



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ &  
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

# *“Noise Traders in Financial Markets”*

---

**Στυλιανή Α. Κατσικογιάννη**

Επιβλέπων: Επίκουρος Καθηγητής Νικόλαος Φίλιππας

Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα στην «Χρηματοοικονομική και Τραπεζική Διοικητική»  
Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής  
Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Σεπτέμβριος 2007

Αφιερώνεται στον πατέρα μου, Ακύλα, που έφυγε πολύ νωρίς

και

στην μητέρα μου, Μαρίνα, για την αμέριστη συμπαράστασή της

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

## Ευχαριστίες

Θα ήθελα να εκφράσω τις θερμές ευχαριστίες μου στον επιβλέπων καθηγητή μου κ. Νικόλαο Φίλιππα για την πολύτιμες συμβουλές του κατά την διάρκεια της συγγραφής της παρούσας εργασίας καθώς και για την σωστή καθοδήγηση, την αξιολογη κριτική και την ηθική υποστήριξη που παρείχε στις δύσκολες στιγμές.

Η ακαδημαϊκή πορεία και εμπειρία του στον συγκεκριμένο τομέα αποτέλεσε σημαντικό παράγοντα στην παραγωγή εποικοδομητικών σχολίων και συμπερασμάτων ενώ το συνεχές ενδιαφέρον του βοήθησε στην ολοκλήρωση της συγκεκριμένης εργασίας. Επίσης, θα ήθελα να τον ευχαριστήσω που επέλεξε να συνεργαστεί μαζί μου και ελπίζω το αποτέλεσμα της παρούσας εργασίας να ανταποκρίνεται στις προσδοκίες του.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω τους γονείς μου και τον Νίκο Μπαλτά για όλη την αμέριστη αγάπη, υπομονή και την ενθάρρυνση που μου παρείχαν κατά την διάρκεια όχι μόνο της ολοκλήρωσης της παρούσας εργασίας αλλά και όλου του μεταπτυχιακού προγράμματος.

# Περιεχόμενα

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ .....	I
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ .....	II
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 <sup>ο</sup> - ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 <sup>ο</sup> - ΨΥΧΟΛΟΓΙΑ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ .....	4
2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	4
2.2 LIMITS TO ARBITRAGE .....	6
2.3 PSYCHOLOGY .....	8
2.3.1 Beliefs.....	8
2.3.2 Preferences .....	11
2.4 INVESTOR BEHAVIOR .....	12
2.4.1 Insufficient diversification .....	12
2.4.2 Naive diversification .....	13
2.4.3 Excessive Trading .....	13
2.4.4 The selling decision .....	13
2.4.5 The buying decision.....	14
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 <sup>ο</sup> - NOISE TRADERS .....	15
3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	15
3.2 ΤΙ ΕΙΝΑΙ Ο ΘΟΥΡΥΒΟΣ (NOISE)? .....	16
3.2.1 Η χρηματοοικονομική ερμηνεία του noise .....	16
3.3 ΠΟΙΟΙ ΕΙΝΑΙ ΟΙ NOISE TRADERS? .....	20
3.4 NOISE TRADER RISK ΚΑΙ ΘΕΣΜΙΚΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ.....	22
3.5 ΤΡΟΠΟΙ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ ΤΟΥ NOISE TRADER RISK .....	23
3.6 ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ.....	24
3.7 Η ΥΠΑΡΞΗ ΤΩΝ NOISE TRADERS ΣΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ: ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ .....	26
3.7.1 Παράδειγμα.....	27
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 <sup>ο</sup> - ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ .....	30
4.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΕΕΧ .....	30
4.1.1 Ο κλάδος των Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου .....	32
4.2 Το Θεσμικό Πλαίσιο Λειτουργίας των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.....	33
4.2.1 Σύσταση .....	33
4.2.2 Δημοσιότητα .....	33
4.2.3 Κίνητρα - Φορολογικές απαλλαγές.....	34
4.2.4 Διάθεση Κερδών .....	35
4.2.5 Σύνθεση Χαρτοφυλακίου .....	35
4.3 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ .....	36
4.4 ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΕΕΧ ΚΑΙ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ .....	37
4.5 ΟΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΣΤΙΣ Η.Π.Α. ....	39
4.5.1 Κατηγορίες Αμερικανικών ΕΕΧ .....	41
4.5.2 Προμήθειες και Αμοιβές Διαχείρισης.....	41
4.5.3 Φορολογία .....	41

4.5.4 Νομοθετικό Πλαίσιο των ΕΕΧ .....	42
4.6 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΤΑ ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΡΕΜΙΑ.....	42
4.7 Η ΑΥΞΗΜΕΝΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ ΕΕΧ.....	44
4.8 CLOSED-END FUND PUZZLE .....	45
4.9 Ο ΘΕΣΜΟΣ ΤΩΝ ΕΕΧ ΦΘΙΝΕΙ.....	47
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup> - ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ .....</b>	<b>50</b>
5.1 ΔΕΔΟΜΕΝΑ .....	50
5.1.1 Ανάλυση μεθοδολογίας.....	51
5.2 ΑΝΑΛΥΣΗ .....	52
5.2.1 Τα discounts των ΕΕΧ ακολουθούν την πορεία του Γενικού Δείκτη.....	53
5.2.2 Οικονομτρική Ανάλυση.....	56
5.3 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ .....	64
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6<sup>ο</sup> -Σ ΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ-ΕΥΡΗΜΑΤΑ.....</b>	<b>67</b>
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....</b>	<b>70</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....</b>	<b>93</b>
<i>Ελληνική Βιβλιογραφία .....</i>	<i>93</i>
<i>Ξενόγλωσση Βιβλιογραφία.....</i>	<i>93</i>
<i>Ιστοσελίδες.....</i>	<i>94</i>

## Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup>

### Εισαγωγή

Η ανάπτυξη που γνωρίζει ο κλάδος της χρηματοοικονομικής επιστήμης τις τελευταίες δεκαετίες θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως μεγαλοπρεπής. Συνεχώς, οι σύγχρονοι οικονομολόγοι αφιερώνονται στην καθιέρωση ή στην εξέλιξη διαφόρων θεωρημάτων προκειμένου να μπορέσουν να κατανοήσουν καλύτερα την λειτουργία αυτού του σύνθετου αλλά συγχρόνως πολύ όμορφου κλάδου ο οποίος διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην οικονομία μιας χώρας.

Ένα νέο αλλά ταχύτατα αναπτυσσόμενο παρακλάδι της χρηματοοικονομικής επιστήμης αποτελεί το behavioral finance, το οποίο αφορά την ανάλυση της ψυχολογίας των επενδυτών. Ο κλάδος αυτός της «Χρηματοοικονομικής ανάλυσης της Συμπεριφοράς των επενδυτών», όπως θα μπορούσαμε να πούμε, εμφανίστηκε στο προσκήνιο στις αρχές της δεκαετίας του 1980 ενώ η πλήρης κατανόηση και ανάλυση του κλάδου δεν έχει ακόμα ολοκληρωθεί. Παρόλα αυτά, έχουν σημειωθεί σημαντικά βήματα προόδου σε διάφορες κατευθύνσεις, όπως για παράδειγμα οι απόψεις και η ψυχική διάθεση των noise traders.

Μόλις τα τελευταία χρόνια έχει ξεκινήσει η ανάλυση και η προσπάθεια δημιουργίας διαφόρων μοντέλων προκειμένου να καταγράψουν και να κατανοήσουν τον τρόπο με τον οποίο οι ορθολογικοί επενδυτές αλλά κυρίως οι noise traders επιλέγουν τα χαρτοφυλάκια στα οποία θα επενδύσουν. Για να είναι ακριβή τα μοντέλα που χρησιμοποιούνται στον κλάδο του behavioral finance, θα πρέπει να προσδιορίσουν επακριβώς πού οφείλεται η μη ορθολογικότητα των επενδυτών. Για να το επιτύχουν αυτό οι οικονομολόγοι του κλάδου, στρέφονται προς τα εμπειρικά αποτελέσματα των γνωστικών ψυχολόγων οι οποίοι ασχολούνται κατά κόρον με τα συστηματικά σφάλματα των επενδυτών σχετικά με τις αποφάσεις τους. Χάρη στην πολύτιμη βοήθεια αυτών των ψυχολόγων, οι οικονομολόγοι μπόρεσαν να προσδιορίσουν κάποιους παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις των noise traders όπως η υπερβολική αυτοπεποίθηση, η υπερβολική αισιοδοξία, ο συντηρητισμός, η αντιπροσωπευτικότητα, το φαινόμενο της «αγέλης» κ.α.

Η ερμηνεία που θα μπορούσε κανείς να δώσει σε αυτή τη νέα κατηγορία επενδυτών είναι ότι είναι μικροεπενδυτές οι οποίοι βασίζουν τις επενδυτικές τους αποφάσεις στο «θόρυβο», δηλαδή σε πληροφορίες που δεν ανταποκρίνονται στα πραγματικά οικονομικά στοιχεία της επιχείρησης. Λαμβάνοντας τέτοιου είδους επενδυτικές αποφάσεις μπορούν να προκαλέσουν μεγάλες μεταβολές στη ζήτηση των μετοχών και κατά συνέπεια στις τιμές των μετοχών.

Τις τελευταίες δεκαετίες, στην Ελλάδα, το ενδιαφέρον των επενδυτών επικεντρώνεται σε άλλης μορφής επενδυτικά εργαλεία πέραν των μετοχών. Τέτοιου είδους επενδυτικά εργαλεία αποτελούν και οι Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (Closed-End Funds). Οι Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου διαχειρίζονται χαρτοφυλάκια κινητών αξιών και παρέχουν τη δυνατότητα επιλογής επενδύσεων με απεριόριστο χρονικό ορίζοντα και διατήρηση ρευστότητας, γεγονός που συντελεί στην ομαλή λειτουργία της κεφαλαιαγοράς. Επίσης, είναι σημαντικό να αναφέρουμε ότι η αποτίμηση των μετοχών τους γίνεται με το κριτήριο της εσωτερικής αξίας (NAV). Όμως, η τιμή διαπραγμάτευσης της μετοχής συνήθως αποκλίνει από την εσωτερική της αξία με αποτέλεσμα η μετοχή να προσφέρεται τελικά στους επενδυτές είτε με premium (αν υπερβαίνει την εσωτερική αξία) είτε με discount (αν υπολείπεται αυτής). Τέλος, οι μετοχές των ΕΕΧ είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και διαπραγματεύονται κατά τον ίδιο ακριβώς τρόπο όπως και οι υπόλοιπες μετοχές.

Ο σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να εισάγει την έννοια του behavioral finance και κατά βάση, να αναλύσει την έννοια του noise trading, της σημαντικότερης ίσως έννοιας του behavioral finance. Επίσης, γίνεται μία προσπάθεια ανάλυσης των επιπτώσεων που πιθανότατα έχει τόσο στην λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς όσο και στην οικονομία γενικότερα. Στη συνέχεια, το ερευνητικό πεδίο περιορίζεται στην παρουσία των noise traders και των συνεπειών αυτής στην αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων, και συγκεκριμένα των Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου. Τέλος, η προσπάθεια που γίνεται είναι να αποδειχτεί αν και κατά πόσο οι noise traders επηρεάζουν τα premia/discounts των τιμών των μετοχών των συγκεκριμένων αμοιβαίων κεφαλαίων όπως επίσης και τις εισροές σε αυτά.

Η δομή της παρούσας εργασίας παρουσιάζεται αναλυτικά αμέσως μετά.

Στο Κεφάλαιο 2 γίνεται μία εισαγωγή και ανάλυση της έννοιας του behavioral finance. Παρουσιάζονται τα δύο θεμελιώδη δόγματα πάνω στα οποία βασίζεται που είναι: α) οι περιορισμοί του arbitrage και β) η ψυχολογία. Επίσης, περιγράφονται κάποιες συγκεκριμένες ενέργειες των επενδυτών και τον τρόπο με τον οποίο η θεωρία του behavioral finance προσπαθεί να τις ερμηνεύσει.

Στο Κεφάλαιο 3, αρχικά, γίνεται ανάλυση του «θορύβου» καθώς και την έννοια που αυτός λαμβάνει σε τρεις διαφορετικούς τομείς: α) στον τομέα της χρηματοοικονομικής επιστήμης (finance), β) στον τομέα της οικονομετρίας (econometrics) και γ) στον τομέα της μακροοικονομίας (macroeconomics). Στη συνέχεια, αναλύεται η έννοια των noise traders και του noise trader risk του οποίου αποτελούν την σημαντικότερη πηγή καθώς επίσης και οι τρόποι αντιμετώπισής του. Τέλος, παρουσιάζεται ένα πολύ καλό παράδειγμα της ύπαρξης των noise traders σε μία ελληνική επιχείρηση.

Στο Κεφάλαιο 4 αναλύεται η έννοια των ελληνικών Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου καθώς και του νομοθετικού πλαισίου που διέπει την λειτουργία τους. Παρουσιάζονται επίσης, οι διαφορές μεταξύ των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, που αποτελούν τα Αμοιβαία Κεφάλαια κλειστού τύπου και των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανοικτού τύπου. Εξαιρετικά ενδιαφέρον είναι το μέρος αυτού του κεφαλαίου που αναφέρεται στην παρουσίαση των αμερικανικών Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και η σύγκρισή τους με τις ελληνικές ΕΕΧ. Τέλος, γίνεται η προσπάθεια ανάλυσης του Closed-End Fund Puzzle που αφορά της ΕΕΧ.

Στο Κεφάλαιο 5 γίνεται η εμπειρική ανάλυση της παρούσας εργασίας προσπαθώντας να μελετήσουμε αν το premium/discount με το οποίο διαπραγματεύεται η μετοχή μιας ΕΕΧ ακολουθεί την πορεία του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών και αν και κατά πόσο η απόδοση μιας ΕΕΧ επηρεάζεται από τις δύο μεταβλητές, της τιμής του premium/discount και της απόδοσης του Γενικού Δείκτη. Τέλος, αποδεικνύεται ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ του premium της προηγούμενης περιόδου μιας ΕΕΧ και της απόδοσης αυτής της ΕΕΧ της επόμενης περιόδου, κάτι που αποτελεί σημαντική ένδειξη της ύπαρξης των noise traders. Η παραπάνω εμπειρική ανάλυση βασίζεται στις παλινδρομήσεις που πραγματοποιήθηκαν για κάθε μία εταιρεία ξεχωριστά (Time Series Cross-Section Analysis) αλλά και για όλες τις εταιρείες μαζί (Time Series Cross-Section Unbalanced Analysis).

Στο Κεφάλαιο 6 παρουσιάζονται τα συμπεράσματα της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

Για τις συγκεκριμένες παλινδρομήσεις χρησιμοποιήθηκε το πρόγραμμα E-Views Version 4.

Τέλος, στο παράρτημα παρουσιάζονται αναλυτικά οι πίνακες επενδύσεων των ΕΕΧ προκειμένου να είναι γνωστό ποια είναι η σύνθεση των χαρτοφυλακίων τους.



## Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup>

### Ψυχολογία των Επενδυτών

Σε αυτό το κεφάλαιο γίνεται μία εισαγωγή στην έννοια της ψυχολογίας των επενδυτών καθώς επίσης και ανάλυση των δύο κλάδων πάνω στους οποίους στηρίζεται η ανάπτυξη της θεωρίας αυτής. Αυτά είναι α) οι περιορισμοί στο arbitrage και β) η ψυχολογία. Παράλληλα, αναλύονται οι παράγοντες που επηρεάζουν την συμπεριφορά των επενδυτών. Τέλος, γίνεται μία παρουσίαση και προσπάθεια ανάλυσης συγκεκριμένων ενεργειών των επενδυτών κατά την δημιουργία του χαρτοφυλακίου τους. Για λεπτομερή ανάλυση, βλ. [4] Barberis, Thaler. "A survey of Behavioral Finance" *Handbook of the Economics of Finance*, Edited by G.M. Constantinides, M. Harris and R. Stultz 2003 Elsevier Science B.V. pp.1052-1114.

#### 2.1 Εισαγωγή

Η «Συμπεριφορά στη Χρηματοοικονομική Διοίκηση», όπως θα ήταν η πραγματική έννοια του όρου behavioral finance, αποτελεί μία νέα έννοια στις χρηματιστηριακές αγορές η οποία είναι απαραίτητη για την κατανόηση ορισμένων φαινομένων και συμπεριφορών όπως οι τιμές των μετοχών, οι αποδόσεις και η κατανομή των πόρων ακόμα και οι ίδιες οι κινήσεις των επενδυτών τα οποία δεν μπορούν να ερμηνευτούν με την βασική υπόθεση ότι οι επενδυτές δρουν με ορθολογικό τρόπο όσον αφορά στις επενδυτικές τους αποφάσεις.

Στην ανάλυση των χρηματοοικονομικών φαινομένων χρησιμοποιούνται μοντέλα τα οποία θεωρούν ως δεδομένη την υπόθεση ότι οι επενδυτές είναι πλήρως ορθολογικοί. Ο όρος «πλήρως ορθολογικοί επενδυτές» σημαίνει τα εξής: α) όταν οι επενδυτές λαμβάνουν νέες πληροφορίες, αναβαθμίζουν τις γνώσεις τους και διαμορφώνουν καινούργιες αντιλήψεις, έτσι όπως το περιέγραψε ο Bayes και β) δεδομένων των αντιλήψεων αυτών προχωρούν στις επενδυτικές αποφάσεις οι οποίες λαμβάνονται με γνώμονα τη μεγιστοποίηση της αναμενόμενης χρησιμότητας τους

(Subjected Expected Utility). Όμως, κατά την διάρκεια των χρόνων και παρά την πολυετή προσπάθεια των εκάστοτε οικονομολόγων, αποδεικνυόταν συνεχώς ότι η υπόθεση αυτή δεν επιβεβαιωνόταν από τα εκάστοτε δεδομένα και οι κινήσεις των επενδυτών θεωρούνταν αδικαιολόγητες.

Αυτές οι αδικαιολόγητες κινήσεις των επενδυτών οδήγησαν στην ανάπτυξη του κλάδου του behavioral finance, ο οποίος έχει ως στόχο να αντιμετωπίσει τις δυσκολίες που προκύπτουν από την χρήση των κλασικών μοντέλων. Σε γενικές γραμμές, μπορούμε να πούμε ότι ο συγκεκριμένος κλάδος θεωρεί ότι κάποια χρηματοοικονομικά φαινόμενα μπορούν να ερμηνευτούν καλύτερα χρησιμοποιώντας μοντέλα τα οποία έχουν ως βασική υπόθεση ότι οι επενδυτές δεν είναι πλήρως ορθολογικοί. Πιο συγκεκριμένα, τα μοντέλα αυτά προσπαθούν να αναλύσουν τις συνέπειες που θα υπάρξουν αν δεν ισχύσουν ένα από τα δύο ή και τα δύο παραπάνω αξιώματα του όρου.

Τέλος, είναι ιδιαίτερα σημαντικό να αναφέρουμε τα δύο δόγματα πάνω στα οποία βασίζεται η ανάπτυξη του behavioral finance. Έχει αναπτυχθεί μία θεωρία σύμφωνα με την οποία ακόμα και αν υπάρχουν μη ορθολογικοί επενδυτές σε μία αγορά, τότε οι πλήρως ορθολογικοί επενδυτές (arbitrageurs) θα τους εμποδίσουν από το να επηρεάσουν τις τιμές των μετοχών για μεγάλο χρονικό διάστημα μέσω της διαδικασίας που λέγεται arbitrage. Μία από τις μεγαλύτερες επιτυχίες του behavioral finance είναι ότι σε μία αγορά στην οποία συνυπάρχουν και αλληλεπιδρούν οι πλήρως ορθολογικοί και οι λιγότερο ορθολογικοί επενδυτές έχει αποδειχθεί ότι η επιρροή των μη ορθολογικών επενδυτών στις τιμές των μετοχών μπορεί να είναι ιδιαίτερα σημαντική και μακροχρόνια. Αυτό αποτελεί το πρώτο δόγμα του behavioral finance.

Για να είναι ακριβή στις προβλέψεις τους τα μοντέλα που χρησιμοποιούνται στον κλάδο του behavioral finance, θα πρέπει να προσδιορίσουν επακριβώς πού οφείλεται η μη ορθολογικότητα των επενδυτών. Για να το επιτύχουν αυτό οι οικονομολόγοι του κλάδου, στρέφονται προς τα εμπειρικά αποτελέσματα των γνωστικών ψυχολόγων οι οποίοι ασχολούνται κατά κόρον με τα συστηματικά σφάλματα των επενδυτών σχετικά με τις αποφάσεις που παίρνουν βασιζόμενοι στις προσωπικές τους πεποιθήσεις. Συνεπώς, η ψυχολογία αποτελεί το δεύτερο δόγμα.

## 2.2 Limits to arbitrage

Σύμφωνα με το «παραδοσιακό» πλαίσιο ανάλυσης των φαινομένων, στο οποίο οι επενδυτές είναι ορθολογικοί και δεν υπάρχουν διενέξεις, η τιμή ενός αξιόγραφου ισούται με την εσωτερική του αξία. Αυτή η εσωτερική αξία είναι το άθροισμα των προεξοφλημένων αναμενόμενων χρηματικών ροών του αξιόγραφου, περιλαμβάνει όλες τις προσδοκίες και γενικότερα κάθε πληροφορία που αφορά το συγκεκριμένο αξιόγραφο. Η υπόθεση αυτή αποτελεί τον θεμέλιο λίθο της υπόθεσης των Αποτελεσματικών Αγορών (Efficient Market Hypothesis). Σύμφωνα με την υπόθεση αυτή, οι «τιμές είναι σωστές», δηλαδή έχουν καθοριστεί από ορθολογικούς επενδυτές. Επίσης, πρέπει να αναφέρουμε ότι σε μία αποτελεσματική αγορά δεν είναι δυνατό να υπάρξει καμία επενδυτική στρατηγική η οποία να αποφέρει υπερβάλλουσα απόδοση για συγκεκριμένο επίπεδο κινδύνου.

Η θεωρία του behavioral finance υποστηρίζει ότι κάποιες μεταβολές των τιμών των μετοχών μπορούν να ερμηνευτούν μόνο ως αποκλίσεις από την εσωτερική τους αξία και ότι οι αποκλίσεις αυτές οφείλονται στην παρουσία των μη ορθολογικών επενδυτών. Μία έντονα σθεναρή ένσταση που αφορά τις υποθέσεις της θεωρίας του behavioral finance προβάλλεται από τον Friedman (1953). Αναφέρει συγκεκριμένα ότι οι ορθολογικοί επενδυτές (arbitrageurs) θα ανακαλύψουν πολύ σύντομα τις αποκλίσεις μεταξύ της εσωτερικής και αγοραίας αξίας και θα τις εξαφανίσουν. Οι πεπειθήσεις του Friedman, οι οποίες αρχικά ήταν ιδιαίτερα επιβλητικές αλλά, μετέπειτα, δεν έτυχαν περαιτέρω λεπτομερούς ελέγχου και αξιοποίησης, βασίζονταν σε δύο υποθέσεις : α) η απόκλιση της αγοραίας από την εσωτερική αξία δημιουργεί μία ελκυστική επενδυτική ευκαιρία και β) οι ορθολογικοί επενδυτές θα αντιληφθούν αμέσως αυτήν την ευκαιρία και θα σπεύσουν να την εξαφανίσουν.

Η θεωρία του behavioral finance έρχεται σε αντίθεση και με τις δύο υποθέσεις καθώς υποστηρίζει ότι όταν παρουσιαστεί μία ελκυστική επενδυτική ευκαιρία είναι πολύ δύσκολο να παραμείνει ανεκμετάλλευτη. Επίσης, αμφισβητώντας και την δεύτερη υπόθεση, θεωρεί ότι οι στρατηγικές που σχεδιάζονται προκειμένου να διορθωθεί αυτή η απόκλιση εμπεριέχουν σημαντικό κίνδυνο και είναι ιδιαίτερα δαπανηρές. Συνεπώς, είναι σχεδόν βέβαιο πως όταν παρουσιαστεί μία ελκυστική επενδυτική ευκαιρία θα ανακαλυφθεί και θα εκμεταλλευτεί πολύ γρήγορα, πριν προλάβουν να αντιδράσουν οι arbitrageurs εξαλείφοντάς την.

Ένα ακόμη σημείο στο οποίο η θεωρία του Friedman και η θεωρία του behavioral finance έρχονται σε αντίθεση είναι η έννοια των arbitrageurs. Κατά τον Friedman, οι ορθολογικοί επενδυτές αναφέρονται ως "arbitrageurs" και οι μη

ορθολογικοί επενδυτές αναφέρονται ως “noise traders”. Η ακριβής έννοια του όρου arbitrage είναι μία επενδυτική στρατηγική η οποία προσφέρει κέρδος χωρίς κίνδυνο και χωρίς κανένα αρχικό κόστος. Πιθανότατα, ο Friedman ονόμασε τους ορθολογικούς επενδυτές arbitrageurs έχοντας την πεποίθηση ότι η απόκλιση της αγοραίας από την εσωτερική αξία δημιουργεί μία ελκυστική επενδυτική ευκαιρία χωρίς κίνδυνο. Αυτό όμως δεν είναι αλήθεια γιατί όπως έχει ήδη αναφερθεί, σύμφωνα με την θεωρία του behavioral finance, οι στρατηγικές που σχεδιάζονται προκειμένου να διορθωθεί αυτή η απόκλιση εμπεριέχουν σημαντικό κίνδυνο και είναι ιδιαίτερα δαπανηρές.

Στη συνέχεια, θα αναφέρουμε επιγραμματικά μερικούς από τους κινδύνους που μπορεί να εμφανιστούν κατά την προσπάθεια διόρθωσης της απόκλισης της αγοραίας από την εσωτερική αξία.

- **Fundamental Risk** : είναι ο κίνδυνος της περαιτέρω πτώσης της εσωτερικής αξίας μιας μετοχής με αποτέλεσμα οι επενδυτές που την έχουν αγοράσει να υποστούν ζημιές. Αυτός μπορεί να αντισταθμιστεί με την πώληση μιας άλλης μετοχής που αποτελεί ακριβές υποκατάστατο της πρώτης. Επειδή είναι πολύ δύσκολο να βρεθεί ακριβές υποκατάστατο μιας μετοχής, το fundamental risk δεν μπορεί να αντισταθμιστεί πλήρως.
- **Noise Trader Risk**: είναι ο κίνδυνος της περαιτέρω ενίσχυσης της αισιοδοξίας ή της απαισιοδοξίας των noise traders. Για παράδειγμα, αν οι noise traders είναι απαισιόδοξοι σχετικά με μία μετοχή, τότε θα την πουλήσουν με αποτέλεσμα η τιμή της μετοχής αυτή να υποστεί πτώση. Παρατηρώντας την κίνηση αυτή οι arbitrageurs είναι σχεδόν βέβαιο ότι θα πάρουν την αντίθετη «θέση», δηλαδή θα αγοράσουν την μετοχή περιμένοντας οι noise traders να γίνουν αισιόδοξοι σχετικά με την συγκεκριμένη μετοχή κι έτσι να ανέβει η τιμή της. Υπάρχει, όμως, η σοβαρή πιθανότητα οι noise traders να γίνουν ακόμη πιο απαισιόδοξοι και η τιμή της μετοχής να υποστεί ακόμη μεγαλύτερη πτώση, οδηγώντας τους arbitrageurs σε μεγάλες ζημιές. (De Long et al. 1990)
- **Implementation Costs**: είναι τα διάφορα κόστη που μπορεί να έχει κάποιος που θέλει να εκμεταλλευτεί μία ελκυστική επενδυτική ευκαιρία. Τέτοια κόστη είναι: information cost, transaction cost όπως commissions και bid – ask spreads, legal constraints.

## 2.3 Psychology

Έχουμε ήδη αναφέρει σε προηγούμενη ενότητα ότι η απόκλιση της εσωτερικής αξίας από την αγοραία τιμή ενός αξιόγραφου οφείλεται στην παρουσία των noise traders, δηλαδή των μη ορθολογικών επενδυτών και ότι οι arbitrageurs κάποιες φορές δεν μπορούν να κάνουν τίποτα για αυτό. Για να μπορέσουν οι οικονομολόγοι να προσδιορίσουν την προέλευση αυτής της μη ορθολογικότητας, ανατρέχουν στην εμπειρική ανάλυση που έχουν κάνει οι γνωστικοί ψυχολόγοι σχετικά με τα συστηματικά σφάλματα των επενδυτών τα οποία οφείλονται στις αντιλήψεις και τις πεποιθήσεις τους.

Σε αυτήν την ενότητα θα αναλύσουμε αυτές τις αντιλήψεις που σχηματίζουν οι noise traders οι οποίες ενδιαφέρουν ιδιαίτερα τους οικονομολόγους.

### 2.3.1 Beliefs

Σε κάθε μοντέλο που χρησιμοποιείται για να πραγματοποιηθεί η ανάλυση ενός φαινομένου στις διεθνείς αγορές, πολύ σημαντικό ρόλο παίζει ο τρόπος που οι επενδυτές διαμορφώνουν τις προσδοκίες τους. Παρακάτω θα παρουσιάσουμε τα εμπειρικά ευρήματα των ψυχολόγων σχετικά με τους παράγοντες εκείνους που διαμορφώνουν τις προσδοκίες των επενδυτών.

- **Overconfidence:** Οι εμπειρικές έρευνες έχουν δείξει ότι οι άνθρωποι είναι υπερβολικά βέβαιοι όσον αφορά τις εκτιμήσεις και τις κρίσεις τους. Αυτό αποδεικνύεται με δύο τρόπους. Πρώτον, το διάστημα εμπιστοσύνης που οι άνθρωποι προσδιορίζουν τις εκτιμήσεις τους είναι ιδιαίτερα περιορισμένο. Για παράδειγμα, όταν σχηματίζουν μία εκτίμηση σχετικά με το επίπεδο του χρηματιστηριακού δείκτη, τότε ένα διάστημα εμπιστοσύνης 98% περιλαμβάνει την πραγματική τιμή του μόνο το 60% των φορές που θα γίνει η εκτίμηση αυτή [Alpert and Raiffa (1982)]. Δεύτερον, δεν διαβαθμίζουν τις πιθανότητες που δίνουν σχετικά με την έκβαση ενός γεγονότος. Δηλαδή, γεγονότα για τα οποία είναι βέβαιοι ότι θα συμβούν, συμβαίνουν στο 80% των περιπτώσεων ενώ γεγονότα για τα οποία πιστεύουν ότι είναι αδύνατον να συμβούν, συμβαίνουν στο 20% των περιπτώσεων [Fischhoff, Slovic and Lichtenstein (1977)].

- **Optimism and Wishful thinking:** Η πλειονότητα των ανθρώπων επιδεικνύει μία υπερβολικά αισιόδοξη όψη όσον αφορά τις ικανότητες και τις επιτυχίες τους σε διάφορους τομείς [Weinstein (1980)]. Το 90% των ανθρώπων που συμμετείχαν στην έρευνα των ψυχολόγων πιστεύουν ότι βρίσκονται πάνω από το μέσο όρο σε διάφορους τομείς όπως η ικανότητα οδήγησης και η σχέση τους με τους άλλους ανθρώπους. Παρατηρείται επίσης, ότι οι άνθρωποι πέφτουν πολύ συχνά σε μία συνηθισμένη πλάνη. Θεωρούν ότι διάφορες εργασίες, όπως η αποπεράτωση ενός project θα ολοκληρωθούν γρηγορότερα από όσο τελικά διαρκούν [Buehler, Griffin and Ross (1994)].
- **Representativeness:** Όταν οι άνθρωποι προσπαθούν να καθορίσουν την πιθανότητα ένα σύνολο δεδομένων A να προέρχεται από ένα συγκεκριμένο μοντέλο B, χρησιμοποιούν τη μέθοδο της αντιπροσωπευτικότητας. Αυτό σημαίνει ότι εκτιμούν την πιθανότητα το συγκεκριμένο σύνολο να προέρχεται από το συγκεκριμένο μοντέλο από το βαθμό που το σύνολο A έχει τα χαρακτηριστικά γνωρίσματα του μοντέλου B.
- **Conservatism:** Με μία πρώτη ματιά, φαίνεται ότι η έννοια του συντηρητισμού έρχεται σε αντίθεση με την έννοια της αντιπροσωπευτικότητας. Αν το μελετήσουμε όμως λίγο πιο προσεκτικά, θα δούμε ότι μπορεί και να ταιριάζουν. Φαίνεται πως όταν ένα συγκεκριμένο σύνολο είναι αντιπροσωπευτικό ενός συγκεκριμένου μοντέλου, τότε οι άνθρωποι ρίχνουν πολύ μεγάλο βάρος στο σύνολο αυτό. Όμως, αν ένα σύνολο δεν είναι αντιπροσωπευτικό ενός συγκεκριμένου μοντέλου, τότε οι άνθρωποι έχουν την τάση να δίνουν ελάχιστη σημασία στο συγκεκριμένο σύνολο και να ανατρέχουν στα αμέσως προηγούμενα σύνολα.
- **Belief perseverance:** Ο συγκεκριμένος παράγοντας υποδεικνύει ότι όταν οι άνθρωποι σχηματίσουν μία άποψη πάνω σε ένα θέμα, τότε παραμένουν πολύ έντονα προσκολλημένοι σε αυτήν και για μεγάλο χρονικό διάστημα. Στη συνέχεια, εμφανίζονται οι εξής επιδράσεις: α) οι άνθρωποι είναι διστακτικοί ως προς το αναζητήσουν μία άλλη άποψη σχετικά με το συγκεκριμένο θέμα η οποία, όμως, να έρχεται σε αντίθεση με αυτήν που έχουν ήδη σχηματίσει και β) σε περίπτωση που βρεθεί μία τέτοια άποψη, την αντιμετωπίζουν με μεγάλη επιφυλακτικότητα και σκεπτικισμό. Συγκεκριμένα, έρευνες έχουν δείξει ότι όταν υπάρξουν κάποια στοιχεία τα οποία έρχονται σε αντίθεση με την άποψή τους, τότε τα παρερμηνεύουν με τέτοιο τρόπο που δείχνουν ότι συμφωνούν [Lord, Ross and Lepper (1979)].

- **Anchoring:** Όταν οι άνθρωποι σχηματίσουν μία άποψη πάνω σε ένα θέμα, ακόμα κι αν αργότερα με την συζήτηση οδηγηθούν σε διαφορετικά συμπεράσματα, είναι σύνηθες να καταλήγουν στην αρχική τους εκτίμηση [Kahneman and Tversky (1974)].
- **Availability biases:** Έχουν δείξει οι εμπειρικές έρευνες πως όταν οι άνθρωποι προσπαθούν να εκτιμήσουν την πιθανότητα πραγματοποίησης ενός γεγονότος, τότε έχουν την τάση να ανατρέχουν στις εμπειρίες τους για κάποια σχετική πληροφορία. Αυτή η τακτική, όμως, μπορεί να οδηγήσει σε εσφαλμένες εκτιμήσεις. Επίσης, είναι πολύ πιθανό οι εκτιμήσεις να διαστρεβλωθούν από πρόσφατα και εξέχοντα γεγονότα τα οποία έρχονται αμέσως στο μυαλό μας και έτσι δίνουμε σε αυτά μεγαλύτερο βάρος.

Οι **Barberis** και **Thaler** στο άρθρο τους “**A survey of Behavioral Finance**” (2003) αναφέρουν ότι οι σύγχρονοι οικονομολόγοι είναι ιδιαίτερα επιφυλακτικοί με τα παραπάνω εμπειρικά ευρήματα των ψυχολόγων καθώς πιστεύουν ότι 1) οι άνθρωποι, μέσα από την συστηματική επανάληψη των σφαλμάτων τους, θα μάθουν τελικά ποιο είναι το σωστό, 2) οι ειδικοί σε έναν συγκεκριμένο τομέα θα κάνουν λιγότερα σφάλματα και 3) αν οι άνθρωποι έχουν ισχυρότερα κίνητρα τότε όλοι οι παραπάνω παράγοντες θα τείνουν να εξαφανιστούν.

Ενώ όλοι οι παραπάνω παράγοντες μπορούν να μειώσουν τα συστηματικά σφάλματα σε κάποιο βαθμό, δεν μπορούν να τα εξαφανίσουν τελείως. Οι έρευνες έχουν δείξει ότι όταν ένα συστηματικό σφάλμα εξηγείται σε αυτόν που το κάνει, και ενώ καταλαβαίνει πού κάνει το σφάλμα, αμέσως μετά μπορεί να το ξανακάνει. Επίσης, έχει αποδειχτεί ότι η εξειδίκευση σε ένα συγκεκριμένο τομέα αποτελεί περισσότερο εμπόδιο παρά βοηθητικό εργαλείο καθώς οι άνθρωποι αυτοί τείνουν να δείχνουν μεγαλύτερη αυτοπεποίθηση. Τέλος, ενώ κάποιες έρευνες έχουν δείξει ότι τα ισχυρότερα κίνητρα μπορούν κάποιες φορές να μειώσουν τα συστηματικά σφάλματα, παρόλα αυτά δεν αποτελούν σημαντικό στοιχείο για την αποκατάσταση της ορθολογικότητας.

### 2.3.2 Preferences

Η βάση κάθε μοντέλου που προσπαθεί να ερμηνεύσει τους λόγους μεταβολής των τιμών των αξιόγραφων ή την συμπεριφορά των επενδυτών είναι οι προτιμήσεις των επενδυτών ή αλλιώς, τον τρόπο με τον οποίο αξιολογούν τις στρατηγικές που εμπριέχουν κίνδυνο. Η πλειονότητα των μοντέλων που ασχολούνται με το συγκεκριμένο θέμα έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι οι επενδυτές εκτιμούν αυτές τις στρατηγικές με βάση την αναμενόμενη χρησιμότητά τους (expected utility). Το θεωρητικό υπόβαθρο για το παραπάνω συμπέρασμα βρίσκεται στη μελέτη που έκαναν οι Von Neumann και Morgenstern (1944), η οποία έδειξε ότι όταν οι προτιμήσεις των επενδυτών ικανοποιούν συγκεκριμένα αξιώματα όπως ακεραιότητα, μεταβατικότητα, συνέχεια και ανεξαρτησία τότε αυτές μπορούν να αναπαρασταθούν με την καμπύλη της αναμενόμενης χρησιμότητας.

Οι έρευνες που έγιναν τις δεκαετίες μετά τους Von Neumann και Morgenstern έδειξαν ότι, δυστυχώς, οι άνθρωποι παραβιάζουν συστηματικά την θεωρία της αναμενόμενης χρησιμότητας όταν πρόκειται να επιλέξουν ανάμεσα σε επικίνδυνες στρατηγικές. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να υπάρξει μία εκρηκτική εξέλιξη στις έρευνες που αφορούσαν τις λεγόμενες «μεθόδους μη αναμενόμενης χρησιμότητας», οι οποίες προσπαθούσαν να συνταυτιστούν καλύτερα με τα εμπειρικά δεδομένα. Οι πιο γνωστές είναι: η θεωρία της σταθμισμένης χρησιμότητας [Chew και MacCrimmon (1979), Chew (1983)], η θεωρία της πλήρους αναμενόμενης χρησιμότητας [Chew (1989), Dekel (1986)], η θεωρία της απέχθειας της απογοήτευσης [Gul (1981)], η θεωρία της θλίψης [Bell (1982), Loomes και Sugden (1982)] και η θεωρία των προσδοκιών [Kahneman και Tversky (1979), Tversky και Kahneman (1992)].

Κατά πόσο, όμως, οι οικονομολόγοι ενδιαφέρονται για αυτές τις εναλλακτικές μεθόδους; Η θεωρία της αναμενόμενης χρησιμότητας αποτελεί μία πολύ καλή προσέγγιση της συμπεριφοράς των επενδυτών απέναντι σε επενδυτικές επιλογές που εμπριέχουν κίνδυνο, όπως το χρηματιστήριο, παρόλο που δεν έχει την δυνατότητα να ερμηνεύσει την συμπεριφορά τους απέναντι σε επικίνδυνες στρατηγικές όπως αυτές που μελετώνται στις εμπειρικές αναλύσεις. Από την άλλη πλευρά, η δυσκολία που η θεωρία της αναμενόμενης χρησιμότητας συναντά στην προσπάθειά της να εξηγήσει βασικά σημεία σχετικά με το χρηματιστήριο υποδεικνύει ότι αξίζει μία πιο προσεκτική ματιά στις εμπειρικές αναλύσεις. Πράγματι, κάποιες πρόσφατες έρευνες πάνω στη ψυχολογία των επενδυτών έδειξαν ότι οι παραβιάσεις της θεωρίας της αναμενόμενης χρησιμότητας αποτελούν ένα πολύ σημαντικό μάθημα για την κατανόηση πλήθους χρηματοοικονομικών φαινομένων.



## 2.4 Investor Behavior

Η θεωρία του behavioral finance έχει επιτύχει να ερμηνεύσει την συμπεριφορά ορισμένων κατηγοριών επενδυτών και συγκεκριμένα τι είδους χαρτοφυλάκιο επιλέγουν και τον τρόπο με τον οποίο πραγματοποιούν τις συναλλαγές τους. Ο σκοπός της συγκεκριμένης ενότητας είναι να ερμηνεύσει τις ενέργειες των επενδυτών και όχι απαραίτητα να υποστηρίξει ότι αυτές οι ενέργειες επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών. Δύο παράγοντες που παίζουν πολύ σημαντικό ρόλο σε αυτό είναι οι εξής: α) εφόσον δεν υπάρχει πλέον κόστος για την εισαγωγή των επενδυτών στο χρηματιστήριο, όλο και περισσότεροι επενδυτές εισέρχονται σε αυτό επενδύοντας σε μετοχές και β) η διεθνής τάση που υπάρχει σχετικά με τα αποταμιευτικά-συνταξιοδοτικά προγράμματα καθιστά τους επενδυτές περισσότερο υπεύθυνους για την προσωπική τους ευμάρεια κατά τα συνταξιοδοτικά τους χρόνια.

Στη συνέχεια θα περιγράψουμε συγκεκριμένες ενέργειες των επενδυτών και τον τρόπο με τον οποίο η θεωρία του behavioral finance προσπαθεί να τις ερμηνεύσει.

### 2.4.1 Insufficient diversification

Πληθώρα μελετών υποστηρίζει ότι οι επενδυτές διαφοροποιούν το χαρτοφυλάκιο τους σε μικρότερο βαθμό από όσο υποδεικνύεται από τα κανονιστικά μοντέλα της θεωρίας χαρτοφυλακίου.

Παρατηρείται ότι οι επενδυτές έχουν την τάση το μεγαλύτερο μέρος του χαρτοφυλακίου τους να αποτελείται από εγχώριες μετοχές, τάση η οποία λέγεται εγχώριο συστηματικό σφάλμα (home bias). Το γεγονός αυτό δεν μπορεί να ερμηνευτεί με βάση την ορθολογικότητα των επενδυτών. Ένα τέτοιο παράδειγμα αποτελεί η μελέτη των Grinblatt και Keloharju (2001), οι οποίοι χρησιμοποιώντας ένα ιδιαίτερα λεπτομερές σύνολο δεδομένων από την Φιλανδία απέδειξαν ότι οι εγχώριοι επενδυτές επένδυναν το μεγαλύτερο μέρος των χρημάτων τους σε μετοχές εγχώριων εταιρειών οι οποίες ήταν κοντά τους γεωγραφικά και χρησιμοποιούσαν τη μητρική τους γλώσσα στις αναφορές τους.

### 2.4.2 Naive diversification

Οι Benartzi και Thaler (2001) υποστηρίζουν ότι όταν οι επενδυτές διαφοροποιούν το χαρτοφυλάκιό τους, το κάνουν κατά έναν αφελή τρόπο. Πιο συγκεκριμένα, αναφέρουν πως οι περισσότεροι άνθρωποι διαφοροποιούν το χαρτοφυλάκιό τους κατά τον απλούστατο τρόπο επενδύοντας  $1/n$  του κεφαλαίου τους σε κάθε μία από τις  $n$  διαθέσιμες επιλογές τους, οποιεσδήποτε και αν είναι αυτές.

### 2.4.3 Excessive Trading

Ένα από τα πιο βασικά αξιώματα των ορθολογικών μοντέλων που αφορούν στην ανάλυση των επενδύσεων υποστηρίζει ότι οι συναλλαγές μεταξύ των επενδυτών πρέπει να είναι συγκεκριμένες και περιορισμένες. Σε αντίθεση με αυτό το αξίωμα, παρατηρείται ότι ο όγκος συναλλαγών σε όλα τα χρηματιστήρια του κόσμου είναι ιδιαίτερα αυξημένος. Επιπλέον, έχει παρατηρηθεί ότι τόσο οι θεσμικοί επενδυτές όσο και οι μικροεπενδυτές πραγματοποιούν περισσότερες συναλλαγές από όσες μπορούν να εξηγηθούν με βάση την ορθολογισμό.

Η πλέον προφανής εξήγηση που η θεωρία του behavioral finance μπορεί να δώσει για αυτό το γεγονός είναι η υπερβολική αυτοπεποίθηση που έχουν οι επενδυτές, δηλαδή πιστεύουν ότι έχουν αρκετή πληροφόρηση για να πραγματοποιήσουν μία συναλλαγή ενώ, στην πραγματικότητα, αυτή η πληροφόρηση δεν αρκεί για να δικαιολογήσει τις πράξεις τους. Αυτή η τακτική έχει ως αποτέλεσμα οι άνθρωποι που έχουν μεγάλη αυτοπεποίθηση να κάνουν περισσότερες συναλλαγές, γεγονός που οδηγεί σε μειωμένες αποδόσεις λόγω του κόστους συναλλαγών.

### 2.4.4 The selling decision

Διάφορες μελέτες έχουν δείξει ότι οι επενδυτές εμφανίζονται διστακτικοί στο να πουλήσουν μετοχές οι οποίες διαπραγματεύονται σε μικρότερη τιμή από αυτή που τις αγόρασαν. Το φαινόμενο αυτό οι Shefrin και Statman (1985) το ονόμασαν “disposition effect”. Επίσης, έχει αποδειχτεί ότι οι επενδυτές έχουν την τάση να πουλούν τις μετοχές εκείνες που διαπραγματεύονται σε τιμή μεγαλύτερη από αυτή που τις αγόρασαν.

Αυτή η συμπεριφορά είναι δύσκολο να ερμηνευτεί με βάση την θεωρία του behavioral finance. Σύμφωνα με τον Odean (1998), οι επενδυτές πωλούν τις μετοχές-losers και κρατούν στο χαρτοφυλάκιό τους τις μετοχές-winners. Επίσης, κανείς δεν

μπορεί να υποστηρίξει ότι οι επενδυτές πωλούν τις μετοχές-winners γιατί αναμένουν ότι η μελλοντική τους απόδοση θα μειωθεί. Ο Odean αναφέρει ότι η μέση απόδοση των μετοχών που πωλούν οι επενδυτές θα είναι μεγαλύτερη από αυτήν των μετοχών που θα διατηρήσουν στο χαρτοφυλάκιό τους.

Δύο ερμηνείες υπάρχουν για αυτή την συμπεριφορά. Η πρώτη είναι ότι οι επενδυτές έχουν μία μη ορθολογική άποψη σχετικά με την ιδιότητα της απόδοσης των μετοχών να επιστρέφει στο μέσο τους. Η δεύτερη αναφέρεται στη θεωρία των προσδοκιών.

#### 2.4.5 The buying decision

Χρήσιμες πληροφορίες σχετικά με την απόφαση αγοράς μετοχών δίνει η μελέτη του Odean (1999). Αναφέρει ότι οι επενδυτές προτιμούν κατά τις αγορές τους εξίσου και τις μετοχές-losers και τις μετοχές που ήταν προγενέστερα winners. Υποστηρίζει, επίσης, ότι όταν οι επενδυτές θέλουν να αγοράσουν μία μετοχή δεν κάνουν έρευνα αγοράς, μελετώντας τα στοιχεία όλων των διαθέσιμων μετοχών αλλά αγοράζουν εκείνη τη μετοχή που τους έχει κεντρίσει την προσοχή. Μία τέτοια επιλογή περιλαμβάνει συνήθως μετοχές οι οποίες έχουν παρουσιάσει μεγάλη διακύμανση στις αποδόσεις τους.

## Κεφάλαιο 3<sup>ο</sup>

### Noise Traders

#### 3.1 Εισαγωγή

Όπως έχουμε ήδη αναφέρει στο προηγούμενο κεφάλαιο, ο κλάδος της ψυχολογίας των επενδυτών αποτελεί ένα νέο παρακλάδι της χρηματοοικονομικής επιστήμης που ίσως ακόμη να αντιμετωπίζεται με καχυποψία. Παρόλα αυτά οφείλουμε να ομολογήσουμε ότι αποτελεί έναν πολύ σημαντικό πυλώνα στην θεμελιώδη βάση της χρηματιστηριακής και όχι μόνο αγοράς.

Υπάρχει μία μακροχρόνια και άλυτη διαμάχη σχετικά με το αν η θεωρία του behavioral finance έχει κάποια σημασία στον γενικότερο κλάδο της χρηματοοικονομικής επιστήμης. Παρόλο που σε εμπειρικό επίπεδο υπάρχουν αποδείξεις ότι οι επενδυτές δεν συμπεριφέρονται πάντα κατά απόλυτα ορθολογικό τρόπο, είναι σχετικά σπάνιο να υπάρξουν στοιχεία τα οποία θα αποδεικνύουν ότι τα σφάλματα των επενδυτών λειτουργούν αθροιστικά ή ότι έχουν πραγματικές οικονομικές επιδράσεις.

Απόρροια αυτής της διαμάχης αποτελεί το ιδιαίτερα αμφίβολο θέμα του noise trader risk σχετικά με το αν είναι οικονομικά σημαντικό. Έχουν γραφτεί θεωρίες σύμφωνα με τις οποίες το noise trader risk αποτελεί έναν σημαντικό παράγοντα στην οικονομία καθώς μπορεί να περιορίζει το arbitrage στην αγορά των μετοχών [Shleifer (2000)] ή ακόμα και να οδηγήσει τις μετοχές σε λανθασμένη αποτίμηση, να προκαλέσει υπερβολική μεταβλητότητα και τελικά, μείωση του κεφαλαίου και του επιπέδου ανάπτυξης μιας οικονομίας [DSSW (1989)].

### 3.2 Τι είναι ο θόρυβος (noise)?

Η έννοια του «θορύβου» (noise) έκανε την εμφάνισή της στις διεθνείς χρηματαγορές πριν περίπου τρεις δεκαετίες. Είναι μία έννοια που ίσως αντιμετωπίζεται ακόμα με δυσπιστία καθώς δεν έχει αναπτυχθεί ιδιαίτερα. Οι συνέπειες της ύπαρξης του «θορύβου» στις διεθνείς αγορές καθώς επίσης, και στην διαμόρφωση των απόψεων των επενδυτών σχετικά με αυτές παραμένουν δυσνόητες.

Ο **Fischer Black** στο ευρύτατα γνωστό και πρωτοποριακό άρθρο του “**Noise**” (1986) δίνει για πρώτη φορά την ερμηνεία στην λέξη «θόρυβος». Αναφέρει χαρακτηριστικά ότι είναι ο παράγοντας εκείνος που μπορεί να εμποδίσει, να παραποιήσει ή και να αλλάξει την σημασία ενός μηνύματος ή μιας πληροφορίας. Γενικά, μπορούμε να πούμε ότι ο «θόρυβος» είναι ο παράγοντας εκείνος ο οποίος δυσκολεύει την πρακτική εφαρμογή και εξέταση όλων των ακαδημαϊκών θεωριών σχετικά με την λειτουργία των οικονομικών και χρηματοοικονομικών αγορών κι έτσι είμαστε υποχρεωμένοι να δρούμε στο σκοτάδι.

Η συμβατική άποψη που υπάρχει στην αγορά των μετοχών είναι ότι η τιμή μιας μετοχής απεικονίζει κάθε πληροφορία που αφορά την συγκεκριμένη μετοχή. Σύμφωνα με την άποψη αυτή, κάθε μεταβολή της τιμής ισοδυναμεί με την άφιξη νέων πληροφοριών, μέρος των οποίων είχε προβλεφθεί και κάποιο άλλο όχι. Αν η αγορά λειτουργεί αποτελεσματικά, τότε οι πληροφορίες που είχαν προβλεφθεί θα περιλαμβάνονται ήδη στην τιμή. Συνεπώς, μία αύξηση ή μείωση της τιμής της μετοχής οφείλεται στην άφιξη νέων πληροφοριών οι οποίες δεν είχαν προβλεφθεί με βάση τα δεδομένα που υπήρχαν για την μετοχή. Άρα, οι μεταβολές των τιμών των μετοχών θα πρέπει να ακολουθούν τυχαίο περίπατο. Όμως, η ανθρώπινη εφευρετικότητα, ο φόβος, το ένστικτο, τα λάθη και η ανικανότητα περιπλέκουν πολύ την κατάσταση.

#### 3.2.1 Η χρηματοοικονομική ερμηνεία του noise

Ο **Fischer Black** (1986) στο ίδιο άρθρο του προσαρμόζει την έννοια του «θορύβου» σε τρεις διαφορετικούς τομείς. Καταρχήν, θεωρεί ότι ο «θόρυβος» αντιτίθεται με την πληροφόρηση. Αναφέρει, συγκεκριμένα, ότι οι επενδυτές πραγματοποιούν τις συναλλαγές τους με βάση τις πληροφορίες που διαθέτουν και εφόσον θεωρούν ότι οι πληροφορίες αυτές είναι σωστές, αναμένουν κέρδη από αυτές τις συναλλαγές. Από την άλλη, ορισμένοι επενδυτές πραγματοποιούν τις συναλλαγές τους με βάση τον «θόρυβο», που λανθασμένα θεωρούν ότι πρόκειται για σωστή πληροφόρηση, και επίσης λανθασμένα, αναμένουν κέρδη. Παρόλα αυτά, ο «θόρυβος» αποτελεί σημαντικό παράγοντα στην διατήρηση της ρευστότητας των αγορών.

Στη συνέχεια, θα αναλύσουμε την έννοια του «θορύβου» (noise) σε αυτούς τους τρεις τομείς: α) στον τομέα της χρηματοοικονομικής επιστήμης (*finance*), β) στον τομέα της οικονομετρίας (*econometrics*) και γ) στον τομέα της μακροοικονομίας (*macroeconomics*).

➤ **Finance**

Οι χρηματαγορές οφείλουν την ύπαρξη τους στον «θόρυβο» καθώς το noise trading είναι αυτό που οδηγεί τους επενδυτές στο να πραγματοποιούν διάφορες συναλλαγές. Διαφορετικά, οι επενδυτές θα κρατούσαν είτε άμεσα είτε έμμεσα τα περιουσιακά τους στοιχεία και δεν θα επιθυμούσαν να εμπλακούν στη διαδικασία των συναλλαγών.

Noise trading σημαίνει ότι οι επενδυτές πραγματοποιούν τις συναλλαγές τους βασιζόμενοι στον «θόρυβο» σαν να ήταν μία πραγματική πληροφορία. Τις περισσότερες φορές οι επενδυτές που πραγματοποιούν τέτοιου είδους συναλλαγές - noise traders- θα έχουν ζημίες, ενώ οι επενδυτές που πραγματοποιούν τις συναλλαγές τους βασιζόμενοι σε ορθή πληροφόρηση -information traders- θα έχουν κέρδη. Παρόλα αυτά, οι επενδυτές εξακολουθούν να συναλλάσσονται βασιζόμενοι στον «θόρυβο», ίσως γιατί θεωρούν ότι αποτελεί πραγματική πληροφορία.

Όσο αυξάνεται η ύπαρξη του noise trading σε μία αγορά, τόσο πιο ρευστή θα είναι αυτή η αγορά, δηλαδή θα πραγματοποιούνται περισσότερες συναλλαγές, γεγονός που θα μας επιτρέπει μία καλύτερη παρατήρηση των τιμών. Από την άλλη, όσο αυξάνεται η ύπαρξη του noise trading, τόσο μεγαλύτερος θα είναι ο «θόρυβος» που θα εμπεριέχεται στην τιμή μιας μετοχής.

Επίσης, είναι άξιο σχολιασμού το γεγονός ότι ο «θόρυβος» που υπάρχει στις τιμές των μετοχών λειτουργεί αθροιστικά, δηλαδή γίνεται ολοένα και μεγαλύτερος. Για να αντισταθμιστεί αυτή η κατάσταση θα πρέπει οι information traders να δράσουν γρήγορα και αποτελεσματικά. Όσο περισσότερο η τιμή μιας μετοχής απομακρύνεται από την εσωτερική της αξία, τόσο πιο επιθετικά θα δρουν οι information traders.

Η ύπαρξη των noise traders στις χρηματαγορές είναι σημαντική για έναν ακόμη λόγο. Επειδή οι information traders συναλλάσσονται περισσότερο με τους noise traders παρά με άλλους information traders, ο περιορισμός του noise trading θα έχει ως αποτέλεσμα τον περιορισμό των συναλλαγών γενικότερα. Τέλος, πρέπει να ομολογήσουμε ότι ο «θόρυβος» δίνει στον επενδυτή την ευκαιρία να πραγματοποιήσει κερδοφόρες συναλλαγές αλλά ταυτόχρονα τις καθιστά ιδιαίτερα δύσκολες.

➤ **Econometrics**

Στον συγκεκριμένο τομέα, το βασικό ερώτημα που τίθεται είναι γιατί οι άνθρωποι πραγματοποιούν τις συναλλαγές βασιζόμενοι στον «θόρυβο». Υπάρχουν δύο λόγοι, ο πρώτος είναι ότι αρέσκονται σε αυτό και ο δεύτερος είναι ότι υπάρχει τόσο «θόρυβος» στις χρηματαγορές που δεν μπορούν να καταλάβουν πλέον ότι πρόκειται για «θόρυβο». Όμως, κανένας από τους παραπάνω λόγους δεν αποτελεί σοβαρή αιτιολογία σε έναν κόσμο που οι άνθρωποι προβαίνουν σε διάφορες ενέργειες προκειμένου να μεγιστοποιήσουν την αναμενόμενη χρησιμότητά τους και κάνουν την καλύτερη δυνατή χρήση όλων των διαθέσιμων πληροφοριών.

Για την ενίσχυση της παραπάνω θεωρίας, δηλαδή ότι οι άνθρωποι επιθυμούν να μεγιστοποιούν την αναμενόμενη χρησιμότητά τους, ο Black προτείνει ότι, σύμφωνα με την φορολογική νομοθεσία, οι εταιρείες δεν θα έπρεπε να μοιράζουν μέρισμα στους μετόχους γιατί τους αναγκάζουν να πληρώσουν επιπλέον φόρους. Η καλύτερη λύση θα ήταν η επαναγορά μετοχών της εταιρείας κατά μη συστηματικό τρόπο.

Η ύπαρξη του «θορύβου» στις χρηματαγορές καθιστά ορισμένα στοιχεία μη παρατηρήσιμα. Για παράδειγμα, δεν μπορούμε να γνωρίζουμε ποια θα είναι η απόδοση ενός χρηματιστηριακού δείκτη στο μέλλον. Υπάρχει κάθε λόγος να πιστεύει κάποιος ότι η απόδοση μεταβάλλεται συνέχεια με την πάροδο του χρόνου αλλά και ότι οι μεταβολές αυτές συμβαίνουν τόσο αργά που είναι σχεδόν μη παρατηρήσιμες. Συνήθως χρησιμοποιούμε παρελθοντικά στοιχεία για να μπορέσουμε να έχουμε μία εκτίμηση της αναμενόμενης απόδοσης, η οποία περιέχει όμως «θόρυβο».

Συνεπώς, λόγω του ότι οι οικονομικές μεταβλητές είναι λιγότερο εύκολο να παρατηρηθούν από ότι οι χρηματοοικονομικές μεταβλητές, μία οικονομετρική ανάλυση η οποία θα περιλαμβάνει οικονομικές μεταβλητές είναι δύσκολο να ερμηνευτεί για τους εξής λόγους : α) οι συντελεστές των μεταβλητών αυτών μας προσφέρουν λίγες πληροφορίες σχετικά με την σχέση αιτίου και αιτιατού όσον αφορά στις μεταβλητές οι οποίες είναι παρατηρήσιμες και β) οι μεταβλητές αυτές εμπεριέχουν σημαντικά μετρήσιμα σφάλματα.

Σε αυτό που θέλουμε να καταλήξουμε είναι ότι όσες μεταβλητές και αν συμπεριλάβουμε σε μία οικονομετρική ανάλυση, είναι βέβαιο ότι πάντα θα υπάρχουν κάποιες ενδεχομένως σημαντικές μεταβλητές τις οποίες θα έχουμε παραλείψει γιατί δεν ήταν εύκολο να παρατηρηθούν.

➤ **Macroeconomics**

Σε μακροοικονομικό επίπεδο, μπορούμε να πούμε ότι «θόρυβος» είναι η αβεβαιότητα που υπάρχει σχετικά με τις μεταβολές των τεχνολογιών που χρησιμοποιούν οι επιμέρους τομείς της οικονομίας αλλά και του τρόπου λειτουργίας αυτών διαμορφώνοντας την πορεία των οικονομικών κύκλων. Οι μεταβολές αυτές αποτελούν έναν πολύ σημαντικό παράγοντα για μία οικονομία καθώς δεν μπορούν να αντισταθμιστούν με κανένα τρόπο. Όταν υπάρχει μεγάλη συσχέτιση μεταξύ των τεχνολογιών τότε μία οικονομία οδηγείται σε ανάπτυξη, διαφορετικά οδηγείται σε ύφεση.

Ο λόγος για τον οποίο οι μεταβολές δεν μπορούν να αντισταθμιστούν με κανένα τρόπο είναι γιατί οι μεταβολές αυτές δεν είναι ανεξάρτητες μεταξύ τους. Για παράδειγμα, αν ανέβει η τιμή του πετρελαίου τότε αυτό θα επηρεάσει όλους τους τομείς στους οποίους απαιτείται η χρήση πετρελαίου για την λειτουργία των μηχανημάτων προκειμένου τα παραχθούν τα προϊόντα τους. Συνεπώς, βλέπουμε ότι οι μεταβολές των φυσικών και ανθρώπινων πόρων που απαιτούνται για την λειτουργία των διαφόρων κλάδων έχει σημαντικές επιπτώσεις.

Στο ερώτημα αν η κυβέρνηση μιας χώρας μπορεί να επέμβει σε μία τέτοια κατάσταση και να βοηθήσει την οικονομία αυτής της χώρας, η απάντηση είναι πως δεν μπορεί. Ο λόγος για τον οποίο δεν μπορεί είναι γιατί τα στελέχη μίας κυβέρνησης δεν μπορούν να έχουν καλύτερη πληροφόρηση σχετικά με την μελλοντική διαμόρφωση της προσφοράς και της ζήτησης από ότι οι άνθρωποι που εργάζονται στις επιχειρήσεις οι οποίοι βλέπουν την αγορά στην ρεαλιστική της μορφή. Άρα, δεν υπάρχουν πολλά πράγματα που θα μπορούσε να κάνει η κυβέρνηση μιας χώρας για να εμποδίσει την οικονομία της να εισέλθει σε περίοδο ύφεσης.

Όσον αφορά στο επίπεδο τιμών μιας χώρας και στο επίπεδο του πληθωρισμού, αυτά είναι πραγματικά ακαθόριστα. Διαμορφώνονται με βάση τις προσδοκίες των ανθρώπων αλλά οι προσδοκίες δεν ακολουθούν κανένα κανόνα λογικής. Για παράδειγμα, αν οι άνθρωποι πιστεύουν ότι η οικονομία της χώρας τους παρουσιάζει ανάπτυξη και γίνεται «πλουσιότερη» τότε αυτό μπορεί να επιφέρει αύξηση του πληθωρισμού. Αν οι προσδοκίες σχετικά με την παραπάνω υπόθεση είναι ισχυρές τότε η υπόθεση αυτή είναι σίγουρο ότι θα γίνει πραγματικότητα.

Τέλος, συμπεραίνουμε ότι υπάρχει μία παγκόσμια ισορροπία μεταξύ των αγορών η οποία παραμένει ανεπηρέαστη από το επίπεδο τιμών ή από διάφορες νομισματικές πολιτικές.



### 3.3 Ποιοί είναι οι noise traders?

Η θεωρία που ισχύει κατά γενική ομολογία στις χρηματαγορές σχετικά με την αιτία που οδηγεί τις μεταβολές στη ζήτηση των επενδυτών για αξιόγραφα είναι ότι μπορεί να ερμηνευτεί απόλυτα με ορθολογικό τρόπο. Παραδείγματα τέτοιων αιτιών είναι οι αντιδράσεις των επενδυτών στις ανακοινώσεις που αφορούν την αύξηση των μερισμάτων ή του κινδύνου της μετοχής, προσαρμογές των επενδυτών σε νέα δεδομένα που προκύπτουν κατά τις συναλλαγές ή ακόμα και ανακοινώσεις που αφορούν την φορολογική νομοθεσία.

Με την πάροδο του χρόνου όμως αποδεικνύεται ότι μία τέτοια θεωρία δεν ισχύει. Οι **Shleifer** και **Summers** στο άρθρο τους **“The Noise Trader Approach to Finance” (1990)** αποδεικνύουν ότι ένα σημαντικό ποσοστό των μεταβολών των τιμών των μετοχών οφείλεται στις μεταβολές των προσδοκιών των επενδυτών οι οποίες δεν ανταποκρίνονται στις υπάρχουσες πληροφορίες. Οι μεταβολές αυτές χαρακτηρίζονται ως «ψευδοσινιάλα» (pseudo signals) και οι επενδυτές που βασίζονται σε αυτά τα «ψευδοσινιάλα», τα οποία θεωρούν ότι περιλαμβάνουν πραγματικές πληροφορίες σχετικά με την μελλοντική πορεία μιας μετοχής, χαρακτηρίζονται ως “noise-traders”.

Η νέα αυτή κατηγορία επενδυτών απασχολεί τις χρηματιστηριακές αγορές γιατί οι “noise-traders”, με τη χρήση των «ψευδοσινιάλων» και συγκεκριμένων μοντέλων τα οποία σχετίζονται σε μεγάλο βαθμό μεταξύ τους, μπορούν πραγματικά να οδηγήσουν σε μεγάλες μεταβολές στη ζήτηση αξιόγραφων. Ο λόγος είναι ότι οι επενδυτές αυτοί έχουν την τάση να επαναλαμβάνουν τα λάθη που κάνουν σχετικά με τις επενδυτικές τους επιλογές. Τέτοιου είδους λάθη είναι η υπερβολική αυτοπεποίθηση η οποία τους παροτρύνει να αναλάβουν μεγαλύτερο κίνδυνο, η τάση να εικάζουν ότι μια τάση που διήρκεσε για μεγάλο χρονικό διάστημα στο παρελθόν θα επαναληφθεί και στο μέλλον και η υπερβολική τους αντίδραση στις διάφορες πληροφορίες που ανακοινώνονται η οποία οφείλεται σε λάθος εκτίμηση αυτών των πληροφοριών.

Οι **Shleifer** και **Summers** αναφέρουν ότι ο βασικός λόγος για τον οποίο οι υποστηρικτές της σύγχρονης οικονομικής θεωρίας θεωρούν ότι οι παραπάνω λόγοι που επηρεάζουν τους noise traders προκαλώντας τη μεταβολή της ζήτησης των μετοχών δεν είναι σημαντικοί, είναι ότι θεωρούν ως δεδομένο το γεγονός ότι οι noise traders θα παρουσιάσουν απώλειες λόγω των λανθασμένων επιλογών τους και θα χρησιμοποιήσουν πλέον τον ορθολογικό τρόπο αξιολόγησης των μετοχών όπως και οι arbitrageurs (ορθολογικοί επενδυτές). Όμως, μια τέτοια παραδοχή δεν είναι προφανής. Αρχικά, οι noise traders μπορεί να προβαίνουν σε περισσότερη επιθετικές κινήσεις σε σύγκριση με τους arbitrageurs είτε επειδή είναι υπερβολικά αισιόδοξοι, είτε επειδή

έχουν μεγαλύτερη αυτοπεποίθηση και έτσι αναλαμβάνουν μεγαλύτερο κίνδυνο. Αυτό μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα να κερδίσουν αρκετά υψηλότερες αποδόσεις. Κατά συνέπεια οι noise traders θα εξακολουθήσουν να κινούνται στην αγορά ακριβώς με τον ίδιο τρόπο.

Η παραπάνω πρόταση αντιτίθεται στην παραδοχή των υποστηρικτών της σύγχρονης οικονομικής θεωρίας καθώς νέοι noise traders εισέρχονται συνεχώς στην αγορά και εκείνοι που έχουν υποστεί απώλειες επιστρέφουν επαναλαμβάνοντας ακριβώς τα ίδια λάθη. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα η επιρροή των noise traders στις μεταβολές των τιμών των μετοχών να αυξάνεται συνεχώς. Το συμπέρασμα που μπορούμε να εξαγάγουμε από τα παραπάνω είναι ότι οι μεταβολές στη ζήτηση των μετοχών, οι οποίες προκαλούνται από τους noise traders μπορεί να έχουν μακροχρόνια επίδραση στις τιμές τους.

Για παράδειγμα, αν οι noise traders είναι υπερβολικά αισιόδοξοι για την πορεία μιας συγκεκριμένης μετοχής, τότε θα σπεύσουν να αγοράσουν μεγάλο αριθμό τεμαχίων της συγκεκριμένης μετοχής κι αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα την άνοδο της τιμής της. Σε μία τέτοια περίπτωση, οι ορθολογικοί επενδυτές θα λάβουν αντίθετες θέσεις, δηλαδή θα πουλήσουν τεμάχια αυτής μετοχής. Όμως, λόγω των υπερβολικά θετικών προσδοκιών των noise traders, η τιμή της συγκεκριμένης μετοχής θα σημειώσει περαιτέρω άνοδο με αποτέλεσμα οι arbitrageurs να παρουσιάσουν απώλειες στο χαρτοφυλάκιό τους.

Οι **De Long, Shleifer, Summers** και **Waldmann** στο εξαιρετικό για την εποχή άρθρο τους **“Noise Trader Risk in Financial Markets” (1986)** παραθέτουν ως γενικότερο ορισμό των noise traders τον εξής: «ένα μεγάλο σύνολο μικροεπενδυτών οι οποίοι φαίνονται να συμπεριφέρονται κατά μη απόλυτα ορθολογικό τρόπο όσον αφορά τις επενδυτικές κινήσεις τους και η συμμετοχή τους στις καθημερινές συναλλαγές της αγοράς παρουσιάζει μεταβλητότητα». Τα παραπάνω χαρακτηριστικά καθιστούν τους noise traders σημαντική πηγή του noise trader risk. Το noise trader risk αποτελεί εκείνη τη μορφή κινδύνου που διέπει την αγορά κατά την οποία οι προσδοκίες των noise traders μπορούν να ενταθούν σε μεγάλο βαθμό και αυτό θα έχει αρνητικές επιπτώσεις για τους ορθολογικούς επενδυτές (arbitrageurs).

### 3.4 Noise trader risk και θεσμικοί επενδυτές

Τα αποτελέσματα της μελέτης με τίτλο *“Noise Trader Risk Exists...But The Noise Traders Are Not Who They Think They Are”* που διενήργησε ο **Andrew Jackson** για το London School of Economics το **2003** έρχονται σε αντίθεση με τη μέχρι τώρα ισχύουσα θεωρία, παρόλο που είναι εντυπωσιακά. Σύμφωνα με τα υπάρχοντα δεδομένα, όσο περισσότερο αυξάνεται το ποσοστό συμμετοχής των noise traders σε μία μετοχή, δηλαδή όσο περισσότερα τεμάχια της συγκεκριμένης μετοχής κατέχουν, τότε η μεταβλητότητα της συγκεκριμένης μετοχής θα πρέπει να αυξάνεται (excess volatility) και η συσχέτιση της μετοχής αυτής με ένα χαρτοφυλάκιο στο οποίο επίσης η συμμετοχή των noise traders είναι μεγάλη θα πρέπει επίσης να αυξάνεται (excess co movement).

Στο πρώτο τεστ που πραγματοποίησε σε αυτή τη μελέτη, που αφορά στην υπερβάλλουσα μεταβλητότητα μιας μετοχής, απέδειξε ότι όταν η συμμετοχή των noise traders σε μια συγκεκριμένη μετοχή αυξάνεται, τότε η μεταβλητότητα που θα παρουσιάζει αυτή η μετοχή στο μέλλον σταδιακά θα μειώνεται. Όμως το σημαντικότερο μέρος των αποτελεσμάτων αυτού του τεστ είναι η απόδειξη ότι η μεταβλητότητα μιας μετοχής αυξάνεται όταν αυξάνεται η συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών σε αυτή τη μετοχή.

Με το δεύτερο τεστ που πραγματοποίησε (σχετικά με την υπερβάλλουσα συσχέτιση μιας μετοχής με ένα χαρτοφυλάκιο στο οποίο συμμετέχουν οι noise traders κατά ίδιο ποσοστό), απέδειξε ότι η αύξηση της συμμετοχής των noise traders σε μία μετοχή δεν επηρεάζει τον βαθμό συσχέτισης της μετοχής αυτής με αυτό το χαρτοφυλάκιο. Εν αντιθέσει, η αύξηση της συμμετοχής των θεσμικών επενδυτών σε αυτή τη μετοχή οδηγεί σε αύξηση του βαθμού συσχέτισης της μετοχής αυτής με το χαρτοφυλάκιο. Τα παραπάνω αποτελέσματα μας οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι θεσμικοί επενδυτές αποτελούν μία μορφή κινδύνου (non-fundamental risk). Πιο συγκεκριμένα, οι διενέξεις των θεσμικών επενδυτών σχετικά με τις αποδόσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, τις κοινές επενδυτικές στρατηγικές και τη νοοτροπία που υιοθετούν προκειμένου να προωθήσουν την καριέρα τους αποτελούν πηγή κινδύνου.

Οι κοινές επενδυτικές στρατηγικές που ακολουθούν οι θεσμικοί επενδυτές μπορεί να προκαλέσουν ξαφνικά υπερβάλλουσα ζήτηση σε μία συγκεκριμένη μετοχή, η οποία να μην δικαιολογείται από τα θεμελιώδη δεδομένα και τις υπάρχουσες πληροφορίες για την συγκεκριμένη εταιρία. Για παράδειγμα, μετά από μία διαχρονικά καλή πορεία που πραγματοποίησε ο δείκτης τιμών κεφαλαιοποίησης, το ενδιαφέρον των managers διαφορετικών εταιριών θα εστιαστεί μόνο σε αυτό το δείκτη

ακολουθώντας τα ίδια βήματα και πραγματοποιώντας ίσως τα ίδια λάθη. Η κατάσταση αυτή είναι πολύ πιθανό να οδηγήσει σε αυξημένη μεταβλητότητα και αυξημένη συσχέτιση μεταξύ των μετοχών αυτού του δείκτη.

### 3.5 Τρόποι αντιμετώπισης του noise trader risk

Στο άρθρο τους *“The Size and Incidence of the Losses from Noise Trading” (1988)* οι **De Long, Shleifer, Summers, Waldmann** προσπαθούν να απαντήσουν στο ερώτημα πώς οι αγορές θα βρουν ένα τρόπο ώστε να μπορεί να μειωθεί η επιρροή των noise traders στην οικονομική θέση και τα συμφέροντα των ορθολογικών επενδυτών. Δηλαδή, να βρεθούν κάποιες πολιτικές οι οποίες θα καταφέρουν να περιορίσουν σημαντικά τον παράγοντα του «θορύβου» ώστε να παραμείνουν ανέπαφες οι ικανότητες της αγοράς για ανεύρεση οικονομικών πόρων και παροχή ρευστότητας. Τέτοιου είδους πολιτικές που θα μπορούσαν να εφαρμόζονται από την κυβέρνηση μιας χώρας είναι οι εξής: α) ΟΜΟ's (Open Market Operations), β) φορολόγηση των συναλλαγών και γ) φορολόγηση των κεφαλαιακών κερδών.

#### **A) Open Market Operations**

Στην χρηματιστηριακή αγορά, η παρουσία των noise traders μπορεί να γίνει αισθητή από τις αρχές καθώς εμφανίζονται υψηλοί λόγοι P/E σε συγκεκριμένες εισηγμένες εταιρείες. Η κυβέρνηση χρησιμοποιώντας αυτήν την πολιτική θα αγοράσει μετοχές όταν η τιμή τους είναι χαμηλή και θα πουλήσει μετοχές όταν η τιμή τους είναι υψηλή. Αυτή η πολιτική θα ομαλοποιήσει τις ακραίες κινήσεις των noise traders ενώ, παράλληλα, θα επιτρέψει στις τιμές των μετοχών να επανέλθουν στην θεμελιώδη τιμή τους.

Σημαντικό ρόλο στην εφαρμογή αυτής της πολιτικής είναι η ικανότητα της πολιτικής ηγεσίας μιας χώρας να μπορεί να ξεχωρίζει πότε η μεταβολή των τιμών των αξιόγραφων προέρχεται από πραγματική πληροφόρηση και πότε είναι απόρροια των κινήσεων των noise traders. Στην περίπτωση που μπορεί να διακρίνει την διαφορά, θα πάρει αντίθετη θέση από τους noise traders στην αγορά όπως και οι ορθολογικοί επενδυτές. Έτσι, θα είναι σε θέση να αναλάβουν μεγαλύτερο κίνδυνο αντισταθμίζοντας την ενδεχομένως μεγάλη ζήτηση ή προσφορά που δημιουργούν οι noise traders. Αντιθέτως, αν η κυβέρνηση δεν είναι σε θέση να διακρίνει αυτή την διαφορά, τότε η εφαρμογή των “Open Market Operations” δεν αποτελεί το κατάλληλο μέτρο.

## **B) Φορολόγηση Συναλλαγών**

Ένα δεύτερο μέτρο παρέμβασης θα μπορούσε να είναι η επιβολή φορολογίας επί των συναλλαγών που πραγματοποιούνται. Κατά αυτόν τον τρόπο, θα μπορούσε να περιοριστεί η προθυμία των noise traders να πραγματοποιούν πλήθος συναλλαγών σε καθημερινή βάση βασιζόμενοι στην υπερβολική αυτοπεποίθησή τους.

## **Γ) Φορολόγηση των Κεφαλαιακών Κερδών**

Η φορολόγηση των κεφαλαιακών κερδών ίσως θεωρείται το αποτελεσματικότερο μέτρο εκ των τριών. Κι αυτό γιατί οι noise traders, γνωρίζοντας ότι η φορολογία που θα τους επιβληθεί θα μειώσει τα κέρδη μετά φόρων, θα είναι περισσότερο φειδωλοί στην διαμόρφωση των επιλογών τους.

Στην περίπτωση που έχουμε να κάνουμε με κεφαλαιακά κέρδη που είναι αποτέλεσμα εφαρμογής κερδοσκοπικών πολιτικών, τότε η πλήρης φορολόγηση τους καθιστά την κερδοσκοπία μη αποτελεσματική και κατά συνέπεια, επαναφέρει τις τιμές των μετοχών στην θεμελιώδη τιμή τους.

## **3.6 Μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών**

Στην χρηματιστηριακή αγορά, και κυρίως στην αγορά των μετοχών, ορισμένες φορές παρατηρείται η τιμή μιας μετοχής να παρουσιάζει αυξημένη μεταβλητότητα γύρω από τη μέση τιμή της η οποία δεν μπορεί να ερμηνευτεί σύμφωνα με τα θεμελιώδη δεδομένα της επιχείρησης. Το γεγονός αυτό αποτελεί ισχυρή ένδειξη της ύπαρξης των noise traders.

Όμως, αυτή η αυξημένη μεταβλητότητα μπορεί να ερμηνευτεί καλύτερα αν υποθέσουμε ότι σε μία αγορά, πέραν των ορθολογικών επενδυτών και των noise traders, υπάρχει ακόμη μία κατηγορία επενδυτών. Πιο συγκεκριμένα, αυτή η κατηγορία επενδυτών ακολουθεί «παθητικές» επενδυτικές στρατηγικές, δηλαδή ούτε ακολουθεί τις στρατηγικές των noise traders ούτε λαμβάνει θέσεις αντίθετες από τις δικές τους. Έτσι, αν μεγάλο ποσοστό των επενδυτών ανήκουν σε αυτή την κατηγορία, δηλαδή έχουν ένα συγκεκριμένο χαρτοφυλάκιο αξιόγραφων το οποίο κρατούν σταθερό, τότε ακόμα και ένα πολύ μικρό ποσοστό των noise traders στην αγορά μπορεί να προκαλέσει σημαντική μεταβολή των τιμών των μετοχών. Συνεπώς, όσο μικρότερος είναι ο αριθμός των ορθολογικών επενδυτών σε μία αγορά σε σύγκριση με τον αριθμό

των noise traders, τόσο μεγαλύτερη θα είναι η επιρροή του «θορύβου» στην χρηματιστηριακή αγορά.

Επίσης, αν οι λανθασμένες εκτιμήσεις των noise traders παρουσιάζουν ισχυρή αυτοσυσχέτιση μεταξύ τους ανάμεσα σε δύο περιόδους, τότε οι ορθολογικοί επενδυτές θα διστάσουν να λάβουν αντίθετες θέσεις καθώς θα υπάρχει μεγάλη αβεβαιότητα σχετικά με το αν οι τιμές θα επιστρέψουν στη μέση τιμή τους την επόμενη περίοδο. Έτσι, δεν μπορούν να αναλάβουν τέτοιου είδους κίνδυνο ο οποίος δεν αντισταθμίζεται από ανάλογη απόδοση.

Ο μόνος τρόπος για να αποφευχθεί η μακροχρόνια επίδραση του «θορύβου» στην αγορά, σύμφωνα με τους **De Long, Shleifer, Summers** και **Waldmann (1986)**, είναι τα λάθη που κάνουν οι noise traders στις εκτιμήσεις τους να είναι προσωρινά και έτσι θα δίνεται η δυνατότητα στις μετοχές να «επιστρέψουν» στο μέσο τους.

Σε μία τέτοια αγορά, η ιδανική επενδυτική στρατηγική διαφέρει πολύ από αυτήν του κλασικού επενδυτικού μοντέλου σύμφωνα με την οποία κάποιος δημιουργούσε ένα χαρτοφυλάκιο και δεν πραγματοποιούσε περαιτέρω μεταβολές σε αυτό προκειμένου να το διαφοροποιήσει. Η ιδανική επενδυτική στρατηγική για τον κάθε ορθολογικό επενδυτή είναι η στρατηγική “market timing” σύμφωνα με την οποία το ποσοστό του χαρτοφυλακίου του σε μετοχές θα πρέπει να αυξάνεται μετά από πτώση των τιμών των μετοχών και το ποσοστό αυτό θα πρέπει να μειώνεται όταν συμβαίνει το αντίστροφο. Επίσης, η σωστή πολιτική που θα πρέπει να ακολουθεί κάθε ορθολογικός επενδυτής είναι να λάβει αντίθετη θέση από αυτή των noise traders την κατάλληλη στιγμή, δηλαδή όταν οι noise traders είναι απαισιόδοξοι, αναμένοντας μεταβολή αυτού του συναισθήματος. Το γεγονός που την καθιστά αποτελεσματική είναι ότι οι ορθολογικοί επενδυτές εκμεταλλεύονται το γεγονός ότι οι πεπειθήμενες των noise traders έχουν την ιδιότητα να επιστρέφουν πάντα σε μία μέση κατάσταση.

Όμως, αυτή η πολιτική που αφορά τους noise traders συνήθως απαιτεί μακροχρόνιο ορίζοντα για να γίνουν εμφανή τα αποτελέσματα και αυτό την καθιστά μη ασφαλή πολιτική καθώς αυξάνεται το noise trader risk. Μία εναλλακτική επενδυτική στρατηγική που μπορεί να ακολουθηθεί είναι οι ορθολογικοί επενδυτές να συγκεντρώνουν πληροφορίες σχετικά με τις μελλοντικές μεταβολές της ζήτησης των noise traders για αξιόγραφα και να πραγματοποιούν τις συναλλαγές τους βασιζόμενοι σε αυτήν την πληροφόρηση. Η συγκεκριμένη πολιτική δεν απαιτεί μακροχρόνιο ορίζοντα, συνεπώς είναι περισσότερο προτιμητέα από τους arbitrageurs.

Προκαλεί έκπληξη ίσως το γεγονός ότι η ύπαρξη των noise traders αποτελεί συγχρόνως μία μεγάλη ευκαιρία αλλά και μεγάλο κόστος για μία οικονομία. Μεγάλη

ευκαιρία αποτελεί γιατί δίνει την δυνατότητα στους ορθολογικούς επενδυτές να εκμεταλλευτούν κερδοφόρα την ύπαρξη των παραπάνω επενδυτών και κόστος αποτελεί γιατί η ύπαρξή τους προσδίδει μεγάλο κίνδυνο σε μία οικονομία τέτοιο ώστε τις πραγματικά παραγωγικές επενδύσεις να τις καθιστά μη κερδοφόρες.

Συμπερασματικά, αξίζει να αναφέρουμε ότι, παρόλα όσα έχουν αναφερθεί στο παρόν κεφάλαιο, η ύπαρξη του noise trading δεν αποτελεί πάντα ανασταλτικό παράγοντα σε μία οικονομία. Αυτό συμβαίνει μόνο όταν οι noise traders είναι υπερβολικά αισιόδοξοι πραγματοποιώντας σημαντικές επενδύσεις σε μετοχές με αποτέλεσμα να μειώνουν σημαντικά το κόστος κεφαλαίου και να αυξάνουν την ρευστότητα σε μία οικονομία. Η κατάσταση αυτή, ενώ δρα ευεργετικά για την οικονομία, προκαλεί ζημία στους noise traders.

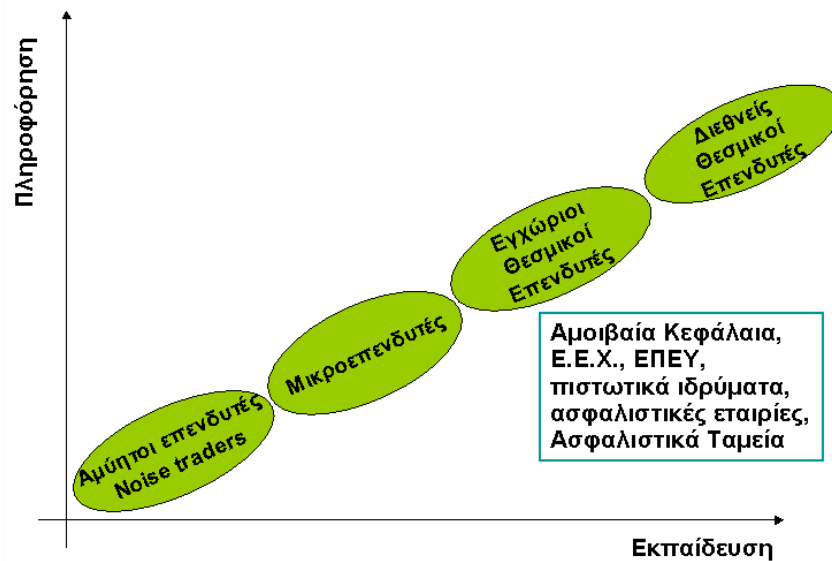
### **3.7 Η ύπαρξη των noise traders στην χρηματιστηριακή αγορά: Παράδειγμα**

Όπως έχουμε ήδη αναφέρει παραπάνω, οι μεταβολές, και κυρίως οι μεγάλες αυξομειώσεις που σημειώνονται στις τιμές των μετοχών των EEX προκαλούνται από τις μεταβολές των προσδοκιών των noise traders. Αιτία αυτών των μεταβολών είναι συνήθως η έλλειψη σωστής πληροφόρησης που ορισμένες φορές υπάρχει στην αγορά σχετικά με τα διάφορα χρηματοοικονομικά προϊόντα, η παραπληροφόρηση που συχνά δημιουργούν σε μεγάλο βαθμό τα μέσα μαζικής ενημέρωσης αλλά κυρίως είναι η άγνοια των μη ορθολογικών επενδυτών σχετικά με την λειτουργία των διαθέσιμων χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται η «ιεραρχία» της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς. Παρατηρούμε ότι οι noise traders αποτελούν την χαμηλότερη βαθμίδα της «ιεραρχίας» η οποία συνδυάζει χαμηλού επιπέδου εκπαίδευση και μη πλήρη πληροφόρηση. Αντίθετα, στην ανώτερη βαθμίδα της «ιεραρχίας» βρίσκονται οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές οι οποίοι αποτελούν και το μεγαλύτερο ποσοστό συμμετεχόντων στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Τέλος, παρατηρούμε ότι οι εγχώριοι θεσμικοί επενδυτές, ήτοι τα Αμοιβαία Κεφάλαια, οι Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, τα ασφαλιστικά ταμεία κ.α., αποτελούν μία βαθμίδα η οποία συνδυάζει σχετικά υψηλή εκπαίδευση των στελεχών της και σχετικά ακριβή πληροφόρηση. Παρόλα αυτά, οι noise traders κατορθώνουν να επηρεάζουν σημαντικά το premium/discount με το οποίο διαπραγματεύεται η μετοχή μιας EEX.

Διάγραμμα 3.1

## Οι συμμετέχοντες στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά



## 3.7.1 Παράδειγμα

Η εταιρεία «Κλωστήρια Ναούσης Α.Ε.» αποτελεί ένα εξαιρετικό παράδειγμα της ύπαρξης των noise traders. Όπως παρατηρούμε από τον παρακάτω πίνακα αλλά και από το γράφημα, η χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης έγινε 12 φορές μεγαλύτερη μέσα σε έναν χρόνο ενώ ταυτόχρονα οι πωλήσεις της μειώθηκαν κατά 6,14% στο ίδιο χρονικό διάστημα. Αυτή η τεράστια αύξηση που σημειώθηκε δεν μπορεί να ερμηνευτεί με βάση τα θεμελιώδη δεδομένα της επιχείρησης ούτε ακόμα και από την αύξηση του μερίσματος η οποία ήταν της τάξεως του 118%. Κατά την κρίσιμη τριετία 1999-2001 η τιμή της μετοχής της έφτασε μέχρι και 175,98 ευρώ με το market value της επιχείρησης να είναι 3313,98 εκατ. ευρώ. Τέλος, η τιμή της μετοχής της σημείωσε ραγδαία πτώση μετά την έλευση αυτής της κρίσιμης περιόδου.

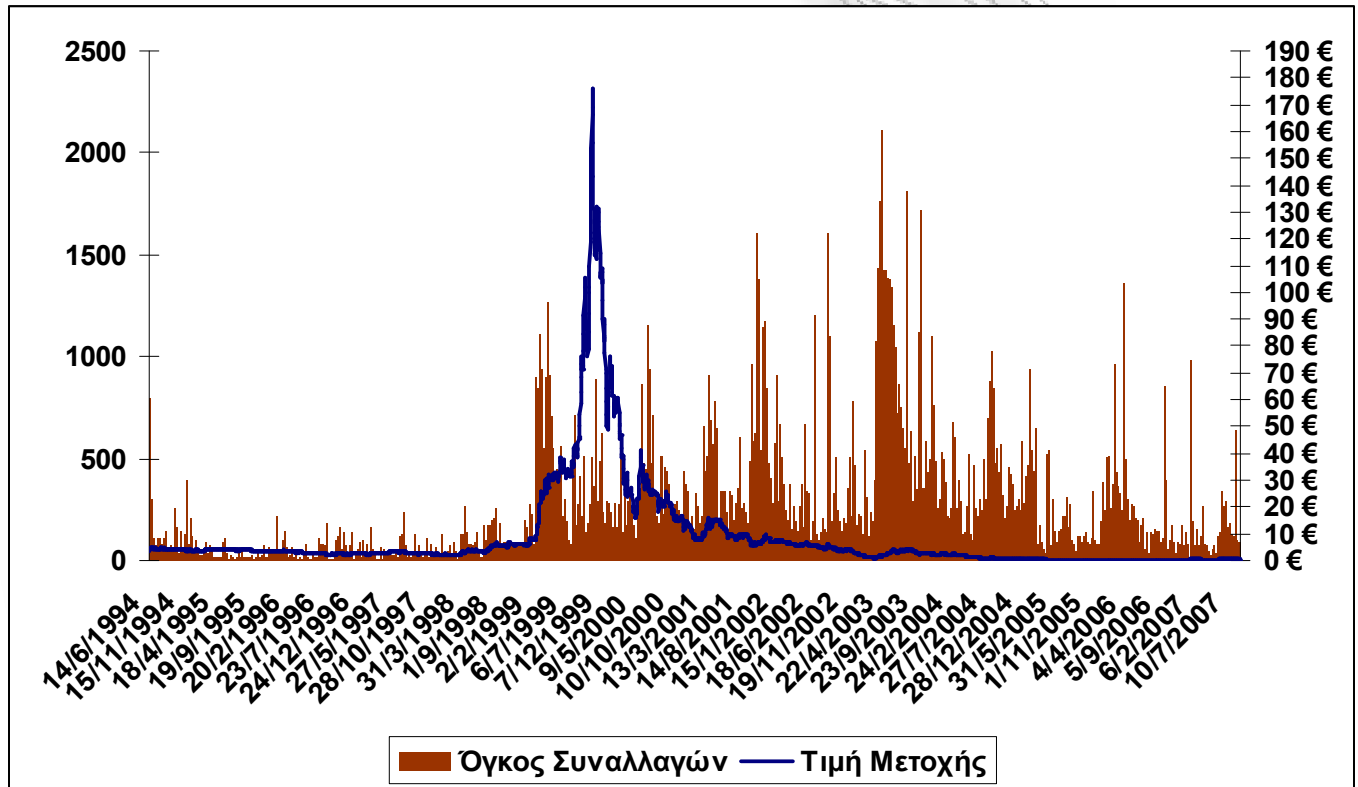
Ένας δείκτης που αξίζει ιδιαίτερης προσοχής είναι ο δείκτης της χρηματιστηριακής αξίας προς τις πωλήσεις. Ο δείκτης αυτός αποτελεί πολύ σημαντικό στοιχείο για την ανάλυση και κατανόηση της οικονομικής κατάστασης κάθε επιχείρησης καθώς απεικονίζει την χρηματοοικονομική σε σχέση με την πραγματική εικόνα της επιχείρησης. Δηλαδή, μας δείχνει κατά πόσο η χρηματιστηριακή αξία μιας επιχείρησης καλύπτεται από και ανταποκρίνεται στις πωλήσεις της. Αυτό που μπορούμε να παρατηρήσουμε σχετικά με τον δείκτη αυτόν είναι ότι η τιμή που παίρνει κατά το έτος



1999 είναι ιδιαίτερα υψηλή η οποία μετά την έλευση της κρίσιμης τριετίας μειώνεται δραματικά, τόσο που σχεδόν μηδενίζεται.

Διάγραμμα 3.2

Πορεία Τιμής Μετοχής Κλωστήρια Ναούσης και Όγκου Συναλλαγών



### Θεμελιώδης Ανάλυση της Κλωστήρια Ναούσης Α.Ε.

Κλωστήρια Ναούσης Α.Ε.	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Πωλήσεις (εκατ. ευρώ)	73,61	69,09	78,07	98,09	111,72	120,49	80,20	40,19	54,26
Καθαρά Κέρδη προ Φόρων (εκατ. ευρώ)	4,14	10,93	19,00	-16,54	-18,3	0,20	-73,13	-41,75	-42,62
Φόρος Εισοδήματος	1,17	2,25	0,66	0,89	-	-	0,42	1,33	3,52
Καθαρά Κέρδη μετά Φόρων (εκατ. ευρώ)	2,97	8,68	18,34	-17,43	-18,3	0,20	-73,55	-43,08	-46,14
Ίδια Κεφάλαια (εκατ. ευρώ)	54,88	190,30	204,12	379,25	236,15	202,01	153,95	35,69	32,85
Ξένα Κεφάλαια	32,28	45,30	50,86	101,74	104,45	89,75	138,50	133,20	270,84
Ίδια/ Ξένα Κεφάλαια	1,70	4,20	4,01	3,73	2,26	2,25	1,11	0,27	0,12
Κέρδη/ Μετοχή (προ Φόρων)	0,08	0,21	0,37	-0,21	-0,23	0,01	-3,61	-0,85	-0,48
Μέρισμα ανά Μετοχή	0,06	0,17	0,35	-	-	-	-	-	-
Απόδοση Ίδιων Κεφαλαίων**	7,54%	5,74%	9,31%	-4,36%	-7,75%	0,10%	-47,50%	-116,98%	-129,74%
Αριθμός Μετοχών (εκατ.)	51,97	51,97	51,97	80,12	80,12	20,03	20,27	49,27	89,62
Τιμή Μετοχής (εκατ.)	5,32	61,63	10,93	6,71	2,54	2,32	0,55	0,20	0,24
Χρηματοπιστηνική Αξία (εκατ.)	276,48	3.202,91	568,03	537,61	203,50	46,47	11,15	9,85	21,51
Δείκτης προς Χρημ./κή Αξίας προς Πωλήσεις	3,76	46,36	7,28	5,48	1,82	0,39	0,14	0,25	0,40

\*Υπολογίζεται το Μέρισμα / Μετοχή του 2006

\*\*Για τον Υπολογισμό της Απόδοσης των Ίδιων Κεφαλαίων χρησιμοποιούνται τα κέρδη προ φόρων

Αξίζει να σημειωθεί ότι στις 21/10/1999 η Χρημ./κή Τιμή της Μετοχής Κλωστήρια Ναούσης ήταν στο ιστορικό υψηλό της 175,98€ με MV = 3313,98 εκατ. €

## Κεφάλαιο 4<sup>ο</sup>

### Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου

Τις τελευταίες δεκαετίες, στην Ελλάδα όπως και σε ολόκληρο τον κόσμο, το ενδιαφέρον των επενδυτών επικεντρώνεται σε άλλης μορφής επενδυτικά εργαλεία πέραν των μετοχών. Τέτοιου είδους επενδυτικά εργαλεία αποτελούν και οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων οι οποίοι λαμβάνουν τις εξής δύο μορφές:

- Ανοικτού τύπου επενδύσεις – Αμοιβαία Κεφάλαια (Open-End Funds)
- Κλειστού τύπου επενδύσεις – Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (Closed-End Funds)

Περαιτέρω ανάλυση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων δεν θα γίνει καθώς δεν αφορά το αντικείμενο της παρούσας μελέτης.

#### 4.1 Ορισμός των ΕΕΧ

Ο θεσμός των ΕΕΧ, λειτουργεί στην Ελλάδα ήδη από το 1972. Οι ΕΕΧ, όντας κλειστού τύπου επενδυτικά προϊόντα, διαχειρίζονται χαρτοφυλάκια κινητών αξιών, δηλαδή μετοχών, ομολόγων, ομολογιών, τραπεζικών καταθέσεων, εντόκων γραμματίων του Ελλ. Δημοσίου και άλλων προϊόντων. Επίσης, οι ΕΕΧ χαρακτηρίζονται από μονιμότητα των διαχειριζόμενων κεφαλαίων, παρέχοντας τη δυνατότητα επιλογής επενδύσεων με απεριόριστο χρονικό ορίζοντα και διατήρηση ρευστότητας, γεγονός που συντελεί στην ομαλή λειτουργία της κεφαλαιαγοράς. Οι όποιες αναδιαρθρώσεις γίνονται στα χαρτοφυλάκιά τους, οι οποίες είναι συνήθως μικρές σε έκταση, δεν επιδρούν ιδιαίτερα αρνητικά στην πορεία των τιμών των μετοχών. Τέλος, να αναφέρουμε ότι τα έσοδα αυτών των εταιρειών προέρχονται από τα μερίσματα των μετοχών που κατέχουν, από τους τόκους των χρεογράφων και των λοιπών τραπεζικών καταθέσεων καθώς και από τα κέρδη που προκύπτουν από τις αγοραπωλησίες των ανωτέρω αξιόγραφων.

Η αποτίμηση των μετοχών τους γίνεται με το κριτήριο της εσωτερικής αξίας (NAV). Η εσωτερική αξία συνυπολογίζει την υποαξία ή την υπεραξία του χαρτοφυλακίου μιας ΕΕΧ. Είναι ένα μέγεθος αμερόληπτο και συγκρίσιμο για όλες τις ΕΕΧ. Μετράει την πραγματική αξία της εταιρείας για το μέτοχό της και του παρέχει την δυνατότητα να μετρήσει σφαιρικά και αντικειμενικά την αποτελεσματικότητα της διαχείρισης.

Η τιμή διαπραγμάτευσης της μετοχής συνήθως αποκλίνει από την εσωτερική της αξία, η οποία ισούται με τον λόγο της διαφοράς της τρέχουσας αξίας του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων της Εταιρείας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου με τις υποχρεώσεις της προς τον αριθμό των μετοχών. Η απόκλιση αυτή προσφέρει στους επενδυτές είτε **premium** (αν υπερβαίνει την εσωτερική αξία) είτε **discount** (αν υπολείπεται αυτής). Το ποσοστό του discount δείχνει το πόσο φθηνότερα από την πραγματική του αξία μπορεί να αγοράσει ένας επενδυτής το συγκεκριμένο χαρτοφυλάκιο, υποδηλώνοντας είτε σημαντική επενδυτική ευκαιρία, είτε κακής ποιότητας χαρτοφυλάκιο. Κατά γενική ομολογία, οι μετοχές των ΕΕΧ στη χώρα μας διαπραγματεύονται σε discount.

Η λειτουργία των ΕΕΧ διέπεται από τους κανονισμούς της νομοθεσίας σύμφωνα με την οποία δεν επιτρέπεται η τοποθέτηση κατά ποσοστό μεγαλύτερο του 10% των ιδίων κεφαλαίων της ΕΕΧ σε μετοχές της ίδιας εταιρείας. Επίσης, απαγορεύεται η τοποθέτηση ποσοστού μεγαλύτερου του 40% των ιδίων κεφαλαίων της σε κινητές αξίες περισσότερων εκδοτών, σε κάθε έναν από τους οποίους έχει τοποθετήσει ποσοστό μεγαλύτερο του 5% των ιδίων κεφαλαίων της.

Οι μετοχές των ΕΕΧ είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και διαπραγματεύονται κατά τον ίδιο ακριβώς τρόπο όπως και οι υπόλοιπες μετοχές. Συνεπώς, ο κάθε επενδυτής, ο οποίος θέλει να συμμετέχει στο συγκεκριμένο χαρτοφυλάκιο θα αγοράσει τον αριθμό των μετοχών που επιθυμεί στην εκάστοτε χρηματιστηριακή τιμή. Η τιμή της μετοχής διαμορφώνεται από τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης σε καθημερινή βάση και είναι βέβαιο ότι πάντα θα διαφέρει από την εσωτερική της αξία.

Οι Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, έχοντας την μορφή συλλογικών επενδύσεων, προσφέρουν στους επενδυτές – μετόχους τους τα ίδια πλεονεκτήματα με αυτά που προσφέρουν και τα Αμοιβαία Κεφαλαία, δηλαδή διασπορά κινδύνου, επαγγελματική διαχείριση, πρόσβαση στις μεγαλύτερες αγορές της Ελλάδας και του εξωτερικού, διαπραγματευτική δύναμη, διαφάνεια διαχείρισεως κ.α..

Στο σημείο αυτό είναι σκόπιμο να αναφέρουμε την βασική διαφορά των Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου με τα Αμοιβαία Κεφαλαία. Η διαφορά έγκειται στο γεγονός ότι οι ΕΕΧ εκδίδουν ένα συγκεκριμένο αριθμό μετοχών, οι οποίες διαπραγματεύονται όπως και οι υπόλοιπες μετοχές του Χρηματιστηρίου, αλλά για να μπορέσει ένας επενδυτής να αγοράσει ένα συγκεκριμένο αριθμό μετοχών θα πρέπει να υπάρχει κάποιος άλλος επενδυτής ο οποίος θα λάβει την αντίθετη θέση. Δηλαδή, θα πρέπει να επιθυμεί να πουλήσει τον ίδιο αριθμό μετοχών με εκείνον που επιθυμεί να αγοράσει ο άλλος επενδυτής.

#### 4.1.1 Ο κλάδος των Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου

Ο αριθμός των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, που είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α. ανέρχεται σήμερα σε 8. Η άνοδος της Ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς τα τελευταία χρόνια έχει καταστήσει τη συμμετοχή των Εταιριών του κλάδου σε σημαντικό παράγοντα της εγχώριας κεφαλαιαγοράς και οι Εταιρίες αυτές παρά την δύσκολη τριετία 2000-2002, έχουν επιτύχει ιδιαίτερα υψηλές αποδόσεις για τους μετόχους τους τα τελευταία χρόνια. Με τον εκσυγχρονισμό της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς ο ρόλος των Εταιριών Επενδύσεων αναμένεται να αναβαθμισθεί σημαντικά αφού οι ιδιώτες επενδυτές ολοένα και περισσότερο θα συνειδητοποιούν την ανάγκη για επαγγελματική διαχείριση των κεφαλαίων τους.

Στον Πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζεται η εξέλιξη των υπό διαχείριση κεφαλαίων, καθώς και η αριθμητική εξέλιξη των Ε.Ε.Χ. κατά τις χρήσεις 1996 - 2006.

**Πίνακας 4.1:**

**Σύνολο Ελληνικών ΕΕΧ και των Διαχειριζόμενων Κεφαλαίων κατά την δεκαετία 1996-2006**

Έτος	Κεφάλαια Υπό Διαχείριση (σε Εκ. Ευρώ)	Αριθμός Εταιριών
1996	370	17
1997	490	17
1998	983	17
1999	4.319	18
2000	3.386	18
2001	2.280	20
2002	1.710	24
2003	1.414	22
2004	1.336	20
2005	355	11
2006	382	8

## 4.2 Το Θεσμικό Πλαίσιο Λειτουργίας των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου

Το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΕΕΧ) καθορίζεται από το Νόμο 1969/1991. Σύμφωνα με αυτόν τον νόμο ισχύουν τα εξής:

### 4.2.1 Σύσταση

1) Η Εταιρία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου είναι Ανώνυμη Εταιρία με αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση χαρτοφυλακίου κινητών αξιών. Κινητές αξίες όπως έχουμε ήδη αναφέρει είναι οι μετοχές, οι ομολογίες, τα ομόλογα, οι τίτλοι μεριδίων Αμοιβαίων Κεφαλαίων, τα πιστοποιητικά καταθέσεων, τα Έντοκα Γραμμάτια του Ελλ. Δημοσίου κ.α..

2) Το μετοχικό κεφάλαιο της ΕΕΧ πρέπει να είναι τουλάχιστον 1.500.000 ευρώ, το οποίο καταβάλλεται εφάπαξ κατά τη σύσταση της εταιρίας.

3) Για να εκδοθεί άδεια σύστασης της ΕΕΧ, σύμφωνα με τους κανονισμούς των Ανωνύμων Εταιριών, απαιτείται να έχει χορηγηθεί άδεια λειτουργίας της εταιρίας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

4) Το μετοχικό κεφάλαιο της ΕΕΧ αποτελείται από εισφορές μετρητών και κινητών αξιών. Επιτρέπεται παράλληλα η εισφορά κινητών και ακίνητων πραγμάτων, που εξυπηρετούν λειτουργικές ανάγκες της Εταιρίας, οι οποίες δεν πρέπει να υπερβαίνουν το 1/10 του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας.

5) Οι μετοχές της ΕΕΧ εισάγονται υποχρεωτικά στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ή σε άλλη οργανωμένη αγορά, μέσα σε έξι μήνες από τη σύσταση της.

### 4.2.2 Δημοσιότητα

Οι ΕΕΧ υποχρεούνται να δημοσιεύουν τα εξής:

1) Τις λογιστικές καταστάσεις που επιβάλλει ο Κωδ. Ν.2190/1920, ως ανώνυμες εταιρίες, δηλαδή τον ισολογισμό, την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως, τον πίνακα διαθέσεως των αποτελεσμάτων και το παράρτημα που συνοδεύει τις ετήσιες λογιστικές καταστάσεις.

2) Ένα τρίμηνο πίνακα με όλες τις επενδύσεις τους, ενώ παράλληλα αναγράφεται το μέσο κόστος και η αγοραία αξία κάθε επένδυσης. Επίσης, έχουν την υποχρέωση να δημοσιεύουν ανά εξάμηνο τη συνολική και κατά μετοχή λογιστική καθαρή θέση των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου σε τρέχουσες τιμές.

3) Επιπροσθέτως, είναι υποχρεωμένες να δημοσιεύουν την εξαμηνιαία έκθεση δραστηριότητας που προβλέπει.

#### 4.2.3 Κίνητρα - Φορολογικές απαλλαγές

Το φορολογικό καθεστώς που διέπει τις ΕΕΧ καθορίζεται από το άρθρο 16 του Ν.1969/91, όπως ισχύει σήμερα. Οι Εταιρίες Επενδύσεως Χαρτοφυλακίου απαλλάσσονται από κάθε είδους φόρο, τέλους, τέλους χαρτοσήμου, εισφορών, δικαιώματος ή οποιασδήποτε άλλης επιβάρυνσης υπέρ του Δημοσίου ή τρίτου επί του κεφαλαίου τους, με εξαίρεση το φόρο προστιθέμενης αξίας. Κατά την είσπραξη τόκων από Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου ενεργείται από τον καταβάλλοντα παρακράτηση φόρου εισοδήματος, σύμφωνα με τα προβλεπόμενα από τα άρθρα 12 και 54 του Ν. 2238/94, κατά περίπτωση. Με την παρακράτηση αυτή εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση των δικαιούχων για τα εισοδήματα αυτά.

Επίσης απαλλάσσονται και οι πράξεις σύστασης, το καταστατικό των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και οι εκδιδόμενες, από αυτές, μετοχές, εξαιρουμένων των φόρων συγκέντρωσης κεφαλαίου, προστιθέμενης αξίας και της νόμιμης προμήθειας του χρηματιστή. Οι μόνιμοι κάτοικοι εξωτερικού και όσοι εξομοιούνται με τους μόνιμους κατοίκους εξωτερικού δικαιούνται να επανεξάγουν το συνάλλαγμα που εισήγαγαν για την απόκτηση μετοχών Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου καθώς και να εξάγουν τα μερίσματα και τα κέρδη από την πώλησή τους.

Οι ΕΕΧ υποχρεούνται να καταβάλλουν φόρο τρία τοις χιλίοις (3%) ετησίως, που υπολογίζεται επί του μέσου όρου των επενδύσεών τους, πλέον διαθεσίμων σε τρέχουσες τιμές όπως απεικονίζονται στους τριμηνιαίους πίνακες επενδύσεων. Ο φόρος αποδίδεται στην αρμόδια δημόσια οικονομική υπηρεσία μέσα στο πρώτο δεκαπενθήμερο κατά τους μήνες Ιούλιο και Ιανουάριο του επόμενου εξαμήνου από τον υπολογισμό. Με την καταβολή του φόρου αυτού εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση της εταιρίας και των μετόχων.

#### 4.2.4 Διάθεση Κερδών

Οι Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου διανέμουν στους μετόχους τους κάθε διαχειριστική περίοδο το σύνολο των καθαρών κερδών που πραγματοποιούν. Τα κέρδη κεφαλαίου μπορούν να φέρονται σε πίστωση ειδικού αποθεματικού, με απόφαση της γενικής συνέλευσης, για την αντιμετώπιση ζημιών από την πώληση κινητών αξιών σε τιμή κατώτερη της τιμής κτίσεως. Η κράτηση αυτή δεν ισχύει μετά την κάλυψη ενός ορισμένου ποσοστού των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας. Ακόμη, απαγορεύεται να καταβάλλει η Εταιρία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου κατά τη διάρκεια μιας διαχειριστικής περιόδου στα μέλη του διοικητικού της συμβουλίου αμοιβές που να υπερβαίνουν συνολικά το ένα δέκατο (1/10) των κερδών που διανεμήθηκαν μέσα σε αυτήν την περίοδο ή το ένα εικοστό (1/20) της υπεραξίας του χαρτοφυλακίου της κατά την περίοδο αυτή.

#### 4.2.5 Σύνθεση Χαρτοφυλακίου

Οι Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου έχουν τη δυνατότητα να επενδύουν τα διαθέσιμά τους σε :

α) Σε κινητές αξίες εισηγμένες στην κύρια και παράλληλη αγορά χρηματιστηρίου αξιών κράτους - μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

β) Σε κινητές αξίες που διαπραγματεύονται σε άλλη εποπτευόμενη αγορά κράτους - μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης, εφόσον η αγορά αυτή είναι αναγνωρισμένη και ανοικτή στο ευρύ κοινό.

γ) Σε τραπεζικές καταθέσεις και μετρητά.

δ) Σε κινητές αξίες στην παράλληλη ή κύρια αγορά χρηματιστηρίου αξιών κράτους μη μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης ή σε κινητές αξίες που διαπραγματεύονται σε άλλη αγορά κράτους μη μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

ε) Σε κινητές και ακίνητες τοποθετήσεις που εξυπηρετούν τις άμεσες λειτουργικές ανάγκες της ΕΕΧ, μέχρι του ποσού που δεν υπερβαίνει το ένα δέκατο των ιδίων κεφαλαίων της.

στ) Σε τίτλους μεριδίων Ελληνικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων, σε τίτλους κοινοτικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων που πληρούν τις προϋποθέσεις από την οδηγία της Ε.Ο.Κ. 851611 και σε τίτλους μεριδίων Αμοιβαίων Κεφαλαίων τρίτου κράτους εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης.



ζ) Σε νεοεκδιδόμενες κινητές αξίες υπό προϋποθέσεις που ορίζει ο νόμος 1969/1991.

Οι Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, κατά τη διάρκεια των επενδύσεων τους, δεν έχουν το δικαίωμα να επενδύουν περισσότερο από το δέκα τοις εκατό ( 10% ) των ιδίων κεφαλαίων τους σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη. Η μοναδική περίπτωση κατά την οποία μία Εταιρία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου έχει τη δυνατότητα να επενδύσει μέχρι το τριάντα πέντε τοις εκατό ( 35% ) σε κινητές αξίες, είναι 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 της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Παράλληλα μία Εταιρία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου δεν επιτρέπεται να αποκτά μετοχές μιας εταιρίας που αντιπροσωπεύουν ποσοστό μεγαλύτερο του δέκα τοις εκατό ( 10% ) των μετοχών της τελευταίας, με εξαίρεση τις μετοχές των εταιριών συμβούλων. Τέλος, όλες οι κινητές αξίες των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου πρέπει να κατατίθενται για φύλαξη σε τράπεζα, η οποία λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα, ενώ ξένες κινητές αξίες επιτρέπεται να κατατίθενται σε τράπεζα της αλλοδαπής ή σε κάποιο άλλο πρόσωπο εξουσιοδοτημένο για τη φύλαξη των αξιογράφων.

### 4.3 Κατηγορίες Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου

Οι Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, με βάση την πολιτική που ακολουθούν, μπορούν να κατηγοριοποιηθούν στους εξής 5 τύπους εταιριών:

- 1) Εταιρείες Κλειστού Τύπου των οποίων οι επενδύσεις αφορούν μικρό αριθμό πολύ συγκεκριμένων επιχειρήσεων, όπως η «Αιολική» και η «Δίας ΑΕΕΧ».
- 2) Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου των οποίων οι επενδύσεις αφορούν μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων με σκοπό την καλύτερη διαφοροποίηση, όπως η «Πειραιώς Επενδυτική».
- 3) Εταιρείες οι οποίες επενδύουν συνήθως σε επιχειρήσεις μικρού μεγέθους. Ο σκοπός αυτής της πολιτικής είναι να αποκτήσουν τα μακροχρόνιας διάρκειας μετατρέψιμα ομολογιακά δάνεια των μικρών επιχειρήσεων, προσδοκώντας ότι στη λήξη αυτών των δανείων, οι μικρές επιχειρήσεις θα έχουν αναπτυχθεί κι έτσι η αξία των μετοχών που θα λάβουν οι επιχειρήσεις θα έχουν επίσης μεγάλη αξία.

- 4) Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου των οποίων οι επενδύσεις αφορούν δύο είδη μετοχών: α) τις μετοχές κεφαλαίου (capital shares) οι οποίες προσφέρουν στους επενδυτές εισοδήματα από τα κεφαλαιακά κέρδη και β) τις μετοχές εισοδήματος (income shares) οι οποίες προσφέρουν στους επενδυτές ένα σχετικά σταθερό εισόδημα, το οποίο συνήθως προέρχεται από τα μερίσματα των εταιρειών που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο και
- 5) Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου των οποίων οι επενδύσεις αφορούν ακίνητη περιουσία. Το χαρτοφυλάκιο αυτών των εταιρειών περιλαμβάνει ακίνητη περιουσία σε ποσοστό περίπου 70% και το υπόλοιπο περιλαμβάνει κινητές αξίες. Αυτή η κατηγορία ΕΕΧ αφορά κυρίως επενδυτές οι οποίοι επιθυμούν να επενδύσουν σε ακίνητη περιουσία αλλά για διάφορους λόγους δεν μπορούν.

#### 4.4 Διαφορές ΕΕΧ και Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Οι σημαντικότερες διαφορές μεταξύ των Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι οι εξής:

- Η πρώτη διαφορά αφορά την ονομασία των μονάδων περιουσίας. Στις Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, οι μετοχές συνιστούν τη μονάδα περιουσίας τις οποίες αποκτούν οι επενδυτές και γίνονται μέτοχοι των συγκεκριμένων ΕΕΧ, ενώ στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο, τα μερίδια των μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων συνιστούν τη μονάδα περιουσίας. Η διαφορά αυτή της ονομασίας προέρχεται από το γεγονός ότι οι επενδυτές έχουν διαφορετικές ιδιότητες. Στις ΕΕΧ, οι επενδυτές έχουν την ιδιότητα του μετόχου ενώ στα μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια οι επενδυτές έχουν την ιδιότητα του μεριδιούχου Α/Κ, η οποία έχει και την ανάλογη βαρύτητα ανάλογα με τον αριθμό των μεριδίων που κατέχει ένας επενδυτής.
- Η δεύτερη διαφορά αφορά τις προμήθειες και τις αμοιβές που λαμβάνει μία Εταιρεία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου. Στις Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, οι προμήθειες τις οποίες επιβάλλεται να καταβάλλουν οι επενδυτές κατά την αγορά των μετοχών είναι ίδιες με αυτές της αγοράς οποιονδήποτε άλλων μετοχών εισηγμένων στο Χ.Α.Α. Αντιθέτως, στα Αμοιβαία Κεφάλαια, οι προμήθειες συμμετοχής ή εξαγοράς καθορίζονται από τον κανονισμό τους ο οποίος εγκρίνεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και

διατίθεται υποχρεωτικά από τις ΑΕΔΑΚ στους μεριδιούχους. Επίσης, η αμοιβή διαχείρισης στις ΕΕΧ καθορίζεται από την διοίκηση της επιχείρησης και ενσωματώνεται στο σύνολο των λειτουργικών δαπανών της, ενώ η αμοιβή διαχείρισης στα Α/Κ καθορίζεται και αυτή από τον κανονισμό τους. Οι κανονισμοί που διέπουν την λειτουργία των Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου επιβάλλουν σε αυτές τον προσδιορισμό και την τακτική δημοσίευση των δαπανών διαχείρισης με τη μορφή ποσοστού επί της συνολικής αξίας της περιουσίας τους.

- Η τρίτη διαφορά αφορά την διαμόρφωση και την διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Οι Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου έχουν στο χαρτοφυλάκιό τους ένα ορισμένο κεφάλαιο το οποίο μπορεί να μεταβληθεί μόνο σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου ή μείωσης του σύμφωνα με τις υποαξίες που εμφανίζει το χαρτοφυλάκιο λόγω πτώσης των τιμών των μετοχών. Αντιθέτως, το χαρτοφυλάκιο ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου αποτιμάται καθημερινά και μεταβάλλεται με βάση τις νέες συμμετοχές μεριδιούχων και τις αντίστοιχες εξαγορές κεφαλαίων που πραγματοποιούν οι μεριδιούχοι του.
- Η επόμενη διαφορά αφορά το ελάχιστο κεφάλαιο που απαιτείται για να συσταθεί μία νέα ΕΕΧ ή ένα Α/Κ. Στις ΕΕΧ το ελάχιστο κεφάλαιο που απαιτείται για τη σύστασή της είναι 1,500,000 ευρώ ενώ για την σύσταση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου απαιτείται κεφάλαιο ύψους 1,200,000 ευρώ όπως επίσης και για την σύσταση της ΑΕΔΑΚ.
- Επίσης, πρέπει να αναφέρουμε ότι μία ΕΕΧ αποτελεί νομικό πρόσωπο ενώ δεν ισχύει αυτό για το Α/Κ.
- Μία ακόμη διαφορά αφορά τους τίτλους που εκδίδουν τόσο η ΕΕΧ όσο και το Α/Κ. Οι τίτλοι που εκδίδει μία ΕΕΧ μπορεί να είναι ονομαστικοί αλλά και ανώνυμοι ενώ τα μερίδια που εκδίδει ένα Α/Κ είναι ονομαστικοί τίτλοι.
- Η τελευταία διαφορά αφορά το γεγονός ότι οι ΕΕΧ υποχρεούνται να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο ενώ τα μερίδια των Αμοιβαίων Κεφαλαίων δεν διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αξιών. Οι μετοχές της ΑΕΔΑΚ δεν είναι υποχρεωτικό να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο.

#### 4.5 Οι Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου στις Η.Π.Α.

Οι *Χαρδούβελης, Τσιριπάκης, Αγγελίδης* στη μελέτη που πραγματοποίησαν με τίτλο *“Greek Closed-End Fund Premia: An Empirical Investigation” (Ιανουάριος 2004)*, εμφανίζουν κάποια σημαντικά στοιχεία με τα οποία αποδεικνύουν ότι οι τιμές των μετοχών των ΕΕΧ συμπεριφέρονται σχεδόν κατά απόλυτα όμοιο τρόπο με τις τιμές των μετοχών των αμερικάνικων Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου. Κατά συνέπεια, είναι πολύ ενδιαφέρον να αναφέρουμε ορισμένες πληροφορίες για την λειτουργία των αμερικάνικων ΕΕΧ.

Στις Η.Π.Α., τα Αμοιβαία Κεφάλαια αλλά και οι ΕΕΧ αποτελούν μία πολύ σημαντική πηγή εσόδων για την οικονομία. Αυτοί οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων συνιστούν περίπου το 5% του συνόλου των επενδυτών προσφέροντας έσοδα στην αγορά των αμερικανικών μετοχών, πιστοποιητικών καταθέσεων και των ομολόγων Αμερικανικού Δημοσίου. Επίσης, συνιστούν το μεγαλύτερο μέρος του χαρτοφυλακίου των νοικοκυριών. Στο τέλος του 2006, \$11,2 τρις είχαν επενδυθεί σε όλες τις μορφές συλλογικών επενδύσεων – Αμοιβαία Κεφάλαια, ΕΕΧ, ETF’s – από τα νοικοκυριά, εκ των οποίων \$298 δις ήταν μόνο στις ΕΕΧ.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζεται το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων όλων των τύπων συλλογικών επενδύσεων.

**Πίνακας 4.2:**

**Αξία Περιουσιακών Στοιχείων των Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων στις ΗΠΑ (1995-2006)**

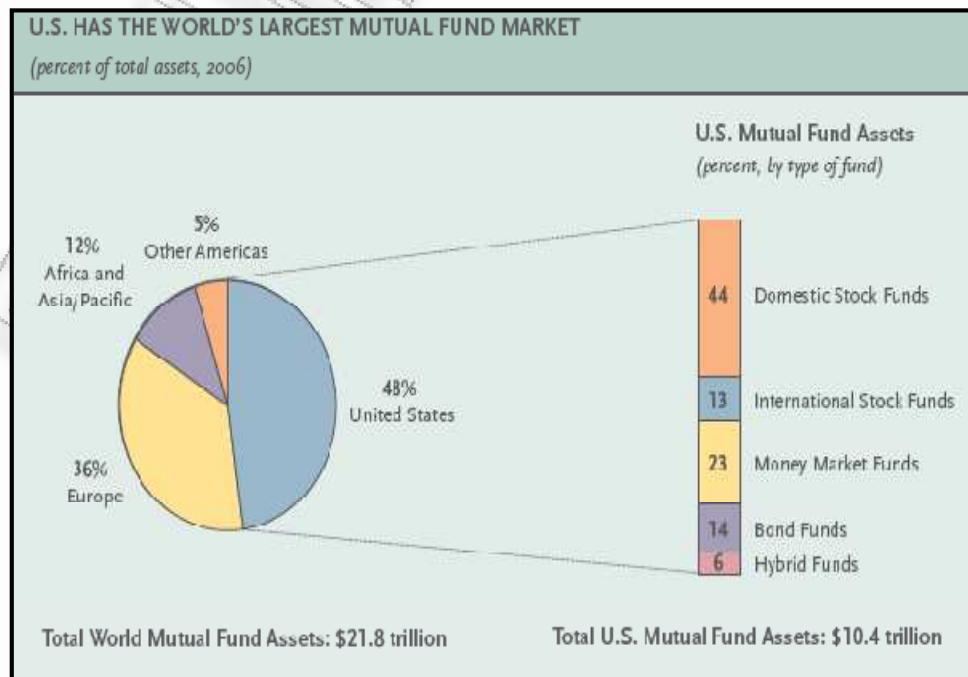
INVESTMENT COMPANY ASSETS (billions of dollars, 1995-2006)					
	Mutual Funds <sup>1</sup>	Closed-End Funds	ETFs <sup>2</sup>	UITs	Total <sup>3</sup>
1995	\$2,811	\$143	\$1	\$73	\$3,028
1996	3,526	147	2	72	3,747
1997	4,463	152	7	85	4,712
1998	5,525	156	16	94	5,791
1999	6,846	147	34	92	7,119
2000	6,965	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	228	37	8,626
2005	8,905	276	301	41	9,523
2006	10,414	298	423	50	11,185

Σε αντίθεση με τα ελληνικά δεδομένα, στις Η.Π.Α. ο θεσμός των ΕΕΧ, αλλά και γενικότερα των επενδυτικών επιχειρήσεων, αναπτύσσεται σημαντικά κάθε χρόνο προσελκύοντας όλο και περισσότερους επενδυτές σε αυτή την ασφαλή μορφή επενδύσεων. Αυτό απεικονίζεται καλύτερα στους δύο παρακάτω πίνακες.

**Πίνακας 4.3: Η εξέλιξη των Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων στις ΗΠΑ (1995-2006)**

NUMBER OF INVESTMENT COMPANIES (number of each type of investment company, 1995–2006)					
	Mutual Funds <sup>1</sup>	Closed-End Funds	ETFs <sup>2</sup>	UITs	Total
1995	5,761	500	2	12,979	19,242
1996	6,293	498	19	11,764	18,574
1997	6,778	488	19	11,593	18,878
1998	7,489	493	29	10,966	18,977
1999	8,004	512	30	10,414	18,960
2000	8,371	482	80	10,072	19,005
2001	8,519	493	102	9,295	18,409
2002	8,513	545	113	8,303	17,474
2003	8,428	586	119	7,233	16,366
2004	8,420	619	152	6,485	15,676
2005	8,454	633	204	6,019	15,310
2006	8,726	646	359	5,907	15,638

**Πίνακας 4.4: ΗΠΑ: Η μεγαλύτερη αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων**



### 4.5.1 Κατηγορίες Αμερικανικών EEX

Στις Η.Π.Α. οι Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου διακρίνονται σε δύο κατηγορίες, στις μετοχικές EEX και στις ομολογιακές EEX. Οι μετοχικές Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου διατρέχουν τον κίνδυνο να μειωθεί η εσωτερική αλλά και η αγοραία αξία τους λόγω της μείωσης της αξίας που μπορεί να σημειώσουν οι μετοχές που συνιστούν το χαρτοφυλάκιο. Αυτή η μεταβολή της αξίας των μετοχών του χαρτοφυλακίου μπορεί να προκληθεί από μεταβολή της οικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων που έχουν εκδώσει τις μετοχές ή από κάποιους παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν ολόκληρη την οικονομία της χώρας. Οι ομολογιακές EEX διατρέχουν πιστωτικό κίνδυνο και τον κίνδυνο της αγοράς, δηλαδή τον κίνδυνο να υπάρξει αύξηση των επιτοκίων με αποτέλεσμα τη μείωση της αξίας του χαρτοφυλακίου της EEX.

### 4.5.2 Προμήθειες και Αμοιβές Διαχείρισης

Τα λειτουργικά έξοδα μίας EEX αφορούν τις λειτουργίες της επιχείρησης, τις αμοιβές της διοίκησης, την φύλαξη των περιουσιακών της στοιχείων και διάφορες υπηρεσίες των μετόχων. Αυτά τα λειτουργικά έξοδα πρέπει να καλύπτονται από τα έσοδα της επιχείρησης πριν γίνει οποιαδήποτε διανομή μερισμάτων στους επενδυτές. Η EEX είναι υποχρεωμένη να δημοσιεύει τον πίνακα των εξόδων της σε εξαμηνιαία ή ετήσια βάση.

### 4.5.3 Φορολογία

Η EEX, προκειμένου να αποφύγει την επιβολή φορολογίας από το κράτος, θα πρέπει να πληροί όλους τους κανονισμούς που επιβάλλονται από το IRS σχετικά με τις πηγές εσόδων και την διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Κατά συνέπεια, θα πρέπει να διανέμει ετησίως όλα τα έσοδα και τα κεφαλαιακά κέρδη της ενώ παράλληλα είναι υποχρεωμένη να μοιράζει μία φόρμα στους μετόχους της ενημερώνοντάς τους για τα μερίσματα και τα κέρδη της. Στη συνέχεια, οι μέτοχοι της EEX θα πρέπει να πληρώσουν φόρο για τα μερίσματα και τα κεφαλαιακά κέρδη που έλαβαν από την επιχείρηση. Σε περίπτωση που κάποιος μέτοχος πουλήσει τις μετοχές του σε κάποιον άλλον επενδυτή, τότε θα έχει κάποιο φορολογικό κέρδος ή ζημία.

#### 4.5.4 Νομοθετικό Πλαίσιο των EEX

Όλες οι Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου που δραστηριοποιούνται στις Η.Π.Α. και είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο υπόκεινται στο νομοθετικό πλαίσιο της Securities and Exchange Commission (SEC) αλλά και του Χρηματιστηρίου στο οποίο είναι εισηγμένες οι μετοχές της. Αρχικά, θα πρέπει να υποβάλλουν ένα ενημερωτικό φυλλάδιο σχετικά με την διαδικασία της δημόσιας προσφοράς προκειμένου να εισαχθούν οι μετοχές στο Χρηματιστήριο. Στη συνέχεια, θα πρέπει να υποβάλλουν σε εξαμηνιαία και ετήσια βάση ενημερωτικά δελτία με τα οποία θα πρέπει να ενημερώνουν τους μετόχους τους για την πορεία της επιχείρησης αλλά θα πρέπει να το διανέμουν και στους επενδυτές που ενδιαφέρονται να επενδύσουν στην επιχείρηση.

Το νομοθετικό πλαίσιο στο οποίο υπόκειται η λειτουργία της EEX έχει σκοπό την προστασία των επενδυτών. Η SEC διενεργεί αυστηρά τακτικούς ελέγχους στον τρόπο λειτουργίας των EEX προκειμένου να ελέγξει αν υπάρχει συμμόρφωση προς τους κανονισμούς λειτουργίας. Επίσης, οφείλει να συμμορφώνεται προς τους κανονισμούς του Χρηματιστηρίου στο οποίο οι μετοχές της είναι εισηγμένες, σύμφωνα με τους οποίους απαιτείται η συχνή διενέργεια συγκεκριμένων διαδικασιών, η δημοσίευση ουσιώδη πληροφοριών και η πραγματοποίηση ετήσιων συνελεύσεων των μετόχων.

#### 4.6 Εμπειρική ανάλυση για τα ελληνικά premia

Προς την ολοκλήρωση της ανάλυσης της λειτουργίας των EEX κρίνεται σκόπιμο να γίνει μία εκτενής αναφορά στη μοναδική για τα ελληνικά δεδομένα μελέτη που πραγματοποίησαν οι *Χαρδούβελης, Τσιριτάκης, Αγγελίδης* με τίτλο **“Greek Closed-End Fund Premia: An Empirical Investigation”**. Η μελέτη αυτή είναι ιδιαίτερα ενδιαφέρουσα καθώς σε αυτήν είναι που γίνεται μοναδική αναφορά στην ομοιότητα μεταξύ των ελληνικών και των αμερικανικών EEX.

Στη μελέτη αυτή γίνεται μία ανάλυση της συμπεριφοράς των τιμών και των αποδόσεων που παρουσιάζουν οι ελληνικές EEX κατά το χρονικό διάστημα 1997-2002. Από τα διάφορα τεστ που πραγματοποιούν καταλήγουν στο εξαιρετικής σημασίας συμπέρασμα ότι η συμπεριφορά των ελληνικών EEX παρουσιάζει έντονη ομοιότητα με αυτή των αμερικανικών EEX. Στο συμπέρασμα αυτό οδηγούνται από το γεγονός ότι οι τιμές των μετοχών των EEX παρουσιάζουν αυξημένη μεταβλητότητα

όπως επίσης και οι EEX στις Η.Π.Α.. Επίσης, με τα τεστ που πραγματοποιούν αποδεικνύουν ότι τα premia των EEX παρουσιάζουν αυξημένη θετική συσχέτιση μεταξύ τους, που σημαίνει ότι θα πρέπει να υπάρχει ένας κοινός παράγοντας ο οποίος επηρεάζει τα premia των EEX.

Παράλληλα, συμπεραίνουν ότι τα premia των EEX είναι αρνητικά συσχετισμένα με τις μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών των EEX κυρίως για χρονικό διάστημα μεταξύ 9 και 12 μηνών. Η συμπεριφορά αυτή είναι περισσότερο εμφανής στις μεγάλου μεγέθους EEX από ότι στις μικρού μεγέθους. Αντίθετα, τα premia των EEX είναι θετικά συσχετισμένα με τις μελλοντικές αποδόσεις που θα παρουσιάσει η εσωτερική αξία μιας επιχείρησης (NAV).

Τέλος, ένα ακόμη πολύ σημαντικό συμπέρασμα αποτελεί το γεγονός ότι οι μεταβολές της χρηματιστηριακής αγοράς επηρεάζουν υπερβολικά τις μεταβολές που σημειώνονται στις τιμές των μετοχών των EEX. Δηλαδή, το beta μιας μεγάλου μεγέθους EEX είναι 40% μεγαλύτερο από το beta που παρουσιάζει η εσωτερική της αξία ενώ το αντίστοιχο ποσοστό για τις μικρότερου μεγέθους EEX είναι 60%. Οι επενδυτές στην Ελλάδα, όπως και οι επενδυτές στις Η.Π.Α., είναι υπερβολικά «ευαίσθητοι» στις έντονες μεταβολές της χρηματιστηριακής αγοράς χωρίς όμως να γνωρίζουν ποια είναι η σύνθεση του χαρτοφυλακίου της κάθε EEX στην οποία επενδύουν, το οποίο κατά γενική ομολογία, αποτελείται από εγχώρια αξιόγραφα και δεν έχει την συμπεριφορά ενός χαρτοφυλακίου που αποτελείται μόνο από μετοχές.

Η καινοτομία της παραπάνω μελέτης αφορά την ύπαρξη των noise traders στην χρηματιστηριακή αγορά. Το πολύ σημαντικό αυτό συμπέρασμα εξάγεται από την εξής παραδοχή: αν η τιμή της μετοχής μιας EEX είναι μεγαλύτερη από την εσωτερική της αξία και σημειώσει άνοδο εξαιτίας του θετικού κλίματος που μπορεί να υπάρχει στην αγορά, και θεωρώντας ότι θα υπάρξει διόρθωση του θετικού κλίματος, τότε η τιμή της μετοχής αναμένεται να μειωθεί σταδιακά, δημιουργώντας μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ του premium της παρούσας περιόδου και της μελλοντικής απόδοσης της μετοχής.



## 4.7 Η αυξημένη μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών των ΕΕΧ

Οι αποδόσεις των τιμών των μετοχών των ΕΕΧ παρουσιάζουν αυξημένη μεταβλητότητα. Το συμπέρασμα αυτό μπορούμε να το εξάγουμε παρατηρώντας ότι οι αποδόσεις των τιμών εμφανίζουν μεγαλύτερη τυπική απόκλιση από αυτή που παρουσιάζουν οι αποδόσεις της εσωτερικής αξίας, όπως παρατηρούμε και στον παρακάτω πίνακα 4.5. Ο πίνακας αυτός παρουσιάζει τη μέση, τη μεγαλύτερη και τη μικρότερη τιμή καθώς επίσης και την τυπική απόκλιση που παρουσιάζουν οι υπάρχουσες ΕΕΧ στην Ελλάδα (31/12/2006). Μία ακόμα ΕΕΧ δραστηριοποιείται στον ελληνικό χώρο, η Interinvest Διεθνής Επενδυτική ΑΕΕΧ, όμως δεν περιλαμβάνεται στη ανάλυση της παρούσας εργασίας καθώς είναι πολύ νέα και τα δεδομένα δεν επαρκούν για την απαιτούμενη ανάλυση.

Αυτή η αυξημένη μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών των ΕΕΧ παρουσιάζεται και στις Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου των Η.Π.Α.. Κατά συνέπεια, όπως συμπεραίνουν και οι **Χαρδούβελης, Τσιριτάκης, Αγγελίδης** στη μελέτη που πραγματοποίησαν με τίτλο **“Greek Closed-End Fund Premia: An Empirical Investigation”**, αυτό αποτελεί έναν ισχυρό παράγοντα για να ισχυριστούμε ότι οι ελληνικές ΕΕΧ παρουσιάζουν έντονη ομοιότητα στη συμπεριφορά τους με τις αμερικανικές ΕΕΧ.

Πίνακας 4.5: Στατιστικά Στοιχεία<sup>1</sup>

	Απόδοση Μεριδίου ΕΕΧ				Απόδοση NAV				Premium			
	Average	Max	Min	Std.Dev.	Average	Max	Min	Std.Dev.	Average	Max	Min	Std.Dev.
ANDROMEDA	0,65%	16,32%	-9,96%	4,84%	0,38%	8,52%	-8,06%	3,20%	-14,00%	-1,08%	-35,45%	8,54%
ALTIUS	0,48%	21,56%	-22,78%	7,35%	0,46%	10,17%	-11,57%	4,59%	-20,06%	-2,17%	-34,48%	7,43%
EUROLINE	0,90%	26,38%	-10,36%	5,88%	0,51%	28,57%	-7,00%	4,77%	-19,19%	-8,53%	-35,32%	5,41%
GLOBAL	1,12%	15,72%	-8,19%	5,47%	1,30%	7,87%	-8,08%	4,65%	-19,75%	-11,56%	-26,23%	3,69%
OMEGA	0,84%	15,44%	-17,74%	5,09%	0,52%	4,73%	-5,78%	2,72%	-16,95%	-1,85%	-27,14%	6,67%
DIAS	2,34%	150,89%	-80,20%	23,92%	0,29%	21,09%	-53,93%	9,88%	5,55%	481,66%	-38,55%	70,48%
ΑΙΟΙΚΙΚΗ	1,89%	161,34%	-39,91%	22,16%	0,73%	105,93%	-38,83%	11,84%	-11,30%	173,15%	-51,80%	29,59%

<sup>1</sup> Τα δεδομένα του συγκεκριμένου πίνακα έχουν υπολογιστεί για το χρονικό διάστημα 1995-2006 λαμβάνοντας την περίοδο που αφορά την κάθε ΕΕΧ.

## 4.8 Closed-End Fund Puzzle

Οι **Lee, Shleifer και Thaler** στο ιδιαίτερα ενδιαφέρον άρθρο τους με τίτλο **“Investor Sentiment and the Closed-End Fund Puzzle” (Μάρτιος 1991)** προσπαθούν να ερμηνεύσουν το Closed-End Fund Puzzle, δηλαδή να εξηγήσουν γιατί οι τιμές των μετοχών των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, κατά γενική ομολογία, δεν είναι ίσες με τις αντίστοιχες αγοραίες τιμές τους. Επίσης, εξετάζουν αν οι μεταβολές των discounts με τα οποία πωλούνται οι μετοχές των ΕΕΧ είναι αποτέλεσμα των μεταβολών των προσδοκιών των noise traders.

Το Closed-End Fund Puzzle περιλαμβάνει 4 σημαντικά σημεία τα οποία αποτελούν πραγματικό αίνιγμα για τους επιστήμονες και χρειάζονται περαιτέρω ερμηνεία:

- Οι μετοχές των ΕΕΧ, κατά την έναρξη της διαπραγμάτευσής τους, πωλούνται πάντα με ένα premium περίπου 10%. Αυτό που είναι ιδιαίτερα περίεργο είναι ο λόγος για τον οποίο οι επενδυτές αγοράζουν μετοχές των νέων ΕΕΧ που πωλούνται με premium ενώ υπάρχουν μετοχές ήδη υπάρχοντων ΕΕΧ που πωλούνται με discount.
- Αν και κατά την έναρξη της διαπραγμάτευσής τους, οι μετοχές των ΕΕΧ πωλούνται πάντα με premium, περίπου 120 μέρες μετά την εισαγωγή της ΕΕΧ στο Χρηματιστήριο οι μετοχές της πωλούνται με discount μεγαλύτερο του 10%, κάτι που συνεχίζεται και μετέπειτα.
- Οι τιμές των discounts παρουσιάζουν μεγάλη μεταβλητότητα ενώ, επίσης, έχουν την ιδιότητα να επιστρέφουν στη μέση τιμή τους.
- Όταν ανακοινώνεται ότι η λειτουργία μίας ΕΕΧ τερματίζεται είτε μέσω ρευστοποίησης όλων των περιουσιακών της στοιχείων είτε μέσω της μετατροπής της σε ανοικτού τύπου επενδυτική επιχείρηση, οι τιμές των μετοχών της αυξάνονται και τα discounts μειώνονται σημαντικά αλλά δεν εξαλείφονται πλήρως.

Έχουν πραγματοποιηθεί διάφορες μελέτες οι οποίες προσπαθούν να ερμηνεύσουν το Closed-End Fund Puzzle. Όλες αυτές οι μελέτες έχουν καταλήξει στους εξής δύο παράγοντες που ενδεχομένως να δίνουν μία εξήγηση σε αυτό το φαινόμενο: α) το θέμα των agency costs στην επιχείρηση και β) οι φορολογικές υποχρεώσεις της επιχείρησης.

Η θεωρία των *agency costs* αναφέρει ότι οι αμοιβές της διοίκησης μιας επιχείρησης είναι ιδιαίτερα υψηλές και η πιθανότητα της απόδοσης των *managers* να είναι χαμηλότερη από την επιθυμητή είναι αυτή που μειώνει την αξία του χαρτοφυλακίου. Επίσης, ο δεύτερος παράγοντας αναφέρει ότι μία EEX δεν καταφέρνει να εκτιμήσει σωστά την εσωτερική αξία της επιχείρησης επειδή δεν λαμβάνει υπόψη της τη φορολογία που θα πρέπει να καταβάλλει επί των κεφαλαιακών κερδών.

Οι δύο παραπάνω θεωρίες, ακόμα και όταν χρησιμοποιηθούν ταυτόχρονα, δεν μπορούν να εξηγήσουν και τα 4 σημεία αυτού του αινίγματος. Αρχικά, σε ό,τι αφορά την θεωρία των *agency costs*, αυτή δεν αποτελεί μία πλήρη εξήγηση του φαινομένου διότι η μεγάλη μεταβλητότητα που παρουσιάζουν τα *discounts* των τιμών των μετοχών δεν μπορεί να ερμηνευτεί από τα *agency costs*. Οι αμοιβές των *managers* συνιστούν ένα σταθερό ποσοστό του NAV και σε καμία περίπτωση δεν μεταβάλλεται σε τέτοιο βαθμό όπως και τα *discounts*. Η παρούσα αξία των αμοιβών των *managers* μπορεί να μεταβληθεί λόγω μεταβολής των επιτοκίων ενώ, αντίθετα, τα *discounts* δεν επηρεάζονται από τις μεταβολές των επιτοκίων. Όσον αφορά στη δεύτερη θεωρία, οι φορολογικές υποχρεώσεις που μπορεί να έχει μία EEX δεν μπορούν να δικαιολογήσουν *discount* μεγαλύτερο του 6%.

Οι **De Long, Shleifer, Summers** και **Waldmann** στο άρθρο τους "**Noise Trader Risk in Financial Markets**" (1989) αναφέρουν ότι αυτό το αίνιγμα μπορεί να ερμηνευτεί μόνο αν δεχτούμε την ύπαρξη των *noise traders* στην χρηματιστηριακή αγορά και ότι η μεγάλη μεταβλητότητα που εμφανίζουν τα *discounts* οφείλεται στις συνεχείς και έντονες μεταβολές των προσδοκιών τους. Συγκεκριμένα, οι DSSW αναφέρουν ότι υπάρχουν δύο κατηγορίες επενδυτών, οι «ορθολογικοί» επενδυτές και οι *noise traders*. Οι εκτιμήσεις των *noise traders* σχετικά με τις μελλοντικές αποδόσεις των αξιογράφων σχηματίζονται με βάση τις προσδοκίες τους. Έτσι, σε κάποιες περιόδους υπερεκτιμούν αυτές τις αποδόσεις και σε άλλες τις υποεκτιμούν. Είναι βέβαιο, λοιπόν, ότι η αγοραία αξία ενός αξιόγραφου περιλαμβάνει τις εκτιμήσεις και των ορθολογικών επενδυτών και των *noise traders*.

Οι DSSW κάνουν δύο πολύ σημαντικές υποθέσεις: α) υποθέτουν ότι ο ορίζοντας των ορθολογικών επενδυτών είναι βραχυπρόθεσμος κι έτσι οι επενδυτές αυτοί δεν ενδιαφέρονται μόνο για το ύψος του μερίσματος αλλά και για το ποια ακριβώς θα είναι η τιμή στην οποία θα μπορούν να πουλήσουν τις μετοχές που έχουν στα χέρια τους, υπόθεση αρκετά ρεαλιστική και β) υποθέτουν ότι οι προσδοκίες των *noise traders* είναι στοχαστικές και δεν μπορούν να προβλεφθούν απόλυτα. Πιο συγκεκριμένα, ένας ορθολογικός επενδυτής δεν μπορεί να προβλέψει πόσο αισιόδοξοι ή απαισιόδοξοι θα είναι οι *noise traders* όταν εκείνος θα θέλει να πουλήσει τις μετοχές του. Κατά

συνέπεια, αυτή η αβεβαιότητα που υπάρχει σχετικά με τις προσδοκίες των noise traders προσθέτει έναν επιπλέον κίνδυνο στο χαρτοφυλάκιο που κρατούν οι ορθολογικοί επενδυτές.

Αν οι noise traders επενδύουν τυχαία σε κάποιες μετοχές, τότε ο κίνδυνος της μεταβολής των προσδοκιών τους μπορεί να διαφοροποιηθεί. Όμως, αν οι μεταβολές των προσδοκιών τους επηρεάζουν μεγάλο αριθμό μετοχών και παρουσιάζουν ισχυρά θετική συσχέτιση μεταξύ τους, τότε ο κίνδυνος αυτός δεν μπορεί να διαφοροποιηθεί. Έτσι, οι μετοχές που παρουσιάζουν αυτόν τον κίνδυνο θα πρέπει να προσφέρουν στους επενδυτές μεγαλύτερη απόδοση.

Το εξαιρετικής σημασίας συμπέρασμα στο οποίο καταλήγουν οι DSSW είναι ότι όταν οι noise traders είναι αισιόδοξοι για τις αποδόσεις των αξιογράφων, τότε θα οδηγήσουν τις τιμές τους προς τα πάνω σε σχέση με την εσωτερική τους αξία. Σε περίπτωση που υπάρχουν αξιόγραφα στα οποία η εσωτερική τους αξία δεν μπορεί να παρατηρηθεί, η επιρροή των noise traders δεν θα είναι εύκολο να αναγνωρισθεί. Όμως, στην περίπτωση των EEX, η αισιοδοξία των noise traders θα γίνει αμέσως αντιληπτή καθώς θα οδηγήσει σε υψηλά premiums ή σε χαμηλότερα discounts. Σε αντίθετη περίπτωση, δηλαδή όταν οι noise traders είναι απαισιόδοξοι σχετικά με τις αποδόσεις των αξιογράφων, τότε θα εμφανιστούν υψηλά discounts. Κατά συνέπεια, οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι οι απρόβλεπτες μεταβολές της ζήτησης των μετοχών των EEX που εκδηλώνεται από τους noise traders προκαλούν απρόβλεπτες μεταβολές των discounts με τα οποία πωλούνται οι μετοχές των EEX.

#### **4.9 Ο θεσμός των EEX φθίνει**

Την τελευταία δωδεκαετία, παρ' όλη τη ραγδαία άνοδο των τιμών στα περισσότερα διεθνή χρηματιστήρια, η ζήτηση για τις μετοχές των εταιρειών επενδύσεων μειώνεται σταδιακά από χρόνο σε χρόνο. Αυτός είναι ένας από τους λόγους που οι τιμές των εταιρειών αυτών στα διεθνή χρηματιστήρια βρίσκονται κάτω από τις εκάστοτε πραγματικές τιμές αποτίμησης (δηλαδή είναι σε discount). Αντίθετα, σε έναν θεσμό κατ' εξοχήν ευρείας αποδοχής όπως τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια η παγκόσμια ζήτηση αυξάνεται με ραγδαίους ρυθμούς και μάλιστα με ιδιαίτερη ροπή προς τα μετοχικά και μεικτά αμοιβαία κεφάλαια.

Στην ελληνική αγορά τα πράγματα φαίνεται να είναι τελείως διαφορετικά. Έτσι, στις εταιρείες επενδύσεων το θετικό χρηματιστηριακό κλίμα και οι υπερβολικές προσδοκίες των ιδιωτών επενδυτών οδήγησαν τις μετοχές των εταιρειών αυτών σε

αποτιμήσεις κατά 45%-50% μεγαλύτερες από την πραγματική αξία αποτίμησής τους. Είναι άλλωστε γνωστό ότι υπάρχουν ακόμη και σήμερα μετοχές εταιρειών επενδύσεων που διακινούνται με premium το οποίο ξεπερνά το 200%, σε αντίθεση με τη διεθνή πρακτική.

Καθώς ο θεσμός της διαχείρισης κεφαλαίων ήταν και παραμένει αρκετά νέος στη χώρα μας, με λίγες εταιρείες να διαθέτουν την απαιτούμενη εμπειρία και τεχνογνωσία, οι περισσότεροι διαχειριστές των ΕΕΧ, όπως άλλωστε και οι περισσότεροι διαχειριστές Αμοιβαίων Κεφαλαίων, λειτουργούν σε περιορισμένο επενδυτικό φάσμα, χωρίς να αξιοποιούν σύγχρονα εργαλεία επένδυσης και αντιστάθμισης κινδύνου. Ως εκ τούτου, απλά ακολούθησαν αντί να εκμεταλλευτούν τις εξελίξεις και τις μεταβολές της κεφαλαιαγοράς. Οι ΕΕΧ αλλά και τα μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια, τα οποία κατάφεραν να προσφέρουν αποδόσεις αισθητά καλύτερες από αυτές των χρηματιστηριακών δεικτών, είναι πράγματι ελάχιστα.

Οι ανωτέρω τάσεις σε συνδυασμό με την όλη στασιμότητα της κεφαλαιαγοράς οδηγεί σε συρρίκνωση τον κλάδο των ΕΕΧ, καθώς διάφοροι χρηματοοικονομικοί όμιλοι αναζήτησαν και αναζητούν πιθανά βραχυχρόνια οφέλη από συγχωνεύσεις θυγατρικών τους ΕΕΧ. Η παραπάνω αναφερόμενη συρρίκνωση διαφαίνεται και στον πίνακα 1, όπου το 1999 ο αριθμός των ΕΕΧ δεκαπλασιάστηκε ενώ από το 2004 η ανάπτυξη τους μειώνεται με ραγδαίους ρυθμούς. Ακόμη, υπάρχει διάχυτη στην χρηματιστηριακή αγορά η άποψη ότι περαιτέρω συρρίκνωση του κλάδου των ΕΕΧ θα έχει αρνητικές συνέπειες για την Ελληνική κεφαλαιαγορά. Οι ΕΕΧ αποτελούν θεσμικούς επενδυτές που είναι απαραίτητοι στην κεφαλαιαγορά γιατί λειτουργούν, εν δυνάμει, σταθεροποιητικά.

Οι βασικοί λόγοι που οδήγησαν σε αυτήν την συρρίκνωση θα μπορούσαμε να πούμε ότι αφενός είναι η υπερβολική άντληση τεράστιου ύψους κεφαλαίων την κρίσιμη τριετία 1999-2001 τα οποία δεν αξιοποιήθηκαν σωστά και αφετέρου το γεγονός ότι το 2003, όταν οι μητρικές επιχειρήσεις απορρόφησαν τις θυγατρικές ΕΕΧ προκειμένου να βελτιώσουν την κεφαλαιακή τους επάρκεια, δημιουργήθηκαν πολύ υψηλά discounts τα οποία εκμεταλλεύτηκαν οι μητρικές επιχειρήσεις αποκομίζοντας τεράστια κέρδη.

Συρρίκνωση του κλάδου των ΕΕΧ συνεπάγεται περιορισμό της πραγματικής ρευστότητας της αγοράς και μάλιστα σε μία περίοδο σημαντικά προβληματικής ρευστότητας. Όταν οι παράγοντες της αγοράς σχεδόν ομόφωνα εντοπίζουν την έλλειψη βάθους ως ένα από τα σημαντικότερα προβλήματα που αντιμετωπίζουμε, το ερώτημα που γεννάται είναι πώς ακριβώς σκοπεύουμε - εάν σκοπεύουμε - να αυξήσουμε το βάθος της αγοράς.

Οι δημόσιες εγγραφές και οι αυξήσεις μετοχικών κεφαλαίων ίσως δεν αποτελούν την καταλληλότερη απάντηση στο παραπάνω ερώτημα. Χωρίς τις ΕΕΧ μπορεί πραγματικά να αυξηθεί το βάθος της αγοράς, δηλαδή, ο αριθμός των ενεργών επενδυτών, η ρευστότητα της αγοράς και ο όγκος πραγματικών συναλλαγών; Το ερώτημα δεν είναι πλασματικό, είναι ουσιαστικό. Και αυτό όχι μόνο γιατί οι ΕΕΧ αποτελούν το μόνο επενδυτικό όχημα που διαθέτει σήμερα η Ελληνική κεφαλαιαγορά, αλλά και διότι τα υπό διαχείριση κεφάλαια μιας ΕΕΧ είναι από τη φύση τους μόνιμα κεφάλαια, σε μια αγορά που έχει βραχυπρόθεσμο ή στην καλύτερη περίπτωση μεσοπρόθεσμο χαρακτήρα.

Τέλος, αυτό που είναι ιδιαίτερα κρίσιμο να κατανοήσουν οι επενδυτές και όλοι οι ιθύνοντες της χρηματιστηριακής αγοράς είναι ότι η διαγραφόμενη τάση συρρίκνωσης του κλάδου δεν είναι προς όφελος ούτε της αγοράς αλλά ούτε και των επενδυτών.

## Κεφάλαιο 5<sup>ο</sup>

### Εμπειρική Ανάλυση

Η εμπειρική προσέγγιση της παρούσας εργασίας θα αναλύσει την ύπαρξη των noise traders στις ελληνικές Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και θα δείξει ότι η ύπαρξη των noise traders και κυρίως οι μεταβολές των προσδοκιών τους είναι αυτές που προκαλούν τις μεταβολές των discounts με τα οποία διατίθενται οι μετοχές των ΕΕΧ.

#### 5.1 Δεδομένα

Για την πραγματοποίηση της ανάλυσης αυτής μελετάμε τις 7 εναπομένουσες Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου οι οποίες είναι: 1) Alpha Trust Ανδρομέδα Α.Ε.Ε.Χ., 2) Altius Επενδυτική Α.Ε.Ε.Χ., 3) Euroline Επενδυτική Α.Ε.Ε.Χ., 4) Global Επενδυτικά Κεφάλαια Νέας Ευρώπης Α.Ε.Ε.Χ., 5) Αιολική Α.Ε.Ε.Χ., 6) Δίας Α.Ε.Ε.Χ. και 7) Ωμέγα Α.Ε.Ε.Χ.. Επίσης, στην Ελλάδα δραστηριοποιείται ακόμη μία επιχείρηση, η Interinvest Διεθνής Επενδυτική Α.Ε.Ε.Χ., αλλά δεν χρησιμοποιείται για την συγκεκριμένη ανάλυση γιατί πρόκειται για μία πολύ νέα εταιρεία και ο περιορισμένος αριθμός των στοιχείων της δεν βοηθά στην εξέλιξη της έρευνας.<sup>2</sup>

Τις παραπάνω εταιρείες τις μελετούμε για το διάστημα κατά το οποίο αυτές λειτουργούν μέχρι το τέλος του 2006 ήτοι:

- Alpha Trust Ανδρομέδα Α.Ε.Ε.Χ. : 31/1/2002 - 31/12/2006
- Altius Επενδυτική Α.Ε.Ε.Χ. : 30/9/2002 – 31/12/2006
- Euroline Επενδυτική Α.Ε.Ε.Χ. : 31/1/2003 – 31/12/2006

---

<sup>2</sup> Η εταιρεία αυτή εισήχθη για πρώτη φορά στο Χ.Α.Α. στις 15/1/1992 όμως από τις 30/6/2006, οπότε απορρόφησε την Nexus Α.Ε.Ε.Χ., και μέχρι την εισαγωγή στο ΧΑ των νέων μετοχών της εταιρείας που προέκυψαν από την συγχώνευση δεν υπολογιζόταν το premium/discount της μετοχής. Η έναρξη διαπραγμάτευσης των νέων μετοχών έγινε στις 17/7/2006.

- Global Επενδυτικά Κεφάλαια Νέας Ευρώπης Α.Ε.Ε.Χ. : 30/11/2004 – 31/12/2006
- Αιολική Α.Ε.Ε.Χ. : 28/2/1995 – 31/12/2006
- Δίας Α.Ε.Ε.Χ. : 31/1/1997 – 31/12/2006
- Ωμέγα Α.Ε.Ε.Χ. : 31/8/2003 – 31/12/2006

Χρησιμοποιούνται δύο είδη ανάλυσης: α) **Time Series Cross-Section Analysis** και β) **Time Series Cross-Section Unbalanced Analysis**.

### 5.1.1 Ανάλυση μεθοδολογίας

Το πρώτο είδος ανάλυσης λέγεται ανάλυση χρονολογικών σειρών και γίνεται για κάθε μία εταιρεία ξεχωριστά στο χρονικό διάστημα που αυτή λειτουργεί προκειμένου να ελέγξουμε την συμπεριφορά της σε σχέση με τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών καθώς επίσης και αν η ύπαρξη των noise traders είναι αυτή που καθοδηγεί τις μεταβολές των discounts που αυτές εμφανίζουν.

Το δεύτερο είδος ανάλυσης είναι εξαιρετικά ενδιαφέρον. Αρχικά, είναι απαραίτητο να εξηγήσουμε τι ακριβώς είναι αυτό το είδος ανάλυσης και πώς γίνεται. Η Time Series Cross-Section Unbalanced analysis ή αλλιώς panel data analysis είναι μία μεθοδολογία την οποία χρησιμοποιούμε για να μελετήσουμε μία ομάδα ή ένα σύνολο αντικειμένων σε διάφορες θέσεις για ένα προσδιορισμένο χρονικό διάστημα. Με συνεχή παρατήρηση αυτού του συνόλου, ο ερευνητής μπορεί να μελετήσει την δυναμική της συμπεριφοράς και των μεταβολών που αυτό θα παρουσιάσει στο συγκεκριμένο διάστημα. Ο συνδυασμός αυτού του είδους της ανάλυσης με την Time Series Analysis μπορεί να βελτιώσει την ποιότητα και την ποσότητα των δεδομένων σε μέγιστο βαθμό, κάτι το οποίο δεν θα μπορούσε να επιτευχθεί χρησιμοποιώντας μόνο το ένα είδος ανάλυσης. Η ανάλυση αυτή είναι ιδιαίτερα χρήσιμη όταν ένας ερευνητής επιθυμεί να εξετάσει ένα σύνολο λαμβάνοντας υπόψη του τον χώρο και τον χρόνο.

Επίσης, είναι απαραίτητο να αναφέρουμε ότι αυτού του είδους η ανάλυση έχει και κάποια μειονεκτήματα τα οποία χρειάζονται ιδιαίτερη προσοχή κατά την πραγματοποίηση αυτής της τεχνικής. Αρχικά, αν το σύνολο των παρατηρήσεων αποτελείται από μεγάλο αριθμό μονάδων, τότε μπορεί να χρειάζεται να συμπεριλάβουμε πολλές «εικονικές» μεταβλητές οι οποίες θα εξαντλήσουν το μοντέλο από τους βαθμούς ελευθερίας που απαιτούνται για την ορθή πραγματοποίηση στατιστικών τεστ. Επίσης, ένα μοντέλο που θα περιλαμβάνει πληθώρα τέτοιων



«εικονικών» μεταβλητών είναι σχεδόν βέβαιο ότι θα εμφανίσει το φαινόμενο της πολυσυγγραμικότητας, το οποίο θα δημιουργήσει στο μοντέλο τυπικά σφάλματα που με τη σειρά τους θα το καταστήσουν αδύναμο για να μπορέσει να εξετάσει τις παραμέτρους. Τέλος, σε περίπτωση που τα σφάλματα του μοντέλου (residuals) παρουσιάσουν την ιδιότητα της ετεροσκεδαστικότητας, τότε το μοντέλο θα «αποδυναμωθεί» ακόμα περισσότερο με αποτέλεσμα να οδηγηθούμε σε λάθος συμπεράσματα.

## 5.2 Ανάλυση

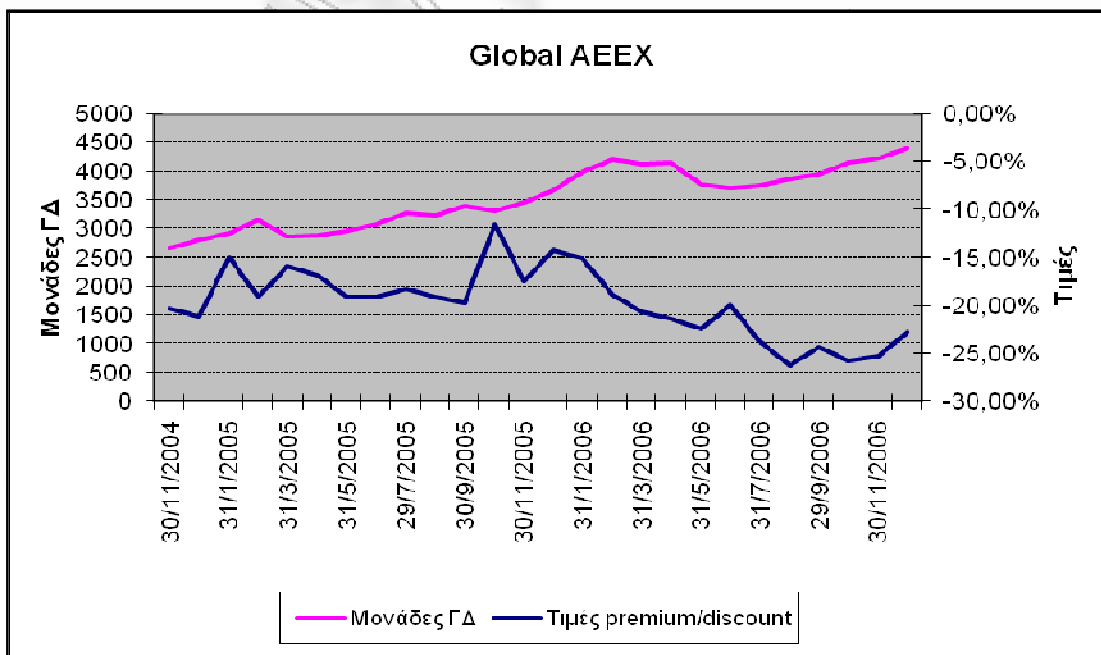
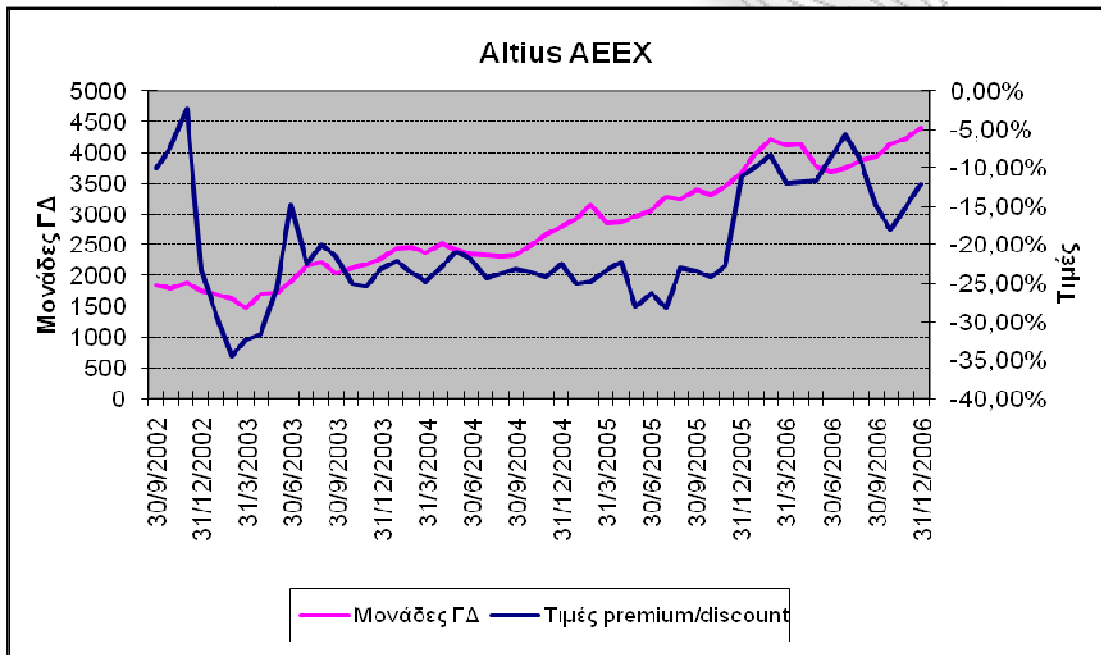
Όπως έχουμε ήδη αναφέρει παραπάνω, το αντικείμενο της παρούσας εργασίας είναι η απόδειξη της ύπαρξης των noise traders στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά και πιο συγκεκριμένα ότι είναι εκείνοι που επηρεάζουν τα premia και discounts με τα οποία διαπραγματεύονται οι μετοχές των Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου. Προτού περάσουμε στην εμπειρική ανάλυση θα ήταν σκόπιμο να παρουσιάσουμε τον παρακάτω πίνακα ο οποίος περιλαμβάνει κάποιες βασικές πληροφορίες για τις υπό εξέταση EEX.

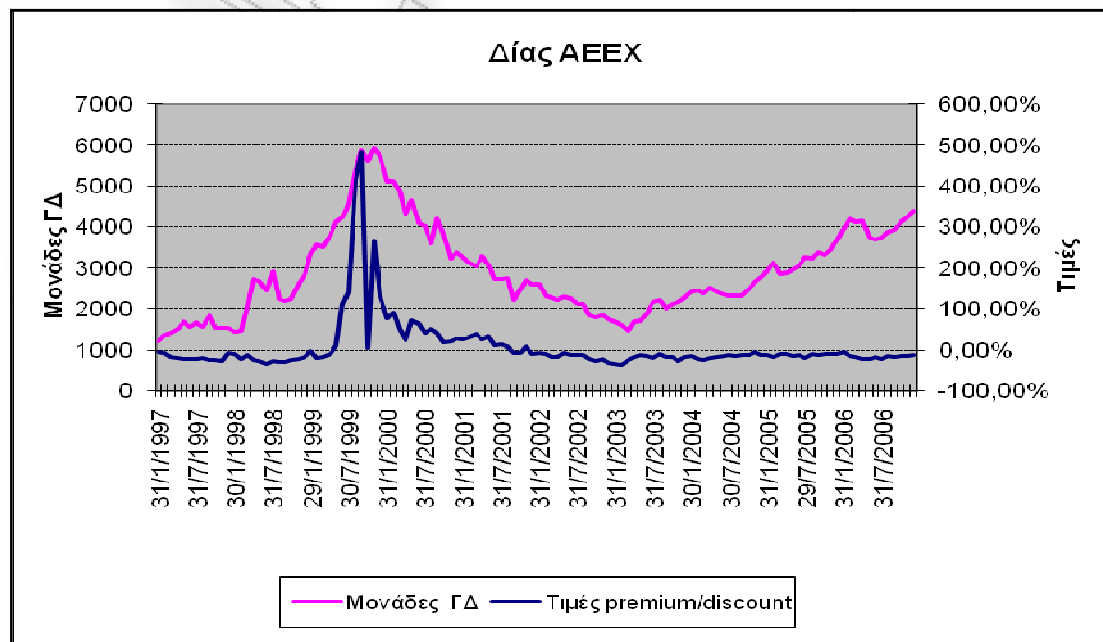
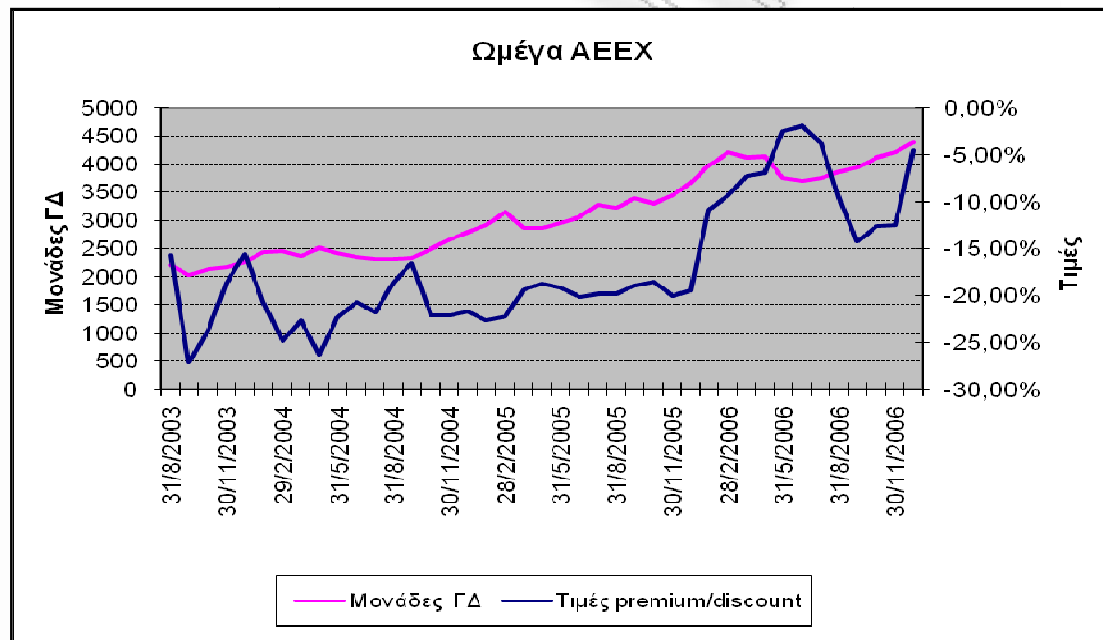
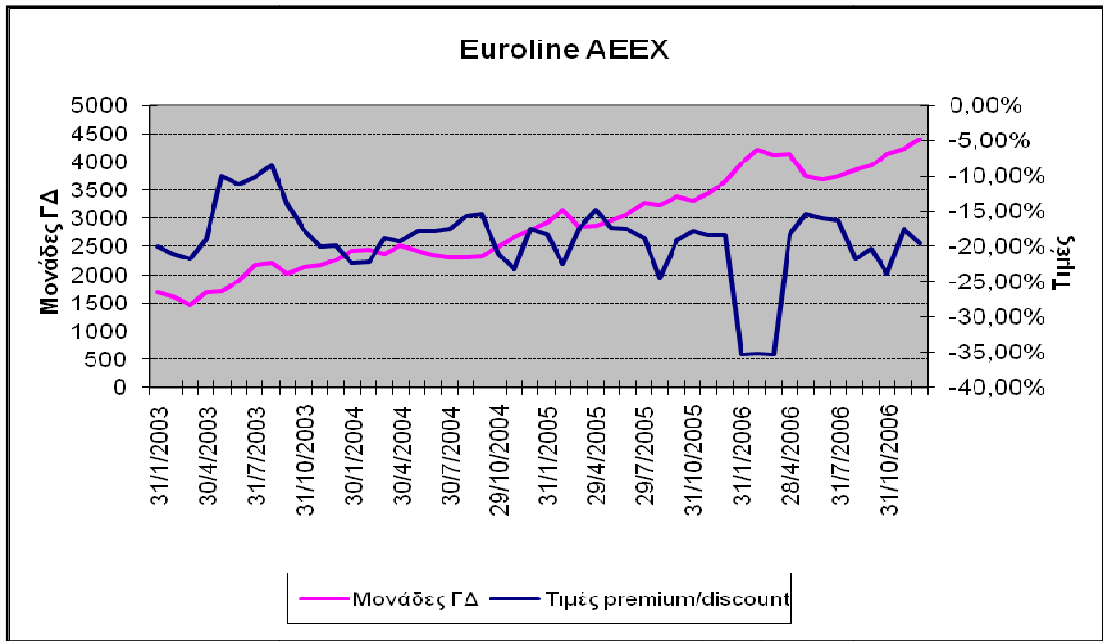
*Πίνακας 5.1: Σύνολο Αξίας Επενδύσεων των EEX (31/12/2006)*

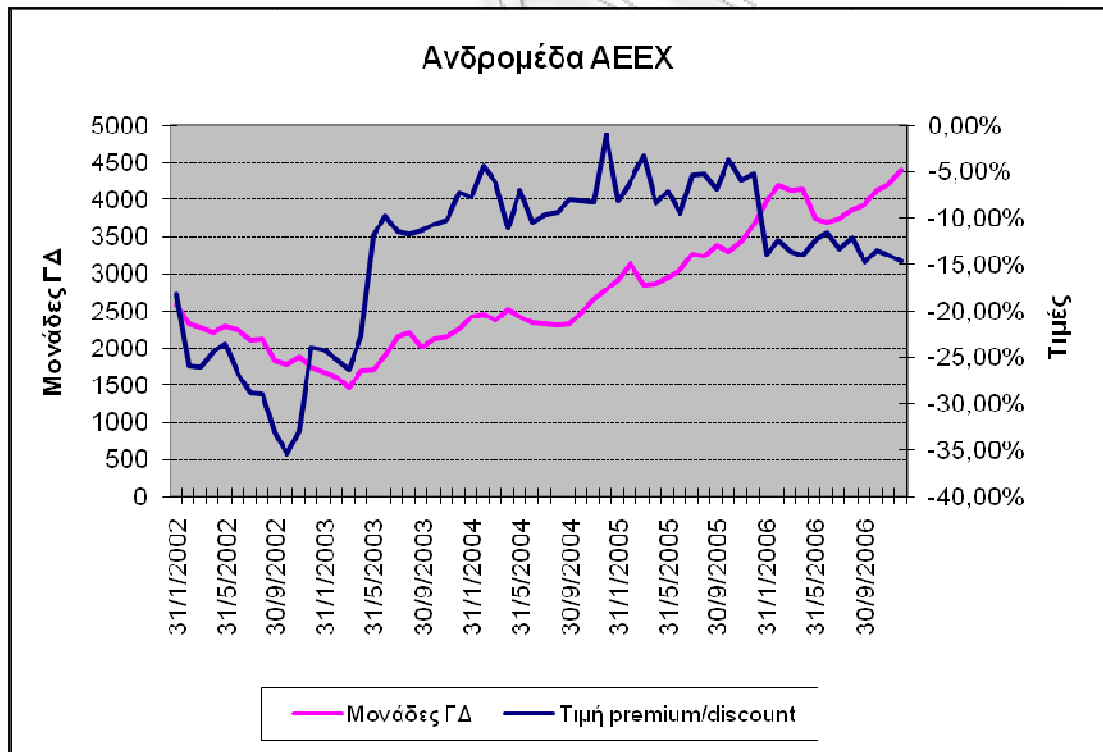
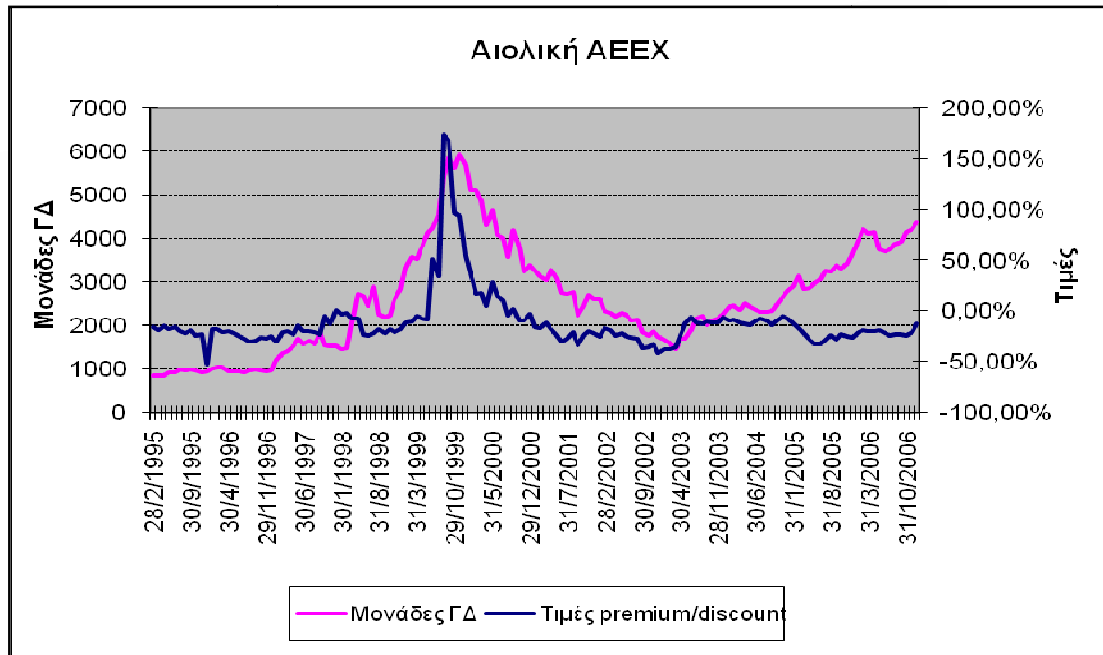
Ονομασία EEX	Σύνολο Αξίας Επενδύσεων (σε χιλ.ευρώ)	Premium /Discount	Εισαγωγή EEX στο Χ.Α.Α.
ALPHA TRUST ANDROMEDA INVT	103.746	-14,68%	19/12/01
AEOLIAN INVT	38.089	-12,28%	9/8/93
DIAS PORTFOLIO INVT	86.613	-14,11%	29/7/92
EUROLINE	28.044	-19,61%	12/12/02
ALTIUS PORTFOLIO INVT	13.277	-12,08%	16/8/02
OMEGA	16.100	-4,49%	31/7/03
GLOBAL INVT	82.170	-22,74%	8/10/04

## 5.2.1 Τα discounts των ΕΕΧ ακολουθούν την πορεία του Γενικού Δείκτη

Για την ομαλή διεξαγωγή της ανάλυσης είναι ιδιαίτερα χρήσιμο να ελέγξουμε αν τα premia και τα discounts που παρουσιάζουν οι ΕΕΧ ακολουθούν την πορεία του Γενικού Δείκτη. Αυτό παρουσιάζεται στα παρακάτω διαγράμματα.







Παρατηρώντας τα παραπάνω διαγράμματα καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι τα discounts όλων των ΕΕΧ πλην της «Euroline» και της «Global» ακολουθούν, σε γενικές γραμμές, την πορεία του Γενικού Δείκτη. Το γεγονός αυτό οφείλεται στο ότι το μεγαλύτερο μέρος του χαρτοφυλακίου και των δύο αυτών εταιρειών αποτελείται από μετοχές, ομολογίες και αμοιβαία κεφάλαια ξένων χωρών (βλ. παράρτημα). Κατά συνέπεια, οι μεταβολές των discounts τους επηρεάζονται περισσότερο από τις μεταβολές των δεικτών των ξένων χρηματιστηρίων στα οποία ανήκουν τα αξιόγραφα

που αυτές οι εταιρείες έχουν επενδύσει. Αντίθετα, στην περίπτωση των εταιρειών «Δίας» και «Αιολική», παρατηρούμε ότι τα discounts τους παρουσιάζουν έντονη ομοιότητα στη συμπεριφορά τους κατά την διάρκεια του χρόνου με αυτήν του Γενικού Δείκτη. Αυτό συμβαίνει γιατί και οι δύο εταιρείες λειτουργούν μεγαλύτερο χρονικό διάστημα από τις άλλες αλλά κυρίως γιατί οι επενδύσεις τους σε ξένα χρηματιστήρια είναι ιδιαίτερα περιορισμένες.

### 5.2.2 Οικονομετρική Ανάλυση

Ακολουθώντας τη μεθοδολογία «επιμέρους προς γενικό» ακολουθούν οι παρακάτω γραμμικές παλινδρομήσεις οι οποίες θα βοηθήσουν τον αναγνώστη στην κατανόησή τους και θα βοηθήσουν επίσης να καταλήξουμε στο γενικό υπόδειγμα.

Το πρώτο υπόδειγμα εξετάζει τη σχέση μεταξύ της απόδοσης της κάθε εταιρείας με την απόδοση του ΓΔ και έχει την εξής μορφή:

$$R_t = a + b \cdot R_{GDt} + \varepsilon_t \quad (5.1)$$

Εταιρία		ALTIUS	GLOBAL	EUROLINE	OMEGA	DIAS	AIOLIKH	ANDROMEDA
Μεταβλητή								
<b>C</b>	<b>Coefficient</b>	-0,009	-0,003	0,006	-0,002	0,001	0,002	0,022
	<b>Std. Error</b>	0,008	0,011	0,009	0,008	0,019	0,017	0,018
	<b>t-Statistic</b>	-1,130	-0,309	0,638	-0,281	0,057	0,132	1,265
	<b>Prob.</b>	0,264	0,760	0,527	0,780	0,954	0,895	0,211
<b>GD</b>	<b>Coefficient</b>	0,861	0,626	0,152	0,569	1,325	1,091	0,091
	<b>Std. Error</b>	0,128	0,210	0,156	0,155	0,202	0,194	0,095
	<b>t-Statistic</b>	6,716	2,978	0,974	3,673	6,577	5,635	0,959
	<b>Prob.</b>	0,000	0,007	0,335	0,001	0,000	0,000	0,341
<b>R-squared</b>		0,474	0,270	0,020	0,257	0,268	0,184	0,016
<b>Adjusted R-squared</b>		0,464	0,239	-0,001	0,238	0,262	0,178	-0,001
<b>S.E. of regression</b>		0,054	0,048	0,059	0,044	0,206	0,201	0,048
<b>Sum squared resid</b>		0,145	0,055	0,159	0,077	4,983	5,691	0,136
<b>Log likelihood</b>		79,187	43,256	68,922	70,527	20,609	27,610	97,594
<b>Durbin-Watson stat</b>		2,096	1,997	2,092	1,792	1,919	2,149	1,913
<b>Mean dependent var</b>		0,005	0,011	0,009	0,008	0,023	0,019	0,006
<b>S.D. dependent var</b>		0,073	0,055	0,059	0,051	0,239	0,222	0,048
<b>Akaike info criterion</b>		-2,969	-3,174	-2,788	-3,343	-0,310	-0,358	-3,186
<b>Schwarz criterion</b>		-2,894	-3,077	-2,710	-3,259	-0,264	-0,317	-3,117
<b>F-statistic</b>		45,102	8,866	0,949	13,494	43,263	31,756	0,920
<b>Prob(F-statistic)</b>		0,000	0,007	0,335	0,001	0,000	0,000	0,341

Από τα παραπάνω αποτελέσματα παρατηρούμε τα εξής:

- Σε όλες τις EEX πλην της «Euroline» η μεταβλητή της απόδοσης του ΓΔ είναι αρκετά στατιστικά σημαντική (υψηλό t-statistic), γεγονός που σημαίνει ότι η απόδοση της κάθε EEX επηρεάζεται από τις αποδόσεις που πραγματοποιεί ο ΓΔ.
- Στην «Euroline» παρατηρείται χαμηλό t-statistic, δηλαδή η απόδοση της τιμής δεν επηρεάζεται από την απόδοση του ΓΔ. Αυτό συμβαίνει γιατί το μεγαλύτερο μέρος του χαρτοφυλακίου της αποτελείται από ξένα αξιόγραφα.
- Από το συγκεκριμένο υπόδειγμα παρατηρούμε το beta της κάθε επιχείρησης. Από τις υπό εξέταση EEX, η «Δίας» (beta=1,35) και η «Αιολική» (beta=1,09) χαρακτηρίζονται ως επιθετικές. Αντίθετα, οι υπόλοιπες εταιρείες με beta<0 χαρακτηρίζονται ως αμυντικές.
- Από τα αποτελέσματα όλων των εταιρειών παρατηρούμε ότι ο συντελεστής α είναι στατιστικά ασήμαντος και είναι είτε α<0 είτε α≈0 γεγονός που σημαίνει ότι δεν υπάρχει selectivity.
- Επίσης, η στατιστική Durbin-Watson statistic παίρνει τιμές στο διάστημα (1.6,2.3) άρα δεν υπάρχει πρόβλημα αυτοσυσχέτισης πρώτου βαθμού των residuals.<sup>3</sup>

Τέλος, παρατηρούμε ότι η στατιστική  $R^2 < 50\%$  για όλες τις εταιρείες, δηλαδή μπορούμε να πούμε ότι το συγκεκριμένο υπόδειγμα δεν έχει μεγάλη ερμηνευτική ικανότητα.

Το δεύτερο υπόδειγμα εξετάζει την σχέση της απόδοσης της κάθε εταιρείας με το premium/discount στο οποίο διαπραγματεύεται η μετοχή της και έχει την εξής μορφή:

$$R_t = a + b \cdot Prem_t + \varepsilon_t \quad (5.2)$$

<sup>3</sup> Η στατιστική Durbin-Watson είναι ιδιαίτερα σημαντική καθώς μας δείχνει αν υπάρχει αυτοσυσχέτιση πρώτου βαθμού στα residuals μιας γραμμικής παλινδρόμησης. Η στατιστική αυτή παίρνει τιμές στο διάστημα [0,4]. Όμως, αν  $1,6 < D.W. \text{ stat} < 2,3$  είναι το ιδανικότερο. Σε μία γραμμική παλινδρόμηση, η αυτοσυσχέτιση αποτελεί σοβαρό πρόβλημα γιατί υποεκτιμά τις τιμές που παίρνουν τα residuals.

Εταιρεία		ALTIUS	GLOBAL	EUROLINE	OMEGA	DIAS	AIOLIKH	ANDROMEDA
Μεταβλητή								
C	<i>Coefficient</i>	0,041	0,117	0,051	0,040	0,014	0,046	0,029
	<i>Std. Error</i>	0,029	0,057	0,031	0,022	0,019	0,019	0,012
	<i>t-Statistic</i>	1,388	2,075	1,647	1,831	0,744	2,462	2,450
	<i>Prob.</i>	0,171	0,049	0,106	0,075	0,458	0,015	0,017
PREM	<i>Coefficient</i>	0,179	0,538	0,221	0,183	0,163	0,243	0,158
	<i>Std. Error</i>	0,137	0,282	0,157	0,119	0,027	0,060	0,071
	<i>t-Statistic</i>	1,304	1,908	1,411	1,545	5,956	4,069	2,217
	<i>Prob.</i>	0,198	0,068	0,165	0,130	0,000	0,000	0,031
<i>R-squared</i>		0,033	0,132	0,042	0,058	0,231	0,105	0,078
<i>Adjusted R-squared</i>		0,014	0,096	0,021	0,034	0,225	0,099	0,062
<i>S.E. of regression</i>		0,073	0,052	0,058	0,050	0,211	0,210	0,047
<i>Sum squared resid</i>		0,266	0,065	0,156	0,098	5,236	6,239	0,127
<i>Log likelihood</i>		63,340	41,006	69,450	65,654	17,641	21,026	99,562
<i>Durbin-Watson stat</i>		1,276	1,296	1,962	1,533	1,725	1,917	1,882
<i>Mean dependent var</i>		0,005	0,011	0,009	0,008	0,023	0,019	0,006
<i>S.D. dependent var</i>		0,073	0,055	0,059	0,051	0,239	0,222	0,048
<i>Akaike info criterion</i>		-2,359	-3,000	-2,810	-3,105	-0,261	-0,266	-3,252
<i>Schwarz criterion</i>		-2,284	-2,904	-2,732	-3,021	-0,214	-0,225	-3,182
<i>F-statistic</i>		1,700	3,642	1,992	2,387	35,480	16,559	4,915
<i>Prob(F-statistic)</i>		0,198	0,068	0,165	0,130	0,000	0,000	0,031

Από τα παραπάνω αποτελέσματα παρατηρούμε τα εξής:

- Η μεταβλητή του premium/discount δεν αποτελεί σημαντικό παράγοντα που επηρεάζει την απόδοση για τις εταιρείες «Altius», «Global» και «Euroline» (χαμηλό t-statistic).
- Η στατιστική Durbin-Watson statistic παίρνει τιμές > 1.6 (εκτός από δύο εταιρείες) άρα δεν υπάρχει πρόβλημα αυτοσυσχέτισης πρώτου βαθμού των residuals.
- Τέλος, παρατηρούμε ότι η στατιστική  $R^2$  παίρνει εξαιρετικά χαμηλές τιμές άρα το συγκεκριμένο υπόδειγμα δεν έχει καμία ερμηνευτική ικανότητα.

Το επόμενο υπόδειγμα είναι το γενικό υπόδειγμα στο οποίο καταλήγουμε και περιλαμβάνει και τις δύο παραπάνω μεταβλητές, δηλαδή εξετάζει τη σχέση της απόδοσης της κάθε εταιρείας με την απόδοση του ΓΔ και τις τιμές του premium συγχρόνως και έχει την εξής μορφή:

$$R_t = a + b \cdot Prem_t + \gamma \cdot R_{GD_t} + \varepsilon_t \quad (5.3)$$

Εταιρία Μεταβλητή		ALTIUS	GLOBAL	EUROLINE	OMEGA	DIAS	AIOLIKH	ANDROMEDA
		C	Coefficient	0,030	0,101	0,050	0,036	-0,005
Std. Error	0,021		0,049	0,031	0,018	0,017	0,018	0,018
t-Statistic	1,443		2,079	1,610	1,963	-0,299	1,519	1,805
Prob.	0,155		0,049	0,114	0,057	0,766	0,131	0,076
PREM	Coefficient	0,196	0,526	0,233	0,228	0,146	0,205	0,152
	Std. Error	0,099	0,240	0,157	0,101	0,023	0,055	0,076
	t-Statistic	1,987	2,191	1,487	2,259	6,224	3,720	1,985
	Prob.	0,053	0,039	0,144	0,030	0,000	0,000	0,052
GD	Coefficient	0,867	0,620	0,168	0,605	1,205	1,001	0,026
	Std. Error	0,125	0,195	0,155	0,148	0,176	0,187	0,098
	t-Statistic	6,957	3,171	1,089	4,083	6,829	5,355	0,265
	Prob.	0,000	0,004	0,282	0,000	0,000	0,000	0,792
R-squared		0,513	0,396	0,066	0,345	0,450	0,257	0,079
Adjusted R-squared		0,494	0,343	0,025	0,311	0,441	0,247	0,047
S.E. of regression		0,052	0,044	0,058	0,042	0,179	0,192	0,047
Sum squared resid		0,134	0,045	0,152	0,068	3,744	5,179	0,127
Log likelihood		81,202	45,721	70,074	73,110	37,770	34,348	99,599
Durbin-Watson stat		2,005	1,745	1,921	1,698	1,821	2,065	1,891
Mean dependent var		0,005	0,011	0,009	0,008	0,023	0,019	0,006
S.D. dependent var		0,073	0,055	0,059	0,051	0,239	0,222	0,048
Akaike info criterion		-3,008	-3,286	-2,795	-3,420	-0,579	-0,438	-3,220
Schwarz criterion		-2,895	-3,141	-2,678	-3,295	-0,510	-0,376	-3,115
F-statistic		25,855	7,536	1,593	10,009	47,920	24,241	2,453
Prob(F-statistic)		0,000	0,003	0,215	0,000	0,000	0,000	0,095

Από τα παραπάνω αποτελέσματα παρατηρούμε τα εξής:

- Οι μεταβλητές των τιμών των premium/discount και της απόδοσης του ΓΔ είναι στατιστικά σημαντικές σε όλες τις εταιρείες πλην της «Euroline». Συγκεκριμένα, η εταιρεία «Δίας» παρουσιάζει τα υψηλότερα t-statistics και για τις δύο μεταβλητές.
- Η στατιστική Durbin-Watson statistic παίρνει τιμές αρκετά μεγαλύτερες του 1.6 που σημαίνει ότι δεν υπάρχει πρόβλημα αυτοσυσχέτισης πρώτου βαθμού των residuals.
- Επίσης, παρατηρούμε ότι η στατιστική  $R^2$  λαμβάνει πολύ μεγαλύτερες τιμές στο συγκεκριμένο υπόδειγμα από ότι στα προηγούμενα όταν εξετάζονταν οι μεταβλητές μεμονωμένα, άρα το υπόδειγμα αυτό έχει πολύ καλύτερη ερμηνευτική ικανότητα από τα προηγούμενα.



Το τέταρτο υπόδειγμα εξετάζει τη σχέση του premium/discount με την απόδοση του ΓΔ:

$$Prem_t = a + b \cdot R_{GD_t} + \varepsilon_t \quad (5.4)$$

Εταιρία Μεταβλητή		ALTIUS	GLOBAL	EUROLINE	OMEGA	DIAS	AIOLIKH	ANDROMEDA
		C	Coefficient	-0,200	-0,198	-0,190	-0,167	0,042
Std. Error	0,011		0,008	0,008	0,011	0,065	0,025	0,029
t-Statistic	-18,564		-23,763	-22,577	-14,689	0,637	-4,789	-2,246
Prob.	0,000		0,000	0,000	0,000	0,525	0,000	0,029
GD	Coefficient	-0,031	0,012	-0,069	-0,159	0,826	0,440	0,427
	Std. Error	0,179	0,166	0,145	0,234	0,690	0,284	0,159
	t-Statistic	-0,171	0,075	-0,477	-0,678	1,197	1,551	2,695
	Prob.	0,865	0,941	0,635	0,502	0,234	0,123	0,009
R-squared		0,001	0,000	0,005	0,012	0,012	0,017	0,111
Adjusted R-squared		-0,019	-0,041	-0,017	-0,014	0,004	0,010	0,096
S.E. of regression		0,075	0,038	0,055	0,067	0,704	0,294	0,081
Sum squared resid		0,282	0,034	0,137	0,176	58,404	12,227	0,382
Log likelihood		61,890	49,396	72,503	53,601	-127,066	-27,077	66,562
Durbin-Watson stat		0,412	0,719	0,740	0,333	0,695	0,301	0,288
Mean dependent var		-0,201	-0,198	-0,192	-0,170	0,055	-0,113	-0,140
S.D. dependent var		0,074	0,037	0,054	0,067	0,705	0,296	0,085
Akaike info criterion		-2,303	-3,646	-2,938	-2,517	2,151	0,407	-2,152
Schwarz criterion		-2,228	-3,549	-2,860	-2,434	2,198	0,448	-2,082
F-statistic		0,029	0,006	0,228	0,459	1,433	2,406	7,262
Prob(F-statistic)		0,865	0,941	0,635	0,502	0,234	0,123	0,009

Από τα παραπάνω αποτελέσματα παρατηρούμε τα εξής:

- Η μεταβλητή του ΓΔ είναι σχετικά στατιστικά σημαντική για τις εταιρείες «Δίας», «Αιολική» και «Ανδρομέδα». Δηλαδή, φαίνεται ότι το premium/discount αυτών των εταιρειών επηρεάζεται από την πορεία του ΓΔ, κάτι το οποίο απεικονίζεται και στα παραπάνω διαγράμματα αυτού του κεφαλαίου.

Το πέμπτο υπόδειγμα εξετάζει τη σχέση του premium/discount της τρέχουσας περιόδου με την απόδοση του ΓΔ της προηγούμενης περιόδου προκειμένου να εξετάσουμε αν η απόδοση του ΓΔ μπορεί να προβλέψει την τιμή του premium/discount μιας ΕΕΧ. Η συγκεκριμένη γραμμική παλινδρόμηση πραγματοποιείται δύο φορές προκειμένου να διορθωθεί το πρόβλημα της αυτοσυσχέτισης<sup>4</sup>.

$$Prem_t = a + b \cdot R_{GD(t-1)} + \varepsilon_t \quad (5.5)$$

Εταιρία		ALTIUS	GLOBAL	EUROLINE	OMEGA	DIAS	AIOLIKH	ANDROMEDA
Μεταβλητή								
C	Coefficient	-0,208	-0,199	-0,191	-0,119	0,054	-0,112	-0,095
	Std. Error	0,028	0,018	0,017	0,063	0,142	0,089	0,047
	t-Statistic	-7,475	-11,256	-10,932	-1,907	0,381	-1,254	-2,011
	Prob.	0,000	0,000	0,000	0,065	0,704	0,212	0,049
GD(-1)	Coefficient	-0,002	0,062	0,002	-0,015	0,252	0,128	0,124
	Std. Error	0,097	0,123	0,105	0,089	0,487	0,121	0,076
	t-Statistic	-0,019	0,504	0,021	-0,165	0,517	1,060	1,627
	Prob.	0,985	0,620	0,983	0,870	0,606	0,291	0,110
AR(1)	Coefficient	0,766	0,643	0,623	0,891	0,644	0,853	0,905
	Std. Error	0,089	0,170	0,119	0,082	0,072	0,044	0,051
	t-Statistic	8,580	3,784	5,235	10,915	9,002	19,175	17,821
	Prob.	0,000	0,001	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
R-squared		0,611	0,417	0,389	0,769	0,417	0,730	0,863
Adjusted R-squared		0,594	0,361	0,361	0,756	0,407	0,726	0,858
S.E. of regression		0,046	0,031	0,044	0,033	0,547	0,156	0,032
Sum squared resid		0,099	0,020	0,084	0,039	34,429	3,357	0,057
Log likelihood		84,721	51,187	79,794	79,543	-94,759	63,448	118,713
Durbin-Watson stat		1,741	2,155	1,719	1,522	2,312	2,108	2,271
Mean dependent var		-0,205	-0,197	-0,191	-0,167	0,058	-0,112	-0,137
S.D. dependent var		0,072	0,038	0,055	0,066	0,711	0,298	0,085
Akaike info criterion		-3,269	-4,016	-3,339	-3,925	1,657	-0,857	-3,990
Schwarz criterion		-3,154	-3,868	-3,220	-3,797	1,727	-0,795	-3,884
F-statistic		36,904	7,510	13,699	59,796	41,171	186,513	173,151
Prob(F-statistic)		0,000	0,003	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Από τα παραπάνω αποτελέσματα παρατηρούμε τα εξής:

- Εφόσον έχει διορθωθεί το πρόβλημα της αυτοσυσχέτισης, η στατιστική  $R^2$  λαμβάνει υψηλές τιμές που σημαίνει ότι αυτό το υπόδειγμα έχει ερμηνευτική ικανότητα.

<sup>4</sup> Η πρώτη παλινδρόμηση βρίσκεται στο παράρτημα για περαιτέρω πληροφορίες και σύγκριση αποτελεσμάτων .

- Στη συνέχεια παρατηρούμε ότι το t-statistic της μεταβλητής του ΓΔ της προηγούμενης περιόδου είναι χαμηλό, δηλαδή η συγκεκριμένη μεταβλητή δεν είναι στατιστικά σημαντική. Κατά συνέπεια, η απόδοση του ΓΔ της προηγούμενης περιόδου δεν εμπεριέχει κάποιο στοιχείο πρόβλεψης για την τιμή του premium/discount κι αυτό ισχύει για όλες τις ΕΕΧ.

Το έκτο και τελευταίο υπόδειγμα εξετάζει τη σχέση της απόδοσης της ΕΕΧ της τρέχουσας περιόδου με το premium/discount της προηγούμενης περιόδου.

$$R_t = a + b \cdot Prem_{(t-1)} + \varepsilon_t \quad (5.6)$$

Εταιρία Μεταβλητή		ALTIUS	GLOBAL	EUROLINE	OMEGA	DIAS	ΑΙΟΛΙΚΗ	ANDROMEDA
C	Coefficient	-0,042	-0,012	-0,081	-0,023	0,026	0,010	0,005
	Std. Error	0,029	0,062	0,028	0,023	0,022	0,020	0,012
	t-Statistic	-1,471	-0,201	-2,879	-0,985	1,172	0,500	0,453
	Prob.	0,148	0,842	0,006	0,331	0,244	0,618	0,652
PREM(-1)	Coefficient	-0,246	-0,127	-0,457	-0,185	-0,052	-0,079	0,001
	Std. Error	0,133	0,309	0,141	0,126	0,031	0,063	0,074
	t-Statistic	-1,848	-0,412	-3,243	-1,475	-1,677	-1,258	0,019
	Prob.	0,071	0,684	0,002	-1,475	0,096	0,210	0,985
R-squared		0,065	0,007	0,189	0,054	0,023	0,011	0,000
Adjusted R-squared		0,046	-0,036	0,171	0,029	0,015	0,004	-0,018
S.E. of regression		0,070	0,056	0,052	0,051	0,238	0,222	0,048
Sum squared resid		0,238	0,073	0,123	0,097	6,644	6,894	0,133
Log likelihood		64,482	37,475	73,043	63,688	2,828	13,296	96,075
Durbin-Watson stat		1,311	1,333	1,897	1,309	1,677	1,930	1,711
Mean dependent var		0,008	0,013	0,007	0,009	0,023	0,019	0,005
S.D. dependent var		0,071	0,055	0,057	0,051	0,240	0,222	0,048
Akaike info criterion		-2,450	-2,838	-3,023	-3,084	-0,014	-0,159	-3,189
Schwarz criterion		-2,375	-2,740	-2,944	-3,000	0,033	-0,117	-3,119
F-statistic		3,416	0,170	10,518	2,176	2,811	1,584	0,000
Prob(F-statistic)		0,071	0,684	0,002	0,148	0,096	0,210	0,985

Από τα παραπάνω αποτελέσματα παρατηρούμε τα εξής:

- Η μεταβλητή του premium/discount της προηγούμενης περιόδου είναι στατιστικά σημαντική για όλες τις εταιρείες πλην της «Global» και της «Ανδρομέδα».
- Η στατιστική Durbin-Watson statistic παίρνει τιμές μεγαλύτερες του 1.6 στις εταιρείες «Euroline», «Δίας», «Αιολική» και «Ανδρομέδα» που σημαίνει ότι δεν υπάρχει πρόβλημα αυτοσυσχέτισης πρώτου βαθμού των residuals.
- Το σημαντικότερο που παρατηρούμε σε αυτό το υπόδειγμα είναι η αρνητική συσχέτιση που υπάρχει μεταξύ της απόδοσης της EEX της τρέχουσας περιόδου με το premium/discount της προηγούμενης περιόδου.

Τέλος, στο τελευταίο μέρος αυτής της ενότητας παρουσιάζεται η ανάλυση της Time Series Cross-Section Unbalanced Analysis.

<i>Source</i>	<i>SS</i>	<i>df</i>	<i>MS</i>	Number of obs = 490
<i>Model</i>	6.78461789	3	2.2615393	F ( 3, 486) = 140.06
<i>Residual</i>	7.84749889	486	0.016147117	Prob > F = 0.0000
<i>Total</i>	14.6321168	489	0.029922529	R-squared = 0.4637
				Adj R-squared = 0.4604
				Root MSE = 0.12707

<i>Return</i>	<i>Coef.</i>	<i>Std. Err.</i>	<i>t</i>	<i>P&gt; t </i>	<i>[95% Conf. Interval]</i>
<i>Nav</i>	0.9010183	0.0824524	10.93	0.7390112	1.063025
<i>Prdis</i>	0.1644435	0.0145873	11.27	0.1357815	0.1931055
<i>Gd</i>	0.3948978	0.0933741	4.23	0.211431	0.5783646
<i>cons</i>	0.0208275	0.006116	3.41	0.0088105	0.0328445

Η συγκεκριμένη ανάλυση πραγματοποιείται για το χρονικό διάστημα 1995-2006 με σκοπό την παρακολούθηση του συνόλου των EEX. Από τα παραπάνω αποτελέσματα μπορούμε να κατανοήσουμε ποια είναι η συμπεριφορά της απόδοσης των EEX σε σχέση με το premium/discount, την εσωτερική αξία και την απόδοση του ΓΔ κατά την διάρκεια του χρονικού διαστήματος που παρακολουθούμε το σύνολο των EEX. Παρατηρούμε ότι σε γενικές γραμμές και η εσωτερική αξία και το premium/discount και η απόδοση του ΓΔ αποτελούν ισχυρά στατιστικά σημαντικές μεταβλητές που επηρεάζουν την διαμόρφωση της απόδοσης των EEX. Επίσης, παρατηρούμε ότι η στατιστική  $R^2$  είναι σχετικά υψηλή οδηγώντας μας στο συμπέρασμα

ότι η συγκεκριμένη ανάλυση έχει αξιόλογη ερμηνευτική ικανότητα. Κατά γενικότερη ομολογία, στατιστικά σημαντικότερη μεταβλητή αποτελεί το premium/discount με το οποίο διαπραγματεύονται οι μετοχές των EEX ενώ και η απόδοση του ΓΔ συνεισφέρει σημαντικά στην διαμόρφωσή τους.

### 5.3 Συμπεράσματα οικονομετρικής ανάλυσης

Στο παρόν κεφάλαιο ολοκληρώθηκε η οικονομετρική ανάλυση χρησιμοποιώντας ως δείγμα τις υπάρχουσες ελληνικές Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου. Συγκεκριμένα, έγινε μία προσπάθεια προσέγγισης της ύπαρξης των noise traders στις EEX και μελέτης σχετικά με το κατά πόσο οι μεταβολές των discounts με τα οποία διατίθενται οι μετοχές των EEX προκαλούνται από τις μεταβολές των προσδοκιών τους.

Πιο αναλυτικά, πραγματοποιήθηκαν έξι υποδείγματα γραμμικής παλινδρόμησης σε κάθε μία από τις 7 υπάρχουσες EEX οι οποίες είναι: 1) Alpha Trust Ανδρομέδα A.E.E.X., 2) Altius Επενδυτική A.E.E.X., 3) Euroline Επενδυτική A.E.E.X., 4) Global Επενδυτικά Κεφάλαια Νέας Ευρώπης A.E.E.X., 5) Αιολική A.E.E.X., 6) Δίας A.E.E.X. και 7) Ωμέγα A.E.E.X.. Τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν για τις παλινδρομήσεις αφορούν την περίοδο λειτουργίας της κάθε EEX. Αυτές οι παλινδρομήσεις αφορούν το πρώτο μέρος της ανάλυσης που είναι η Time Series Cross-Section Analysis.

Στη συνέχεια, το δεύτερο μέρος της ανάλυσης αφορά το χρονικό διάστημα 1995-2006, δηλαδή το διάστημα από την έναρξη λειτουργίας της πρώτης EEX μέχρι το έτος 2006, και πραγματοποιείται προκειμένου να εξετάσουμε τη συμπεριφορά και τις μεταβολές σε αυτή που θα παρουσιάσουν οι αποδόσεις του συνόλου των EEX στο εξεταζόμενο χρονικό διάστημα. Ο συνδυασμός αυτού του είδους της ανάλυσης με την παραπάνω ανάλυση βελτιώνει την ποιότητα και την ποσότητα των δεδομένων στο μέγιστο βαθμό.

Από τις συγκεκριμένες αναλύσεις που πραγματοποιήθηκαν τα συμπεράσματα που εξάγουμε είναι τα εξής:

- Το ιδανικότερο υπόδειγμα που μπορεί να ερμηνεύσει την συμπεριφορά των αποδόσεων των EEX είναι το τρίτο, δηλαδή

$$R_t = a + b \cdot Prem_t + \gamma \cdot R_{GD_t} + \varepsilon_t$$

Αυτό ισχύει γιατί, όπως παρατηρούμε, το υπόδειγμα αυτό έχει πολύ καλύτερη ερμηνευτική ικανότητα σε σύγκριση με τα δύο παραπάνω υποδείγματα τα οποία αναλύουν τη σχέση της απόδοσης της ΕΕΧ με το premium/discount στο οποίο διαπραγματεύεται η μετοχή της. ( $R^2$  είναι υψηλότερο από ότι στα δύο προηγούμενα υποδείγματα). Παρατηρούμε ότι οι μεταβλητές του premium/discount και του ΓΔ είναι στατιστικά σημαντικότερες από ότι στα δύο προηγούμενα υποδείγματα.

- Επίσης, παρατηρούμε ότι στις εταιρείες «Δίας» και «Αιολική», που αποτελούν χαρακτηριστικά παραδείγματα του συγκεκριμένου δείγματος καθώς λειτουργούν μεγαλύτερο χρονικό διάστημα σε σχέση με τις άλλες εταιρείες και ακόμη γιατί το μεγαλύτερο μέρος του χαρτοφυλακίου τους αποτελείται από εγχώρια χρηματοοικονομικά προϊόντα, η μεταβλητή του ΓΔ είναι εξαιρετικά στατιστικά σημαντική κι αυτό δικαιολογείται από τους δύο προαναφερθέντες λόγους.
- Παράλληλα, παρατηρούμε ότι αυτό που απεικονίζεται στα διαγράμματα στην αρχή του παρόντος κεφαλαίου αποδεικνύεται και από το τέταρτο υπόδειγμα. Δηλαδή, ότι στις εταιρείες «Δίας», «Αιολική» και «Ανδρομέδα» το premium/discount στο οποίο διαπραγματεύονται οι μετοχές των εταιρειών αυτών ακολουθούν την πορεία του ΓΔ. Συγκεκριμένα, στην εταιρεία «Δίας», ο συντελεστής του ΓΔ είναι αρκετά υψηλός (0,82) ενώ και για τις τρεις παραπάνω εταιρείες παρατηρούμε ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του ΓΔ του Χρηματιστηρίου Αθηνών και του premium/discount το οποίο διαμορφώνεται.
- Το πέμπτο υπόδειγμα πραγματοποιήθηκε προκειμένου να ελέγξουμε αν η απόδοση του ΓΔ της προηγούμενης περιόδου μπορεί με κάποιον τρόπο να προβλέψει το ύψος του premium/discount στο οποίο θα διαπραγματεύεται η μετοχή μιας ΕΕΧ. Όπως προκύπτει από τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης, κάτι τέτοιο δεν ισχύει καθώς ο συντελεστής του ΓΔ δεν είναι στατιστικά σημαντικός για καμία από τις ΕΕΧ.
- Επίσης, πρέπει να επισημανθεί ότι από το εξεταζόμενο δείγμα των εταιρειών η «Δίας» ( $\beta=1,35$ ) και η «Αιολική» ( $\beta=1,09$ ) χαρακτηρίζονται ως επιθετικές. Αντίθετα, οι υπόλοιπες εταιρείες με  $\beta < 0$  χαρακτηρίζονται ως αμυντικές.

- Τέλος, το σημαντικότερο συμπέρασμα που διεξήχθη κατά την εκπόνηση της οικονομετρικής ανάλυσης αφορά το τελευταίο υποδείγμα. Ο σκοπός του συγκεκριμένου υποδείγματος ήταν να εξετάσει αν υπάρχει κάποια σχέση ανάμεσα στο premium/discount με το οποίο διαπραγματεύεται η μετοχή μιας ΕΕΧ την προηγούμενη περίοδο με την απόδοση της ΕΕΧ αυτής την αμέσως επόμενη περίοδο. Από τα αποτελέσματα αυτού του υποδείγματος, αυτό που πρέπει αρχικά να παρατηρήσουμε είναι η αρνητική συσχέτιση που υπάρχει ανάμεσα στο premium/discount της προηγούμενης περιόδου και στην απόδοση της επόμενης περιόδου σε όλες τις ΕΕΧ. Πιο συγκεκριμένα, στην εταιρεία «Δίας», που όπως έχουμε ήδη αναφέρει αποτελεί χαρακτηριστική περίπτωση του συγκεκριμένου δείγματος, το premium/discount της προηγούμενης περιόδου είναι εξαιρετικά στατιστικά σημαντικό.

Το τελευταίο αυτό συμπέρασμα αποτελεί την βάση της παρούσας εργασίας καθώς προϋποθέτει την ύπαρξη των noise traders στην αγορά των Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου. Πιο συγκεκριμένα, όταν η τιμή στην οποία διαπραγματεύεται η μετοχή μιας ΕΕΧ είναι μεγαλύτερη από το NAV της σημαίνει ότι ο επενδυτής θα αγοράσει αυτή τη μετοχή καταβάλλοντας κάποιο premium (αντίστοιχα αν τιμή της μετοχής είναι μικρότερη από το NAV τότε ο επενδυτής θα αγοράσει τη μετοχή αυτή σε discount). Σε περίπτωση που υπάρχει ιδιαίτερα θετικό κλίμα στην αγορά, οπότε και οι noise traders θα έχουν σχηματίσει θετικές προσδοκίες σχετικά με τη μελλοντική πορεία της αγοράς, η τιμή της μετοχής της ΕΕΧ θα σημειώνει άνοδο στην αμέσως επόμενη περίοδο δημιουργώντας υψηλότερο premium (ή αντίστοιχα χαμηλότερο discount). Η άνοδος αυτή της τιμής θα έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση της απόδοσης της ΕΕΧ. Όπως έχουμε ήδη αναφέρει σε προηγούμενο κεφάλαιο, θεωρώντας ότι οι θετικές προσδοκίες των noise traders θα αναστραφούν σε σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα, η τιμή της μετοχής αναμένεται να μειωθεί προκαλώντας μείωση των premia (ή αντίστοιχα αύξηση των discounts). Ταυτόχρονα, η μείωση της τιμής της μετοχής θα οδηγήσει σε αύξηση της απόδοσης της ΕΕΧ κι έτσι δημιουργείται μία αρνητική συσχέτιση μεταξύ του premium/discount της προηγούμενης περιόδου και της απόδοσης της ΕΕΧ την επόμενη περίοδο.

## Κεφάλαιο 6<sup>ο</sup>

### Συμπεράσματα-Ευρήματα

Ο σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας ήταν να παρουσιάσει αρχικά μία αναλυτική περιγραφή της έννοιας του behavioral finance. Το υπόλοιπο μέρος της εργασίας αφιερώθηκε στην ερμηνεία του σχετικά καινούργιου για τα ελληνικά δεδομένα όρου noise trading καθώς και τις επιπτώσεις που μπορεί αυτό να έχει στη μικρή και ρηχή ελληνική αγορά. Στη συνέχεια, γίνεται αναλυτική περιγραφή των Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου ενώ η εμπειρική ανάλυση εξετάζει τις επιπτώσεις της ύπαρξης των noise traders σε αυτού του είδους τα Αμοιβαία Κεφάλαια.

Ο κλάδος του behavioral finance αποτελεί το νέο παρακλάδι της χρηματοοικονομικής επιστήμης το οποίο σχετίζεται με την ψυχολογία των επενδυτών. Η αιτία που ώθησε την άνθιση του κλάδου αυτού ήταν ότι κατά την διάρκεια των χρόνων και παρά την πολυετή προσπάθεια των εκάστοτε οικονομολόγων, αποδεικνυόταν συνεχώς ότι διάφορα φαινόμενα δεν μπορούσαν να ερμηνευτούν με βάση την μέχρι τότε ισχύουσα θεωρία του «ορθολογικού επενδυτή» και οι κινήσεις των επενδυτών θεωρούνταν αδικαιολόγητες.

Η θεωρία του behavioral finance έχει επιτύχει να ερμηνεύσει την συμπεριφορά ορισμένων κατηγοριών επενδυτών και συγκεκριμένα τι είδους χαρτοφυλάκιο επιλέγουν και τον τρόπο με τον οποίο πραγματοποιούν τις συναλλαγές τους. Στην παρούσα εργασία γίνεται μία προσπάθεια μελέτης των ενεργειών των επενδυτών. Δύο παράγοντες που παίζουν πολύ σημαντικό ρόλο σε αυτό είναι οι εξής: α) εφόσον δεν υπάρχει πλέον κόστος για την εισαγωγή των επενδυτών στο χρηματιστήριο, όλο και περισσότεροι επενδυτές εισέρχονται σε αυτό επενδύοντας σε μετοχές και β) η διεθνής τάση που υπάρχει σχετικά με τα αποταμιευτικά-συνταξιοδοτικά προγράμματα καθιστά τους επενδυτές περισσότερο υπεύθυνους για την προσωπική τους ευμάρεια κατά τα συνταξιοδοτικά τους χρόνια. Τέλος, περιγράφονται συγκεκριμένες ενέργειες των



επενδυτών (όπως insufficient diversification, naïve diversification κ.α.) και τον τρόπο με τον οποίο η θεωρία του behavioral finance προσπαθεί να τις ερμηνεύσει.

Στη συνέχεια, αναλύεται με τη μεγαλύτερη δυνατή αξιοπιστία η έννοια των noise traders. Για την ανάλυση του συγκεκριμένου θέματος χρησιμοποιήθηκαν ιδιαίτερα ενδιαφέροντα άρθρα. Ένα από αυτά ήταν το άρθρο του **Fischer Black** με τίτλο **“Noise” (1986)** στο οποίο αναλύει την έννοια του «θόρυβου» και καταλήγει στο συμπέρασμα ότι ο «θόρυβος» είναι ο παράγοντας εκείνος που μπορεί να εμποδίσει, να παραποιήσει ή και να αλλάξει την σημασία ενός μηνύματος ή μιας πληροφορίας. Γενικά, ο «θόρυβος» είναι ο παράγοντας εκείνος ο οποίος δυσκολεύει την πρακτική εφαρμογή και εξέταση όλων των ακαδημαϊκών θεωριών σχετικά με την λειτουργία των οικονομικών και χρηματοοικονομικών αγορών κι έτσι είμαστε υποχρεωμένοι να δρούμε στο σκοτάδι.

Ο όρος που θα μπορούσε να χαρακτηρίσει καλύτερα τους noise traders δίνεται από τους **De Long, Shleifer, Summers** και **Waldmann** στο άρθρο τους **“Noise Trader Risk in Financial Markets” (1986)**: «οι noise traders αποτελούν ένα μεγάλο σύνολο μικροεπενδυτών οι οποίοι φαίνονται να συμπεριφέρονται κατά μη απόλυτα ορθολογικό τρόπο όσον αφορά τις επενδυτικές κινήσεις τους και η συμμετοχή τους στις καθημερινές συναλλαγές της αγοράς παρουσιάζει μεταβλητότητα». Τα παραπάνω χαρακτηριστικά καθιστούν τους noise traders σημαντική πηγή του noise trader risk. Το noise trader risk αποτελεί εκείνη τη μορφή κινδύνου που διέπει την αγορά κατά την οποία οι προσδοκίες των noise traders μπορούν να ενταθούν σε μεγάλο βαθμό και αυτό θα έχει αρνητικές επιπτώσεις για τους ορθολογικούς επενδυτές (arbitrageurs).

Επίσης, είναι εξαιρετικά ενδιαφέρον το παράδειγμα που παρουσιάζεται σχετικά με την ελληνική εταιρεία «Κλωστήρια Ναούσης Α.Ε.» η οποία αποτελεί ένα εμφανές παράδειγμα της ύπαρξης των noise traders.

Στη συνέχεια, ακολουθεί εκτενής ανάλυση του ορισμού των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου καθώς επίσης και του νομοθετικού πλαισίου που διέπει την λειτουργία τους. Η άνοδος της Ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς τα τελευταία χρόνια έχει καταστήσει τη συμμετοχή των Εταιριών του κλάδου σε σημαντικό παράγοντα της εγχώριας κεφαλαιαγοράς και οι Εταιρίες αυτές παρά την δύσκολη τριετία 2000-2002, έχουν επιτύχει ιδιαίτερα υψηλές αποδόσεις για τους μετόχους τους τα τελευταία χρόνια.

Παρόλα αυτά, λόγω του ότι οι περισσότεροι διαχειριστές Αμοιβαίων Κεφαλαίων, λειτουργούν σε περιορισμένο επενδυτικό φάσμα καθώς επίσης και η στασιμότητα της κεφαλαιαγοράς οδήγησαν σε συρρίκνωση τον κλάδο των ΕΕΧ. Οι βασικοί λόγοι που

οδήγησαν σε αυτήν την συρρίκνωση θα μπορούσαμε να πούμε ότι αφενός είναι η υπερβολική άντληση τεράστιου ύψους κεφαλαίων την κρίσιμη τριετία 1999-2001 τα οποία δεν αξιοποιήθηκαν σωστά και αφετέρου το γεγονός ότι το 2003, όταν οι μητρικές επιχειρήσεις απορρόφησαν τις θυγατρικές EEX προκειμένου να βελτιώσουν την κεφαλαιακή τους επάρκεια, δημιουργήθηκαν πολύ υψηλά discounts τα οποία εκμεταλλεύτηκαν οι μητρικές επιχειρήσεις αποκομίζοντας τεράστια κέρδη. Όμως, υπάρχει διάχυτη στην χρηματιστηριακή αγορά η άποψη ότι περαιτέρω συρρίκνωση του κλάδου των EEX θα έχει αρνητικές συνέπειες για την Ελληνική κεφαλαιαγορά.

Τέλος, όσον αφορά τις Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου αξίζει να σημειώσουμε ότι παρουσιάζουν αυξημένη μεταβλητότητα στις τιμές των μετοχών τους. Αυτό το στοιχείο αποτελεί μία σημαντική ομοιότητα που παρουσιάζουν τόσο οι ελληνικές όσο και οι αμερικανικές Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.

Από την εμπειρική ανάλυση που πραγματοποιήθηκε εξήχθησαν κάποια ενδιαφέροντα συμπεράσματα. Αρχικά, διαπιστώθηκε ότι η απόδοση μιας EEX εξαρτάται τόσο από το premium/discount με το οποίο διαπραγματεύεται η τιμή της μετοχής της αλλά κυρίως από την πορεία του ΓΔ. Επίσης, παρατηρήθηκε ότι οι αποδόσεις του ΓΔ δεν μπορούν να προβλέψουν το premium/discount με το οποίο θα διαπραγματεύεται η τιμή της μετοχής μιας EEX στην αμέσως επόμενη περίοδο. Είναι χαρακτηριστικό ότι στις εταιρείες «Δίας», «Αιολική» και «Ανδρομέδα» το premium/discount στο οποίο διαπραγματεύονται οι μετοχές των εταιρειών αυτών ακολουθούν την πορεία του ΓΔ. Αυτό εξηγείται από το γεγονός ότι οι επενδύσεις των συγκεκριμένων εταιρειών σε ξένα χρηματοοικονομικά προϊόντα είναι ελάχιστες σε αντίθεση με τις άλλες EEX. Τέλος, το συμπέρασμα το οποίο αποτελεί τον πρωταρχικό στόχο της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στο premium/discount της προηγούμενης περιόδου και στην απόδοση της επόμενης περιόδου σε όλες τις EEX. Για την πραγματοποίηση αυτού του φαινομένου βασική προϋπόθεση αποτελεί η ύπαρξη των noise traders.

Θα ήταν εξαιρετικά ενδιαφέρον να γίνει μία περαιτέρω ανάλυση και σύγκριση των ελληνικών και των αμερικανικών EEX προκειμένου να εξεταστεί η συμπεριφορά τους καθώς και η διαμόρφωση των premium/discount των μετοχών τους με ίδιο χρονικό ορίζοντα έτσι ώστε να διαπιστωθεί αν επηρεάζονται από παρόμοιους παράγοντες. Κάτι το οποίο θα ήταν εξίσου ενδιαφέρον θα ήταν η μελέτη των συνεπειών των εξαγορών των Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου από τις μητρικές τους, φαινόμενο που παρατηρείται αρκετά συχνά τα τελευταία χρόνια, στην διαμόρφωση του premium/discount με το οποίο διαπραγματεύονται οι μετοχές τους.

Παράρτημα

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΙΑ

ALTIUS ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.  
 ΑΔΕΙΑ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ: 4/186/7.3.2000  
 ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΗΤΡΩΟΥ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ: 45928/06/Β/00/39

ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΤΗΝ 31η ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2006  
 (Σύμφωνα με το Ν.3371/2005, άρθρο 34 και με την αποφ. της Ε.Κ. υπ' αριθμ. 4/278/12-8-03)

Σύνθεση Χαρτοφυλακίου ALTIUS ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	Τεμάχια	Μέση Τιμή Κτήσεως (€)	Τρέχουσα Τιμή 31.12.2006 (€)	Συνολική Αξία Κτήσεως (€)	Συνολική Τρέχουσα Αξία 31.12.2006 (€)	Διαφορά Αξίας
---	---------	--------------------------------	---------------------------------------	------------------------------------	--	------------------

**Ι. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**

**1. ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ Χ.Α.**

ΤΡΑΠΕΖΕΣ				1.836.160,80	1.850.204,28	14.043,48
ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΚΟ)	28.753	7,85	7,76	225.576,94	223.123,28	-2.453,66
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ (ΚΟ)	10.500	23,10	23,30	242.557,56	244.650,00	2.092,44
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΚΟ)	32.190	34,52	34,90	1.111.326,30	1.123.431,00	12.104,70
ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ	25.000	10,27	10,36	256.700,00	259.000,00	2.300,00

ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ				192.560,80	250.139,16	57.578,36
ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ (ΚΟ)	75000	1,55	1,56	116.128,20	117.000,00	871,80
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (ΚΟ)	43.227	1,77	3,08	76.432,60	133.139,16	56.706,56

ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ ΚΑΙ ΑΕΡΙΟ				403.894,42	390.400,00	-13.494,42
MOTOR OIL HELLAS	20.000	20,19	19,52	403.894,42	390.400,00	-13.494,42

ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ				1.170.735,38	1.206.487,54	35.752,16
ΔΕΗ Α.Ε.	19.000	19,28	19,20	366.325,06	364.800,00	-1.525,06
ΕΥΔΑΠ (ΚΟ)	30.832	6,83	7,22	210.734,12	222.607,04	11.872,92
Χ. ΡΟΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΟ)	29.417	18,84	19,30	554.174,20	567.748,10	13.573,90
Χ. ΡΟΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε. (ΠΟ)	2.940	13,44	17,46	39.502,00	51.332,40	11.830,40

ΤΑΞΙΔΙΑ ΚΑΙ ΑΝΑΨΥΧΗ				751.786,50	813.394,22	61.607,72
ΑΝΕΚ LINES (ΚΟ)	149.787	1,65	1,56	247.148,55	233.667,72	-13.480,83
EVEREST Α.Ε. (ΚΟ)	54.990	2,31	2,35	126.943,50	129.226,50	2.283,00
INTRALOT Α.Ε. (ΚΟ)	17.000	22,22	26,50	377.694,45	450.500,00	72.805,55

ΤΡΟΦΙΜΑ ΚΑΙ ΠΟΤΑ				545.384,45	535.733,00	-9.651,45
ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΜΙΚΡΟΓΕΥΜΑΤΑ (ΚΟ)	400.000	1,02	1,00	407.926,25	400.000,00	-7.926,25
ΝΗΡΕΥΣ Α.Ε. (ΚΟ)	34.450	3,99	3,94	137.458,20	135.733,00	-1.725,20

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ				80.250,00	95.250,00	15.000,00
ΙΛΥΔΑ Α.Ε. (ΚΟ)	75.000	1,07	1,27	80.250,00	95.250,00	15.000,00

ΥΓΕΙΑ				104.046,68	110.500,00	6.453,32
ΥΓΕΙΑ Α.Ε. (ΚΟ)	25.000	4,16	4,42	104.046,68	110.500,00	6.453,32

ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ				751.440,27	752.040,00	599,73
ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (ΚΟ)	36.000	18,30	18,14	658.637,94	653.040,00	-5.597,94
S&B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ	10.000	9,28	9,90	92.802,33	99.000,00	6.197,67

ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ-ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ				90.000,00	102.000,00	12.000,00
ΜΕΤΚΑ (ΚΟ)	10.000	9,00	10,20	90.000,00	102.000,00	12.000,00

ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΚΑΙ ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ				335.666,25	390.658,30	54.992,05
ΕΛΜΕΚ ΣΠΟΡΤ (ΚΟ)	40.610	2,33	2,85	94.679,23	115.738,50	21.059,27
FASHION BOX SA (ΚΟ)	37.062	2,21	2,90	81.907,02	107.479,80	25.572,78
ΣΑΡΑΝΤΗΣ (ΚΟ)	11.000	7,50	8,04	82.500,00	88.440,00	5.940,00
SATO (ΚΟ)	25.000	3,06	3,16	76.580,00	79.000,00	2.420,00

ΧΗΜΙΚΑ				195.438,52	224.650,08	29.211,56
DRUCKFARBEN	55.253	2,84	3,36	156.918,52	185.650,08	28.731,56
ΣΠΥΡΟΥ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΑ)	20.000	1,93	1,95	38.520,00	39.000,00	480,00

ΕΜΠΟΡΙΟ				218.511,21	262.207,00	43.695,79
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ (ΚΟ)	5.000	6,18	6,38	30.900,00	31.900,00	1.000,00
Κ.Α.Ε. (ΚΟ)	11.430	13,34	15,80	152.435,43	180.594,00	28.158,57
ΞΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)	3.650	9,64	13,62	35.175,78	49.713,00	14.537,22
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ -ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ				911.188,05	929.400,00	18.211,95
ΑΒΑΞ (ΚΟ)	100.300	6,17	6,00	619.065,60	601.800,00	-17.265,60
ΒΙΟΤΕΡ Α.Ε. (ΚΟ)	133.000	0,93	1,20	124.122,45	159.600,00	35.477,55
ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ (ΚΟ)	600.000	0,28	0,28	168.000,00	168.000,00	0,00
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α. (1)				7.587.063,33	7.913.063,58	326.000,25
<b>2. ΜΕΤΟΧΕΣ ΠΡΟΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b>						
ΛΑΙΚΗ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΛΤΔ	18.135	6,49	6,49	117.680,04	117.680,04	0,00
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΠΡΟΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗ (I2)				117.680,04	117.680,04	0,00
<b>3. ΜΕΤΟΧΕΣ ΜΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ</b>						
ΠΕΤΡΟ Α.Ε.	30.000	0,67	0,67	20.010,00	20.010,00	0,00
ΣΥΝΟΛΟ ΜΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (I3)				20.010,00	20.010,00	0,00
<b>4. ΜΕΤΟΧΕΣ ΔΙΕΓΡΑΜΜΕΝΕΣ ΑΠΟ ΤΟ Χ.Α.</b>						
ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΖΩΗΣ Α.Ε.	88.470	0,00	0,00	0,01	0,01	0,00
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΥΠΟ ΕΠΙΤΗΡΗΣΗ (I4)				0,01	0,01	0,00
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ (I1 + I2+ I3+ I4)				7.724.753,38	8.050.753,63	326.000,25
<b>5. ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ</b>						
ΓΑΜΕΙΟ				108,33	108,33	0,00
ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ ΟΨΕΩΣ				1.009,08	1.009,08	0,00
ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ ΟΨΕΩΣ ΣΕ ΞΕΝΟ ΝΟΜΙΣΜΑ				9.155,56	9.080,36	-75,20
REPOS				1.279.000,00	1.279.000,00	0,00
ΣΥΝΟΛΟ I.5				1.289.272,97	1.289.197,77	-75,20
ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ( I )				9.014.026,35	9.339.951,40	325.925,05
<b>I. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ (1)</b>						
<b>I. ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ</b>						
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA (EUR)	22.500	18,25	18,24	410.625,00	410.400,00	-225,00
COMMERZBANK (EUR)	5.000	27,56	28,85	137.800,00	144.250,00	6.450,00
DEUTSCHE TELEKOM (EUR)	20.000	13,24	13,84	264.800,00	276.800,00	12.000,00
ELMA HOLDINGS (EUR)	300.000	0,07	0,12	21.000,00	36.000,00	15.000,00
ENAGAS SHR (EUR)	20.000	18,22	17,62	364.399,50	352.400,00	-11.999,50
HELESI (EUR)	82.716	1,72	1,79	142.212,19	148.433,86	6.221,67
HELLENIC BANK LIMITED (EUR)	90.000	3,01	3,32	270.654,55	298.800,00	28.145,45
HOSPITALITY PROPERTIES TRUST (EUR)	3.500	35,98	36,09	125.925,79	126.313,60	387,81
BERDROLA S.A. (EUR)	10.000	33,10	33,12	331.000,00	331.200,00	200,00
INDUSTRIAL AND COMM BK OF CHINA (EUR)	750.000	0,37	0,47	274.985,54	353.700,00	78.714,46
Koninklijke Ahold NV (EUR)	20.000	8,63	8,06	172.600,00	161.200,00	-11.400,00
NORTEL NETWORKS CORP NEW (EUR)	10.000	17,12	20,30	171.178,52	202.961,00	31.782,48
PARTY GAMING PLC, GIBRALTAR SHS (EUR)	160.000	0,58	0,47	92.272,69	75.648,00	-16.624,69
SFS GROUP PUBLIC COMPANY (EUR)	429.664	0,27	0,24	116.729,57	103.119,36	-13.610,21
WEST CHINA CEMENT (EUR)	40.000	1,56	1,77	62.268,35	70.888,00	8.619,65
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ				2.958.451,70	3.092.113,82	133.662,12

<b>2.ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>				<b>835.943,97</b>	<b>845.707,50</b>	<b>9.763,53</b>
COMMERZBANK XS0265371343 (EUR)	2.000	102,07	102,37	204.133,97	204.734,79	600,82
COMMERZBANK XS0273163369 (EUR)	3.000	94,45	97,57	283.350,00	292.710,00	9.360,00
COMMERZBANK XS0275190758 (EUR)	3.500	99,56	99,50	348.460,00	348.262,71	-197,29
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ (II)</b>				<b>3.794.395,67</b>	<b>3.937.821,32</b>	<b>143.425,65</b>
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ (I) + (II)</b>				<b>12.808.422,02</b>	<b>13.277.772,72</b>	<b>469.350,70</b>

Σημείωση:

1. Η τρέχουσα αξία των χρεογράφων που διαπραγματεύεται σε Χρηματιστεία έχει προσδιοριστεί με βάση την τιμή κλεισίματος της 29ης Δεκεμβρίου 2006.
2. Για τα μη εισηγμένα στο χρηματιστήριο χρεόγραφα η τρέχουσα αξία προσδιορίστηκε με βάση την εσωτερική λογιστική τους αξία σύμφωνα με τον τελευταίο ελεγμένο ισολογισμό τους (31.12.2005).
3. Οι 18.135 μετοχές της Λαϊκής Κυπριακής Τράπεζας προέκυψαν από την ανταλλαγή 15.000 μετοχών της Εγγυηθείσας Τράπεζας. Η τρέχουσα τιμή τους είναι η ίδια με τη μέση τιμή κλεισίματος, διότι την 29.12.2006 η νέα μετοχή δεν διαπραγματεύτηκε. Την 5.1.2007 παρελήφθησαν οι νέες μετοχές, οι οποίες την ίδια ημερομηνία μετονομάστηκαν σε Μαοφιν Πορταλάο Bank

Ανεμό, 10.1.2007

Για την ALTIUS ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.

Ο Πρόεδρος Δ.Σ.

Ο Αντιπρόεδρος Δ.Σ.  
για Διευθύνων Σύμβουλοι

Ο Υπεύθυνος Λογιστηρίου

ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΑΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΕΙΝΑΙ Η EFG EUROBANK ERGASIAS







ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΤΗΣ GLOBAL ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΝΕΑΣ ΕΥΡΩΠΗΣ Α.Ε.Ε.Χ. (31/12/2006)						
Αρ. Αδείας Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 3/233/13.12.2001						
Σύνθεση χαρτοφυλακίου της GLOBAL ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΝΕΑΣ ΕΥΡΩΠΗΣ Α.Ε.Ε.Χ.	Τεμάχια	Μέση Τιμή Κτήσεως(€)	Τιμή 31/12/2006 (€)	Συνολική Αξία Κτήσεως(€)	Συνολική Αξία 31/12/2006 (€)	Διαφορά Αξίας (Στήλες 5-4)
ΚΡΑΤΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ ΤΟΥΡΚΙΑΣ				5,240,982.44	5,470,278.98	229,296.54
ALTYNYILDIZ 22/10/08	1,400,000	0.5270	0.5338	737,730.81	747,317.60	9,586.79
TURKEY GOVERNMENT 10/02/2010 15%	500,000	0.6835	0.5146	341,759.25	257,322.96	-84,436.29
TURKEY GOVERNMENT BOND TURKGB 14% 19/01/11	1,500,000	0.4890	0.5014	733,573.72	752,172.75	18,599.03
TURKEY GOVERNMENT BOND TURKGB 09/04/08	6,000,000	0.3796	0.4201	2,277,736.16	2,520,386.27	242,650.11
TURKEY GOVERNMENT BOND TURKGB 16/07/08	3,000,000	0.3834	0.3977	1,150,182.50	1,193,079.40	42,896.90
Σύνολο II.2.				7,413,326.50	7,603,460.45	190,133.95
4 ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ						
Καταθέσεις σε Ξένο Νόμισμα				762,093.04	787,528.06	25,435.02
Λίρα Τουρκίας (TRY)	683,342.53	0.5292	0.5365	361,612.41	366,600.07	4,987.66
Φιορίνι Ουγγαρίας (HUF)	105,977,040.00	0.0038	0.0040	400,480.63	420,927.99	20,447.36
Καταθέσεις σε Λογαριασμό Περιθωρίων Ασφάλισης Σ.Μ.Ε.				49,323.65	50,045.68	722.03
Φιορίνι Ουγγαρίας (HUF)	12,600,000.00	0.0039	0.0040	49,323.65	50,045.68	722.03
Σύνολο II.4.				811,416.69	837,573.74	26,157.05
5 ΛΟΙΠΑ						
Μερισματα						
Μερ. EVRAZ GROUP SA-GDR2	18,000	0.2688	0.2582	4,837.56	4,646.92	-190.64
Μερ. JSC MMC NORILSK NICKEL -A	28,000	1.3155	1.2774	36,833.16	35,767.60	-1,065.56
Μερ. MOBINIL-EGYPTIAN MOBILE	127,100	0.6171	0.6128	78,431.64	77,892.71	-538.93
Μερ. NOVOLIPETSK FEROUS METAL	300,000	0.0499	0.0468	14,984.65	14,047.11	-937.54
Μερ. SIF 2 MOLDOVA 1	1,160,000	0.0192	0.0198	22,305.13	22,970.30	665.17
Μερ. SIF 5 OLTEENIA 1	987,000	0.0172	0.0177	16,995.75	17,502.59	506.84
Σύνολο II.5.				174,387.89	172,827.23	-1,560.66
Σύνολο Επενδύσεων Εξωτερικού (II)				55,912,285.34	61,781,258.42	5,868,973.08
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ (I)+(II)				73,791,950.22	82,169,547.91	8,377,597.69
ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΤΗΣ GLOBAL ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΝΕΑΣ ΕΥΡΩΠΗΣ Α.Ε.Ε.Χ. (31/12/2006)						
Αρ. Αδείας Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 3/233/13.12.2001						
Σύνθεση χαρτοφυλακίου της GLOBAL ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΝΕΑΣ ΕΥΡΩΠΗΣ Α.Ε.Ε.Χ.	Τεμάχια	Μέση Τιμή Κτήσεως(€)	Τιμή 31/12/2006 (€)	Συνολική Αξία Κτήσεως(€)	Συνολική Αξία 31/12/2006 (€)	Διαφορά Αξίας (Στήλες 5-4)
III ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	1	2	3	4	5	6
1 Futures (ΣΜΕ) (2)						
FTASE71 JAN 2007 - Λήξη: 19/01/2007	40	2325.81	2377.11	465,161.26	475,422.00	10,260.74
Σύνολο III.1.				465,161.26	475,422.00	10,260.74
Σύνολο Επενδύσεων σε Παράγωγα Εσωτερικού (III)				465,161.26	475,422.00	10,260.74
IV ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ						
1 Futures (ΣΜΕ) (2)						
BUX712 (Budapest Stock Exchange Equity Index) Λήξη 21/12/2007	900	99.27	98.80	893,397.55	889,184.41	-4,213.14
Σύνολο IV.1.				893,397.55	889,184.41	-4,213.14
6 Λοιπά Παράγωγα						
Εξωχρηματοπιστωτικά Παράγωγα Προϊόντα						
FORWARD Πώληση TRY/EURO 201206-050107	-5,000,000	1.9017	1.8640	-2,629,274.87	-2,682,403.43	-53,128.56
FORWARD Πώληση USD/EURO 121206-090107	-2,000,000	1.3257	1.3170	-1,508,599.39	-1,518,602.89	-10,003.50
FORWARD Πώληση USD/EURO 181206-090107	-4,000,000	1.3129	1.3170	-3,046,792.64	-3,037,205.77	9,586.87
FORWARD Πώληση USD/EURO 201206-090107	-4,000,000	1.3242	1.3170	-3,020,778.42	-3,037,205.77	-16,427.35
FORWARD Πώληση USD/EURO 201206-090107	-2,000,000	1.3242	1.3170	-1,510,389.21	-1,518,602.89	-8,213.68
FORWARD Πώληση USD/EURO 201206-090107	-4,500,000	1.3242	1.3170	-3,398,375.73	-3,416,856.49	-18,480.76
Σύνολο IV.6.				-15,114,210.26	-15,210,877.24	-96,666.98
Σύνολο Επενδύσεων σε Παράγωγα Εξωτερικού (IV)				-14,220,812.71	-14,321,692.83	-100,880.12
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ (III+IV)				-13,755,651.45	-13,846,270.83	-90,619.38

**Σημειώσεις :**

1. Η αγοραία αξία των χρεογράφων που είναι εισηγμένα στο Χρηματιστήριο Αθηνών, προσδιορίστηκε σύμφωνα με τη χρηματιστηριακή τιμή κλεισίματος της 29.12.2006.
2. Η αγοραία αξία των χρεογράφων που είναι εισηγμένα σε χρηματιστήρια του εξωτερικού, προσδιορίστηκε σύμφωνα με τη χρηματιστηριακή τιμή κλεισίματος της 29.12.2006, όπως αυτή απεικονίζεται στο μέσο ηλεκτρονικής πληροφόρησης BLOOMBERG.
3. Η μετατροπή σε Ευρώ της αγοραίας αξίας των κινητών αξιών σε ξένο νόμισμα, έγινε σύμφωνα με το δελτίο ισοτιμιών της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 29ης Δεκεμβρίου 2006.
4. Η τρέχουσα αξία προθεσμιακών καταθέσεων περιλαμβάνει τις μέχρι 31.12.2006 αποδόσεις αυτών.
5. Η τρέχουσα αξία των μερισμάτων, των καταθέσεων σε ξένο νόμισμα και των προθεσμιακών πράξεων συναλλάγματος (forward) προέκυψε με βάση το δελτίο ισοτιμιών της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 29ης Δεκεμβρίου 2006.
6. Η αγοραία αξία των ομολόγων της αλλοδαπής έχει προσδιορισθεί με βάση την τιμή κλεισίματος της 29.12.2006, όπως αυτή απεικονίζεται στο μέσο ηλεκτρονικής πληροφόρησης BLOOMBERG. Ειδικά η αγοραία αξία του εντόκου γραμματίου Αιγυπτιακού δημοσίου έχει προσδιορισθεί με βάση την τιμή κλεισίματος 29.12.2006 όπως ανακοινώθηκε από την τράπεζα UBS London.
- 7.(α) Οι υποχρεώσεις προς χρηματιστές την 31.12.2006 από μη εκκαθαρισμένες αγορές μετοχών ανέρχονται σε ευρώ 152.726,53.
- (β) Οι απαιτήσεις από χρηματιστές την 31.12.2006 από μη εκκαθαρισμένες πωλήσεις μετοχών ανέρχονται σε ευρώ 1.319.394,92.
8. Η S.C. Alumil Rom Industry SA προέρχεται από δημόσια εγγραφή στο χρηματιστήριο της Ρουμανίας και είναι υπό παραλαβή.
9. Η εσωτερική αξία της μετοχής στις 29.12.2006 ήταν 4,97
10. Η υπεραξία του χαρτοφυλακίου στις 29.12.2006 ήταν € 8.258.693,44

9-Ιαν-2007

ΑΝΤΙΠΡΟΕΔΡΟΣ & ΔΙΕΥΘΥΝΩΝ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ

Ο ΠΡΟΪΣΤΑΜΕΝΟΣ ΛΟΓΙΣΤΗΡΙΟΥ



ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΤΗΣ EUROLINE ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ. ΤΗΣ 31.12.2006

Σύνθεση Χαρτοφυλακίου	Τεμάχια	Μέση Τιμή Κτήσης σε ευρώ	Τιμή Τελευταίας Ημέρας Τριμήνου σε ευρώ	Συνολική Αξία Κτήσης σε ευρώ	Συνολική Αξία Τελευταίας Ημέρας Τριμήνου σε ευρώ	Διαφορά Αξίας (Στήλες 5-4)
MICROSOFT CORPORATION	9,000	22.29	22.67	200.603,26	204.054,67	3.451,41
UNISYS CORP	17,000	5.73	5.95	97.422,68	101.199,70	3.777,02
PROCTER & GAMBLE CO	5,000	48.96	48.80	244.786,73	244.001,52	-785,21
PEPSICO INC	7,000	51.55	47.49	360.837,28	332.460,14	-28.377,14
MOTOROLA INC	16,000	19.24	15.61	307.883,44	249.779,80	-58.103,64
HEALTH CARE SELECT SECTOR	6,000	25.44	25.43	152.633,09	152.574,03	-59,06
MITSUBISHI UFJ FINL GRP-ADR	22,000	10.12	9.45	222.606,64	207.972,67	-14.633,97
CONOCOPHILLIPS	4,000	47.02	54.63	188.088,46	218.526,96	30.438,50
BIOTECH HOLDERS TRUST	1,000	146.01	139.50	146.011,06	139.498,86	-6.512,20
STREETTRACKS GOLD TRUST	8,000	47.32	48.00	378.569,40	383.963,55	5.394,15
BRISTOL - MYERS SQUIBB CO	6,000	19.68	19.98	118.104,27	119.908,88	1.804,61
ΣΥΝΟΛΟ				3.299.302,51	3.222.809,42	-76.493,09
ΜΕΤΟΧΕΣ (ΕΛΒΕΤΙΑ)						
BARRY CALLEBAUT AG	846	377.73	382.72	319.555,42	323.784,93	4.229,51
UBS AG	6,000	46.90	46.08	281.419,06	276.495,11	-4.923,95
NESTLE SA-REGISTERED	650	270.39	269,46	175.755,24	175.150,91	-604,33
CLARIANT AG-RED	15,000	10.64	11,36	159.624,71	170.359,08	10.734,37
NOVARTIS AG	2,500	45.37	43,72	113.431,68	109.294,29	-4.137,39
ΣΥΝΟΛΟ				1.049.786,11	1.055.084,32	5.298,21
ΜΕΤΟΧΕΣ (ΑΓΓΛΙΑ)						
PEARSON PLC	23,000	11.22	11,49	258.100,93	264.251,68	6.150,75
SMITH & NEPHEW PLC	22,000	7.40	7.94	162.715,74	174.623,98	11.908,24
BHP BILLITON PLC	14,000	13.80	13,92	193.250,97	194.832,46	1.581,49
ΣΥΝΟΛΟ				614.067,64	633.708,12	19.640,48
ΜΕΤΟΧΕΣ (ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ)						
BIOTA HOLDINGS LIMITED	130,000	0.78	0.97	101.753,77	126.175,78	24.422,01
ΣΥΝΟΛΟ				101.753,77	126.175,78	24.422,01
ΣΥΝΟΛΟ ΙΙ.1				6.895.225,03	6.911.167,64	15.942,61
ΟΜΟΛΟΓΙΑ						
ΟΜΟΛΟΓΑ FRN						
GR-110311-FRN -08 EIB	500	100,00	98,25	500.000,00	491.250,00	-8.750,00
GR-291149-FRN -45 NBOG LIM	1,060	86,00	85,00	911.600,00	901.000,00	-10.600,00
GR-291149-FRNE-45 EFG	1,450	82,00	82,00	1.189.000,00	1.189.000,00	0,00
GR-280249-FRN -44 ALPHA GROUP	1,550	75,00	75,00	1.162.500,00	1.162.500,00	0,00
GR-040220-FRN -15 EIB 5%	500	85,25	84,10	426.250,00	420.500,00	-5.750,00
GR-200520-FRN -15 EIB 6%	200	84,75	84,50	169.500,00	169.000,00	-500,00
GR-090535-FRN -30 RABOBANK	300	85,50	85,50	256.500,00	256.500,00	0,00
ΣΥΝΟΛΟ ΙΙ.2				4.615.350,00	4.589.750,00	-25.600,00
ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ ΙΙ.				11.510.575,03	11.500.917,64	-9.657,39
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ(I)+(II)				27.124.760,69	28.044.317,62	919.556,93
III. ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ						
1 Futures (ΣΜΕ)						
FTASE7A	-200	2.319,29	2.388,00	-2.319.287,50	-2.388.000,00	-68.712,50
ΣΥΝΟΛΟ ΙΙΙ.1				-2.319.287,50	-2.388.000,00	-68.712,50
ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ				-2.319.287,50	-2.388.000,00	-68.712,50
III. ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ						
IV. ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ						
1 Futures (ΣΜΕ)	18	100,69	100,50	2.265.626,99	2.261.275,24	-4.351,75
CME EURO CURRENCY USD 2.983.830,75 (ΛΗΞΗ 03/2007)				2.265.626,99	2.261.275,24	-4.351,75
ΣΥΝΟΛΟ ΙV.1						
2 Options (ΣΔΠ)	3	9,53	4,78	2.858,00	1.435,08	-1.422,92
OSPX0107P1.400 (\$ 3.810)	2	7,35	9,34	1.469,36	1.867,88	398,52
OSPX0107P1.420 (\$ 1.940)				4.327,36	3.302,96	-1.024,40
ΣΥΝΟΛΟ ΙV.2				2.269.954,35	2.264.578,20	-5.376,15
ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ ΙV.				4.589.241,85	4.652.578,20	-74.088,65
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ(III)+(IV)						

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ:

1. Η τρέχουσα αξία των χρεογράφων που είναι εισηγμένα στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών έχει προσδιορισθεί με βάση την τιμή κλεισίματος "Ζήτησης ή Προσφοράς τοις μετρητοίς", της 29ης Δεκεμβρίου 2006.
2. Οι μετοχές που έχει προεγγραφεί η Εταιρία για τη συμμετοχή της στην επικείμενη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Singular Logic A.E., έχουν αποτιμηθεί στην τιμή κτήσης (τιμή τελευταίας ημέρας τριμήνου) μέχρι την οριστική έγκριση της εν λόγω αύξησης από τις Αρχές αρχές και την εισαγωγή των μετοχών αυτών προς διαπραγμάτευση στο Χ.Α..
3. Η τρέχουσα τιμή των χρεογράφων που είναι διαπραγματεύσιμα σε οργανωμένες αγορές του εξωτερικού, προσδιορίστηκε με βάση την τιμή κλεισίματος στις 29 Δεκεμβρίου 2006.
4. Τα Ομόλογα εξωτερικού διαπραγματεύονται στα Χρηματιστήρια EURONEXT και Λουξεμβούργου και αποτιμήθηκαν στην τιμή κλεισίματος στις 29.12.2006.
5. Η αποτίμηση των ξένων νομισμάτων έγινε με βάση τη συναλλαγματική ισοτιμία των νομισμάτων αυτών με το ευρώ, όπως αναφέρεται στο επίσημο δελτίο της ΕΚΤ της 29.12.2006.
6. Οι δεδουλευμένοι τόκοι, απαλλαγμένοι από τον φόρο, των καταθέσεων προθεσμίας καθώς και των ομολόγων εξωτερικού ανέρχονται στις 31.12.2006 στο ποσό των 174,83 ευρώ και 151.915,37 αντίστοιχα.
7. Στο γενικό σύνολο των επενδύσεων σε παράγωγα αναγράφεται η συνολική θέση της Εταιρίας.
8. Ο Θεματοφύλακας της Εταιρίας είναι η Marfin Bank ATE.

ΜΑΡΟΥΣΙ, 05/01/2007

Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΤΟΥ Δ.Σ.

Ο ΑΝΤΙΠΡΟΕΔΡΟΣ ΤΟΥ Δ.Σ.  
& ΔΙΕΥΘΥΝΩΝ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ

Ο ΠΡΟΣΤΑΜΕΝΟΣ  
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΑ

Βεβαιώνουμε ότι η αποτίμηση των στοιχείων του χαρτοφυλακίου της εταιρίας EUROLINE ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΑΕΕΧ και η εκκαθάριση των συναλλαγών της πραγματοποιήθηκε σύμφωνα με τις ισχύουσες διατάξεις

ΜΑΡΟΥΣΙ, 08/01/2007

ΓΙΑ ΤΟ ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΑ  
MARFIN BANK ATE

**ΩΜΕΓΑ Α.Ε.Ε.Χ.**  
**ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΤΗΝ 31/12/2006**  
(Σύμφωνα με το Ν.3371/2005, άρθρο 34)  
**ΑΔΕΙΑ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ : 3/167/7.9.1999**  
**ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΗΤΡΩΟΥ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ : 44328/06/Β/99/48**

Σύνθεση Χαρτοφυλακίου	Τεμάχια	Μέση Τιμή Κτήσεως (€)	Τιμή 31/12/2006 (€)	Συνολική Αξια Κτήσεως (€)	Συνολική Αξια 31/12/2006 (€)	Διαφορά Αξιας (Στήλες 5-4)
Ι.ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	1	2	3	4	5	6
<b>1. ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ Χ.Α.</b>						
<b>ΤΡΑΠΕΖΕΣ</b>				3.871.462,11	4.528.796,00	657.333,89
ΓΕΝΙΚΗ (ΚΟ)	38.020	10,12	8,80	384.673,60	334.576,00	-50.097,60
ΕΘΝΙΚΗ (ΚΟ)	35.000	31,46	34,90	1.101.179,65	1.221.500,00	120.320,35
ΠΕΙΡΑΙΩΣ (ΚΟ)	37.000	15,62	24,42	577.980,00	903.540,00	325.560,00
ALPHA BANK (ΚΟ)	50.000	17,64	22,90	882.142,86	1.145.000,00	262.857,14
EUROBANK ERGASIAS (ΚΟ)	9.000	22,27	27,44	200.400,00	246.960,00	46.560,00
ΑΤΕ BANK (ΚΟ)	50.000	5,00	3,90	250.000,00	195.000,00	-55.000,00
ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ	27.000	17,60	17,86	475.086,00	482.220,00	7.134,00
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ</b>				136.819,62	197.160,00	60.340,38
VIVARTIA ΑΒΕΕ (ΚΟ)	4.000	14,30	14,44	57.220,00	57.760,00	540,00
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε.(ΚΟ)	10.000	7,96	13,94	79.599,62	139.400,00	59.800,38
<b>ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ</b>				1.590.400,00	1.969.320,00	378.920,00
ΟΤΕ (ΚΟ)	57.000	18,00	22,76	1.026.000,00	1.297.320,00	271.320,00
COSMOTE (ΚΟ)	30.000	18,81	22,40	564.400,00	672.000,00	107.600,00
<b>ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ</b>				594.000,00	522.000,00	-72.000,00
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.(ΚΟ)	50.000	11,88	10,44	594.000,00	522.000,00	-72.000,00
<b>ΗΛΕΚΤΡΙΚΗ ΕΝΕΡΓΕΙΑ</b>				646.100,00	672.000,00	25.900,00
ΔΕΗ Α.Ε.(ΚΟ)	35.000	18,46	19,20	646.100,00	672.000,00	25.900,00
<b>ΥΔΡΕΥΣΗ</b>				136.926,67	137.180,00	253,33
ΕΥΔΑΠ Α.Ε.(ΚΟ)	19.000	7,21	7,22	136.926,67	137.180,00	253,33
<b>ΕΠΙΒΑΤΗΓΟΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑ</b>				13.960,00	14.040,00	80,00
ΑΝΕΚ LINES (ΚΟ)	9.000	1,55	1,56	13.960,00	14.040,00	80,00
<b>ΤΥΧΕΡΑ ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ</b>				466.981,82	468.480,00	1.498,18
ΟΠΑΠ Α.Ε.(ΚΟ)	16.000	29,19	29,28	466.981,82	468.480,00	1.498,18
<b>ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ &amp; ΕΙΔΗ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ</b>				69.088,74	72.414,32	3.325,58
FRIGOGLASS Α.Ε (ΚΟ)	4.331	15,95	16,72	69.088,74	72.414,32	3.325,58
<b>ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ</b>				77.940,68	77.100,00	-840,68
ΙΝΤΡΑΚΟΜ (ΚΟ)	15.000	5,20	5,14	77.940,68	77.100,00	-840,68
<b>ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ-ΤΣΙΜΕΝΤΑ</b>				321.416,00	326.270,00	4.854,00
ΤΙΤΑΝ (ΚΟ)	7.900	40,69	41,30	321.416,00	326.270,00	4.854,00
<b>ΤΡΟΦΙΜΑ</b>				51.457,60	44.293,44	-7.164,16
ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ Α.Ε.(ΚΟ)	6.364	8,09	6,96	51.457,60	44.293,44	-7.164,16
<b>ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ &amp; ΛΟΙΠΑ ΚΑΤΑΛΥΜΑΤΑ</b>				67.600,00	62.600,00	-5.000,00
ASTIR PALACE (ΚΟ)	10.000	6,76	6,26	67.600,00	62.600,00	-5.000,00
<b>ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ</b>				69.248,82	54.000,00	-15.248,82
ΜΑΪΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε.(ΚΟ)	20.000	3,46	2,70	69.248,82	54.000,00	-15.248,82
<b>ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ</b>				125.236,50	89.650,00	-35.586,50
ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.Β.Ε.(ΚΟ)	10.000	6,35	3,94	63.542,50	39.400,00	-24.142,50
ΕΒΙΚ Α.Ε.(ΚΟ)	7.500	8,23	6,70	61.694,00	50.250,00	-11.444,00
<b>ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ</b>				64.130,20	67.545,00	3.414,80
Κ.Α.Ε (ΚΟ)	4.275	15,00	15,80	64.130,20	67.545,00	3.414,80
<b>ΒΟΗΘΗΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣ ΤΙΣ ΜΕΤΑΦΟΡΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ</b>				66.981,88	68.000,00	1.018,12
ΟΛΘ Α.Ε	4.000	16,75	17,00	66.981,88	68.000,00	1.018,12
<b>ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ</b>				59.089,80	59.840,72	750,92

ΝΗΡΕΥΣ Α.Ε (ΚΟ)	15.188	3,89	3,94	59.089,80	59.840,72	750,92
<b>ΣΥΝΟΛΟ Ι.1</b>				<b>8.428.840,44</b>	<b>9.430.689,48</b>	<b>1.001.849,04</b>

Σύνθεση Χαρτοφυλακίου	Τεμάχια	Μέση Τιμή Κτήσεως (€)	Τιμή 31/12/2006 (€)	Συνολική Αξία Κτήσεως (€)	Συνολική Αξία 31/12/2006	Διαφορά Αξίας (Στήλες 5-4)
-----------------------	---------	-----------------------	---------------------	---------------------------	--------------------------	----------------------------

#### 2.ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ-ΕΓΓΔ

ΝΤΙΟΝΙΚ Α.Ε.Β.Ε. Μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο ISIN CRC 339006896	9,00	10.000,00	10.000,00	90.000,00	90.000,00	0,00
Δεδουλευμένοι τόκοι				373,59	2.061,41	1.687,82
<b>ΣΥΝΟΛΟ Ι.2</b>				<b>90.373,59</b>	<b>92.061,41</b>	<b>1.687,82</b>

#### 4.ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ

ΤΑΜΕΙΟ				115,17	115,17	0,00
ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ ΟΨΕΩΣ				3.867,72	3.867,72	0,00
ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΣ 29/12/2006-02/01/2007			PROTON BANK	6.553.000,00	6.554.671,01	1.671,01
<b>ΣΥΝΟΛΟ Ι.4</b>				<b>6.556.982,89</b>	<b>6.558.653,90</b>	<b>1.671,01</b>

<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ (I)</b>				<b>15.076.196,92</b>	<b>16.081.404,79</b>	<b>1.005.207,87</b>
---	--	--	--	----------------------	----------------------	---------------------

#### II.ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ

#### 4. ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ

ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ ΣΕ USD	\$24.725,55			19.530,45	18.774,15	-756,30
<b>ΣΥΝΟΛΟ II.4</b>				<b>19.530,45</b>	<b>18.774,15</b>	<b>-756,30</b>

<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ(II)</b>				<b>19.530,45</b>	<b>18.774,15</b>	<b>-756,30</b>
---	--	--	--	------------------	------------------	----------------

<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ (I) + (II)</b>				<b>15.095.727,37</b>	<b>16.100.178,94</b>	<b>1.004.451,57</b>
---------------------------------	--	--	--	----------------------	----------------------	---------------------

#### Σημειώσεις:

1. Η τρέχουσα αξία των χρεογράφων που διαπραγματεύονται σε οργανωμένες χρηματαγορές προσδιορίστηκε με τις τιμές κλεισίματος " Ζήτησης ή Προσφοράς τοις Μετρητοίς" της 31ης Δεκεμβρίου 2006. Για όσα χρεόγραφα δεν υπήρχε τέτοια τιμή η αξία τους προσδιορίστηκε με βάση την τιμή της τελευταίας συναλλαγής τοις μετρητοίς.
2. Οι επενδύσεις σε ξένα νομίσματα αποτιμήθηκαν με βάση την τιμή fixing του Δελτίου Τιμών της Ε.Κ.Τ. την 29.12.2006.
3. Στην τρέχουσα αξία των καταθέσεων προθεσμίας περιλαμβάνονται οι δεδουλευμένοι τόκοι έως 31.12.2006, απαλλαγμένοι από τον φόρο.
4. Η εσωτερική αξία της μετοχής την 31.12.2006, με τιμές κλεισίματος 31.12.2006 ήταν 1,78 ευρώ.
5. Θεματοφύλακας όλων των χρεογράφων της Εταιρίας είναι η PROTON BANK

Καλλιθέα, 5 Ιανουαρίου 2007

Ο Θεματοφύλακας  
PROTON BANK

Για την ΩΜΕΓΑ Α.Ε.Ε.Χ.

Ο Πρόεδρος Δ.Σ.      Η Προϊσταμένη Λογιστηρίου  
& Διευθύνων Σύμβουλος



ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΤΗΣ 31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2006  
 (Ν.3371/2005 άρθρο 34 και της απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς υπ'αρ.4/278/12.08.2003)

Σύνθεση Χαρτοφυλακίου Ανώνυμης Εταιρίας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΑΕΕΧ)	Τεμάχια	Μέση Τιμή Κτήσεως(€)	Τιμή		Συνολική Αξία Κτήσεως (€)	Συνολική Αξία		Διαφορά Αξίας (Στήλες 5-4)
			Τελευταίας Ημέρας Τριμήνου(€)	Τελευταίας Ημέρας Τριμήνου(€)		Τελευταίας Ημέρας Τριμήνου(€)	Τελευταίας Ημέρας Τριμήνου(€)	
SOPHARMA AD	186,000	2.93	3.46	545,835.67	642,887.82	97,052.15		
CB DZI BANK	57,499	2.77	4.12	159,343.79	236,663.74	77,319.95		
B.ROZA SEVTOPOLIS AD	37,000	3.31	3.44	122,489.20	127,129.56	4,640.36		
INDUSTRIAL HOLDING BULGARIA PLC	79,375	2.62	3.10	207,806.65	245,941.56	38,134.91		
CHIMIPORT PLC	331,947	3.07	3.90	1,018,216.84	1,293,300.00	275,083.16		
CENTRAL COOP BANK	93,504	2.96	3.62	277,033.52	338,484.67	61,451.15		
MONBAT PLC (ΥΠΟ ΠΑΡΑΛΑΒΗ)	42,000	3.56	3.55	149,577.25	149,248.39	-328.86		
ΤΟΥΡΚΙΑ								
Χρηματιστήριο Κωνσταντινούπολης								
CIMSA CIMENTO SANAYIVETIC	37,200	4.73	4.88	176,046.03	181,609.44	5,563.41		
TURKIYE GARANTI BANK ASI	70,000	2.54	2.51	177,879.93	175,751.07	-2,128.86		
TURKIYE IS BANKASI-C	61999,997	3.41	3.49	211,539.30	216,201.71	4,662.41		
MIGROS TURK TAS	20,000	8.41	9.82	168,136.42	196,351.93	28,215.51		
TURKIYE VAKIFLAR BANKASI T	70,000	3.57	3.57	250,175.94	249,731.76	-444.18		
HACI OMER SABANCI HOLDING	25,000	3.09	2.98	77,168.71	74,436.70	-2,732.01		
ASYA KATILIM BANKASI AS	50,000	2.74	3.00	137,040.98	150,214.59	13,173.61		
HURRIYET GAZETECILIK VE MAT	25,000	2.12	2.01	52,953.70	50,160.94	-2,792.76		
PERTOL OFISI AS	20,000	2.93	2.46	58,541.78	49,141.63	-9,400.15		
ARCELIK AS	60,000	4.42	4.48	265,034.60	268,776.82	3,742.22		
ECZACIBASI ILAC SANAYIVETI	25,000	2.79	2.92	69,850.98	73,095.49	3,244.51		
Σύνολο				10,569,211.48	11,601,712.21	1,032,500.73		
<b>4 ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ</b>								
Καταθέσεις σε ξένο νόμισμα (RON)				92,159.19	92,159.19	0.00		
Σύνολο I.4				92,159.19	92,159.19	0.00		
Σύνολο Επενδύσεων Εξωτερικού (II)				10,661,370.67	11,693,871.40	1,032,500.73		
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ (I)+(II)				77,984,640.22	86,613,064.97	8,628,424.75		
<b>III ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>								
<b>1 Futures (ΣΜΕ)</b>								
FTASE 20 - ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ 2007	300	2,400.79	2,400.79	3,601,186.20	3,601,186.20	0.00		
Σύνολο III.1.				3,601,186.20	3,601,186.20	0.00		
Σύνολο Επενδύσεων σε Παράγωγα Εσωτερικού(III)				3,601,186.20	3,601,186.20	0.00		
<b>IV ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>								
<b>1 Futures (ΣΜΕ)</b>								
Σύνολο IV.1.				0.00	0.00	0.00		
Σύνολο Επενδύσεων σε Παράγωγα Εξωτερικού(IV)				0.00	0.00	0.00		
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ (III)+(IV)				3,601,186.20	3,601,186.20	0.00		

**ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ:**

1. Η τρέχουσα αξία των χρεογράφων που είναι εισηγμένα στο Χρηματιστήριο Αθηνών, προσδιορίστηκε σύμφωνα με τη χρηματιστηριακή τιμή κλεισίματος της 29ης Δεκεμβρίου 2006.
2. Η τρέχουσα αξία των χρεογράφων που είναι εισηγμένα σε χρηματιστήρια του εξωτερικού, προσδιορίστηκε σύμφωνα με τη χρηματιστηριακή τιμή κλεισίματος της 29ης Δεκεμβρίου 2006, όπως αυτή απεικονίζεται στο μέσο ηλεκτρονικής πληροφόρησης BLOOMBERG.
3. Η τρέχουσα αξία των χρεογράφων εκτός ζώνης ΕΕ, προσδιορίστηκε σύμφωνα με την ισοτιμία σε Ευρώ της 29ης Δεκεμβρίου 2006 της EUROPEAN CENTRAL BANK.
4. Οι 150.000 από τις μετοχές της "EUROBANK EFG" είναι δεσμευμένες υπέρ της ΕΤΕΣΕΠ για περιθώριο ασφάλισης παραγώγων ΣΜΕ στο ΧΠΑ, για τις θέσεις που πραγματοποιήθηκαν την τελευταία περίοδο της χρήσης.
5. Η Εταιρία έχει συμμετάσχει στη Δημόσια Εγγραφή της εταιρίας ALUMIL ROM INDUSTRY S.A. για την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο Βουκουρεστίου. Αναμένεται η οριστική απόφαση του Χρηματιστηρίου Βουκουρεστίου για την κατανομή στην Εταιρία των αναλογούντων από τη Δημόσια Εγγραφή μετοχών και η εισαγωγή τους για διαπραγμάτευση.

Αθήνα, 08/01/2007

Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΤΟΥ Δ.Σ.

 Ο ΔΙΕΥΘΥΝΩΝ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ &  
ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ

Ο ΥΠΕΥΘΥΝΟΣ ΛΟΓΙΣΤΗΡΙΟΥ

ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΙΟΛΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ. 29. 12. 2006

	Σύνθεση Χαρτοφυλακίου Αιολικής ΑΕΕΧ	Τεμάχια	Μέση Τιμή Κτήσεως	Τιμή 29/12/2006	Συνολική Αξία Κτήσεως(€)	Συνολική Αξία 29/12/2006 (€)	Διαφορά Αξίας
I	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	1	2	3	4	5	6
1	ΜΕΤΟΧΕΣ						
	Μετοχές Εισηγμένες στο ΧΑ						
	<u>ΤΡΑΠΕΖΕΣ</u>						
	ΠΕΙΡΑΙΩΣ (ΚΟ)	20.000	21,57	24,42	431.370,74	488.400,00	57.029,26
	ΑΤΕ BANK (ΚΟ)	282.230	4,06	3,90	1.145.853,80	1.100.697,00	-45.156,80
	ΠΡΟΤΟΝ BANK (ΚΟ)	80.000	9,80	10,96	784.095,56	876.800,00	92.704,44
	ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ (ΚΟ)	20.000	15,86	17,86	317.200,00	357.200,00	40.000,00
	<u>ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ</u>						
	ΑΣΦ.ΕΘΝΙΚΗ (ΚΟ)	92.705	5,64	5,58	522.856,20	517.293,90	-5.562,30
	<u>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ</u>						
	ΑΛΦΑ TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ	388.900	2,86	3,08	1.112.254,00	1.197.812,00	85.558,00
	<u>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ</u>						
	ΑΤΤΙΚΑ GROUP	68.035	4,07	4	276.948,11	272.140,00	-4.808,11
	<u>ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ</u>						
	ΚΟΣΜΟΤΕ (ΚΟ)	11.000	18,38	22,40	202.165,00	246.400,00	44.235,00
	<u>ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ</u>						
	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ (ΚΟ)	126.151	9,46	10,44	1.193.388,46	1.317.016,44	123.627,98
	ΜΟΤΟΡ OIL HELLAS (ΚΟ)	45.000	20,23	19,52	910.313,60	878.400,00	-31.913,60
	<u>ΕΠΙΒΑΤΗΓΟΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑ</u>						
	ΒΛΟΥΕ STAR GROUP (ΚΑ)	154.376	3,22	3,1	497.090,72	478.565,60	-18.525,12
	<u>ΤΥΧΕΡΑ ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ</u>						
	ΟΠΑΠ ΑΕ (ΚΟ)	90.000	26,50	29,28	2.385.000,00	2.635.200,00	250.200,00
	<u>ΥΓΕΙΑ</u>						
	ΙΑΣΩ Α.Ε. (ΚΟ)	145.612	6,94	7,72	1.009.990,76	1.124.124,64	114.133,88
	<u>ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ</u>						
	ΜΑΙΛΗΣ (ΚΟ)	57.500	2,80	2,7	160.785,00	155.250,00	-5.535,00
	ΕΛΒΑΛ(ΚΑ)	100.000	3,48	3,48	347.583,18	348.000,00	416,82
	ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΙΑ ΚΟΡ.(ΚΟ)	125.000	3,13	3,5	390.700,00	437.500,00	46.800,00
	<u>ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ ΤΣΙΜΕΝΤΑ</u>						



	ΤΙΤΑΝ (ΚΟ)	6.589	41,45	41,3	273.106,10	272.125,70	-980,40
	<u>ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ</u>						
	ΣΑΡΑΝΤΗΣ(ΚΟ)	45.357	7,50	8,04	340.177,50	364.670,28	24.492,78
	<u>ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ</u>						
	ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ (ΚΟ)	1.131	14,43	15,5	16.318,77	17.530,50	1.211,73
	Κ.Α.Ε.(ΚΟ)	50.000	13,34	15,8	667.000,00	790.000,00	123.000,00
	ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤ.ΕΣΩΤ.ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ				12.984.197,50	13.875.126,06	890.928,56
	Μετοχές μη Εισηγμένες						
	ΒΛΑΧΟΠΟΥΛΟΣ	2.310	88,31	88,31	203.996,10	203.996,10	0,00
	ΣΥΝΟΛΟ ΜΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ				203.996,10	203.996,10	0,00
	ΣΥΝΟΛΟ Ι.1				13.188.193,60	14.079.122,16	890.928,56
2	ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ						
	ΤΑΜΕΙΟ σε EURO				1.493,46	1.493,46	
	ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ						
	ΑΣ ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ				2.068,19	2.068,19	
	ΟΨΕΩΣ ALPHA BANK				37.963,07	37.963,07	
	ALPHA BANK ΠΑΡΑΓΩΓΑ				268.455,66	268.455,66	
	ALPHA BANK ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ 2005				5.878,60	5.878,60	
	ALPHA BANK USD				64.306,32	64.306,32	
	REPOS EURO						
	27/12/2006-03/01/2007 ΤΡ.ΑΤΤΙΚΗΣ				1.389.154,65	1.389.541,18	386,53
	29/12/2006-02/01/2007 BNP PARIBAS ATHENS				812.591,05	812.660,32	69,27
	27/12/2006-03/01/2007 PROTON BANK				4.007.201,16	4.008.343,21	1.142,05
	28/12/2006-04/01/2007 ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ				1.412.819,71	1.413.075,43	255,72
	ΣΥΝΟΛΟ Ι.2				8.001.931,87	8.003.785,44	1.853,57
	ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ (Ι)				21.190.125,47	22.082.907,60	892.782,13
II	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ						

1	ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ						
	<u>Χρηματιστήριο Παρισίου (Γαλλία)</u>						
	VALEO SA	13.000	30,6887	31,53	398.953,40	409.890,00	10.936,60
	<u>Χρηματιστήριο Βριξελλες</u>						
	DELHAIZE GROUP	5.000	62,6328	63,15	313.164,00	315.750,00	2.586,00
	<u>Χρηματιστήριο Μαδρίτη(Ισπανία)</u>						
	EBRO PULEVA SA	22.000	16,1200	19,20	354.640,00	422.400,00	67.760,00
	<u>Χρηματιστήριο Φρανκφούρη (Γερμανία)</u>						
	DEUTSCHE POST AG.REG	17.000	22,1982	22,89	377.370,00	389.130,00	11.760,00
	Q-CELLS AG	15.000	35,0286	34,00	525.428,50	510.000,00	-15.428,50
	WACKER CHEMIE AG	3.000	104,4392	98,88	313.317,60	296.640,00	-16.677,60
	<u>Χρηματιστήριο Άμστερνταμ (Ολλανδία)</u>						
	ABN AMRO HLDGS	12.500	23,0000	24,35	287.500,00	304.375,00	16.875,00
	<u>Χρηματιστήριο Τόκυο(Ιαπωνία)</u>						
	TOSHIBA CORP	45.000	5,1292	4,94	230.815,59	222.232,84	-8.582,75
	<u>Χρηματιστήριο Λονδίνου (Μ.Βρετανία)</u>						
	GLAXOSMITHKLINE	20.000	20,9827	20,01	419.654,71	400.297,84	-19.356,87
	<u>Χρηματιστήριο Nasdaq (ΗΠΑ)</u>						
	AMGEN INC	4.000	56,5008	51,87	226.003,16	207.471,53	-18.531,63
	QUALCOMM INC	8.000	28,7125	28,69	229.699,84	229.552,01	-147,83
	CHINA MEDICAL TECH-SPON	23.000	18,6120	20,55	428.075,09	472.748,67	44.673,58
	<u>Χρηματιστήριο NYSE (ΗΠΑ)</u>						
	NORTHROP GRUMMAN	6.000	53,7678	51,40	322.606,64	308.428,25	-14.178,39
	ISHARES MSCI JAPAN INDEX	60.000	10,6951	10,79	641.706,16	647.380,41	5.674,25
	MOTOROLA	15.000	19,7472	15,61	296.208,53	234.168,56	-62.039,97
	THAI FUND	83.750	7,8199	8,35	654.917,06	699.506,45	44.589,39
	JSFC SISTEMA GDR	29.000	21,6133	24,30	626.784,75	704.631,74	77.846,99
	NOMURA HOLDINGS INC ADR	15.000	13,8863	14,38	208.293,84	215.717,54	7.423,70
	SONY CORP	6.000	31,8799	32,52	191.279,62	195.125,28	3.845,66
	ARCHER DANUELS MIDLAND	8.000	29,9210	24,27	239.368,09	194.138,19	-45.229,90
	OVERSEAS SHIPHOLDING GR	4.800	48,7915	42,75	234.199,05	205.193,62	-29.005,43
	ADVANCED MICRO DEVICES	11.000	19,6288	15,45	215.916,27	169.969,63	-45.946,64
	ZIMMER HOLDINGS INC	7.000	58,7328	59,51	411.129,92	416.598,33	5.468,41
	<u>Χρηματιστήριο AMEX (ΗΠΑ)</u>						
	PHARMA HOLDRS	13.000	61,6114	58,43	800.947,87	759.567,20	-41.380,67
	UNITED STATES OIL FUND	19.000	40,9005	39,18	777110,28	744.419,13	-32.691,15
	ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤ. ΕΞΩΤ.ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ				9.725.089,97	9.675.332,22	-49.757,75
2	ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ						

	SHANTI INDIA	5.001,00	113,43	127,46	567.263,43	637.427,46	70.164,03
	SHANTI ALPHA BETA FUND	938,26	1263,79	1.323,04	1.185.759,81	1.241.351,54	55.591,73
	ΣΥΝΟΛΟ II.2				1.753.023,24	1.878.779,00	125.755,76
3	ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ						
	ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ						
	CALYON FINANCIAL EURO				715.850,58	715.850,58	0,00
	ΟΨΕΩΣ BNP PARIBAS MILAN EURO				3.026.675,67	3.026.675,67	0,00
	ΟΨΕΩΣ BNP PARIBAS MILAN USD				1.523,39	1.523,39	0,00
	ΟΨΕΩΣ BNP PARIBAS MILAN JPY				708.711,77	708.711,77	0,00
	ΟΨΕΩΣ BNP PARIBAS MILAN NOK				-0,15	-0,15	0,00
	ΟΨΕΩΣ BNP PARIBAS MILAN TRY				-587,37	-587,37	0,00
	ΟΨΕΩΣ BNP PARIBAS MILAN SEK				-0,03	-0,03	0,00
	ΟΨΕΩΣ BNP PARIBAS MILAN GBP				-36,92	-36,92	0,00
	ΣΥΝΟΛΟ II.3				4.452.136,94	4.452.136,94	0,00
	ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ (II)				15.930.250,15	16.006.248,16	75.998,01
	ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ (I)+(II)				37.120.375,62	38.089.155,76	968.780,14
III	ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	1	2	3	4	5	6
1	Futures						
	EUREX DAX MAR07	-20	6.646,4250	6.652,5000	-3.323.212,50	-3.326.250,00	-3.037,50
	ΣΥΝΟΛΟ III.1				-3.323.212,50	-3.326.250,00	-3.037,50
	ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ (III)				-3.323.212,50	-3.326.250,00	-3.037,50
	ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΕΣΩΤ.& ΕΞΩΤΕΡ.				-3.323.212,50	-3.326.250,00	-3.037,50

Σημειώσεις:

α) Η τρέχουσα αξία των χρεωγράφων που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών έχει προσδιορισθεί με βάση την τιμή κλεισίματος της 29/12/2006.

β) Η τρέχουσα αξία των χρεωγράφων που είναι εισηγμένα σε χρηματιστήρια του εξωτερικού, προσδιορίσθηκε σύμφωνα με τη χρηματιστηριακή τιμή κλεισίματος 29.12.2006, όπως αυτή απεικονίζεται στο μέσο ηλεκτρονικής πληροφόρησης BLOOMBERG  
γ) Οι μη εισηγμένες εταιρίες στο χρηματιστήριο αποτιμήθηκαν στην εσωτερική λογιστική αξία αυτών.  
δ) Στην τρέχουσα αξία των καταθέσεων προθεσμίας περιλαμβάνονται δεδουλευμένοι τόκοι 29/12/2006  
ε) Η εσωτερική αξία της μετοχής την 29/12/2006 ανέρχεται σε euro 3,34  
στ) Ο θεματοφύλακας της εταιρείας είναι η Τράπεζα BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES

Αθήνα, 29 /12/ 2006  
Για την ΑΙΟΛΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.

Ο Πρόεδρος Δ.Σ

Διευθύνων Σύμβουλος

Ο Υπεύθυνος Λογιστηρίου

#### ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΑ

Βεβαιώνουμε ότι η αποτίμηση των στοιχείων του χαρτοφυλακίου της εταιρείας ΑΙΟΛΙΚΗ ΑΝ.ΕΤ.ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ και η εκκαθάριση των συναλλαγών της πραγματοποιήθηκε σύμφωνα με τις ισχύουσες διατάξεις.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΤΗΣ 31-12-2006 (Ν. 3371/05 άρθρο 34)						
ΕΠΩΝΥΜΙΑ ΧΡΕΟΓΡΑΦΟΥ	ΤΕΜΑΧΙΑ	ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ ΚΤΗΣΗΣ	ΤΙΜΗ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑΣ ΗΜΕΡΑΣ ΤΡΙΜΗΝΟΥ	ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΚΤΗΣΗΣ	ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑΣ ΗΜΕΡΑΣ ΤΡΙΜΗΝΟΥ	ΔΙΑΦΟΡΑ ΑΞΙΑΣ
<b>I ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>						
<b>ΤΙΤΛΟΙ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΙ</b>						
<b>1 ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ</b>						
<b>ΤΡΑΠΕΖΕΣ</b>						
ALPHA BANK (ΚΟ)	90.000	22,81	22,90	2.052.711,56	2.061.000,00	8.288,44
ΕΘΝΙΚΗ (ΚΟ)	90.000	33,94	34,90	3.054.600,00	3.141.000,00	86.400,00
ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ (ΚΟ)	55.525	15,86	17,86	880.626,50	991.676,50	111.050,00
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>5.987.938,06</b>	<b>6.193.676,50</b>	<b>205.738,44</b>
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ</b>						
ΑΙΟΛΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ. (ΚΟ)	299.560	2,57	2,93	769.869,20	877.710,80	107.841,60
ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ. (ΚΟ)	774.480	1,22	1,40	944.865,60	1.084.272,00	139.406,40
ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ Α.Ε.Ε.Χ. (ΚΟ)	14.534	3,03	3,03	44.022,27	44.022,27	0,00
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>1.758.757,07</b>	<b>2.006.005,07</b>	<b>247.248,00</b>
<b>ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ &amp; ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ</b>						
ΕΛΛ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ (ΚΟ)	488.107	7,72	8,46	3.768.186,04	4.129.385,22	361.199,18
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>3.768.186,04</b>	<b>4.129.385,22</b>	<b>361.199,18</b>
<b>ΧΗΜΙΚΑ-ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΑ ΧΗΜΙΚΑ</b>						
ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	524.250	2,84	3,36	1.488.612,00	1.761.480,00	272.868,00
ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ (ΚΑ)	730.261	1,96	2,24	1.431.311,56	1.635.784,64	204.473,08
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>2.919.923,56</b>	<b>3.397.264,64</b>	<b>477.341,08</b>
<b>ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ-ΣΤΑΘΕΡΗ ΤΗΛΕΦΩΝΙΑ</b>						
ΟΤΕ (ΚΟ)	55.000	19,93	22,76	1.096.253,31	1.251.800,00	155.546,69
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>1.096.253,31</b>	<b>1.251.800,00</b>	<b>155.546,69</b>
<b>ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ-ΥΠ. ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛ.</b>						
UNISYSTEMS (ΚΟ)	50.551	2,06	1,98	104.221,11	100.090,98	-4.130,13
INFO QUEST (ΚΟ)	317.020	3,91	3,92	1.238.413,14	1.242.718,40	4.305,26
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>1.342.634,25</b>	<b>1.342.809,38</b>	<b>175,13</b>
<b>ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ-ΑΣΦΑΛ. ΙΔΙΟΚΤ. &amp; ΖΗΜΙΩΝ</b>						
ΕΘΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ (ΚΟ)	80.000	5,68	5,58	454.756,00	446.400,00	-8.356,00
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>454.756,00</b>	<b>446.400,00</b>	<b>-8.356,00</b>
<b>ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ-ΧΑΛΥΒΑΣ</b>						
ΣΙΔΕΝΟΡ (ΚΑ)	10.000	6,50	8,88	65.000,00	88.800,00	23.800,00
ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ (ΚΟ)	2.234.585	2,70	3,50	6.033.379,50	7.821.047,50	1.787.668,00
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>6.098.379,50</b>	<b>7.909.847,50</b>	<b>1.811.468,00</b>
<b>ΒΙΟΜ. ΠΡ. &amp; ΥΠ. ΥΠΟΣΤ. ΥΠ. ΠΡΟΣ ΕΠ/ΣΕΙΣ</b>						
INFORM Π ΛΥΚΟΣ (ΚΟ)	815.205	4,02	4,80	3.277.124,10	3.912.984,00	635.859,90
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>3.277.124,10</b>	<b>3.912.984,00</b>	<b>635.859,90</b>
<b>ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ</b>						
SCIENS ΔΙΕΘΝΗΣ ΣΥΜΜΕΤ. (ΚΟ)	416.135	1,65	1,92	687.114,15	798.979,20	111.865,05
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>687.114,15</b>	<b>798.979,20</b>	<b>111.865,05</b>
<b>ΒΙΟΜ. ΠΡ. &amp; ΥΠ. ΜΗΧ. ΒΙΟΜ. ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ</b>						
FRIGOGLOSS (ΚΟ)	473.005	15,14	16,72	7.161.295,70	7.908.643,60	747.347,90
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>7.161.295,70</b>	<b>7.908.643,60</b>	<b>747.347,90</b>
<b>ΣΕ ΜΕΤΑΦΟΡΑ</b>				<b>34.552.361,74</b>	<b>39.297.795,11</b>	<b>4.745.433,37</b>

ΕΠΩΝΥΜΙΑ ΧΡΕΟΓΡΑΦΟΥ	ΤΕΜΑΧΙΑ	ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ ΚΤΗΣΗΣ	ΤΙΜΗ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑΣ ΗΜΕΡΑΣ ΤΡΙΜΗΝΟΥ	ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΚΤΗΣΗΣ	ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑΣ ΗΜΕΡΑΣ ΤΡΙΜΗΝΟΥ	ΔΙΑΦΟΡΑ ΑΞΙΑΣ
<b>ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>						
<b>ΤΙΤΛΟΙ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΙ</b>						
<b>1 ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ</b>						
<b>ΑΠΟ ΜΕΤΑΦΟΡΑ</b>				<b>34.552.361,74</b>	<b>39.297.795,11</b>	<b>4.745.433,37</b>
<b>ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ-ΟΡΥΧΕΙΑ</b>						
S & B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ ΑΕ (ΚΟ)	511.250	8,34	9,90	4.263.825,00	5.061.375,00	797.550,00
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>4.263.825,00</b>	<b>5.061.375,00</b>	<b>797.550,00</b>
<b>ΥΠ. ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ - ΗΛΕΚΤΡΙΣΜΟΣ</b>						
Χ. ΡΟΚΑΣ (ΠΟ)	21.236	17,46	17,46	370.857,68	370.780,56	-77,12
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>370.857,68</b>	<b>370.780,56</b>	<b>-77,12</b>
<b>ΚΑΤ. &amp; ΥΛΙΚΑ ΚΑΤ.- ΟΙΚΟΔ. ΥΛΙΚΑ &amp; ΕΞ.</b>						
ΣΕΛΜΑΝ (ΚΟ)	1.541.705	1,81	1,88	2.791.626,12	2.898.405,40	106.779,28
ΗΡΑΚΛΗΣ (ΚΟ)	314.000	15,59	16,24	4.896.065,72	5.099.360,00	203.294,28
ΤΙΤΑΝ (ΠΟ)	188.210	33,40	33,70	6.286.248,00	6.342.677,00	56.429,00
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>13.973.939,84</b>	<b>14.340.442,40</b>	<b>366.502,56</b>
<b>ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ- ΥΛΙΚΟ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ</b>						
ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS (ΚΟ)	107.020	6,18	7,46	661.383,60	798.369,20	136.985,60
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>661.383,60</b>	<b>798.369,20</b>	<b>136.985,60</b>
<b>ΕΜΠΟΡΙΟ-ΛΙΑΝΙΚΟ &amp; ΧΟΝΔΡ. ΕΜΠ. ΤΡΟΦ.</b>						
ΑΒ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ (ΚΟ)	67.700	15,00	15,50	1.015.500,00	1.049.350,00	33.850,00
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>1.015.500,00</b>	<b>1.049.350,00</b>	<b>33.850,00</b>
<b>ΤΑΞΙΔΙΑ &amp; ΤΟΥΡΙΣΜΟΣ</b>						
ΑΥΤΟΗΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	249.941	4,62	5,08	1.155.654,12	1.269.700,28	114.046,16
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>1.155.654,12</b>	<b>1.269.700,28</b>	<b>114.046,16</b>
<b>ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ</b>						
REDS (ΚΑ)	907.762	2,32	2,71	2.104.679,93	2.460.035,02	355.355,09
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>2.104.679,93</b>	<b>2.460.035,02</b>	<b>355.355,09</b>
<b>ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΟ ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ</b>						
ΚΑΕ (ΚΟ)	251.450	13,42	15,80	3.373.431,24	3.972.910,00	599.478,76
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>3.373.431,24</b>	<b>3.972.910,00</b>	<b>599.478,76</b>
<b>ΠΡΟΣ. &amp; ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΛΟΑ-ΡΟΥΧΙΣΜΟΣ &amp; ΑΞ.</b>						
ΜΟΥΣΑΚΗΣ (ΚΑ)	208.602	1,44	2,25	299.798,84	469.354,50	169.555,66
ΕΛΒΕ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ (ΚΑ)	429.529	1,81	2,22	775.320,90	953.554,38	178.233,48
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>1.075.119,74</b>	<b>1.422.908,88</b>	<b>347.789,14</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ</b>				<b>62.546.752,89</b>	<b>70.043.666,45</b>	<b>7.496.913,56</b>
<b>ΜΕΤΟΧΕΣ ΜΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ</b>						
LEON ENGINEERING (ΚΟ)	64.500	0,00	0,00	0,01	0,00	-0,01
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>0,01</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,01</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>				<b>62.546.752,90</b>	<b>70.043.666,45</b>	<b>7.496.913,55</b>
<b>3 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>						
<b>ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΜΕΤΟΧΙΚΑ</b>						
ALLIANZ BRAX ΕΠΕΝΔ. ΔΙΑΧ. ΔΙΑΘ. ΕΣΩΤ.	114.491,88	5,36	5,41	614.214,59	618.988,90	4.774,31
ALLIANZ WORLD EQUITY FUND Δ. ΜΕΤ.	85.220,84	2,20	2,26	187.204,63	192.317,88	5.113,25
ALLIANZ ALL EUROPE ΜΕΤ. ΕΣΩΤ.	45.062,39	4,40	4,63	198.454,77	208.485,65	10.030,88
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>999.873,99</b>	<b>1.019.792,43</b>	<b>19.918,44</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΕΣ.</b>				<b>999.873,99</b>	<b>1.019.792,43</b>	<b>19.918,44</b>
<b>4 ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ</b>						
<b>ΤΑΜΕΙΟ</b>				<b>303,71</b>	<b>303,71</b>	<b>0,00</b>
<b>ΣΕ ΜΕΤΑΦΟΡΑ</b>				<b>63.546.930,60</b>	<b>71.063.762,59</b>	<b>7.516.831,99</b>

ΕΠΩΝΥΜΙΑ ΧΡΕΟΓΡΑΦΟΥ	ΤΕΜΑΧΙΑ	ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ ΚΤΗΣΗΣ	ΤΙΜΗ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑΣ ΗΜΕΡΑΣ ΤΡΙΜΗΝΟΥ	ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΚΤΗΣΗΣ	ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑΣ ΗΜΕΡΑΣ ΤΡΙΜΗΝΟΥ	ΔΙΑΦΟΡΑ ΑΞΙΑΣ
<b>ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>						
<b>ΑΠΟ ΜΕΤΑΦΟΡΑ</b>				<b>63.546.930,60</b>	<b>71.063.762,59</b>	<b>7.516.831,99</b>
<b>ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ</b>						
EFG EUROBANK ERGASIAS AE				3.631,00	3.631,00	0,00
SG ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ				271.272,55	271.272,55	0,00
ASPIR BANK AE				13.482,42	13.482,42	0,00
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΕ				19.594,08	19.594,08	0,00
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕ				10.142,50	10.142,50	0,00
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>318.122,55</b>	<b>318.122,55</b>	<b>0,00</b>
<b>ΠΡΟΘ/ΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ &amp; ΕCΡ</b>						
ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ				1.016.082,15	1.016.082,15	0,00
EFG EUROBANK ERGASIAS AE				1.309.554,16	1.309.554,16	0,00
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΕ				1.206.240,96	1.206.240,96	0,00
PIRAEUS GRP				2.000.000,00	2.000.000,00	0,00
ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ				1.058.627,46	1.058.627,46	0,00
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>6.590.504,73</b>	<b>6.590.504,73</b>	<b>0,00</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ</b>				<b>6.908.930,99</b>	<b>6.908.930,99</b>	<b>0,00</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>				<b>70.455.557,88</b>	<b>77.972.389,87</b>	<b>7.516.831,99</b>
<b>II ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>						
<b>I ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ</b>						
<b>ΜΕΓΑΛΗ ΒΡΕΤΑΝΙΑ</b>						
<b>LONDON</b>						
ML WORLD MINING	300.000	5,76	6,61	1.728.640,99	1.983.618,76	254.977,77
WOLSELEY-HUGHES	18.801	16,63	18,36	312.738,38	345.221,64	32.483,26
PEARSON PLC	27.374	11,22	11,49	307.178,84	314.505,45	7.326,61
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>2.348.558,21</b>	<b>2.643.345,85</b>	<b>294.787,64</b>
<b>LUXEMBOURG</b>						
<b>LONDON</b>						
WORLD TRUST FUND	49.000	31,83	33,22	1.559.794,63	1.627.752,47	67.957,84
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>1.559.794,63</b>	<b>1.627.752,47</b>	<b>67.957,84</b>
<b>ΓΑΛΛΙΑ</b>						
<b>ΠΑΡΙΣΙ</b>						
VALLOUREC	14.100	212,96	220,30	3.002.703,42	3.106.230,00	103.526,58
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>3.002.703,42</b>	<b>3.106.230,00</b>	<b>103.526,58</b>
<b>ΚΥΠΡΟΣ</b>						
<b>LONDON</b>						
HELES1 LTD	292.385	1,71	1,79	501.132,68	524.681,94	23.549,26
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>501.132,68</b>	<b>524.681,94</b>	<b>23.549,26</b>
<b>CAYMAN ISLANDS</b>						
<b>LONDON</b>						
RECONSTRUCTION CAPITAL II	2.020.202	1,06	1,06	2.131.313,11	2.131.313,11	0,00
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>2.131.313,11</b>	<b>2.131.313,11</b>	<b>0,00</b>
<b>ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ</b>						
<b>BSE</b>						
CHIMIMPORT HOLDING	322.235	3,40	3,90	1.094.663,15	1.255.461,04	160.797,89
MONBAT PLC	30.000	3,55	3,55	106.605,99	106.605,99	0,00
CB DZI BANK AS-SOFIA	96.679	4,03	4,12	389.281,06	397.927,17	8.646,11
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>1.590.550,20</b>	<b>1.759.994,20</b>	<b>169.444,00</b>
<b>ΗΠΑ</b>						
<b>NYSE</b>						
GENERAL AMERICAN INVESTORS	84.962	29,61	28,19	2.515.717,46	2.394.676,87	-121.040,59
TRI-CONTINENTAL CORP.	128.000	16,61	16,99	2.126.255,92	2.175.125,28	48.869,36
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>4.641.973,38</b>	<b>4.569.802,15</b>	<b>-72.171,23</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>				<b>15.776.025,63</b>	<b>16.363.119,72</b>	<b>587.094,09</b>
<b>ΣΕ ΜΕΤΑΦΟΡΑ</b>				<b>86.231.583,51</b>	<b>94.335.509,59</b>	<b>8.103.926,08</b>

# ALPHA TRUST Ανδρομέδα

ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

ΕΠΩΝΥΜΙΑ ΧΡΕΟΓΡΑΦΟΥ	ΤΕΜΑΧΙΑ	ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ ΚΤΗΣΗΣ	ΤΙΜΗ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑΣ ΗΜΕΡΑΣ ΤΡΙΜΗΝΟΥ	ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΚΤΗΣΗΣ	ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑΣ ΗΜΕΡΑΣ ΤΡΙΜΗΝΟΥ	ΔΙΑΦΟΡΑ ΑΞΙΑΣ
<b>ΑΠΟ ΜΕΤΑΦΟΡΑ</b>				<b>86.231.583,51</b>	<b>94.335.509,59</b>	<b>8.103.926,08</b>
<b>ΤΙΤΛΟΙ ΣΤΑΘΕΡΟΙ</b>						
2 <b>ΟΜΟΛΟΓΑ</b>						
<b>JERSEY LUXEMBOURG</b>						
PIRAEUS GRP CAP. 3.436% 27/10/2014	28.500	101,60	101,58	2.895.631,35	2.895.163,95	-467,40
NBOG FUNDING LTD 3.942% 11/07/2013	9.250	106,04	106,24	980.906,07	982.735,73	1.829,66
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>3.876.537,42</b>	<b>3.877.899,68</b>	<b>1.362,26</b>
<b>G. BRITAIN LUXEMBOURG</b>						
EMPORIKI GROUP FIN 3.023% 05/08/2014	15.000	101,30	101,26	1.519.464,00	1.518.915,00	-549,00
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>1.519.464,00</b>	<b>1.518.915,00</b>	<b>-549,00</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΟΜΟΛΟΓΩΝ</b>				<b>5.396.001,42</b>	<b>5.396.814,68</b>	<b>813,26</b>
3 <b>ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b>						
<b>ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΜΕΤΟΧΙΚΑ</b>						
<b>LUXEMBOURG</b>						
PICTET FUND WATER I	7.166,40	146,06	158,06	1.046.724,95	1.132.721,80	85.996,85
SGAM INVEST EURO SHORT DURATION	19,98	10.010,51	10.163,88	200.000,00	203.064,16	3.064,16
SGAM EQUITIES US RELAT. VALUE (EUR)	13.680,03	173,21	181,91	2.369.576,57	2.488.513,56	118.936,99
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>3.616.301,52</b>	<b>3.824.299,52</b>	<b>207.998,00</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ</b>				<b>3.616.301,52</b>	<b>3.824.299,52</b>	<b>207.998,00</b>
4 <b>ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ</b>						
SG ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ (USD)	6.364,49			4.832,57	4.832,57	0,00
SG ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ (GBP)	177,47			264,29	264,29	0,00
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>5.096,86</b>	<b>5.096,86</b>	<b>0,00</b>
5 <b>ΛΟΙΠΑ</b>						
ΠΡΟΕΓΓΡΑΦΕΣ ΣΕ ΥΠΟ ΕΚΔΟΣΗ ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΕΞ. - ALUMIL ROM INDUSTRY S.A.				184.345,32	184.345,32	0,00
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>184.345,32</b>	<b>184.345,32</b>	<b>0,00</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>				<b>24.977.770,75</b>	<b>25.773.676,10</b>	<b>795.905,35</b>
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>95.433.328,63</b>	<b>103.746.065,97</b>	<b>8.312.737,34</b>

#### ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ :

1. Η τρέχουσα αξία των μετοχών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών προσδιορίστηκε βάσει της τιμής κλεισίματος της 31ης Δεκεμβρίου 2006.
2. Η τρέχουσα αξία των χρεογράφων εξωτερικού έχει προσδιορισθεί με βάση τις αντίστοιχες τιμές των χρηματιστηρίων εξωτερικού κατά την 31η Δεκεμβρίου 2006.
3. Στην τρέχουσα αξία των ομολόγων δεν συμπεριλαμβάνεται η αξία των δεδουλευμένων τόκων έως την 31η Δεκεμβρίου 2006 η οποία ανέρχεται σε ποσό ΕΥΡΩ 46.092,38.
4. Η τρέχουσα αξία των χρεογράφων εκτός ζώνης ONE μετατράπηκαν βάσει της ισοτιμίας Ευρώ της 31ης Δεκεμβρίου 2006.
5. Η τρέχουσα αξία των μετοχών που δεν είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών προσδιορίστηκε βάσει της τιμής που προκύπτει από τον τελευταίο δημοσιευμένο ισολογισμό της εταιρίας τους (31/12/2005).

Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΤΟΥ Δ.Σ.

Ο ΔΙΕΥΘΥΝΩΝ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ

Ο ΥΠΕΥΘΥΝΟΣ  
ΤΟΥ ΛΟΓΙΣΤΗΡΙΟΥ

[ ]

[ ]

[ ]

ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.  
ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΑΣ ΤΗΣ ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ Α.Ε.Ε.Χ.

[ ]

[ ]



## Βιβλιογραφία

### Ελληνική Βιβλιογραφία

1. Σπανόπουλος. «Αμοιβαία Κεφάλαια και Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου», Διπλωματική Εργασία για το ΠΜΣ στην Διοίκηση Τουριστικών Επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Νοέμβριος 2006, σελ. 1-149
2. Φίλιππας. «Επενδύσεις», Εκδόσεις Πανεπιστημιακό, (Αθήνα 2005)

### Ξενόγλωσση Βιβλιογραφία

3. Baker, Jorgensen. "Volatility, Noise and Incentives" (March 2003)
4. Barberis, Thaler. "A survey of Behavioral Finance" *Handbook of the Economics of Finance*, Edited by G.M. Constantinides, M. Harris and R. Stultz 2003 Elsevier Science B.V. pp.1052-1114
5. Black. "Noise" *Journal of Finance* Vol. 41, No. 3 (July 1986), pp. 529-543
6. Campbell, Kyle. "Smart Money, Noise Trading and Stock Price Behavior" *The Review of Economic Studies*, Vol. 60, No. 1 (Jan. 1993), pp.1-34
7. Coval, Shumway. "Do Behavioral Biases Affect Prices?" *Journal of Finance* Vol. 15, No. 1 (February 2006) pp.1-34
8. De Long, Shleifer, Summers, Waldmann. "The Size and Incidence of the Losses from Noise Trading" (December 1988), pp.1-29
9. De Long, Shleifer, Summers, Waldmann. "Noise Trader Risk in Financial Markets" (December 1986), pp.1-48
10. De Long, Shleifer, Summers, Waldmann. "The Survival of Noise Traders in Financial Markets" (July 1990), pp.1-26
11. Dimson, Minio-Kozerski. "Closed-End Funds: A Survey" (1999) New York University, Salomon Center pp.1-41
12. Dow, Gorton. "Noise Trading, Delegated Portfolio Management and Economic Welfare" The Wharton School, University of Pennsylvania (June 1994) pp.1.27
13. Ferguson, Leistikow. "Closed-End Fund Discount and Expected Investment Performance" (2004), *The Financial Review* No. 39, pp. 179.202

14. Fredman, Scott "Investing in Closed-End Funds" (Published in 1991), New York Institute of Finance, pp.3-91
15. Gemill, Thomas. "Noise Trading, Costly Arbitrage and Asset Prices: Evidence from Closed-End Funds" Faculty of Finance, City University Business School, London (June 2000), pp.1-40
16. Hardouvelis, Angelidis and Tsiritakis. "Greek Closed-End Fund Premia: An Empirical Investigation" (January 2004), Working Paper, University of Piraeus, pp.1-22
17. Huguen, McDonald. "Who Are The Noise Traders?" *The Journal of Financial Research* Vol. 28, No. 2 (Summer 2005), pp. 281-298
18. Jackson. "Noise Trader Risk Exists...But The Noise Traders Are Not Who They Think They Are" London Business School (April 2002), pp. 1-59
19. Kramer. "Noise Trading, Transaction Costs, and the relationship of Stock Returns and Trading Volume" (1999), *International Review of Economics and Finance* 8, pp. 343-362
20. Lee, Shleifer and Thaler "Investor Sentiment and the Closed-End Fund Puzzle" (March 1991), *The Journal of Finance* Vol. XLVI No.1
21. Shleifer, Summers. "The Noise Trader Approach to Finance" (1990), *The Journal of Economic Perspectives*, Vol.4, No.2, pp.19-33
22. Wang. "Strategic Trading with Naïve Noise Traders" (February 2004), Jesse H. Jones Graduate School of Management Rice University, pp.1-42
23. Wang. "Trading on Noise as If It Were Information: Price, Liquidity, Volume and Profit" (January 2002), Jesse H. Jones Graduate School of Management Rice University, pp.1-46
24. Bloomfield, O'Hara and Saar. "How noise trading affect markets: An experimental analysis" (May 2007), SSRN, pp.1-63
25. ICI Fact Book 2007

### Ιστοσελίδες

26. [www.agij.gr](http://www.agij.gr)
27. [www.ase.gr](http://www.ase.gr)
28. [www.ici.org](http://www.ici.org)