαιώνουν την ύπαρξη μεσομακροχρόνιας επαναληπτικότητας παρά το γεγονός ότι η χρήση του πιο ολοκληρωμένου υποδείγματος του Carhart μειώνει την έντασή της.

Τα αποτελέσματα της μελέτης δεν είναι συγκρίσιμα με τα αποτελέσματα άλλων αγορών Α/Κ, λόγω της διαφορετικής μεθοδολογίας που χρησιμοποιήθηκε (πολυπαραγοντικά υποδείγματα αξιολόγησης), αλλά κυρίως λόγω της χρονικής περιόδου που εξετάστηκε η οποία περιελάμβανε εναλλακτικές χρηματιστηριακές φάσεις. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον προκαλεί το γεγονός ότι τελικά εμφανίζεται επαναληπτικότητα σε συνολικό επίπεδο. Επίσης, από την ανάλυση των στοιχείων σε ατομικό επίπεδο προκύπτει ότι υπάρχουν διαχειριστές με χαρακτηριστικά “ζεστού χεριού” (HSBC Αναπτυξιακό) και αντίστοιχα “κρύου” (Ασπίς Μετοχικό).

## **γ. Σημαντικά Χαρακτηριστικά της Ελληνικής Αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

### **γ.1. Η Μελέτη των Ν. Φίλιππα, Ν. Πιπτή και G.M. Caporale (2002)**

#### **Αναδράσεις Μεταξύ των Ροών Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των Αποδόσεων των Μετοχών: Στοιχεία από την Ελληνική Αγορά Κεφαλαίων**

## Εισαγωγή

Η μελέτη αυτή, εξετάζει την αλληλεπίδραση μεταξύ των ροών αμοιβαίων κεφαλαίων και των αποδόσεων των μετοχών, για το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και διαπιστώνει ότι οι πράξεις των θεσμικών επενδυτών έχουν σημαντικές συνέπειες και στην συμπεριφορά των λιγότερο πληροφορημένων επενδυτών και στις ίδιες τις τιμές των μετοχών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο.

Στην εργασία αυτή, χρησιμοποιούνται: α) κατάλληλες οικονομετρικές τεχνικές και υιοθετούνται διαδικασίες ελέγχου της αιτιότητας, οι οποίες δίνουν πολύ αξιόπιστα στατιστικά αποτελέσματα (Toda, Phillips 1993, Toda, Yamamoto 1995) και β) καθημερινά δεδομένα, τα οποία, αντίθετα με τα μηνιαία δεδομένα, επιτρέπουν τον εντοπισμό των πιέσεων των τιμών, και δίνουν επίσης περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τις αντιδράσεις των επενδυτών.

## Ανάλυση του Φαινομένου και Αποτελέσματα

Τα οικονομικά μοντέλα της επιλογής χαρτοφυλακίου υποθέτουν πως οι επενδυτές θα πάρουν υπ' όψιν τους τις αποδόσεις όλων των περιουσιακών στοιχείων όταν αποφασίζουν για τα καλύτερα τους χαρτοφυλάκια. Αυτό θα ισχύει και για τους άμεσους επενδυτές και για τους επενδυτές Α/Κ. Επομένως, μπορούμε να υποθέσουμε πως αν οι πραγματοποιημένες αποδόσεις μετοχών είναι υψηλές, οι επενδυτές Α/Κ θα υποθέσουν πως θα συνεχίσουν να είναι υψηλές και στο εγγύς μέλλον, όταν παίρνουν την απόφαση αν θα αγοράσουν μετοχές. Άρα θα πρέπει να αναμένουμε πως οι σχετικές αναλογίες αποδόσεων στις μετοχές θα είναι χρήσιμες για την πρόβλεψη των ροών χρημάτων σε εναλλακτικά

περιουσιακά στοιχεία, και πως οι αποδόσεις των μετοχών θα καθοδηγούν τις ροές. Αυτό είναι γνωστό σαν υπόθεση ανάδρασης συναλλαγών (Davidson, Dutia 1989, Hendricks 1993).

Οι λόγοι για μια πιθανή ανάδραση από τις ροές προς τις αποδόσεις μετοχών δεν είναι τόσο ξεκάθαροι. Συχνά δηλώνεται στον οικονομικό τύπο πως οι ροές Α/Κ προκαλούν την άνοδο και την πτώση των αποδόσεων των μετοχών. Ένας πιθανός λόγος για αυτό είναι το φαινόμενο της πίεσης των τιμών (Harris, Gurel 1986, Shleifer 1986). Ορισμένες πρόσφατες εργασίες υποστηρίζουν πως η διαίσθηση των επενδυτών αποτελεί σημαντικό παράγοντα στην συνολική κίνηση της αγοράς (Black 1986, Ritter 1988, Lakonishok, Maberly 1990).

Αν πράγματι η διαίσθηση των επενδυτών αποτελεί έναν σημαντικό παράγοντα για τις κινήσεις της αγοράς, και αν οι ροές των Α/Κ αποτελούν μια καλή μέτρηση αυτής της διαίσθησης, τότε οι ροές στα κεφάλαια θα πρέπει να έχουν σημαντική θετική συσχέτιση με τις αποδόσεις των μετοχών.

Ένας τελευταίος λόγος της πιθανής συσχέτισης μεταξύ των ροών Α/Κ και των αποδόσεων των μετοχών σχετίζεται με την αποκάλυψη πληροφοριών (Lee 1991, Warther 1995). Αν οι επενδυτές Α/Κ κατέχουν πληροφορίες, ή αν συναλλάσσονται προς την ίδια κατεύθυνση με ένα άλλο γκρουπ επενδυτών που κατέχουν πληροφορίες, τότε οι συναλλαγές τους θα αποκαλύπτουν ή θα σχετίζονται με νέες πληροφορίες. Σύμφωνα με αυτό το σενάριο, αν οι επενδυτές αμοιβαίων κεφαλαίων είναι καλά πληροφορημένοι, οι συναλλαγές τους θα αποτελούν “σινιάλο” για την αγορά μετοχών. Στην περίπτωση αυτή η αγορά δεν θα αντιδρά σε ροές κεφαλαίων εξαιτίας της πίεσης των τιμών, αλλά μάλλον θα αντιδρά αποτελεσματικά σε νέες πληροφορίες.

Αν υπάρχει μια δυναμική αλληλεπίδραση μεταξύ των εισροών και των αποδόσεων των μετοχών, αυτό θα μπορούσε να έχει σαν αποτέλεσμα μια ανάδραση όπου ένα σοκ στις αποδόσεις μετοχών θα οδηγεί σε μια αλλαγή στις αμοιβαίες εισροές, και αυτό με την σειρά του θα οδηγεί σε μια περαιτέρω αλλαγή στις αποδόσεις μετοχών. Αν αυτές οι αναδράσεις είναι ιδιαίτερα ισχυρές, τότε μπορεί να προκληθεί μια χιονοστιβάδα, με τους κύκλους στις αποδόσεις και στις ροές να γίνονται όλο και μεγαλύτεροι.

Αυτό το σενάριο της χιονοστιβάδας σημαίνει πως ένα σοκ στις τιμές μετοχών, όπως αυτό που συνέβη στις 11 Σεπτεμβρίου 2001 ή τον Οκτώβριο του 1987, μπορεί να προκαλέσει εξαγορά μετοχών στα μετοχικά Α/Κ. Τα φαινόμενο με την σειρά του οδηγεί τους διαχειριστές του κεφαλαίου να πουλήσουν μετοχές, κάνοντας τις τιμές να πέσουν ακόμη πιο πολύ και προκαλώντας και άλλες εξαγορές.

Γενικά, ο μηχανισμός ανάδρασης μπορεί να ενισχύσει τις διακυμάνσεις των τιμών και των ροών μετά από ένα σοκ, και αυτό θα μπορούσε να τελειώσει με μια επιστροφή της ισορροπίας ή να προκαλέσει μια μακροπρόθεσμη αστάθεια και μια παρατεταμένη πτώση στις τιμές. Αν και έχουν γίνει πρόσφατα πολυάριθμες μελέτες σχετικά με την βιομηχανία των Α/Κ, λίγες είναι αυτές που ασχολούνται με το ζήτημα της δυναμικής αλληλεπίδρασης μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών και των ροών αμοιβαίων κεφαλαίων.

Τελικά η ανάλυση υποδεικνύει πως η θεωρία της κεκτημένης ταχύτητας συναλλαγών είναι η πιο πιθανή ερμηνεία για δυναμικές αναδράσεις, και πως οι προσωρινές πιέσεις τιμών μπορεί επίσης να



αποτελούν έναν σχετικό παράγοντα, ενώ η αποκάλυψη πληροφοριών δεν φαίνεται να παίζει κάποιο ρόλο.

## γ.2 . Η Μελέτη των Ν. Φίλιππα και Θ. Φιοτάκη (2003)

### Η Επενδυτική Συμπεριφορά των Ελλήνων Επενδυτών

Η παρούσα μελέτη εξετάζει την επενδυτική συμπεριφορά των Ελλήνων επενδυτών αμοιβαίων κεφαλαίων, την μεσοπρόθεσμη αποδοτικότητα της και την επίδρασή της στην απόδοση των ατομικών κεφαλαίων. Η μελέτη θα μπορούσε να έχει τίτλο κυνηγώντας την τάση και χάνοντας χρήματα. Πρόκειται για ένα πολύ σημαντικό ζήτημα, το οποίο όμως δεν έχει ερευνηθεί εκτενώς και στην παρούσα μελέτη εξετάζεται κάτω από το πρίσμα μιας μικρής, αναδυόμενης αγοράς κεφαλαίων- της ελληνικής- η οποία όμως αναπτύσσεται προς την ωριμότητα.

Οι μελετητές αναφέρονται σε προηγούμενες αναλύσεις των Spitz (1970), Smith (1978), Patel (1990), Ipolito (1992), Ferson, Schadt (1996) Goetzmann , Peles, Ellison, Chevalier(1997) Siri, Tufano (1998), Edelen (1999), Barber(2003). Η μελέτη καταγράφει ότι οι επενδυτές “υπέρ αισιόδοξα” βασίζονται σε αποδόσεις του παρελθόντος θεωρώντας τις σαν δείκτες μελλοντικής απόδοσης όταν αγοράζουν αμοιβαία κεφάλαια, και από την άλλη, όταν πουλούν τείνουν να πουλούν τους καλύτερους διαχειριστές και να κρατάνε επενδύσεις που χάνουν.

Επίσης, φαίνεται πως οι επενδυτές χρησιμοποιούν μια μέθοδο επιλογής “τρέχουσας τάσης” για να επιλέξουν τα A/K στα οποία θα τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους, ενώ η επενδυτική τους συμπεριφορά δεν φαίνεται να επηρεάζει την αντίστοιχη απόδοση του κεφαλαίου. Οι επενδυτές

λοιπόν, “θαμπώνονται” από τις τρέχουσες αποδόσεις των Α/Κ και καταφεύγουν σε εκείνα τα Α/Κ που τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή έχουν καλύτερη απόδοση. Πρέπει να τονιστεί ότι τα συμπεράσματα έχουν ληφθεί από δεδομένα μιας περιόδου με έντονες χρηματιστηριακές φάσεις.

### **Τα σημαντικότερα συμπεράσματα της μελέτης είναι τα εξής**

Α) Οι Έλληνες επενδυτές Α/Κ αγοράζουν μερίδια σε κεφάλαια τα οποία έχουν καλή απόδοση σε σχέση με την αγορά των Α/Κ.

Β) Η ακολουθία των τάσεων της αγοράς υποδεικνύει μια απαίτηση για χαμηλότερα επίπεδα αναμενόμενου κινδύνου.

Γ) Τα κεφάλαια τα οποία είχαν καλή απόδοση σε όλη την διάρκεια του χρόνου ήταν εκείνα που δέχτηκαν, κατά μέσο όρο, τις μεγαλύτερες ροές κεφαλαίων. Αυτό υποδεικνύει πως οι επενδυτές κυνηγούν την τάση στην βραχυπρόθεσμη απόδοση, κυρίως σε περιόδους υψηλής προβλεπτικότητας των αποδόσεων της αγοράς.

Δ) Οι ροές κεφαλαίων δεν φαίνεται να έχουν μεγάλη επίδραση στην απόδοση των Α/Κ, ένα γεγονός που έρχεται σε αντίθεση με τις προτάσεις του Edelen (1999).

Ε) Υπάρχουν αδύναμες ενδείξεις πως οι επενδυτές δεν κυνηγούν τις αποδόσεις του προηγούμενου χρόνου με συστηματικό τρόπο.

ΣΤ) Οι επενδυτές αμοιβαίων κεφαλαίων φαίνεται πως εμφανίζονται μάλλον ανίκανοι να κάνουν σωστές προβλέψεις όσον αφορά τις μελλοντικές αποδόσεις. Αυτό το εύρημα είναι σύμφωνο με προηγούμενες μελέτες της ελληνικής αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων, (Philippas, Tsionas, 2003).

Z) Δεν φαίνεται να υπάρχει κάποια ποικιλία στον αναλαμβανόμενο κίνδυνο μεταξύ των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Ένα γενικό συμπέρασμα είναι πως οι επενδυτές Α/Κ **είναι ενεργητικοί κυνηγοί των τάσεων**. Ωστόσο, δεν είναι ιδιαίτερα εξελιγμένοι και οι επενδυτικές τους αποφάσεις είναι λάθος και με μικρή διάρκεια ζωής. Αν οι επενδυτές αγνοούν τις μελλοντικές συνέπειες των αποφάσεων τους και απλά κυνηγούν τα κεφάλαια που έχουν καλή απόδοση σε σχετική βάση, υπάρχει κίνητρο για τους διαχειριστές των Α/Κ να επενδύουν σε σύντομο ορίζοντα για να προσελκύσουν πελάτες.

# Κεφάλαιο 10

## Στοιχεία Επαναληπτικότητας της Επίδοσης από Εμπειρικά Αποτελέσματα

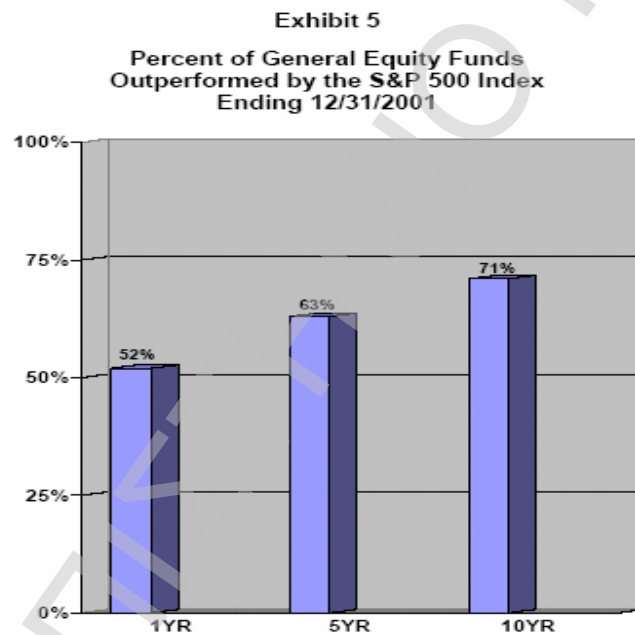
### 1. Εμπειρικά Αποτελέσματα από την Αγορά των Η.Π.Α.

Υπάρχουν πάρα πολλά εμπειρικά αποτελέσματα τα οποία υποστηρίζουν ότι οι επαγγελματίες διαχειριστές δεν μπορούν να ξεπεράσουν τα δεικτοποιημένα Α/Κ, δηλαδή εκείνα που απλά αγοράζουν και κρατούν το χαρτοφυλάκιο μετοχών της αγοράς. Η πρώτη μελέτη για την επίδοση των Α/Κ ανήκει στον Jensen (1969), ο οποίος βρίσκει ότι οι διαχειριστές Α/Κ που ακολουθούν ενεργητική διαχείριση, δεν είναι ικανοί να προσθέσουν αξία και στην πραγματικότητα υπό-αποδίδουν σε σχέση με την αγορά κατά το ποσό περίπου των προστιθέμενων εξόδων τους.

Ο Malkiel (1995) επαναλαμβάνει τη μελέτη του Jensen και επιβεβαιώνει τα αποτελέσματά της, ενώ ταυτόχρονα καταγράφει ότι υπάρχει σημαντική επίδραση της επιλεκτικής μεροληψίας στα στοιχεία. Αυτό σημαίνει ότι τα Α/Κ με κακή επίδοση τείνουν να συγχωνεύονται με άλλα Α/Κ στην οικογένεια των Α/Κ, αποκρύπτοντας με τον τρόπο αυτό τα δεδομένα για πολλούς από τους κακούς διαχειριστές. Ωστόσο ακόμα και αν χρησιμοποιηθούν ομάδες δεδομένων με κάποιο βαθμό επιλεκτικής μεροληψίας, κανένας δεν μπορεί να υποστηρίξει το επιχειρήμα ότι οι επαγγελματίες διαχειριστές μπορούν να νικούν την αγορά συνεχώς.

Το **γράφημα 1** παρουσιάζει από τη μια την αξιολόγηση αμοιβαίων κεφαλαίων σε βραχυπρόθεσμο (1 year), μεσοπρόθεσμο (5 years) και μακροπρόθεσμο (10 years) ορίζοντα και από την άλλη το ποσοστό των ενεργά διαχειριζόμενων Α/Κ που ξεπεράστηκαν σε απόδοση από τους δείκτες Standard & Poor's 500 και Wilshire Stock. Τα αποτελέσματα της προηγούμενης δεκαετίας κατάδειξαν ότι περίπου τα  $\frac{3}{4}$  των ενεργά διαχειριζόμενων Α/Κ απέτυχαν να νικήσουν το δείκτη, ενώ παρόμοια είναι και τα αποτελέσματα προηγούμενων δεκαετιών.

### Γράφημα 1



Τα παρακάτω στοιχεία δείχνουν ότι η διάμεσος των επαγγελματικά διαχειριζόμενων μετοχικών Α/Κ μεγάλης κεφαλαιοποίησης υπό-απέδωσε σε σχέση με τον δείκτη Standard & Poor's 500 περίπου κατά δυο ποσοστιαίες μονάδες για τις προηγούμενες περιόδους 10, 15 και 20 ετών.

MEDIAN TOTAL RETURNS (%) ENDING 12/31/2001			
	10 YEARS	15 YEARS	20 YEARS
Large Cap Equity Funds	10.98	11.95	13.42
S&P 500 Index Fund	12.94	13.74	15.24

Πηγή: Lipper Analytical, Wilshire Associates, Standard & Poor's, and The Vanguard Group.

### Πίνακας 1

Percent of large capitalization equity funds outperformed by index ending December 31, 2003

	Holding period				
	1 Year	3 Years	5 Years	10 Years	20 Years
S&P 500 versus large cap equity funds	73%	72%	63%	86%	90%

Πηγή: Lipper

Ο **πίνακας 2** περιέχει δεδομένα για όλες τις κατηγορίες μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων του Lipper Analytical Services. Εδώ το μέσο Α/Κ συγκρίνεται με το Vanguard (S&P) 500 δεικτοποιημένο Α/Κ, και οι αποδόσεις του ενεργά διαχειριζόμενου Α/Κ, όσο και του δεικτοποιημένου Α/Κ υπολογίζονται μετά τα έξοδα. Από τα αποτελέσματα φαίνεται ότι το τυπικά ενεργά διαχειριζόμενο αμοιβαίο υπό-αποδίδει σε σχέση με το Α/Κ δείκτη κατά 200 μονάδες βάσης.

### Πίνακας 2

Index funds tend to outperform by two percentage points. Comparison of returns: Average equity fund versus indexes

	10 Years to 12/31/03	20 Years to 12/31/03
S&P 500 index	10.99%	12.78%
Average equity fund(*)	8.47%	10.54%
S&P 500 advantage (percentage points)	2.52	2.24

Πηγή: Lipper, Wilshire & the Vanguard Group.

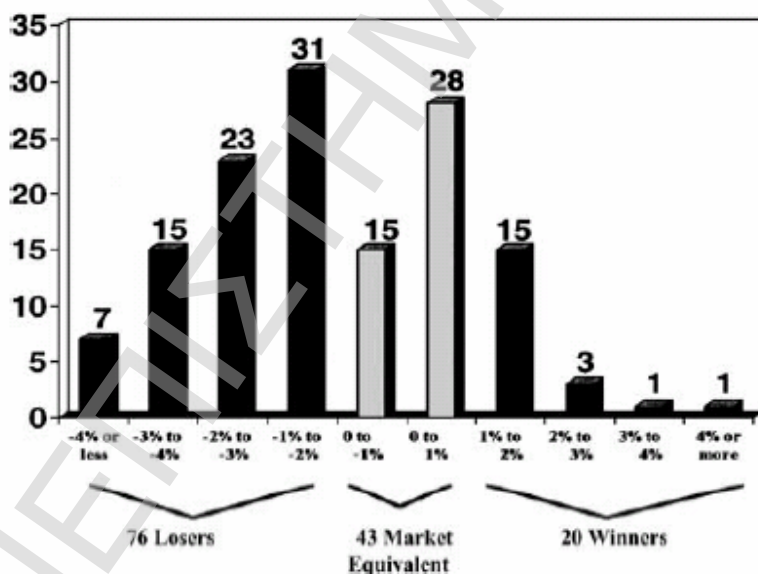
(\*) περιέχει όλες τις Lipper κατηγορίες μετοχών

Η μεγάλη διαφορά η οποία σημειώθηκε πιο πάνω στις αποδόσεις μπορεί σε μια πρώτη εκτίμηση να αιφνιδιάζει, αλλά μάλλον οφείλεται στις διαφορές όσον αφορά τα έξοδα που εμπεριέχουν τα Α/Κ ενεργητικής σε σύγκριση με τα Α/Κ παθητικής διαχείρισης. Πραγματικά, τα Α/Κ ενεργητικής διαχείρισης έχουν ένα λόγο κόστους περίπου 150 μονάδων βάσης, ενώ το Α/Κ παθητικής διαχείρισης έχει ένα λόγο κόστους μικρότερο των 20 μονάδων βάσης, ακόμα και για μικρούς μεμονωμένους επενδυτές.

Τα αποτελέσματα των αποδόσεων για τους ενεργούς διαχειριστές είναι ακόμα πιο πενιχρά, όταν οι αξιολογήσεις αναφέρονται σε διαστήματα τριάντα ετών ή μεγαλύτερα. Κατά το έτος 1970, υπήρχαν 355 μετοχικά Α/Κ, εκ των οποίων μόνο 139 επιβίωσαν μέχρι το τέλος του έτους 2003. Αν και ο ερευνητής μπορεί να μετρήσει μόνο τις αποδόσεις των Α/Κ που επιβίωσαν καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου, θα πρέπει να σημειωθεί, ότι τα αρχεία των μη-επιζησάντων μέχρι τη στιγμή της εξαφάνισής τους είναι σημαντικά χειρότερα από τα αρχεία των Α/Κ που επιβίωσαν. Σίγουρα είναι δύσκολη η πώληση ενός Α/Κ με ιδιαίτερα χαμηλά ιστορικά στοιχεία απόδοσης και έτσι, υπάρχει η τάση τα Α/Κ με φτωχή απόδοση να συγχωνεύονται με Α/Κ καλύτερης απόδοσης.

Τα στοιχεία που παρουσιάζονται στο **γράφημα 2** περιέχουν προκατάληψη ανοδικής τάσης. Αυτό που δείχνουν ωστόσο δεν είναι καθόλου ευνοϊκό για τους ενεργούς διαχειριστές αφού το βάρος της κατανομής είναι συντριπτικά σκιασμένο προς το μέρος της υπό-απόδοσης. Όπως φαίνεται, είναι ελάχιστα τα Α/Κ που νικούν την αγορά κατά δυο ποσοστιαίες μονάδες ή περισσότερο για μια περίοδο τριάντα τεσσάρων ετών.

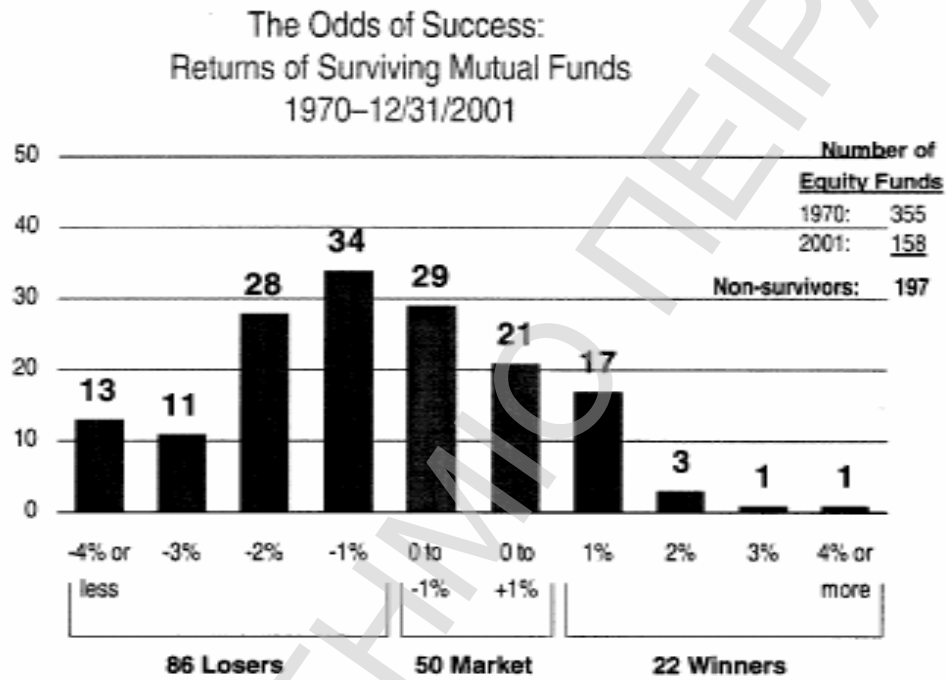
**Γράφημα 2**  
**The Odds of Success:**  
**Returns of Surviving Mutual Funds**  
**1/1970–12/2003**





### Γράφημα 3

**Exhibit 7**  
**The Odds of Success:**  
**Returns of Surviving Mutual Funds|**  
**1970-2001**



Το παραπάνω γράφημα 3 αποτυπώνει παρόμοια αποτελέσματα σε άλλο χρονικό διάστημα, άλλες αγορές και συγκριτικά με διαφορετικούς δείκτες αναφοράς.

Αν και σε κάθε περίοδο υπάρχουν μερικοί ενεργοί διαχειριστές που πετυχαίνουν αποδόσεις υψηλότερες από τις αντίστοιχες του δείκτη, δεν είναι εύκολο να πει κάποιος εκ των προτέρων ποιοι θα είναι αυτοί. Δεν υπάρχει ικανή εμμονή στην απόδοση, τέτοια που να οδηγήσει σε επιλογή των διαχειριστών-νικητών από μια απλή εξέταση των προηγούμενων αποδόσεών τους. Έτσι τα δέκα καλύτερα ενεργά διαχειριζόμενα Α/Κ κατά τη δεκαετία του 1960 πραγματοποίησαν αποδόσεις σχεδόν διπλάσιες σε

σχέση με το δείκτη, αλλά αυτά τα ίδια Α/Κ λειτούργησαν αντίστροφα κατά τη δεκαετία του 1970. Επίσης, τα καλύτερα Α/Κ της δεκαετίας του 1970 υπέδωσαν κατά τη δεκαετία του 1980, και οι κερδισμένοι της δεκαετίας του 1980 σημείωσαν αποδόσεις κάτω του μέσου όρου κατά την επόμενη δεκαετία (1990).

Ο παρακάτω **πίνακας 3** παρουσιάζει μια ιδιαίτερα δραματική απεικόνιση της ανυπαρξίας επαναληπτικότητας στην επίδοση και παραθέτει τα κορυφαία 20 μετοχικά Α/Κ σε αποδόσεις που επιτεύχθηκαν κατά τα έτη 1996-1999. Αυτά τα Α/Κ συγκέντρωσαν αποδόσεις κατά ποσοστό 50% υψηλότερες σε σχέση με το Α/Κ του δείκτη και οι διαχειριστές των εν λόγω Α/Κ καταγράφηκαν στον οικονομικό τύπο ως επενδυτικές διάνοιες.

Όμως, οι επενδυτές που αγόρασαν αυτά τα Α/Κ απογοητεύτηκαν από τις αποδόσεις τους καθ' όλη τη διάρκεια των ετών, 2000-2003 αφού, ενώ η αγορά στο σύνολό της κατέγραφε αρνητικές αποδόσεις κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, αυτά τα Α/Κ κατέγραφαν αρνητικές αποδόσεις σχεδόν τρεις φορές χειρότερες σε σχέση με αυτές της αγοράς.

### Πίνακας 3

#### The inconsistency of mutual fund performance

Fund name	4 Years 12/31/1995 12/31/1999 Annual total return	4 Years 12/31/1999 12/31/2003 Annual total return	1999-2003 Rank (710 total funds*)
RS Inv: emerg gr	51.09	-16.83	681
Janus twenty	47.56	-17.84	692
PBHG: sel growth: PBHG	43.55	-21.28	705
Janus mercury	42.23	-15.54	671

Fidelity new millennium	42.23	-4.09	379
Fidelity aggr grow	41.63	-25.89	707
Van Kampen emerg gro; A	40.77	-15.49	668
WM: growth; A	40.71	-16.81	680
Van Kampen emerg gro; B	39.68	-16.14	675
Janus enterprise	38.43	-20.15	703
Morg stan inst: MC Gr; I	38.25	-10.44	586
Janus venture	37.88	-14.23	654
IDEX: Jan growth; T	37.57	-16.84	682
Legg Mason value Tr; Prm	37.35	-0.50	258
IDEX: Jan growth; A	37.29	-17.23	687
MFS mass inv gro; A	37.12	-11.53	605
Morg stan spec gr; B	36.69	-26.76	708
Janus growth and income	36.39	-7.18	496
Vanguard growth equity	35.00	-14.51	660
Fidelity OTC	34.72	-12.77	633
Average—top 20	39.81	-15.10	
S&P 500 index	26.39	-5.34	
Vanguard 500 index fund	26.35	-5.41	

\*Group includes General Equity funds with more than \$100 million in assets as of 12/31/1995.

## 2. Εμπειρικά Αποτελέσματα από την Ευρωπαϊκή Αγορά.

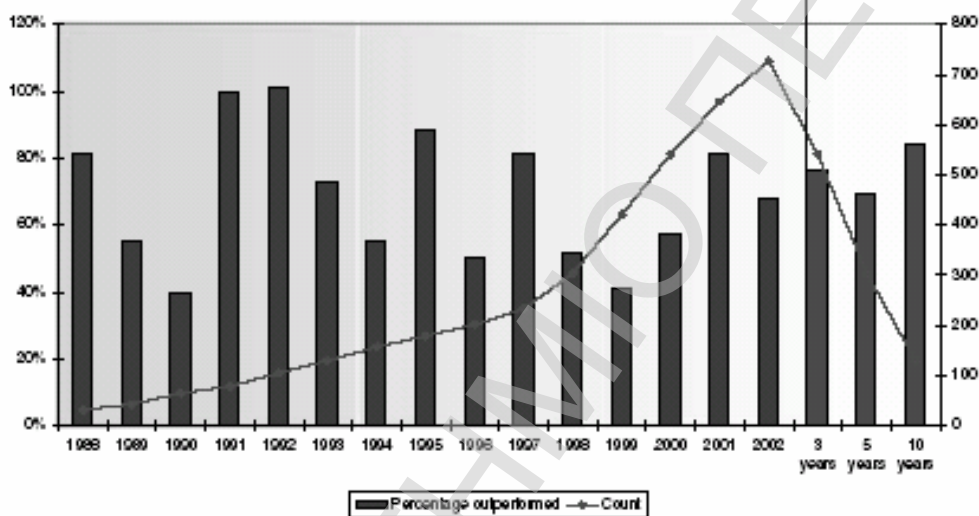
Γενικά, τα σχετικά με τους δείκτες A/K, ξεπερνούν σε απόδοση τα A/K με ενεργητική διαχείριση τόσο στις διεθνείς όσο και στις εγχώριες αγορές. Το **Γράφημα 4** απεικονίζει τη σύγκριση των ευρωπαϊκών μετοχικών A/K με ενεργητική διαχείριση με τον γνωστό ευρωπαϊκό δείκτη της αγοράς μετοχών Morgan Stanley Capital International (MSCI). Παρά το γεγονός ότι σε μεμονωμένα έτη, ποσοστό 50% ή και περισσότερο των ενεργών διαχειριστών νικούν το δείκτη, τα μακροπρόθεσμα αποτελέσματα δεν

επιβεβαιώνουν κάτι τέτοιο. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι κατά τη διάρκεια μιας περιόδου δέκα ετών (1992-2002), ποσοστό πάνω από 80% των ενεργά διαχειριζόμενων Α/Κ υπό-απέδωσαν του δείκτη.

#### Γράφημα 4

#### European equity managers outperformed by MSCI Europe index

Ten years ended December 31, 2002



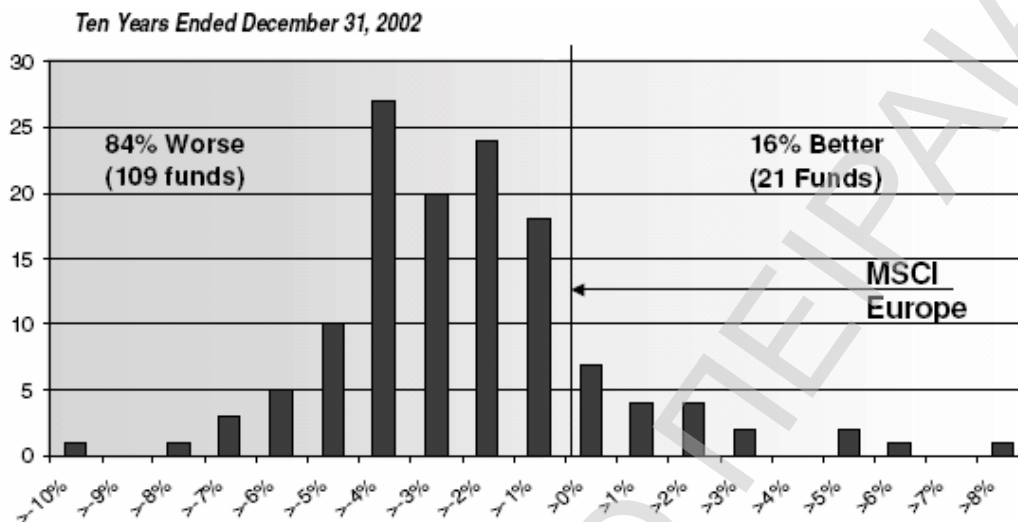
Πηγή: Standard & Poor's Funds Service and Vanguard Investment Europe S.A.

Universe: European Equity Funds registered in Austria, Belgium, France, The Netherlands, Offshore, Luxembourg, UK, Germany and Switzerland.

Το **γράφημα 5** δείχνει την κατανομή δεκαετών αποδόσεων για τους ευρωπαϊούς διαχειριστές που εφαρμόζουν ενεργητική διαχείριση. Παρατηρείται ότι πάνω από το 80% των ενεργών διαχειριστών λειτουργούν χειρότερα από τον δείκτη και μόνο τέσσερις διαχειριστές κατόρθωσαν να νικήσουν την αγορά κατά 400 μονάδες βάσης ή παραπάνω.

## Γράφημα 5

### European equity managers compared with MSCI Europe index



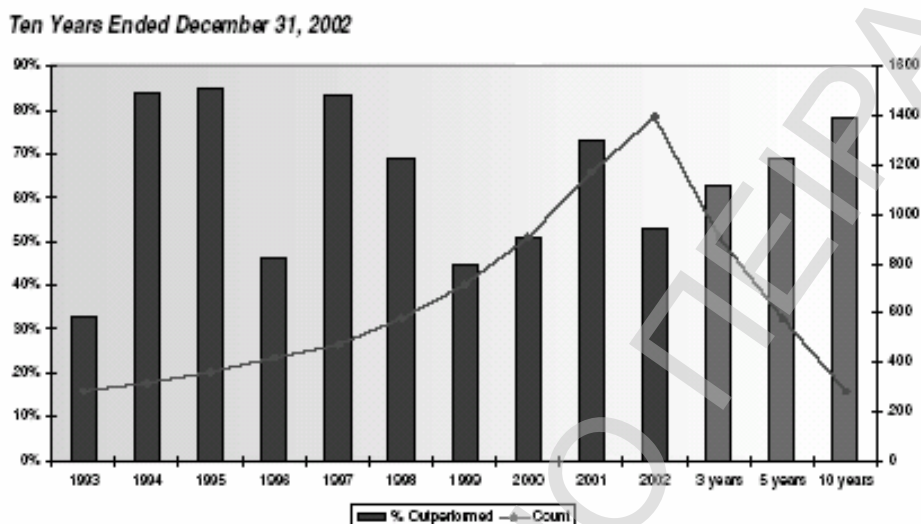
Πηγή: Standard & Poor's Funds Service and Vanguard Investment Europe S.A.s.

Το **γράφημα 6** αποτυπώνει τις αποδόσεις των παγκόσμιων Α/Κ με ενεργητική διαχείριση. Τα Α/Κ συγκρίνονται με τον MSCI World Equity Index. Διαπιστώνεται ξανά ότι για την περίοδο 1992-2002, ποσοστό 80% των ενεργών διαχειριστών ξεπεράστηκαν από τον δείκτη.

Τα δεδομένα δείχνουν ακόμα ότι οι διαχειριστές που εφαρμόζουν ενεργητική διαχείριση με μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης τείνουν να υποαποδίδουν σχετικά με το δείκτη αναφοράς μικρής κεφαλαιοποίησης Russell 2000 και ακόμα οι ενεργητικοί διαχειριστές αναπτυσσόμενων αγορών δεν είναι ικανοί να νικήσουν το δείκτη αναδυόμενων αγορών MSCI. Έτσι λοιπόν ακόμα και σε αγορές που είναι λιγότερο αποτελεσματικές, η ενεργητική διαχείριση δεν υπερισχύει.

## Γράφημα 6

### European global equity managers compared with the MSCI world equity index



Πηγή: Standard & Poor's Funds Service and Vanguard Investment Europe S.A.

Universe: European Equity Funds registered in Austria, Belgium, France, The Netherlands, Offshore, Luxembourg, UK, Portugal, Germany and Switzerland. All returns are in USD net of fees.

Από τα εμπειρικά αποτελέσματα καταδεικνύεται ότι τα διαχειριζόμενα Α/Κ υπο-αποδίδουν συνήθως σε σχέση με τα δεικτοποιημένα Α/Κ με ισοδύναμο ρίσκο. Ακόμα, τα Α/Κ που παράγουν υπερβάλλουσες αποδόσεις κατά τη διάρκεια μιας περιόδου δεν είναι πιθανό να κάνουν το ίδιο και την επόμενη περίοδο, αφού δεν υπάρχει επαναληπτικότητα στην επίδοση.

Στην δεκαετία του 1970, τα 20 κορυφαία Α/Κ κατέγραφαν σχεδόν τη διπλάσια απόδοση από αυτή του δείκτη, ενώ κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980, τα ίδια αυτά Α/Κ είχαν αποδόσεις χαμηλότερες από αυτές του δείκτη. Τα Α/Κ με την καλύτερη απόδοση τη δεκαετία του 1980 παρομοίως υπό-απέδωσαν κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990. Στον **πίνακα 4**

παρουσιάζεται ένα έντονο παράδειγμα της έλλειψης επαναληπτικότητας στην επίδοση. Ενώ για τα έτη 1998 και 1999 τα κορυφαία Α/Κ κατέγραψαν απόδοση τριπλάσια του δείκτη, κατά τη διάστημα 2000-2001 σημείωσαν αποδόσεις τρεις φορές χειρότερες από τις αντίστοιχες του δείκτη.

#### Πίνακας 4

##### How the Top 20 Equity Funds of the 1970s Performed during the 1980s

Fund Name	Rank 1970-1980	Rank 1980-1990
Twentieth Century Growth	1	176
Templeton Growth	2	126
Quasar Associates	3	186
44 Wall Street	4	309
Pioneer II	5	136
Twentieth Century Select	6	20
Security Ultra	7	296
Mutual Shares Corp.	8	35
Charter Fund	9	119
Magellan Fund	10	1
Over-the-Counter Securities	11	242
American Capital Growth	12	239
American Capital Venture	13	161
Putnam Voyager	14	78
Janus Fund	15	21
Weingarten Equity	16	36

Hartwell Leverage Fund	17	259
Pace Fund	18	60
Acorn Fund	19	172
Stein Roe Special Fund	20	57
Average annual return:		
Top 20 funds	+19.0%	+11.1%
All funds	+10.4%	+11.7%

Ο **πίνακας 5** παρουσιάζει την κατανομή των αποδόσεων για μια περίοδο τριάντα ετών. Από τα 355 αρχικά Α/Κ, μόνο πέντε ξεπέρασαν σε απόδοση την αγορά κατά δυο ποσοστιαίες μονάδες ανά έτος ή περισσότερο.

### Πίνακας 5

#### How the Top 20 Equity Funds of the 1980s Performed during the 1990s

Fund Name	Average Return (%) 1980-1990	Average Return (%) 1990-2000
Fidelity Magellan	24.94	15.68
Dresdner RCM MidCap	19.66	16.19
Phoenix-Engemann Capital Growth A	18.63	13.03
CGM Capital Development	18.56	16.80
Oppenheimer Quest Value A	18.25	10.19
Lindner Large-Cap	18.19	1.59
Janus	17.58	17.41



AIM Weingarten A	17.33	15.43
American Century Select	17.27	11.91
AXP New Dimensions	17.16	17.53
Davis NY Venture A	17.15	15.52
Fortis Capital A	16.95	13.39
Fidelity Destiny	16.95	15.85
Vanguard Windsor	16.93	8.86
Fortis Growth A	16.92	13.87
Stein Roe Disciplined	16.89	6.58
Nvest Growth A	16.87	14.21
United Vanguard A	16.74	13.25
Washington Mutual Investors	16.69	11.21
Sequoia	16.41	13.27
Average	17.99	13.68
S&P 500 Stock Index	14.14	14.91

*Mutual funds data source: Morningstar, Inc. Includes all domestic diversified stock funds.*

### 3. Εμπειρικά Αποτελέσματα από την Ελληνική Αγορά

Από τα περισσότερα εμπειρικά αποτελέσματα που υπάρχουν διεθνώς επιβεβαιώνεται ότι υπάρχει ελάχιστη ή ανύπαρκτη επαναληπτικότητα στις αποδόσεις των Α/Κ. Το γεγονός αυτό δεν αιφνιδιάζει, αφού οι περισσότερες εργασίες και αναλύσεις αναφέρονται σε αποτελεσματικές χρηματιστηριακές αγορές. Όμως θα ήταν ενδιαφέρον να

εξεταστεί τι συμβαίνει στην Ελλάδα, όπου η εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά έχει τελειώς διαφορετικά χαρακτηριστικά από αυτά των ανεπτυγμένων κεφαλαιαγορών των Η.Π.Α. και της Ευρώπης.

Εξάλλου η αναγκαιότητα συνεχούς αξιολόγησης της ποιότητας των διαχειριστών των Α/Κ από ανεξάρτητους και με την κατάλληλη τεχνογνωσία φορείς, έχει γίνει πλέον αποδεκτή και από τους συμμετέχοντες στην Ελληνική αγορά Α/Κ. Ήδη στην Ελλάδα, ορισμένες μεγάλες εταιρίες αξιολόγησης όπως για παράδειγμα η Standard & Poor's και η Morningstar έχουν προχωρήσει αρχικά στην αξιολόγηση μεμονωμένων ελληνικών Α/Κ αλλά είναι προφανές ότι η τάση αυτή θα συνεχιστεί με ταχύτερους ρυθμούς. Είναι αυτονόητο ότι η μεταφορά των πόρων των επενδυτών στους πιο αποτελεσματικούς διαχειριστές θα έχει ευεργετικές συνέπειες τόσο για τους μεμονωμένους επενδυτές, όσο και για ολόκληρη την οικονομία.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα που παρουσιάζονται αφορούν την περίοδο 1994-2004. Παρά το γεγονός ότι για όλη την εξεταζόμενη περίοδο η Χρηματιστηριακή αγορά των Αθηνών γνώρισε μια σημαντική άνοδο αναγνωρίζονται δυο σημαντικές φάσεις. Μια χρηματιστηριακή έξαρση (1994-99) και μια αντίστοιχη πτώση (2000-04). Η συμπεριφορά των εξεταζόμενων Α/Κ ελέγχεται και στις δυο προαναφερθείσες ακραίες χρηματιστηριακές φάσεις.

Στον **Πίνακα 6** παρουσιάζονται οι απλές αποδόσεις των 13 εξεταζόμενων Α/Κ καθώς και του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. ο οποίος περιλαμβάνει μερίσματα, για τα επιλεγμένα χρονικά διαστήματα. Το καλύτερο Μετοχικό Α/Κ της περιόδου σε όρους απλής απόδοσης αναδεικνύεται το HSBC Αναπτυξιακό το οποίο προσέφερε στους

μεριδιούχους του συνολική απόδοση της τάξης του 730,22%. Εντυπωσιακό είναι το γεγονός ότι και στην διάρκεια της πτώσης ο συγκεκριμένος διαχειριστής προστάτευσε αποτελεσματικά τους μεριδιούχους του. Έξι Α/Κ (HSBC Αναπτυξιακό, Εγνατία Ολυμπία, ALPHA Μετοχικό, INTERAMERICAN Δυναμικό, ALPHA TRUST Αναπτυξιακό, ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ, ALPHA Blue Chips) ξεπέρασαν τον Γενικό Δείκτη σε όρους απλής αλλά και προσαρμοσμένης στον κίνδυνο απόδοσης. Από την άλλη μεριά, το χειρότερο Α/Κ αναδεικνύεται το μετοχικό Ασπίς του οποίου η επίδοση είναι τουλάχιστον προκλητική.

Στον **Πίνακα 7** κατατάσσονται τα Α/Κ με βάση το κριτήριο του Sharpe το οποίο ως γνωστό εκφράζει την απόδοση ανά μονάδα συνολικού κινδύνου που ανέλαβε ο διαχειριστής του Α/Κ. Έξι Μετοχικά Α/Κ ξεπέρασαν τον Γενικό Δείκτη του Χ.Α.Α. τόσο για όλη την περίοδο, όσο και για την πρώτη περίοδο εκρηκτικής ανόδου του Χρηματιστηρίου. Ο Γενικός Δείκτης αναδεικνύεται νικητής για την περίοδο της δραματικής πτώσης του Χ.Α.Α. γεγονός που οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην μεροληπτικότητα του δείκτη στις τραπεζικές μετοχές.

Στο **Διάγραμμα 1** ελέγχεται η διαχρονική συνέπεια (ικανότητα) των διαχειριστών σε ανοδική και καθοδική αγορά. Τα εμπειρικά αποτελέσματα είναι ιδιαίτερου ενδιαφέροντος, αφού καταδεικνύουν ότι τρεις από τους καλύτερους διαχειριστές της πρώτης περιόδου, παρέμειναν κορυφαίοι και κατά την διάρκεια της περιόδου της κρίσεως, με κυρίαρχο πάντα το Α/Κ της HSBC. Παράλληλα, τρεις από τους χειρότερους διαχειριστές της πρώτης περιόδου εισήλθαν στο club των ιδιαίτερα επιτυχημένων την δεύτερη περίοδο (Alpha Blue Chips, Ερμής Δυναμικό, Ευρωπαϊκή Πίστη). Τέλος, δυο Α/Κ παρέμειναν στην τελευταία θέση τόσο στην ανοδική όσο και στην καθοδική αγορά (Ασπίς, Αγροτική).

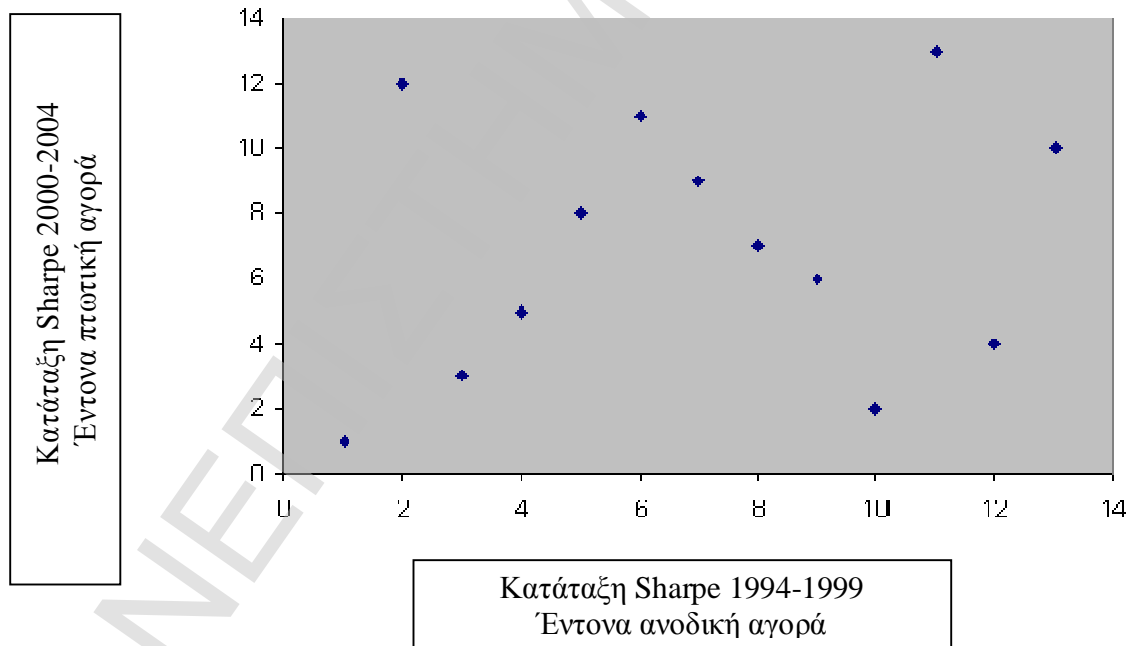
## Πίνακας 6

Αποδόσεις Α/Κ κατά την διάρκεια της περιόδου 1994-2004 αλλά και σε επιλεγμένα χρονικά διαστήματα

Αμοιβαίο Κεφάλαιο	1994 - 2004	1994 -1999	2000 - 2004
HSBC (Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ.)	730,22%	1373,72%	-39,36%
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ.)	308,31%	754,71%	-48,07%
ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	261,76%	712,70%	-52,76%
INTERAMERICAN Δυναμικό Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	254,09%	653,44%	-49,29%
ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	239,68%	996,90%	-66,55%
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	207,51%	599,35%	-53,58%
ALPHA Blue Chips Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	191,85%	423,07%	-40,52%
Γενικός Δείκτης Χρηματιστηρίου των Αθηνών	180,48%	474,87%	-45,61%
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	176,34%	557,48%	-55,18%
ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	154,07%	457,25%	-50,82%
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτερικού	138,10%	475,93%	-56,21%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	131,59%	372,26%	-46,34%
Α/Κ ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	60,49%	279,83%	-54,01%
ΑΣΠΙΣ Α/Κ (Μετοχών Εσωτ.)	-11,30%	320,02%	-77,57%

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών/Datastream

Διάγραμμα 1



Επίσης, εμπειρικά αποτελέσματα τα οποία αφορούν την περίοδο 1999-2004 δείχνουν ότι τα κορυφαία σε αποδόσεις Α/Κ του 1999 στην πλειοψηφία των περιπτώσεων κατετάγησαν τις επόμενες χρονιές στις

χειρότερες θέσεις. Το δεδομένο αυτό αποκαλύπτει ότι οι συγκεκριμένοι διαχειριστές δεν προέβλεψαν την επερχόμενη πώση, διατήρησαν λανθασμένα υψηλή επικινδυνότητα στα χαρτοφυλάκια τους, με αποτέλεσμα τα διαχειριζόμενα Α/Κ να έχουν καταγράψει τεράστιες ζημιές. Από την άλλη μεριά τα Α/Κ που παρουσίασαν αξιοθαύμαστη σταθερότητα στις αποδόσεις τους, τόσο σε ανοδικές όσο και σε καθοδικές αγορές, και φυσικά ξεχώρισαν, ήταν τα Α/Κ Value Index της Eurobank, το αναπτυξιακό της HSBC και το Ολυμπία της Εγνατίας.

Ο παρακάτω **πίνακας 8** παρουσιάζει την ταξινόμηση των μετοχικών Α/Κ με τις καλύτερες αποδόσεις για το χρονικό διάστημα 1999-2004.

Πίνακας 8

<b>ΟΙ ΤΟΠ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΕΣ ΤΟΥ 1999 ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΑΠΛΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ Η ΜΕΤΕΠΕΙΤΑ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥΣ</b>						
<b>Αμοιβαίο Κεφάλαιο</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004*</b>
ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (Μετοχικό Εσωτ.)	1	36	31	56	35	21
ΛΑΪΚΗ Μετοχικό Εσωτ.	2	47	42	38	47	26
ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	3	42	47	69	49	32
ALPHA TRUST ΥΠΟΔΟΜΗΣ (Μετοχικό Εσωτ.)	4	15	1	45	64	50
ALPHA Ευρωελληνικό <sup>1</sup>	5	26	52	-	-	-
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ.)	6	35	48	4	7	40
ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	7	27	36	52	10	15
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	8	12	27	20	5	19
ΤΕΛΕΣΙΣ <sup>2</sup>	9	20	28	-	-	-
INTERAMERICAN Α/Κ Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	10	43	51	30	60	54
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτερικού	11	21	32	63	34	24
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	12	28	56	67	22	17
METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μετοχικό Εσωτ.	13	29	40	61	13	28
ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	14	7	30	26	36	48
EUROBANK Value Index Μετοχικό Εσωτερικού	15	2	13	12	37	8
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	16	16	60	34	32	27
ΔΗΛΟΣ Υποδομής & Κατασκευών (Μετοχικό Εσωτ.)	17	22	43	3	38	41
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχών Εσωτερικού <sup>3</sup>	18	34	57	48	-	-
ΓΕΝΙΚΗ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	19	46	68	71	50	43
ABN-AMRO (Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ.)	20	33	53	46	65	29
ALPHA Blue Chips Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	21	3	37	44	18	4
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	22	13	35	37	23	10
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	23	19	59	47	30	18
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μετοχικό Εσωτ.	24	51	16	33	20	52
INTERAMERICAN Δυναμικό Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	25	10	50	35	56	2
INTERNATIONAL (Αναπτυξιακό Εσωτ.)	26	52	63	19	45	44
Α/Κ ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	27	9	44	66	27	34
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	28	30	15	41	21	31
ALICO EUROBANK Μετοχικό Εσωτερικού <sup>4</sup>	29	40	55	-	-	-
ΕΡΓΑΣΙΑΣ Αναπτυξιακό <sup>5</sup>	30	14	-	-	-	-
ALPHA Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού	31	11	34	54	9	3
ΑΣΠΙΣ Α/Κ (Μετοχών Εσωτ.)	32	23	64	64	68	66
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Blue Chip Μετοχικό Εσωτ. <sup>6</sup>	33	5	21	50	-	-
HSBC Α/Κ TOP 20 Μετοχών Εσωτ.	34	1	9	39	14	23
<b>Σύνολο Α/Κ</b>	<b>34</b>	<b>54</b>	<b>72</b>	<b>72</b>	<b>68</b>	<b>67</b>
<sup>1</sup> 22/3/2002 Συγχώνευση με Α/Κ ALPHA Blue Chips						
<sup>2</sup> 16/11/2001 Ανάληψη διαχείρισης από EFG ΑΕΔΑΚ						
<sup>3</sup> 20/5/2002 Απορροφήθηκε από Α/Κ EUROBANK Value Index						
<sup>4</sup> 16/5/2003 Απορροφήθηκε από ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ						
<sup>5</sup> 2/9/2002 Αλλαγή ονομασίας σε ALICO Μετοχικό						
<sup>6</sup> 9/3/2001 Απορροφήθηκε από Α/Κ EUROBANK Value Index						
<sup>6</sup> 16/5/2003 Απορροφήθηκε από ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ						
*Μέχρι τις 19/10/2004						
Πηγή: ΕΘΕ						

# Κεφάλαιο 11

## Επίλογος –Συμπεράσματα –Επενδυτικές Συμβουλές

Η παρούσα διπλωματική ασχολήθηκε με το φαινόμενο της επαναληπτικότητας στην επίδοση των επαγγελματιών διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων στις πιο σημαντικές κεφαλαιαγορές και στην Ελλάδα. Τα αποτελέσματα της εργασίας είναι ιδιαίτερα σημαντικά, γιατί αφενός κάνουν αισθητό το διαχωρισμό του παράγοντα ικανότητα από τον παράγοντα τύχη και αφετέρου προσδιορίζουν επενδυτικές επιλογές στους επενδυτές οι οποίοι δέχονται ένα τεράστιο όγκο πληροφοριών. Οι αποδόσεις του παρελθόντος δημιουργούν ένα πλαίσιο επιλογών χωρίς να παρέχουν εγγυήσεις για το μέλλον.

Από τα αποτελέσματα της παρούσας διπλωματικής τεκμηριώνεται ότι ενώ υπάρχουν μερικά εμπειρικά στοιχεία που να στοιχειοθετούν την ύπαρξη επαναληπτικότητας σε πολλές χώρες και μελέτες, από την άλλη πλευρά υπάρχουν πολλές απόψεις κατά της ύπαρξης επαναληπτικότητας. Με άλλα λόγια η μέχρι σήμερα δημοσιευμένη βιβλιογραφία δεν είναι ομόφωνη στην υποστήριξη ή όχι του φαινομένου της επαναληπτικότητας στην επίδοση των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων.

Στην πλειοψηφία των περιπτώσεων πάντως έχει παρατηρηθεί, ότι οι μελέτες σε γενικές γραμμές εντοπίζουν το φαινόμενο της επαναληπτικότητας να συγκεντρώνεται κυρίως μεταξύ των χειρότερων διαχειριστών και να τείνει να είναι πιο έντονη σε μικρά χρονικά διαστήματα. Αντίθετα οι θετικές αποδόσεις δεν παρουσιάζουν επαναληπτικότητα -πόσο δε μάλλον όταν εξετάζονται για μεγάλα χρονικά διαστήματα. Τα

αποτελέσματα από όλες τις αγορές αμοιβαίων κεφαλαίων επιβεβαιώνουν την μη ύπαρξη επαναληπτικότητας για μακρό χρονικό ορίζοντα .

Όπως έχει παρατηρηθεί, οι αμύητοι επενδυτές «είναι κυνηγοί των παρελθουσών αποδόσεων», αγοράζουν δηλαδή εκ των υστέρων τα πιο επιτυχημένα μετοχικά Α/Κ του προηγούμενου έτους. Το γεγονός αυτό επιβεβαιώνεται από όλη την υπάρχουσα βιβλιογραφία ,αλλά η επενδυτική αυτή στρατηγική έχει αποδειχθεί αναποτελεσματική και λανθασμένη. Ως κριτήριο για την επιλογή ενός Α/Κ θα πρέπει χρησιμοποιείται η διαχρονικά σταθερή πορεία του τόσο σε ανοδικές όσο και σε καθοδικές αγορές.

Αναμφισβήτητα, μερικοί επενδυτές είναι λιγότερο ορθολογικοί. Κατά συνέπεια, υπάρχουν υψηλές τιμολογήσεις και προφητικά μοντέλα αποδόσεων των μετοχών, τα οποία επιχειρούν να προσελκύσουν τοποθετήσεις. Εξάλλου, η αγορά δεν μπορεί να είναι τέλεια αποτελεσματική, καθώς δεν θα υπήρχε κίνητρο για τους επαγγελματίες του χώρου να αποκαλύψουν τις πληροφορίες που αντανακλώνται τόσο γρήγορα στις αγοραίες τιμές, (Grossman & Stiglitz -1980).

Πρέπει να τονισθεί ότι με το πέρασμα του χρόνου, και την διεύρυνση των βάσεων δεδομένων και των εμπειρικών τεχνικών, θα αποτυπωθούν νέες ενδείξεις ύπαρξης επαναληπτικότητας. Όμως, υπάρχει η υποψία ότι το τελικό αποτέλεσμα θα είναι, ότι η αγορά των μετοχών είναι αξιοσημείωτα αποτελεσματική και γρήγορη στη χρησιμοποίηση των πληροφοριών.

Ο αναλυτής **Burton Malkiel** διατυπώνει την άποψη ότι περίοδοι, όπως το 1999, όταν φούσκες (bubbles) φαίνεται να επικρατούσαν, τουλάχιστον σε συγκεκριμένους τομείς της αγοράς, είναι δυστυχώς η εξαίρεση και όχι ο κανόνας. Εξάλλου , οποιαδήποτε υποδείγματα ή μη-



ορθολογικές διαδικασίες στην τιμολόγηση των μεμονωμένων μετοχών, είναι απίθανο να επιμένουν και δεν θα παρέχουν στους επενδυτές μια μέθοδο προκειμένου να αποκομίσουν υπερ- αποδόσεις.

Μέσα από τη διπλωματική αυτή εργασία, που ασχολήθηκε με την ανασκόπηση μελετών και αναλύσεων από τα μέσα της δεκαετίας του 1960 έως σήμερα, και που εξέτασε στοιχεία που έχουν συγκεντρωθεί τα τελευταία τριάντα χρόνια, καταδεικνύεται ότι οι επαγγελματίες διαχειριστές, τόσο στις Η.Π.Α. όσο και στις υπόλοιπες χώρες, δεν ξεπερνούν σε απόδοση τους αντίστοιχους χρηματιστηριακούς δείκτες και ότι οι αγορές φαίνεται να είναι αποτελεσματικές.

Έτσι ο Malkiel προτείνει ότι η καλύτερη επενδυτική συμβουλή που μπορεί να δοθεί τόσο σε μεμονωμένους όσο και σε θεσμικούς επενδυτές, συνίσταται στην αγορά ενός δεικτοποιημένου Α/Κ με χαμηλό κόστος, που να εμπεριέχει όλες τις μετοχές του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Εξάλλου ο Ellis(1998) υποστηρίζει ότι η ενεργητική διαχείριση μετοχών αποτελεί παιχνίδι με χαμένους. Η τοποθέτηση από αξιόγραφο σε αξιόγραφο δεν επιφέρει τίποτα παραπάνω από το να αυξάνει τα διαχειριστικά κόστη και την κακή επίδοση. Συνεπώς, ακόμα και αν οι αγορές είναι κάτι λιγότερο από πλήρως αποτελεσματικές, η παθητική διαχείριση είναι περισσότερο πιθανό να παράγει υψηλότερες αποδόσεις απ' ότι η ενεργητική διαχείριση χαρτοφυλακίου, και οι μεμονωμένοι αλλά και οι θεσμικοί επενδυτές θα διαλέξουν αμοιβαία κεφάλαια του δείκτη τουλάχιστον στις κύριες επενδυτικές επιλογές τους.

Ο πιο επιτυχημένος σύγχρονος επενδυτής, ο Warren Buffett, που σημείωσε υπερ-αποδόσεις για μια παρατεταμένη περίοδο, συμπεραίνει: «Οι

περισσότεροι επενδυτές, και οι θεσμικοί και οι απλοί, θα ανακαλύψουν ότι ο καλύτερος τρόπος για να αποκτήσουν κοινές μετοχές είναι μέσω ενός δεικτοποιημένου Α/Κ που χρεώνει τα ελάχιστα έξοδα. Αυτοί που ακολουθούν αυτό το μονοπάτι είναι σίγουρο ότι θα νικήσουν σε επίπεδο καθαρών αποτελεσμάτων μεταξύ της μεγάλης πλειοψηφίας των επαγγελματιών επενδυτών».

Αξιοσημείωτο είναι ότι και ο **Benjamin Graham**, είχε τονίσει: «Δεν είμαι πια υπερασπιστής των περίτεχνων τεχνικών και αναλύσεων προκειμένου να εντοπίσω φοβερές ευκαιρίες. Αυτή ήταν μια ανταποδοτική δραστηριότητα σαράντα χρόνια πριν. Η κατάσταση όμως έχει αλλάξει. Σήμερα αμφιβάλλω αν τέτοιες εκτεταμένες προσπάθειες θα οδηγήσουν σε επαρκώς φοβερές επιλογές που να δικαιολογούν το κόστος τους. Είμαι στην πλευρά της σχολής σκέψης των αποτελεσματικών αγορών».

Τέλος, για την αγορά της Ελλάδας εκπονήθηκαν αρκετές αξιολογες εργασίες τα τελευταία χρόνια οι οποίες κατέδειξαν ότι οι διαχειριστές πρέπει να ελέγχονται όχι σε επίπεδο έτους, αλλά σε βάθος χρόνου, ώστε να είμαστε σε θέση να ξεχωρίσουμε την ικανότητα από την τύχη. Η Ελληνική Αγορά διήνυσε αρκετά έτη μη αποτελεσματικής λειτουργίας αλλά τα φαινόμενα αυτά έχουν εκλείψει και διαφαίνεται ότι προχωρά σε στάδια ωριμότητας και αποτελεσματικής λειτουργίας.

Όσο αφορά τις επενδυτικές επιλογές των Ελλήνων επενδυτών Α/Κ, ισχύει και εδώ ότι οι επαγγελματίες διαχειριστές δεν ξεπερνούν σε απόδοση τους αντίστοιχους χρηματιστηριακούς δείκτες. Έτσι προτείνεται σαφώς η επένδυση σε ένα δεικτοποιημένο Α/Κ, η επιλογή του οποίου θα πρέπει να συνυπολογίζει και όλα τα κόστη που το συνοδεύουν. Είναι πολύ χαρακτηριστικές οι αναφορές των τραπεζών σχετικά με τις αποδόσεις των

αμοιβαίων κεφαλαίων που διαχειρίζονται, συγκρινόμενες με τους αντίστοιχους χρηματιστηριακούς δείκτες.

Η λεπτομερής αξιολόγηση αυτών των στοιχείων λειτουργεί σε βάρος των τραπεζών, αφού καταδεικνύει ότι οι επαγγελματίες διαχειριστές τους υπολείπονται σχεδόν πάντα των αποδόσεων των δεικτοποιημένων Α/Κ. Οι πληροφορίες αυτές είναι διαθέσιμες στο ευρύ κοινό και δημοσιοποιούνται σε τακτά χρονικά διαστήματα (τριμηνιαία, εξαμηνιαία, ετήσια). Όμως φαίνεται, ότι οι απλοί και οι αμήητοι επενδυτές αδυνατούν να αξιολογήσουν αυτά τα στοιχεία και να πάρουν τις κατάλληλες επενδυτικές αποφάσεις.

Γενικότερα για την επιλογή ενός Α/Κ, οι επενδυτές θα πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικοί και να χρησιμοποιούν συγκεκριμένα κριτήρια αξιολόγησης. Όσο αφορά την συνεισφορά της παρελθούσας επίδοσης στην επενδυτική απόφαση θα πρέπει να τονιστεί ότι το χρονικό διάστημα μεταξύ πέντε και δέκα ετών θεωρείται άριστο για την αξιολόγηση ενός Α/Κ. Ως ελάχιστη περίοδος αποτελεσματικής αξιολόγησης, θεωρείται η τριετία. Στοιχεία τα οποία στηρίζονται σε μικρότερες περιόδους δεν θεωρούνται ικανά για την επιστημονική αξιολόγηση ενός Α/Κ, στον βαθμό που οι αποδόσεις του μπορεί να θεωρηθούν αποτέλεσμα τύχης.

Τέλος, θα πρέπει να αναφερθεί ότι η ολοκληρωμένη αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων απαιτεί επιπρόσθετους ελέγχους, όπως η ποιότητα του χαρτοφυλακίου τους, το μέγεθος τους, τα διάφορα κόστη που επιβαρύνουν τους μεριδιούχους, η εμπειρία και άλλα ποιοτικά στοιχεία των διαχειριστών τους, και ο κίνδυνος που αναλαμβάνουν. Επίσης, πολύ σημαντικό ρόλο στην αξιολόγηση, έχουν κάποια ποιοτικά χαρακτηριστικά των Α/Κ και των ΑΕΔΑΚ, όπως οι πιθανές συχνές αλλαγές των διαχειριστών, η μη ικανοποιητική ποιότητα παροχής υπηρεσιών, το

διαχρονικά μεταβαλλόμενο επενδυτικό ύψος, οι παραβιάσεις των επενδυτικών κανονισμών, οι ανήθικες ενέργειες και συμπεριφορές των διαχειριστών και η υπερβολική αύξηση ή μείωση του ενεργητικού

Η πολύπλοκη διαδικασία επιλογής του πιο επιτυχημένου Α/Κ απαιτεί υποδομή, κατάλληλη τεχνογνωσία, αλλά και απόλυτη ανεξαρτησία ώστε να παρέχονται αμερόληπτες και αποτελεσματικές συμβουλές σε ένα διευρυμένο και παγκοσμιοποιημένο επενδυτικό περιβάλλον.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### α. Ξένη Βιβλιογραφία

1. Babalos V., Kostakis A. & Philippas N. "Persistence in Mutual Fund Performance: Evidence from a small European Market"
2. Blake D., Timmerman A., - "Performance Persistence in Mutual Funds: An Independent Assessment of the Studies Prepared by Charles River Associates for the Investment Management Association", Working Paper prepared for the Financial Services Authority-April 2003
3. Brown Stephen J. & Goetzmann W.N., "Performance Persistence", Journal of Finance (Τεύχος 50), 1995
4. Capon, Fitzsimmons & Prince, "Information Sources in Mutual Fund Investments", Harvard Business Review, 1996
5. Caporale G., Philippas N. and Pittis N., "Feedbacks Between Mutual Fund Flows and Security Returns: Evidence from the Greek Capital Market", Applied Financial Economics 2004
6. Carhart M., "On Persistence in Mutual Fund Performance", Journal of Finance (Τεύχος 52), 1997
7. Casarin R., Pelizzon L., & Piva A., "Italian equity funds: efficiency and performance persistence", Working Paper, 2002

8. Chevalier & Ellison, "Are some Mutual Fund Manager better than others, Cross sectional patterns in behavior and Performance", *Journal of Finance*, LIV, 50, 1999
9. Ellis C., "Winning the Loser's Game", Mc Graw Hill, New York, 1998
10. Elton E.J., Gruber M.J., and Blake C.R., "The Persistence of Risk-Adjusted Mutual Fund Performance", *Journal of Business*, 1996
11. Fiotakis Th. and Philippas N., "Chasing Trend and Losing Money: Open End Mutual Fund Investor's Trading in Greece", *Applied Economics Letters*, 2004
12. Fletcher J., "Persistence in Mutual Fund Performance", *Journal of Finance*, 1999
13. Giles T., Wilsdon T. & Worboys T., "Performance persistence in U.K. equity funds-A literature review", Final Report, Charles River Associates Limited (CRA No. D03374-00), January 2002
14. Goetzmann, W.N. & Ibbotson R.G., "Do winners repeat? Patterns in Mutual Fund performance", *Journal of Portfolio Management* (Τεύχος 20), 1994
15. Graham B., "A conversation with Benjamin Graham", *Journal of Financial Analysis* Τεύχος 32, 1976

16. Grinblatt M. and Titman S. "*Mutual Fund Performance: An Analysis of Monthly Returns*", Working Paper 1988, University of California, Los Angeles
17. Grinblatt M. and Titman S. "*Mutual Fund Performance: An analysis of Quarterly Portfolio Holdings*", *Journal of Business*, 1989
18. Grinblatt M. and Titman S. "*A Study of Monthly Mutual Fund Returns and Performance Evaluation Techniques*", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1994
19. Gruber, M.J., "*The Growth in Actively Managed Mutual Funds*", *Journal of Finance*, 1996
20. Hendricks, D., J. Patel & Zeckhauser R., "*Hot hands in Mutual Funds: Short-Run Persistence of Relative Performance, 1974-1988*", *Journal of Finance* (Τεύχος 48), 1993
21. Henriksson R. & Merton R., "*On Market Timing and Investment Performance*", *The Journal of Business* (Τεύχος 54), 1981
22. Ippolito R.A., "*Efficiency with Costly Information: A Study of Mutual Fund Performance, 1965-1984*", *Quarterly Journal of Economics*, 1989
23. Jain P.C. & Wu J.S., "*Truth in Mutual Fund Advertising: Evidence on Future Performance and Fund Flows*", *Journal of Finance*, 2000

24. Jensen M., "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964", *Journal of Finance* (Τεύχος 23), 1968
25. Kahn R.N., and Rudd A., "Does Historical Performance Predict Future Performance?", *Financial Analysis Journal*, 1995
26. Lockwood L. J. & Kadiyala K.R., "Measuring Investment Performance with a stochastic parameter regression model", *Journal of Banking and Finance* (Τεύχος 12), 1988
27. Malkiel B.G., "Returns from investing in equity mutual funds", *Journal of Finance* (Τεύχος 50), 1995
28. Malkiel B.G., "The efficient market hypothesis and its critics", CEPS Working Paper No.91, April 2003
29. Malkiel B.G., "Reflections on the efficient market hypothesis: 30 years later", *The Financial Preview* No.40, 2005
30. Otten R., Bams D., "European mutual fund performance", Maastricht University 2000
31. Otten R., Bams D., "European mutual fund performance", *European Financial Management* 2002
32. Sauer D.A., "Information Content of Prior Period Mutual Fund Performance Rankings", *Journal of Economics & Business*, 1997



33. Sharpe W.F., "*Mutual Fund Performance*", *Journal of Business* (Τεύχος 39), 1966
34. Sirri E.R. and Tufano P. "*Costly Search and Mutual Fund Flows*", *Journal of Finance*, 1998
35. Treynor J., "*How to rate Management of Investment Funds*", *Harvard Business Review* (Τεύχος 43), 1965
36. Treynor J. & Mazuy K., "*Can Mutual Funds outguess the markets*", *Harvard Business Review* (Τεύχος 44), 1966

## β. Ελληνική Βιβλιογραφία

1. Φίλιππος Ν., "*Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον*", Εκδόσεις Globus Invest, Αθήνα 2000
2. Καραθανάσης Γ. & Λυμπερόπουλος Γ., "*Αμοιβαία Κεφάλαια*", Εκδόσεις Ευγ. Μπένου, 1998
3. Φίλιππος Ν. & Τσιώνας Ε., "*Performance Evaluation: A review article and an empirical investigation of Greek Mutual Fund Managers*"
4. Μυλωνάς Ν., "*Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια Θεωρία και Πρακτική*", Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα 2000
5. Χολέβας Ι., "*Αμοιβαία Κεφάλαια*", Εκδόσεις Σμπίλια, Αθήνα 1989
6. Φίλιππος Ν., "*Επενδύσεις*", Εκδόσεις Σμπίλια, Αθήνα 2005

7. Φίλιππος Ν., *“Η επαναληπτικότητα της επίδοσης των Ελληνικών Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Ποια Αμοιβαία Κεφάλαια ξεχώρισαν την τελευταία πενταετία”*, Εφημερίδα Καθημερινή, 30/10/2004
8. Φίλιππος Ν. – Μπαμπαλός Β., *“Η Επαναληπτικότητα της Επίδοσης των Ελληνικών Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων”*, Καθημερινή, Δεκέμβριος 2005
9. Φίλιππος Ν., *“Ποια ήταν τα καλύτερα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια της τελευταίας δεκαετίας”*, Επενδυτής 2005

#### Internet Sites

1. [www.agii.gr](http://www.agii.gr) → Ένωση Θεσμικών Επενδυτών
2. [www.ase.gr](http://www.ase.gr) → Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών
3. [www.hcmc.gr](http://www.hcmc.gr) → Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
4. [www.fefsi.org](http://www.fefsi.org) → Πανευρωπαϊκός Οργανισμός Funds