

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ**

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗ  
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ  
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**ΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ  
ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ &  
ΟΙ ΑΠΟΚΛΙΣΕΙΣ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΟΥΣ  
ΑΠΟ ΤΗΝ ΚΑΘΑΡΗ ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ  
ΤΟΥΣ ΑΞΙΑ**

**ΜΑΡΙΑ ΑΝΤΩΝΙΟΥ**

**ΕΠΙΒΛΕΠΟΥΣΑ ΚΑΘΗΓΗΤΡΙΑ**

**ΧΡΙΣΤΙΝΑ ΧΡΙΣΤΟΥ**

**ΠΕΙΡΑΙΑΣ, 31/03/2006**

**ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ**

1. ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ (INVESTMENT COMPANIES).....	2
2. ΒΑΣΙΚΕΣ ΟΜΟΙΟΤΗΤΕΣ ΚΑΙ ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ.....	4
3. ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΛΕΙΣΤΟΥ ΤΥΠΟΥ .....	6
4. ΕΠΙΛΟΓΗ ΔΙΑΤΑΞΕΩΝ ΤΟΥ ΝΟΜΟΥ 1969/91 (ΟΠΩΣ ΤΡΟΠΟΠΟΙΗΘΗΚΕ ΜΕ ΤΟ ΠΔ 933/93 ΚΑΙ ΤΟ Ν.2166/93) ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ .....	9
5. Η ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΜΕΓΑΛΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ...	
5.1 Ο σταθεροποιητικός ρόλος των θεσμικών επενδυτών.....	16
5.2 Πλεονεκτήματα-Μειονεκτήματα της επένδυσης σε εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου .....	17
5.3 Οι αποδόσεις των θεσμικών επενδυτών.....	19
5.4 Τα προβλήματα του μεγέθους.....	21
5.5 Λανθασμένη επενδυτική φιλοσοφία .....	22
5.6 Τρόποι βελτίωσης αποδόσεων των μεγάλων χαρτοφυλακίων...26	
6. ΠΟΙΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΩΦΕΛΟΥΝΤΑΙ ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΝΟΔΟ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΟΥ Χ.Α.Α.....	30
7. ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΕΕΧ.....	31
8. ΟΙ ΑΠΟΚΛΙΣΕΙΣ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΑΠΟ ΤΗΝ ΚΑΘΑΡΗ ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΤΟΥΣ ΑΞΙΑ.....	33
8.1 Ελληνικές Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.....	34
8.2 Στατιστικά στοιχεία των αποκλίσεων και των αποδόσεων των Ελληνικών ΕΕΧ .....	36
8.3 Η Προβλεπτική Ικανότητα των Αποκλίσεων.....	41
8.4 Η Υπερευαισθησία των Αποκλίσεων ως προς το Δείκτη του Χρηματιστηρίου .....	45
9. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	47
ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ.....	48

## 1. ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ (INVESTMENT COMPANIES)

Μια εταιρεία επενδύσεων ορίζεται σαν μια συγκέντρωση χρημάτων τα οποία ανήκουν σε πολλούς ιδιώτες και χρησιμοποιούνται για την αγορά εναλλακτικών μεμονωμένων επενδύσεων όπως μετοχές, ομόλογα και άλλα αξιόγραφα. Ως αποτέλεσμα, κάθε ένας από τους ιδιώτες που θα αγοράσει μετοχές (ή μερίδια) των εταιρειών επενδύσεων, θα του ανήκει ένα ποσοστό του συνολικού διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου της συγκεκριμένης εταιρείας επενδύσεων. Η αξία των μετοχών ή μεριδίων του επενδυτή, εξαρτάται αποκλειστικά από την πορεία των αξιόγραφων που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο. Πρέπει να τονισθεί ότι μια εταιρεία επενδύσεων είναι μια επιχείρηση της οποίας όλα τα περιουσιακά στοιχεία είναι ένα χαρτοφυλάκιο εμπορεύσιμων αξιόγραφων. Η διαχείριση του χαρτοφυλακίου και μια σειρά από διοικητικά καθήκοντα έχουν αναληφθεί από μια ανεξάρτητη εταιρεία διαχείρισης. Οι βασικές αρμοδιότητες της εταιρείας διαχείρισης είναι, μεταξύ άλλων, η έρευνα, η διαχείριση χαρτοφυλακίου και άλλα διοικητικά καθήκοντα. Ως αμοιβή, η εταιρεία διαχείρισης λαμβάνει ένα ποσοστό της αξίας του χαρτοφυλακίου που τυπικά κυμαίνεται από 0,25% έως 1,25%.

Οι εταιρείες επενδύσεων γνωρίζουν τεράστια άνθηση παγκοσμίως. Στο παρελθόν το ενδιαφέρον για τις συλλογικές μορφές επένδυσης ήταν περιορισμένο, στο βαθμό που ο μικρός αριθμός εναλλακτικών επενδύσεων επέτρεπε στους μεμονωμένους επενδυτές την ατομική επιλογή των αποφάσεών τους. Οι ραγδαίες όμως εξελίξεις στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου, η διεθνοποίηση των αγορών και η πολυπλοκότητά τους, έφερε στο προσκήνιο τις συλλογικές επενδύσεις. Επιπροσθέτως, μελέτες αναφορικά με την αποτελεσματικότητα των κεφαλαιαγορών έχουν αποδείξει ότι είναι πολύ δύσκολο για έναν μεμονωμένο επενδυτή να επιτύχει καλύτερη απόδοση από τον μέσο όρο της χρηματιστηριακής αγοράς. Το γεγονός αυτό έκανε τις Εταιρείες Επενδύσεων ιδιαίτερα ελκυστικές, στον βαθμό που οι εταιρείες αυτές προσφέρουν όχι μόνο μια απλή απόδοση, αλλά επαγγελματική διαχείριση από εξειδικευμένα στελέχη και ένα αξιοσημείωτο πακέτο χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Επιπλέον, η ύπαρξη ποικιλίας εναλλακτικών επενδυτικών επιλογών, σε όρους κινδύνου-απόδοσης, οι οποίες προσφέρονται από την ίδια εταιρεία διαχείρισης,

καθιστούν την κατηγορία αυτή των επενδύσεων μοναδική. Τέλος αξίζει να τονισθεί ότι το ιδιαίτερα σημαντικό πλεονέκτημα της διαφοροποίησης του κινδύνου έχει ισχυρή θεωρητική βάση και ο σημαντικότερος θεωρητικός της έχει βραβευθεί με το βραβείο Nobel (Markowitz, 1990).

Οι εταιρείες Επενδύσεων διακρίνονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες:

α) στις Εταιρείες Επενδύσεων Ανοικτού Τύπου (Open-end Investment Companies) ή Αμοιβαία Κεφάλαια και

β) στις Εταιρείες Επενδύσεων Κλειστού Τύπου (Closed-end Investment Companies) ή Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, όπως συνήθως ονομάζονται.

## 2. ΒΑΣΙΚΕΣ ΟΜΟΙΟΤΗΤΕΣ ΚΑΙ ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Οι βασικές ομοιότητες είναι:

- α) Επαγγελματική διαχείριση
- β) Ελαχιστοποίηση του επενδυτικού κινδύνου (Διαφοροποίηση)
- γ) Ύπαρξη οικονομικών κλίμακας, λόγω της συγκέντρωσης σημαντικών κεφαλαίων.
- δ) Άμεση ρευστότητα
- ε) Πρόσβαση στην επαγγελματική διαχείριση με μικρό αρχικό κεφάλαιο.
- στ) Άμεση παροχή πληροφοριών για την πορεία των επενδύσεων.

Οι κυριότερες διαφορές είναι:

1. Διαφορετικό ύψος κεφαλαίου.  
Το αρχικό κεφάλαιο είναι € 1.200.000 για τα Α/Κ και € 11.738.811,45 για τις Ε.Ε.Χ.
2. Η αγορά και η πώληση των μεριδίων των Α/Κ γίνεται απ' ευθείας από την ΑΕΔΑΚ ή των νόμιμων εκπροσώπων τους, ενώ των μετοχών των Ε.Ε.Χ. γίνεται μέσω του χρηματιστηρίου. Θα πρέπει δηλαδή να βρεθούν κάποιου που να θέλουν να πουλήσουν ή να αγοράσουν μετοχές στη συγκεκριμένη τιμή.
3. Ο αριθμός των μεριδίων των Α/Κ μεταβάλλεται διαρκώς με αποτέλεσμα να μεταβάλλεται και το μέγεθος των επενδεδυμένων κεφαλαίων. Για τα λόγο αυτό ονομάζεται Ε.Ε. ανοικτού τύπου. Οι Ε.Ε.Χ θεωρούνται κλειστού τύπου διότι τα επενδεδυμένα κεφάλαια είναι σταθερά, οποιαδήποτε δε μεταβολή τους προέρχεται από δυνητική αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.
4. Προμήθειες: Τα Α/Κ έχουν σε γενικές γραμμές υψηλότερες προμήθειες.
5. Νομική Υπόσταση: Οι Ε.Ε.Χ. είναι ανώνυμες εταιρείες, υποχρεωμένες να εισέλθουν στο Χ.Α.Α μέσα σε έξι μήνες από τη σύστασή τους. Τα Α/Κ δεν έχουν νομική υπόσταση.

6. Θεματοφύλακας: Ο ρόλος του Θεματοφύλακα στα Α/Κ είναι ευρύτερος από αυτόν στις Ε.Ε.Χ.
7. Διαφορά στην αξία των μεριδίων των Α/Κ και των τιμών των μετοχών των Ε.Ε.Χ. Η αγορά ενός μεριδίου Α/Κ αντανάκλα την «πραγματική» αξία των αξιόγραφων τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή αγοράς. Αντίθετα, οι τιμές των μετοχών των Ε.Ε.Χ. σπάνια αντανακλούν την πραγματική τους (ή εσωτερική) αξία. Οι χρηματιστηριακές τιμές των Ε.Ε.Χ. βρίσκονται πάνω από την πραγματική του τιμή (premium) ή κάτω από αυτήν (discount), απεικονίζοντας πολλές φορές την έλλειψη γνώσης των επενδυτών για τα αξιόγραφα που κατέχουν στο ενεργητικό τους.

### 3. ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΛΕΙΣΤΟΥ ΤΥΠΟΥ

Σύμφωνα με το νόμο 1969/91 για τις εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου και τα αμοιβαία κεφάλαια, μια εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου είναι ανώνυμη εταιρεία με αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση κινητών αξιών και τη μεγιστοποίηση της απόδοσης των κεφαλαίων που έχουν επενδύσει σε αυτές οι μέτοχοί τους και η ταυτόχρονη ελαχιστοποίηση του επενδυτικού κινδύνου. Παραδείγματα εταιρικών επενδύσεων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών είναι η Αιολική, η Interinvest κλπ. Το ελάχιστο ύψος μετοχικού κεφαλαίου μιας εταιρείας επενδύσεων χαρτοφυλακίου είναι έντεκα εκατομμύρια εφτακόσια τριάντα οχτώ χιλιάδες οχτακόσια έντεκα ευρώ και σαράντα πέντε λεπτά (11.738.811,45 €) τα οποία καταβάλλονται ολοσχερώς με τη σύσταση της εταιρείας από τους πρώτους μετόχους είτε με μετρητά, είτε με επενδυτικούς τίτλους. Οι μετοχές της εταιρείας επενδύσεων είναι υποχρεωτικά εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Οι επενδυτές μπορούν να επενδύσουν σε μια εταιρεία επενδύσεων συμμετέχοντας στη Δημόσια Εγγραφή κατά την είσοδο της εταιρείας στο χρηματιστήριο ή αγοράζοντας μετοχές της εταιρείας μετά την είσοδό της στο χρηματιστήριο και αφού αρχίσει η διαπραγμάτευση των μετοχών της μπορεί ανά πάσα στιγμή να αγοράσει ή να πωλήσει μετοχές της εταιρείας αυτής που αντιπροσωπεύουν την επένδυσή του. Η τιμή της μετοχής στο χρηματιστήριο ονομάζεται τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή.

Στην περίπτωση που οι επενδυτές θελήσουν να ρευστοποιήσουν τις μετοχές τους θα απευθυνθούν στη χρηματιστηριακή αγορά και όχι στην εταιρεία. Η κερδοφορία μιας Εταιρείας Επενδύσεων εξαρτάται, κυρίως, από την πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς, αλλά και από την ποιότητα της διαχείρισης. Τα οφέλη που προσδοκά ο επενδυτής από την εταιρεία, προέρχονται τόσο από την αύξηση της τιμής της μετοχής όσο και από την εισπραξη ενός ικανοποιητικού μερίσματος.

Οι Εταιρείες Επενδύσεων έχουν την ευχέρεια να επενδύσουν σε μετοχές, ελληνικές και ξένες, σε τραπεζικές καταθέσεις, σε ομολογίες και άλλα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Βέβαια κάθε εταιρεία ακολουθεί τη δική της επενδυτική πολιτική. Γενικότερα οι Εταιρείες Επενδύσεων κλειστού τύπου διευθύνονται από πεπειραμένα στελέχη του χρηματιστηριακού χώρου, βασίζονται σε πολύ συγκεκριμένη επενδυτική φιλοσοφία και είναι απόλυτα διαφανείς. Τα χαρτοφυλάκιά τους αποτελούνται από επενδύσεις διαφόρων μορφών,

μακροπρόθεσμου χαρακτήρα, προκειμένου να προστατεύουν τους επενδυτές. Η πλειοψηφία των χαρτοφυλακίων των Ε.Ε.Χ. στην Ελλάδα θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν ως μικτού τύπου ή μετοχικού. Αντίθετα στο εξωτερικό υπάρχει τεράστια ποικιλία των Ε.Ε.Χ., καλύπτοντας πλήρως τις ανάγκες του επενδυτικού κοινού.

Τα διαθέσιμα των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου μπορούν μεταξύ άλλων να τοποθετηθούν:

- α) Σε μετοχικούς τίτλους εισηγμένους στο Χρηματιστήριο Αθηνών ή σε χρηματιστήριο άλλης χώρας μέλους της ΕΟΚ. Ακόμα μέχρι 20% των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας μπορεί να τοποθετηθεί σε μετοχές που είναι εισηγμένες στην κύρια αγορά χρηματιστηρίου ενός κράτους μη μέλους της ΕΟΚ (κατόπιν σχετικής απόφασης του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας). Οι ίδιες αρχές διέπουν και τις τοποθετήσεις σε ομολογιακά δάνεια.
- β) Σε τίτλους μεριδίων ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων και σε μη εισηγμένους σε χρηματιστηριακή αγορά τίτλους μεριδίων κοινοτικών αμοιβαίων κεφαλαίων.
- γ) Σε μετρητά και τραπεζικές καταθέσεις
- δ) Σε νεοεκδιδόμενες μετοχές και ομολογιακά δάνεια υπό την προϋπόθεση ότι η έκδοσή τους περιλαμβάνει την υποχρέωση εισαγωγής τους εντός έξι μηνών στη χρηματιστηριακή αγορά.
- ε) Ποσό που δεν υπερβαίνει το 10% των ιδίων κεφαλαίων μπορεί να τοποθετηθεί σε κινητά και ακίνητα περιουσιακά στοιχεία που εξυπηρετούν άμεσες λειτουργικές ανάγκες της εταιρείας.

Στις επενδύσεις αυτές, ο νόμος 1969/91 θέτει μια σειρά από περιορισμούς για την ασφάλεια των επενδυτών στις μετοχές της εταιρείας επενδύσεων. Οι περιορισμοί αυτοί είναι οι εξής:

- i. Η εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου δεν μπορεί να επενδύσει πέρα του 10% των ιδίων κεφαλαίων της σε αξιόγραφα του ιδίου εκδότη. Κατ' εξαίρεση, αν οι τίτλοι έχουν εκδοθεί από κράτος-μέλος της ΕΟΚ, οργανισμό αυτοδιοίκησης; Κράτους-μέλους της ΕΟΚ ή από δημόσιο διεθνή οργανισμό στον οποίο συμμετέχει κράτος-μέλος της ΕΟΚ καθώς και όταν οι τίτλοι τελούν υπό την εγγύηση των ανωτέρω νομικών προσώπων το ποσοστό αυτό αυξάνεται στο 50%.
- ii. Η εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου δεν μπορεί να τοποθετήσει ποσοστό μεγαλύτερο του 40% των ιδίων κεφαλαίων της σε αξιόγραφα



περισσότερων εκδοτών, σε καθένα από τους οποίους έχει τοποθετήσει ποσοστό μεγαλύτερο του 5% των ιδίων κεφαλαίων της.

Οι περιορισμοί αυτοί έχουν ως σκοπό να επιτύχουν τη μεγαλύτερη δυνατή διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου επενδύσεων της εταιρείας, ώστε να ελαχιστοποιηθεί ο κίνδυνος της επένδυσης σε αυτή. Είναι φανερό, ότι ο νομοθέτης θέλει τις εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου να λειτουργήσουν ως μηχανισμοί προσέλκυσης αποταμιευτικών κεφαλαίων στη χρηματιστηριακή αγορά. Το μειονέκτημα των περιορισμών αυτών είναι ότι οι διαχειριστές του χαρτοφυλακίου της εταιρείας επενδύσεων ελάχιστα μπορούν να επηρεάσουν το management των εταιρειών στις οποίες έχουν επενδύσει.

*Βασικά σημεία που θα πρέπει να προσέξουν οι επενδυτές προτού τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους σε μια Εταιρεία Επενδύσεων είναι η εσωτερική αξία της τιμής των μετοχών της σε σχέση με την τρέχουσα τιμή τους. Η τρέχουσα τιμή των μετοχών στο χρηματιστήριο επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό (αλλά όχι απόλυτα) από την εσωτερική τους αξία, δηλαδή από την καθαρή τους αξία, όπως αυτή προκύπτει από την καθημερινή αποτίμηση του ενεργητικού της. Όταν η τρέχουσα τιμή των μετοχών της εταιρείας είναι υψηλότερη από την εσωτερική τους αξία, τότε η μετοχή διαπραγματεύεται με προσαύξηση (premium). Στην αντίθετη περίπτωση, όταν δηλαδή η μετοχή προσφέρεται σε τιμή χαμηλότερη της εσωτερικής της αξίας, η μετοχή διαπραγματεύεται με έκπτωση (discount).*

*Δεδομένου ότι η εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου έχει στο ενεργητικό της κυρίως αξιόγραφα διαπραγματεύσιμα στο χρηματιστήριο για το λόγο αυτό είναι εύκολος ο υπολογισμός της αγοραίας αξίας του καθαρού ενεργητικού της, η οποία διαιρούμενη δια του αριθμού των μετοχών της εταιρείας δίνει την καθαρή εσωτερική αξία της μετοχής. Είναι φανερό ότι μόνο αν η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής είναι μεγαλύτερη της εσωτερικής, η διαχείριση της εταιρείας επενδύσεων προσθέτει αξία στις επενδύσεις που κάνει.*

Ολοκληρώνοντας θα πρέπει να λεχθεί ότι οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου αποτελούν εξαιρετικούς μηχανισμούς για το μικρομεσαίο αποταμιευτή να επενδύσει στις χρηματοδοτικές αγορές. Πράγματι, οι επενδύσεις σε μετοχές εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου χαρακτηρίζονται από ικανοποιητική απόδοση, χαμηλό κίνδυνο και μικρό κόστος. όμως θα πρέπει να τονισθεί ότι, όπως και σε άλλες κατηγορίες επενδύσεων, η απόδοσή τους στο παρελθόν δεν αποτελεί εγγύηση για τη μελλοντική τους απόδοση.

#### **4. ΕΠΙΛΟΓΗ ΔΙΑΤΑΞΕΩΝ ΤΟΥ ΝΟΜΟΥ 1969/91 (ΟΠΩΣ ΤΡΟΠΟΠΟΙΗΘΗΚΕ ΜΕ ΤΟ ΠΔ 933/93 ΚΑΙ ΤΟ Ν.2166/93) ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ**

**Άρθρο 1:** 1. Η εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου είναι ανώνυμη εταιρεία με αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση χαρτοφυλακίου κινητών αξιών. Κινητές αξίες κατά την έννοια αυτού του νόμου είναι οι μετοχές, οι ομολογίες, τα ομόλογα, οι τίτλοι μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων, τα πιστοποιητικά καταθέσεων του άρθρου 9 του α.ν. 148/1967 (ΦΕΚ 173 Α'), τα έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου και όλα τα χρηματιστηριακά πράγματα. Η εταιρεία αυτή διέπεται από τις διατάξεις για τις ανώνυμες εταιρείες.

2. Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας επενδύσεων χαρτοφυλακίου έχει ελάχιστο ύψος έντεκα εκατομμύρια εφτακόσια τριάντα οχτώ χιλιάδες οχτακόσια έντεκα ευρώ και σαράντα πέντε λεπτά (11.738.811,45 €), που καταβάλλονται ολοσχερώς κατά τη σύσταση της εταιρείας. Το ανωτέρω ποσό μπορεί να αυξάνεται με απόφαση της επιτροπής κεφαλαιαγοράς. Σε περίπτωση αύξησής του κατώτερου ορίου του μετοχικού κεφαλαίου των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου, για τον υπολογισμό του ελάχιστους ύψους του μετοχικού κεφαλαίου των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου που λειτουργούν λαμβάνονται υπόψη τα ίδια κεφάλαια των εταιρειών αυτών.

3. Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας επενδύσεων χαρτοφυλακίου συγκροτείται από εισφορές μετρητών και κινητών αξιών της πρώτης παραγράφου, οι οποίες πληρούν τις προϋποθέσεις του άρθρου 4 παρ. 1 περίπτ. α' και β'. Επιτρέπεται επίσης η εισφορά κινητών και ακίνητων πραγμάτων, που εξυπηρετούν λειτουργικές ανάγκες της εταιρείας. Οι εισφορές του προηγούμενου εδαφίου δεν επιτρέπεται να υπερβαίνουν το ένα δέκατο του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας. Η αποτίμηση της αξίας των ως άνω κινητών αξιών, καθώς και των κινητών και ακίνητων πραγμάτων, που εισφέρονται στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας επενδύσεων χαρτοφυλακίου, γίνεται σύμφωνα με το άρθρο 9 του κωδικοποιημένου νόμου 2190/1920, εφαρμοζομένων ως προς τις κινητές αξίες αναλόγως των διατάξεων της παρ.2 του άρθρου 4.

**Άρθρο 2:** 1. Για να εκδοθεί άδεια σύστασης της εταιρείας επενδύσεων χαρτοφυλακίου σύμφωνα με τις διατάξεις της νομοθεσίας για τις ανώνυμες εταιρείες,

απαιτείται να έχει χορηγηθεί από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς άδεια λειτουργίας της εταιρείας. Όμοια άδεια απαιτείται και για τη μετατροπή υφιστάμενης εταιρείας σε εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου.

2. Για τη χορήγηση από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς της άδειας λειτουργίας εκτιμώνται η οργάνωση, τα τεχνικά και οικονομικά μέσα της εταιρείας, η αξιοπιστία και η πείρα των προσώπων που θα τη διοικήσουν και η καταλληλότητα των ιδρυτών για τη διασφάλιση της χρηστής διαχείρισης της εταιρείας. Τα κριτήρια αυτά μπορούν να εξειδικεύονται με απόφαση της επιτροπής κεφαλαιαγοράς.

3. Για κάθε τροποποίηση του καταστατικού της εταιρείας επενδύσεων χαρτοφυλακίου, όπως και για την αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου, απαιτείται απόφαση της επιτροπής κεφαλαιαγοράς. Κάθε δημοσίευση κατά την έννοια του άρθρου 7β του κ.ν. 2190/1920, που αφορά τροποποίηση του καταστατικού εταιρείας επενδύσεων χαρτοφυλακίου ή αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου γνωστοποιείται στην επιτροπή κεφαλαιαγοράς.

4. Η εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου υποχρεούται να αναγράφει κάτω από την εταιρική της επωνυμία τον αριθμό άδειας λειτουργίας.

5. Απαγορεύεται να εκδίδει ιδρυτικούς τίτλους.

**Άρθρο 3:** 1. Η εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου έχει την υποχρέωση να υποβάλει αίτηση εισαγωγής των μετοχών της στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εντός εξαμήνου από τη σύστασή της. Η εισαγωγή των μετοχών αυτών γίνεται σύμφωνα με τις διατάξεις που ισχύουν εκάστοτε για την εισαγωγή μετοχών στο χρηματιστήριο αξιών με εξαίρεση την παράγραφο 1.3 του άρθρου 3 του π.δ. 350/1985 (ΦΕΚ 126 Α') και με την πρόσθετη προϋπόθεση ότι το πενήντα τοις εκατό (50%) του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας επενδύσεων χαρτοφυλακίου θα έχει τοποθετηθεί σε αξίες, σύμφωνα με τη νομοθεσία που ισχύει εκάστοτε σχετικά με την υποχρεωτική τοποθέτηση των διαθεσίμων των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου.

2. Εάν η εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου, μέσα σε έξι (6) μήνες από τη σύστασή της, δεν έχει εισαγάγει τις μετοχές της στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών η επιτροπή κεφαλαιαγοράς ανακαλεί την άδεια λειτουργίας της και η εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου τίθεται υπό εκκαθάριση.

**Άρθρο 4:** 1. Τα διαθέσιμα των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου τοποθετούνται αποκλειστικά :

α. Σε κινητές αξίες εισηγμένες στην κύρια αγορά χρηματιστηρίου αξιών κράτους-μέλους της Ε.Ο.Κ, στην παράλληλη αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών

Αθηνών ή σε άλλη αναγνωρισμένη χρηματιστηριακή αγορά κράτους-μέλους, που ορίζεται με απόφαση του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας.

β. Σε τίτλους μεριδίων ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων και σε μη εισηγμένους σε χρηματιστηριακή αγορά τίτλους μεριδίων κοινοτικών αμοιβαίων κεφαλαίων, που πληρούν τις προϋποθέσεις της Οδηγίας της Ε.Ο.Κ. 85/611 Ε.Ο.Κ. (Ε.Ε.ΕΟΚ L375/31.12.1985).

γ. Σε νεοεκδιδόμενες κινητές αξίες υπό τους όρους:

αα. Η έκδοση τούτων να περιλαμβάνει την υποχρέωση εισαγωγής τους εντός έξι μηνών το αργότερο, σε χρηματιστηριακές αγορές των παρ.α' και δ' του παρόντος.

ββ. Στην περίπτωση κατά την οποία οι νεοεκδιδόμενες αξίες αφορούν κάλυψη μετοχικού κεφαλαίου ανωνύμου εταιρείας με δημόσια εγγραφή, σύμφωνα με το άρθρο 8<sup>α</sup> του κ.ν. 2190/1920 'περί ανωνύμων εταιρειών', η εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου δύναται να συνάπτει σύμβαση με τον ανάδοχο της ως άνω εκδόσεως περί της συμμετοχής στη δημόσια εγγραφή, υπό την επιφύλαξη της υποπερ. αα' της περ.γ' της παρούσας παραγράφου.

γγ. Οι επενδύσεις στις ανωτέρω αξίες υπόκεινται στους περιορισμούς των περ.α' και δ' της παρούσας παραγράφου.

δ. Σε κινητές αξίες, που είναι εισηγμένες στην κύρια αγορά του χρηματιστηρίου κράτους μη μέλους της Ε.Ο.Κ. που ορίζεται με απόφαση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας, μέχρι ποσού που δεν υπερβαίνει το ένα πέμπτο των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας επενδύσεων χαρτοφυλακίου.

ε. Σε άλλες κινητές αξίες, μέχρι ποσού που, κατά την τοποθέτηση, δεν υπερβαίνει το ένα δέκατο των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας, ύστερα από ειδική άδεια της επιτροπής κεφαλαιαγοράς.

στ. Σε κινητά και ακίνητα πράγματα που εξυπηρετούν άμεσες λειτουργικές ανάγκες, μέχρι ποσού που δεν υπερβαίνει το ένα δέκατο των ιδίων κεφαλαίων της.

ζ. Σε μετρητά και τραπεζικές καταθέσεις.

2. Η αποτίμηση της αξίας των ως άνω κινητών αξιών γίνεται ως ακολούθως:

α) των περιπτώσεων α', β' και δ', σε τρέχουσες τιμές.

β) των περιπτώσεων γ' σε τιμές κτήσεως σύμφωνα με τα οριζόμενα στο εδάφιο δ' της παρ.1 του άρθρου 43 του παρόντος.

3. Η αποτίμηση της αξίας των κινητών και ακινήτων πραγμάτων της περ.στ' , οσάκις αυτή απαιτείται, καθορίζεται από οριζόμενο δια του κανονισμού της επιτροπής κεφαλαιαγοράς σύμφωνα με τα άρθρα 78 και 80 του παρόντος νόμου.

4. Οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, κατά την εξαγωγή συναλλάγματος για την πραγματοποίηση επενδύσεων εκτός συναλλαγματικούς περιορισμούς.

**Άρθρο 5:** 1. Η εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου, στο χρόνο πραγματοποίησης των τοποθετήσεων, δεν επιτρέπεται να τοποθετηθεί πάνω από δέκα τοις εκατό (10%) των ιδίων κεφαλαίων της σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη.

2. Η εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου μπορεί να τοποθετεί μέχρι το τριάντα πέντε τοις εκατό (35%) των ιδίων κεφαλαίων της σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη, όταν οι κινητές αξίες έχουν εκδοθεί από κράτος-μέλος των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων ή από οργανισμό τοπικής αυτοδιοίκησης κράτους-μέλους ή από δημόσιο διεθνή οργανισμό στον οποίο συμμετέχει κράτος-μέλος των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, καθώς και όταν οι κινητές αξίες τελούν υπό την εγγύηση των παραπάνω προσώπων.

Το σύνολο των τοποθετήσεων στις κινητές αξίες του προηγούμενου εδαφίου μπορεί να αυξηθεί μέχρι το εκατό τοις εκατό (100%), των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας επενδύσεων χαρτοφυλακίου, εφόσον η εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου, κατέχει κινητές αξίες που ανήκουν τουλάχιστον σε έξι διαφορετικές εκδόσεις και οι αξίες που ανήκουν στην ίδια έκδοση δεν υπερβαίνουν το τριάντα τοις εκατό (30%) των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας επενδύσεων χαρτοφυλακίου.

3. Με προεδρικό διάταγμα, εκδιδόμενο κατόπιν προτάσεως του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας και μετά γνώμη της επιτροπής κεφαλαιαγοράς, τα ποσοστά των παραγράφων 1 και 2 δύναται να τροποποιούνται.

**Άρθρο 6:** 1. Η εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου δεν επιτρέπεται να αποκτά μετοχές μιας εταιρείας που αντιπροσωπεύουν ποσοστό μεγαλύτερο του δέκα τοις εκατό (10%) των μετοχών της τελευταίας, εξαιρουμένων των μετοχών των εταιρειών συμβούλων επενδύσεων, όπου επιτρέπεται η απόκτηση ποσοστού μέχρι πενήντα ένα τοις εκατό (51%).

2. Με την επιφύλαξη των περιορισμών της προηγούμενης παραγράφου, η εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου δεν επιτρέπεται να αποκτά ποσοστό μεγαλύτερο :

- α) του δέκα τοις εκατό (10%) μετοχών χωρίς δικαίωμα ψήφου του ίδιου του εκδότη,
- β) του συνόλου των ανεξόφλητων κατά το χρόνο κτήσεως από την εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου ομολογιών του ίδιου εκδότη, γ) των κατά το χρόνο κτήσεως κυκλοφορούντων μεριδίων ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, δ) των μετοχών ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρείας του ν.1806/1988 και ε) των μετοχών της Α.Ε. Αποθετηρίων Τίτλων.

3. Οι περιορισμοί των προηγούμενων παραγράφων δεν ισχύουν για τις κινητές αξίες της παραγράφου 2 του άρθρου 5.

**Άρθρο 7:** Επιτρέπεται παρέκκλιση από τις διατάξεις των άρθρων 4, 5 και 6 προκειμένου για μετοχές, που η εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου αποκτά, συμμετέχοντας σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου εταιρείας της οποίας κατέχει μετοχές, δι' ασκήσεως δικαιώματος προτιμίας. Η εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου υποχρεούται να εκποιήσει τις μετοχές που κατέχει καθ' υπέρβαση των ορίων που τίθενται στα άρθρα 4, 5 και 6, εντός έτους από την απόκτησή τους.

**Άρθρο 8:** 1. Οι κινητές αξίες των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου κατατίθενται προς φύλαξη σε τράπεζα που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα. Αλλοδαπές κινητές αξίες και ελληνικές κινητές αξίες που είναι εισηγμένες σε αλλοδαπό χρηματιστήριο επιτρέπεται να κατατίθενται προς φύλαξη και σε τράπεζα της αλλοδαπής ή σε άλλο πρόσωπο εξουσιοδοτημένο για τη φύλαξη αξιόγραφων.

2. Επί καταθέσεως των κινητών αξιών σε Εταιρεία Αποθετηρίου Τίτλων, αρκεί η κατάθεση στα πρόσωπα της προηγούμενης παραγράφου των αποθετηρίων εγγράφων.

**Άρθρο 9:** Επιτρέπεται ο δανεισμός των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου μέχρι του δέκα τοις εκατό (10%), των ιδίων κεφαλαίων τους για πραγματοποίηση τοποθετήσεων σε κινητές αξίες και για την απόκτηση ακινήτων.

**Άρθρο 10:** 1. Οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου διανέμουν στους μετόχους τους κάθε διαχειριστική περίοδο, το σύνολο των καθαρών κερδών που πραγματοποιούν. Με απόφαση της γενικής συνέλευσης, κέρδη κεφαλαίου μπορούν να φέρονται σε πίστωση ειδικού αποθεματικού για την αντιμετώπιση ζημιών από την πώληση κινητών αξιών σε τιμή κατώτερη της τιμής κτήσεως. Η κράτηση αυτή παύει υποχρεωτικώς μετά την κάλυψη του εκατό τοις εκατό (100%) των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας.

2. Με απόφαση της γενικής συνέλευσης επιτρέπεται η δημιουργία τακτικού αποθεματικού σύμφωνα με τις διατάξεις του κν 2190/20.

3. Εφόσον στο τέλος μιας διαχειριστικής περιόδου προκύψει ζημιά από την αποτίμηση των κινητών αξιών, για την κάλυψή της επιτρέπεται ο σχηματισμός προβλέψεως μέχρι και του συνόλου της ζημίας.

4. Εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου δεν επιτρέπεται να καταβάλλει, κατά τη διάρκεια μιας διαχειριστικής περιόδου, στα μέλη του διοικητικού της συμβουλίου αμοιβές που υπερβαίνουν συνολικά το ένα δέκατο των κερδών που διανεμήθηκαν

κατ' αυτήν την περίοδο ή το ένα εικοστό της υπεραξίας του χαρτοφυλακίου της κατά την περίοδο αυτή.

**Άρθρο 14:** Όποιος προβαίνει σε ανακριβείς ή παραπλανητικές δηλώσεις, γνωστοποιήσεις ή χρησιμοποιεί οποιαδήποτε μέθοδο, για να δημιουργήσει στο κοινό εσφαλμένη εντύπωση, ότι επιχείρηση αποτελεί εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου κατά την έννοια αυτού του νόμου, τιμωρείται με φυλάκιση και χρηματική ποινή μέχρι διακόσιες ενενήντα τρεις χιλιάδες τετρακόσια εβδομήντα ευρώ και είκοσι οχτώ λεπτά σε ευρώ (293.470,28 €).

**Άρθρο 15:** 1. Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς, λαμβανομένων υπόψη και των εξηγήσεων από μέρος της εταιρείας, δύναται να αποφασίζει το διορισμό προσωρινού επιτρόπου ή επιτρόπου για χρονικό διάστημα καθοριζόμενο στην απόφασή της ή την ανάκληση της άδειας και τη θέση της εταιρείας υπό εκκαθάριση, αν συντρέχουν μια ή περισσότερες από τις ακόλουθες περιπτώσεις:

α. Όταν παύουν να υφίστανται, κατά τη λειτουργία της εταιρείας, οι όροι και οι προϋποθέσεις για τη σύστασή της.

β. Όταν η εταιρεία παρακωλύει καθ' οιονδήποτε τρόπο τον έλεγχο που ασκεί η αρμόδια αρχή.

γ. Όταν η εταιρεία παραβιάζει διατάξεις της ισχύουσας νομοθεσίας, των αποφάσεων ή κανονισμών της επιτροπής κεφαλαιαγοράς και του καταστατικού της.

**Άρθρο 16:** 1. Οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου απαλλάσσονται παντός φόρου, τέλους, τέλους χαρτοσήμου, εισφοράς, δικαιώματος ή οποιαδήποτε άλλης επιβάρυνσης, υπέρ του Δημοσίου ή τρίτου, επί του κεφαλαίου τους, με εξαίρεση το φόρο συγκέντρωσης κεφαλαίου και το φόρο προστιθέμενης αξίας.

2. Κατά την είσπραξη τόκων από εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου ενεργείται από τον καταβάλλοντα παρακράτηση φόρου εισοδήματος, σύμφωνα με τα προβλεπόμενα από το άρθρο 21 του ν 1921/1991 και το άρθρο 29 του νδ 3323/1955, κατά περίπτωση. Με την παρακράτηση αυτήν εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση των δικαιούχων για τα εισοδήματα αυτά.

3. Τα εισπραττόμενα με τους μετόχους της εταιρείας επενδύσεων χαρτοφυλακίου μερίσματα απαλλάσσονται του φόρου εισοδήματος, με εξαίρεση το μέρος των διανεμημένων μερισμάτων που προέρχονται από εισοδήματα απαλλασσόμενα της φορολογίας, από κέρδη από την πώληση χρεογράφων σε τιμή ανώτερη της τιμής κτήσης και από εισοδήματα αλλοδαπής προέλευσης, για τα οποία η καταβάλλουσα εταιρεία υποχρεούται σε παρακράτηση φόρου με συντελεστή

δεκαπέντε τοις εκατό(15%). Με την παρακράτηση αυτήν εξαντλείται η υποχρέωση των μετόχων. Για την εξεύρεση των διανεμημένων μερισμάτων που υπόκεινται σε παρακράτηση φόρου, γίνεται επιμερισμός του συνόλου των διανεμόμενων μερισμάτων ανάλογα με το συνολικό ύψος των εσόδων που προέρχονται από απαλλασσόμενα της φορολογίας εισοδήματα, από κέρδη, από την πώληση χρεογράφων και από τίτλους αλλοδαπής προέλευσης και των λοιπών ακαθάριστων εσόδων.

Κατά την υποβολή της δήλωσης απόδοσης του παρακρατούμενου φόρου εκπίπτει το μέρος του φόβου που αποδεδειγμένα καταβλήθηκε στην αλλοδαπή και το οποίο αναλογεί στα διανεμόμενα εισοδήματα αλλοδαπής προέλευσης. Το ποσό του εκπιπτόμενου φόρου δεν μπορεί να υπερβαίνει αυτό που προκύπτει με την εφαρμογή του συντελεστή του πρώτου εδαφίου.

4. Οι πράξεις σύστασης, το καταστατικό των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου και οι εκδιδόμενες από αυτές μετοχές απαλλάσσονται παντός φόρου, τέλους, τέλους χαρτοσήμου, εισφοράς, δικαιώματος ή οποιασδήποτε άλλης επιβάρυνσης υπέρ του Δημοσίου ή τρίτου, εξαιρουμένων των φόρων συγκέντρωσης κεφαλαίου και προστιθέμενης αξίας και της νόμιμης προμήθειας του χρηματιστή.



## 5. Η ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΜΕΓΑΛΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ

Ένα ιδιωτικό χαρτοφυλάκιο είναι «δυσκίνητο» και μεγάλο εάν η χρηματιστηριακή του αξία είναι μεγαλύτερη των οχτακοσίων ογδόντα χιλιάδων ευρώ (€ 880.000,00), αν και το όριο αυτό εξαρτάται από την εμπορευσιμότητα των κατ' ιδίαν μετοχών που περιέχονται στο χαρτοφυλάκιο, καθώς και από τη χρηματιστηριακή φάση, ανοδική περίοδο ή περίοδο βάσης, που διέρχεται η αγορά.

Μεγάλου μεγέθους μετοχικά χαρτοφυλάκια είναι τα εξής:

- Τα μεγάλα ιδιωτικά χαρτοφυλάκια, των οποίων το μέγεθος δημιουργεί προβλήματα εμπορευσιμότητας
- Οι ΕΠΕΥ (Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών), οι Χρηματιστηριακές Εταιρείες και οι Εταιρείες Συμβούλων, στο βαθμό και την έκταση που εμπλέκονται σε διαχείριση χαρτοφυλακίων
- Τα αναπτυξιακά Αμοιβαία Κεφάλαια
- **Οι εισηγμένες Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου**
- Τα Συνταξιοδοτικά Ταμεία που κατέχουν μεγάλες θέσεις σε μετοχές
- Οι βασικοί μέτοχοι των εισηγμένων εταιρειών, καθ' όσον αυτοί κατέχουν μεγάλες θέσεις στη μετοχή τους.

Στην παρακάτω μελέτη θα εκτεθούν μερικές μέθοδοι βελτίωσης της διαχείρισης των μεγάλων μετοχικών χαρτοφυλακίων και θα αναζητηθούν τρόποι αύξησης της απόδοσης των επενδεδυμένων κεφαλαίων.

### 5.1 Ο σταθεροποιητικός ρόλος των θεσμικών επενδυτών

Είναι γεγονός ότι οι μεγάλοι επενδυτές, ιδίως οι θεσμικοί, παίζουν σημαντικό σταθεροποιητικό ρόλο στη λειτουργία των χρηματιστηρίων. Κατ' αρχάς, σε περιόδους πανικού δεν πωλούν εύκολα και σε περιόδους «αγοραστικού πυρετού» αναγκάζονται να δείξουν αυτοσυγκράτηση. Δεύτερον, φαίνεται ότι δεν συνηθίζουν να κάνουν συναλλαγές με «αέρα» (ανοικτές πωλήσεις-αγορές με μόχλευση), αλλά πάντα με μετρητά, παρέχοντας έτσι πολύτιμη ρευστότητα στο σύστημα. Τρίτον, περιορίζουν

τη χρηματιστηριακή αστάθεια, καθώς στηρίζουν τις μετοχές τους στις δύσκολες στιγμές. Και τέταρτον, στηρίζοντας τις μετοχές τους, εξασφαλίζουν ημερήσια εμπορευσιμότητα που χρειάζονται οι ιδιώτες επενδυτές όταν θέλουν να ρευστοποιήσουν τις μετοχές τους.

## **5.2. Πλεονεκτήματα-Μειονεκτήματα της επένδυσης σε εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου**

Η ελκυστικότητα των επενδύσεων σε μετοχές εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου οφείλεται στα σημαντικά πλεονεκτήματα που παρουσιάζει η μορφή αυτή επένδυσης. Τα σημαντικότερα από τα πλεονεκτήματα αυτά είναι τα εξής:

α) Επαγγελματική διαχείριση των συγκεντρωμένων κεφαλαίων, καθ' όσον οι εταιρείες διαχείρισης διαθέτουν εξειδικευμένο προσωπικό που μελετά τα θεμελιώδη στοιχεία της οικονομίας και των εισηγμένων εταιρειών.

Όμως, ας μη νομίσουμε ότι επιτυγχάνονται οικονομίες κλίμακας στην απασχόληση των αναλυτών. Όσο περισσότερες εισηγμένες εταιρείες παρακολουθούνται, τόσες κατ' αναλογία περισσότερες εργατοώρες αναλυτών απαιτούνται. Άρα, οι μικροί ιδιώτες επενδυτές που παρακολουθούν θεμελιωδώς στενά 2-20 εταιρείες έχουν την ίδια αποτελεσματική ενημερότητα γι' αυτές τις εταιρείες με τους αναλυτές των θεσμικών επενδυτών, αρκεί βέβαια να διαθέτουν ένα minimum θεωρητικό υπόβαθρο.

β) Η επένδυση αυτή είναι ταχύτατα ρευστοποιήσιμη.

γ) Ο τρόπος επένδυσης σε ξένα χρηματιστήρια είναι εύκολος. Οι οργανισμοί αυτού του είδους επηρεάζονται λιγότερο από τους υφιστάμενους συναλλαγματικούς περιορισμούς από ό,τι επηρεάζεται ένας ιδιώτης. Επιπλέον έχουν τις αναγκαίες γνώσεις για να επιλέξουν τις συγκριτικά καλύτερες επενδύσεις σε αγορές του εξωτερικού.

δ) Οι προμήθειες που πληρώνουν οι οργανισμοί αυτοί είναι ως ποσοστό των συναλλαγών που πραγματοποιούν πολύ μικρότερες από αυτές που καταβάλλουν οι μεμονωμένοι επενδυτές.

ε) Οι θεσμικοί επενδυτές επιτυγχάνουν ταχύτερη και «ενδότερη» πρόσβαση στη χρηματιστηριακή πληροφόρηση.

Αυτό το πλεονέκτημα φαίνεται να μην είναι ιδιαίτερα σημαντικό. Και τούτο διότι μόλις μια μετοχή γίνει αγοράσιμη, αυτό αμέσως θα καταγραφεί στην καμπύλη τιμών της μετοχής και στις μπάρες των όγκων συναλλαγών και αμέσως θα δοθούν σήματα αγορών από τους τεχνικούς δείκτες τάσης, οπότε οι μικροί επενδυτές που έχουν τη δυνατότητα χρήσης της Τεχνικής Ανάλυσης θα πράξουν ανάλογα σε αντίθεση με τους άλλους θεσμικούς, οι οποίοι, λόγω μεγάλου μεγέθους τους θα δυσκολευθούν να ακολουθήσουν τα τεχνικά σήματα για να τοποθετηθούν στη μετοχή. Το αντίστοιχο θα συμβεί μόλις μια μετοχή γίνει πωλήσιμη. Οι τεχνικοί δείκτες τάσης θα δώσουν αμέσως σήμα εξόδου και οι μικροί επενδυτές και χρήστες της Τεχνικής Ανάλυσης θα πράξουν ανάλογα. Έτσι το πλεονέκτημα της ταχείας πληροφόρησης και του insiding που απολαμβάνουν μερικοί μεγάλοι επενδυτές σε μερικές εταιρείες, αποκτάται από τους μικρούς επενδυτές όταν κάνουν χρήση της Τεχνικής Ανάλυσης.

Εξ' άλλου στη σημερινή εποχή της τεχνολογικής ανάπτυξης, των μέσων ενημέρωσης, η χρηματιστηριακή πληροφόρηση διαχέεται αμέσως προς τους ενδιαφερόμενους μικρούς και μεγάλους.

Όσο για το φαινόμενο «σιωπηρής συγκέντρωσης» τίτλων, και αυτό συλλαμβάνεται από τους χρήστες της Τεχνικής Ανάλυσης, όταν αυτοί διαπιστώνουν ότι η καμπύλη τιμών μιας μετοχής κυμαίνεται για μερικές βδομάδες ή μήνες με μικρούς όγκους σε ένα στενό οριζόντιο κανάλι, διαπίστωση που δεν μπορούν να εκμεταλλευτούν οι μεγάλοι επενδυτές, καθόσον λόγω μεγέθους τους είναι δύσκολο να παρεισφρήσουν ικανοποιητικά στη διαδικασία συγκέντρωσης του υποσχόμενου τίτλου.

στ) Η δυνατότητα να χειραγωγούν μερικές από τις μετοχές τους (σε αυτές που έχουν μεγάλη θέση), δηλαδή να τις στηρίζουν σε δύσκολες στιγμές ή και ακόμα να κάνουν «στημένα παιχνίδια».

Αυτή η δυνατότητα όμως αποτελεί «δίκοπο μαχαίρι». Εάν η μετοχή που παίζεται δεν διαθέτει τα απαιτούμενα καλά θεμελιώδη στοιχεία, ώστε να προσελκύσει εύκολα το επενδυτικό κοινό ή εάν ο άλλος μεγάλος επενδυτής-με τον οποίο γίνεται μαζί το «παιχνίδι»-αθετήσει το λόγο του και δεν τηρήσει τη συμφωνία (κάτι που συμβαίνει πολύ συχνά-ιδίως σε αναπτυσσόμενες αγορές), είτε πουλώντας μετά την άνοδο, είτε εγκαταλείποντας το εγχείρημα λόγω μετατόπισης του ενδιαφέροντός του σε άλλη μετοχή, τότε ο πρώτος μεγάλος επενδυτής που εμπλέκεται στο παιχνίδι πιθανόν να υποστεί μεγάλες ζημιές.

ζ) Από τη διαφοροποίηση των επενδυτικών επιλογών, μειώνεται ο συνολικός κίνδυνος του χαρτοφυλακίου επενδύσεων, διότι αν μια επιλογή αποδειχθεί αποτυχημένη, η ζημία που θα προκαλέσει θα εξουδετερωθεί από το κέρδος κάποιας άλλης. Οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου με τα κεφάλαια που διαθέτουν μπορούν να επιτύχουν καλύτερη διασπορά επενδύσεων στο χαρτοφυλάκιό τους, από ότι ένας μεμονωμένος επενδυτής. Ακόμα, το κόστος αγοράς από έναν επενδυτή ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου, αποτελούμενου από αξιόγραφα για παράδειγμα 10 εταιριών, είναι κατά πολύ υψηλότερο από το κόστος αγοράς ενός εξίσου διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου, με το οποίο θα επιβαρυνθεί η εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου.

Ωστόσο μπορούμε να σημειώσουμε ότι αυτό το πλεονέκτημα έχει υπερεκτιμηθεί και υπερδιαφημιστεί. Και τούτο διότι τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου κατά πολλές μετοχές διαφόρων κλάδων μειώνει μόνο τον εταιρικό ή μη συστηματικό κίνδυνο, δηλαδή τον κίνδυνο να υποτιμηθεί το χαρτοφυλάκιο λόγω πιθανής κακής πορείας μιας εισηγμένης εταιρείας της οποίας η μετοχή περιέχεται στο χαρτοφυλάκιο. Αντίθετα, ο συστηματικός κίνδυνος αντιμετωπίζεται μόνο με την ευελιξία στη ρύθμιση του συνολικού ποσοστού μετοχών/ μετρητών, στην οποία όπως θα δούμε παρακάτω οι θεσμικοί έχουν πρόβλημα.

Έτσι, οι μεγάλοι επενδυτές, δεν μπορούν να μειώσουν εύκολα το συστηματικό κίνδυνο, δηλαδή τον κίνδυνο υποτίμησης του χαρτοφυλακίου τους λόγω απότομης γενικής βαθιάς ύφεσης ή λόγω κραχ, διότι σε περίοδο απότομης πτώσης καθυστερούν, λόγω μεγέθους, να προβούν σε μαζικές πωλήσεις με συνέπεια να εγκλωβίζονται σε καθοδικές αγορές.

### **5.3. Οι αποδόσεις των θεσμικών επενδυτών**

Στον ημερήσιο και εβδομαδιαίο χρηματιστηριακό τύπο καλλιεργείται συστηματικά η εντύπωση ότι οι κινήσεις των μεγάλων επενδυτών είναι σχεδόν πάντα επιτυχημένες, ωθώντας έτσι το αναγνωστικό κοινό στο συμπέρασμα ότι οι προκύπτουσες αποδόσεις αυτών είναι μεγαλύτερες από τις αποδόσεις του μέσου επενδυτή, δηλαδή του Γενικού Δείκτη.

Τα πράγματα όμως δεν είναι έτσι. Εάν ανατρέξουμε στους πίνακες παρελθουσών αποδόσεων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των εισηγμένων Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, μία από τις κυριότερες κατηγορίες μεγάλων επενδυτών, θα διαπιστώσουμε ότι αυτές κατά μέσον όρο είναι ίσες ή λίγο κατώτερες των αποδόσεων του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ. Ας πάρουμε δειγματοληπτικά μερικά ιστορικά δεδομένα:

- Κατά το μέτριο χρηματιστηριακό έτος 1995, ο Γενικός Δείκτης είχε απόδοση +9% (συμπεριλαμβανομένων και των επανεπενδεδυμένων μερισμάτων), ενώ το καλύτερο Α/Κ είχε απόδοση +23%, το χειρότερο -7% και μέσο Α/Κ είχε απόδοση +8%.
- Κατά το καλό χρηματιστηριακό έτος 1997, ο Γενικός Δείκτης είχε απόδοση +62% (συμπεριλαμβανομένων και των επανεπενδεδυμένων μερισμάτων), ενώ το καλύτερο Α/Κ είχε απόδοση +65%, το χειρότερο -11% και το μέσο Α/Κ είχε απόδοση +52%.
- Κατά την περίοδο 2-1-98 έως 28-2-98 ο Γενικός Δείκτης είχε απόδοση -3%, ενώ το μέσο Α/Κ είχε απόδοση -1%, με το καλύτερο Α/Κ να έχει απόδοση +13% και το χειρότερο -8%.
- Τέλος, κατά την οκταετία από 1/1/91 έως 2/1/99 ο Γενικός Δείκτης περίπου τριπλασίασε την αξία του, ενώ δύο , τυχαίως ληφθείσες, μετοχές Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου είχαν τις εξής αποδόσεις: η μεν μετοχή της Ελληνικής ΕΕΧ μείωσε την αξία της κατά 7%, η δε μετοχή της Άλφα Επενδύσεων αύξησε την αξία της κατά 2,5 φορές. Αν ληφθούν υπόψη οι υψηλές μερισματικές αποδόσεις που συνηθίζουν να δίδουν οι ΕΕΧ, τότε στο εξεταζόμενο διάστημα η πρώτη μετοχή αύξησε την τιμή της κατά 1,5 φορά, η δεύτερη κατά 4 φορές (μέσος όρος 2,8 φορές για τις δύο) ενώ ο Γενικός Δείκτης αύξησε την αξία του κατά 3 φορές.

Τα βαθύτερα αίτια των παραπάνω πενιχρών αποδόσεων των θεσμικών επενδυτών είναι το δυσκίνητο μέγεθός τους και η λανθασμένη επενδυτική τους φιλοσοφία.

#### 5.4. Τα προβλήματα του μεγέθους

Το μέγεθος των μεγάλων επενδυτών τους δημιουργεί τα εξής προβλήματα:

α) Το μεγάλο μέγεθος των μετοχικών θέσεων δεν τους επιτρέπει να πραγματοποιούν τις αγοραπωλησίες μετοχών τη χρονική στιγμή που αυτοί θέλουν και στο μέγεθος που αυτοί θέλουν, διότι προκαλούν τάση προς την κατεύθυνση της πράξης.

*Παράδειγμα:* εάν ένας μεγάλος επενδυτής θελήσει να αγοράσει στην ανοικτή αγορά 300.000 μετοχές intracom θα προκαλέσει για μερικές ημέρες διαδοχικά limit-up στην τιμή της μετοχής υψώνοντάς την σε ασύμφορα για αγορά επίπεδα. Συνεπώς θα αναγκασθεί να ψάξει να βρει έναν άλλο μεγάλο επενδυτή με τον οποίο θα διασταυρώσει πακέτο μετοχών της εν λόγω εταιρείας (βέβαια το πρόβλημα οξύνεται όταν πρόκειται για μετοχή μικρότερης εμπορευσιμότητας). Η ανεύρεση του αντισυμβαλλόμενου μεγάλου επενδυτή πιθανόν να μη γίνει την επιθυμητή χρονική στιγμή και έτσι ο πρώτος επενδυτής θα κάνει τη πράξη νωρίτερα ή αργότερα από τη στιγμή που θα ήθελε. Συνεπώς οι μεγάλοι επενδυτές έχουν πρόβλημα στο timing των αγοραπωλησιών, γεγονός το οποίο τους αποστερεί αρκετές ποσοστιαίες μονάδες ετήσιας απόδοσης.

β) Το δεύτερο μειονέκτημα πηγάζει από το πρώτο. Αφού ο μεγάλος επενδυτής δεν μπορεί να αγοράσει-πουλήσει μετοχές όποτε αυτός θέλει, αυτό σημαίνει ότι δεν μπορεί να εφαρμόσει τη μέθοδο της τεχνικής ανάλυσης, η οποία, όπως έχει επανειλημμένως αποδειχθεί στατιστικά, επιτυγχάνει αποδόσεις πολύ μεγαλύτερες από αυτές του Γενικού Δείκτη.

Έτσι, οι θεσμικοί δεν μπορούν εύκολα να εκμεταλλεύονται την τάση, δηλαδή δεν μπορούν να είναι trend followers, αλλά αναγκάζονται να είναι trend makers και trend anticipators (προεξοφλητές ή μάντεις της τάσης). Δηλαδή, επιστρατεύοντας τους θεμελιώδεις και οικονομικούς τους αναλυτές προσπαθούν να προεξοφλήσουν ή να μαντέψουν τις μελλούμενες κινήσεις των μετοχών, δηλαδή προσπαθούν να κάνουν τη δουλειά που κάνουν οι δείκτες τάσης δηλαδή τον εντοπισμό των αλλαγών τάσης. Έτσι, οι θεσμικοί αφού δεν μπορούν να είναι μεσοπρόθεσμοι επενδυτές, καταντούν

μακροχρόνιοι ή 'buy and hold' επενδυτές επιτυγχάνοντας περίπου τις αποδόσεις του Γενικού Δείκτη.

γ) Και τρίτο μειονέκτημα των μεγάλων επενδυτών είναι 'ότι δεν μπορούν να συγκεντρώσουν υψηλό ποσοστό των κεφαλαίων τους στις εκάστοτε μετοχές 'leaders' που κατά καιρούς παίζονται στο χρηματιστήριο ή στις μετοχές 'νικήτριες' δηλαδή αυτές που επιτυγχάνουν μεσοπρόθεσμα πολύ μεγάλες αυξήσεις στις τιμές τους.

Ο λόγος είναι απλός: Οι μετοχές νικήτριες συνήθως ανήκουν σε μικρές ή μεσαίες εταιρείες που διανύουν την πρώιμη και καλπάζουσα φάση της ανάπτυξής τους. Συνεπώς η κεφαλαιοποίηση τους είναι σχετικά μικρή, γεγονός που δυσκολεύει την είσοδο-έξοδο των μεγάλων επενδυτών. Αλλά, ακόμη κι αν η είσοδος-έξοδος των μεγάλων επενδυτών γινόταν με επιτυχία, μικρή μόνο θετική επίπτωση θα είχε στα συνολικά αποτελέσματα των μεγάλου μεγέθους χαρτοφυλακίων τους.

## **5.5. Λανθασμένη επενδυτική φιλοσοφία**

Το δεύτερο βασικό αίτιο των μέτριων αποδόσεων των θεσμικών επενδυτών είναι η λανθασμένη επενδυτική τους φιλοσοφία. Η χρηματιστηριακή παιδεία στην Ελλάδα βρίσκεται ακόμη σε μη ικανοποιητικά επίπεδα, όπως άλλωστε συμβαίνει με πολλούς άλλους τομείς της οικονομίας και της εκπαίδευσης. Τόσο οι ιδιώτες επενδυτές όσο και οι επαγγελματίες κινούνται στο χώρο χωρίς να ακολουθούν σταθερούς κανόνες, χωρίς συγκεκριμένη στρατηγική, αλλά χρησιμοποιώντας τη διαίσθησή τους, την πρακτική εμπειρία τους και κυρίως μιμούμενοι τις κινήσεις των άλλων επενδυτών.

Αλλά ας δούμε από κοντά μερικές λανθασμένες πρακτικές των μεγάλων και των θεσμικών επενδυτών:

α) Κατ' αρχάς οι περισσότεροι θεσμικοί αγοράζουν μετοχές εταιρειών μεγάλης κεφαλαιοποίησης και αποφεύγουν μετοχές μικρών δυναμικών εταιρειών φοβούμενοι κίνδυνο εγκλωβισμού. Αυτό τις περισσότερες φορές δεν είναι δικαιολογημένο. Γιατί να αγορασθεί μια 'ώριμη' εταιρεία με αργούς ρυθμούς ανάπτυξης και αργούς ρυθμούς αύξησης των κερδών ανά μετοχή απλώς επειδή είναι εύκολο να αγορασθούν πολλές μετοχές της; Εκτός αυτού το σημερινό Χρηματιστήριο

Αθηνών διαθέτει αρκετά υψηλή ρευστότητα και εμπορευσιμότητα. Επιπλέον, όλο και περισσότερες Χρηματιστηριακές Εταιρείες αναλαμβάνουν μετακινήσεις 'πακέτων' μεταξύ θεσμικών ή μεγάλων επενδυτών.

Είναι λοιπόν συχνά προτιμότερο για ένα θεσμικό χαρτοφυλάκιο με ένα πρόσθετο κόστος παρακολούθησης να περιλαμβάνει 50 εταιρείες όλων των μεγεθών, παρά 20 'ώριμες' αργοκίνητες εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης.

β) Πολλοί διαχειριστές μεγάλων χαρτοφυλακίων αγοράζουν μετοχές μιας εταιρείας βασιζόμενοι στη γνώμη κάποιου άλλου (συναδέλφου ή αναλυτή) για την υποτιθέμενη αξία της εταιρείας. Άλλοι αγοράζουν 'stories' άλλοι φήμες. Άλλοι αγοράζουν 'εμπιστευτικές ή εσωτερικές πληροφορίες' που αν εξετασθεί το ιστόγραμμα των όγκων της μετοχής, μόνον εμπιστευτικές δεν είναι. Ο σωστός επενδυτής δεν πρέπει να εξαρτάται από τις γνώμες των άλλων, αλλά να παίρνει μόνος του τις επενδυτικές του αποφάσεις.

γ) Άλλοι θεσμικοί ακολουθούν 'αρχαίους' κανόνες που μόνον κέρδη δεν δίνουν. Τέτοιοι παρωχημένοι κανόνες είναι η αγορά μετοχών με τρία θεμελιώδη κριτήρια: την υψηλή μερισματική απόδοση, την υψηλή λογιστική αξία προς τιμή και τον χαμηλό λόγο P/E.

Έχει αποδειχθεί στατιστικά ότι τα παραπάνω 'λογιστικά' κριτήρια αγορών μετοχών που σε τελική ανάλυση οδηγούν σε 'υποτιμημένες' μετοχές υστερούν σε αποδοτικότητα έναντι των δυναμικών κριτηρίων που περιγράφουν την ορμή ανάπτυξης μιας εταιρείας.

Ας πάρουμε το δείκτη της μερισματικής απόδοσης. Είναι γεγονός ότι οι ώριμες εταιρείες δίνουν συνήθως μεγάλα μερίσματα, ενώ οι εταιρείες που διψούν για επενδυτικά κεφάλαια και ανάπτυξη πιθανόν να δώσουν μικρά μερίσματα για να αυτοχρηματοδοτηθούν.

Ομοίως, ο δείκτης 'λογιστική αξία ανά μετοχή προς τιμή της μετοχής' κολακεύει τις ώριμες εταιρείες με υψηλά πάγια και ίδια κεφάλαια, τα οποία ενδεχομένως υποαποδίδουν και υποεκτιμά τις νέες δυναμικές εταιρείες των οποίων η αξία συνίσταται στις προοπτικές και στη δυναμική τους, μεταβλητές που δεν μπορούν να αποτυπωθούν στον παραπάνω δείκτη.

Επίσης το πασίγνωστο κριτήριο της σχέσης P/E οδηγεί συχνότατα σε λανθασμένες επιλογές καθώς οι περισσότερες μετοχές που έχουν χαμηλό P/E αφορούν είτε προβληματικές εταιρείες, είτε εταιρείες χωρίς προοπτική ανόδου των κερδών τους. Και εμείς οι ίδιοι θα έχουμε επίσης διαπιστώσει ότι είχαμε πολύ μεγάλα



διαφυγόντα κέρδη στο παρελθόν επειδή φτάσαμε κοντά στην απόφαση να αγοράσουμε, αλλά τελικά δεν αγοράσαμε μετοχές που ύστερα αναδείχθηκαν 'νικήτριες', λόγω της ήδη υψηλής σχέσης P/E που είχαν.

Ένας ακόμα πιο παρωχημένος κανόνας είναι η τήρηση σταθερής αναλογίας μετρητών-μετοχών στο μετοχικό χαρτοφυλάκιο. Ο κανόνας αυτός στηρίζεται στη λογική ότι εάν ένα χαρτοφυλάκιο έχει ένα σταθερό λόγο π.χ. 50%-50% μετοχών-μετρητών, στις μεν χρηματιστηριακές κορυφές αναγκάζει τους διαχειριστές να διατηρούν χαμηλό ποσοστό (σχετικά με τη φάση που διανύει η αγορά) μετοχών στους δε πυθμένες αναγκάζει τους διαχειριστές να διατηρούν υψηλό ποσοστό μετοχών. Αυτό όμως βοηθά τους διαχειριστές κεφαλαίων που δεν έχουν ιδιαίτερες γνώσεις της αγοράς. Ο καλός διαχειριστής μπορεί σχετικά εύκολα να ξεχωρίσει τις 'κορυφές' όπου και θα έχει πολλά μετρητά στο χαρτοφυλάκιο τους, και τους πυθμένες όπου θα έχει λίγα μετρητά στο χαρτοφυλάκιο του. Ωστόσο, πρέπει να σημειωθεί, ότι η Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για να περιορίσει τις διακυμάνσεις της αγοράς, δεν επιτρέπεται στα Α/Κ και τις εισηγμένες ΕΕΧ να φτάσουν σε συνολικό ποσοστό μετρητών άνω του 35% της αξίας του χαρτοφυλακίου τους και αυτό περιορίζει την επενδυτική ευελιξία των θεσμικών.

δ) Μία άλλη εσφαλμένη επενδυτική τακτική που χρησιμοποιούν συχνά οι διαχειριστές μεγάλων χαρτοφυλακίων είναι το να αγοράζουν μετοχές όταν αυτές βρίσκονται σε καθοδική τάση. Με αυτό τον τρόπο στοχεύουν να κάνουν 'moiyeu' (μείωση μέσου κόστους κτήσης τίτλων) ή και ακόμα να συλλάβουν τον πυθμένα των τιμών τους.

Αυτή η 'κόντρα στην τάση' επενδυτική τακτική μπορεί να αποβεί καταστροφική. Άπαξ και μία μετοχή εισέλθει σε καθοδική τάση είναι άγνωστο για πόσο χρονικό διάστημα θα πέφτει και σε ποια επίπεδα θα σταματήσει. Η ελληνική εταιρεία μας δείχνει ότι ο μετοχές υγιών εταιρειών κατά καιρούς εγκλωβίζονται σε μακροχρόνιες καθοδικές τάσεις χάνοντας ακόμα και το 70% της τιμής που είχαν στην αρχή τη πτώσης.

ε) Πολλοί θεσμικοί επενδυτές με τη δικαιολογία της δυσχέρειας εισόδου-εξόδου ακολουθούν την τακτική του 'profit-taking' κατά την οποία ρευστοποιούν τις μεσοπρόθεσμες θέσεις τους όταν οι τιμές των μετοχών προσεγγίσουν κάποιους αυθαίρετους στόχους. Συγκεκριμένα, μόλις μια μετοχική θέση αρχίζει να αποδίδει κέρδη της τάξης +20% ή +25% αμέσως τη ρευστοποιούν φοβούμενοι εγκλωβισμό (αδυναμία εξόδου) σε περίπτωση που εμφανισθεί μια ξαφνική αντιστροφή.

Με αυτό τον τρόπο όμως χάνονται οι μετοχές-νικήτριες που κάθε τόσο εμφανίζονται στην χρηματιστηριακή σκηνή.

στ) Οι περισσότεροι θεσμικοί επενδυτές δεν μπορούν ή δεν θέλουν να εκμεταλλευτούν, σε όποιο βαθμό είναι δυνατόν, τους κύκλους της αγοράς μέσω μεταβολής της συνολικής σύνθεσης μετοχών /μετρητών του χαρτοφυλακίου τους. Ένας ευέλικτος ιδιώτης επενδυτής με τη βοήθεια της τεχνικής ανάλυσης και αμέσως μετά τις μεσοπρόθεσμες κορυφές μπορεί να ορίσει διάρθρωση χαρτοφυλακίου 0% μετοχές-100% μετρητά και αντίστοιχα, λίγο μετά τους πυθμένες μπορεί να έχει διάρθρωση χαρτοφυλακίου 100% μετοχές-0% μετρητά.

Αυτή τη δυνατότητα την έχουν οι θεσμικοί σε μικρό βαθμό για τους εξής λόγους: Πρώτον, λόγω μεγέθους. Καθώς δεν μπορούν να ακολουθούν σε ικανοποιητικό βαθμό τα σήματα της Τεχνικής Ανάλυσης. Δεύτερον, λόγω ύπαρξης απαρχαιωμένων εσωτερικών κανονισμών των κατ' ιδίαν ΑΕΔΑΚ περί καθορισμού συγκεκριμένης συνολικής αναλογίας μετοχών –μετρητών και λόγω περιορισμών που επιβάλλει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στη συνολική διάρθρωση μετοχών-μετρητών κατά διάφορες κατηγορίες θεσμικών επενδυτών. Και τρίτον, οι διαχειριστές συχνά παρασύρονται από τα αισθήματα των μεριδιούχων της εταιρείας. Στα τελευταία στάδια των καθοδικών αγορών λόγω επενδυτικού πανικού οι σημειούμενες αθρόες εξαγορές μεριδίων αναγκάζουν τους διαχειριστές να πουλούν τις μετοχές τους της εποχή που έπρεπε να τις αγοράζουν.

Για τους τρεις αυτούς λόγους, οι διαχειριστές Α/Κ δεν δίδουν την πρέπουσα σημασία στον σημαντικό αυτό δείκτη επενδυτικής στρατηγικής δηλαδή στη συνολική διάρθρωση μετοχών-μετρητών.

ζ) *Τέλος, πολλοί θεσμικοί επενδυτές έχουν μάθει να κνηγούν την απόδοση του Γενικού Δείκτη, επενδύοντας κυρίως σε μετοχές που έχουν μεγάλο ειδικό βάρος στη σύνθεση του Γενικού Δείκτη, μετατρέπόμενοι κατά κάποιο τρόπο σε General Index Funds.*

Αυτή η τακτική του Indexing που στοχεύει στη μετριότητα οφείλεται σε ανασφάλεια των διαχειριστών κεφαλαίων, οι οποίοι για να μη χάσουν τη θέση τους, δεν διακινδυνεύουν να επενδύσουν σε νεαρές εταιρείες υψηλού ρίσκου και απόδοσης, αλλά προτιμούν να τοποθετούνται στα πεπατημένα blue chips. Επίσης, η τακτική του Indexing μπορεί να ασκηθεί και με την τυχαία υπερδιαφοροποίηση. Πολλοί διαχειριστές κεφαλαίων, λόγω έλλειψης ικανότητας να ξεχωρίσουν τις υποσχόμενες μετοχές, υπερδιαφοροποιούν το χαρτοφυλάκιό τους περιλαμβάνοντας σε αυτό πολύ

μεγάλο αριθμό διαφορετικών μετοχών, επιλεγμένων τυχαία, με κύριο στόχο τη μείωση του εταιρικού κινδύνου και παράλληλα τη προσέγγιση της απόδοσης του Γενικού Δείκτη. Ο καλός διαχειριστής δεν στοχεύει να φθάσει μόνο την απόδοση του Γενικού Δείκτη, αλλά να επιτύχει αποδόσεις 20%,30% ή και περισσότερο πάνω από αυτόν.

## **5.6. Τρόποι βελτίωσης αποδόσεων των μεγάλων χαρτοφυλακίων**

Και φθάσαμε στο σημαντικότερο τμήμα, στο σημείο όπου θα αναζητηθούν συγκεκριμένες μέθοδοι βελτίωσης των αποδόσεων των μεγάλων μετοχικών χαρτοφυλακίων σύμφωνα με την Τεχνική Ανάλυση του Δημητρίου Δημόπουλου. Ξεκινάμε με το θέμα της αλλαγής της επενδυτικής φιλοσοφίας.

1. Κατ' αρχάς, οι μεγάλοι και οι θεσμικοί επενδυτές θα πρέπει να εγκαταλείψουν την "undervalued type" επενδυτική φιλοσοφία και να υιοθετήσουν την "growth type" επενδυτική φιλοσοφία. Δηλαδή θα πρέπει να σταματήσουν να επενδύουν κυρίως σε «υποτιμημένες» μετοχές με κριτήρια το χαμηλό P/E, υψηλή λογιστική αξία ανά μετοχή, υψηλή μερισματική απόδοση και «υπερβολική» πτώση από ένα προηγούμενο υψηλό. Αντίθετα, θα πρέπει να επικεντρώνονται κυρίως σε «αναπτυξιακές» μετοχές. Η πρακτική αυτή έχει περιγραφεί αναλυτικά στο βιβλίο του Αμερικανού Ο' Neil (Improving Management of Pension and Institutional Portfolios), ο οποίος εκτός των άλλων αναφέρει ότι κατά τη διάρκεια των 10 χρηματιστηριακών κύκλων του NYSE, που προηγήθηκαν του 1992, οι καλύτεροι διαχειριστές κεφαλαίων που χρησιμοποιούσαν την «αναπτυξιακού τύπου» επενδυτική μέθοδο επέτυχαν μέση ετησιοποιημένη απόδοση χαρτοφυλακίου της τάξης του 28%, ενώ οι καλύτεροι διαχειριστές που χρησιμοποιούσαν την «υποτιμημένου τύπου» επενδυτική μέθοδο επέτυχαν μέση ετησιοποιημένη απόδοση της τάξης του 18%.

Και πώς χαρακτηρίζεται μία εταιρία ως «αναπτυξιακή»; Σε γενικές γραμμές, είναι αυτή που, κατά την τελευταία πενταετία, πέτυχε μέση ετήσια αύξηση κερδών μεγαλύτερη του 20% πάνω από τον πληθωρισμό (επιτρέπεται μέσα στην πενταετία να σημειωθεί σε μια χρήση πτώσης στα κέρδη με την προϋπόθεση ότι κατά την επόμενη χρήση τα κέρδη θα επανέλθουν σε ψηλότερα από τα πρώτης πτώσης επίπεδα) και επιπλέον αυτή η εταιρία να «υπόσχεται» για την τρέχουσα χρήση άνοδο κερδών και

πάλι μεγαλύτερη του 20%. Θα ήταν δε ιδιαίτερα θετικό εάν αναμένεται επιτάχυνση ανόδου κερδών κατά την τρέχουσα χρήση σε σχέση με τον μέσο όρο της πενταετίας ή, εάν έγινε πρόσφατα, αναθεώρηση προς τα άνω των αναμενόμενων κερδών της εταιρίας για την τρέχουσα χρήση. Επιπλέον, τείνουμε να θεωρούμε μία εταιρία αναπτυξιακή όταν αυτή υλοποιεί νέες επενδύσεις, νέες καινοτομίες, νέες συνεργασίες, νέα έργα και εάν η μετοχή της επιτυγχάνει νέα ιστορικά υψηλά στην τιμή της.

2. Επίσης δεν είναι κακό για κάποιον μικρό θεσμικό επενδυτή να μελετά τη σύνθεση των χαρτοφυλακίων των τριών καλύτερων Αμοιβαίων Κεφαλαίων της αγοράς, όταν αυτά δημοσιεύονται ανά τρίμηνο ή όταν σκιαγραφούνται σποραδικά στον χρηματιστηριακό τύπο και να ανοίγει θέσεις στις μετοχές που πρόσφατα άνοιξαν ή ενίσχυσαν θέσεις τα καλύτερα A/K.

Και πώς ξεχωρίζουμε τα καλύτερα Αμοιβαία Κεφάλαια;

Είναι αυτά τα οποία βρίσκονται στις πέντε πρώτες θέσεις στον Πίνακα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με το υψηλότερο μέσο ετησιοποιημένο ποσοστό απόδοσης της τελευταίας τριετίας και που παράλληλα βρίσκονται στις δέκα καλύτερες θέσεις στον Πίνακα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με το υψηλότερο ποσοστό απόδοσης από την 2<sup>η</sup> Ιανουαρίου τρέχοντος έτους.

3. Να περιορίσουν τις ρευστοποιήσεις των κερδοφόρων τους θέσεων μέσω της αυθαίρετης τακτικής του profit taking και να την αντικαταστήσουν (όσο γίνεται), με την τακτική της ρευστοποίησης θέσεων μέσω πωλητικών σημάτων των μεσοπρόθεσμων δεικτών τάσης, οι οποίοι ανιχνεύουν επιτυχέστερα τις αντίστροφες τάσεις.

4. Να αντικαταστήσουν την τακτική του μοιγην με την τακτική του πυραμιδώματος.

5. Να δώσουν μεγαλύτερη σημασία στον χειρισμό της συνολικής ποσοστιαίας διάρθρωσης μετοχών-μετρητών, όπου λίγο μετά τους πυθμένες να ορίζουν υψηλό ποσοστό μετοχών και λίγο μετά τις κορυφές να ορίζουν υψηλό ποσοστό μετρητών. Αυτό να γίνεται όσο τους επιτρέπει το δυσκίνητο μέγεθός τους και οι κανονισμοί της Επιτροπής Κεφαλαιαγορών.

6. Μπορούν να αναζητήσουν τρεις τρόπους για την αύξηση της ευελιξίας ενός «μεγάλου» χαρτοφυλακίου.

Πρώτον, θα πρέπει να διαχωρίσουν την μετοχική τους θέση σε μακροπρόθεσμη και βραχυπρόθεσμη (trending and trading positions, όπως αναφέρεται με διάθεση λογοπαιγνίου στις ΗΠΑ). Την μεν μακροπρόθεσμη θέση θα πρέπει να την διαχειρίζονται με βάση τις αρχές της Θεμελιώδους Ανάλυσης επενδύοντας μακροχρόνια σε αναπτυξιακές εταιρίες, τη δε βραχυπρόθεσμη θέση, θα πρέπει να την διαχειρίζονται με βάση τις αρχές της Τεχνικής Ανάλυσης προσπαθώντας να κάνουν κέρδη εκμεταλλευόμενοι τις αλλαγές της μεσοπρόθεσμης τάσης των τιμών. Στο σημείο αυτό υπάρχει ένας περιορισμός: Εάν το συνολικό μέγεθος ενός χαρτοφυλακίου είναι πολύ μεγάλο, το «βραχυπρόθεσμο» τμήμα του (trading part), λόγω του μικρού «βάθους» του Χρηματιστηρίου Αθηνών, αναλογικά θα είναι μικρό και θα συμβάλλει σε μικρό βαθμό στη βελτίωση των συνολικών αποτελεσμάτων.

Δεύτερον, μπορούν να μοιράσουν ένα «μεγάλο» χαρτοφυλάκιο σε 2, 3 ή 4 ικανούς διαχειριστές, οι οποίοι δρώντας ημιανεξάρτητα ο ένας από τον άλλον, να επιτυγχάνουν ευελιξία και να έχουν τη δυνατότητα να συναλλάσσονται μεσοβραχυπρόθεσμα, εφαρμόζοντας και τις μεθόδους της Τεχνικής Ανάλυσης. Σημειώσατε ότι οι επενδυτικές επιτροπές που συγκαλούνται προς λήψη αποφάσεων διαχείρισης θεσμικών χαρτοφυλακίων έχουν μέτρια αποτελεσματικότητα λόγω αργής προσαρμογής τους σε ταχέως μεταβαλλόμενα δεδομένα και μειωμένης ταχύτητάς τους στη λήψη επενδυτικής απόφασης (πολλές φορές στο Χρηματιστήριο χρειάζονται αστραπιαίες αντιδράσεις) και λόγω του ότι στις επενδυτικές επιτροπές συμμετέχουν και άτομα που έχουν μικρή γνώση της χρηματιστηριακής αγοράς και χρηματιστηριακών στρατηγικών.

Τρίτον, συνιστάται αύξηση της διασποράς όχι τόσο για την αντιμετώπιση του εταιρικού κινδύνου, αλλά για να διευκολύνεται η είσοδος-έξοδος στις μικρές (αλλά δυναμικές) εταιρίες. Είναι προτιμότερο για ένα θεσμικό χαρτοφυλάκιο να περιλαμβάνει 50 αναπτυξιακές εταιρίες όλων των μεγεθών παρά 20 ώριμες αργοκίνητες εταιρίες μεγάλης κεφαλαιοποίησης.

**Ανακεφαλαιώνοντας τα παραπάνω:**

Οι μεγάλοι και θεσμικοί επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να βελτιώσουν τη διαχείριση του μετοχικού τους χαρτοφυλακίου και να επιτύχουν απόδοση αρκετές ποσοστιαίες μονάδες πάνω από την απόδοση του Γενικού Δείκτη.

Προς τούτο θα μπορούσε να βοηθήσει η υιοθέτηση συγκεκριμένων αλλαγών στην επενδυτική φιλοσοφία και πρακτική:

- 1) Να επενδύουν και σε μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης
- 2) Να «τεμαχίζουν» (κατά διαχειριστή ή κατά επενδυτικό ορίζοντα) τη μετοχική τους θέση σε 2-4 μέρη αυξάνοντας έτσι την συνολική ευελιξία.
- 3) Να επενδύουν κυρίως σε αναπτυξιακές μετοχές και όχι σε υποτιμημένες μετοχές.

## 6. ΠΟΙΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΩΦΕΛΟΥΝΤΑΙ ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΝΟΔΟ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΟΥ Χ.Α.Α.

Η πρώτη κατηγορία που θα μπορούσε κάποιος να φέρει στη σκέψη του είναι οι Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, καθώς οι περισσότερες από αυτές έχουν ως κύρια τοποθέτηση των κεφαλαίων τους τις μετοχές του ελληνικού Χρηματιστηρίου. Οι εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου μπορούν σε ένα ανοδικό χρηματιστηριακό κλίμα να επιτύχουν κέρδη από αγοραπωλησίες χρεογράφων, ή να βελτιώσουν την υπεραξία του χαρτοφυλακίου τους ή και τα δύο μαζί.

Η άνοδος των τιμών των μετοχών οδηγεί στη δημιουργία θετικών υπεραξιών που με τη σειρά τους οδηγούν στη δημιουργία λογιστικών κερδών, όταν:

- α) Η εταιρεία αποφασίσει να πουλήσει τις μετοχές εκείνες που περικλείουν θετική υπεραξία.
- β) Η εταιρεία προχωρήσει στην αύξηση του κόστους κτήσης των μετοχών αυτών. Αυτό μπορεί να γίνει μέσω της ταυτόχρονης εικονικής πώλησης των μετοχών στην τρέχουσα τιμή τους (που είναι ανώτερη από την τιμή κτήσης, άρα δημιουργούνται λογιστικά κέρδη) και αγοράς τους στην τρέχουσα τιμή. Μέσω αυτής της τακτικής, πολλές εταιρείες είναι σε θέση να ρυθμίζουν κάθε χρονιά τα κέρδη τους, έως και το επίπεδο που τους επιτρέπει η θετική υπεραξία που περικλείει το χαρτοφυλάκιό τους. Υπάρχουν μάλιστα και περιπτώσεις όπου γίνεται συνειδητή προσπάθεια ανόδου της τρέχουσας τιμής της μετοχής της θυγατρικής εταιρείας, ώστε η μητρική εταιρεία να καταφέρει να λογιστικοποιήσει κέρδη υψηλότερα από αυτά που θα τις επέτρεπε η ομαλή λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς. Σε μια τέτοια περίπτωση, σε μικρό χρονικό διάστημα από τη λογιστικοποίηση των κερδών, η τιμή της θυγατρικής εταιρείας υποχωρεί στα κανονικά της επίπεδα.

## 7. ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΕΕΧ

Θα μπορούσαμε να κατηγοριοποιήσουμε τις ΕΕΧ σε πέντε κατηγορίες, με βάση την επενδυτική πολιτική που ακολουθούν, ώστε να ικανοποιήσουν τις προτιμήσεις των διαφορετικών μετόχων-επενδυτών:

1. ΕΕΧ με περιορισμένη διαφοροποίηση, οι οποίες επενδύουν σε κινητές αξίες ενός περιορισμένου αριθμού επιχειρήσεων.
2. ΕΕΧ με εκτεταμένη διαφοροποίηση, οι οποίες επενδύουν σε μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων με αποτέλεσμα ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου τους να πλησιάζει τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου αγοράς.
3. ΕΕΧ με χαρτοφυλάκιο αποτελούμενο κυρίως από μετοχές μικρών δυναμικών (αναπτυσσομένων) επιχειρήσεων. Οι συγκεκριμένες εταιρείες επενδύουν σε μικρές δυναμικές επιχειρήσεις προσδοκώντας μεγάλα κεφαλαιακά κέρδη. Η επενδυτική πολιτική αυτών των εταιρειών στηρίζεται στο γεγονός ότι στο παρελθόν ένας στατιστικά σημαντικός αριθμός μικρών δυναμικών επιχειρήσεων είχε επιτύχει αποδόσεις μεγαλύτερες από τις αναμενόμενες ανάλογα με το επίπεδο κινδύνου τους.
4. ΕΕΧ με χαρτοφυλάκιο αποτελούμενο από μετοχές εισοδήματος. Συγκεκριμένα, οι ΕΕΧ αυτές τοποθετούν τα διαθέσιμά τους σε μετοχές εταιρειών οι οποίες διανέμουν υψηλά ποσοστά των κερδών που πραγματοποιούν με τη μορφή μερίσματος. Επίσης, οι συγκεκριμένες ΕΕΧ επενδύουν και σε ομολογίες. Συνεπώς, οι κάτοχοι μετοχών των εταιρειών αυτών αποκομίζουν έσοδα, με τη μορφή μερίσματος, τα οποία προέρχονται, σε μεγάλο ποσοστό, από τους τόκους των ομολογιών και τα μερίσματα των μετοχών εισοδήματος.
5. ΕΕΧ που επενδύουν ως επί το πλείστον σε μετοχές δυναμικών εταιρειών, οι οποίες επανεπενδύουν τα κέρδη τους. Η επανεπένδυση των κερδών δημιουργεί στο επενδυτικό κοινό προσδοκίες μελλοντικής κερδοφορίας οι οποίες αντανακλώνται σε αύξηση της τρέχουσας τιμής των μετοχών τους. Οι μέτοχοι των συγκεκριμένων ΕΕΧ εισπράττουν τα εισοδήματά τους κυρίως από τα κεφαλαιακά κέρδη που επιτυγχάνουν οι Εταιρείες



Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, ρευστοποιώντας τις μετοχές των δυναμικών εταιρειών που κατέχουν σε τιμές υψηλότερες από τις τιμές κτήσεως.

6. Επιπρόσθετα, ο νόμος 2778/99 εισήγαγε μία νέα ειδική κατηγορία Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, τις Εταιρείες σε Ακίνητη Περιουσία. Η συγκεκριμένη εταιρεία διαχειρίζεται χαρτοφυλάκιο ακίνητης περιουσίας, σε ποσοστό τουλάχιστον 70% και σε κινητές αξίες σε ποσοστό έως 10%. Η νέα αυτή ειδική κατηγορία ΕΕΧ επιδιώκει την πραγματοποίηση υψηλών αποδόσεων επενδύοντας στο χώρο των ακινήτων, ικανοποιώντας παράλληλα τους μετόχους-επενδυτές, οι οποίοι δεν μπορούν να επενδύσουν άμεσα σε ακίνητα και συνεπώς να επιτύχουν σταθερά ανοδικές αποδόσεις.

## 8. ΟΙ ΑΠΟΚΛΙΣΕΙΣ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΑΠΟ ΤΗΝ ΚΑΘΑΡΗ ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΤΟΥΣ ΑΞΙΑ

Μία σημαντική ιδιαιτερότητα των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου σε σχέση με άλλες εταιρείες είναι ότι η οικονομική τους αξία, η οποία ορίζεται ως Καθαρή Εσωτερική Αξία (ΚΕΑ) στη συγκεκριμένη έρευνα, είναι γνωστή με σχετική ακρίβεια. Η Καθαρή Εσωτερική Αξία είναι η αγοραία παρούσα αξία των στοιχείων του ενεργητικού τους μείον την παρούσα αξία του καθαρού κόστους των υπηρεσιών που προσφέρουν. Οι εταιρείες αυτές προσέλκυσαν την προσοχή των οικονομολόγων και των επενδυτών γιατί η τιμή τους δεν είναι πάντα ίση με την καθαρή εσωτερική τους αξία. Σημαντικές αποκλίσεις της τιμής από την ΚΕΑ έχουν παρατηρηθεί διαχρονικά, είτε οι αποκλίσεις είναι θετικές είτε αρνητικές.

Σύμφωνα με την έρευνα των κυρίων Μ. Τσιριτάκη και Γ. Χαρδούβελη μία πλευρά της αρθρογραφίας προσπαθεί να ερμηνεύσει τις αποκλίσεις σαν λάθη μέτρησης της πραγματικής αξίας της ΕΕΧ (Εταιρείας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου) που υπολογίζεται στην ΚΕΑ. Τα λάθη αυτά προέρχονται από φορολογικούς, λογιστικούς και άλλους παράγοντες. Το συμπέρασμα από αυτή την ερευνητική προσπάθεια είναι ότι παρά το γεγονός πως αυτοί οι παράγοντες δημιουργούν αποκλίσεις μεταξύ της τιμής και της ΚΕΑ δεν μπορούν να εξηγήσουν το παρατηρούμενο μέγεθος των αποκλίσεων ή τη διακύμανσή τους διαχρονικά.

Στο ίδιο άρθρο περιλαμβάνεται η έρευνα των Hardouvelis, La Porta, και Wizman (HLW) [1994], οι οποίοι είχαν δώσει έμφαση στις τριβές της αγοράς, οι οποίες εμποδίζουν την αποτελεσματική εξισορροπητική αγοραπωλησία μεταξύ τιμής και ΚΕΑ. Και αυτή η προσπάθεια μπορεί να εξηγήσει μέρος μόνο του φαινομένου. Για παράδειγμα μέρος της θετικής απόκλισης σε αμερικανικές ΕΕΧ που επενδύουν αποκλειστικά σε ξένες χώρες για τις οποίες υπάρχουν εμπόδια στην κίνηση κεφαλαίων, μπορεί να ερμηνευθεί από την απουσία δυνατότητας εξισορροπητικών αγοραπωλησιών.

Στη συνέχεια αναφέρεται η έρευνα των Lee, Shleifer και Thaler (LST) [1991], οι οποίοι σύμφωνα με την εμπειρική τους έρευνα καμία από τις παραπάνω θεωρίες δεν προσδίδει ικανοποιητική εξήγηση του 'αινίγματος', όπως το αποκαλούν. Οι τελευταίοι πρότειναν ένα υπόδειγμα σύμφωνα με το οποίο μία μερίδα επενδυτών που

αγοράζει μετοχές των ΕΕΧ συμπεριφέρεται μη ορθολογικά, δηλαδή ακολουθεί συρμούς και συναλλάσσεται στη βάση παρορμήσεων. Οι LST υποστηρίζουν ότι αυτοί είναι κυρίως μικροεπενδυτές.

Όλα τα παραπάνω αναφέρονται στην έρευνα των Μ. Τσιριτάκη και Γκ. Χαρδούβελη [1997], οι οποίοι ερευνούν κυρίως την επιρροή των μη ορθολογικών επενδυτών στις τιμές και συνεπώς στις αποκλίσεις των ΕΕΧ.

### 8.1. Ελληνικές Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου

Στο τέλος του 2005 λειτουργούσαν έντεκα ΕΕΧ. Σύμφωνα με τον παρακάτω πίνακα το σύνολο του ενεργητικού τους είναι € 354.678.929,64

Ελληνικές Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου	Σύνολο Ενεργητικού τέλος 2005	Ημ/ία πρώτης παρατήρησης δείγματος	Έτος εισαγωγής στο ΧΑΑ
ΑΙΟΛΙΚΗ	36.614.646,22	31/12/1999	1993
ΑΚΤΙΒ	7.550.110,71	31/12/1999	1999
ΑΛΤΙΟΥΣ	10.958.754,76	30/08/2002	2002
ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ	90.776.136,34	31/12/2001	2001
ΔΙΑΣ	15.180.957,83	31/07/2003	2003
ΔΙΟΛΚΟΣ	79.009.384,09	29/10/2004	2004
EUROLINE	39.359.946,75	31/12/1999	1992
GLOBAL	33.298.647,01	31/05/2005	2005
INTERINVEST	18.798.249,26	31/12/2002	2002
NEXUS	12.776.377,57	31/12/1999	1992
ΩΜΕΓΑ	10.355.719,10	31/01/2002	2002

Για την ανάγκη της συγκεκριμένης έρευνας ακολουθήθηκε η εξής μεθοδολογία προκειμένου να προκύψουν τα παρακάτω στατιστικά στοιχεία.

- Συγκέντρωση των μηνιαίων τιμών των μετοχών των σημερινών Ελληνικών Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών από 2000-2005

- Συγκέντρωση της μηνιαίας Καθαρής Εσωτερικής Αξίας των μετοχών των σημερινών Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών από 2000-2005
- Συγκέντρωση των μηνιαίων τιμών του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών από 2000-2005.
- Υπολογισμός της Απόδοσης των τιμών των μετοχών των ΕΕΧ
- Υπολογισμός της Απόδοσης της Καθαρής Εσωτερικής Αξίας των μετοχών των ΕΕΧ
- Υπολογισμός της απόκλισης μεταξύ των τιμών των μετοχών των ΕΕΧ και της Καθαρής Εσωτερικής Αξίας τους.
- Υπολογισμός του μέσου και της τυπικής απόκλισης της Απόδοσης των τιμών των μετοχών των ΕΕΧ
- Υπολογισμός του μέσου και της τυπικής απόκλισης της Απόδοσης της Καθαρής Εσωτερικής Αξίας των μετοχών των ΕΕΧ
- Υπολογισμός του μέσου και της τυπικής απόκλισης της απόκλισης μεταξύ των τιμών των μετοχών των ΕΕΧ και της Καθαρής Εσωτερικής Αξίας τους.
- Υπολογισμός των συσχετίσεων μεταξύ των χρηματιστηριακών αποδόσεων , των αποδόσεων της ΚΕΑ και των αποκλίσεων των ΕΕΧ
- Δημιουργία μοντέλων από τις παλινδρομήσεις των οποίων προκύπτουν αποτελέσματα όσον αφορά την προβλεπτική ικανότητα των αποκλίσεων σχετικά με τη μελλοντική απόδοση της μετοχής , της ΚΕΑ, την υπεραπόδοση των ΕΕΧ και την ευαισθησία αυτών ως προς τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου.

Η συλλογή των στοιχείων έγινε για το διάστημα 2000-2005 από την βάση δεδομένων του Πανεπιστημίου Πειραιά (οι χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών των ΕΕΧ και του Γενικού Δείκτη) και από την ιστοσελίδα της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών (των ΚΕΑ).

Τα αποτελέσματα της παραπάνω μεθοδολογίας φαίνονται στους πίνακες που ακολουθούν:

## 8.2. Στατιστικά στοιχεία των αποκλίσεων και των αποδόσεων των Ελληνικών ΕΕΧ

	Απόδοση ΕΕΧ(%)		Απόδοση ΚΕΑ(%)		Απόκλιση (%)	
	Μέσος	Τυπική Απόκλιση	Μέσος	Τυπική Απόκλιση	Μέσος	Τυπική Απόκλιση
ΑΙΟΛΙΚΗ	-1,63	15,18	-0,62	10,76	-17,61	18,29
ΑΚΤΙΒ	-3,83	15,48	-2,30	7,57	-13,52	28,57
ALTIUS	0,17	7,90	0,32	4,38	-25,54	8,25
ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ	0,60	5,13	0,13	3,15	-16,15	11,70
ΔΙΑΣ	-2,95	15,80	-1,60	9,08	-3,25	27,56
ΔΙΟΛΚΟΣ	4,14	5,38	1,71	2,97	-17,71	6,58
EUROLINE	0,29	4,89	-0,17	2,58	-20,35	5,22
GLOBAL	2,34	5,71	2,00	4,65	-19,50	3,05
INTERINVEST	-3,45	15,89	-2,77	10,80	-21,13	16,28
NEXUS	-1,20	9,58	-0,71	4,18	-27,36	8,22
ΩΜΕΓΑ	0,23	4,87	0,50	2,67	-22,90	3,85

Το δείγμα είναι μηνιαίο.

Η απόδοση της EEX έχει ορισθεί ως:

$R_{t,t+1} = \ln(P_{t+1} + D_{t+1}) - \ln(P_t)$ , όπου  $P_{t+1}$  είναι η τιμή της μετοχής στο τέλος του μήνα  $t+1$  και  $D_{t+1}$  συμβολίζει μερίσματα που διανεμήθηκαν κατά τη διάρκεια του μήνα  $t,t+1$  και υπολογισμένα στο τέλος του μήνα  $t+1$ .

Η απόδοση στην ΚΕΑ έχει ορισθεί ως:  $R_{t,t+1} = \ln(KEA_{t+1} + D_{t+1}) - \ln(KEA_t)$ , όπου ΚΕΑ συμβολίζει την καθαρή εσωτερική αξία ανά μετοχή στο τέλος του μήνα.

Η απόκλιση έχει ορισθεί ως:  $PREM_t = \ln(P_t/KEA_t)$ .

Ο προηγούμενος πίνακας δείχνει ότι οι μέσες αποκλίσεις των τιμών από τις ΚΕΑ είναι αρκετά μεγάλες. Σε όλες τις εταιρείες αυτές οι αποκλίσεις είναι αρνητικές. Η διαστρωματική σύγκριση όμως είναι δύσκολη γιατί τα χρονικά όρια του δείγματος είναι διαφορετικά από εταιρεία σε εταιρεία λόγω της διαφορετικής ημερομηνίας ιδρύσεώς τους και της μη διάθεσης παλιότερων χρονικά παρατηρήσεων από τις EEX.

Στον ίδιο πίνακα φαίνεται επίσης ότι και στις έντεκα EEX η τυπική απόκλιση της απόδοσης της μετοχής είναι μεγαλύτερη από την τυπική απόκλιση της απόδοσης ως προς την ΚΕΑ.

**Από το γεγονός αυτό προκύπτει ότι στο δείγμα παρουσιάζεται μια υπερβάλλουσα μεταβλητότητα στις τιμές των μετοχών των EEX.**

Στους πίνακες που ακολουθούν εμφανίζονται οι διμεταβλητές συσχετίσεις μεταξύ:

- α. των αποδόσεων των μετοχών των EEX
- β. των αποδόσεων της ΚΕΑ των EEX
- γ. των αποκλίσεων των έντεκα EEX

## Συσχετίσεις μεταξύ των χρηματιστηριακών αποδόσεων των ΕΕΧ

	ΑΙΟΛΙΚΗ	ΑΚΤΙΒ	ΑΛΤΙΟΥΣ	ΑΝΔΡ/ΔΑ	ΔΙΑΣ	ΔΙΟΛΚΟΣ	EUR/LINE	GLOBAL	INT/VEST	NEXUS	ΩΜΕΓΑ
ΑΙΟΛΙΚΗ	1,000										
ΑΚΤΙΒ	-0,081	1,000									
ΑΛΤΙΟΥΣ	-0,085	-0,110	1,000								
ΑΝΔΡ/ΔΑ	0,334	-0,366	0,299	1,000							
ΔΙΑΣ	-0,027	0,306	0,404	-0,674	1,000						
ΔΙΟΛΚΟΣ	0,382	-0,752	0,566	0,645	-0,124	1,000					
EUR/LINE	-0,608	-0,183	0,012	0,359	-0,535	-0,050	1,000				
GLOBAL	0,224	-0,639	0,079	0,666	-0,517	0,508	0,493	1,000			
INT/VEST	-0,053	0,135	0,866	0,423	0,232	0,434	0,156	-0,016	1,000		
NEXUS	-0,233	-0,434	0,854	0,240	0,257	0,590	0,101	0,283	0,517	1,000	
ΩΜΕΓΑ	-0,159	0,062	0,547	0,629	-0,282	0,181	0,518	0,490	0,542	0,524	1,000

## Συσχετίσεις μεταξύ των αποδόσεων της ΚΕΑ των ΕΕΧ

	ΑΙΟΛΙΚΗ	ΑΚΤΙΒ	ΑΛΤΙΟΥΣ	ΑΝΔΡ/ΔΑ	ΔΙΑΣ	ΔΙΟΛΚΟΣ	EUR/LINE	GLOBAL	INT/VEST	NEXUS	ΩΜΕΓΑ
ΑΙΟΛΙΚΗ	1,000										
ΑΚΤΙΒ	0,749	1,000									
ΑΛΤΙΟΥΣ	0,744	0,950	1,000								
ΑΝΔΡ/ΔΑ	0,783	0,913	0,938	1,000							
ΔΙΑΣ	0,764	0,945	0,936	0,826	1,000						
ΔΙΟΛΚΟΣ	0,575	0,600	0,815	0,716	0,666	1,000					
EUR/LINE	0,849	0,550	0,687	0,610	0,685	0,806	1,000				
GLOBAL	0,708	0,620	0,436	0,407	0,582	0,056	0,423	1,000			
INT/VEST	0,675	0,949	0,940	0,928	0,837	0,681	0,518	0,515	1,000		
NEXUS	0,816	0,946	0,863	0,801	0,962	0,485	0,612	0,747	0,811	1,000	
ΩΜΕΓΑ	0,910	0,795	0,760	0,772	0,798	0,548	0,777	0,734	0,751	0,843	1,000

## Συσχετίσεις μεταξύ των αποκλίσεων των EEX

	ΑΙΟΛΙΚΗ	ΑΚΤΙΒ	ΑΛΤΙΟΥΣ	ΑΝΔΡ/ΔΑ	ΔΙΑΣ	ΔΙΟΛΚΟΣ	EUR/LINE	GLOBAL	INT/VEST	NEXUS	ΩΜΕΓΑ
ΑΙΟΛΙΚΗ	1,000										
ΑΚΤΙΒ	-0,616	1,000									
ΑΛΤΙΟΥΣ	0,457	-0,819	1,000								
ΑΝΔΡ/ΔΑ	0,833	-0,562	0,303	1,000							
ΔΙΑΣ	0,423	-0,456	0,619	0,070	1,000						
ΔΙΟΛΚΟΣ	0,606	-0,970	0,832	0,520	0,555	1,000					
EUR/LINE	-0,470	-0,211	-0,095	-0,282	-0,162	0,148	1,000				
GLOBAL	0,561	-0,757	0,463	0,667	0,342	0,754	0,279	1,000			
INT/VEST	-0,459	0,372	0,040	-0,453	-0,358	-0,350	-0,267	-0,466	1,000		
NEXUS	-0,496	-0,041	0,302	-0,278	0,206	0,140	0,290	-0,094	0,268	1,000	
ΩΜΕΓΑ	0,162	-0,137	-0,013	0,460	0,112	0,045	0,199	0,455	-0,537	0,176	1,000

Στον πρώτο πίνακα όμως, δηλαδή στις συσχετίσεις των αποδόσεων των μετοχών των EEX, παρατηρούμε ότι οι συσχετίσεις είναι αρνητικές και χαμηλές. Αυτό δείχνει την μη ύπαρξη παρορμητικής συμπεριφοράς των επενδυτών. Αυτό μπορεί να οφείλεται και στο ότι οι χρηματιστηριακές τιμές είναι πιο ευαίσθητες από την εσωτερική αξία σε μια αγορά πτωτική, όπως φάνηκε άλλωστε από τον πίνακα με τις τυπικές αποκλίσεις, όπου ήταν έντονη η μεταβλητότητα των χρηματιστηριακών τιμών.

Στο δεύτερο πίνακα, δηλαδή στις συσχετίσεις των αποδόσεων της KEA των EEX, οι συσχετίσεις είναι υψηλές και θετικές. Από αυτό φαίνεται ότι τα χαρτοφυλάκιά τους είναι πολύ καλά διαφοροποιημένα.

Στο τρίτο πίνακα, δηλαδή στις συσχετίσεις των αποκλίσεων των EEX, οι συσχετίσεις είναι κατά πλειοψηφία αρνητικές και χαμηλές, αποτέλεσμα λογικό αφού προερχόμενες από τους δύο προηγούμενους πίνακες δεν θα μπορούσαν να ήταν θετικές.

Ακολουθεί πίνακας με τη διάρθρωση των χαρτοφυλακίων των EEX:



**ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΕΧ ΣΕ  
ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΩΝ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ 2005**

	ΑΙΟΛΙΚΗ	ΑΚΤΙΒ	ΑΛΤΙΥΣ
<b>ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>			
Μετοχές του ΧΑΑ	17.438.486,32	2.469.294,32	8.576.373,79
Μετοχές εκτός ΧΑΑ	203.095,20	726.892,76	18.900,00
Ομολογίες-ΕΓΕΔ	0,00	0,00	0,00
Αμοιβαία Κεφάλαια	0,00	0,00	0,00
Παράγωγα Προϊόντα	5.815.135,42	0,00	0,00
Διαθέσιμα	4.704.129,14	3.909.181,71	1.225.256,27
<b>ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>			
Μετοχές εισηγμένες	11.926.029,19	0,00	873.532,80
Ομολογίες	0,00	0,00	203.592,88
Αμοιβαία Κεφάλαια	1.626.867,77	0,00	0,00
Παράγωγα Προϊόντα	0,00	0,00	0,00
Διαθέσιμα	1.091.882,57	0,00	0,00
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>42.805.625,61</b>	<b>7.105.368,79</b>	<b>10.897.655,74</b>

	ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ	ΔΙΑΣ	ΔΙΟΛΚΟΣ
<b>ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>			
Μετοχές του ΧΑΑ	64.812.021,65	37.982.677,60	28.014.114,71
Μετοχές εκτός ΧΑΑ	0,00	0,00	0,00
Ομολογίες-ΕΓΕΔ	0,00	0,00	1.940.219,18
Αμοιβαία Κεφάλαια	1.996.788,59	0,00	0,00
Παράγωγα Προϊόντα	0,00	0,00	0,00
Διαθέσιμα	12.852.555,35	2.731.508,17	1.322.301,30
<b>ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>			
Μετοχές εισηγμένες	4.972.959,87	310.973,57	1.337.202,99
Ομολογίες	7.732.794,00	0,00	0,00
Αμοιβαία Κεφάλαια	1.180.397,12	0,00	0,00
Παράγωγα Προϊόντα	0,00	0,00	-2.736.769,39
Διαθέσιμα	15.429,56	0,00	274.291,74
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>93.562.946,14</b>	<b>41.025.159,34</b>	<b>30.151.360,53</b>

	<b>EUROLINE</b>	<b>GLOBAL</b>	<b>INTERINVEST</b>
<b>ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>			
Μετοχές του ΧΑΑ	8.018.784,74	8.998.764,80	6.518.490,47
Μετοχές εκτός ΧΑΑ	0,00	0,00	0,00
Ομολογίες-ΕΓΕΔ	3.138.200,00	0,00	0,00
Αμοιβαία Κεφάλαια	0,00	0,00	0,00
Παράγωγα Προϊόντα	0,00	0,00	0,00
Διαθέσιμα	4.661.183,20	5.589.712,28	6.585.626,08
<b>ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>			
Μετοχές εισηγμένες	1.993.893,28	53.376.191,54	0,00
Ομολογίες	1.567.631,51	4.978.472,23	0,00
Αμοιβαία Κεφάλαια	0,00	0,00	0,00
Παράγωγα Προϊόντα	0,00	-26.116.922,94	0,00
Διαθέσιμα	37.975,48	13.500.850,98	0,00
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>19.417.668,21</b>	<b>60.327.068,89</b>	<b>13.104.116,55</b>

	<b>NEXUS</b>	<b>ΩΜΕΓΑ</b>
<b>ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>		
Μετοχές του ΧΑΑ	5.057.960,00	9.565.147,64
Μετοχές εκτός ΧΑΑ	16.297,50	0,00
Ομολογίες-ΕΓΕΔ	9,00	0,00
Αμοιβαία Κεφάλαια	0,00	2.641.808,74
Παράγωγα Προϊόντα	0,00	0,00
Διαθέσιμα	4.531.127,91	3.442.898,04
<b>ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>		
Μετοχές εισηγμένες	0,00	0,00
Ομολογίες	760.500,00	0,00
Αμοιβαία Κεφάλαια	0,00	0,00
Παράγωγα Προϊόντα	0,00	0,00
Διαθέσιμα	0,00	54.662,96
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>10.365.894,41</b>	<b>15.704.517,38</b>

### **8.3. Η Προβλεπτική Ικανότητα των Αποκλίσεων**

Οι κύριοι Μ. Τσιριτάκης και Γκ. Χαρδούβελης στην έρευνά τους γύρω από την προβλεπτική ικανότητα των αποκλίσεων των ΕΕΧ αναφέρουν την έρευνα των Neal και Wheatley [1993], οι οποίοι έχουν δείξει ότι κατά την περίοδο 1933-1991, οι αποκλίσεις μιας ΕΕΧ στις ΗΠΑ περιέχουν πληροφορία με την οποία μπορούν να προβλεφθούν οι μελλοντικές αποδόσεις (κυρίως οι μεταβολές της τιμής) της μετοχής

μιας EEX. Μία αύξηση της θετικής απόκλισης κατά ένα τοις εκατό σήμερα σχετίζεται με μία μείωση της απόδοσης της μετοχής κατά 0,56%, 1,09% , 1,67% και 2,57% ένα , δύο , τρία και τέσσερα χρόνια μετά. Παρόμοια αποτελέσματα παρέχονται και από την έρευνα των Hardouvelis, La Porta, και Wizman (HLW) [1994], για την περίοδο 1985-1993 όσον αφορά τις EEX των ΗΠΑ που επενδύουν σε ξένες χώρες.

Και οι δύο ερευνητικές ομάδες εξηγούν την αρνητική αυτή σχέση σαν τεκμήριο για την ύπαρξη παρορμητικής επενδυτικής συμπεριφοράς που αναστρέφεται : Μία αύξηση της τιμής σήμερα που οφείλεται σε υπεραισιοδοξία , ακολουθείται από μία σταδιακή μείωση της τιμής σαν συνέπεια της αναστροφής της παρορμητικής επενδυτικής συμπεριφοράς , έτσι ώστε να δημιουργείται μία αρνητική συσχέτιση μεταξύ της τρέχουσας απόκλισης και των μελλοντικών αποδόσεων της μετοχής των EEX.

Οι HLW [1994] έχουν δείξει ότι η απόκλιση έχει δυνατότητα πρόβλεψης και για τις μεταβολές της ΚΕΑ στην περίπτωση των EEX των ΗΠΑ που επενδύουν σε ξένες χώρες. Μία αύξηση της θετικής απόκλισης κατά ένα τοις εκατό σήμερα σχετίζεται με μία αύξηση της απόδοσης της ΚΕΑ κατά 0,02%, 0,06% και 0,013% μία, τέσσερις και δεκατρείς εβδομάδες μετά. Αυτό αποτελεί ένδειξη ότι η θετική απόκλιση αντανakλά μία ορθολογική αξιολόγηση της πραγματικής οικονομικής αξίας της μετοχής της EEX.

Σύμφωνα με την έρευνα των HLW η τρέχουσα ΚΕΑ περιέχει ένα σημαντικό σφάλμα μέτρησης, υποεκτιμώντας έτσι την πραγματική αξία της EEX, ενώ η τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή δεν περιέχει παρόμοιο σφάλμα, με συνέπεια να δημιουργείται η θετική απόκλιση. Με την πάροδο του χρόνου το σφάλμα μέτρησης στην ΚΕΑ εξαφανίζεται και κατά συνέπεια η ΚΕΑ ανέρχεται αντανakλώντας με περισσότερη ακρίβεια την πραγματική οικονομική αξία της EEX. Αυτό το φαινόμενο τείνει να δημιουργεί μία θετική συσχέτιση μεταξύ της τρέχουσας απόκλισης και μελλοντικών αποδόσεων της ΚΕΑ.

Βασισμένη στην παραπάνω έρευνα των κύριων Μ. Τσιριτάκη και Γκ. Χαρδούβελη η παρακάτω μελέτη αναλύει την προβλεπτική ικανότητα των αποκλίσεων των Ελληνικών Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου. Για τη συγκεκριμένη μελέτη χρησιμοποιήθηκαν τα παρακάτω τρία μοντέλα στα οποία έτρεξαν παλινδρομήσεις προκειμένου να μας δώσουν τα στατιστικά αποτελέσματα που παρουσιάζονται σε αντίστοιχο πίνακα.

ΤΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΣΤΑ ΟΠΟΙΑ ΕΤΡΕΞΑΝ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΙΣ ΕΙΝΑΙ ΤΑ ΕΞΗΣ:

$$R_{b,t+N} = \sum \alpha_{N,j} DUM_{j,t} + \beta_N PREM_t + \varepsilon_{t+N} \quad (\text{ΑΠΟΔΟΣΗ ΜΕΤΟΧΗΣ})$$

$$RKEA_{t,t+N} = \sum \alpha_{N,j} DUM_{j,t} + \beta_N PREM_t + \varepsilon_{t+N} \quad (\text{ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΕΑ})$$

$$RET_{t,t+N} = \sum \alpha_{N,j} DUM_{j,t} + \beta_N PREM_t + \varepsilon_{t+N} \quad (\text{ΥΠΕΡΑΠΟΔΟΣΗ})$$

Το δείγμα περιέχει μηνιαίες παρατηρήσεις για 11 Ελληνικές ΕΕΧ. Οι παλινδρομήσεις χρησιμοποιούν τις παρατηρήσεις όλων των ΕΕΧ μαζί, δημιουργώντας διανύσματα με  $T$  στοιχεία. Οι παλινδρομήσεις περιέχουν διαφορετικούς σταθερούς όρους  $\alpha_{N,j}$ ,  $j = 1, 2, \dots, 11$  για κάθε ΕΕΧ, αλλά κοινό συντελεστή κλίσης  $\beta_N$ .

Η ανεξάρτητη μεταβλητή για τα μοντέλα είναι η απόκλιση της ΕΕΧ, η οποία έχει ορισθεί ως :

$PREM_t = \ln(P_t/KEA_t)$ , όπου  $P_t$  και  $KEA_t$  συμβολίζουν την τιμή της μετοχής και την καθαρή εσωτερική αξία ανά μετοχή στην αρχή της περιόδου  $t$ .

Η απόδοση της ΕΕΧ έχει ορισθεί ως :

$R_{t,t+1} = \ln(P_{t+1} + D_{t+1}) - \ln(P_t)$ , όπου  $P_{t+1}$  είναι η τιμή της μετοχής στο τέλος του μήνα  $t+1$  και  $D_{t+1}$  συμβολίζει μερίσματα που διανεμήθηκαν κατά τη διάρκεια του μήνα  $t, t+1$  και υπολογισμένα στο τέλος του μήνα  $t+1$ .

Η αντίστοιχη απόδοση στην ΚΕΑ είναι

$RKEA_{t,t+1} = \ln(KEA_{t+1} + D_{t+1}) - \ln(KEA_t)$ , όπου ΚΕΑ συμβολίζει την καθαρή εσωτερική αξία ανά μετοχή στο τέλος του μήνα.

Η υπεραπόδοση είναι ίση με  $R_{t,t+1} - RKEA_{t,t+1}$

Η εξαρτημένη μεταβλητή για το μοντέλο

$$R_{t,t+N} = \sum \alpha_{N,j} DUM_{j,t} + \beta_N PREM_t + \varepsilon_{t+N}$$

είναι οι αποδόσεις των τιμών των μετοχών των ΕΕΧ,

Κάθε ψευδομεταβλητή  $DUM_j$  είναι ίση με τη μονάδα για παρατηρήσεις που αντιστοιχούν στην ΕΕΧ $_j$  και μηδέν για όλες τις άλλες παρατηρήσεις.

Για κάθε επενδυτικό ορίζοντα  $N$  ( $N = 1$  μήνας στη συγκεκριμένη έρευνα) οι παλινδρομήσεις περιέχουν διαφορετικούς σταθερούς όρους  $\alpha_{N,j}$ ,  $j = 1, 2, \dots, 11$  ΕΕΧ, αλλά κοινό συντελεστή κλίσης  $\beta_N$ .

Η εξαρτημένη μεταβλητή για το μοντέλο

$$RKEA_{t,t+N} = \sum \alpha_{N,j} DUM_{j,t} + \beta_N PREM_t + \varepsilon_{t+N}$$

είναι οι αποδόσεις της ΚΕΑ των ΕΕΧ

Η εξαρτημένη μεταβλητή για το μοντέλο

$$RET_{t,t+N} = \sum \alpha_{N,j} DUM_{j,t} + \beta_N PREM_t + \varepsilon_{t+N}$$

είναι η υπεραπόδοση δηλαδή η μεταβολή των αποδόσεων των τιμών των μετοχών των ΕΕΧ από τις αποδόσεις της τιμής της ΚΕΑ των ΕΕΧ.

Ο παρακάτω πίνακας περιέχει τα στατιστικά αποτελέσματα από τις παλινδρομήσεις της απόδοσης της μετοχής  $R_{t,t+1}$ , της απόδοσης της ΚΕΑ  $RKEA_{t,t+1}$ , καθώς και της υπεραπόδοσης  $RET$  πάνω στην αρχή της περιόδου.

Οι αποδόσεις έχουν υπολογισθεί για επενδυτικό ορίζοντα ενός μήνα, όπου  $P_{t+1}$  είναι η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της ΕΕΧ στο τέλος του μήνα.

Ομοίως ορίζεται και η  $RKEA_{t,t+1}$ .

Επειδή οι παρατηρήσεις για τις περισσότερες ΕΕΧ είναι λίγες, οι παλινδρομήσεις γίνονται και για τις έντεκα ΕΕΧ μαζί, επιτρέποντας στο σταθερό όρο να διαφέρει από εταιρεία σε εταιρεία αλλά υποχρεώνοντας τους συντελεστές κλίσεις ( $\beta$ ) να είναι κοινοί για όλες τις ΕΕΧ.

Τα	Απόδοση Μετοχής		Απόδοση ΚΕΑ		Υπεραπόδοση	
	$\beta$	$R^2_{adj}$	$\beta$	$R^2_{adj}$	$\beta$	$R^2_{adj}$
509	-0,003158	0,000442	-0,060696	0,023246	0,057538	-0,001454
	(-0,09627)		(-3,07086)		(2,52045)	

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει ότι μία αύξηση στη θετική απόκλιση σήμερα κατά ένα τοις εκατό συνδέεται με μία μείωση στην απόδοση της μετοχής κατά 0,003% τον επόμενο μήνα. Αντίθετα από την περίπτωση των αμερικάνικων ΕΕΧ στις Ελληνικές ΕΕΧ δεν μπορούν να προβλεφθούν οι μελλοντικές αποδόσεις της μετοχής τους και αυτό οφείλεται στο ότι η αρνητική αυτή σχέση είναι στατιστικά ασήμαντη για αυτή την περίοδο αφού το  $t$ -statistic = 0,0328 < 2 άρα ο συντελεστής  $\beta = -0,003$  είναι στατιστικά ασήμαντος σε επίπεδο 5%.

Άρα στην περίπτωση των ελληνικών ΕΕΧ δεν υφίσταται παρορμητική επενδυτική συμπεριφορά. Από τον ίδιο πίνακα διακρίνουμε και μια αρνητική και

στατιστικά σημαντική σχέση ανάμεσα στην τρέχουσα απόκλιση και τις μελλοντικές αποδόσεις της ΚΕΑ.

Μία αύξηση κατά ένα τοις εκατό της θετικής απόκλισης συνδέεται με μείωση κατά 0,006% της απόδοσης της ΚΕΑ τον επόμενο μήνα. Η σχέση αυτή είναι στατιστικά σημαντική αφού το  $t\text{-statistic} = 3,07086 > 2$ .

Αυτό αποτελεί ένδειξη ότι η απόκλιση αντανακλά μία μη ορθολογική αξιολόγηση της πραγματικής οικονομικής αξίας της μετοχής της ΕΕΧ σε αντίθεση με την έρευνα των ΗΛW για τις αμερικάνικες ΕΕΧ.

Η αρνητική αυτή σχέση συνεπάγεται ότι η υπεραπόδοση RET έχει μία θετική σχέση με τη μεταβλητή PREM από ότι έχουν οι R και RKEA με τη PREM.

Πράγματι μία αύξηση στη θετική απόκλιση σήμερα κατά ένα τοις εκατό συνδέεται με μία αύξηση της υπεραπόδοσης κατά 0,057% και αυτή η θετική σχέση είναι στατιστικά σημαντική αφού  $t\text{-statistic} = 2,52 > 2$ .

#### **8.4. Η Υπερευαισθησία των Αποκλίσεων ως προς το Δείκτη του Χρηματιστηρίου**

Συνεχίζοντας την παραπάνω έρευνα εμπλουτίζουμε τα μοντέλα με ακόμα μία μεταβλητή που είναι οι αποδόσεις του Γενικού Δείκτη για την ίδια χρονική περίοδο και τρέχοντας τις αντίστοιχες παλινδρομήσεις καταλήγουμε σε συγκεκριμένα συμπεράσματα όσον αφορά την υπερευαισθησία των αποκλίσεων των ΕΕΧ ως προς το Δείκτη του Χρηματιστηρίου.

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει αποτελέσματα παλινδρομήσεων στις οποίες οι εξαρτημένες μεταβλητές είναι οι ίδιες με αυτές του προηγούμενου  $R_{t,t+1}$ ,  $RKEA_{t,t+1}$ ,  $RET_{t,t+1}$ . Ως ανεξάρτητη μεταβλητή εκτός από την  $PREM_{t,t+1}$  προσθέτουμε στο μοντέλο μας και την απόδοση του Γενικού Δείκτη  $RM_{t,t+1}$ , η οποία έχει υπολογισθεί για το ίδιο χρονικό ορίζοντα με τις εξαρτημένες μεταβλητές δηλαδή για ένα μήνα.

ΤΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΣΤΑ ΟΠΟΙΑ ΕΤΡΕΞΑΝ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΙΣ ΕΙΝΑΙ ΤΑ ΕΞΗΣ:

$$R_{t,t+N} = \sum \alpha_{N,j} DUM_{j,t} + \beta_N PREM_t + \gamma_N RM_{t,t+N} + \varepsilon_{t+N}$$

(ΑΠΟΔΟΣΗ ΜΕΤΟΧΗΣ)

$$RKEA_{t,t+N} = \sum \alpha_{N,j} DUM_{j,t} + \beta_N PREM_t + \gamma_N RM_{t,t+N} + \varepsilon_{t+N}$$

(ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΕΑ)

$$RET_{t,t+N} = \sum \alpha_{N,j} DUM_{j,t} + \beta_N PREM_t + \gamma_N RM_{t,t+N} + \varepsilon_{t+N}$$

(ΥΠΕΡΑΠΟΔΟΣΗ)

T	Απόδοση Μετοχής			Απόδοση ΚΕΑ			Υπεραπόδοση		
	$\beta$	$\gamma$	$R^2_{adj}$	$\beta$	$\gamma$	$R^2_{adj}$	$\beta$	$\gamma$	$R^2_{adj}$
509	0,0202	1,1273	0,368	-0,045	0,741	0,451	0,0655	0,386	0,086
	(0,77)	(17,05)		(-3,05)	(19,73)		(3,002)	(6,98)	

- Όσον αφορά τις αποδόσεις των EEX προκύπτει ότι σε μία αύξηση της απόκλισης κατά ένα τοις εκατό θα έχουμε αύξηση της απόδοσης κατά 0,02% κάτι που όμως είναι στατιστικά ασήμαντο. Άρα η παρορμητική συμπεριφορά των επενδυτών εξαφανίζεται.
- Όσον αφορά την απόδοση της ΚΕΑ προκύπτει αρνητική σχέση αφού σε μία αύξηση κατά ένα τοις εκατό της απόκλισης έχουμε μείωση της απόδοσης της ΚΕΑ κατά 0,045%. Αυτό δείχνει ότι οι ορθολογικοί επενδυτές διακατέχονται από υπερβολική απαισιοδοξία η οποία σπρώχνει την τιμή της μετοχής κάτω από την ΚΕΑ. Στο βάθος του χρόνου αντιλαμβάνονται την υπερβολική αυτή αντιμετώπιση με αποτέλεσμα να ακολουθήσει υπεραντίδραση, αναστροφή της απαισιοδοξίας που οδηγεί στην αύξηση της τιμής.
- Η διόρθωση αυτή αντανακλάται στο θετικό και στατιστικά σημαντικό συντελεστή της υπεραπόδοσης.
- Όσον αφορά το γενικό δείκτη τα αποτελέσματα του παραπάνω πίνακα δείχνουν ότι η ευαισθησία, της απόδοσης της μετοχής της EEX είναι περίπου δύο φορές πιο μεγάλη από αυτή της απόδοσης της ΚΕΑ. Συνεπώς η υπεραπόδοση RET έχει θετική συσχέτιση ως προς την RM.

## 9. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Από την παραπάνω έρευνα προκύπτουν συγκεκριμένα συμπεράσματα όσον αφορά τη προβλεπτική ικανότητα των αποκλίσεων των EEX.

Πρώτο και σημαντικό συμπέρασμα είναι ότι δεν υφίσταται παρορμητική συμπεριφορά των επενδυτών, κάτι που φαίνεται απόλυτα φυσιολογικό αφού η περίοδος 2000-2005 χαρακτηρίζεται από κλίμα αδιαφορίας των επενδυτών.

Δεύτερο και εξίσου σημαντικό συμπέρασμα είναι ότι σε μία πτωτική αγορά η χρηματιστηριακή τιμή είναι πιο ευαίσθητη από την ΚΕΑ, λόγω της απαισιοδοξίας των ορθολογικών επενδυτών. Οι ορθολογικοί επενδυτές καταλαβαίνοντας ότι είναι λάθος η τόσο μεγάλη απαισιοδοξία υπεραντιδρούν στο βάθος του μήνα με αποτέλεσμα αυτό το αρνητικό λάθος να διορθώνεται κάτι που αντανακλάται στη θετική υπεραπόδοση.

Μετά την προσθήκη του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου στην έρευνα αποδεικνύεται ότι οι κυμάνσεις της αγοράς επηρεάζουν υπερβολικά τις αυξομειώσεις των τιμών των EEX. Ο συντελεστής βήτα των EEX είναι σχεδόν ίσος με τη μονάδα, ενώ αντίστοιχα το βήτα της ΚΕΑ είναι περίπου το μισό των προηγούμενων. Τα αποτελέσματα αυτά σημαίνουν ότι η υπεραπόδοση των EEX και η απόδοση της αγοράς έχουν θετική συσχέτιση. Οι Έλληνες επενδυτές επηρεάζονται υπερβολικά από τις αυξομειώσεις του Χρηματιστηρίου και δεν προσδίδουν την απαιτούμενη προσοχή στη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου των EEX.



## **ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ**

### **ΒΙΒΛΙΑ**

Νικόλαος Δ. Φίλιππας, ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ, 2005

Κ. Δελής, ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ, 1996

Στέφανος Ν. Κοτζαμάνης, Ο ΚΟΣΜΟΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΤΟΜΟΣ Β΄

Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου & Αποστόλου Α. Μπάλλα, ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΑΓΟΡΕΣ Β΄ ΕΚΔΟΣΗ, 2000

Δημητρίου Δημόπουλου, ΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕΡΟΣ Β΄: ΠΡΑΚΤΙΚΕΣ ΕΦΑΡΜΟΓΕΣ

Ζ. Σκουλούδη, ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ, 1993

Κωνσταντίνος Δελής & Δημοσθένης Χέβας, ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ, 1990

Γ. Καραθανάσης, ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ, ΤΟΜΟΣ Γ΄

Albert J. Fredman & George Cole Scott, INVESTING IN CLOSED-END FUNDS: FINDING VALUE & BUILDING WEALTH

### **ΑΡΘΡΑ**

Μανώλης Δ. Τσιριτάκης & Γκίκας Α. Χαρδούβελης, ΟΙ ΑΠΟΚΛΙΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΑΠΟ ΤΗΝ ΚΑΘΑΡΗ ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΤΟΥΣ ΑΞΙΑ, 1997

Lee, Charles M.C., Andrei Shleifer, and Richard Thaler, INVESTOR SENTIMENT AND THE CLOSED-END FUND PUZZLE, 1991

Hardouvelis, Gikas A., Rafael La Porta and Thierry A. Wizman, WHAT MOVES THE DISCOUNT ON COUNTRY EQUITY FUNDS, 1994

Bob Korkie, Masao Nakamura & Harry J. Turtle, A CONTINGENT CLAIM ANALYSIS OF CLOSED-END FUND PREMIA, 2001