

ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ – ΟΛΙΚΗ ΠΟΙΟΤΗΤΑ
(ΕΜΠΣ.ΔΕ-ΔΟΠ)

**«Οι Στρατηγικές Επένδυσης των
Συμπεριφορικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων»**

Γ. ΔΕΪΡΜΕΝΤΖΟΓΛΟΥ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2012

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ – ΟΛΙΚΗ ΠΟΙΟΤΗΤΑ
(ΕΜΠΣ.ΔΕ-ΔΟΠ)

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**«Οι Στρατηγικές Επένδυσης των
Συμπεριφορικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων»**

Γ. ΔΕΪΡΜΕΝΤΖΟΓΛΟΥ

A.M. ΜΔΕΟΠ/1012

Επιβλέπων Καθηγητής:
Αναπληρωτής Καθηγητής Ν. Φίλιππας

Τριμελής Επιτροπή:
Καθηγητής Π. Μάλλιαρης
Αναπληρωτής Καθηγητής Ν. Φίλιππας
Αναπληρωτής Καθηγητής Ν. Τσαγκαράκης

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2012

Περίληψη

Έρευνες των τελευταίων δεκαετιών έχουν καταρρίψει τις αρχές της παραδοσιακής Χρηματοοικονομικής καθώς φανερώνουν ότι οι άνθρωποι, λόγω συναισθημάτων και γνωστικών λαθών, δρουν μη ορθολογικά στις επενδυτικές τους αποφάσεις. Ορισμένοι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων, για να εκμεταλλευτούν την παράλογη αυτή συμπεριφορά των επενδυτών, εφαρμόζουν στις στρατηγικές τους τις αρχές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής. Τα αμοιβαία κεφάλαια που τα διαχειρίζονται με αυτόν τον τρόπο ονομάζονται συμπεριφορικά και εμφανίστηκαν στις αρχές τις δεκαετίας του '90. Καθώς λίγα είναι γνωστά για αυτά, στην παρούσα μελέτη γίνεται προσπάθεια για να αποκαλυφθούν περισσότερα στοιχεία για τις στρατηγικές που ακολουθούν, αλλά και για τις αποδόσεις τους.

Η συγκεκριμένη μελέτη αρχικά συγκεντρώνει όλες τις στρατηγικές επένδυσης των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων και στη συνέχεια μελετά τις αποδόσεις τους για το χρονικό διάστημα 2008-2010, όπου επικρατεί παγκόσμια οικονομική κρίση. Ο εντοπισμός των συγκεκριμένων αμοιβαίων κεφαλαίων έγινε με τη βοήθεια παλαιότερων μελετών και μέσα από έρευνα στις μεγαλύτερες εταιρείες διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων.

Η παρούσα μελέτη καταλήγει στο ότι δεν υπάρχουν αμιγώς συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια, καθώς η στρατηγική τους δεν περιορίζεται στην αντίθετη επένδυση και στη δυναμική (μέθοδοι της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής), αλλά συνδυάζεται με την επένδυση αξίας και ανάπτυξης (μέθοδοι της παραδοσιακής Χρηματοοικονομικής). Όσον αφορά τις αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων για το χρονικό διάστημα 2008-2010, έγινε συλλογή και καταγραφή αυτών, αλλά και των αποδόσεων των αντίστοιχων δεικτών αναφοράς ώστε να γίνει σύγκριση. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι στη συγκεκριμένη χρονική περίοδο το 15% των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων κατάφεραν να πετύχουν καλύτερες αποδόσεις από το δείκτη αναφοράς. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να τονιστεί ότι μέσα από αυτή τη μελέτη δεν μπορούν να προκύψουν ξεκάθαρα συμπεράσματα για τα συγκεκριμένα αμοιβαία κεφάλαια, καθώς το μέγεθος του δείγματος, αλλά και το χρονικό διάστημα που έγινε η μελέτη ήταν αρκετά μικρά.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

Πρόλογος	1
Εισαγωγή	3
Κεφάλαιο 1	
Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική	4
1.1 Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική.....	4
1.2 Κυριότερα Ευρήματα – Ιστορική Αναδρομή.....	4
1.2.1 Τα Πρώτα Βήματα.....	4
1.2.2 Ευρετικές – Heuristics	5
1.2.3 Θεωρία της Προοπτικής – Prospect Theory	6
1.2.4 Επίδραση της Διάθεσης – Disposition Effect	7
1.2.5 Υπερ-αντίδραση & Υπερβολική Αυτοπεποίθηση – Overreaction & Overconfidence .	7
1.2.6 Θόρυβος – Noise	8
1.2.7 SP/A Θεωρία Συμπεριφορικού Χαρτοφυλακίου – SP/A Based Behavioral Portfolio Theory	8
1.2.8 Αγελαία Συμπεριφορά – Herding.....	9
1.2.9 Σωρευτική Θεωρία της Προοπτικής – Cumulative Prospect Theory	9
1.2.10 Μοντέλο DHS	9
1.2.11 Θεωρία Συμπεριφορικού Χαρτοφυλακίου – Behavior Portfolio Theory.....	10
1.2.12 Ζωώδη Ένστικτα – Animal Spirits	10
1.3 Συμπεράσματα	11
Κεφάλαιο 2	
Στρατηγικές Επένδυσης	12
2.1 Επενδύσεις	12
2.1.1 Αμοιβαία Κεφάλαια.....	12
2.1.2 Συμπεριφορικά Α/Κ.....	13
2.1.2.1 Μέθοδος Διαχείρισης Συμπεριφορικών Α/Κ	13
2.1.2.2 Θεωρίες Συμπεριφορικών Χαρτοφυλακίων	14
2.2 Μέθοδοι Αξιολόγησης Τίτλων.....	14
2.2.1 Θεμελιώδης ανάλυση – Fundamental analysis.....	15
2.2.1.1 Επένδυση Αξίας – Value Investing	15

2.2.1.2 Επένδυση Ανάπτυξης – Growth Investing	16
2.2.2 Τεχνική Ανάλυση – Technical Analysis	17
2.2.2.1 Αντίθετη Επένδυση – Contrarian Investing	18
2.2.2.2 Επένδυση Δυναμικής – Momentum Investing	19
2.3 Συμπεράσματα	20

Κεφάλαιο 3

Ανασκόπηση Αρθρογραφίας – Αξιολόγηση Συμπεριφορικών Α/Κ.....	21
3.1 Ορισμός Συμπεριφορικών Α/Κ στις Μελέτες.....	21
3.2 Αποτελέσματα Παλαιότερων Μελετών	22
3.3 Μελέτη Reinhart και Brennan (2005).....	22
3.4 Μελέτη Wright et al. (2006)	23
3.5 Μελέτη Santoni (2010)	24
3.6 Συμπεράσματα	27

Κεφάλαιο 4

Συμπεριφορικά Α/Κ 2011	28
4.1 Ιστορία Συμπεριφορικών Α/Κ	28
4.2 Μεθοδολογία – Δείγμα	28
4.2.1 DWS Strategic Value Fund	30
4.2.2 DWS Dreman Small Cap Value Fund	32
4.2.3 JPMorgan Intrepid Value Fund.....	34
4.2.4 JPMorgan Intrepid America Fund.....	36
4.2.5 JPMorgan Intrepid Growth Fund	38
4.2.6 JPMorgan Intrepid Multi Cap Fund.....	40
4.2.7 JPMorgan Intrepid Mid Cap Fund.....	42
4.2.8 Undiscovered Managers Behavioral Growth Fund	44
4.2.9 Undiscovered Managers Behavioral Value Fund.....	46
4.2.10 Undiscovered Managers Behavioral Growth Fund	48
4.2.11 JPMorgan Investment Funds-Japan Behavioral Finance Equity.....	50
4.2.12 Legg Mason Capital Management Value Trust	52
4.2.13 LSV Value Equity Fund	54
4.2.14 LSV Conservative Core Equity Fund	56
4.2.15 LSV Conservative Value Equity Fund.....	58
4.2.16 LGT Equity Fund Global Sector Trends USD	60

4.2.17 Virtus Value Equity Fund.....	62
4.2.18 Degroof – Equities EMU Behavioral Value	64
4.2.19 Degroof – Equities Behavioral Flexible	67
4.2.20 Degroof DBI-RDT – EMU Behavioral Value	69
4.2.21 Degroof – Equities Europe Behavioral Flexible	71
4.2.22 Degroof – Equities US Behavioral Flexible	74
4.2.23 Degroof – Equities Small Cap Europe Active	76
4.2.24 Degroof – Equities US Behavioral Value.....	78
4.2.25 Degroof – Equities Europe Behavioral Value.....	80
4.2.26 Allianz F&T Behavioral Advantage Large Cap Fund	82
4.3 Μελέτη Συμπεριφορικών Α/Κ την Περίοδο 2008-2010.....	83
4.4 Συμπεράσματα	86
Κεφάλαιο 5	
Διαχειριστές Συμπεριφορικών Α/Κ.....	88
5.1 J. P. Morgan Asset Management	88
5.2 LSV Asset Management	90
5.3 Fuller & Thaler Asset Management Inc.....	92
5.4 LGT Capital Management	93
5.5 Harris Investment Management Inc.....	94
5.6 Legg Mason Capital Management	94
5.7 Degroof Fund Management Company.....	96
5.8 Deutsche Investment Management Americas Inc.....	97
5.9 Dreman Value Management L.L.C.....	99
5.10 Συμπεράσματα	99
Επίλογος.....	100
Βιβλιογραφία – Αρθρογραφία.....	102

Πρόλογος

Η παραδοσιακή Χρηματοοικονομική βασίζεται στην ιδέα ότι οι επενδυτές δρουν ορθολογικά και εξετάζουν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες πριν από κάθε τους ενέργεια. Αυτό θεωρητικά έχει σαν αποτέλεσμα η αγορά να είναι αποτελεσματική και η κάθε διαθέσιμη πληροφορία να αντανακλάται στις τιμές των τίτλων. Προσπάθειες δεκαετιών έχουν δείξει ότι οι θεωρίες αυτές έχουν αποτύχει να διατυπώσουν πλήρως το σύνολο της χρηματαγοράς, το μέσο όρο των αποδόσεων, αλλά και τη συμπεριφορά των επενδυτών. Έρευνες έχουν διατυπώσει ότι οι επενδυτές δρουν μη ορθολογικά, όσον αφορά τις συναλλαγές τους και δεν έχουν σωστή κρίση για τις αποφάσεις που παίρνουν. Αυτή την “παράλογη” συμπεριφορά των επενδυτών προσπαθεί να την ερμηνεύσει η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική.

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική συνδυάζοντας την κλασική οικονομική επιστήμη, τη ψυχολογία και την κοινωνιολογία ερμηνεύει τις πραγματικές επενδυτικές αποφάσεις πέρα από τη θεωρία. Προσπαθεί να κατανοήσει και να εξηγήσει τα συναισθήματα και τις αντιλήψεις των επενδυτών, καθώς και το πώς αυτά τους επηρεάζουν στις συναλλαγές τους. Τις τελευταίες δεκαετίες, οι θεωρίες της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής γίνονται ολοένα και πιο αποδεκτές, από ακαδημαϊκούς και από επενδυτές. Επίσης, υπάρχουν αρκετοί διαχειριστές χαρτοφυλακίων, οι οποίοι ισχυρίζονται ότι χρησιμοποιούν μετρήσεις για να ποσοτικοποιήσουν τη μη ορθολογική συμπεριφορά των επενδυτών, ώστε να διαχειρίζονται πιο αποτελεσματικά τα κεφάλαιά τους.

Τα αμοιβαία κεφάλαια, των οποίων οι διαχειριστές προσπαθούν να εκμεταλλευτούν τις συμπεριφορικές ανωμαλίες της αγοράς, ονομάζονται συμπεριφορικά. Τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια επιχειρούν να εντοπίσουν το λάθος του επενδυτή και να επωφεληθούν από αυτό. Παρά το γεγονός ότι η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική έχει γίνει γνωστή τις τελευταίες δεκαετίες, λίγα είναι γνωστά για τα συγκεκριμένα αμοιβαία κεφάλαια. Ποιοί τα διαχειρίζονται; Πού επενδύουν; Ποιές στρατηγικές ακολουθούν; Όλες αυτές οι ερωτήσεις θα απαντηθούν στην παρούσα μελέτη.

Σκοπός της μελέτης είναι αρχικά να εντοπίσει τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια που υπάρχουν σήμερα στην αγορά και στη συνέχεια να περιγράψει αναλυτικά τις στρατηγικές επένδυσης που εφαρμόζουν οι διαχειριστές τους. Η συγκεκριμένη μελέτη θα προσπαθήσει με τα ευρήματά της, αλλά και μέσα από ευρήματα παλαιότερων μελετών να δώσει απάντηση για το αν τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια μπορούν να πετύχουν καλύτερες αποδόσεις από άλλα αμοιβαία κεφάλαια και αν ναι, πώς το πετυχαίνουν αυτό. Επίσης, δίνεται μεγαλύτερη έμφαση στο διάστημα των τριών τελευταίων ετών, 2008-2010, όπου υπάρχει παγκόσμια οικονομική κρίση.

Στο πρώτο κεφάλαιο περιγράφεται η προσέγγιση της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής και η αντίθεση της με την παραδοσιακή Χρηματοοικονομική. Ακόμα, γίνεται βήμα-βήμα η ιστορική αναδρομή της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, δίνοντας έμφαση στα κυριότερα ευρήματά της, καθώς γίνεται και επιστημονική ανασκόπηση της αρθρογραφίας για όλο αυτό το διάστημα μέχρι και σήμερα.

Στο δεύτερο κεφάλαιο περιγράφονται οι στρατηγικές επένδυσης που ακολουθούν τα αμοιβαία κεφάλαια. Πιο συγκεκριμένα, γίνεται σύγκριση μεταξύ θεμελιώδους και τεχνικής ανάλυσης, ενώ παράλληλα γίνεται αναφορά στις στρατηγικές που βασίζονται σε αυτές τις δύο μεθόδους. Επίσης, αναπτύσσονται οι

θεωρίες τις οποίες ακολουθούν τα συμπεριφορικά χαρτοφυλάκια και γίνεται περιγραφή των προκαταλήψεων και των ευρετικών που εκμεταλλεύονται οι διαχειριστές τους. Σκοπός του κεφαλαίου είναι να καταλήξει στις στρατηγικές που έχουν σαν βάση τους τη φιλοσοφία της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής και τις οποίες ακολουθούν τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια.

Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται ανασκόπηση της αρθρογραφίας όσον αφορά τις μελέτες που έγιναν για την αξιολόγηση των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Αρχικά, περιγράφεται ο σκοπός για τον οποίο εκπονήθηκαν οι συγκεκριμένες έρευνες και στη συνέχεια αναλύονται τα δείγματα που χρησιμοποιήθηκαν και τα ευρήματα που εντοπίστηκαν από αυτές. Τέλος, παρουσιάζονται συνοπτικά τα συμπεράσματα που προέκυψαν από τις μελέτες.

Στο τέταρτο κεφάλαιο ξεκινά η μελέτη για τον εντοπισμό των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων που υπάρχουν σήμερα στην αγορά. Στη συνέχεια, γίνεται περιγραφή των στρατηγικών που ακολουθούν τα συγκεκριμένα κεφάλαια και παράλληλα εξετάζεται η απόδοση τους τα τρία τελευταία χρόνια, 2008-2010, όπου υπάρχει παγκόσμια οικονομική κρίση. Σκοπός του κεφαλαίου είναι να καταλήξει σε συμπεράσματα για τη στρατηγική την οποία ακολουθούν οι διαχειριστές των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων, αλλά και για το εάν αυτά μπορούν να πετύχουν μεγαλύτερες αποδόσεις από το δείκτη αναφοράς σε περίοδο οικονομικής κρίσης.

Στο πέμπτο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στους διαχειριστές των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Δίνεται η απάντηση στο ποιοι είναι αυτοί που τα διαχειρίζονται, ποιες είναι οι γνώσεις τους και ποια η εμπειρία τους.

Τέλος, καταγράφονται συνοπτικά όλα τα συμπεράσματα από τη μελέτη, σχολιάζονται κι αξιολογούνται τα εμπειρικά ευρήματα και γίνονται προτάσεις για περαιτέρω έρευνα πάνω στο συγκεκριμένο θέμα.

Η επιστημονική συνεισφορά αυτής της μελέτης εντοπίζεται στο γεγονός ότι γίνεται για πρώτη φορά μια προσπάθεια εντοπισμού και καταγραφής όλων των στρατηγικών, που ακολουθούνται από τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια της αγοράς, αλλά και αξιολόγησης των αποδόσεων αυτών στο διάστημα της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης 2008-2010.

Εισαγωγή

Χρηματοοικονομική είναι η επιστήμη, η οποία περιγράφει τη διαχείριση του χρήματος, των επενδύσεων, των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, των πιστώσεων και των τραπεζών. Η παραδοσιακή Χρηματοοικονομική βασίζεται στην ιδέα ότι οι επενδυτές δρουν ορθολογικά και εξετάζουν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες πριν από κάθε τους ενέργεια, με αποτέλεσμα η αγορά να είναι αποτελεσματική και η κάθε διαθέσιμη πληροφορία να αντανακλάται στις τιμές των τίτλων (Kishore, 2006). Τα θεμέλια της παραδοσιακής Χρηματοοικονομικής έχουν βασιστεί στη Θεωρία του Σύγχρονου Χαρτοφυλακίου (Modern Portfolio Theory) και στην Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς (Efficient Market Hypothesis) (Ricciardi, Simon, 2000).

Η Θεωρία του Σύγχρονου Χαρτοφυλακίου, η οποία διατυπώθηκε από τον Harry Markovitz το 1952 στο άρθρο του “Portfolio Selection”, είναι μια θεωρία που αναλύει τον τρόπο με τον οποίο οι επενδυτές μπορούν να δημιουργήσουν χαρτοφυλάκια με σκοπό να βελτιώσουν ή να μεγιστοποιήσουν τις αποδόσεις τους με βάση ένα συγκεκριμένο επίπεδο κινδύνου της αγοράς. Η διασπορά χαρτοφυλακίου επιτυγχάνεται με τη βοήθεια μιας μαθηματικής φόρμουλας με αποτέλεσμα να γίνεται επιλογή μετοχών οι οποίες μαζί έχουν χαμηλότερο κίνδυνο από ότι κάθε μία χωριστά.

Από την άλλη, η Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς θεωρεί ότι όλες οι πληροφορίες αντικατοπτρίζονται στις τιμές των τίτλων με αποτέλεσμα να έχουν μία «δίκαιη» αξία (Ricciardi, Simon, 2000). Με βάση τη συγκεκριμένη θεωρία είναι αδύνατο κάποιος επενδυτής να «νικήσει την αγορά», καθώς δεν μπορεί να κάνει συναλλαγές με υποτιμημένους και υπερτιμημένους τίτλους. Το κέρδος έρχεται μόνο μέσα από συναλλαγές που εμπεριέχουν μεγάλο ποσοστό κινδύνου.

Ουσιαστικά, η παραδοσιακή Χρηματοοικονομική βασίζεται στην ορθολογική δράση των επενδυτών, όπως πρότεινε ο L. Savage το 1954 με την αξιωματική θεμελίωση των αποφάσεων υπό αβεβαιότητα. Ως ορθολογική δράση, θεωρείται η δράση με την οποία οι επενδυτές εκτιμούν τις πιθανότητες των ενδεχομένων μιας απόφασης με βάση τις πεποιθήσεις τους, επιλέγουν με κριτήριο την προσδοκώμενη χρησιμότητα και αναπροσαρμόζουν τις πιθανότητες όταν ανακλύψουν νέες πληροφορίες. Η φιλοσοφία της παραδοσιακής Χρηματοοικονομικής βασίζεται σε μαθηματικά μοντέλα, των οποίων όμως η κατασκευή απαιτεί δραστικές απλοποιήσεις, με αποτέλεσμα να οδηγούν στη διανοητική στείριότητα της κατανόησης της πραγματικής οικονομίας (Akerlof, Shiller, 2009). Εδραιώνει μια πεποίθηση περί εγγενούς σταθερότητας των αγορών, αλλά δυστυχώς η πραγματικότητα απέχει πολύ από αυτές τις θεωρίες. Μεγάλο μέρος της σύγχρονης βιβλιογραφίας προοδευτικά πέρασε υπό τον έλεγχο καθαρών μαθηματικών, δίνοντας έμφαση σε θεωρήματα και όχι στην ανάλυση της πραγματικότητας.

Υστερα από προσπάθειες δεκαετιών, οι θεωρίες της παραδοσιακής Χρηματοοικονομικής έχουν αποτύχει να διατυπώσουν πλήρως το σύνολο της χρηματαγοράς, το μέσο όρο των αποδόσεων, αλλά και τη συμπεριφορά των επενδυτών (Barberis, Thaler, 2003). Έρευνες, αλλά και αλληπάλληλες οικονομικές κρίσεις έχουν δείξει ότι οι άνθρωποι συμπεριφέρονται μη ορθολογικά, όσον αφορά τις χρηματιστηριακές συναλλαγές τους, καθώς γνωστικά λάθη και συναισθήματα τους οδηγούν σε λανθασμένες αποφάσεις (Φίλιππας, 2011). Τα προβλήματα αυτά, που αντιμετωπίζει η παραδοσιακή Χρηματοοικονομική, επιχειρεί να τα λύσει η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική (Behavioral Finance).

Κεφάλαιο 1

Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

Σε αυτό το κεφάλαιο γίνεται η περιγραφή της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, ενώ στη συνέχεια καταγράφονται τα κυριότερα ευρήματά της καθ' όλη τη διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών.

1.1 Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική είναι η μελέτη της επιρροής της ψυχολογίας στη συμπεριφορά των επενδυτών και στις επακόλουθες επιπτώσεις στην αγορά (Sewell, 2007). Η συγκεκριμένη επιστήμη προσπαθεί να κατανοήσει τα συναισθήματα και τις αντιλήψεις των επενδυτών και να εξηγήσει πώς αυτά επηρεάζουν τις συναλλαγές τους (Kishore, 2006). Αυτό το καταφέρνει χρησιμοποιώντας μοντέλα, στα οποία οι επενδυτές δεν δρουν πλήρως ορθολογικά, είτε από δικές τους επιλογές, είτε από λανθασμένες πεποιθήσεις (Barberis, Thaler, 2003). Έχουν γίνει πολλές συζητήσεις και έχουν ακουστεί διάφορες απόψεις για το ποιο ακριβώς είναι το πεδίο της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, αλλά κυριαρχεί η άποψη ότι είναι η τομή μεταξύ της χρηματοοικονομικής, της ψυχολογίας και της κοινωνιολογίας. Στην ουσία η μελέτη της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής βασίζεται στην κατανόηση των θεωριών των τριών αυτών επιστημών (Ricciardi, Simon, 2000) δίνοντας έμφαση στα κύρια γνωστικά τους στοιχεία και όχι κάνοντας μία απλή προσέγγιση (Ritter, 2003).

1.2 Κυριότερα Ευρήματα – Ιστορική Αναδρομή

1.2.1 Τα Πρώτα Βήματα

Το πεδίο της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής άρχισε να γίνεται γνωστό κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '90 και να εμφανίζεται όλο και περισσότερο σε ακαδημαϊκά άρθρα και δημοσιεύσεις, παρ' όλα αυτά τα θεμέλια της ξεκίνησαν να μπαίνουν πολλές δεκαετίες πιο πριν. Η αρχή έγινε στα μέσα του 19^{ου} αιώνα (1841), με το βιβλίο "Extraordinary popular delusions and the madness of crowds" του Mackay, ο οποίος μέσα από ένα χρονοδιάγραμμα παρουσίασε πλήθος κρίσεων σε όλη την ιστορία και ουσιαστικά δείχνει πώς η συμπεριφορά μιας ομάδας ανθρώπων μπορεί να συσχετιστεί με την αγορά του σήμερα.

Στη συνέχεια, το 1896, ο Le Bon με το έργο του "The crowd: A study of a popular mind", μελετά το πώς η συμπεριφορά ανθρώπινων ομάδων μπορεί να εφαρμοστεί στα πεδία της ψυχολογίας, της κοινωνιολογίας και της χρηματοοικονομικής (Ricciardi, Simon, 2000), ενώ λίγα χρόνια αργότερα (1912) το βιβλίο "Psychology of the stock market" του G.C. Selden, είναι από τα πρώτα που κάνουν άμεση σύνδεση της ψυχολογίας και της χρηματιστηριακής αγοράς. Στο βιβλίο αυτό, ο συγγραφέας αναφέρει ότι οι κινήσεις των τιμών στις συναλλαγές βασίζονται κατά ένα μεγάλο βαθμό στη ψυχολογία των ανθρώπων που παίρνουν μέρος σε αυτές.

1.2.2 Ευρετικές – Heuristics

Στη συνέχεια του 20ού αιώνα έγιναν γνωστά διάφορα ευρήματα από ψυχολόγους, όπως η Γνωστική Ασυμφωνία του Festinger (1956) (Sewell, 2007) (Γνωστική Ασυμφωνία είναι η τάση του ατόμου να μειώνει την ασυμφωνία που δημιουργείται από δύο γνωστικά αντιφατικά μεταξύ τους στοιχεία), αλλά η μεγάλη ανατροπή στις θεωρίες της παραδοσιακής Χρηματοοικονομικής έγινε τη δεκαετία του '70, μέσα από το ερευνητικό έργο δύο ψυχολόγων, των D. Kahneman και A. Tversky, όπου ουσιαστικά θεμελίωσαν τον όρο Συμπεριφορική (Akerlof, Shiller, 2009).

Το 1973, με τη μελέτη τους “Availability: A heuristic for judging frequency and probability”, (Sewell, 2007) ουσιαστικά αναιρούν τη θεωρία του L. Savage (1954), ότι δηλαδή υπάρχει πλήρης ορθολογικότητα στη δράση των επενδυτών (Akerlof, Shiller, 2009) και υποστηρίζουν ότι τα άτομα χρησιμοποιούν ευρετικές (εμπειρικούς κανόνες) για να αξιολογήσουν τη πιθανότητα κάποιων γεγονότων (Tversky, Kahneman, 1973).

Ευρετική ονομάζεται κάθε μη αλγοριθμική μέθοδος επίλυσης προβλημάτων, στην οποία η πορεία προς ένα τελικό αποδεκτό αποτέλεσμα στηρίζεται σε μια σειρά προσεγγιστικών αποτελεσμάτων. Αν και οι ευρετικές μέθοδοι δίνουν απλές και ικανοποιητικές λύσεις σε μερικά προβλήματα, τίποτα δεν εγγυάται ότι αυτές οι λύσεις είναι οι καλύτερες δυνατές. Συνήθως δίνουν προσεγγίσεις των βέλτιστων λύσεων και κάποιες φορές προτιμούνται επειδή δίνουν αποδεκτές απαντήσεις σε μικρό χρονικό διάστημα.

Η γνωστική ψυχολογία χαρακτηρίζει ως ευρετικές τους μηχανισμούς λήψης αποφάσεων, που χρησιμοποιούνται από χρηματοοικονομικούς διαπραγματευτές και οι οποίοι δεν «φιλτράρονται» από επίγνωση και συνειδητοποιημένη σκέψη. Αυτό γιατί ο εγκέφαλος των διαπραγματευτών ενσωματώνει ασυνείδητα ένα μεγάλο ποσό πληροφοριών από την χρηματιστηριακή αγορά και από εξωτερικές πηγές, σε ένα περιορισμένο χρονικό διάστημα της ημέρας. Οι ευρετικές είναι στρατηγικές όπου χρησιμοποιούν οι άνθρωποι αλλά και τα ζώα και οι ίδιες από μόνες τους δεν είναι ούτε καλές, αλλά ούτε και κακές (Tesi Antoni, 2010).

Το 1974, οι D. Kahneman και A. Tversky με το άρθρο τους “Judgment under Uncertainty – Heuristics and Biases”, περιγράφουν τις τρεις ευρετικές που χρησιμοποιούνται για τη λήψη αποφάσεων υπό συνθήκες αβεβαιότητας.

Οι τρεις αυτές ευρετικές είναι:

1) Η αντιπροσωπευτικότητα (representativeness): οι άνθρωποι καλούνται να αξιολογήσουν την πιθανότητα να βρίσκεται ένα γεγονός A σε ένα σύνολο B και άρα οι πιθανότητες αξιολόγησης βασίζονται στο βαθμό που το A αντιπροσωπεύει το B.

2) Η διαθεσιμότητα (availability): οι άνθρωποι για να αξιολογήσουν τις πιθανότητες για κάποιο γεγονός βασίζονται στα σενάρια και στις πληροφορίες που τους έρχονται με περισσότερη ευκολία στο μυαλό τους.

3) Η αγκύρωση και η προσαρμογή (anchoring and adjustment): οι άνθρωποι κάνουν τις εκτιμήσεις ξεκινώντας από μία αρχική τιμή, η οποία στη συνέχεια προσαρμόζεται για να δημιουργήσει το αποτέλεσμα. (χρησιμοποιείται κυρίως για αριθμητικές προβλέψεις) (Tversky, Kahneman, 1974). Επίσης υπάρχει προσκόλληση στην αρχική ιδέα, οι άνθρωποι δεν ανανεώνουν τις εκτιμήσεις τους ώστε να ανταπεξέρχονται στις νέες πληροφορίες, αλλά παραμένουν προσκολλημένοι στην αρχική τους άποψη.

Αυτές οι ευρετικές χρησιμοποιούνται συχνά, με αποτέλεσμα να δημιουργούνται αρκετά λάθη στις αποφάσεις. Η κατανόηση όμως και η μελέτη αυτών, μπορεί να οδηγήσει στη βελτίωση των αποφάσεων υπό συνθήκες αβεβαιότητας (Tversky, Kahneman, 1974). Οι τρεις αυτές ευρετικές που αναφέρθηκαν δεν είναι οι μόνες,

αλλά είναι οι πρώτες οι οποίες εντοπίστηκαν. Με την πάροδο των χρόνων και ύστερα από συνεχή έρευνα εντοπίστηκαν και άλλες.

1.2.3 Θεωρία της Προοπτικής – Prospect Theory

Μετά από τη δημοσίευση των ερευνών που αφορούσαν τις ευρετικές, ο A. Tversky και ο D. Kahneman αποφάσισαν να συνεχίσουν μαζί και να μελετήσουν το πεδίο της λήψης αποφάσεων. Το αποτέλεσμα αυτής της μελέτης ήταν η διατύπωση της θεωρίας της προοπτικής (prospect theory). Η θεωρία της προοπτικής δείχνει τον τρόπο με τον οποίον ο άνθρωπος διαχειρίζεται τον κίνδυνο και την αβεβαιότητα (Kishore, 2006). Είναι μια εναλλακτική προσέγγιση της λήψης αποφάσεων υπό διακινδύνευση. Αυτή η θεωρία βασίζεται στο ότι οι άνθρωποι υποτιμούν τη βαρύτητα των αποτελεσμάτων που είναι απλώς πιθανό να συμβούν, σε σύγκριση με τη βαρύτητα των αποτελεσμάτων που είναι σίγουρο ότι θα συμβούν. Επίσης, βασίζεται στην αποστροφή της απώλειας (loss aversion), όπου οι επενδυτές αποδίδουν μεγαλύτερη σημασία στις απώλειες, παρά στα κέρδη (έρευνες έδειξαν ότι οι απώλειες έχουν διπλάσια δύναμη από ότι τα κέρδη, όσον αφορά τον ψυχολογικό τομέα). Τέλος, θεωρεί ότι η αξία επισυνάπτεται σε κέρδη και απώλειες, παρά στα τελικά αποτελέσματα και δεν επισυνάπτονται πιθανότητες, αλλά βάρη (Tversky, Kahneman, 1979). Στη συνέχεια, οι δύο ψυχολόγοι πρόσθεσαν στη θεωρία τους την πλαισίωση (framing) συμπεραίνοντας ότι οι άνθρωποι επηρεάζονται στις αποφάσεις τους από το περιβάλλον, το κλίμα μέσα στο οποίο λαμβάνονται αυτές (Tversky, Kahneman, 1981).

Η θεωρία της προοπτικής θεμελιώνεται στην ιδέα ότι η συνάρτηση της αξίας είναι μία συνάρτηση κερδών και ζημιών. Αντίθετα με τους επενδυτές που ακολουθούν την παραδοσιακή Χρηματοοικονομική, οι επενδυτές που προσαρμόζονται στη θεωρία της προοπτικής επιλέγουν χαρτοφυλάκια τα οποία δεν είναι διαφοροποιημένα. Αντιθέτως, πιστεύουν ότι η καλύτερη διαχείριση του κινδύνου επιτυγχάνεται μέσα από την καλύτερη ενημέρωση για τα στοιχεία ορισμένων επιχειρήσεων, παρά μέσα από ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο. Επίσης, οι επενδυτές όχι μόνο απορρίπτουν την ιδέα ότι το Beta μετρά τον κίνδυνο, αλλά και ότι ο κίνδυνος και η απόδοση έχουν μεταξύ τους θετική συσχέτιση (de Bondt, 1998).

Η θεωρία της προοπτικής δημοσιεύθηκε το 1979 με τίτλο “Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk” και ήταν η μελέτη για την οποία το *Econometrica* (οικονομικό περιοδικό μεγάλου κύρους) έκανε τις περισσότερες αναφορές από οποιαδήποτε άλλη μελέτη (Sewell, 2007). Ο οικονομολόγος R. Thaler παραδέχεται ότι οι καταναλωτές σε συγκεκριμένες καταστάσεις δεν ενεργούν με τον τρόπο που ορίζει η οικονομική θεωρία, με αποτέλεσμα να δημιουργούνται πολλά λάθη στην πρόβλεψη της συμπεριφοράς. Για το λόγο αυτό, προτείνει τη χρήση της θεωρίας της προοπτικής (Thaler, 1980).

Ο Daniel Kahneman κέρδισε το βραβείο Nobel (2002) για τη συνεισφορά του στην επιστήμη όσον αφορά τη συγκεκριμένη θεωρία. Το βραβείο θα το μοιραζόταν μαζί με το συνεργάτη του Amos Tversky, ο οποίος όμως από το 1996 δεν βρισκόταν εν ζωή.

1.2.4 Επίδραση της Διάθεσης – Disposition Effect

Το 1985, οι Shefrin και Statman εντόπισαν ότι οι επενδυτές δημιουργώντας το χαρτοφυλάκιο τους, έχουν τη διάθεση να πουλάνε τις κερδοφόρες μετοχές πολύ νωρίς και να κρατάνε τις ζημιωγόνες για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα από ότι θα έπρεπε. Αυτό το ονόμασαν φαινόμενο της επίδρασης της διάθεσης (Shefrin, Statman, 1985). Η επίδραση της διάθεσης συνδέθηκε με τους διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων και το συγκεκριμένο φαινόμενο εντοπίστηκε ακόμα και στους επαγγελματίες επενδυτές (Frazzini, 2006). Επίσης, εντοπίστηκε πως όταν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο αλλάζει διαχειριστή, ο νέος πουλάει τους ζημιωγόνους τίτλους σε γρηγορότερο ρυθμό από ότι έκανε ο προηγούμενος διαχειριστής (Jin, Scherbina, 2005).

1.2.5 Υπεραντίδραση & Υπερβολική Αυτοπεποίθηση – Overreaction & Overconfidence

Το 1985, οι οικονομολόγοι W. de Bondt και R. Thaler με το έργο τους “Does the stock market overreact?” ουσιαστικά ξεκίνησαν αυτό που είναι γνωστό σήμερα ως Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική (Sewell, 2007). Σε αυτή τη μελέτη, έγινε έρευνα για το πώς η τάση της υπεραντίδρασης (overreaction) για απροσδόκητα γεγονότα επηρεάζει την αποτελεσματικότητα της αγοράς (de Bondt, Thaler, 1985). Η υπεραντίδραση είναι μια υπόθεση της αγοράς, η οποία δηλώνει ότι οι επενδυτές και οι διαπραγματευτές αντιδρούν δυσανάλογα σε νέες πληροφορίες για κάποιον συγκεκριμένο τίτλο. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα τη δραματική αλλαγή στην τιμή του τίτλου, η οποία τιμή δεν αντικατοπτρίζει την πραγματική του αξία. Συνήθως, αυτή η αλλαγή στην τιμή δεν κρατάει πολύ, διότι με την πάροδο του χρόνου η αγορά κάνει επαναξιολόγηση και διορθώνει το λάθος. Όπως γίνεται φανερό, η υπόθεση της υπεραντίδρασης δεν συμβαδίζει με την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς.

Το 1987, οι ίδιοι (De Bondt και Thaler) εντόπισαν ότι οι μετοχές οι οποίες έχουν υπερβολικά χαμηλές τιμές τα τελευταία τρία χρόνια, καταφέρνουν και έχουν καλύτερη απόδοση στα επόμενα τρία από τις μετοχές που είχαν υπερβολικά υψηλές τιμές στο αντίστοιχο χρονικό διάστημα. Ο De Bondt θεωρεί ότι οι προβλέψεις για μακροπρόθεσμα κέρδη γίνονται από αναλυτές, οι οποίοι συνηθίζουν να είναι επηρεασμένοι από την πρόσφατη επιτυχία (de Bondt, Thaler, 1987). Ένας λόγος που οδηγεί σε αυτή την προκατάληψη, είναι ότι οι αναλυτές νιώθουν περισσότερο αισιόδοξοι για τις πρόσφατες υψηλές μετοχές από αυτές που είναι πρόσφατα χαμηλές, με αποτέλεσμα οι τιμές να αποκλίνουν από την αξία της επιχείρησης. Με λίγα λόγια, οι μετοχές που είχαν πρόσφατα χαμηλές τιμές υποτιμούνται, ενώ αυτές που είχαν πρόσφατα υψηλές τιμές υπερτιμούνται. Αυτοί οι εμπειρικοί κανόνες δημιουργούν την υπερβολική αυτοπεποίθηση (overconfidence). Όταν οι αναλυτές αποκτούν υπερβολική αυτοπεποίθηση, τείνουν να προβλέπουν πιο χαμηλά τις υψηλές τιμές και πιο ψηλά τις χαμηλές τιμές. Η υπερβολική αυτοπεποίθηση οδηγεί τους επενδυτές στο να «τζογάρουν» επειδή αδυνατούν να συνειδητοποιήσουν ότι βρίσκονται σε μειονεκτική θέση όσον αφορά τις πληροφορίες και στο να συναλλάσσονται με μεγαλύτερη συχνότητα από ότι είναι συνετό (Shefrin, Statman, 1994).

Η υπερβολική αυτοπεποίθηση είναι αυστηρά συνδεδεμένη με βιολογικούς παράγοντες και θεωρείται σαν ένα κύριο χαρακτηριστικό των χρηματοοικονομικών διαπραγματευτών. Σε μία έγκυρη έρευνα πάνω στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, το μεγαλύτερο εύρημα στην ψυχολογία της κρίσης είναι ότι οι

άνθρωποι έχουν υπερβολική αυτοπεποίθηση. Οι επενδυτές που παίρνουν αποφάσεις, έχουν υπερβολική αυτοπεποίθηση όταν δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα στις προσωπικές τους πληροφορίες σε σχέση με τις δημόσιες πληροφορίες. Εκείνοι που έχουν έναν μεγαλύτερο βαθμό υπερβολικής αυτοπεποίθησης, επιλέγουν χαρτοφυλάκια μεγαλύτερου κινδύνου από αυτούς που έχουν μικρότερο βαθμό υπερβολικής αυτοπεποίθησης.

Μελέτες στην ψυχολογία έδειξαν ότι οι επαγγελματίες είναι πιο πιθανό να έχουν υπερβολική αυτοπεποίθηση από εκείνους που δεν έχουν μεγάλη εμπειρία στο χώρο, ενώ θεωρητικά μοντέλα προβλέπουν ότι οι πρώτοι κάνουν συναλλαγές σε υπερβολικό βαθμό. Επίσης, μελέτες έβγαλαν το συμπέρασμα ότι οι άνδρες είναι πιο επιρρεπείς στην υπερβολική αυτοπεποίθηση από τις γυναίκες, ιδιαίτερα σε πεδία όπως η χρηματοοικονομική. Σε έρευνά τους οι Barber και Odean εντόπισαν ότι οι άνδρες συναλλάσσονται 45% περισσότερο από τις γυναίκες, λόγω της υπερβολικής αυτοπεποίθησης και αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να έχουν μειωμένα κέρδη από ότι αυτές (Barber, Odean, 2001).

1.2.6 Θόρυβος – Noise

Το 1986, ο Fischer Black ανέπτυξε μία θεωρία τιμολόγησης τίτλων, η οποία βασίζεται στο θόρυβο. Σε αυτό το βασικό μοντέλο που αφορά της χρηματοοικονομικές αγορές, ο θόρυβος είναι το αντίθετο της πληροφόρησης. Είναι αυτό που κάνει τις αγορές μη αποτελεσματικές και που προκαλεί σύγχυση στην ερμηνεία της κατεύθυνσής τους. Οι άνθρωποι πολλές φορές δεν επενδύουν με βάση τις πληροφορίες, αλλά με βάση το θόρυβο που υπάρχει, με αποτέλεσμα να μην πετυχαίνουν τα κέρδη που προσδοκούν. Ο θόρυβος επηρεάζει τη συμπεριφορά και τις αποφάσεις τους με συνέπεια να τους αποπροσανατολίζει και απομακρύνει από τις ορθολογικές σκέψεις και πράξεις. (Black, 1986)

Τέσσερα χρόνια μετά τη διατύπωση της θεωρία του F. Black, το 1990, οι Shleifer και Summers χώρισαν τους επενδυτές σε δύο κατηγορίες, στους “arbitrageurs” και τους “noise”. Η πρώτη κατηγορία αναφέρεται στους επενδυτές οι οποίοι διαμορφώνουν πλήρως λογικές προσδοκίες για τις αποδόσεις των μετοχών, ενώ οι θορυβώδεις είναι οι επενδυτές των οποίων οι συναλλαγές βασίζονται σε συστηματικές προκαταλήψεις και όχι σε θεμελιώδη αξιολόγηση. Τέτοιου είδους επενδυτές ακολουθούν τις τάσεις και υπερ-αντιδρούν σε καλά και κακά νέα. (Οικονόμου, 2008)

1.2.7 SP/A Θεωρία Συμπεριφορικού Χαρτοφυλακίου – SP/A Based Behavioral Portfolio Theory

Το 1987, ο ψυχολόγος Lopes ανέπτυξε μία θεωρία η οποία υποστηρίζει πως οι άνθρωποι, όταν παίρνουν αποφάσεις, αξιολογούν με βάση τους φόβους και τις ελπίδες τους σε ένα ιδανικό επίπεδο. Αυτή η θεωρία ονομάζεται SP/A Based Behavioral Portfolio Theory, όπου το S είναι security (τίτλος), το P είναι potential (δυννητικός) και το A είναι aspiration (ιδανικό). Με βάση αυτή τη θεωρία, το συναίσθημα του φόβου κάνει το ανθρώπινο μυαλό να λειτουργεί δίνοντας μεγαλύτερη βαρύτητα στα χειρότερα αποτελέσματα από ότι στα καλύτερα. Από την

άλλη πλευρά, το συναίσθημα της ελπίδας λειτουργεί ακριβώς αντίθετα, δηλαδή το μυαλό δίνει μεγαλύτερη βαρύτητα στα καλύτερα αποτελέσματα από ότι στα χειρότερα. Επίσης, ένα ακόμα χαρακτηριστικό του SP/A είναι η διπολικότητα, δηλαδή οι επενδυτές δημιουργούν χαρτοφυλάκια τα οποία έχουν επιθετικούς, αλλά και αμυντικούς τίτλους. (Tesi Antoni, 2010)

1.2.8 Αγελαία Συμπεριφορά – Herding

Το 1990, οι Scharfstein και Stein, βασιζόμενοι σε παλαιότερες μελέτες που είχαν γίνει στο τομέα της αγελαίας συμπεριφοράς (Friend et al. το 1970, Kraus και Stall το 1972), επιχείρησαν, μέσα από το άρθρο τους “Herd Behavior and Investment”, μια πρώτη προσέγγιση της και των γενεσιουργών αιτιών της. Η συγκεκριμένη έρευνα υποστηρίζει την ύπαρξη ενός φαινομένου, στο οποίο οι άνθρωποι συμπεριφέρονται μιμούμενοι κάποιους άλλους και παίρνουν αποφάσεις χωρίς να χρησιμοποιούν τις ιδιωτικές τους πληροφορίες. Αυτό το φαινόμενο ονομάζεται συμπεριφορά της αγέλης και χαρακτηρίζεται κυρίως από την έλλειψη της ατομικότητας, η οποία αναγκάζει τους ανθρώπους να σκέφτονται και να δρουν το ίδιο με όλον τον υπόλοιπο πληθυσμό. Ψυχολογικά πειράματα έχουν δείξει ότι υπάρχει μία τάση οι άνθρωποι να παρασύρονται ή απλά να μην θέλουν να διαφοροποιηθούν από την ομάδα στην οποία ανήκουν.

Το συγκεκριμένο φαινόμενο καταφέρνει να εξηγήσει τη χρηματιστηριακή συμπεριφορά των επενδυτών, καθώς τις περισσότερες φορές οι ίδιοι δεν εξετάζουν τα θεμελιώδη μεγέθη μιας μετοχής, αλλά ακολουθούν τον τρόπο με τον οποίο λειτουργούν κάποιες άλλες κρίσιμες ομάδες επενδυτών. Ουσιαστικά, ο επενδυτής ακολουθεί τις αποφάσεις των άλλων “στα τυφλά”, χωρίς τη δική του κρίση. Με αυτό τον τρόπο μπορεί μεν να εξοικονομεί χρόνο και κόπο, αλλά πολλές φορές καταλήγει να παίρνει λάθος επιλογές. (Οικονόμου, 2008)

1.2.9 Σωρευτική Θεωρία της Προοπτικής – Cumulative Prospect Theory

Το 1992, οι Tversky και Kahneman αντικαθιστούν την αρχική εφαρμογή της θεωρίας της προοπτικής με τη σωρευτική θεωρία της προοπτικής (cumulative prospect theory). Η νέα μεθοδολογία χρησιμοποιεί αθροιστικά και όχι μεμονωμένα τις βαρύτητες των αποφάσεων, εφαρμόζεται στην αβεβαιότητα και στις επικίνδυνες προοπτικές με οποιονδήποτε αριθμό αποτελεσμάτων και επιτρέπει συναρτήσεις στάθμισης κερδών και απωλειών. (Tversky, Kahneman, 1992)

1.2.10 Μοντέλο DHS

Το 1998, οι Daniel, Hirshleifer και Subrahmanyam δημιούργησαν το μοντέλο DHS. Στο μοντέλο DHS, οι ενημερωμένοι επενδυτές λαμβάνουν θορυβώδη σήματα για την πραγματική αξία ενός τίτλου. Τα σήματα, σαν εσωτερική αγορά (insider buying) είναι θορυβώδη λόγω της δυνατής πραγματικής αξίας της εταιρείας. Το DHS υπογραμμίζει ότι εάν αυτά τα σήματα είναι ιδιωτικά (μικρής εμβέλειας), τότε οι επενδυτές αντιδρούν σε αυτά με υπερβολική σιγουριά γιατί υπερτιμούν την ακρίβειά τους. (Tesi Antoni, 2010) (Kausar, Taffler, 2005)

1.2.11 Θεωρία Συμπεριφορικού Χαρτοφυλακίου – Behavior Portfolio Theory

Δύο χρόνια μετά τη δημιουργία του μοντέλου DHS, το 2000, οι Shefrin και Statman ανέπτυξαν τη «θεωρία συμπεριφορικού χαρτοφυλακίου» και έγραψαν για τις επιπτώσεις της, όσον αφορά τη δημιουργία ενός χαρτοφυλακίου. Η ανάλυση τους αυτή, υποδεικνύει ότι τα συμπεριφορικά χαρτοφυλάκια θα πρέπει να ακολουθούν τη δομή της πυραμίδας, συμπεριλαμβάνοντας τίτλους με μεγάλο κίνδυνο στα υψηλότερα επίπεδα και τίτλους με λιγότερο κίνδυνο στα χαμηλότερα επίπεδα (Shefrin, Statman, 2000).

1.2.12 Ζωώδη Ένστικτα – Animal Spirits

Το 2009, οι Akerlof και Shiller γράφουν το βιβλίο “Animal Spirits”, χρησιμοποιώντας για τίτλο έναν όρο τον οποίο έκανε διάσημο ο Keynes στα οικονομικά, ο οποίος αναφέρει ότι όταν το μέλλον είναι αβέβαιο και ασαφές, οι άνθρωποι στηρίζονται στα αισθήματά τους, τα ζωώδη ένστικτα. Το συγκεκριμένο βιβλίο συγκεντρώνει τα ζωώδη ένστικτα και μελετά πώς λειτουργεί πραγματικά η οικονομία και ποιος είναι ο ρόλος αυτών. Τα ζωώδη ένστικτα είναι:

1) Εμπιστοσύνη - όρος που υπονοεί συμπεριφορά η οποία ξεπερνά μια ορθολογική προσέγγιση στη λήψη αποφάσεων. Το άτομο που πραγματικά δείχνει εμπιστοσύνη συχνά απορρίπτει ή παραβλέπει ορισμένες πληροφορίες. Η σημασία της πίστης είναι αυτή που ξεπερνά τη λογική. Όταν οι άνθρωποι αισθάνονται εμπιστοσύνη αγοράζουν, ενώ όταν είναι αβέβαιοι αποτραβιούνται και πωλούν.

2) Δικαιοσύνη - το ενδιαφέρον για τη δικαιοσύνη μπορεί να ξεπεράσει το ορθολογικό κίνητρο. Μεγάλο μέρος όσων κάνουν τους ανθρώπους χαρούμενους είναι να τηρούν αυτά που πιστεύουν ότι πρέπει να κάνουν. Με αυτή την έννοια, τις περισσότερες φορές οι άνθρωποι θέλουν να είναι δίκαιοι και ταυτόχρονα θέλουν οι άλλοι να τηρούν αυτό που πιστεύουν ότι πρέπει να κάνουν. Οι άνθρωποι αναστατώνονται όταν πιστεύουν ότι οι άλλοι δεν είναι δίκαιοι. Η ρύθμιση των αμοιβών και των τιμών εξαρτάται κυρίως από το ενδιαφέρον για τη δικαιοσύνη.

3) Διαφθορά και Δολιότητα - οι σκοτεινές όψεις της οικονομίας και οι τάσεις προς την αντικοινωνική συμπεριφορά. Η διακύμανση του βαθμού διαφθοράς και δολιότητας κατά καιρούς αντανακλά τις νέες ευκαιρίες, που προκύπτουν ως νέες χρηματοοικονομικές επινοήσεις του ενός ή του άλλου είδους. Ο καπιταλισμός δεν παράγει αυτό που πραγματικά χρειάζονται οι άνθρωποι, αλλά αυτό που νομίζουν ότι χρειάζονται και είναι πρόθυμοι να πληρώσουν για αυτό. Μέσα σε έναν κόσμο δολιότητας και διαφθοράς είναι δυνατόν να πλασάρονται μετοχές, ομόλογα ή πίστωση παρουσιάζοντας με παραπλανητικό τρόπο τα βιβλία της εταιρείας. Από τη στιγμή που τα βιβλία “μαγειρεύονται”, το αγοραστικό κοινό των μετοχών που βασίζεται στα λογιστικά νούμερα για να αξιολογήσει την καθαρή θέση της εταιρείας θα πληρώσει περισσότερο για τις μετοχές των ιδιοκτητών από την αξία τους.

4) Αυταπάτη του χρήματος - συμβαίνει όταν οι αποφάσεις επηρεάζονται από ονομαστικά ποσά χρημάτων. Το κοινό μπερδεύεται από τον πληθωρισμό και τον αποπληθωρισμό και δεν σκέφτεται τις επιπτώσεις τους.

5) Ιστορίες - ο ανθρώπινος νους είναι φτιαγμένος για να σκέφτεται μέσα από αφηγήσεις, ακολουθίες γεγονότων με εσωτερική λογική και δυναμική, που εμφανίζονται ως ενιαίο σύνολο. Μεγάλο μέρος των ανθρώπινων κινήτρων προέρχεται ζώντας μέσα από μία ιστορία. Οι ιστορίες δημιουργούν εμπιστοσύνη και

προσκόλληση στο παρελθόν, με αποτέλεσμα συχνά να απορρίπτονται ή να παραβλέπονται ορισμένες πληροφορίες (Akerlof, Shiller, 2009).

1.3 Συμπεράσματα

Όλες αυτές οι παραπάνω μελέτες και έρευνες των τελευταίων δεκαετιών, οι οποίες αφορούν το κομμάτι που συνδέει την επιστήμη της χρηματοοικονομικής, της ψυχολογίας και της κοινωνιολογίας βγάζουν ένα και μόνο συμπέρασμα, ότι οι επενδυτές δεν δρουν ορθολογικά στις καθημερινές τους αποφάσεις. Οι άνθρωποι διακατέχονται από συναισθήματα και ζώδη ένστικτα, επηρεάζονται από προκαταλήψεις κι από τον θόρυβο που επικρατεί, ενώ τέλος λειτουργούν με αγελαία συμπεριφορά και κάνουν χρήση ευρετικών. Όλα αυτά τα ευρήματα καταργούν τις θεωρίες που δέχονταν τον επενδυτή σαν μία ορθολογική μηχανή και πλέον η επιστήμη τον εξετάζει ως άνθρωπο, δηλαδή έναν επενδυτή με συναισθήματα και αδυναμίες. Όπως είπε και ο Meir Statman, “Οι άνθρωποι στην παραδοσιακή Χρηματοοικονομική είναι ορθολογικοί. Οι άνθρωποι στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική είναι κανονικοί.”

Κεφάλαιο 2

Στρατηγικές Επένδυσης

Σε αυτό το κεφάλαιο δίνεται ο ορισμός των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων και αναπτύσσονται οι θεωρίες τις οποίες ακολουθούν, ενώ παράλληλα γίνεται περιγραφή των προκαταλήψεων και των ευρετικών που εκμεταλλεύονται οι διαχειριστές τους. Στη συνέχεια, περιγράφονται οι στρατηγικές επένδυσης που ακολουθούν τα αμοιβαία κεφάλαια και πιο συγκεκριμένα, γίνεται σύγκριση μεταξύ θεμελιώδους και τεχνικής ανάλυσης, αλλά και αναφορά στις στρατηγικές αξίας, ανάπτυξης, δυναμικής και της αντίθετης.

2.1 Επενδύσεις

Επένδυση είναι η δέσμευση ενός συγκεκριμένου ποσού κεφαλαίου στο τρέχον χρονικό διάστημα, η οποία πραγματοποιείται με κίνητρο την προσδοκία υψηλότερων απολαβών στο μέλλον. Κάθε επενδυτικό προϊόν έχει ορισμένα χαρακτηριστικά τα οποία και το προσδιορίζουν, όπως η χρονική διάρκεια λήξης του, η βεβαιότητα της απόδοσής του, η ικανότητα να ρευστοποιηθεί και η φορολογική του μεταχείριση. Οι δύο βασικές κατηγορίες επένδυσης είναι οι επενδύσεις σε ακίνητα και οι επενδύσεις σε κινητές αξίες, όπου με τη σειρά τους οι επενδύσεις σε κινητές αξίες χωρίζονται σε αξιόγραφα σταθερής απόδοσης (καταθέσεις σε τραπεζικούς λογαριασμούς, ομόλογα δημοσίου, κ.α.) και σε αξιόγραφα μεταβλητής απόδοσης (μετοχές, αμοιβαία κεφάλαια, κ.α.). (Φίλιππας, 2005)

2.1.1 Αμοιβαία Κεφάλαια

Αμοιβαίο κεφάλαιο είναι η ομάδα περιουσίας η οποία αποτελείται από μετρητά και κινητές αξίες, της οποίας τα επιμέρους στοιχεία ανήκουν εξ αδιαιρέτου σε περισσότερα του ενός πρόσωπα. Ο όρος “Κεφάλαιο” χαρακτηρίζει το σύνολο του ποσού που συγκεντρώνεται από τους επενδυτές, ενώ ο όρος “Αμοιβαίο” περιγράφει το γεγονός ότι όλοι οι συνεισφέροντες (μεριδιούχοι) στην δημιουργία της περιουσίας αυτής, μοιράζονται τα κέρδη και τις ζημιές που μπορεί να προκύψουν ανάλογα με το ποσοστό συμμετοχής του καθένα σε αυτό. Μεριδιούχοι μπορεί να είναι φυσικά, αλλά και νομικά πρόσωπα. Τα αμοιβαία κεφάλαια δεν δίνουν τόκο ούτε έχουν προκαθορισμένες αποδόσεις. Η απόδοση για τον μεριδιούχο είναι η διαφορά που μπορεί να δημιουργηθεί ανάμεσα στο κεφάλαιο επένδυσης και στην αποτίμηση αυτής σε χρονική διάρκεια. Καθημερινά υπολογίζονται οι τιμές των ομολόγων, των μετοχών, οι τόκοι, τα μετρητά, οι καταθέσεις σε συνάλλαγμα κτλ. και αθροίζονται για να προκύψει το ενεργητικό. Είναι δεδομένο ότι οι τιμές των μετοχών, των νομισμάτων, αλλά και οι τόκοι των ομολόγων αλλάζουν καθημερινά και έτσι μεταβάλλεται και το ενεργητικό των αμοιβαίων.

Οι φορείς λειτουργίας ενός αμοιβαίου κεφαλαίου εκτός από την Εταιρεία Διαχείρισης και τους μεριδιούχους είναι και ο Θεματοφύλακας. Ο Θεματοφύλακας είναι αυτός που μέσα από τη διενέργεια αυστηρών ελέγχων, εγγυάται την ασφάλεια των χρημάτων και των επενδυτών και περιφρουρεί τα συμφέροντα τους από τυχόν κακή διαχείριση της Εταιρείας Διαχείρισης. Επίσης, έχει την αρμοδιότητα να κρατάει όλα τα περιουσιακά στοιχεία, να εισπράττει τόκους και μερίσματα και να προβαίνει

σε αγορές και πωλήσεις τίτλων για το χαρτοφυλάκιο του αμοιβαίου κεφαλαίου ακολουθώντας τις νόμιμα παρεχόμενες οδηγίες της Εταιρείας Διαχείρισης (Φίλιππας, 2005).

2.1.2 Συμπεριφορικά Α/Κ

Τα αμοιβαία κεφάλαια τα οποία προσπαθούν να εκμεταλλευτούν τις συμπεριφορικές ανωμαλίες της αγοράς ονομάζονται συμπεριφορικά. Τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια προσπαθούν να εντοπίσουν το λάθος του επενδυτή και να επωφεληθούν από αυτό. Τα τελευταία χρόνια, όλο και περισσότερα αμοιβαία κεφάλαια αρχίζουν να αυτοχαρακτηρίζονται ως συμπεριφορικά και προσπαθούν να είναι κερδοφόρα καθώς εφαρμόζουν τις αρχές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.

2.1.2.1 Μέθοδος Διαχείρισης Συμπεριφορικών Α/Κ

Οι διαχειριστές των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων θεωρούν ότι μπορεί να επιτευχθούν υπερβολικά κέρδη εάν η παράλογη συμπεριφορά των επενδυτών, η οποία αντανακλάται στις τιμές της αγοράς, αναγνωριστεί και αναλυθεί αποτελεσματικά. Οι διαχειριστές για να επωφεληθούν από την αγορά, κυρίως αξιοποιούν την επίδραση της αντίθεσης, της δυναμικής, της ανακοίνωσης των κερδών, αλλά και τις εσωτερικές αγοραπωλησίες. Ακόμα, μεγάλη προσοχή δίνουν στην «αντιπροσωπευτικότητα» λόγω της μεγάλης ποσότητας πληροφοριών που έχουν να λάβουν υπόψη. Άλλοι παράγοντες στους οποίους δίνουν έμφαση είναι η αγελαία συμπεριφορά των επενδυτών, η «αγκύρωση» των αναλυτών και η υπερβολική αυτοπεποίθηση όλων όσων συμμετέχουν στην αγορά.

Οι αναλυτές και οι επενδυτές αργούν να αναγνωρίσουν νέες πληροφορίες, οι οποίες σχετίζονται με τις αποδοχές των επενδύσεων τους και συμπεριφέρονται με υπερβολική αυτοπεποίθηση για την πρώτη τους άποψη. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να υποτιμούν τα στοιχεία εκείνα που αποδεικνύουν ότι η αρχική τους άποψη ήταν λάθος και να υπερτιμούν εκείνα που την υποστηρίζουν.

Οι προβλέψεις για μακροπρόθεσμα κέρδη γίνονται από αναλυτές, οι οποίοι συνηθίζουν να είναι επηρεασμένοι από την πρόσφατη επιτυχία. Ένας λόγος που οδηγεί σε αυτή την προκατάληψη είναι ότι οι αναλυτές είναι πιο αισιόδοξοι για τις πρόσφατες υψηλές μετοχές από αυτές που είναι πρόσφατα χαμηλές και αυτό οδηγεί τις τιμές να αποκλίνουν από την αξία της επιχείρησης. Με λίγα λόγια, οι μετοχές που είχαν πρόσφατα χαμηλές τιμές υποτιμούνται, ενώ αυτές που είχαν υψηλές τιμές υπερτιμούνται. Όταν οι αναλυτές γίνονται υπερβολικά σίγουροι, τείνουν να προβλέπουν πιο χαμηλά τις υψηλές τιμές και πιο υψηλά τις χαμηλές τιμές.

Ένα ακόμη σημείο το οποίο επηρεάζει τη συμπεριφορά των επενδυτών και εκμεταλλεύονται οι διαχειριστές είναι οι ανακοινώσεις των αναλυτών. Έχει εντοπιστεί πως, όχι μόνο η τιμή της αγοράς αντιδρά αυτόματα στην ανακοίνωση ότι ένας αναλυτής άλλαξε την άποψη του για μία μετοχή, αλλά και ότι το φαινόμενο αυτό συνεχίζει να υφίσταται για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα. Αυτό ορίζεται ως επίδραση της δυναμικής. Θεωρείται πως η δυναμική υπάρχει διότι οι επενδυτές αργούν να αντιδράσουν σε συγκεκριμένες πληροφορίες. Επίσης, έχουν παρουσιαστεί στοιχεία τα οποία δείχνουν ότι οι αναλυτές αντιδρούν υποτονικά στις πληροφορίες για κέρδη όταν αναθεωρούν τις προβλέψεις τους και δεν τις αναθεωρούν επαρκώς. Τα

ευρήματα αυτά είναι σημαντικά, γιατί υποδεικνύουν ότι η αγορά τείνει να αντιδρά υποτονικά σε δύο στάδια, στην ανακοίνωση των κερδών και στην ενίσχυση της καθυστέρησης. Συνεπώς, θεωρείται έξυπνη κίνηση το κράτημα μετοχών, οι οποίες πρόσφατα έχουν μεγάλα κέρδη, γιατί η αγορά δεν έχει πλήρως προσαρμοστεί στα καλά νέα.

Τέλος, μεταξύ των πιο κοινών στρατηγικών που χρησιμοποιούνται για την αγορά και πώληση τίτλων, είναι η εσωτερική αγοραπωλησία (insider buying or selling) από την ανώτατη διοίκηση. Η εσωτερική αγοραπωλησία από την ανώτατη διοίκηση, μπορεί να σηματοδοτήσει την αλλαγή στην καλή/κακή εικόνα της εταιρείας. Αυτό κάνει την ανώτατη διοίκηση να πουλά μετοχές της δικής της εταιρείας όταν αυτές είναι υψηλές, ενώ αρνείται να τις πουλήσει όταν αυτές είναι χαμηλές (Tesi Antoni, 2010).

2.1.2.2 Θεωρίες Συμπεριφορικών Χαρτοφυλακίων

Ύστερα από μεγάλη έρευνα, φάνηκε ότι είναι δύσκολο να εντοπιστεί μία συγκεκριμένη μέθοδος η οποία να εφαρμόζεται στην πραγματικότητα σε χαρτοφυλάκια συμπεριφορικών κεφαλαίων. Κυρίως οι διαχειριστές αυτών των χαρτοφυλακίων βασίζονται στο ότι μεγάλα κέρδη είναι πιθανό να επιτευχθούν εάν η αναποτελεσματικότητα της αγοράς αναγνωριστεί και αναλυθεί σωστά, καθώς ορισμένες φορές οι επενδυτές δρουν μη ορθολογικά και αυτό αντανακλάται στις τιμές της αγοράς.

Οι θεωρίες, οι οποίες χρησιμοποιούνται πιο συχνά στα συμπεριφορικά χαρτοφυλάκια, είναι:

1) Θεωρία της Προοπτικής

Τα θεμέλια αυτής της θεωρίας είναι η συνάρτηση της αξίας, μία συνάρτηση κερδών και ζημιών. Οι επενδυτές πιστεύουν ότι η καλύτερη διαχείριση του κινδύνου επιτυγχάνεται μέσα από την καλύτερη ενημέρωση για τα στοιχεία ορισμένων επιχειρήσεων, παρά μέσα από ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο.

2) SPA Θεωρία Συμπεριφορικού Χαρτοφυλακίου

Αυτή η θεωρία βασίζεται στο ότι οι άνθρωποι όταν παίρνουν αποφάσεις αξιολογούν με βάση τους φόβους και τις ελπίδες τους σε ένα ιδανικό επίπεδο. Στο μυαλό του ανθρώπου το συναίσθημα του φόβου λειτουργεί δίνοντας μεγαλύτερη βαρύτητα στα χειρότερα αποτελέσματα από ότι στα καλύτερα. Από την άλλη πλευρά, το συναίσθημα της ελπίδας λειτουργεί αντίθετα, δηλαδή δίνει μεγαλύτερη βαρύτητα στα καλύτερα αποτελέσματα από ότι στα χειρότερα.

3) Θεωρία Συμπεριφορικού Χαρτοφυλακίου

Η ανάλυσή της υποδεικνύει ότι τα συμπεριφορικά χαρτοφυλάκια θα πρέπει να ακολουθούν τη δομή της πυραμίδας, συμπεριλαμβάνοντας τίτλους με μεγάλο κίνδυνο στα υψηλότερα επίπεδα και τίτλους με μικρότερο κίνδυνο στα χαμηλότερα επίπεδα (Tesi Antoni, 2010).

2.2 Μέθοδοι αξιολόγησης τίτλων

Στη συνέχεια, αναλύονται οι δύο κυριότερες μέθοδοι αξιολόγησης τίτλων οι οποίες χρησιμοποιούνται για τη διαμόρφωση των αμοιβαίων κεφαλαίων από τους διαχειριστές τους, η θεμελιώδης και η τεχνική ανάλυση. Παράλληλα, γίνεται

περιγραφή των στρατηγικών επένδυσης που βασίζονται στις συγκεκριμένες μεθόδους.

2.2.1 Θεμελιώδης Ανάλυση – Fundamental Analysis

Η θεμελιώδης ανάλυση είναι μία μέθοδος αξιολόγησης τίτλων, η οποία μετρά την πραγματική αξία μιας εταιρείας με τη βοήθεια οικονομικών, χρηματοοικονομικών και άλλων ποσοτικών και ποιοτικών παραγόντων. Η θεμελιώδης ανάλυση μιας εταιρείας έχει σαν σκοπό τον εντοπισμό της πραγματικής αξίας της μετοχής. Η πραγματική αξία της μετοχής πολλές φορές είναι διαφορετική από αυτήν που συναλλάσσεται στην αγορά. Στην περίπτωση που είναι μεγαλύτερη από την τιμή της, τότε η ανάλυση δείχνει ότι η μετοχή αξίζει περισσότερο από την τιμή που συναλλάσσεται και άρα η επένδυση έχει κέρδος.

Αν και υπάρχουν πολλές μέθοδοι για να εντοπιστεί η πραγματική αξία, όλες βασίζονται στο ότι η αξία μιας επιχείρησης είναι το άθροισμα των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, δηλαδή όλα τα μελλοντικά της κέρδη υπολογισμένα με τον πληθωρισμό. Εφόσον όμως τα κέρδη μιας επιχείρησης δεν αλλάζουν από λεπτό προς λεπτό, γιατί η τιμή της μετοχής αλλάζει; Αυτό συμβαίνει γιατί οι επενδυτές δεν βλέπουν τις μετοχές σαν κομμάτι της ιδιοκτησίας μιας εταιρείας, αλλά σαν ένα μέσο για να βγάλουν κέρδος. Όπως αναφέρει η θεωρία του μεγαλύτερου ανόητου (greater fool theory) οι επενδυτές δεν βγάζουν κέρδος από την πραγματική αξία της μετοχής, αλλά κερδίζουν πουλώντας την ακριβότερα σε κάποιον “ανόητο”. Η θεμελιώδης ανάλυση βασίζεται μόνο στο εσωτερικό της επιχείρησης και δεν εξετάζει καθόλου τις τάσεις της αγοράς, σε αντίθεση με την τεχνική ανάλυση.

Η θεμελιώδης ανάλυση εξετάζει ένα ευρύ πεδίο δεδομένων στην εταιρεία. Εκτός από την εξέταση των ταμειακών ροών, δίνει έμφαση και στα ποιοτικά χαρακτηριστικά της επιχείρησης (ποιοτική ανάλυση). Μέσα στους ποιοτικούς παράγοντες είναι η διοίκηση της επιχείρησης, δηλαδή ποια είναι τα ανώτατα στελέχη τα οποία παίρνουν τις στρατηγικές αποφάσεις για την πορεία της εταιρείας, ποιο είναι το παρελθόν τους και ποια η φιλοσοφία τους ως προς τη διοίκηση. Επίσης, στην ποιοτική ανάλυση εξετάζονται τα προϊόντα και οι υπηρεσίες που παρέχει η εταιρεία. Ουσιαστικά, μελετάται το πώς η επιχείρηση βγάζει κέρδος, ποιες είναι οι κύριες δραστηριότητές της και ποια η επιχειρηματική της στρατηγική. Ένας άλλος παράγοντας που εξετάζεται είναι ο ανταγωνισμός και γενικότερα ο κλάδος, όπως για παράδειγμα ποιες είναι οι δυνατότητες ανάπτυξης μιας επιχείρησης. Τέλος, ένας σημαντικός ποιοτικός παράγοντας είναι το “brand name” της εταιρείας, το οποίο τις περισσότερες φορές όσο πιο αξιόπιστο είναι τόσο μικρότερο κίνδυνο έχει η συγκεκριμένη επένδυση.

2.2.1.1 Επένδυση Αξίας – Value Investing

Μία από τις βασικότερες στρατηγικές, η οποία ακολουθεί θεμελιώδη ανάλυση, είναι η επένδυση αξίας. Η επένδυση αξίας είναι μία από τις πιο γνωστές στρατηγικές επένδυσης, της οποίας το πλαίσιο δημιουργήθηκε το 1930 από δύο καθηγητές χρηματοοικονομικών του πανεπιστημίου της Columbia, τους Benjamin Graham και David Dodd. Αυτού του είδους η στρατηγική προσπαθεί να εντοπίσει μετοχές ή εταιρείες, οι οποίες αντιπροσωπεύουν “καλή αξία”. Με άλλα λόγια, αναζητά μετοχές, των οποίων οι τιμές είναι μικρότερες σε σχέση με άλλες μετοχές

εταιρειών του ίδιου κλάδου εξαιτίας της λανθασμένης αξιολόγησης της αγοράς και οι οποίες έχουν στο μέλλον δυνατότητα να αυξήσουν την τιμή τους, όταν γίνει ανατίμηση της αξίας τους.

Μετοχή αξίας είναι η μετοχή η οποία τείνει να συναλλάσσεται σε τιμές χαμηλότερες σε σχέση με τα “θεμέλια” (fundamentals) που έχει η εταιρεία. Τα κοινά χαρακτηριστικά που έχουν οι τέτοιου είδους μετοχές είναι το μεγάλο ποσοστό μερισμάτων και το χαμηλό ποσοστό “τιμή προς κέρδη” (P/E ratio). Ουσιαστικά, οι επενδυτές που ακολουθούν αυτού του είδους τη στρατηγική, αγοράζουν μικρής αξίας μετοχές λόγω υποτίμησης, για τις οποίες πιστεύουν ότι στο μέλλον θα έχουν μεγαλύτερη αξία. Οι επενδυτές αξίας επικεντρώνονται σε μετοχές εταιρειών με δυνατά θεμέλια, δηλαδή με ποιοτικά και ποσοτικά στοιχεία (έσοδα, κέρδη, ταμειακές ροές, πάγια στοιχεία, υποχρεώσεις και μερίσματα) τα οποία δείχνουν την καλή πορεία της επιχείρησης. Ψάχνουν μετοχές, οι οποίες συναλλάσσονται για τιμές χαμηλότερες από την αξία τους. Σε καμία περίπτωση η στρατηγική αξίας δεν στοχεύει γενικά σε “φτηνές” μετοχές, αλλά σε μετοχές με χαμηλή τιμή, η οποία έχει την προοπτική να αυξηθεί στο μέλλον λόγω της καλής ποιότητας της εταιρείας.

Η στρατηγική αξίας δεν βλέπει την αγορά μιας μετοχής σαν μία απλή συναλλαγή, αλλά σαν την αγορά της ιδιοκτησίας ενός μέρους της συγκεκριμένης εταιρείας. Οι επενδυτές που ακολουθούν τη συγκεκριμένη στρατηγική εστιάζονται σε μετοχές μόνο εκείνων των εταιρειών που θα ήθελαν να έχουν μέρος της ιδιοκτησίας και όχι σε φτηνές μετοχές που απλά θα τους προσφέρουν γρήγορο κέρδος. Αγοράζουν εταιρείες και όχι μετοχές.

Η συγκεκριμένη μέθοδος επικεντρώνεται στον προσδιορισμό της αξίας και γι’ αυτό το λόγο οι επενδυτές δεν δίνουν βαρύτητα στους εξωτερικούς παράγοντες που επηρεάζουν μια εταιρεία, όπως η αστάθεια της αγοράς ή οι καθημερινές διακυμάνσεις των τιμών, γιατί ουσιαστικά δεν έχουν καμία επίδραση στην αξία της επιχείρησης. Καθώς η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς (efficient market hypothesis) ισχυρίζεται ότι οι τιμές αντιπροσωπεύουν όλες τις σχετικές πληροφορίες, με αποτέλεσμα να δείχνουν την πραγματική αξία των εταιρειών, η στρατηγική αξίας έρχεται σε αντίθεση με αυτή τη θεωρία και βασίζεται στο ακριβώς αντίθετο, ότι δηλαδή οι τιμές μπορεί να είναι υποτιμημένες σε σχέση με την πραγματική αξία, λόγω της μη αποτελεσματικότητας της αγοράς. Επίσης, οι επενδυτές αξίας έρχονται και σε αντίθεση με την αρχή του δείκτη Beta, ο οποίος δείχνει το βαθμό κινδύνου που έχει η επένδυση. Αυτό γιατί όσο περισσότερο πέφτει η συναλλακτική τιμή μιας μετοχής από την πραγματική της αξία, για τον δείκτη Beta σημαίνει ότι εμπεριέχει περισσότερο κίνδυνο, ενώ για τους επενδυτές αξίας σημαίνει καλύτερη συναλλαγή (μεγαλύτερη ευκαιρία για κέρδος) και άρα λιγότερο κίνδυνο γιατί η πραγματική αξία της μετοχής δεν επηρεάζεται από την μειωμένη συναλλακτική της αξία.

Το 1994, οι Lakonshok, Shleifer και Vishny συμπέραναν ότι οι στρατηγικές αξίας, οι οποίες επενδύουν σε υποτιμημένους τίτλους, έχουν μεγαλύτερες αποδόσεις από άλλες στρατηγικές διότι εκμεταλλεύονται τη συμπεριφορά του τυπικού επενδυτή (Lakonishok, et al. 1994).

2.2.1.2 Επένδυση Ανάπτυξης – Growth Investing

Μία ακόμα στρατηγική, η οποία ακολουθεί θεμελιώδη ανάλυση, είναι η επένδυση ανάπτυξης. Η επένδυση ανάπτυξης είναι μία στρατηγική που αναζητά μετοχές εταιρειών, οι οποίες εταιρείες δείχνουν να έχουν δυνατότητες για ανάπτυξη,

δηλαδή τα κέρδη τους πρόκειται να αυξηθούν στην πάροδο του χρόνου περισσότερο από το μέσο όρο των κερδών άλλων επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου.

Ο καλύτερος τρόπος για να καθοριστεί η στρατηγική ανάπτυξης είναι να συγκριθεί με τη στρατηγική αξίας. Οι επενδυτές αξίας επικεντρώνονται στο εδώ και τώρα, δηλαδή αγοράζουν μετοχές οι οποίες τη συγκεκριμένη στιγμή συναλλάσσονται σε χαμηλότερη τιμή από αυτήν που πραγματικά αξίζουν. Σε αντίθεση, οι επενδυτές ανάπτυξης εστιάζονται στις μελλοντικές δυνατότητες μιας επιχείρησης και δεν δίνουν έμφαση στις τωρινές τιμές των μετοχών. Επίσης, αγοράζουν μετοχές εταιρειών που έχουν τιμές υψηλότερες από την πραγματική τους αξία και αυτό γιατί πιστεύουν ότι η πραγματική αξία θα αυξηθεί στο μέλλον και θα ξεπεράσει την τωρινή αξιολόγηση.

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, οι μετοχές ανάπτυξης αντιστοιχούν σε εταιρείες οι οποίες αναπτύσσονται πιο γρήγορα από άλλες του ίδιου κλάδου. Γι' αυτό το λόγο, οι επενδυτές προτιμούν κυρίως νέες επιχειρήσεις οι οποίες δείχνουν να έχουν καλή μελλοντική πορεία. Εστιάζονται σε κλάδους με ραγδαία ανάπτυξη, όπως είναι οι κλάδοι που σχετίζονται με τη νέα τεχνολογία. Οι συγκεκριμένες εταιρείες δεν δίνουν μερίσματα, αλλά το συγκεκριμένο ποσό το επανεπενδύουν για μεγαλύτερο κέρδος. Η θεωρία αυτής της στρατηγικής βασίζεται στο ότι η αύξηση των κερδών και των εσόδων της κάθε επιχείρησης μεταφράζεται κατευθείαν σε αύξηση της τιμής της μετοχής.

Οι επενδυτές ανάπτυξης ενδιαφέρονται για τις μελλοντικές δυνατότητες ανάπτυξης μιας επιχείρησης, αλλά δεν υπάρχει κάποια συγκεκριμένη φόρμουλα η οποία αξιολογεί αυτές τις πιθανότητες. Κάθε μέθοδος επιλογής μετοχών ανάπτυξης βασίζεται στην υποκειμενική κρίση του κάθε επενδυτή. Οι ίδιοι χρησιμοποιούν συγκεκριμένες αρχές και κριτήρια, τα οποία όμως θα πρέπει να συναρτούνται με τη συγκεκριμένη εταιρεία που θέλουν να αναλύσουν. Πιο συγκεκριμένα, οι επενδυτές θα πρέπει να λάβουν υπόψη τους τις αποδόσεις που είχε η επιχείρηση στο παρελθόν, αλλά και τις αποδόσεις όλου του κλάδου. Τα κριτήρια της ανάλυσης αλλάζουν από επιχείρηση σε επιχείρηση, αλλά και από κλάδο σε κλάδο.

Η αρχή, η οποία καθοδηγεί τους επενδυτές ανάπτυξης, είναι να επιλέγουν εταιρείες οι οποίες επανεπενδύουν στις ίδιες ώστε να αναπτύσσονται και να έχουν νέα προϊόντα και τεχνολογίες. Παρά το ότι οι μετοχές αυτών των εταιρειών έχουν υψηλή τιμή στο παρόν, οι συγκεκριμένοι επενδυτές πιστεύουν ότι η μεγάλη ανάπτυξη θα τους εξασφαλίσει μία μεγαλύτερη τιμή στο μέλλον και άρα κέρδος.

2.2.2 Τεχνική Ανάλυση – Technical Analysis

Η τεχνική ανάλυση είναι μία μέθοδος αξιολόγησης τίτλων, η οποία αναλύει στατιστικά στοιχεία που έχουν δημιουργηθεί από τις δραστηριότητες της αγοράς. Οι τεχνικοί αναλυτές δεν προσπαθούν να προσδιορίσουν την πραγματική αξία μιας μετοχής, αλλά αντιθέτως, με τη βοήθεια διαγραμμάτων και άλλων στατιστικών εργαλείων προσπαθούν να προβλέψουν της μελλοντικές κινήσεις της αγοράς. Δηλαδή, δεν εξετάζουν κανένα παράγοντα που αφορά τη θεμελιώδη ανάλυση, αλλά βασίζονται μόνο στις τιμές του παρελθόντος και με στατιστικές μεθόδους κάνουν μελλοντικές προβλέψεις για τις τιμές των μετοχών.

Η τεχνική ανάλυση βασίζεται στο ότι οι τιμές των μετοχών επηρεάζονται από πολιτικά, κοινωνικά και οικονομικά γεγονότα, αλλά και από την αντίληψη που έχουν οι επενδυτές για αυτά. Επίσης, θεωρεί ότι οι τιμές κινούνται σε τάσεις και τέλος, στο ότι η ιστορία επαναλαμβάνεται. Βάση αυτών των τριών αρχών οι τεχνικοί αναλυτές σχεδιάζουν δείκτες οι οποίοι τους βοηθάνε να προβλέψουν το μέλλον. Οι

συγκεκριμένοι επενδυτές είναι δραστήριοι στις συναλλαγές τους και κρατάνε τις θέσεις τους για μικρά χρονικά διαστήματα, ώστε να επωφεληθούν από τις διακυμάνσεις των τιμών. Ενώ η θεμελιώδης ανάλυση στοχεύει μακροπρόθεσμα, η τεχνική ανάλυση στοχεύει βραχυπρόθεσμα.

Η τεχνική ανάλυση συνδέεται με τη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική καθώς έχουν κοινό προσδιοριστικό σημείο. Όπως αναφέρει ο Henry Pruden, καθηγητής στη διοίκηση επιχειρήσεων και διευθυντής του ινστιτούτου τεχνικής ανάλυσης του πανεπιστημίου Golden Gate, η τεχνική ανάλυση και η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική βασίζονται και οι δύο στο ότι οι άνθρωποι δρουν συμπεριφορικά, κάτι το οποίο θεωρείτε παράλογο για τα κλασικά οικονομικά. Από το 1969, ο Harvey Krow, στο βιβλίο του *Stock Market Behavior: The Technical Approach to Understanding Wall Street*, έφτασε στο συμπέρασμα ότι η τεχνική ανάλυση εμπίπτει στη συμπεριφορική σχολή.

Η τεχνική ανάλυση, όπως και η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, έρχεται σε αντίθεση με την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς, διότι οι τεχνικοί αναλυτές πιστεύουν ότι η τιμή μιας μετοχής δεν αντιπροσωπεύει μόνο την αξία της επιχείρησης, αλλά και τις παράλογες ενέργειες των επενδυτών που αγοράζουν και πουλάνε τη συγκεκριμένη μετοχή. Αντίθετα με τη θεμελιώδη, η τεχνική ανάλυση αγνοεί την εταιρεία και προσπαθεί να προβλέψει τις αλλαγές των τιμών των μετοχών μελετώντας την αγορά. Η προσέγγιση αυτή γίνεται βασισμένη στην ιδέα ότι οι τιμές κινούνται σε τάσεις οι οποίες καθορίζονται από την αλλαγή της συμπεριφοράς των επενδυτών λόγω οικονομικών, πολιτικών και ψυχολογικών δυνάμεων. Με λίγα λόγια, γίνεται μελέτη στη συμπεριφορά της αγοράς.

Οι αναλυτές πιστεύουν ότι η συναισθηματική σύνθεση των επενδυτών είναι περίπλοκη αλλά και προβλέψιμη. Οι αντιδράσεις των επενδυτών στο παρελθόν, δημιουργούν ένα αρχείο από επαναλαμβανόμενες και προβλέψιμες κινήσεις των τιμών. Για να ανιχνευτούν και να εκμεταλλευτούν αυτές οι συμπεριφορικές τάσεις, οι τεχνικοί αναλυτές χρησιμοποιούν ένα σύνολο κανόνων συναλλαγής βασιζόμενοι σε διάφορους παράγοντες, όπως τη δυναμική των μετοχών και το μέσο όρο των κινήσεων τους.

Η LGT Group, διεθνής εταιρεία διαχείρισης επενδύσεων, είναι γνωστή στον χώρο των χρηματοοικονομικών για το “πάντρεμα” της τεχνικής ανάλυσης με τη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική στις μεθόδους που χρησιμοποιεί. Ο ανώτατος διαχειριστής χαρτοφυλακίου της LGT Group, Olivier Hagen, αναφέρει ότι η ανθρώπινη συμπεριφορά γίνεται αντιληπτή στην αλλαγή των τιμών μέσα από την τεχνική ανάλυση και ότι οι τιμές δεν κινούνται μόνο τυχαία, αλλά δείχνουν κάποιες τάσεις, τις οποίες μπορούν να εκμεταλλευτούν (Brown, 2006).

2.2.2.1 Αντίθετη Επένδυση – Contrarian Investing

Μία στρατηγική, η οποία ακολουθεί την τεχνική ανάλυση και κατά συνέπεια τις αρχές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, είναι η αντίθετη επένδυση. Ονομάζεται έτσι καθώς έρχεται σε αντίθεση με τις τάσεις που επικρατούν στην αγορά. Οι επενδυτές, οι οποίοι ακολουθούν τη συγκεκριμένη στρατηγική επένδυσης, αγοράζουν τίτλους που έχουν χαμηλή τιμή και στη συνέχεια τους πουλάνε όταν αυτή αυξηθεί, “buy low and sell high”. Ουσιαστικά εκμεταλλεύονται την εναλλαγή των τάσεων της αγοράς, δηλαδή περιμένουν την κατάλληλη στιγμή όπου η αγορά θα είναι ανοδική και ο τίτλος θα έχει την ανώτερη τιμή ώστε να τον πωλήσουν

και αντίθετα για να αγοράσουν κάποιον άλλον τίτλο, περιμένουν την καθοδική πορεία της αγοράς και τη χαμηλότερη τιμή που θα μπορούσε να έχει αυτός.

Η αντίθετη επένδυση βασίζεται σε μία φιλοσοφία στην οποία οι επενδυτές παίρνουν αποφάσεις για επενδύσεις που είναι αντίθετες με την ομοφωνία της αγοράς. Ο Dreman (1978) χρησιμοποίησε τον όρο «υπόθεση της υπερ-αντίδρασης του επενδυτή» για να περιγράψει την τάση των επενδυτών να γίνονται υπερβολικά απαισιόδοξοι για τις μετοχές που έχουν χαμηλό δείκτη P/E. Από τη στιγμή που το πλήθος αποφεύγει τέτοιου είδους μετοχές, η επένδυση σε αυτές αποτελεί την αντίθετη στρατηγική. Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, ο Thaler και ο De Bondt πρότειναν την ιδέα της αντιπροσωπευτικότητας για να εξηγήσουν το συγκεκριμένο φαινόμενο. Εκ τούτου προτείνουν την αγορά χαμηλών μετοχών και την πώληση των υψηλών. Όταν οι επενδυτές είναι απαισιόδοξοι είναι υπερβολικά απαισιόδοξοι, ενώ όταν είναι αισιόδοξοι είναι υπερβολικά αισιόδοξοι (Tesiantonii, 2010).

Πολλοί ταυτίζουν την αντίθετη επένδυση με την επένδυση αξίας λόγω του ότι και οι δύο στρατηγικές αγοράζουν φτηνά και πουλάνε ακριβά. Σε αυτό το σημείο λοιπόν θα πρέπει να αναφερθεί ότι η επένδυση αξίας βασίζεται στον εντοπισμό τίτλων, οι οποίοι έχουν χαμηλή τιμή εξαιτίας της υποτίμησης της αγοράς και αναμένεται στο μέλλον να ανατιμηθούν. Δεν επενδύει σε φτηνές μετοχές, αλλά σε μετοχές που είναι υποτιμημένες ύστερα από λάθος αξιολόγηση της αγοράς.

Από την άλλη πλευρά, η αντίθετη επένδυση έχει μια πιο γενική προσέγγιση και γι αυτό το λόγο χωρίζεται στην καθαρά αντίθετη επένδυση (pure contrarian investing) και στην αντίθετη επένδυση η οποία ταυτίζεται με την επένδυση αξίας. Ουσιαστικά, η στρατηγική αξίας είναι υποσύνολο της αντίθετης και ισχύουν τα ίδια ακριβώς που περιγράφηκαν στο συγκεκριμένο κεφάλαιο. Η διαφορά των δύο επενδύσεων είναι το κομμάτι που λέγεται καθαρά αντίθετη επένδυση. Η καθαρά αντίθετη επένδυση βασίζεται μόνο στο φαινόμενο της αναστροφής του μέσου και δεν έχει καμία σχέση με την μελέτη της αξίας της επιχείρησης και συνεπώς με την επένδυση αξίας.

Τα δύο μεγάλα ερωτήματα που δημιουργούνται για την καθαρά αντίθετη επένδυση είναι, για το εάν αυτή η στρατηγική είναι ικανή από μόνη της να πετύχει θετικές αποδόσεις και για το εάν είναι δυνατόν να παρατηρηθεί η επίδραση του φαινομένου της αναστροφής του μέσου σε ένα χαρτοφυλάκιο χωρίς να ληφθούν ενδείξεις για την αξία των τίτλων. Τις απαντήσεις για τα δύο αυτά ερωτήματα τις έδωσε η Beskorp Investment Group. Η Beskorp δημιούργησε δέκα χαρτοφυλάκια από τον δείκτη S&P500 με 50 μετοχές το καθένα και μελέτησαν τις αποδόσεις τους από το 2008 μέχρι το 2009. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι 50 χαμηλότερες μετοχές του 2008 ανέβηκαν κατά μέσο όρο 101% το 2009, ενώ οι 50 υψηλότερες μετοχές το 2008 ανέβηκαν κατά μέσο όρο μόνο 9% το 2009. Σε αυτά τα αποτελέσματα μπορεί να υπάρχει η επίδραση της αξίας, αλλά τα χαρτοφυλάκια δημιουργήθηκαν με βάση μόνο την απόδοση, οπότε ακόμα και σε έναν ελάχιστο βαθμό φαίνεται πως η αναστροφή του μέσου είναι ένα δυνατό φαινόμενο και η καθαρά αντίθετη στρατηγική όντως μπορεί να πετύχει θετικό αποτέλεσμα.

2.2.2.2 Επένδυση Δυναμικής – Momentum Investing

Η επένδυση δυναμικής είναι μία στρατηγική, η οποία έχει σκοπό να κεφαλαιοποιήσει στη συνέχιση των υφιστάμενων τάσεων της αγοράς. Δυναμική είναι ο ρυθμός επιτάχυνσης των τιμών των τίτλων, τον οποίον θέλουν να εκμεταλλευτούν όσοι ακολουθούν τη συγκεκριμένη στρατηγική. Οι επενδυτές δυναμικής πιστεύουν

ότι οι αυξήσεις στις τιμές των τίτλων ακολουθούνται από επιπλέον κέρδη και ότι ισχύει το αντίθετο για τους τίτλους που έχουν μείωση στις τιμές τους. Ουσιαστικά, αγοράζουν μετοχές οι οποίες αυξήθηκαν την προηγούμενη περίοδο γιατί περιμένουν να συμβεί το ίδιο και στην επόμενη, δηλαδή αναμένουν μία νέα αύξηση, ενώ αντίθετα πουλάνε μετοχές με χαμηλές τιμές διότι στο μέλλον αναμένουν νέα πτώση.

Σε αντίθεση με τους επενδυτές αντίθεσης, οι επενδυτές δυναμικής ακολουθούν τις τάσεις της αγοράς και τις εκμεταλλεύονται. Η βασική ιδέα αυτής της στρατηγικής είναι ότι εφόσον καθιερωθεί μία τάση στην αγορά, ανοδική ή καθοδική, είναι πιο πιθανό να συνεχίσει να κινείται στην ίδια κατεύθυνση από ότι να αντιστραφεί και το ίδιο ισχύει και για τις μετοχές ξεχωριστά.

Όπως αναφέρθηκε ότι η αντίθετη επένδυση έχει σχέση με την επένδυση αξίας, έτσι και η επένδυση δυναμικής έχει σχέση με την επένδυση ανάπτυξης. Αυτές οι δύο στρατηγικές έχουν σαν στόχο να αγοράζουν υψηλές μετοχές, των οποίων οι τιμές πιστεύουν ότι θα φτάσουν ακόμα πιο υψηλά στο μέλλον. Η διαφορά όμως είναι ότι η στρατηγική ανάπτυξης κάνει θεμελιώδη ανάλυση για να εντοπίσει τις δυνατότητες της επιχείρησης για μελλοντική ανάπτυξη, ενώ η στρατηγική δυναμικής κάνει τεχνική, αφού βασίζεται αποκλειστικά στην τάση που έχει η αγορά και προσπαθεί να εκμεταλλευτεί τη δυναμική της. Τέλος, η δεύτερη στοχεύει βραχυπρόθεσμα (λεπτά ή ώρες), ενώ η στρατηγική ανάπτυξης μακροπρόθεσμα.

2.3 Συμπεράσματα

Παραπάνω έγινε περιγραφή των μεθόδων αξιολόγησης τίτλων, αλλά και των στρατηγικών που ακολουθούν τις συγκεκριμένες μεθόδους. Η στρατηγική αξίας και ανάπτυξης ακολουθούν τη θεμελιώδη ανάλυση, ενώ η στρατηγική αντίθεσης και δυναμικής ακολουθούν την τεχνική. Όπως φάνηκε, η τεχνική ανάλυση συνδέεται άμεσα με τη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, καθώς η πρώτη μελετά τις τάσεις της αγοράς, ενώ η δεύτερη αντιλαμβάνεται τις συμπεριφορικές ανωμαλίες που δημιουργούνται σε αυτή. Για το συγκεκριμένο λόγο, φαίνεται ξεκάθαρα ότι η αντίθετη και η δυναμική στρατηγική ακολουθούν συμπεριφορικά κριτήρια, καθώς και οι δύο μελετούν μόνο τις τάσεις της αγοράς και τίποτα παραπέρα.

Από την άλλη πλευρά, η θεμελιώδης ανάλυση φαίνεται να μην μπορεί να συσχετιστεί με τη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική καθώς μελετά την πραγματική αξία της κάθε εταιρείας. Παρόλα αυτά όμως, η στρατηγική αξίας, ενώ κάνει θεμελιώδη ανάλυση, φαίνεται να αναγνωρίζει το γεγονός ότι η αγορά κάνει λάθη και προσπαθεί να τα εκμεταλλευτεί. Αυτή η παρατήρηση οδηγεί στη σύνδεση της στρατηγικής αξίας με τις αρχές και τη φιλοσοφία της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής. Αντίθετα, η στρατηγική ανάπτυξης φαίνεται να μην έχει κανένα σημείο επαφής, καθώς μελετά αποκλειστικά τη μελλοντική πορεία της επιχείρησης και δεν λαμβάνει υπόψη τη συμπεριφορά των επενδυτών και την επιρροή που έχουν οι ίδιοι στις τιμές της αγοράς.

Κεφάλαιο 3

Ανασκόπηση Αρθρογραφίας – Αξιολόγηση Συμπεριφορικών Α/Κ

Στο παρόν κεφάλαιο γίνεται ανασκόπηση της αρθρογραφίας όσον αφορά τις μελέτες που έγιναν για την αξιολόγηση των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Μέσα από αυτές προσπαθεί να δοθεί απάντηση στο αν οι θεωρίες που βασίζονται στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική ανταποκρίνονται στον πραγματικό κόσμο και στο ποια είναι τα αποτελέσματα της εφαρμογής τους στην χρηματιστηριακή αγορά. Στη συνέχεια, παρουσιάζονται τρεις μελέτες οι οποίες έγιναν κατά τη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας, Reinhart και Brennan το 2005, Wright et al. το 2006 και Tesiantoni το 2010. Ο κύριος σκοπός τους ήταν να μελετήσουν την απόδοση των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων και να την συγκρίνουν με τον δείκτη αναφοράς.

3.1 Ορισμός Συμπεριφορικών Α/Κ στις Μελέτες

Παρόλο που η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική υπάρχει για αρκετές δεκαετίες, λίγα είναι τα αμοιβαία κεφάλαια που εντοπίζονται στην αγορά ως συμπεριφορικά και ακόμα πιο λίγα είναι γνωστά για την απόδοσή τους. Υπάρχουν πάρα πολλές μελέτες, οι οποίες έχουν εξετάσει αμοιβαία κεφάλαια, αλλά μέχρι τώρα ελάχιστες είναι αυτές που έχουν συμπεριλάβει τα συμπεριφορικά.

Στόχος των ερευνών που θα αναλυθούν παρακάτω ήταν να εξεταστεί η απόδοση όλων των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Δυστυχώς όμως, υπάρχουν πολλά εμπόδια για ένα αξιόπιστο και μεγάλο δείγμα. Πρώτα από όλα, υπάρχει υποκειμενικότητα στην διάκριση και στον χαρακτηρισμό “συμπεριφορικό” και δεύτερον, από τη στιγμή που υπάρχει ένας πολύ μεγάλος αριθμός από διαφορετικά αμοιβαία κεφάλαια, είναι πολύ δύσκολο να γίνει εντοπισμός και επιλογή των συμπεριφορικών.

Στις παρακάτω έρευνες, για τα αμοιβαία κεφάλαια που κατηγοριοποιήθηκαν ως συμπεριφορικά, υπήρχε γραπτή δήλωση από τους διαχειριστές τους ότι χρησιμοποιούν τις αρχές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής στις επενδυτικές τους επιλογές. Σε πολλές από τις περιπτώσεις, τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν τον όρο “συμπεριφορικό” σαν μέρος του ονόματός τους, πράγμα που κάνει πιο εύκολη την αναζήτηση τους. Βέβαια, σε καμία περίπτωση δεν υπάρχει εγγύηση ότι η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική εφαρμόζεται στην πράξη. Επίσης, υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός αμοιβαίων κεφαλαίων που ενώ μπορεί να εφαρμόζει Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, δεν το αναφέρει πουθενά.

Τα αμοιβαία κεφάλαια που εξετάζονται στις συγκεκριμένες μελέτες, τα οποία χαρακτηρίζονται ως συμπεριφορικά, αναγνωρίζουν ότι οι επενδυτές συμπεριφέρονται μη ορθολογικά ανά περιόδους, ότι η συμπεριφορά αντανακλάται στην τιμή της αγοράς και ότι υπερβολικά κέρδη μπορούν να επιτευχθούν εάν η αναποτελεσματικότητα αναγνωριστεί και αναλυθεί σωστά.

3.2 Αποτελέσματα Παλαιότερων Μελετών

Το 1995, οι Grinblatt, Titman και Wermers ανέλυσαν τη συμπεριφορά των αμοιβαίων κεφαλαίων και εντόπισαν ότι οι συναλλαγές βασίζονται στις παρελθοντικές αποδόσεις, καθώς και στην τάση της αγελαίας συμπεριφοράς. Επίσης, η έρευνά τους έδειξε ότι το 77% των αμοιβαίων κεφαλαίων βασίζονταν στην επένδυση δυναμικής και είχαν σημαντικά καλύτερες αποδόσεις από άλλα αμοιβαία κεφάλαια που ακολουθούσαν άλλες στρατηγικές (Grinblatt, et al., 1995).

Το 1999, ο Wermers μελέτησε την αγελαία συμπεριφορά στους διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων. Σε αυτή τη μελέτη διαπίστωσε ότι εμφανίζεται μικρός βαθμός αγελαίας συμπεριφοράς, ενώ είναι υψηλότερος στις συναλλαγές μικρών μετοχών (Wermers, 1999) Επίσης, οι Lee και Swaminathan έδειξαν ότι οι συναλλαγές του παρελθόντος συνδέονται κατά ένα μεγάλο βαθμό με τις στρατηγικές δυναμικής και αξίας (Swaminathan, Lee, 2000).

3.3 Μελέτη Reinhart και Brennan (2005)

Στην έρευνα των Reinhart και Brennan (2005), λήφθηκε δείγμα που αποτελείται από 9 συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια, στα οποία μελετήθηκε η απόδοση τους από 1 μέχρι και 7 χρόνια. Για τα 9 αμοιβαία κεφάλαια υπολογίστηκαν τα premium (ετήσια απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων μείον την ετήσια απόδοση της αγοράς), ο βαθμός Alpha και ο δείκτης πληροφοριών (information ratio). Επιπροσθέτως, εντοπίστηκαν οι δείκτες των αμοιβαίων κεφαλαίων, Morningstar και Lipper, ενώ όσον αφορά τον δείκτη αναφοράς της αγοράς χρησιμοποιήθηκε ο κατάλληλος δείκτης Russell. Τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια συγκρίθηκαν με τους δείκτες αμοιβαίων κεφαλαίων, αλλά και με τον δείκτη της αγοράς.

Πίνακας 1

Δείγμα Μελέτης Reinhart και Brennan (2005)		
A/A	Κωδικός A/K	Όνομα A/K
1	KDHAX	DWS STRATEGIC VALUE FUND-A
2	KDSAX	DWS DREMAN S/C VALUE FND-A
3	LSVEX	LSV VALUE EQUITY FUND
4	JPIVX	JPMORGAN INTREPID VALUE-SEL
5	JPIAX	JPMORGAN INTREPID AMERICA-S
6	JPGSX	JPMORGAN INTREPID GROWTH-SE
7	JISX	JPMORGAN INTREPID MULTI C-SE
8	UBRLX	UNDISCOVERED MGRS BEHV GR-IN
9	UBVLX	UNDISCOVERED MGRS BEHV VL-IN

Πηγή: Reinhart W., Brennan M., 2007

Στα ευρήματα αυτής της έρευνας πρέπει να αναγνωριστεί το μικρό μέγεθος του δείγματος, αλλά και ο περιορισμένος χρονικός ορίζοντας που λήφθηκε υπόψη κατά την ανάλυση. Η έρευνα έδειξε ότι:

1) Τα μεγάλης κεφαλαιοποίησης αμοιβαία κεφάλαια έχουν θετικά premium 62,5% καθ' όλη τη χρονική διάρκεια, τα μικρής κεφαλαιοποίησης 64,3%, τα κεφάλαια αξίας 47,8%, ενώ τα κεφάλαια ανάπτυξης 62,5%. Αυτές οι πληροφορίες φαίνεται να δείχνουν ότι το μέγεθος της κεφαλαιοποίησης είναι ανεξάρτητο από τις συμπεριφορικές επιδράσεις και ότι τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια ανάπτυξης έχουν μεγαλύτερη επιτυχία από τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια αξίας.

2) Τα μεγάλης κεφαλαιοποίησης αμοιβαία κεφάλαια έχουν μεγαλύτερο Alpha από τους δείκτες μεγάλης κεφαλαιοποίησης Lipper και Morningstar με 62,5% και 66,7% αντίστοιχα. Τα μικρής κεφαλαιοποίησης αμοιβαία έχουν και αυτά μεγαλύτερο Alpha από τους αντίστοιχους δείκτες μικρής κεφαλαιοποίησης Lipper και Morningstar με 50% και 54,5%. Τα αμοιβαία κεφάλαια αξίας έχουν μεγαλύτερο Alpha από τους δείκτες μεγάλης κεφαλαιοποίησης Lipper και Morningstar με 52,2% και 57,2% αντίστοιχα, ενώ τα αμοιβαία κεφάλαια ανάπτυξης έχουν μεγαλύτερο Alpha με 50% και για τους δύο δείκτες.

3) Τα μεγάλης κεφαλαιοποίησης αμοιβαία κεφάλαια έχουν μεγαλύτερο δείκτη πληροφοριών (information ratio) από τους δείκτες μεγάλης κεφαλαιοποίησης Lipper και Morningstar με 75% και 73,3%, ενώ τα μικρής κεφαλαιοποίησης έχουν μεγαλύτερο από τους δείκτες μικρής κεφαλαιοποίησης Lipper και Morningstar με 16,7% και 27,3%. Τα αμοιβαία κεφάλαια αξίας έχουν μεγαλύτερο δείκτη πληροφοριών (information ratio) από τους δείκτες Lipper και Morningstar με 43,5% και 47,6%, καθώς και τα αμοιβαία κεφάλαια ανάπτυξης έχουν μεγαλύτερο δείκτη πληροφοριών με 83,3% και για τους δύο δείκτες.

Τα αποτελέσματα αυτής της έρευνας δεν είναι ξεκάθαρα. Όσον αφορά τα premium, φαίνεται πως τα αμοιβαία κεφάλαια αξίας είναι τα πιο αδύναμα και συνεπώς δίνει μεγαλύτερο πλεονέκτημα η χρήση συμπεριφορικών τεχνικών στα αμοιβαία κεφάλαια ανάπτυξης. Όταν χρησιμοποιούνται μετρήσεις για τις προσαρμοσμένες αποδόσεις στον κίνδυνο, τα αποτελέσματα είναι αρκετά ενθαρρυντικά για τα μεγάλης κεφαλαιοποίησης συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια. Τα συγκεκριμένα αμοιβαία έχουν καλύτερη απόδοση σε αυτόν τον παράγοντα από τα μικρής κεφαλαιοποίησης, τα αξίας και τα ανάπτυξης στους δείκτες Lipper και Morningstar. Επίσης, τα μεγάλης κεφαλαιοποίησης αμοιβαία κεφάλαια έχουν καλύτερη απόδοση από τα μικρής κεφαλαιοποίησης και αξίας, όσον αφορά το δείκτη πληροφοριών (information ratio). Το μεγαλύτερο συμπέρασμα από όλη αυτή την έρευνα είναι ότι οι τίτλοι μεγάλης κεφαλαιοποίησης είναι οι ιδανικότεροι για να εκμεταλλευτούν συμπεριφορικούς παράγοντες (Reinhart, Brennan, 2007).

3.4 Μελέτη Wright et al. (2006)

Στην έρευνα των Wright et al. (2006) το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε αποτελείται από τα 9 συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια που είχαν εξεταστεί στην έρευνα των Reinhart και Brennan (2005) μαζί με 7 νέα, σύνολο 16 συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια.

Πίνακας 2

Δείγμα μελέτης Wright et al. (2006)		
A/A	Κωδικός A/K	Όνομα A/K
1	KDHAX	DWS STRATEGIC VALUE FUND-A
2	KDSAX	DWS DREMAN S/C VALUE FND-A
3	LSVEX	LSV VALUE EQUITY FUND
4	JPIVX	JPMORGAN INTREPID VALUE-SEL
5	JPIAX	JPMORGAN INTREPID AMERICA-S
6	JPGSX	JPMORGAN INTREPID GROWTH-SE
7	JISX	JPMORGAN INTREPID MULTI C-SE
8	UBRLX	UNDISCOVERED MGRS BEHV GR-IN
9	UBVLX	UNDISCOVERED MGRS BEHV VL-IN
10	LOPEX	DWS DREMAN CONCENT VALUE-A
11	WOOPX	JPMORGAN INTREPID M/C-SEL
12	LMVTX	LEGG MASON VALUE TRUST-C
13	NLCIX	NICHOLAS APP US SYS L/C G-I
14	SSLAX	SUNAMERICA FOCUSED L/C VAL-A
15	UBGAX	UNDISCOVERED MGRS BEHV GR-A
16	LSVPX	LSV CONSERVATIVE CORE EQUITY

Πηγή: Wright et al., 2006

Η συγκεκριμένη μελέτη έδειξε ότι:

1) Τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια καταφέρνουν με επιτυχία να ελκύουν χρήματα, πράγμα που δείχνει την προθυμία των επενδυτών να χρησιμοποιήσουν κάποια μορφή της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής στις επενδυτικές στρατηγικές τους.

2) Τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια έχουν καλύτερες αποδόσεις από τον δείκτη S&P500.

3) Τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια δεν μπορούν να πετύχουν καμία υπερβολικά θετική απόδοση έξω από τους τέσσερις παράγοντες του μοντέλου Carhart (1997).

Η μελέτη έφτασε στο συμπέρασμα ότι τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια είναι συνώνυμα με τις επενδύσεις αξίας και τίποτα παραπάνω. Τα αποτελέσματα δεν μπορούν να απορρίψουν την Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, καθώς υπάρχει επαρκής βιβλιογραφία η οποία αναφέρει ότι η ψυχολογία παίζει σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση της τιμής, αλλά ακόμα δεν έχει αποσαφηνιστεί το κατά πόσο λειτουργεί συστηματικά και εάν οι επενδυτές μπορούν να επενδύσουν στην Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική και να πετύχουν μεγάλες αποδόσεις (Wright et al., 2006).

3.5 Μελέτη Santoni (2010)

Στην έρευνα του Santoni (2010) το δείγμα αποτελείται από 31 συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια. Το 75% αυτών επενδύει σε εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης και το υπόλοιπο 25% σε μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης. Το 42% ακολουθεί στρατηγική αξίας, το 13% ανάπτυξης και το 45% και τις δύο μαζί. Επίσης, το 64% αφορά επενδύσεις στη Βόρεια Αμερική, το 26% στην Ευρώπη, το 6%

στην Ασία και το υπόλοιπο 4% σε άλλες ανεπτυγμένες αγορές. Σε αυτή τη μελέτη γίνεται έρευνα στην απόδοση των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων από τη στιγμή της δημιουργία τους, αλλά κυρίως στο διάστημα των τελευταίων 5 ετών, όπου υπάρχει ένας στατιστικά ικανοποιητικός αριθμός κεφαλαίων.

Πίνακας 3

Δείγμα μελέτης Santoni (2010)		
A/A	Κωδικός A/K	Όνομα A/K
1	KDHAX	DWS STRATEGIC VALUE FUND-A
2	KDSAX	DWS DREMAN S/C VALUE FND-A
3	LSVEX	LSV VALUE EQUITY FUND
4	JPIVX	JPMORGAN INTREPID VALUE-SEL
5	JPIAX	JPMORGAN INTREPID AMERICA-S
6	JPGSX	JPMORGAN INTREPID GROWTH-SE
7	JISX	JPMORGAN INTREPID MULTI C-SE
8	UBRLX	UNDISCOVERED MGRS BEHV GR-IN
9	UBVLX	UNDISCOVERED MGRS BEHV VL-IN
10	LOPEX	DWS DREMAN CONCENT VALUE-A
11	WOOPX	JPMORGAN INTREPID M/C-SEL
12	LMVTX	LEGG MASON VALUE TRUST-C
13	NLCIX	NICHOLAS APP US SYS L/C G-I
14	SSLAX	SUNAMERICA FOCUSED L/C VAL-A
15	UBGAX	UNDISCOVERED MGRS BEHV GR-A
16	LSVPX	LSV CONSERVATIVE CORE EQUITY
17	LSVVX	LSV CONSERVATIVE VALUE EQUITY
18	OSI9180	DEGROOF-EQ EMU BEHAV VL-BENA
19	DEGEMUA	DEGROOF-EQ EMU BEHAVIOR FL-A
20	DEEMUBV	DEGROOF DBI-RDT- EMU BEHAV-D
21	DEGEUFA	DEGROOF-EQ EUR BEHAV FLEX-A
22	DEGSUSA	DEGROOF-EQ EUR BEHAV SUST-A
23	DEGUSBA	DEGROOF-EQ US BEHAV FLEX-A
24	JCJBFAA	JPM CORE JAPAN BEH FIN A ACC
25	JPMJBAA	JPM INV-JAP BEHAVIOR F E-A€A
26	ESPRITE	DEGROOF-EQ EUROPE BEHAV VL-B
27	ESPESCA	DEGROOF-EQ SM CP EURP BV-BC
28	OSIBEPR	DEGROOF-EQUITIES EMU BEHV-A
29	OSEUSBV	DEGROOF-EQUITIES US-BENELX-A
30	LGTEQGS	LGT EQ FD GL SEC TRND USD-B
31	HIEZX	VIRTUS VALUE EQUITY FUND

Πηγή: Santoni A., 2010

Από την ανάλυση της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων βγήκαν τα εξής συμπεράσματα:

1) Δεν υπάρχει ξεκάθαρη ένδειξη για καλύτερη απόδοση των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων σε σύγκριση με άλλα αμοιβαία κεφάλαια. Στα 5 χρόνια μελέτης, μόνο το 47% των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων ξεπέρασε σε απόδοση τον δείκτη αναφοράς. Σε μικρότερο χρονικό ορίζοντα (Αύγουστος 2008-Αύγουστος 2009) τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια βελτίωσαν τις αποδόσεις τους και το 57% αυτών ξεπέρασε τον δείκτη.

2) Όσον αφορά τη μεταβλητότητα, το 60% των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων είχε χαμηλότερη σε σύγκριση με τον δείκτη αναφοράς.

3) Κατά τη διάρκεια των καθοδικών αγορών (bear markets), τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια που επένδυναν σε εταιρείες μικρής κεφαλαιοποίησης είχαν καλύτερη απόδοση από αυτά που επένδυναν σε εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Πιο συγκεκριμένα, τα τελευταία 3 χρόνια της καθοδικής αγοράς (2007-2009), το 60% των μικρής κεφαλαιοποίησης αμοιβαίων κεφαλαίων ξεπέρασε τον δείκτη αναφοράς, ενώ μόλις το 13% των μεγάλης κεφαλαιοποίησης αμοιβαίων κεφαλαίων πέτυχε το ίδιο.

4) Τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια αξίας είχαν καλύτερη απόδοση από τον δείκτη αναφοράς σε μικρό χρονικό ορίζοντα και πιο συγκεκριμένα, τον τελευταίο χρόνο (2009), το 80% αυτού του είδους αμοιβαίων κεφαλαίων κατάφερε να ξεπεράσει τον δείκτη. Αντιθέτως, σε μεγαλύτερο χρονικό διάστημα (3 χρόνια), μόνο το 29% αυτών κατάφερε να έχει καλύτερη απόδοση από τον δείκτη. Τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια ανάπτυξης είχαν χειρότερες αποδόσεις σε σύγκριση με τα αξίας, αλλά και με τον δείκτη αναφοράς, τόσο σε μικρό όσο και σε μεγάλο χρονικό ορίζοντα.

5) Στα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια εντοπίστηκε πολύ χαμηλή συσχέτιση μεταξύ της διαφοροποίησης (diversification) και της ικανότητας να ξεπεράσουν τον δείκτη αναφοράς. Ο μέσος όρος των δέκα καλύτερων μετοχών αντιστοιχεί στο 26% του συνόλου.

6) Εντοπίστηκε μια εποχική επίδραση στις αποδόσεις των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Στα τελευταία 5 χρόνια, το 88% των αμοιβαίων είχε καλύτερη απόδοση από τον δείκτη αναφοράς το μήνα Μάιο, το 76% κατά τη διάρκεια του Δεκεμβρίου και το 56% τον Ιανουάριο. Αντιθέτως, τον Αύγουστο και τον Οκτώβριο εμφανίστηκαν οι χειρότερες αποδόσεις με 32% και 28% αντίστοιχα. Είναι ενδιαφέρον να σημειωθεί ότι μόνο στους 4 μήνες από τους 12, ο μέσος όρος των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων κατάφερε να παρουσιάσει καλύτερη απόδοση από τον δείκτη αναφοράς. Ενώ η επίδραση του Δεκεμβρίου και του Ιανουαρίου έχει παρουσιαστεί σε παλαιότερες έρευνες, στη συγκεκριμένη κάνει εμφάνιση και η επίδραση που έχει ο μήνας Μάιος.

7) Αναλύθηκε η απόδοση των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων κατά την διάρκεια των καθοδικών και ανοδικών κύκλων τα τελευταία 20 χρόνια. Εντοπίστηκαν 3 αρνητικοί κύκλοι τα τελευταία 20 χρόνια. Τον Αύγουστο του 1998, με την κατάρρευση του Dow Jones στο 15%, την περίοδο από τον Απρίλιο μέχρι τον Οκτώβριο του 2002 στο -27% και τέλος, από τον Αύγουστο του 2007 μέχρι τον Μάρτιο του 2009 στο -47%. Ο μέσος όρος των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων δεν μπορεί να αποδώσει καλύτερα από την αγορά κατά τη διάρκεια της καθοδικής περιόδου.

8) Αναλύθηκε η απόδοση των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων κατά τη διάρκεια των ανοδικών περιόδων. Η πρώτη περίοδος που αναλύθηκε ξεκινά από τον Σεπτέμβριο του 1998 μέχρι το Μάιο του 2001, όπου ο Dow Jones Industrial index αυξήθηκε κατά 44%. Η άλλη περίοδος ξεκινά από τον Φεβρουάριο του 2003 μέχρι τον Ιούλιο του 2007, με αύξηση 69% και τέλος η περίοδος από τον Φεβρουάριο μέχρι τον Αύγουστο του 2009, με αύξηση 29%. Εντοπίστηκε ότι σε περιόδους ανοδικής αγοράς, τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια συνηθίζουν να έχουν καλύτερες αποδόσεις από τις περιόδους καθοδικής αγοράς και ξεπερνούν τον δείκτη αναφοράς στις περισσότερες περιπτώσεις.

9) Αναλύθηκε η ικανότητα των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων να προβλέψουν την αντιστροφή (reversal) σε 6 κύκλους τα τελευταία 20 χρόνια. Η

μελέτη επικεντρώθηκε σε μικρές περιόδους 2 μηνών μετά από το ξεκίνημα μίας τάσης ανοδικής/καθοδικής, προσπαθώντας να εξακριβωθεί η ικανότητα των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων να προβλέψουν την αντιστροφή στην τάση. Φάνηκε ότι τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια έχουν αυτή την ικανότητα τους πρώτους 2 μήνες της καθοδικής αγοράς του 2002 και του 2007. Το ακριβώς αντίθετο συμβαίνει κατά τη διάρκεια της περιόδου της ανοδικής αγοράς, όπου τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια χρειάζονται περισσότερο χρόνο για να αντιδράσουν στην αντιστροφή. Γενικά, η στρατηγική των περισσότερων συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων βασίζεται στη δυναμική, πράγμα που καθιστά δύσκολο να προβλεφθεί έγκαιρα η αντιστροφή.

Συνοπτικά, τα κύρια ευρήματα αυτής της μελέτης είναι η δυσκολία να αποδειχτεί η ικανότητα των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων να ξεπεράσουν τον δείκτη αναφοράς και να προβλέψουν την αντιστροφή. Επίσης, κατά την περίοδο των καθοδικών αγορών, τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια τείνουν να έχουν χειρότερη απόδοση από τον δείκτη. Από την άλλη πλευρά, εμφανίζουν την ικανότητα να εκμεταλλεύονται κάποιες από τις πιο κοινές συμπεριφορικές προκαταλήψεις, όπως είναι η επίδραση του Δεκεμβρίου και του Ιανουαρίου και τη χαμηλή μεταβλητότητα σε σχέση με τον δείκτη αναφοράς. Κατά τη διάρκεια της περιόδου των ανοδικών αγορών, τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια τείνουν να έχουν καλύτερη απόδοση από τον δείκτη αναφοράς (Santoni, 2010).

3.6 Συμπεράσματα

Στις τρεις αυτές μελέτες, το μεγαλύτερο ζήτημα προς ανάλυση ήταν η ικανότητα των συγκεκριμένων αμοιβαίων κεφαλαίων να πετύχουν καλύτερες αποδόσεις από τον δείκτη αναφοράς. Τα αποτελέσματα δεν ήταν ξεκάθαρα και καμία μελέτη δεν μπορεί να αναφέρει με σιγουριά ότι τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια είναι ικανά να ξεπεράσουν τον δείκτη αναφοράς.

Το μεγαλύτερο επίκεντρο στη μελέτη των Reinhart και Brennan ήταν επίσης η προσαρμοσμένη απόδοση στον κίνδυνο και η αξιολόγηση και σύγκριση των διαφορετικών τύπων αμοιβαίων κεφαλαίων. Όμως, τα αποτελέσματα της μελέτης δεν μπορούν να θεωρηθούν αξιόπιστα λόγω του περιορισμένου χρονικού ορίζοντα ύπαρξης του δείγματος. Στη συνέχεια, οι Wright et al. πρόσθεσαν στην έρευνά τους μια σημαντική ποιοτική πτυχή για την ικανότητα των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων να προσελκύουν χρήματα, δηλαδή την ικανότητα των αμοιβαίων να προσελκύουν επενδυτές οι οποίοι επιθυμούν να επενδύσουν με βάση τη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική. Ενώ, στη μελέτη του Santoni προσθέτονται μερικές ακόμα ποιοτικές πτυχές, όπως η απόδοση των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων κατά τη διάρκεια ανοδικών και καθοδικών αγορών, η επίδραση της εποχικότητας, η σταθερότητά τους, αλλά και η ικανότητα να προβλέπουν την αντιστροφή.

Μέσα από αυτές τις τρεις μελέτες φαίνεται πως υπάρχει μία πρόοδος όσον αφορά τα συμπεράσματα, λόγω της αύξησης του δείγματος και του χρόνου ζωής των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων, αλλά καμία από αυτές δεν μπορεί να αποδείξει ξεκάθαρα την ικανότητα των συγκεκριμένων αμοιβαίων κεφαλαίων να ξεπεράσει το δείκτη αναφοράς (Santoni, 2010).

Κεφάλαιο 4

Συμπεριφορικά Αμοιβαία Κεφάλαια 2011

Σε αυτό το κεφάλαιο γίνεται ο εντοπισμός και η ανάλυση των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων που υπάρχουν σήμερα (Οκτώβριος 2011) στην αγορά ώστε να γίνει κατανοητός ο τρόπος με τον οποίο ενεργούν. Γίνεται περιγραφή του επενδυτικού σκοπού, της στρατηγικής των αμοιβαίων κεφαλαίων, αλλά και αναφορά των ετήσιων αποδόσεων τους σε βάθος δέκα χρόνων, του μεγέθους της κεφαλαιοποίησης και της γεωγραφικής τους κατανομής. Πιο συγκεκριμένα όμως, εξετάζεται η απόδοση τους τα τελευταία τρία χρόνια, 2008-2010, όπου υπάρχει παγκόσμια οικονομική κρίση. Σκοπός του κεφαλαίου είναι να καταλήξει σε συμπεράσματα για τη στρατηγική που ακολουθούν τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια και για το εάν μπορούν να πετύχουν καλύτερες αποδόσεις από το δείκτη αναφοράς σε περίοδο οικονομικής κρίσης.

4.1 Ιστορία Συμπεριφορικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Η ιστορία των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων ξεκινά στις αρχές του '90, όταν η JPMorgan, η LSV Asset Management και η Fuller & Thaler άρχισαν να πουλάνε αμοιβαία κεφάλαια, τα οποία διαχειρίζονταν με μία συμπεριφορική προσέγγιση. Το 1992, ο CIO των ευρωπαϊκών τίτλων της JPMorgan, Andrew Spencer, ανέπτυξε το πρώτο συμπεριφορικό αμοιβαίο κεφάλαιο της εταιρείας, το Premier Equity Growth, το οποίο προσφερόταν μόνο στο Ηνωμένο Βασίλειο.

Η LSV Asset Management, η Fuller & Thaler και η Dreman Value Management ιδρύθηκαν και οι τρεις τη δεκαετία του '90 και είχαν και αυτές μία συμπεριφορική προσέγγιση στον τομέα της χρηματοοικονομικής. Τα αμοιβαία κεφάλαια της F&T διατίθεντο από την JPMorgan υπό το brand "Undiscovered Managers", ενώ τα αμοιβαία κεφάλαια της Dreman, τα οποία κυριαρχούσαν στις Ηνωμένες Πολιτείες, διατίθεντο από την DWS Scudder.

Αργότερα στην Ευρώπη, η τράπεζα Degroof και η LGT (τράπεζα του Λιχτενστάιν) ξεκίνησαν να προσφέρουν και αυτές συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια. (Santoni, 2010) Σήμερα στις εταιρείες που διαθέτουν τέτοιου είδους αμοιβαία κεφάλαια συμπεριλαμβάνεται η Virtus Investment Partners, η Legg Mason Global Asset Management και η Allianz, με την τελευταία να δημιουργεί το "Allianz F&T Behavioral Advantage Large Cap Fund" μόλις τον Σεπτέμβριο του 2011.

4.2 Μεθοδολογία - Δείγμα

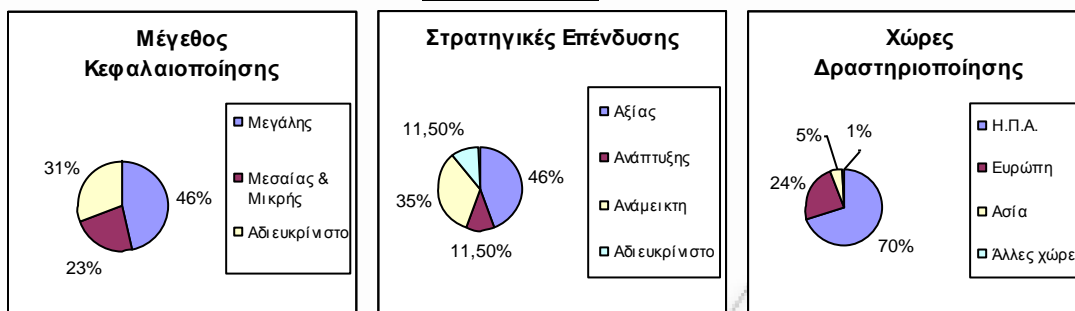
Στην παρούσα έρευνα, η οποία πραγματοποιήθηκε το διάστημα Σεπτέμβριος - Οκτώβριος 2011, εντοπίστηκαν στην αγορά 26 αμοιβαία κεφάλαια, τα οποία είτε αυτοχαρακτηρίζονται ως συμπεριφορικά, είτε στη στρατηγική τους ακολουθούν τις αρχές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής. Ο εντοπισμός τους έγινε με τη βοήθεια παλαιότερων μελετών και με έρευνα στις μεγαλύτερες εταιρείες διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων.

Πίνακας 4

Δείγμα Μελέτης 2011		
A/A	Κωδικός A/K	Όνομα A/K
1	KDHAX	DWS STRATEGIC VALUE FUND-A
2	KDSAX	DWS DREMAN S/C VALUE FND-A
3	JPIVX	JPMORGAN INTREPID VALUE-SEL
4	JPIAX	JPMORGAN INTREPID AMERICA-S
5	JPGSX	JPMORGAN INTREPID GROWTH-SE
6	JISX	JPMORGAN INTREPID MULTI C-SE
7	WOOPX	JPMORGAN INTREPID M/C-SEL
8	UBRLX	UNDISCOVERED MGRS BEHV GR-IN
9	UBVLX	UNDISCOVERED MGRS BEHV VL-IN
10	UBGAX	UNDISCOVERED MGRS BEHV GR-A
11	JPMJBAA	JPM INV-JAP BEHAVIOR F E-A€A
12	LMVTX	LEGG MASON VALUE TRUST-C
13	LSVEX	LSV VALUE EQUITY FUND
14	LSVPX	LSV CONSERVATIVE CORE EQUITY
15	LSVVX	LSV CONSERVATIVE VALUE EQUITY
16	LGTEQGS	LGT EQ FD GL SEC TRND USD-B
17	HIEZX	VIRTUS VALUE EQUITY FUND
18	OSI9180	DEGROOF-EQ EMU BEHAV VL-BENA
19	DEGEMUA	DEGROOF-EQ EMU BEHAVIOR FL-A
20	DEEMUBV	DEGROOF DBI-RDT- EMU BEHAV-D
21	DEGEUFA	DEGROOF-EQ EUR BEHAV FLEX-A
22	DEGUSBA	DEGROOF-EQ US BEHAV FLEX-A
23	ESPESCA	DEGROOF-EQ SM CP EURP BV-BC
24	OSEUSBV	DEGROOF-EQUITIES US-BENELX-A
25	ESPRITE	DEGROOF-EQ EUROPE BEHAV VL-B
26	AZFAX	ALLIANZ F&T BEAH ADV L/C FUND

Το 46% (12/26) του δείγματος είναι αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σε εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης, το 23% (6/26) είναι αμοιβαία κεφάλαια τα οποία επενδύουν σε εταιρείες μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης, ενώ το 31% (8/26) του δείγματος δεν αναφέρει ότι εστιάζει τις επενδύσεις του σε εταιρείες ενός συγκεκριμένου μεγέθους κεφαλαιοποίησης. Επίσης, το 46% (12/26) των αμοιβαίων κεφαλαίων ακολουθεί στρατηγική αξίας, το 11,5% (3/26) στρατηγική ανάπτυξης, το 35% (8/26) και τις δύο στρατηγικές, ενώ το 11,5% (3/26) του δείγματος δεν διευκρινίζει τη στρατηγική που ακολουθεί. Τέλος, το 70% του δείγματος αφορά επενδύσεις στις Η.Π.Α., το 24% σε χώρες της Ευρώπης, το 5% στην Ασία και το υπόλοιπο 1% σε άλλες ανεπτυγμένες χώρες. Στη συνέχεια ακολουθεί αναλυτική παρουσίαση των 26 συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων που εντοπίστηκαν.

Διάγραμμα 1



Όλα τα παρακάτω δεδομένα αντλήθηκαν από τις ίδιες τις εταιρείες των αμοιβαίων κεφαλαίων, από το Bloomberg και το Finance Yahoo. Επίσης, πρέπει να αναφερθεί ότι τα διαγράμματα τιμών έχουν σκοπό να απεικονίσουν την πορεία των αμοιβαίων κεφαλαίων τα τελευταία πέντε έτη από την ημερομηνία συγκέντρωσής τους, την 31 Οκτωβρίου του 2011. Για τα αμοιβαία κεφάλαια τα οποία έχουν χρόνο ζωής μικρότερο από πέντε έτη, τότε τα διαγράμματα τιμών απεικονίζουν τη συνολική τους πορεία. Όσον αφορά τους πίνακες “ετήσιες αποδόσεις”, “κυριότερες μετοχές”, “κατανομή σε τομείς” και “γεωγραφική κατανομή”, περιέχουν δεδομένα τα οποία ίσχυαν στις 30 Σεπτεμβρίου του 2011.

Στις ετήσιες αποδόσεις καταγράφονται οι αποδόσεις των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων, αλλά και του αντίστοιχου δείκτη αναφοράς. Αυτή η σύγκριση βοηθάει την έρευνα να βγάλει κάποια συμπεράσματα για την ικανότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων να πετύχουν καλύτερες αποδόσεις από τον δείκτη.

4.2.1 DWS Strategic Value Fund

Όνομα: DWS STRATEGIC VALUE FUND-A

Εταιρεία: DEUTSCHE BANK

Ημερομηνία δημιουργίας: 18/03/1988

Κωδικός: KDHAX

Κατηγορία: Large Value

Morningstar Rating: 1.0

Δείκτης Αναφοράς: S&P500 Index

Επενδυτικός Σκοπός:

Το A/K στοχεύει στην επίτευξη της υψηλότερης δυνατής απόδοσης.

Διαχειριστής:

Deutsche Investment Management Americas Inc.

- Volker Dorsch,- Διευθύνων Σύμβουλος της Deutsche Investment Management Americas Inc. Εμπειρία στο A/K από το 2009.
- Oliver Pfeil - Ph.D. και Αντιπρόεδρος της Deutsche Investment Management Americas Inc. Εμπειρία στο A/K από το 2009.

- Thomas Schuessler - Ph.D. και Διευθύνων Σύμβουλος της Deutsche Investment Management Americas Inc. Εμπειρία στο Α/Κ από το 2009.

Στρατηγική:

Υπό κανονικές συνθήκες, το Α/Κ επενδύει τουλάχιστον το 80% του καθαρού ενεργητικού, καθώς και το ποσό των δανείων για επενδυτικούς σκοπούς, σε μετοχές (κυρίως κοινές μετοχές). Το Α/Κ επικεντρώνεται σε μετοχές μεγάλων εταιρειών των ΗΠΑ που είναι παρόμοιες με τις εταιρείες του S&P500 Index και που το χαρτοφυλάκιο τους είναι υποτιμημένο. Παρά το γεγονός ότι το Α/Κ μπορεί να επενδύσει σε μετοχές οποιουδήποτε οικονομικού τομέα (δύο ή περισσότερους κλάδους), κατά καιρούς μπορεί να δώσει έμφαση σε έναν ή περισσότερους τομείς και μπορεί να επενδύσει περισσότερο από το 25% του συνολικού ενεργητικού σε έναν μόνο τομέα. Το Α/Κ μπορεί να επενδύει μέχρι και το 20% του συνολικού ενεργητικού σε ξένα χρεόγραφα.

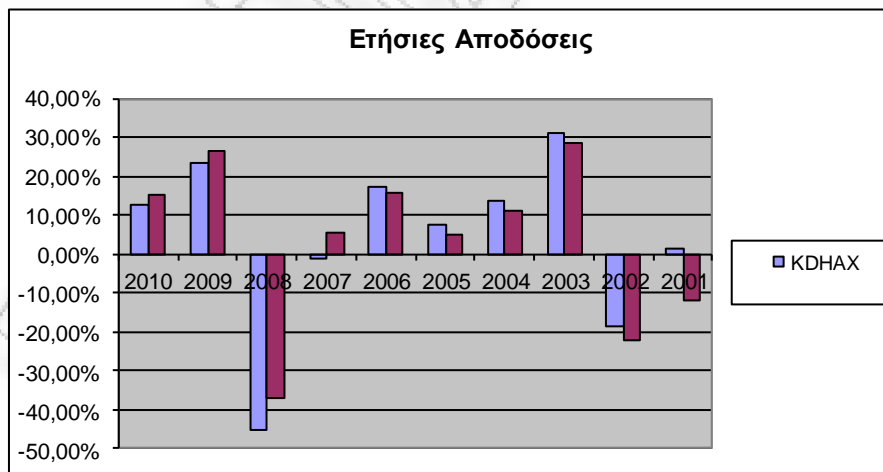
Διάγραμμα 2

31/10/2006 - 31/10/2011



Πηγή : www.bloomberg.com

Διάγραμμα 3



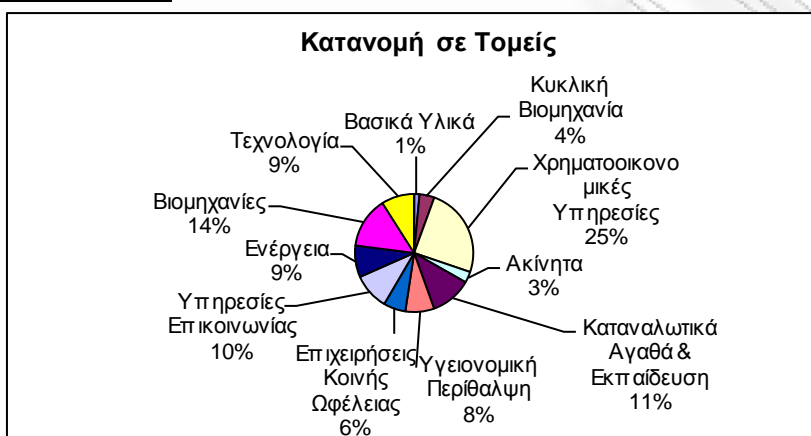
Πηγή : www.dws.com

Πίνακας 5

Κυριότερες Μετοχές	
Μετοχές	45,1% του Συνόλου
AT&T Inc.	10,74%
JP Morgan Chase & Co.	8,17%
Altria Group, Inc.	6,30%
PNC Financial Services Group	4,53%
The AES Corporation	4,07%
Reinsurance Group of America	3,90%
MetLife, Inc.	3,74%
Oracle Corp.	3,65%

Πηγή : finance.yahoo.com

Διάγραμμα 4



Πηγή : finance.yahoo.com

4.2.2 DWS Dreman Small Cap Value Fund

Όνομα: DWS DREMAN S/C VALUE FUND-A

Εταιρεία: DEUTSCHE BANK

Ημερομηνία δημιουργίας: 22/05/92

Κωδικός: KDSAX

Κατηγορία: Small Value

Morningstar Rating: 3.0

Δείκτης Αναφοράς: Russell 2000 Value Index

Επενδυτικός Σκοπός:

Το Α/Κ στοχεύει στην μακροπρόθεσμη ανατίμηση του κεφαλαίου.

Διαχειριστής:

Deutsche Investment Management Americas Inc.

Dreman Value Management, L.L.C.

- Mark Roach – Διευθύνων Σύμβουλος της Dreman Value Management, L.L.C. Εμπειρία στο Α/Κ από το 2006.
- David N. Dreman - Πρόεδρος της Dreman Value Management, L.L.C. Εμπειρία στο Α/Κ από το 2002.
- E. Clifton Hoover – Επικεφαλής Επενδύσεων και Διευθύνων Σύμβουλος της Dreman Value Management, L.L.C. Εμπειρία στο Α/Κ από το 2006.
- Mario Tufano – Διαχειριστής Χαρτοφυλακίων στη Dreman Value Management, L.L.C. Εμπειρία στο Α/Κ από το 2010.

Στρατηγική:

Υπό κανονικές συνθήκες, το Α/Κ επενδύει τουλάχιστον το 80% του καθαρού ενεργητικού, καθώς και το ποσό των δανείων για επενδυτικούς σκοπούς, σε υποτιμημένες κοινές μετοχές μικρών εταιρειών των ΗΠΑ όπου το Α/Κ τις ορίζει σαν εταιρείες που είναι παρόμοιες στην αξία της αγοράς με εκείνες της Russell 2000 ® Index. Ενώ το Α/Κ επενδύει κυρίως σε μετοχές των ΗΠΑ, μπορεί να επενδύσει μέχρι και το 20% του συνολικού ενεργητικού σε ξένα χρεόγραφα.

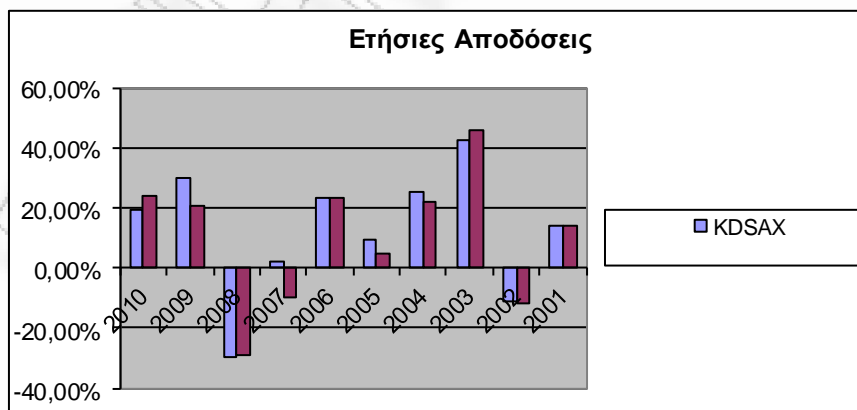
Διάγραμμα 5

31/10/2006 - 31/10/2011



Πηγή : www.bloomberg.com

Διάγραμμα 6



Πηγή : www.dws.com

Πίνακας 6

Κυριότερες Μετοχές	
Μετοχές	15,14% του Συνόλου
Central Cash Management FD	7,03%
AuRico Gold Inc.	1,56%
LifePoint Hospitals, Inc.	1,34%
New Gold Inc.	1,32%
Vectren Corp.	1,31%
IDACORP, Inc.	1,30%
Teleflex Inc.	1,28%

Πηγή : finance.yahoo.com

Διάγραμμα 7



Πηγή : finance.yahoo.com

4.2.3 JPMorgan Intrepid Value Fund

Όνομα: JPMORGAN INTREPID VALUE-SEL

Εταιρεία: J.P. MORGAN

Σύσταση-Δημιουργία: 28/02/03

Κωδικός: JPIVX

Κατηγορία: Value Large

Morningstar Rating: 3.0

Δείκτης Αναφοράς: Russell 1000 Value Index
Lipper Large-Cap Value Funds Index

Επενδυτικός Σκοπός:

Το A/K στοχεύει στην μακροπρόθεσμη ανατίμηση του κεφαλαίου.

Διαχειριστής:

J.P. Morgan Asset Management

- Christopher Blum – Διευθύνων Σύμβουλος της J.P Morgan Asset Management και Επικεφαλής Επενδύσεων του αμερικάνικου Behavioral Finance Group. 15 χρόνια εμπειρία στη βιομηχανία, 10 χρόνια στην εταιρεία και 3 χρόνια στο Α/Κ.
- Jason Alonzo - Αντιπρόεδρος της JPMorgan Asset Management. 11 χρόνια εμπειρία στη βιομηχανία, 11 χρόνια στην εταιρεία και 6 χρόνια στο Α/Κ.

Στρατηγική:

Το Α/Κ επενδύει κυρίως, τουλάχιστον το 80% του ενεργητικού, σε μετοχές εταιρειών μεσαίας και μεγάλης κεφαλαιοποίησης, οι οποίες ανήκουν στο Russell 1000 Value Index. Αναζητά εταιρείες που είναι υποτιμημένες και/ή έχουν ισχυρή δυναμική (momentum). Η διαδικασία της επένδυσης είναι βασισμένη στις αρχές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.

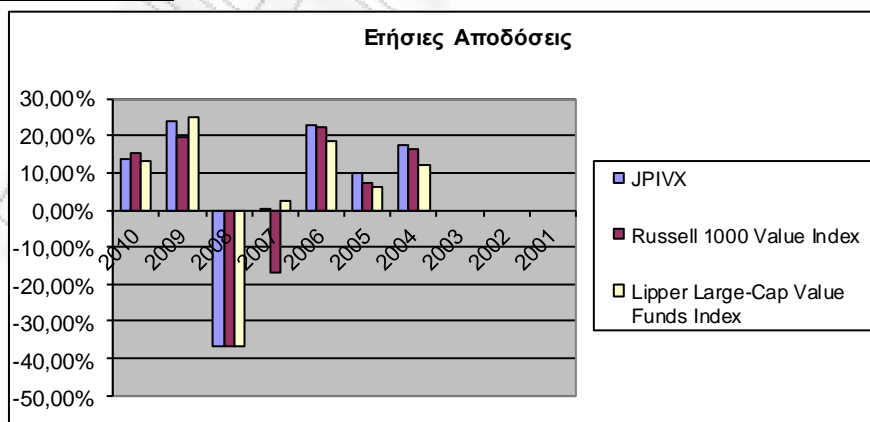
Διάγραμμα 8

31/10/2006 - 31/10/2011



Πηγή : www.bloomberg.com

Διάγραμμα 9



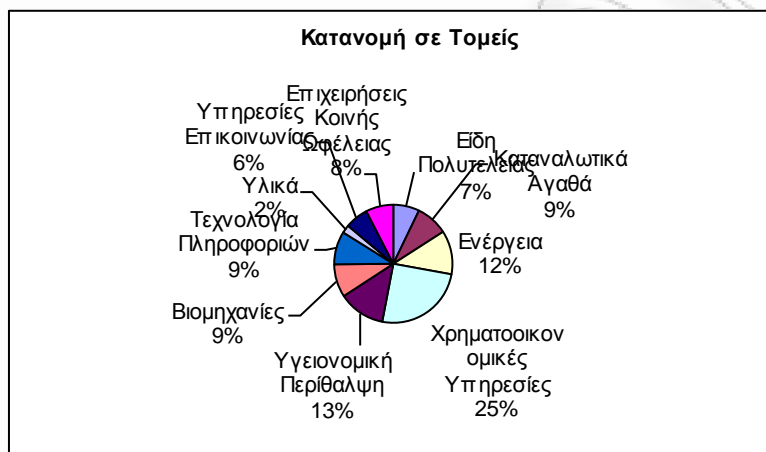
Πηγή : www.jpmmorganfunds.com

Πίνακας 7

Κυριότερες Μετοχές	
Μετοχές	28,90% του Συνόλου
Chevron Corp.	4,60%
Pfizer, Inc.	4,10%
Wells Fargo & Co.	3,50%
Exxon Mobil Corp.	3,00%
AT&T, Inc.	2,70%
Verizon Communications, Inc.	2,40%
ConocoPhillips	2,40%
American Electric Power Co. Inc.	2,20%
ACE Ltd. (Switzerland)	2,10%
General Electric Co.	1,90%

Πηγή : www.jpmorganfunds.com

Διάγραμμα 10



Πηγή : www.jpmorganfunds.com

4.2.4 JPMorgan Intrepid America Fund

Όνομα: JPMORGAN INTREPID AMERICA-S

Εταιρεία: J.P. MORGAN Asset Management

Ημερομηνία δημιουργίας: 28/02/03

Κωδικός: JPIAX

Κατηγορία: Large Blend

Morningstar Rating: 3.0

Δείκτης Αναφοράς: Russell 1000 Index
Lipper Large-Cap Core Funds Index

Επενδυτικός Σκοπός:

Το Α/Κ στοχεύει στη μακροπρόθεσμη αύξηση του κεφαλαίου.

Διαχειριστής:

J.P. Morgan Asset Management

- Christopher Blum – Διευθύνων Σύμβουλος της J.P Morgan Asset Management και Επικεφαλής Επενδύσεων του αμερικάνικου Behavioral Finance Group. 15 χρόνια εμπειρία στη βιομηχανία, 10 χρόνια στην εταιρεία και 3 χρόνια στο Α/Κ.
- Jason Alonzo - Αντιπρόεδρος της JPMorgan Asset Management. 11 χρόνια εμπειρία στη βιομηχανία, 11 χρόνια στην εταιρεία και 6 χρόνια στο Α/Κ.

Στρατηγική:

Το Α/Κ επενδύει κυρίως, τουλάχιστον το 80% του ενεργητικού, σε μετοχές εταιρειών μεσαίας και μεγάλης κεφαλαιοποίησης των Η.Π.Α. οι οποίες ανήκουν στο Russell 1000 Value Index. Αναζητά εταιρείες που είναι υποτιμημένες και/ή έχουν ισχυρή δυναμική (momentum). Η διαδικασία της επένδυσης είναι βασισμένη στις αρχές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.

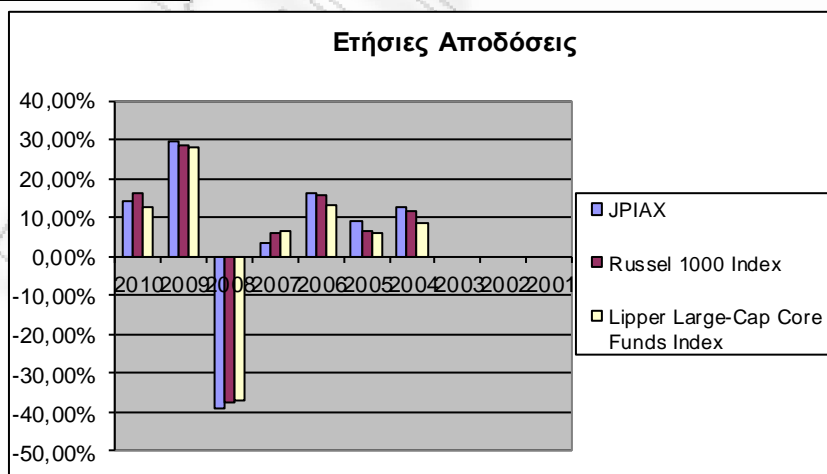
Διάγραμμα 11

31/10/2006 - 31/10/2011



Πηγή : www.bloomberg.com

Διάγραμμα 12



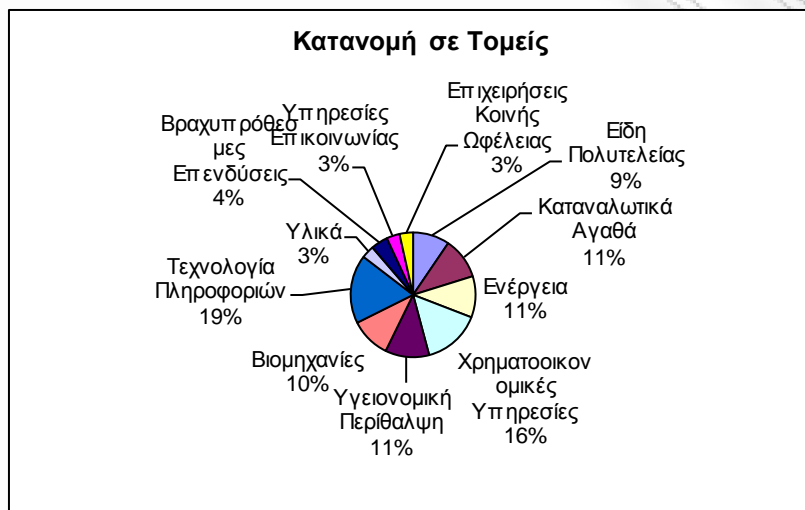
Πηγή : www.jpmorganfunds.com

Πίνακας 8

Κυριότερες Μετοχές	
Μετοχές	28,50% του Συνόλου
Apple, Inc.	4,90%
Exxon Mobil Corp.	4,40%
International Business Machines Corp.	3,40%
Chevron Corp.	3,10%
Pfizer, Inc.	2,80%
Microsoft Corp.	2,70%
Philip Morris International, Inc.	2,30%
Kimberly-Clark Corp.	1,70%
Prudential Financial, Inc.	1,60%
Sempra Energy	1,60%

Πηγή : www.jpmorganfunds.com

Διάγραμμα 13



Πηγή : www.jpmorganfunds.com

4.2.5 JPMorgan Intrepid Growth Fund

Όνομα: JPMORGAN INTREPID GROWTH-SE

Εταιρεία: J.P. MORGAN

Ημερομηνία δημιουργίας: 28/02/03

Κωδικός: JPGSX

Κατηγορία: Large Growth

Morningstar Rating: 3.0

Δείκτης Αναφοράς: Russell 1000 Growth Index
Lipper Large-Cap Growth Funds

Επενδυτικός Σκοπός:

Το Α/Κ στοχεύει στη μακροπρόθεσμη αύξηση του κεφαλαίου.

Διαχειριστής:

J.P. Morgan Asset Management

- Christopher Blum – Διευθύνων Σύμβουλος της J.P Morgan Asset Management και Επικεφαλής Επενδύσεων του αμερικάνικου Behavioral Finance Group. 15 χρόνια εμπειρία στη βιομηχανία, 10 χρόνια στην εταιρεία και 3 χρόνια στο Α/Κ.
- Jason Alonzo - Αντιπρόεδρος της JPMorgan Asset Management. 11 χρόνια εμπειρία στη βιομηχανία, 11 χρόνια στην εταιρεία και 6 χρόνια στο Α/Κ.

Στρατηγική:

Το Α/Κ επενδύει κυρίως σε μετοχές εταιρειών μεσαίας και μεγάλης κεφαλαιοποίησης των Η.Π.Α. Αναζητά να επενδύσει σε εταιρείες με ελκυστικές σχετικές αποτιμήσεις και με τη μεγαλύτερη δυναμική. Η διαδικασία της επένδυσης είναι βασισμένη στις αρχές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.

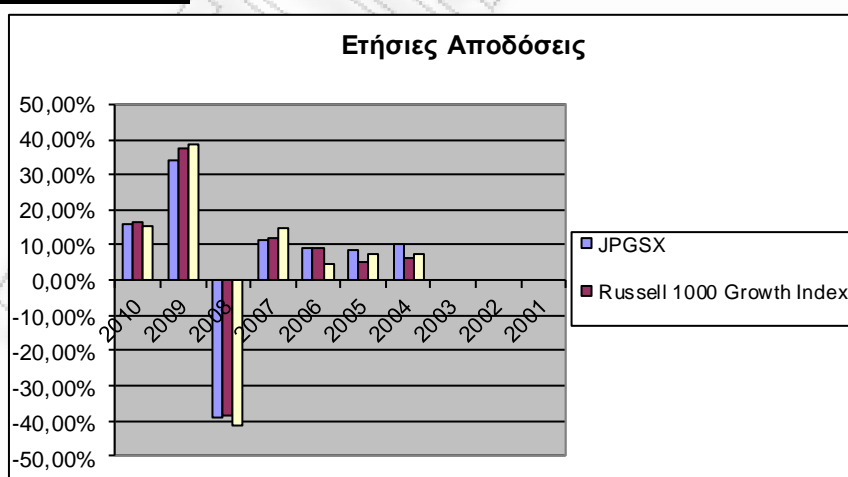
Διάγραμμα 14

31/10/2006 - 31/10/2011



Πηγή : www.bloomberg.com

Διάγραμμα 15



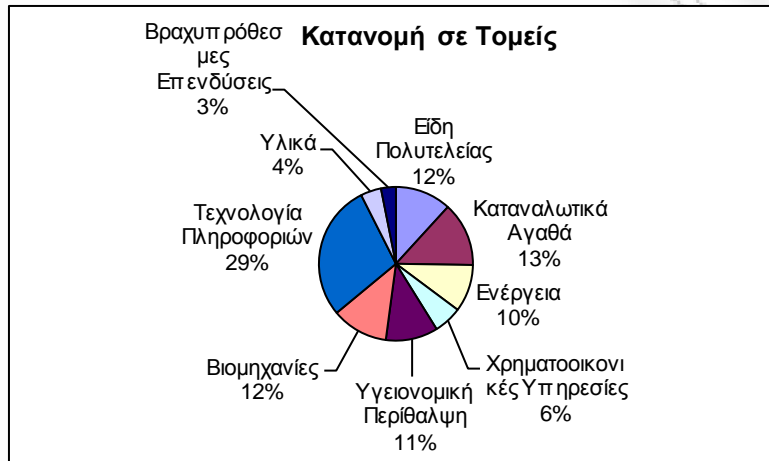
Πηγή : www.jpmorganfunds.com

Πίνακας 9

Κυριότερες Μετοχές	
Μετοχές	36,70% του Συνόλου
Apple, Inc.	7,90%
Exxon Mobil Corp.	5,60%
International Business Machines Corp.	5,20%
Microsoft Corp.	4,50%
Philip Morris International, Inc.	3,20%
Wal-Mart Stores, Inc.	2,50%
Oracle Corp.	2,40%
Gilead Sciences, Inc.	2,10%
Cummins, Inc.	1,80%
PPG Industries, Inc.	1,50%

Πηγή : www.jpmorganfunds.com

Διάγραμμα 16



Πηγή : www.jpmorganfunds.com

4.2.6 JPMorgan Intrepid Multi Cap Fund

Όνομα: JPMORGAN INTREPID MULTI C-SE

Εταιρεία: J.P. MORGAN Asset Management

Ημερομηνία δημιουργίας: 28/02/03

Κωδικός: JISX

Κατηγορία: Large Blend

Morningstar Rating: 2.0

Δείκτης Αναφοράς: Russell 3000 Index
Lipper Multi-Cap Core Funds Index

Επενδυτικός Σκοπός:

Το Α/Κ στοχεύει στην μακροπρόθεσμη ανατίμηση του κεφαλαίου.

Διαχειριστής:

J.P. Morgan Asset Management

- Christopher Blum – Διευθύνων Σύμβουλος της J.P Morgan Asset Management και Επικεφαλής Επενδύσεων του αμερικάνικου Behavioral Finance Group. 15 χρόνια εμπειρία στη βιομηχανία, 10 χρόνια στην εταιρεία και 3 χρόνια στο Α/Κ.
- Jason Alonzo - Αντιπρόεδρος της JPMorgan Asset Management. 11 χρόνια εμπειρία στη βιομηχανία, 11 χρόνια στην εταιρεία και 6 χρόνια στο Α/Κ.

Στρατηγική:

Υπό κανονικές συνθήκες, το Α/Κ επενδύει κυρίως σε μετοχές όλης της κεφαλαιοποιημένης αγοράς στο Russell 3000 Index. Αναζητά εταιρείες που είναι υποτιμημένες ή/και έχουν ισχυρή δυναμική. Τα παράγωγα (derivatives) μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να αποκτηθούν κέρδη από την έκθεση των μετοχών κατά την αποτίμηση της τωρινής θέσης (“cash”), της αντιστάθμισης και διαχείρισης του κινδύνου και της αύξησης του κέρδους του Α/Κ. Η διαδικασία της επένδυσης είναι βασισμένη στις αρχές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.

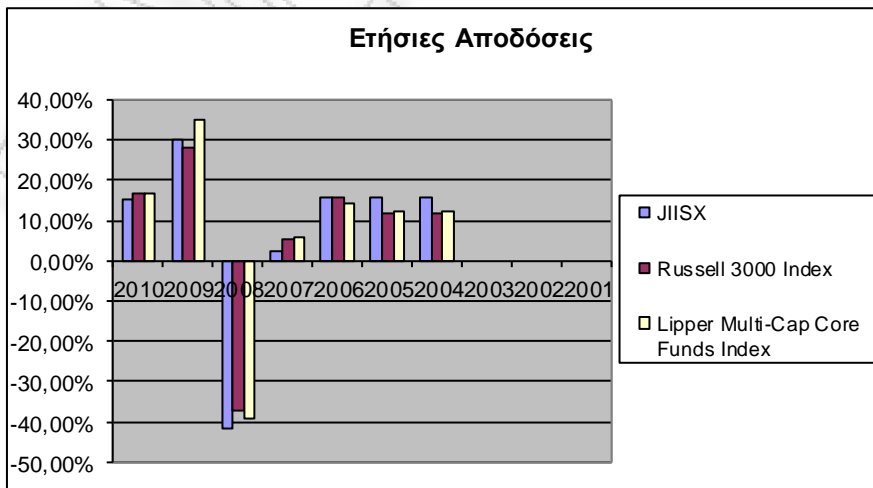
Διάγραμμα 17

31/10/2006 - 31/10/2011



Πηγή : www.bloomberg.com

Διάγραμμα 18



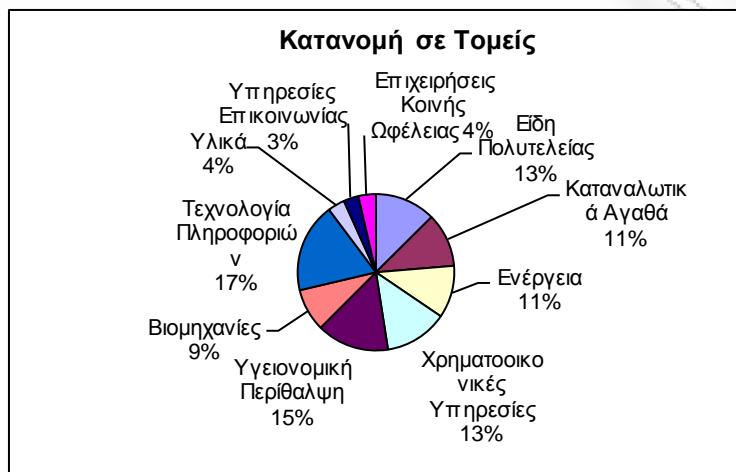
Πηγή : www.jpmorganfunds.com

Πίνακας 10

Κυριότερες Μετοχές	
Μετοχές	27,90% του Συνόλου
Apple, Inc.	4,30%
Exxon Mobil Corp	3,90%
Microsoft Corp.	3,90%
Chevron Corp.	3,10%
UnitedHealth Group Inc.	2,50%
Pfizer, Inc.	2,40%
Lorillard, Inc.	2,40%
Eaton Corp.	1,80%
CenturyLink, Inc.	1,80%
Wal-Mart Stores, Inc.	1,80%

Πηγή : www.jpmorganfunds.com

Διάγραμμα 19



Πηγή : www.jpmorganfunds.com

4.2.7 JPMorgan Intrepid Mid Cap Fund

Όνομα: JPMORGAN INTREPID M/C-SEL

Εταιρεία: J.P. MORGAN Asset Management

Ημερομηνία δημιουργίας: 01/06/91

Κωδικός: WOOPX

Κατηγορία: Mid-Cap Blend

Morningstar Rating: 3.0

Δείκτης Αναφοράς: Russell Midcap Index
Lipper Mid-Cap Core Funds Index

Επενδυτικός Σκοπός:

Το Α/Κ έχει στόχο τη μακροπρόθεσμη αύξηση του κεφαλαίου.

Διαχειριστής:

J.P. Morgan Asset Management

- Christopher Blum – Διευθύνων Σύμβουλος της J.P Morgan Asset Management και Επικεφαλής Επενδύσεων του αμερικάνικου Behavioral Finance Group. 15 χρόνια εμπειρία στη βιομηχανία, 10 χρόνια στην εταιρεία και 3 χρόνια στο Α/Κ.
- Dennis S. Ruhl - CFA. Διευθύνων Σύμβουλος της J.P Morgan Asset Management. 12 χρόνια εμπειρία στη βιομηχανία, 12 χρόνια στην εταιρεία και 3 στο Α/Κ.

Στρατηγική:

Το Α/Κ επενδύει κυρίως σε κοινές και προνομιούχες μετοχές εταιρειών μεσαίας κεφαλαιοποίησης εντός του Russell Midcap Index. Τα παράγωγα (derivatives) μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να αποκτηθούν κέρδη μέσα από την έκθεση των μετοχών κατά την αποτίμηση της τωρινής θέσης (“cash”), της αντιστάθμισης και διαχείρισης του κινδύνου και της αύξησης του κέρδους του Α/Κ. Η διαδικασία της επένδυσης είναι βασισμένη στις αρχές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.

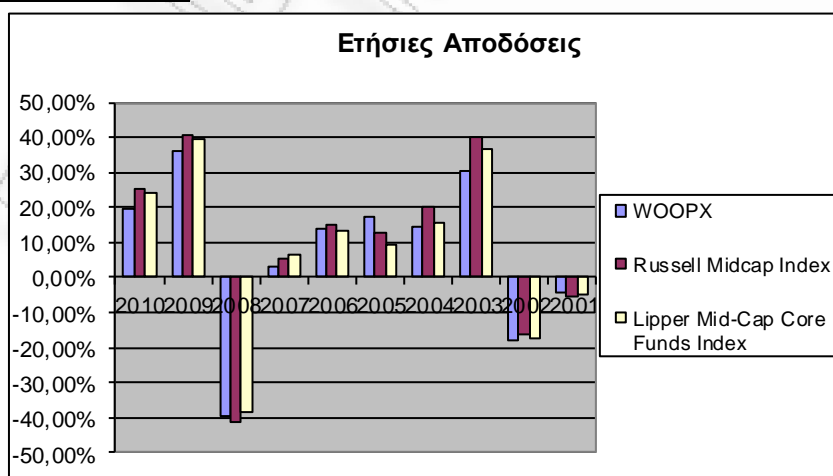
Διάγραμμα 20

31/10/2006 - 31/10/2011



Πηγή : www.bloomberg.com

Διάγραμμα 21



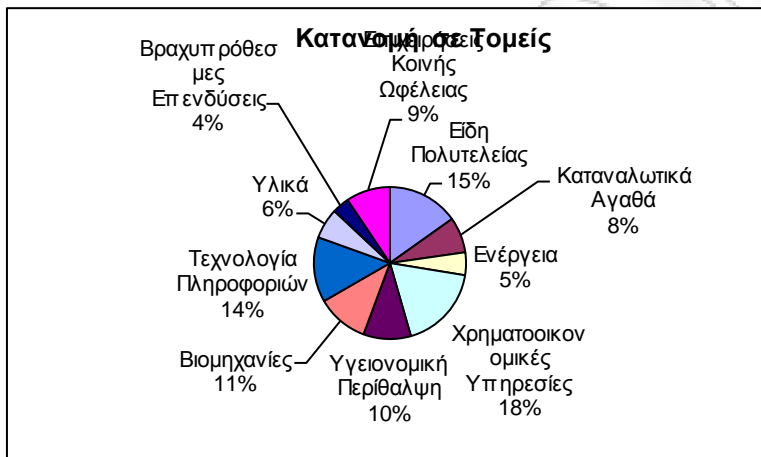
Πηγή : www.jpmmorganfunds.com

Πίνακας 11

Κυριότερες Μετοχές	
Μετοχές	17% του Συνόλου
Macy's, Inc.	2,30%
Campbell Soup Co.	2,20%
Discover Financial Services	2,00%
Cooper Cos., Inc.	1,90%
PPG Industries, Inc.	1,80%
Lorillard, Inc.	1,70%
Alliance Data Systems Corp.	1,30%
Parker-Hannifin Corp.	1,30%
AmerisourceBergen Corp.	1,30%
CBS Corp., Class B	1,20%

Πηγή : www.jpmorganfunds.com

Διάγραμμα 22



Πηγή : www.jpmorganfunds.com

4.2.8 Undiscovered Managers Behavioral Growth Fund

Όνομα: UNDISCOVERED MGRS BEHV GR-IN

Εταιρεία: J.P. MORGAN

Ημερομηνία δημιουργίας: 31/12/97

Κωδικός: UBRLX

Κατηγορία: Mid-Cap Growth

Morningstar Rating: 3.0

Δείκτης Αναφοράς: Russell 2500 Growth Index
Lipper Small-Cap Growth Funds Index

Επενδυτικός Σκοπός:

Το Α/Κ στοχεύει στην αύξηση του κεφαλαίου.

Διαχειριστής:

Fuller & Thaler Asset Management

- Russell J. Fuller - Ph.D., CFA, Ιδρυτής και Πρόεδρος της Fuller & Thaler Asset Management. 38 χρόνια εμπειρία στη βιομηχανία, 18 χρόνια στην εταιρεία και 14 στο A/K.
- Fred Stanske – CFA, Μέλος Διοικητικού Συμβουλίου της Fuller & Thaler Asset Management. 24 χρόνια εμπειρία στη βιομηχανία, 15 χρόνια στην εταιρεία και 14 στο A/K.

Στρατηγική:

Το A/K επενδύει κυρίως σε μετοχές εταιρειών των Η.Π.Α. οι οποίες έχουν χαρακτηριστικά ανάπτυξης. Αναζητά συμπεριφορικές προκαταλήψεις των επενδυτών οι οποίες αδρανοποιούν την αγορά ως προς νέες, θετικές πληροφορίες για κάποια εταιρεία. Αναλύει τις εταιρείες που έχουν ανακοινώσει πρόσφατα υψηλότερα κέρδη από τα αναμενόμενα και επιδιώκει να καθορίσει εάν η αξία της μετοχής της εταιρείας αντικατοπτρίζει πλήρως τις προσδοκίες για μελλοντικά κέρδη και ανάπτυξη.

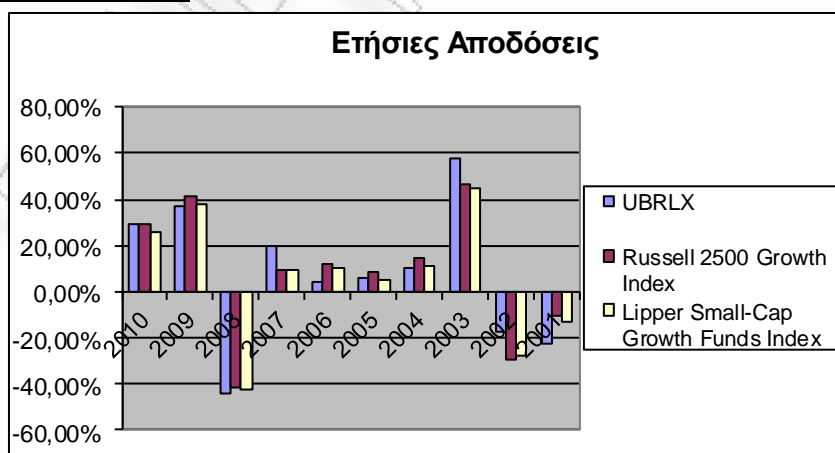
Διάγραμμα 23

31/10/2006 - 31/10/2011



Πηγή : www.bloomberg.com

Διάγραμμα 24



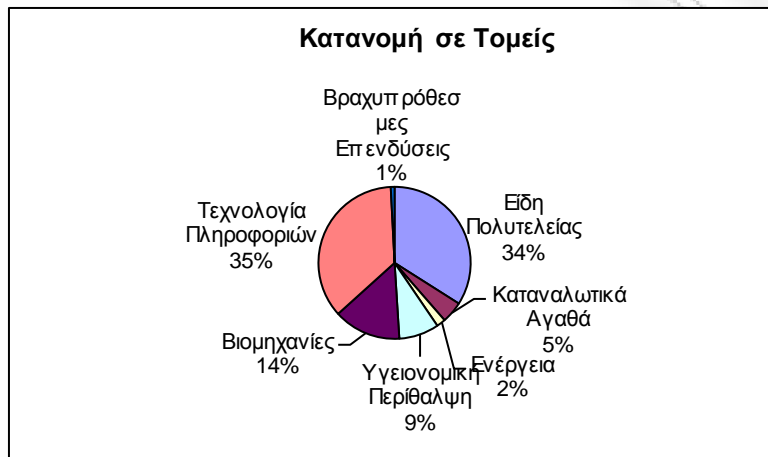
Πηγή : www.jpmorganfunds.com

Πίνακας 12

Κυριότερες Μετοχές	
Μετοχές	31,70% του Συνόλου
Ulta Salon Cosmetics & Fragrance Inc.	4,30%
Cepheid, Inc.	3,40%
TIBCO Software, Inc.	3,30%
IAC/InterActiveCorp	3,00%
RightNow Technologies, Inc.	3,00%
Polypore International, Inc.	3,00%
Sourcefire, Inc.	3,00%
Thoratec Corp.	3,00%
Tractor Supply Co.	2,90%
Genesco, Inc.	2,80%

Πηγή : www.jpmorganfunds.com

Διάγραμμα 25



Πηγή : www.jpmorganfunds.com

4.2.9 Undiscovered Managers Behavioral Value Fund

Όνομα: UNDISCOVERED MGRS BEHV VL-IN

Εταιρεία: J.P. MORGAN

Ημερομηνία δημιουργίας: 24/12/98

Κωδικός: UBVLX

Κατηγορία: Small Value

Morningstar Rating: 3.0

Δείκτης Αναφοράς: Russell 2000 Value Index
Lipper Small-Cap Value Funds Index

Επενδυτικός Σκοπός:

Το A/K στοχεύει στην ανατίμηση του κεφαλαίου.

Διαχειριστής:

Fuller & Thaler Asset Management

- Russell J. Fuller - Ph.D., CFA, Ιδρυτής και Πρόεδρος της Fuller & Thaler Asset Management. 38 χρόνια εμπειρία στη βιομηχανία, 18 χρόνια στην εταιρεία και 14 στο Α/Κ.
- David Potter – CFA, Μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου της Fuller & Thaler Asset Management. 6 χρόνια εμπειρία στη βιομηχανία, 6 χρόνια στην εταιρεία και 6 στο Α/Κ.

Στρατηγική:

Το Α/Κ επενδύει κυρίως σε μετοχές εταιρειών των Η.Π.Α. οι οποίες έχουν χαρακτηριστικά ανάπτυξης. Αναζητά συμπεριφορικές προκαταλήψεις των επενδυτών, οι οποίες κάνουν την αγορά να αντιδράσει υπερβολικά σε παλιές και αρνητικές πληροφορίες και ταυτόχρονα την αδρανοποιούν όσον αφορά νέες και θετικές. Αναζητά εταιρείες με δείκτη «τιμή προς κέρδη» χαμηλότερο του μέσου όρου ή εταιρείες με χαμηλές τιμές στις μετοχές τους. Επιλέγει μετοχές που εκείνη την περίοδο έχουν χαμηλές αποδόσεις όσον αφορά την αγορά, την συνάλλαγή μετοχών από άτομα της εταιρείας και την εξαγορά μετοχών από την εταιρεία.

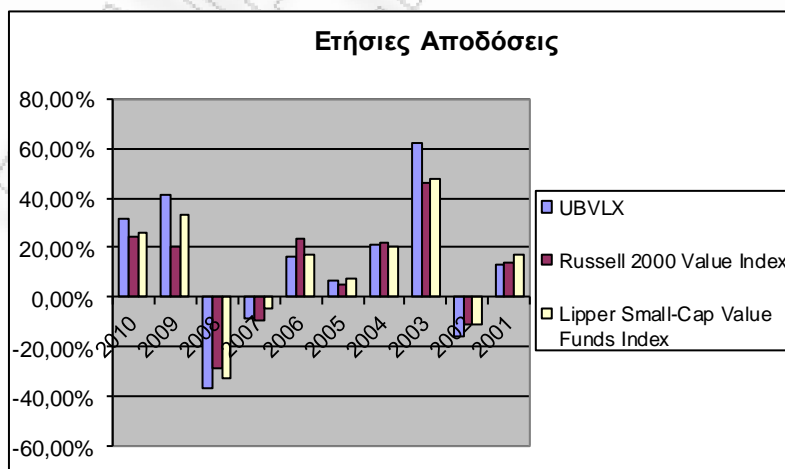
Διάγραμμα 26

31/10/2006 - 31/10/2011



Πηγή : www.bloomberg.com

Διάγραμμα 27



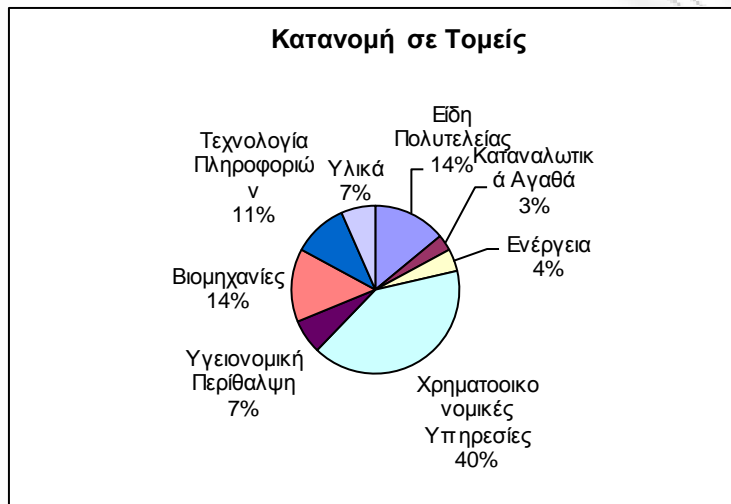
Πηγή : www.jpmmorganfunds.com

Πίνακας 13

Κυριότερες Μετοχές	
Μετοχές	25,80% του Συνόλου
Pebblebrook Hotel Trust	3,00%
Health Net, Inc.	2,90%
Convergys Corp.	2,80%
Colony Financial, Inc.	2,80%
PrivateBancorp, Inc.	2,60%
BE Aerospace, Inc.	2,50%
WMS Industries, Inc.	2,40%
Brink's Co.	2,30%
Terex Corp.	2,30%
EnerSys	2,20%

Πηγή : www.jpmorganfunds.com

Διάγραμμα 28



Πηγή : www.jpmorganfunds.com

4.2.10 Undiscovered Managers Behavioral Growth Fund

Όνομα: UNDISCOVERED MGRS BEHV GR-A

Εταιρεία: J.P. MORGAN

Ημερομηνία δημιουργίας: 04/06/04

Κωδικός: UBGAX

Κατηγορία: Mid-Cap Growth

Morningstar Rating: 2.0

Δείκτης Αναφοράς: Russell 2500 Growth Index
Lipper Small-Cap Growth Funds Index

Επενδυτικός Σκοπός:

Το A/K στοχεύει στην αύξηση του κεφαλαίου.

Διαχειριστής:

Fuller & Thaler Asset Management

- Russell J. Fuller - Ph.D., CFA, Ιδρυτής και Πρόεδρος της Fuller & Thaler Asset Management. 38 χρόνια εμπειρία στη βιομηχανία, 18 χρόνια στην εταιρεία και 14 στο A/K.
- Fred Stanske – CFA, Μέλος Διοικητικού Συμβουλίου της Fuller & Thaler Asset Management. 24 χρόνια εμπειρία στη βιομηχανία, 15 χρόνια στην εταιρεία και 14 στο A/K.

Στρατηγική:

Το A/K επενδύει κυρίως σε μετοχές εταιρειών των Η.Π.Α. οι οποίες έχουν χαρακτηριστικά ανάπτυξης. Αναζητά συμπεριφορικές προκαταλήψεις των επενδυτών, οι οποίες αδρανοποιούν την αγορά ως προς νέες, θετικές πληροφορίες για κάποια εταιρεία. Αναλύει τις εταιρείες που έχουν ανακοινώσει πρόσφατα υψηλότερα κέρδη από τα αναμενόμενα και επιδιώκει να καθορίσει εάν η αξία της μετοχής της εταιρείας αντικατοπτρίζει πλήρως τις προσδοκίες για μελλοντικά κέρδη και ανάπτυξη.

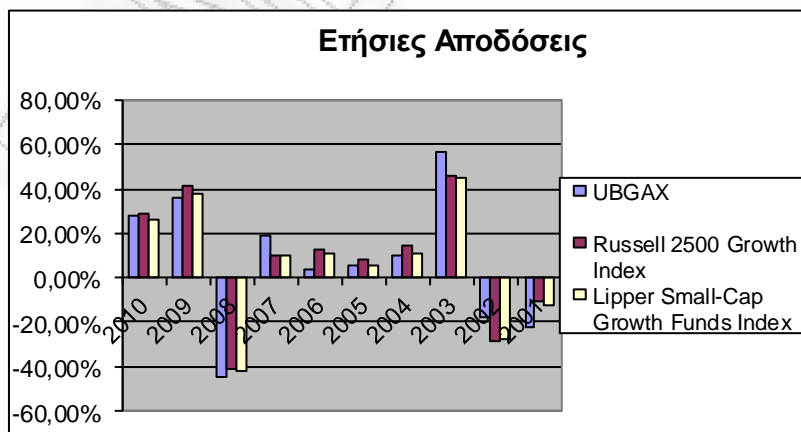
Διάγραμμα 29

31/10/2006 - 31/10/2011



Πηγή : www.bloomberg.com

Διάγραμμα 30



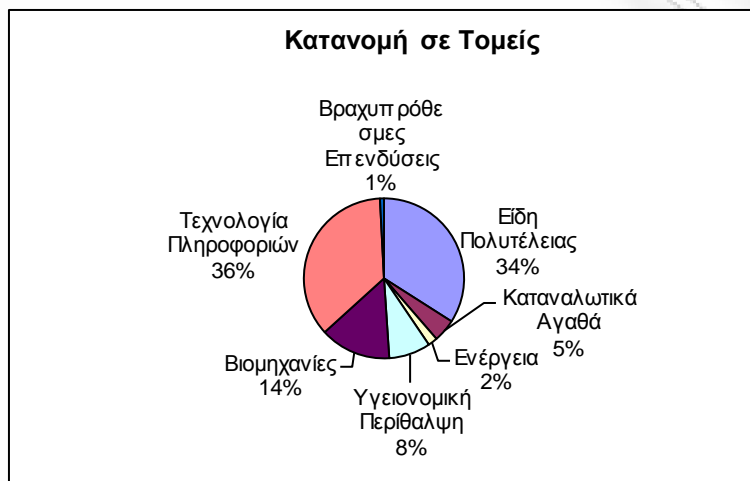
Πηγή : www.jpmorganfunds.com

Πίνακας 14

Κυριότερες Μετοχές	
Μετοχές	31,70% του Συνόλου
Ulta Salon Cosmetics & Fragrance Inc.	4,30%
Cepheid, Inc.	3,40%
TIBCO Software, Inc.	3,30%
IAC/InterActiveCorp	3,00%
RightNow Technologies, Inc.	3,00%
Polypore International, Inc.	3,00%
Sourcefire, Inc.	3,00%
Thoratec Corp.	3,00%
Tractor Supply Co.	2,90%
Genesco, Inc.	2,80%

Πηγή : www.jpmorganfunds.com

Διάγραμμα 31



Πηγή : www.jpmorganfunds.com

4.2.11 JPMorgan Investment Funds-Japan Behavioral Finance Equity

Όνομα: JPM INV-JAP BEHAVIOR F E-A€A

Εταιρεία: J.P. MORGAN

Ημερομηνία δημιουργίας: 03/04/07

Κωδικός: JPMJBAA

Κατηγορία: -

Morningstar Rating: 4.0

Δείκτης Αναφοράς: Tokyo Stock Price Index

Επενδυτικός Σκοπός:

Το A/K έχει στόχο τη μακροπρόθεσμη αύξηση του κεφαλαίου.

Διαχειριστής:

J.P. Morgan Asset Management

- Geoff Hoare – Αντιπρόεδρος της J.P. Morgan Asset Management. Εμπειρία στο Α/Κ από το 2007.
- Mark Davids – CFA, Διευθύνων Σύμβουλος της J.P. Morgan Asset Management. Εμπειρία στην εταιρεία από το 1997.

Στρατηγική:

Το Α/Κ επενδύει κυρίως σε εταιρείες της Ιαπωνίας οι οποίες κατέχουν τουλάχιστον το 67% του συνολικού ενεργητικού του υπό-Αμοιβαίου Κεφαλαίου (εξαιρώντας τα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα.).

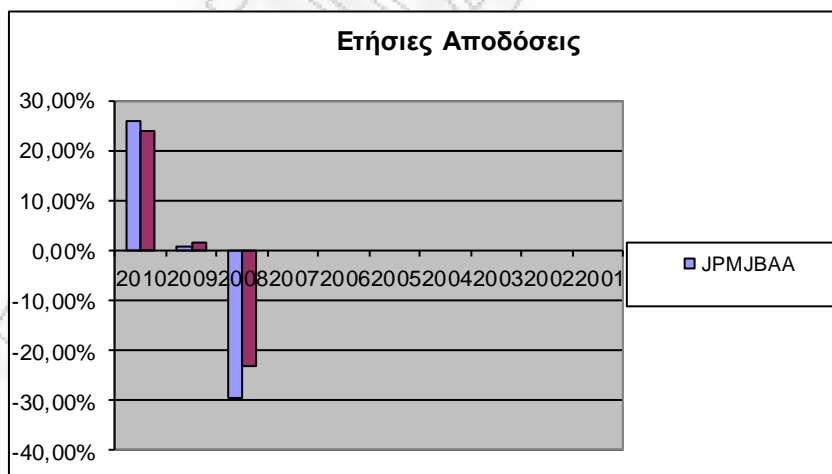
Διάγραμμα 32

03/04/2007 - 31/10/2011



Πηγή : www.bloomberg.com

Διάγραμμα 33



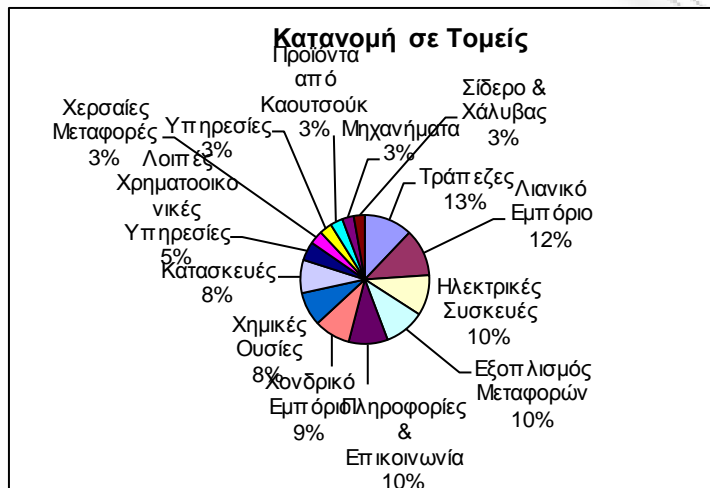
Πηγή : www.jpmorganfunds.com

Πίνακας 15

Κυριότερες Μετοχές	
Μετοχές	19,20% του Συνόλου
Mitsubishi UF J Financial	3,30%
Toyota Motor	2,40%
Nippon Telegraph & Telephone	2,30%
Sumitomo Mitsui Financial	1,90%
Canon	1,70%
Hitachi	1,60%
Mizuho Financial	1,60%
NTT DOCOMO	1,60%
KDDI	1,50%
Seven & I	1,30%

Πηγή : www.jpmorganfunds.com

Διάγραμμα 34



Πηγή : www.jpmorganfunds.com

4.2.12 Legg Mason Capital Management Value Trust

Όνομα: LEGG MASON VALUE TRUST-C

Εταιρεία: Legg Mason Global Asset Management

Ημερομηνία δημιουργίας: 16/04/82

Κωδικός: LMVTX

Κατηγορία: Large Blend

Morningstar Rating: 1.0

Δείκτης Αναφοράς: S&P500 Index

Επενδυτικός Σκοπός:

Το A/K στοχεύει στη μακροπρόθεσμη αύξηση του κεφαλαίου.

Διαχειριστής:

Legg Mason Global Asset Management – Legg Mason Capital Management

- Bill Miller – CFA, Πρόεδρος και Επικεφαλής Επενδύσεων της Legg Mason. Εμπειρία στη βιομηχανία από το 1982.
- Sam Peters – CFA, Υπεύθυνος της Ερευνητικής Ομάδας της Legg Mason. Εμπειρία στη βιομηχανία από το 1992.
- Mary Chris Gay – Διαχειρίστρια Κεφαλαίων της Legg Mason. Εμπειρία στη βιομηχανία από το 1988.

Στρατηγική:

Το Α/Κ επενδύει κυρίως σε μετοχές εταιρειών μεγάλης κεφαλαιοποίησης που πωλούνται σημαντικά κάτω από την αναμενόμενη τιμή εξαιτίας της αναποτελεσματικότητας της αγοράς ή της αβεβαιότητας που υπάρχει σχετικά με τις συγκεκριμένες εταιρείες. Το Α/Κ στοχεύει σε εταιρείες οποιουδήποτε μεγέθους κεφαλαιοποίησης και μπορεί να επενδύσει πάνω από το 25% της συνολικής καθαρής αξίας του ενεργητικού σε χρεωστικούς τίτλους. Οι διαχειριστές του Α/Κ προσπαθούν να εντοπίσουν μετοχές οι οποίες είναι υποτιμημένες για την αξία τους.

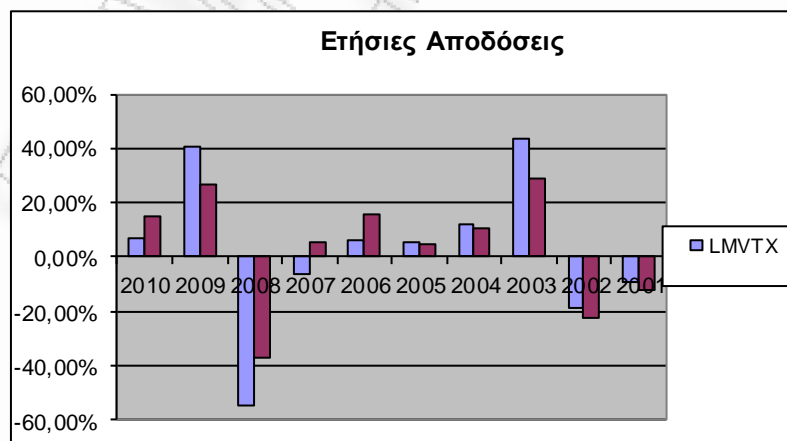
Διάγραμμα 35

31/10/2006 - 31/10/2011



Πηγή : www.bloomberg.com

Διάγραμμα 36



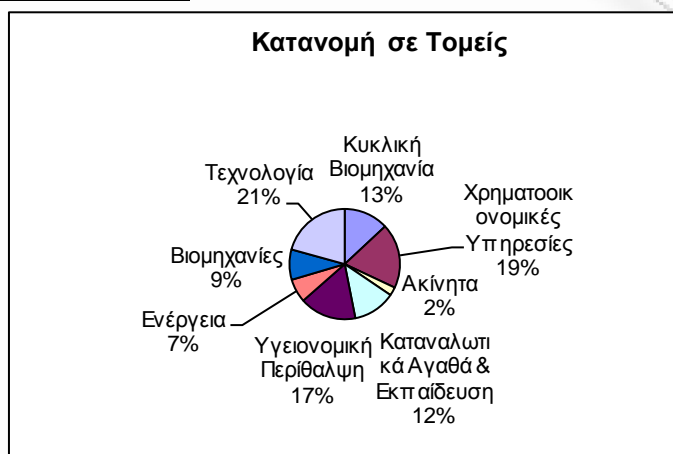
Πηγή : www.leggmason.com

Πίνακας 16

Κυριότερες Μετοχές	
Μετοχές	30,78% του Συνόλου
Transocean Ltd Co.	3,98%
The AES Corporation	3,77%
Sears Holdings Corporation	3,74%
Apple Inc.	3,51%
Microsoft Corporation	3,24%
Cisco Systems, Inc.	3,17%
Hewlwt-Packard Company	3,15%
Aetna Inc.	3,12%
CA Inc.	3,10%

Πηγή : finance.yahoo.com

Διάγραμμα 37



Πηγή : finance.yahoo.com

4.2.13 LSV Value Equity Fund

Όνομα: LSV VALUE EQUITY FUND

Εταιρεία: LSV Asset Management

Ημερομηνία δημιουργίας: 31/03/99

Κωδικός: LSVEX

Κατηγορία: Large Value

Morningstar Rating: 2.0

Δείκτης Αναφοράς: Russell 1000 Value Index

Επενδυτικός Σκοπός:

Το Α/Κ στοχεύει στην μακροπρόθεσμη αύξηση του κεφαλαίου.

Διαχειριστής:

LSV Asset Management

- Josef Lakonishok – Συνιδρυτής, Διευθύνων Σύμβουλος και Επικεφαλής Επενδύσεων της LSV. Εμπειρία στο Α/Κ από το 1999.
- Menno Vermeulen - CFA, Συνέταιρος και Ανώτατος Ποσοτικός Αναλυτής της LSV. Εμπειρία στο Α/Κ από το 1999.
- Puneet Mansharamani - CFA, Συνέταιρος και Ανώτατος Ποσοτικός Αναλυτής της LSV. Εμπειρία στο Α/Κ από το 2006.

Στρατηγική:

Το Α/Κ επενδύει κυρίως σε μετοχικούς τίτλους. Κατά την επιλογή των τίτλων για το Α/Κ, η LSV Asset Management επικεντρώνεται σε μεσαίες και μεγάλες εταιρείες των Η.Π.Α. (1 δις. δολάρια κεφαλαιοποίησης ή και περισσότερο κατά τη στιγμή της αγοράς) των οποίων οι τίτλοι, κατά την γνώμη των διαχειριστών, είναι υποτιμημένοι στη χρονική περίοδο που γίνεται η αγορά και έχουν δυνατότητες για βραχυπρόθεσμη ανατίμηση. Το Α/Κ μπορεί επίσης να επενδύσει, σε μικρότερο βαθμό, σε κοινές μετοχές υποτιμημένων εταιρειών μικρής κεφαλαιοποίησης (μεταξύ 500 εκατ. και 1 δις δολαρίων). Η LSV πιστεύει ότι αυτοί οι τίτλοι θα έχουν αυξημένες αποδόσεις στο μέλλον εάν η ανάπτυξη τους υπερβεί τις χαμηλές προσδοκίες της αγοράς. Το Α/Κ αναμένει να είναι πλήρως επενδυμένο στους παραπάνω τίτλους όσο είναι εφικτό, αλλά σε κάθε περίπτωση υπό κανονικές συνθήκες, τουλάχιστον το 80% του καθαρού ενεργητικού θα επενδυθεί σε μετοχικούς τίτλους.

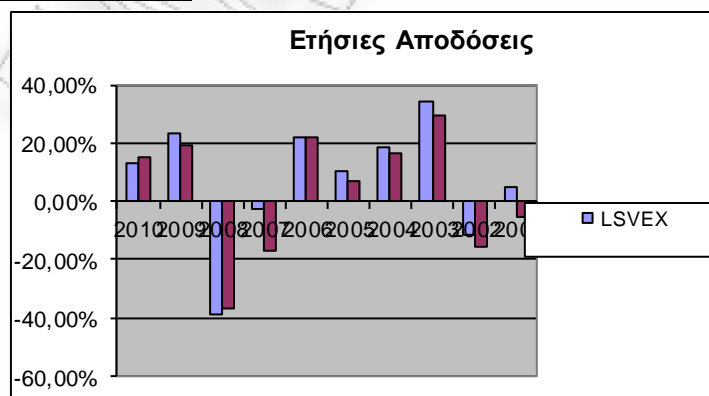
Διάγραμμα 38

31/10/2006 - 31/10/2011



Πηγή : www.bloomberg.com

Διάγραμμα 39



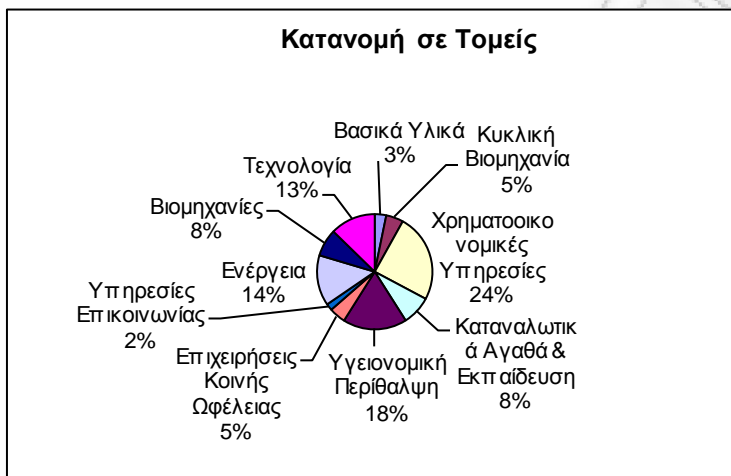
Πηγή : www.lsvasset.com

Πίνακας 17

Κυριότερες Μετοχές	
Μετοχές	37,16% του Συνόλου
Pfizer, Inc. Common Stock	11,77%
Chevron Corporation Common Stock	9,91%
JP Morgan Chase & Co. Common Stock	5,87%
Exxon Mobil Corporation Common	3,56%
Intel Corporation Common	3,17%
AT&T Inc.	2,88%

Πηγή : finance.yahoo.com

Διάγραμμα 40



Πηγή : finance.yahoo.com

4.2.14 LSV Conservative Core Equity Fund

Όνομα: LSV CONSERVATIVE CORE EQUITY

Εταιρεία: LSV Asset Management

Ημερομηνία δημιουργίας: 22/05/07

Κωδικός: LSVPX

Κατηγορία: Large Value

Morningstar Rating: 4.0

Δείκτης Αναφοράς: S&P500 Index

Επενδυτικός Σκοπός:

Το Α/Κ έχει στόχο την μακροπρόθεσμη αύξηση του κεφαλαίου.

Διαχειριστής:

LSV Asset Management

- Josef Lakonishok – Συνιδρυτής, Διευθύνων Σύμβουλος και Επικεφαλής Επενδύσεων της LSV. Εμπειρία στο Α/Κ από το 1999.
- Menno Vermeulen - CFA, Συνέταιρος και Ανώτατος Ποσοτικός Αναλυτής της LSV. Εμπειρία στο Α/Κ από το 1999.
- Puneet Mansharamani - CFA, Συνέταιρος και Ανώτατος Ποσοτικός Αναλυτής της LSV. Εμπειρία στο Α/Κ από το 2006.

Στρατηγική:

Το Α/Κ επενδύει κυρίως σε μετοχικούς τίτλους. Κατά την επιλογή των τίτλων, η LSV Asset Management επικεντρώνεται σε εταιρείες μεγάλης και μεσαίας κεφαλαιοποίησης των ΗΠΑ (1 δις. δολάρια κεφαλαιοποίηση ή και περισσότερο κατά τη στιγμή της αγοράς) των οποίων οι τίτλοι, κατά την γνώμη της LSV, είναι υποτιμημένοι στην αγορά. Η LSV πιστεύει ότι αυτοί οι τίτλοι θα έχουν αυξημένες αποδόσεις στο μέλλον, εάν η ανάπτυξη τους υπερβεί τις χαμηλές προσδοκίες της αγοράς. Το Α/Κ αναμένει να είναι πλήρως επενδυμένο στους παραπάνω τίτλους όσο είναι εφικτό, αλλά σε κάθε περίπτωση υπό κανονικές συνθήκες, τουλάχιστον το 80% του καθαρού ενεργητικού θα επενδυθεί σε μετοχικούς τίτλους.

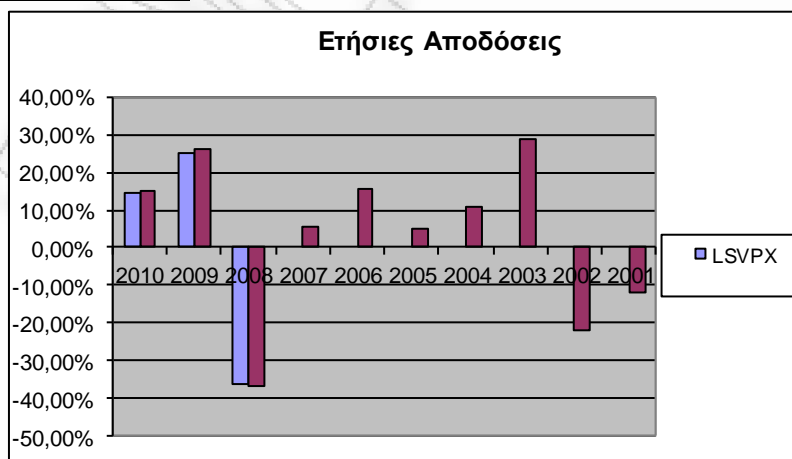
Διάγραμμα 41

22/05/07 - 31/10/2011



Πηγή : www.bloomberg.com

Διάγραμμα 42



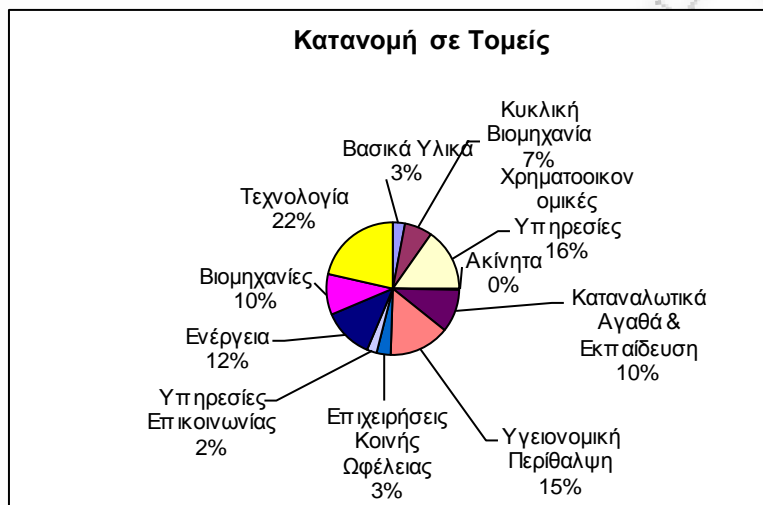
Πηγή : www.lsvasset.com

Πίνακας 18

Κυριότερες Μετοχές	
Μετοχές	27,6% του Συνόλου
Exxon Mobil Corporation	11,32%
Chevron Corporation	4,87%
AT&T Inc.	4,04%
Apple Inc.	2,87%
Microsoft Corporation	2,52%
Pfizer Inc.	1,98%

Πηγή : finance.yahoo.com

Διάγραμμα 43



Πηγή : finance.yahoo.com

4.2.15 LSV Conservative Value Equity Fund

Όνομα: LSV CONSERVATIVE VALUE EQUITY

Εταιρεία: LSV Asset Management

Ημερομηνία δημιουργίας: 30/03/07

Κωδικός: LSVVX

Κατηγορία: Large Value

Morningstar Rating: 2.0

Δείκτης Αναφοράς: Russell 1000 Value Index

Επενδυτικός Σκοπός:

Το A/K έχει στόχο τη μακροπρόθεσμη αύξηση του κεφαλαίου.

Διαχειριστής:

LSV Asset Management

- Josef Lakonishok – Συνιδρυτής, Διευθύνων Σύμβουλος και Επικεφαλής Επενδύσεων της LSV. Εμπειρία στο A/K από το 1999.

- Menno Vermeulen - CFA, Συνέταρος και Ανώτατος Ποσοτικός Αναλυτής της LSV. Εμπειρία στο Α/Κ από το 1999.
- Puneet Mansharamani - CFA, Συνέταρος και Ανώτατος Ποσοτικός Αναλυτής της LSV. Εμπειρία στο Α/Κ από το 2006.

Στρατηγική:

Το Α/Κ επενδύει κυρίως σε μετοχικούς τίτλους. Κατά την επιλογή των τίτλων, η LSV Asset Management επικεντρώνεται σε εταιρείες μεγάλης και μεσαίας κεφαλαιοποίησης των ΗΠΑ (1 δις. δολάρια κεφαλαιοποίησης ή και περισσότερο κατά τη στιγμή της αγοράς) των οποίων οι τίτλοι, κατά την γνώμη της LSV, είναι υποτιμημένοι στην αγορά. Η LSV πιστεύει ότι αυτοί οι τίτλοι θα έχουν αυξημένες αποδόσεις στο μέλλον εάν η ανάπτυξη τους υπερβεί τις χαμηλές προσδοκίες της αγοράς. Το Α/Κ αναμένει να είναι πλήρως επενδυμένο στους παραπάνω τίτλους όσο είναι εφικτό, αλλά σε κάθε περίπτωση υπό κανονικές συνθήκες, τουλάχιστον το 80% του καθαρού ενεργητικού θα επενδυθεί σε μετοχικούς τίτλους.

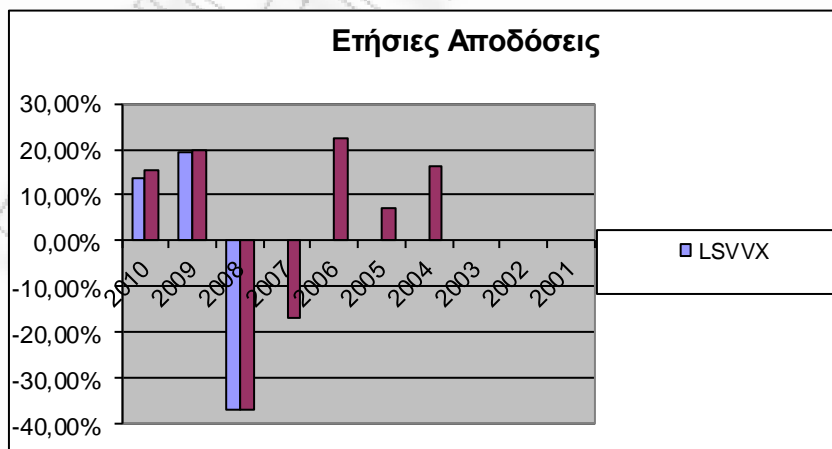
Διάγραμμα 44

30/03/2007 - 31/10/2011



Πηγή : www.bloomberg.com

Διάγραμμα 45



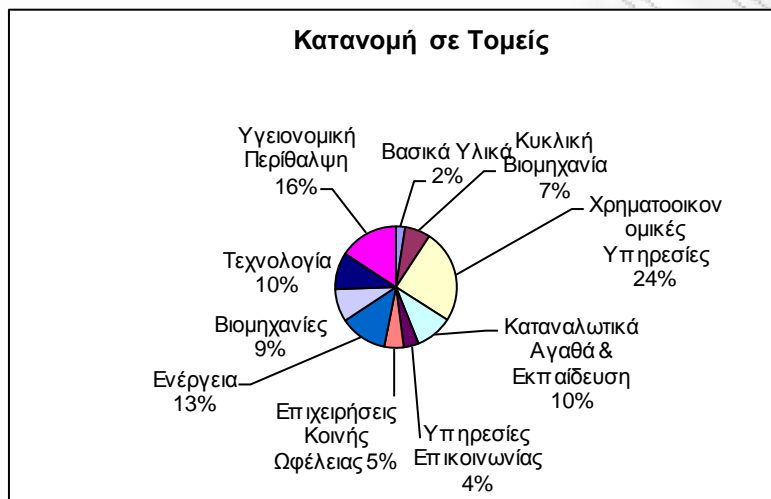
Πηγή : www.lsvasset.com

Πίνακας 19

Κυριότερες Μετοχές	
Μετοχές	35,65% του Συνόλου
Exxon Mobil Corporation	9,80%
Pfizer, Inc.	9,28%
Chevron Corporation	7,35%
AT&T Inc.	6,04%
JP Morgan Chase & Co.	3,18%

Πηγή : finance.yahoo.com

Διάγραμμα 46



Πηγή : finance.yahoo.com

4.2.16 LGT Equity Fund Global Sector Trends USD

Όνομα: LGT EQ FD GL SEC TRND USD-B

Εταιρεία: LGT Bank in Liechtenstein Ltd.

Ημερομηνία δημιουργίας: 31/03/1999

Κωδικός: LGTEQGS

Κατηγορία: Large

Morningstar Rating: -

Δείκτης Αναφοράς: MSCI World

Επενδυτικός Σκοπός:

Το A/K στοχεύει να εντοπίσει και να αξιοποιήσει τις τάσεις της αγοράς σε πρώιμο στάδιο.

Διαχειριστής:
LGT Capital Management

- Beat Lenherr – CFA, Μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου της LGT Capital Management. Εμπειρία στο Α/Κ από το 2011.

Στρατηγική:

Το Α/Κ επικεντρώνεται σε μετοχές και επενδύει κυρίως σε εταιρείες που λειτουργούν σε όλον τον κόσμο. Η διαδικασία της επένδυσης και της διαχείρισης του χαρτοφυλακίου είναι κυρίως βασισμένη στη φιλοσοφία της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.

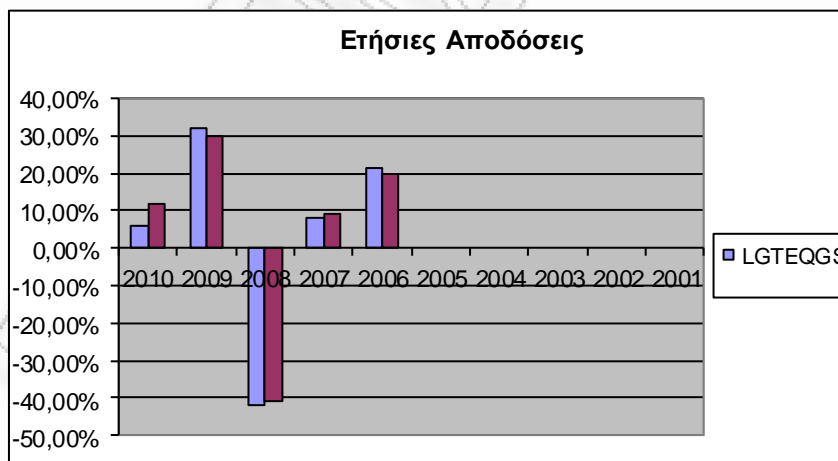
Διάγραμμα 47

31/10/2006 - 31/10/2011



Πηγή : www.bloomberg.com

Διάγραμμα 48



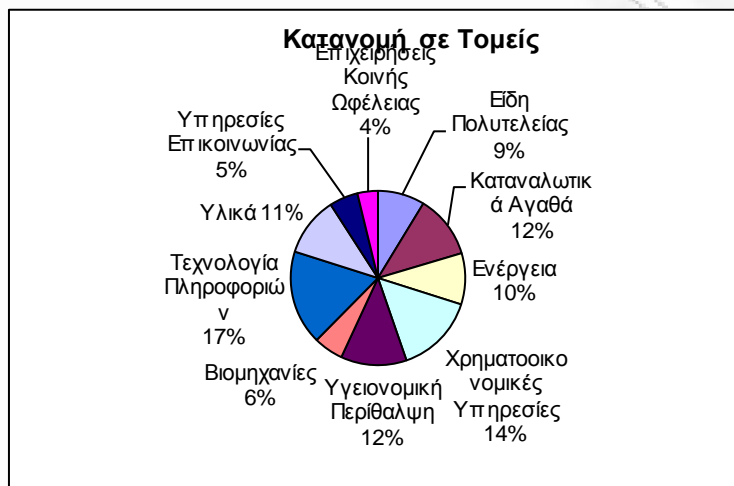
Πηγή : www.lgt.com

Πίνακας 20

Κυριότερες Μετοχές	
Μετοχές	19,3% του Συνόλου
Apple Inc	2,30%
Merck & Co. Inc.	2,20%
AT&T Inc.	2,20%
Johnson & Johnson	1,90%
Pfizer Inc.	1,90%
Duke Energy Corp.	1,90%
GlaxoSmithKline PLC	1,80%
Microsoft Corp.	1,70%
American Express Co	1,70%
Wells Fargo & Co.	1,70%

Πηγή : www.lgt.com

Διάγραμμα 49



Πηγή : www.lgt.com

4.2.17 Virtus Value Equity Fund

Όνομα: VIRTUS VALUE EQUITY FUND

Εταιρεία: Virtus Investment Partners

Ημερομηνία δημιουργίας: 11/02/1999

Κωδικός: HIEZX

Κατηγορία: Large Value

Morningstar Rating: 3.0

Δείκτης Αναφοράς: Russell 1000 Value Index

Επενδυτικός Σκοπός:

Το A/K στοχεύει στην ανατίμηση του κεφαλαίου και του τρέχοντος εισοδήματος.

Διαχειριστής:

Harris Investment Management

- Daniel L. Sido – Συνέταιρος και Διευθύνων Σύμβουλος της Harris Investment Management. 23 χρόνια εμπειρίας στη βιομηχανία και 17 χρόνια στην εταιρεία.

Στρατηγική:

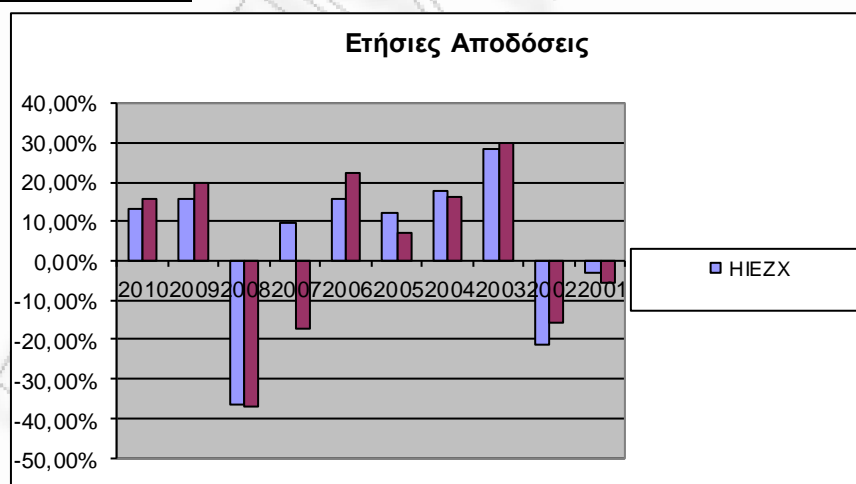
Το Α/Κ επενδύει σε εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης, χρησιμοποιώντας μια συστηματική διαδικασία εστίασης στις θεμελιώδεις αρχές, στο ενδιαφέρον των επενδυτών και στις αποτιμήσεις. Υπό κανονικές συνθήκες, το κεφάλαιο επενδύει τουλάχιστον το 80% του ενεργητικού του σε κοινές μετοχές. Αυτές οι μετοχές αφορούν γενικά τις εταιρείες με κεφαλαιοποίηση που ξεπερνά το 1 δις.

Διάγραμμα 50



Πηγή : www.bloomberg.com

Διάγραμμα 51



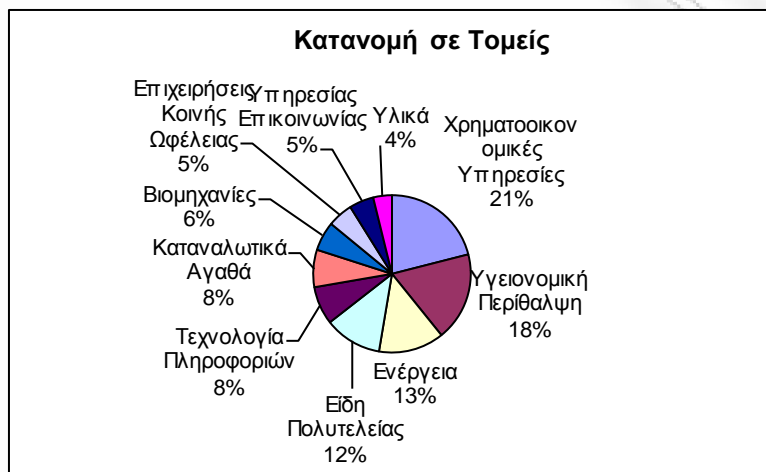
Πηγή : www.virus.com

Πίνακας 21

Κυριότερες Μετοχές	
Μετοχές	28,47% του Συνόλου
Chevron Corp.	4,70%
Verizon Communications Inc.	3,52%
ConocoPhillips	3,31%
Wells Fargo & Co.	2,78%
UnitedHealth Group Inc.	2,62%
Eli Lilly & Co.	2,59%
Exxon Mobil Corp.	2,48%
Pfizer Inc.	2,24%
Humana Inc.	2,20%
Forest Laboratories Inc.	2,03%

Πηγή : finance.yahoo.com

Διάγραμμα 52



Πηγή : finance.yahoo.com

4.2.18 Degroof – Equities EMU Behavioral Value

Όνομα: DEGROOF-EQ EMU BEHAV VL-BENA

Εταιρεία: DEGROOF BANK

Ημερομηνία δημιουργίας: 02/10/01

Κωδικός: OSI9180

Κατηγορία: Value

Morningstar Rating: -

Δείκτης Αναφοράς: MSCI EMU

Επενδυτικός Σκοπός:

Το A/K έχει σαν στόχο να παρέχει όσο το δυνατόν υψηλότερη συνολική απόδοση.

Διαχειριστής:
Degroof Fund Management Company

- Philippe Deneef - Πρόεδρος της Εκτελεστικής Επιτροπής της Degroof Fund Management Company. Η εμπειρία στο Α/Κ είναι 10 χρόνια.

Στρατηγική:

Το Α/Κ επενδύει αποκλειστικά σε μετοχές εταιρειών που είναι μέλη της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης, οι οποίες θεωρούνται υποτιμημένες για την μελλοντική τους ανάπτυξη και παρουσιάζουν μια καλή δυναμική. Το Α/Κ προσπαθεί να μειώσει τον κίνδυνο επενδύοντας σε πολλούς διαφορετικούς τομείς.

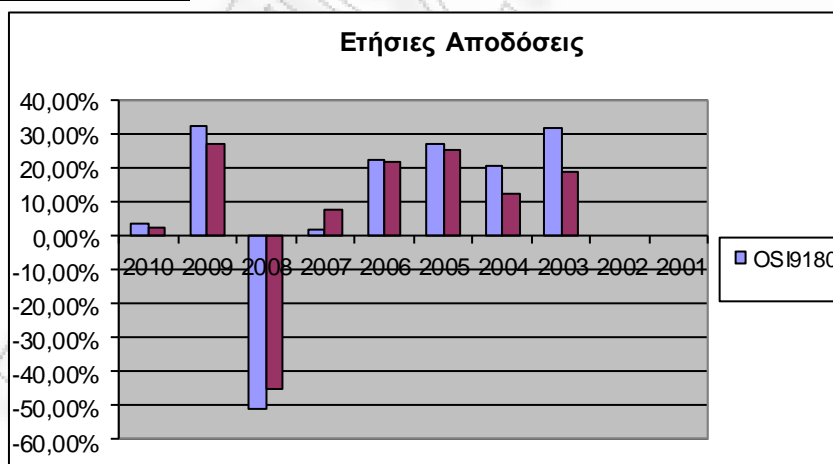
Διάγραμμα 53

31/10/2006 - 31/10/2011



Πηγή : www.bloomberg.com

Διάγραμμα 54



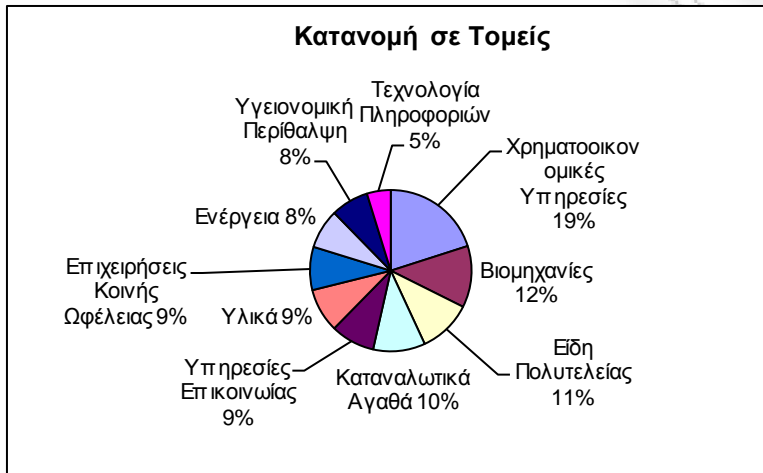
Πηγή : www.degroof.be

Πίνακας 22

Κυριότερες Μετοχές	
Μετοχές	25,10% του Συνόλου
Total Sa	3,76%
Sanofi	3,45%
Deutsche Telekom AG-Nominative	2,55%
France Telecom	2,43%
E.ON AG	2,36%
GDF SUEZ	2,27%
ENI SPA	2,20%
Allianz AG-Registered	2,05%
BNP Paribas	2,03%
ENEL AZ	2,00%

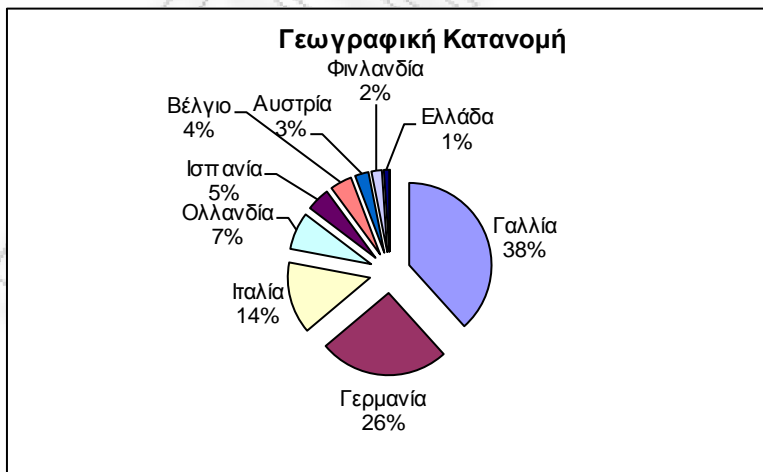
Πηγή : www.degroof.be

Διάγραμμα 55



Πηγή : www.degroof.be

Διάγραμμα 56



Πηγή : www.degroof.be

4.2.19 Degroof – Equities Behavioral Flexible

Όνομα: DEGROOF-EQ EMU BEHAVIOR FL-A

Εταιρεία: DEGROOF BANK

Ημερομηνία δημιουργίας: 29/11/07

Κωδικός: DEGEMUA

Κατηγορία: Blend

Morningstar Rating: -

Δείκτης Αναφοράς: MSCI EMU

Επενδυτικός Σκοπός:

Το Α/Κ έχει σαν στόχο να παρέχει όσο το δυνατόν υψηλότερη συνολική απόδοση.

Διαχειριστής:

Degroof Fund Management Company

- Anh Nguyen - Ph.D., Επικεφαλής Διαχειριστών Κεφαλαίων της Degroof Fund Management Company. Διαχειρίζεται το Α/Κ από το 2011.

Στρατηγική:

Το Α/Κ επενδύει με έναν ευέλικτο τρόπο και με διάφορα κριτήρια επιλογής, βασιζόμενα στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, σε μετοχές εταιρειών που βρίσκονται σε κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης.

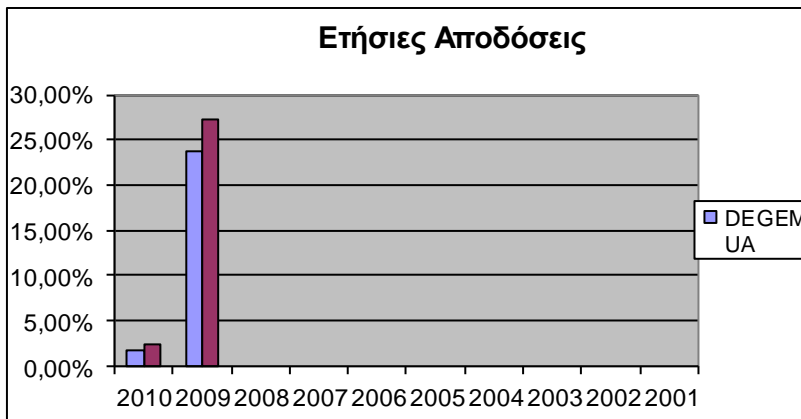
Διάγραμμα 57

29/11/2007 - 31/10/2011



Πηγή : www.bloomberg.com

Διάγραμμα 58



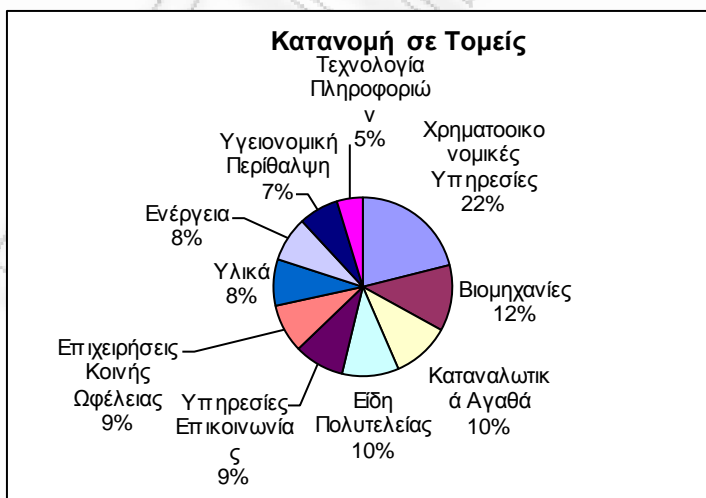
Πηγή : www.degroof.be

Πίνακας 23

Κυριότερες Μετοχές	
Μετοχές	23,76% του Συνόλου
Total Sa	2,84%
Sanofi	2,81%
Volkswagen AG	2,62%
ENEL AZ	2,47%
Banco Santander SA	
REG	2,40%
GDF SUEZ	2,35%
Unilever NV-CF VORN	2,19%
Allianz AG-Registered	2,15%
Basf SE	2,03%
Bouygues	1,90%

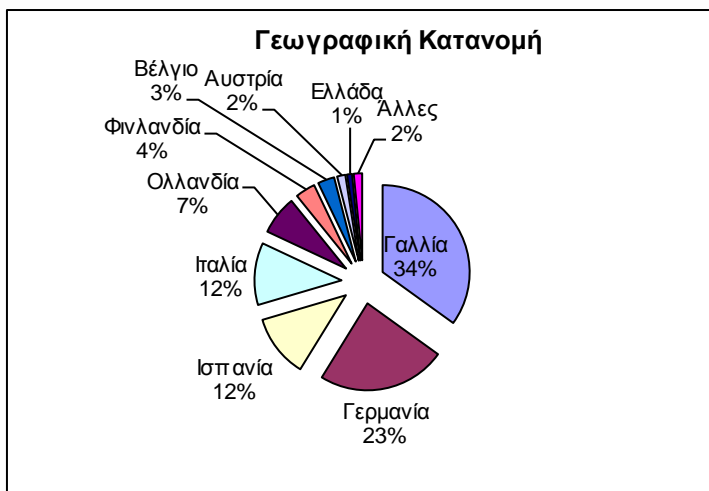
Πηγή : www.degroof.be

Διάγραμμα 59



Πηγή : www.degroof.be

Διάγραμμα 60



Πηγή : www.degroof.be

4.2.20 Degroof DBI-RDT – EMU Behavioral Value

Όνομα: DEGROOF DBI-RDT-EMU BEHAV-D

Εταιρεία: DEGROOF BANK

Ημερομηνία δημιουργίας: 21/08/06

Κωδικός: DEEMUBV

Κατηγορία: Value

Morningstar Rating: -

Δείκτης Αναφοράς: -

Επενδυτικός Σκοπός:

Το Α/Κ έχει σαν στόχο να παρέχει όσο το δυνατόν υψηλότερη συνολική απόδοση.

Διαχειριστής:

Degroof Fund Management Company

Στρατηγική:

Το Α/Κ επενδύει με ιδιαίτερη έμφαση σε μετοχές ευρωπαϊκών εταιρειών που βρίσκονται στα κράτη-μέλη της Ο.Ν.Ε. Επενδύει σε μετοχές οι οποίες θεωρούνται υποτιμημένες με βάση τα πιθανά μελλοντικά τους κέρδη ή έχουν καλή δυναμική, διατηρώντας πάντα μειωμένο κίνδυνο.

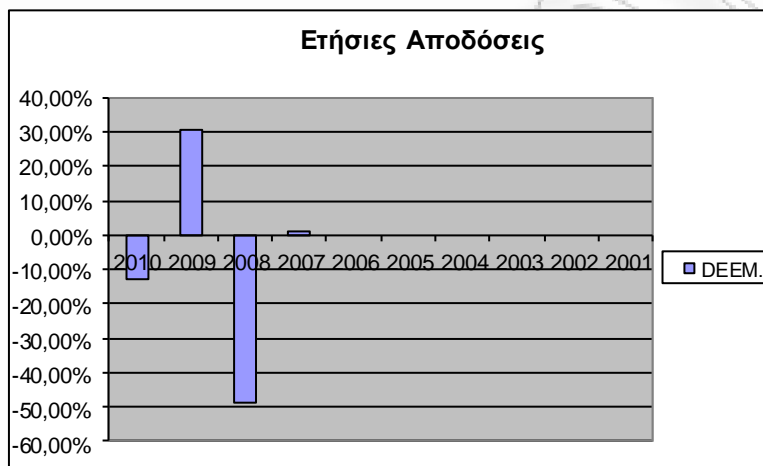
Διάγραμμα 61

31/10/2006 - 31/10/2011



Πηγή : www.bloomberg.com

Διάγραμμα 62



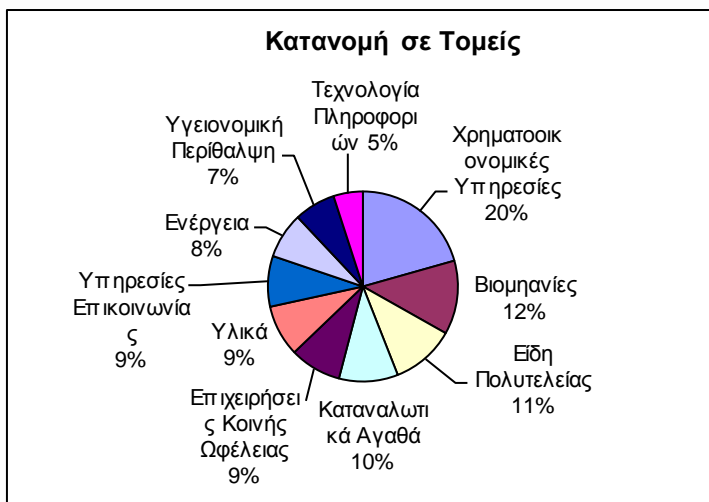
Πηγή : www.degroof.be

Πίνακας 24

Κυριότερες Μετοχές	
Μετοχές	26,31% του Συνόλου
Total Sa	4,09%
Sanofi	3,75%
GDF SUEZ	2,58%
Deutsche Telekom AG-Nominative	2,54%
France Telecom	2,50%
E. ON AG	2,40%
AXA	2,26%
ENI SPA	2,20%
ENEL AZ	2,15%
Deutsche Bank- Nominee	1,84%

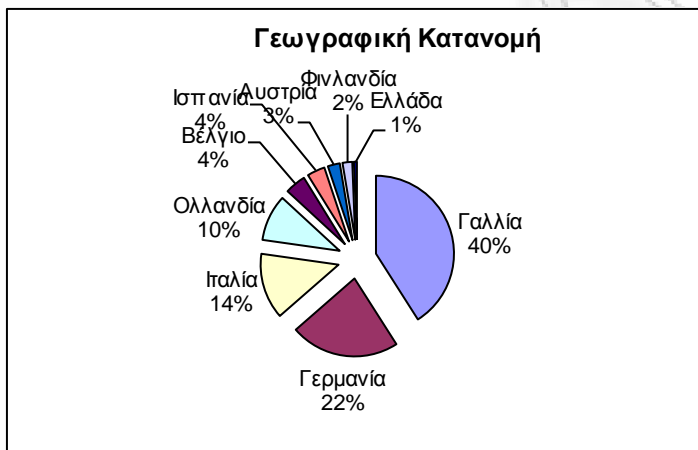
Πηγή : www.degroof.be

Διάγραμμα 63



Πηγή : www.degroof.be

Διάγραμμα 64



Πηγή : www.degroof.be

4.2.21 Degroof – Equities Europe Behavioral Flexible

Όνομα: DEGROOF-EQ EUR BEHAV FLEX-A

Εταιρεία: DEGROOF BANK

Ημερομηνία δημιουργίας: 29/11/07

Κωδικός: DEGEUFA

Κατηγορία: Blend

Morningstar Rating: -

Δείκτης Αναφοράς: MSCI Europe

Επενδυτικός Σκοπός:

Το A/K έχει σαν στόχο να παρέχει όσο το δυνατόν υψηλότερη συνολική απόδοση.

Διαχειριστής:

Degroof Fund Management Company

- Anh Nguyen - Ph.D., Επικεφαλής Διαχειριστών Κεφαλαίων της Degroof Fund Management Company. Διαχειρίζεται το Α/Κ από το 2011.

Στρατηγική:

Το Α/Κ επενδύει με έναν ευέλικτο τρόπο και με διάφορα κριτήρια, βασιζόμενα στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, σε μετοχές ευρωπαϊκών μετοχών. Επίσης μπορεί να επενδύσει σε δικαιώματα αγοράς μετοχών (warrants) και σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures).

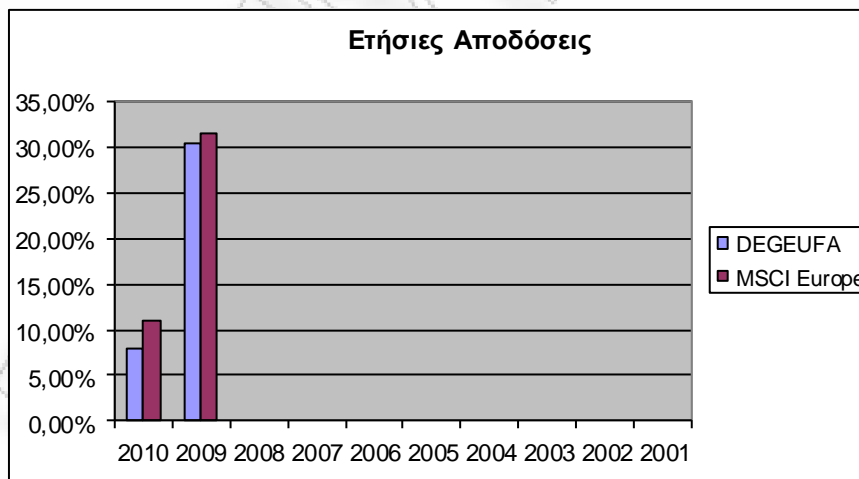
Διάγραμμα 65

29/11/2007 - 31/10/2011



Πηγή : www.bloomberg.com

Διάγραμμα 66



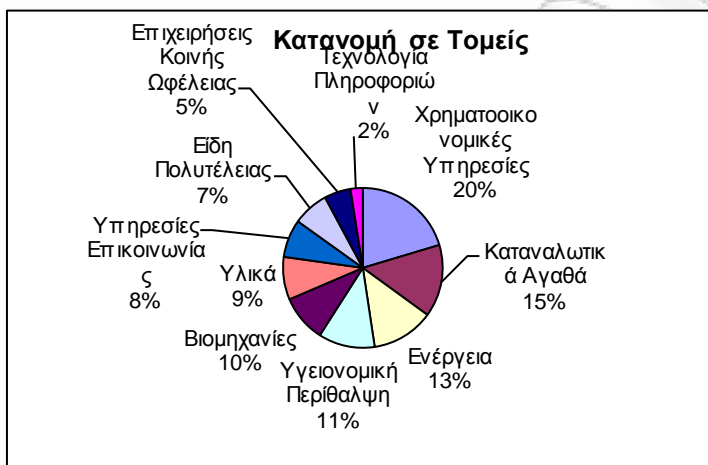
Πηγή : www.degroof.be

Πίνακας 25

Κυριότερες Μετοχές	
Μετοχές	16,99% του Συνόλου
Novartis-Registered	2,71%
Royal Dutch Shell PLC	2,05%
Total SA	1,83%
Nestle-Registered	1,80%
Sanofi	1,80%
Vodafone Group PLC-NEW	1,68%
BP PLC	1,64%
Bayer AG NA	1,19%
Banco Santander SA REG	1,16%
BNP Paribas	1,13%

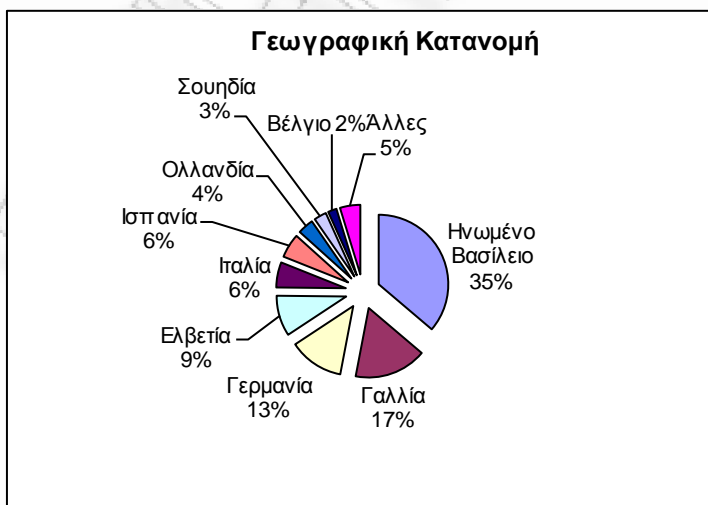
Πηγή : www.degroof.be

Διάγραμμα 67



Πηγή : www.degroof.be

Διάγραμμα 68



Πηγή : www.degroof.be

4.2.2 Degroof – Equities US Behavioral Flexible

Όνομα: DEGROOF-EQ US BEHAV FLEX-A

Εταιρεία: DEGROOF BANK

Ημερομηνία δημιουργίας: 29/11/07

Κωδικός: DEGUSBA

Κατηγορία: Blend

Morningstar Rating: -

Δείκτης Αναφοράς: MSCI USA

Επενδυτικός Σκοπός:

Το Α/Κ έχει σαν στόχο να παρέχει όσο το δυνατόν υψηλότερη συνολική απόδοση.

Διαχειριστής:

Degroof Fund Management Company

- Anh Nguyen - Ph.D., Επικεφαλής Διαχειριστών Κεφαλαίων της Degroof Fund Management Company. Διαχειρίζεται το Α/Κ από το 2011.

Στρατηγική:

Το Α/Κ επενδύει με έναν ευέλικτο τρόπο και με διάφορα κριτήρια, βασιζόμενα στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, σε μετοχές της Αμερικής. Επίσης μπορεί να επενδύσει σε δικαιώματα αγοράς μετοχών (warrants).

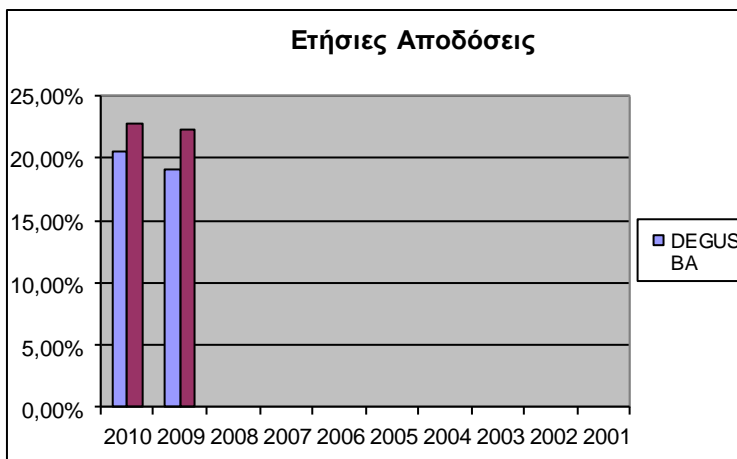
Διάγραμμα 69

29/11/2007 - 31/10/2011



Πηγή : www.bloomberg.com

Διάγραμμα 70



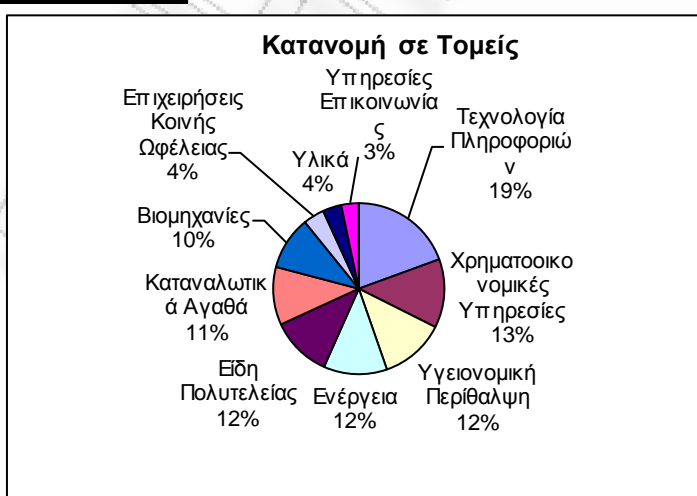
Πηγή : www.degroof.be

Πίνακας 26

Κυριότερες Μετοχές	
Μετοχές	38,43% του Συνόλου
General Electric	4,89%
Exxon Mobil Corp.	4,54%
JPMorgan Chase & Co.	4,45%
IBM International Business Machines	4,12%
Chevron Corp.	3,96%
Microsoft Corp.	3,83%
Hewlett-Packard CY	3,70%
Philip Morris International Inc.	3,34%
Duke Energy Corp.	2,91%
Time Warner Inc.	2,69%

Πηγή : www.degroof.be

Διάγραμμα 71



Πηγή : www.degroof.be

4.2.23 Degroof – Equities Small Cap Europe Active

Όνομα: DEGROOF EQ SM CP EURP BV-BC

Εταιρεία: DEGROOF BANK

Ημερομηνία δημιουργίας: 19/02/99

Κωδικός: ESPESCA

Κατηγορία: Small-cap

Morningstar Rating: -

Δείκτης Αναφοράς: MSCI Small Cap Europe

Επενδυτικός Σκοπός:

Το Α/Κ στοχεύει στην μακροπρόθεσμη αύξηση του κεφαλαίου.

Διαχειριστής:

Degroof Fund Management Company

- Carl Van Nieuwerburgh – CFA., Επικεφαλής της Ομάδας Ποσοτικής Έρευνας της Degroof Fund Management Company. Εμπειρία στην εταιρεία από το 2004.

Στρατηγική:

Το Α/Κ επενδύει κυρίως σε μετοχές εταιρειών που αποτελούν το δείκτη αναφοράς MSCI Small Cap Europe και σε άλλες μετοχές της Ευρώπης των οποίων οι εταιρείες έχουν κεφαλαιοποίηση μικρότερη από 5 δις ευρώ. Το Α/Κ δεν θα επενδύσει περισσότερο από το 10% του καθαρού ενεργητικού του σε μετοχές ή δικαιώματα συμμετοχής σε UCITS και CIUs. Το ποσοστό του καθαρού ενεργητικού που μπορεί να επενδυθεί άμεσα ή έμμεσα (μέσω CIU) σε χρεόγραφα, δεν μπορεί να ανέρχεται περισσότερο από 15%.

Διάγραμμα 72

31/10/2006 - 31/10/2011



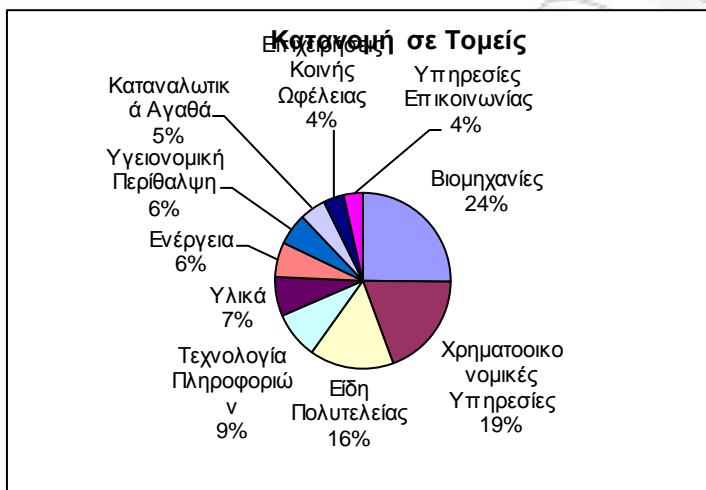
Πηγή : www.bloomberg.com

Πίνακας 27

Κυριότερες Μετοχές	
Μετοχές	15,84% του Συνόλου
Shanks Group PLC	1,82%
Daily Mail Gener. TRT Reeks- PLC	1,70%
Construcciones Auxiliar Ferrocarril	1,64%
Investments AB Kinnevik	1,58%
United Business Media PLC	1,55%
Balfour Beatty PLC	1,54%
Bilfinger & Berger SE	1,53%
Meda AB-A	1,50%
Scor SE ACT. PROV. REGPT.	1,50%
Rexam PLC	1,48%

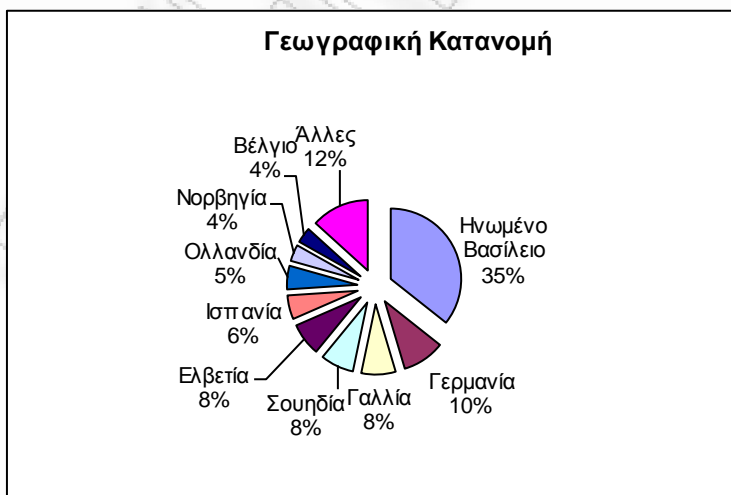
Πηγή : www.degroof.be

Διάγραμμα 73



Πηγή : www.degroof.be

Διάγραμμα 74



Πηγή : www.degroof.be

4.2.24 Degroof – Equities US Behavioral Value

Όνομα: DEGROOF-EQUITIES US-BENELX A

Εταιρεία: DEGROOF BANK

Ημερομηνία δημιουργίας: 30/01/04

Κωδικός: OSEUSBV

Κατηγορία: Value

Morningstar Rating: -

Δείκτης Αναφοράς: MSCI USA

Επενδυτικός Σκοπός:

Το Α/Κ έχει σαν στόχο να παρέχει όσο το δυνατόν υψηλότερη συνολική απόδοση.

Διαχειριστής:

Degroof Fund Management Company

Στρατηγική:

Το Α/Κ επενδύει κυρίως σε μετοχές εταιρειών της Αμερικής οι οποίες θεωρούνται υποτιμημένες για τα μελλοντικά κέρδη τους ή έχουν καλή δυναμική. Προσπαθεί να μειώσει τον κίνδυνο κάνοντας διασπορά χαρτοφυλακίου.

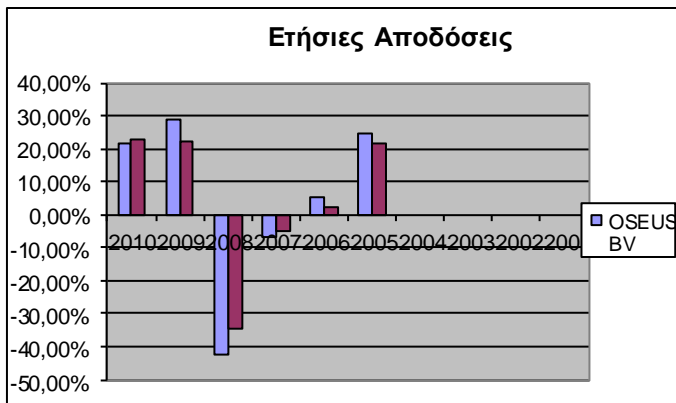
Διάγραμμα 75

31/10/2006 - 31/10/2011



Πηγή : www.bloomberg.com

Διάγραμμα 76



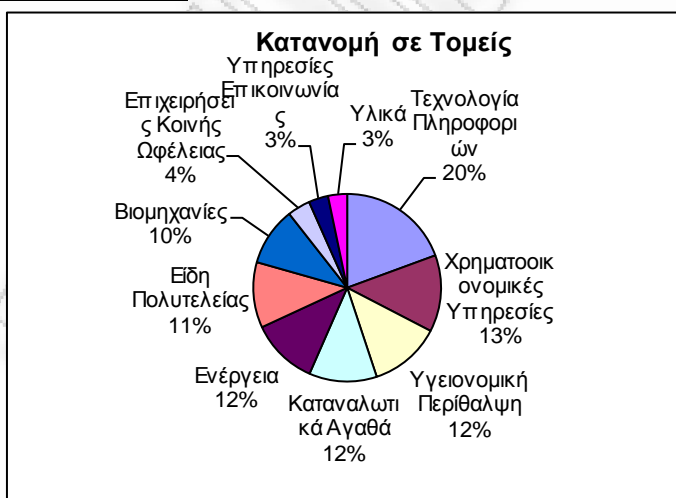
Πηγή : www.degroof.be

Πίνακας 28

Κυριότερες Μετοχές	
Μετοχές	20,39% του Συνόλου
Microsoft Corp.	2,61%
AT&T Inc.	2,50%
Chevron Corp.	2,42%
Pfizer Inc.	2,23%
Procter & Gamble	2,19%
General Electric	2,16%
Merck Co Inc New	1,79%
Intel Corp.	1,58%
JPMorgan Chase & Co.	1,47%
Conocophillips	1,44%

Πηγή : www.degroof.be

Διάγραμμα 77



Πηγή : www.degroof.be

4.2.25 Degroof – Equities Europe Behavioral Value

Όνομα: DEGROOF EQ EUROPE BEHAV VL-B

Εταιρεία: DEGROOF BANK

Δημιουργία: 31/12/98

Κωδικός: ESPRITE

Κατηγορία: Value

Morningstar Rating: -

Δείκτης Αναφοράς: MSCI Europe

Επενδυτικός Σκοπός:

Το Α/Κ στοχεύει στην μακροπρόθεσμη αύξηση του κεφαλαίου.

Διαχειριστής:

Degroof Fund Management Company

- Philippe Deneff - Πρόεδρος της Εκτελεστικής Επιτροπής της Degroof Fund Management Company. 10 χρόνια εμπειρία στο Α/Κ.

Στρατηγική:

Το Α/Κ επενδύει κυρίως σε μετοχές εταιρειών που βρίσκονται σε χώρες της Ευρώπης, είτε είναι εντός, είτε εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Το Α/Κ δεν θα επενδύσει περισσότερο από το 10% του καθαρού ενεργητικού του σε μετοχές σε UCITS και CIUs.

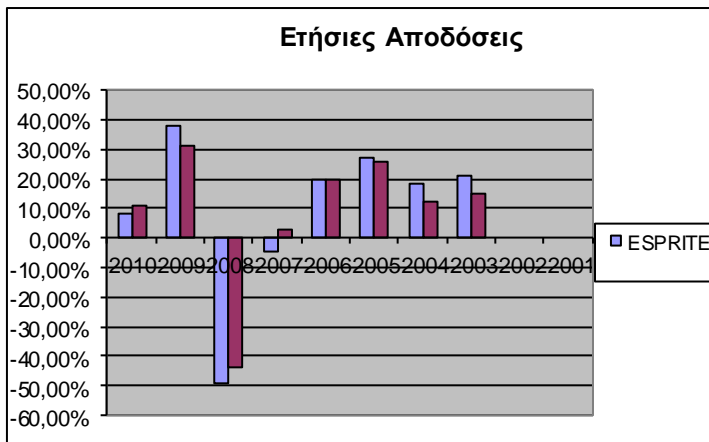
Διάγραμμα 78

31/10/2006 - 31/10/2011



Πηγή : www.bloomberg.com

Διάγραμμα 79



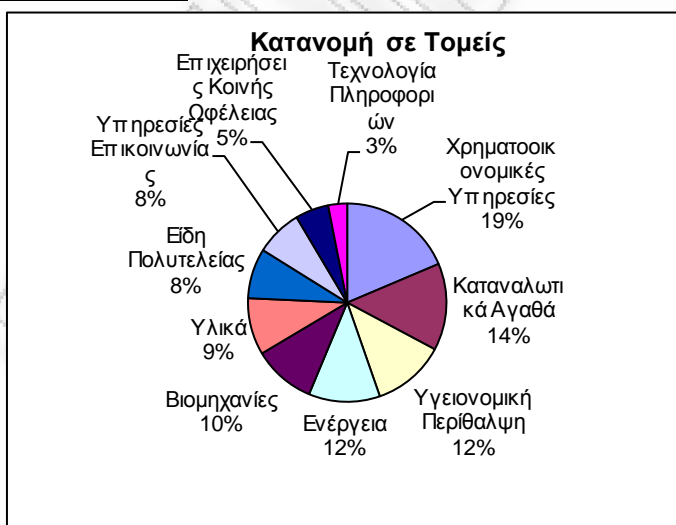
Πηγή : www.degroof.be

Πίνακας 29

Κυριότερες Μετοχές	
Μετοχές	23,47% του Συνόλου
Royal Dutch Shell PLC-B	4,07%
Vodafone Group PLC-NEW	3,24%
Novartis-Registered	2,97%
BP PLC	2,52%
Sanofi Total Sa	2,12%
Total Sa	2,09%
Astra Zeneca PLC	1,75%
BNP Paribas	1,59%
Bayer AG NA	1,58%
Barclays PLC	1,54%

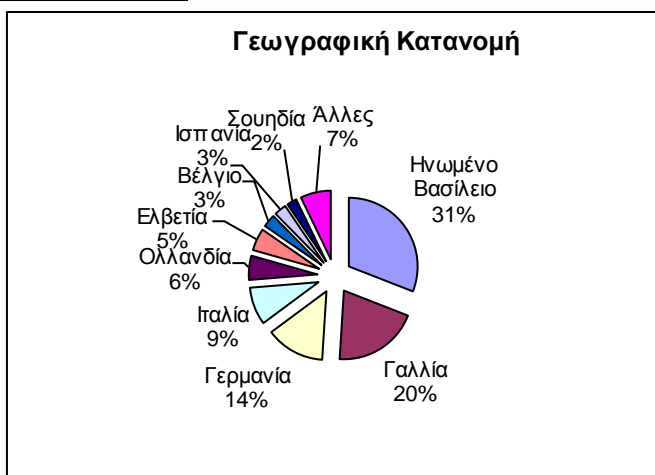
Πηγή : www.degroof.be

Διάγραμμα 80



Πηγή : www.degroof.be

Διάγραμμα 81



Πηγή : www.degroof.be

4.2.26 Allianz F&T Behavioral Advantage Large Cap Fund

Όνομα: Allianz F&T Behavioral Advantage

Εταιρεία: Allianz Global Investors

Δημιουργία: 08/09/11

Κωδικός: AZFAX

Κατηγορία: Large Blend

Κατηγορία: Large

Morningstar Rating: -

Δείκτης Αναφοράς: -

Επενδυτικός Σκοπός:

Το Α/Κ στοχεύει στην μακροπρόθεσμη αύξηση του κεφαλαίου.

Διαχειριστής:

Fuller & Thaler Asset Management

- Russell J. Fuller - Ph.D., CFA, Ιδρυτής και Πρόεδρος της Fuller & Thaler Asset Management. 38 χρόνια εμπειρία στη βιομηχανία, 18 χρόνια στην εταιρεία και 14 στο Α/Κ.
- Wei J. Su – Ph.D., CFA, Ποσοτικός Αναλυτής της Fuller & Thaler Asset Management.

Στρατηγική:

Το Α/Κ επενδύει, με βάση τη φιλοσοφία της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, τουλάχιστον το 80% του καθαρού ενεργητικού (μαζί με τα δάνεια για επενδυτικούς σκοπούς) σε κοινές μετοχές εταιρειών μεγάλης κεφαλαιοποίησης των Η.Π.Α. Επίσης, το Α/Κ μπορεί να επενδύσει ένα μέρος του ενεργητικού σε πραγματικές εταιρείες επενδύσεων ακινήτων.

*Δεν υπάρχουν περισσότερα στοιχεία για το συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο, καθώς το χρονικό διάστημα ύπαρξης του είναι αρκετά μικρό

4.3 Μελέτη Συμπεριφορικών Α/Κ την Περίοδο 2008-2010

Στο συγκεκριμένο σημείο αυτής της μελέτης θα εξεταστούν τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια στο χρονικό διάστημα 2008-2010, όπου επικρατεί παγκόσμια οικονομική κρίση. Σκοπός είναι να εντοπιστεί η ικανότητα αυτών να πετύχουν καλύτερες αποδόσεις από τον δείκτη αναφοράς. Μπορούν οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων με τη βοήθεια της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής να “νικήσουν” τον δείκτη σε περίοδο οικονομικής κρίσης;

Με τη βοήθεια της ανάλυσης που έγινε στο κεφάλαιο 4.2.2 τα συμπεράσματα που προκύπτουν για κάθε έτος ξεχωριστά είναι τα εξής:

1) Το έτος 2008, υπάρχουν πληροφορίες, όσον αφορά τις ετήσιες αποδόσεις, για 20 από τα 26 συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια της συγκεκριμένης έρευνας. Από αυτά μόνο τα 4 (20%) κατάφεραν να πετύχουν καλύτερες αποδόσεις από τον δείκτη αναφοράς. Αυτά είναι τα: “*JPMorgan Intrepid Value Fund*”, “*LSV Conservative Core Equity Fund*”, “*LSV Conservative Value Equity Fund*” και “*Virtus Value Equity Fund*”. Σε αυτό το σημείο πρέπει να αναφερθεί ότι τη συγκεκριμένη χρονιά όλα τα αμοιβαία κεφάλαια που εξετάστηκαν, αλλά και οι δείκτες, είχαν αρνητικές αποδόσεις.

2) Το έτος 2009, υπάρχουν πληροφορίες, όσον αφορά τις ετήσιες αποδόσεις, για 23 από τα 26 συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια. Από αυτά, τα 9 (39%) κατάφεραν να πετύχουν υψηλότερες αποδόσεις από τον δείκτη αναφοράς. Αυτά είναι τα: “*DWS Dreman Small Cap Value Fund*”, “*LSV Value Equity Fund*”, “*JPMorgan Intrepid America Fund*”, “*Undiscovered Managers Behavioral Value Fund*”, “*Legg Mason Capital Management Value Trust*”, “*LGT Equity Fund Global Sector Trends USD*”, “*Degroof – Equities EMU Behavioral Value*”, “*Degroof – Equities US Behavioral Value*” και “*Degroof Equities Europe Behavioral Value*”. Το ποσοστό των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων το οποίο είχε καλύτερες αποδόσεις σχεδόν διπλασιάστηκε από την προηγούμενη χρονιά.

3) Το έτος 2010, υπάρχουν πληροφορίες, όσον αφορά τις ετήσιες αποδόσεις, πάλι για 23 συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια. Από αυτά, μόνο τα 3 (13%) κατάφεραν να πετύχουν υψηλότερες αποδόσεις από το δείκτη αναφοράς. Αυτά είναι τα: “*Undiscovered Managers Behavioral Value Fund*”, “*JPMorgan Investment Funds – Japan Behavioral Finance Equity*” και “*Degroof – Equities EMU Behavioral Value*”.

Στη συνέχεια υπολογίστηκε η σωρευτική απόδοση, η μέση ετήσια απόδοση και η τυπική απόκλιση των αποδόσεων των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων και των δεικτών αναφοράς για τα έτη 2008, 2009, 2010. Στον παρακάτω πίνακα καταγράφονται και τα 26 αμοιβαία κεφάλαια αλλά στα τελικά συμπεράσματα έχουν ληφθεί υπόψη τα 20 από αυτά. Αυτό έγινε διότι δεν υπάρχουν στοιχεία για τις αποδόσεις των “*Allianz F&T Behavioral Advantage Large Cap Fund*” και “*Degroof-Equities Small Cap Europe Active*”, δεν είναι γνωστός ο δείκτης αναφοράς του “*Degroof DBI-RDT – EMU Behavioral Value*” και υπάρχουν στοιχεία μόνο των δύο τελευταίων ετών για τα “*Degroof – Equities EMU Behavioral Flexible*”, “*Degroof – Equities Europe Behavioral Flexible*” και “*Degroof – Equities US Behavioral Flexible*”.

Πίνακας 30

Αποδόσεις Συμπεριφορικών Α/Κ 2008-2010				
A/A	A/Κ & Δείκτες Αναφοράς	Σωρευτική Απόδοση	Μέση Ετήσια Απόδοση	Τυπική Απόκλιση (σ)
1	KDHAX	-24,37%	-3,21%	0,37
	S&P 500 Index	- 8,33%	1,51%	0,34
2	KDSAX	9,33%	6,63%	0,32
	Russell 2000 Value Index	6,71%	5,39%	0,30
3	JPIVX	-10,51%	0,39%	0,32
	Russell 1000 Value Index	-12,69%	-0,55%	0,32
	Lipper Large-Cap Value Funds Index	-11,03%	0,33%	0,33
	M/O Δεικτών	-11,86%	-0,11%	0,33
4	JPIAX	-9,80%	1,56%	0,36
	Rusell 1000 Index	-6,96%	2,31%	0,35
	Lipper Large-Cap Core Funds Index	-9,06%	1,28%	0,34
	M/O Δεικτών	-8,01%	1,80%	0,35
5	JPGSX	-5,77%	3,49%	0,38
	Russell 1000 Growth Index	-1,42%	5,16%	0,39
	Lipper Large-Cap Growth Funds Index	-6,54%	4,08%	0,41
	M/O Δεικτών	-3,98%	4,62%	0,40
6	JIISX	-12,89%	1,17%	0,38
	Russell 3000 Index	-5,92%	2,65%	0,35
	Lipper Multi-Cap Core Funds Index	-4,45%	4,16%	0,39
	M/O Δεικτών	-5,19%	3,41%	0,37
7	WOOPX	-1,76%	5,27%	0,40
	Russell Mid-Cap Index	3,18%	8,16%	0,44
	Lipper Mid-Cap Core Funds Index	6,22%	8,27%	0,41
	M/O Δεικτών	4,70%	8,22%	0,43
8	UBRLX	-1,94%	7,13%	0,45
	Russell 2500 Growth Index	6,79%	9,67%	0,45
	Lipper Small-Cap Growth Funds Index	-0,14%	7,16%	0,44
	M/O Δεικτών	3,33%	8,42%	0,45
9	UBVLX	18,30%	12,28%	0,43
	Russell 2000 Value Index	6,71%	5,39%	0,30
	Lipper Small-Cap Value Funds Index	12,35%	8,64%	0,36
	M/O Δεικτών	9,53%	7,02%	0,33
10	UBGAX	-2,97%	6,75%	0,45
	Russell 2500 Growth Index	6,79%	9,67%	0,45
	Lipper Small-Cap Growth Funds Index	-0,14%	7,16%	0,44
	M/O Δεικτών	3,33%	8,42%	0,45
11	JPMJBAA	-10,73%	-1%	0,28
	Tokyo Stock Price Index	-3,53%	0,68%	0,23
12	LMVTX	-32,57%	-2,58%	0,49
	S&P 500 Index	-8,33%	1,51%	0,34
13	LSVEX	-14,96%	-0,81%	0,34
	Russell 1000 Value Index	-12,69%	-0,55%	0,32

14	LSVPX S&P 500 Index		-8,66% -8,33%	1,17% 1,51%	0,33 0,34
15	LSVVX Russell 1000 Value Index		-14,35% -12,69%	-1,30% -0,55%	0,31 0,32
16	LGTEQGS MSCI World		-18,78% -13,87%	-1,31% 0,35%	0,38 0,37
17	HIEZX Russell 1000 Value Index		-16,38% -12,69%	-2,35% -0,55%	0,30 0,32
18	OSI9180 MSCI EMU		-32,49% -28,10%	-4,88% -5,04%	0,42 0,37
19*	DEGEMUA MSCI EMU	(2009-2010) (2009-2010)	25,90% 30,38%	12,74% 14,86%	0,15 0,18
20*	DEEMUBV		-41,61%	-10,34%	0,40
21*	DEGEUFA MSCI Europe	(2009-2010) (2009-2010)	40,77% 46,21%	19,19% 21,35%	0,16 0,14
22*	DEGUSBA MSCI USA	(2009-2010) (2009-2010)	43,60% 50,15%	19,84% 22,54%	0,01 0,00
23*	ESPESCA		x	x	x
24	OSEUSBV MSCI USA		-9,99% -1,41%	2,67% 3,58%	0,39 0,33
25	ESPRITE MSCI Europe		-24,37% -17,61%	-1,04% -0,32%	0,44 0,39
26*	AZFAX		x	x	x

Πηγή: ιστοσελίδες εταιρειών διαχείρισης των συγκεκριμένων α/κ

Τα συμπεράσματα που προκύπτουν από τον παραπάνω πίνακα είναι τα εξής:

1) Η μελέτη που έγινε στη σωρευτική απόδοση των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων τα έτη 2008-2010, έδειξε ότι μόνο 3 από τα 20 κατάφεραν να πετύχουν καλύτερες αποδόσεις από τον δείκτη αναφοράς, δηλαδή ένα ποσοστό 15%. Τα συγκεκριμένα αμοιβαία κεφάλαια που είχαν αυτήν την ικανότητα είναι: “DWS Dreman Small Cap Value Fund”, “JPMorgan Intrepid Value Fund” και “Undiscovered Managers Behavioral Value Fund”. Τα δύο από τα τρία αυτά αμοιβαία κεφάλαια επενδύουν σε επιχειρήσεις μικρής κεφαλαιοποίησης, ενώ και τα τρία ακολουθούν στρατηγική αξίας.

2) Η μελέτη που έγινε στη μέση ετήσια απόδοση των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων τα έτη 2008-2010, έδειξε ότι 4 από τα 20 κατάφεραν να πετύχουν καλύτερες αποδόσεις από τον δείκτη αναφοράς, δηλαδή ένα ποσοστό 20%. Τα αμοιβαία κεφάλαια που είχαν αυτήν την ικανότητα είναι τα ίδια με εκείνα που πέτυχαν και καλύτερες σωρευτικές αποδόσεις μαζί με το “Degroof – Equities EMU Behavioral Value”.

3) Η μελέτη που έγινε στην τυπική απόκλιση των αποδόσεων των συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων τα έτη 2008-2010, έδειξε ότι 6 από τα 20 είχαν μικρότερη από τον δείκτη αναφοράς, δηλαδή ένα ποσοστό 30%. Τα συγκεκριμένα αμοιβαία κεφάλαια είναι: “*JPMorgan Intrepid Value Fund*”, “*JPMorgan Intrepid Growth Fund*”, “*JPMorgan Intrepid Mid-Cap Fund*”, “*LSV Conservative Core Equity Fund*”, “*LSV Conservative Value Equity Fund*” και “*Virtus Value Equity Fund*”.

4) Τα τρία συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια “*Degroof – Equities EMU Behavioral Flexible*”, “*Degroof – Equities Europe Behavioral Flexible*” και “*Degroof – Equities US Behavioral Flexible*”, για τα οποία υπάρχουν στοιχεία μόνο για τα έτη 2009-2010, δεν έχουν πετύχει καλύτερη σωρευτική και μέση ετήσια απόδοση από τον δείκτη αναφοράς και μόνο το πρώτο (DEGEMUA) έχει μικρότερη τυπική απόκλιση στις αποδόσεις του από τον δείκτη.

5) Το “*JPMorgan Intrepid Value Fund*” είναι το μοναδικό συμπεριφορικό αμοιβαίο κεφάλαιο που έχει καλύτερη σωρευτική και μέση ετήσια απόδοση, αλλά και χαμηλότερη τυπική απόκλιση στις αποδόσεις του τα τρία αυτά έτη.

4.4 Συμπεράσματα

Στην παρούσα έρευνα εντοπίστηκαν 26 συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια στα οποία έγινε ανάλυση των στοιχείων τους, όπως ο επενδυτικός σκοπός, η στρατηγική, η κατηγορία, οι διαχειριστές, οι ετήσιες αποδόσεις, το μέγεθος της κεφαλαιοποίησης και η γεωγραφική κατανομή. Το 46% (12/26) του δείγματος είναι αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σε εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης, το 23% (6/26) είναι αμοιβαία κεφάλαια τα οποία επενδύουν σε εταιρείες μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης, ενώ το 31% (8/26) του δείγματος δεν αναφέρει ότι εστιάζει τις επενδύσεις του σε εταιρείες ενός συγκεκριμένου μεγέθους κεφαλαιοποίησης. Επίσης, το 46% (12/26) των αμοιβαίων κεφαλαίων ακολουθεί στρατηγική αξίας, το 11,5% (3/26) στρατηγική ανάπτυξης, το 35% (8/26) και τις δύο στρατηγικές, ενώ το 11,5% (3/26) του δείγματος δεν διευκρινίζει τη στρατηγική που ακολουθεί. Τέλος, το 70% του δείγματος αφορά επενδύσεις στις Η.Π.Α., το 24% σε χώρες της Ευρώπης, το 5% στην Ασία και το υπόλοιπο 1% σε άλλες ανεπτυγμένες χώρες.

Όπως παρουσιάστηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική σχετίζεται άμεσα με την τεχνική ανάλυση. Θα μπορούσε λοιπόν κανείς να περιμένει ότι τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια θα διαχειρίζονταν μόνο με βάση αυτού του είδους την ανάλυση. Από την παραπάνω παρουσίαση των 26 αμοιβαίων κεφαλαίων φαίνεται ξεκάθαρα ότι δεν γίνεται αποκλειστικά μόνο αυτό, αλλά παράλληλα γίνεται και χρήση της θεμελιώδους ανάλυσης, καθώς ακολουθούνται στρατηγικές αξίας και ανάπτυξης. Το συμπέρασμα που δημιουργείται από αυτή τη διαπίστωση είναι ότι δεν υπάρχουν αμιγώς συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια, αλλά αμοιβαία κεφάλαια που στη διαχείρισή τους, μαζί με όλα τα άλλα, χρησιμοποιείται και ένα μέρος της φιλοσοφίας της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.

Στη συνέχεια, η συγκεκριμένη μελέτη είχε σκοπό να εντοπίσει εάν τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια μπορούν να επιτύχουν καλύτερες αποδόσεις από τον δείκτη αναφοράς μέσα στην περίοδο της παγκόσμιας κρίσης, το χρονικό διάστημα 2008-2010. Τα συμπεράσματα που προέκυψαν είναι ότι το 15% αυτών πετυχαίνει καλύτερη σωρευτική απόδοση από τον δείκτη αναφοράς, ενώ το 20%

πετυχαίνει καλύτερη μέση ετήσια απόδοση. Τέλος, το 30% των αμοιβαίων κεφαλαίων έχει χαμηλότερη τυπική απόκλιση στις αποδόσεις του από τον δείκτη.

Μέσα από αυτά τα στοιχεία φαίνεται ότι μόνο ένας μικρός αριθμός συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί να επιτύχει καλύτερες αποδόσεις από τον δείκτη αναφοράς στην περίοδο της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης 2008-2010. Βέβαια, πρέπει να τονιστεί ότι το δείγμα και ο χρονικός ορίζοντας που έχουν ληφθεί στην έρευνα είναι αρκετά μικροί με αποτέλεσμα να μην μπορεί να προκύψει ένα ξεκάθαρο συμπέρασμα για την αποτελεσματικότητα και τις ικανότητες των συγκεκριμένων αμοιβαίων κεφαλαίων.

Κεφάλαιο 5

Διαχειριστές Συμπεριφορικών Α/Κ

Στο παρόν κεφάλαιο γίνεται αναφορά στους ανθρώπους που διαχειρίζονται τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια σήμερα (Οκτώβριος 2010). Δίνεται η απάντηση στο ποιοι είναι αυτοί, ποιες είναι οι γνώσεις τους και ποια η εμπειρία τους. Σκοπός είναι να εντοπιστούν τα σημεία εκείνα τα οποία τους καταστούν αξιόπιστους στο έργο που διατελούν. Όλα τα παρακάτω στοιχεία έχουν συλλεχθεί από τα βιογραφικά σημειώματα των διαχειριστών, τα οποία έχουν δημοσιοποιηθεί από τις εταιρείες στις οποίες εργάζονται.

5.1 J. P. Morgan Asset Management



Christopher Blum

Ο Christopher Blum είναι ο διευθύνων σύμβουλος της J.P. Morgan Asset Management και ο επικεφαλής των επενδύσεων του U.S. Behavioral Finance Group. Αρχισε να εργάζεται στην J.P. Morgan το 1996 ως στέλεχος του U.S. Structured Equity Group, όπου επικεντρώθηκε στη δομή των μικρής κεφαλαιοποίησης αξίας λογαριασμών. Επίσης, ήταν διαχειριστής χαρτοφυλακίων, αλλά και επικεφαλής του Behavioral Finance Small Cap Equity Group.

Στο παρελθόν, πριν εργαστεί στη J.P. Morgan, ο C. Blum δούλεψε ως αναλυτής, υπεύθυνος για την αξιολόγηση και τη συναλλαγή ιδιωτικών περιουσιακών στοιχείων στη Pomona Capital.

Ο C. Blum έχει πτυχίο στα χρηματοοικονομικά από το Bernard M. Baruch School of Business. Η εμπειρία του στον κλάδο των χρηματοοικονομικών είναι 20ετής, ενώ παράλληλα έχει 11 χρόνια εμπειρία στα αμοιβαία κεφάλαια.



Dennis Ruhl

Ο Dennis S. Ruhl είναι διευθύνων σύμβουλος στην J.P. Morgan Asset Management και επικεφαλής του U.S. Behavioral Finance Small Cap Equity Group. Εργάζεται στην εταιρεία από το 1999, ενώ από το 2001 είναι διαχειριστής χαρτοφυλακίων και ηγείται σε ποσοτικές έρευνες και εφαρμογές στο U.S. Behavioral Finance Team. Παλαιότερα, είχε εργαστεί σε ποσοτικές έρευνες περιουσιακών στοιχείων, αλλά και στην ανάπτυξη επιχειρήσεων.

Ο Dennis S. Ruhl είναι πρώην πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου του Minds Matter, ενός μη κερδοσκοπικού οργανισμού καθοδήγησης (mentoring). Επίσης, είναι πρώην μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου του MIT club της Νέας Υόρκης και περιφερειακός αντιπρόεδρος του MIT Educational Council.

Ο Dennis S. Ruhl έχει πτυχίο στα μαθηματικά και στους Η/Υ και μεταπτυχιακό επίσης στους Η/Υ από το MIT. Η εμπειρία του στον κλάδο των χρηματοοικονομικών είναι 13ετής, ενώ στα αμοιβαία κεφάλαια 7ετής.



Jason Alonzo

Ο Jason Alonzo είναι αντιπρόεδρος της J.P. Morgan Asset Management και μέλος της ομάδας διαχείρισης χαρτοφυλακίων της J.P. Morgan Intrepid Funds και της J.P.Morgan U.S. Dynamic Funds.

Δουλεύει στην J.P. Morgan από το 2000, ενώ πριν έχει δουλέψει ως βοηθός επενδύσεων στο U.S. Equity Group και ως αναλυτής στο πρόγραμμα Internal Consulting Services, κλείνοντας δουλειές με τις Corporate Technology, LabMorgan, Credit Derivatives και U.S. retail equity group.

Έχει πτυχίο στη διοίκηση και τεχνολογία από το Rensselaer Polytechnic Institute. Η εμπειρία του στον κλάδο των χρηματοοικονομικών είναι 12ετής, ενώ ασχολείται 7 χρόνια με αμοιβαία κεφάλαια.



Geoff Hoare

Ο Geoff Hoare είναι αντιπρόεδρος της J.P. Morgan Asset Management και διαχειριστής χαρτοφυλακίων με βάση του το Χονγκ Κονγκ. Από το 2007 δουλεύει στην J.P. Morgan για να βοηθήσει στην ανάπτυξη συμπεριφορικών αμοιβαίων κεφαλαίων στο Τόκυο, ενώ το 2010 μεταφέρθηκε στο Χονγκ Κονγκ.

Παλαιότερα είχε εργαστεί σε μία ομάδα που μελετούσε την τεχνολογία στη διαχείριση των επενδύσεων και ήταν υπεύθυνος για την ανάπτυξη του συστήματος επιλογής και συναλλαγής. Έχει πτυχίο μηχανικού από το University of Bath της Αγγλίας.



Mark Davids

Ο Mark Davids είναι διευθύνων σύμβουλος στην J.P. Morgan Asset Management και επικεφαλής του Asia Pacific Behavioural Finance Team το οποίο εδρεύει στο Χονγκ Κονγκ.

Παλαιότερα διετέλεσε ανώτατος διαχειριστής χαρτοφυλακίων στο European Equity Team και στο J.P. Morgan Asset Management European Equity Group. Ακόμα πιο πριν, είχε δουλέψει στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή, αλλά και ως επενδυτικός αναλυτής σε όλη την Ευρώπη. Έχει πτυχίο στην ιστορία από το University of Manchester και μεταπτυχιακό στην πολιτική οικονομία από το London School of Economics.

5.2 LSV Asset Management



Josef Lakonishok

Ο Josef Lakonishok είναι συνιδρυτής, CEO και επικεφαλής επενδύσεων της LSV Asset Management. Από το 1994, ηγείται της ομάδας έρευνας και επένδυσης της LSV, καθώς συμμετέχει και στη διαχείριση όλων των χαρτοφυλακίων της εταιρείας. Ο J. Lakonishok, από το 1987, είναι καθηγητής χρηματοοικονομικών στο College of Commerce & Business Administration στο University of Illinois. Επίσης, από το 1985 μέχρι το 1987, ήταν καθηγητής στο Johnson Graduate School of Management στο Cornell University, ενώ το διάστημα 1976-1987 στο Tel Aviv University.

Ο J. Lakonishok είναι ένας από τους μεγαλύτερους συντελεστές στις κυριότερες χρηματοοικονομικές εφημερίδες/περιοδικά, δημοσιεύοντας περισσότερα από 80 άρθρα. Η δουλειά του περιλαμβάνει ένα ευρύ πεδίο έρευνας, όπως αναλυτικές προβλέψεις, καθορισμός παραγόντων συναλλακτικής δραστηριότητας, αξιολόγηση αποδόσεων, ανάπτυξη τεχνικής και θεμελιώδους ανάλυσης στρατηγικές κ.α.

Η δουλειά του έχει βραβευτεί με πάρα πολλά βραβεία, όπως το Roger F. Murray Award για το άρθρο του “Contrarian Investment, Extrapolation and Risk”, το οποίο έγραψε μαζί με τους Shleifer και Vishny. Επίσης, βραβεύτηκε με το American Association of Individual Investors Award για το άρθρο “Fundamentals and Stock Returns in Japan”, το οποίο έγραψε μαζί με τους Louis K. C. Chan και Yasushi Hamao.

Ο J. Lakonishok, το 1970, σπούδασε οικονομικά και στατιστική, ενώ το 1972 τελείωσε το μεταπτυχιακό στη διοίκηση επιχειρήσεων στο Tel Aviv University. Στη συνέχεια, το 1974 έκανε μεταπτυχιακό στη στατιστική και το 1976 τελείωσε το

διδασκαλικό του στη διοίκηση επιχειρήσεων στο Cornell University. Ο ίδιος έχει πάνω από 30 χρόνια εμπειρία στις επενδύσεις και στην έρευνα.



Menno Vermeulen

Ο Menno Vermeulen είναι συνétairos, διαχειριστής χαρτοφυλακίων και ποσοτικός αναλυτής της LSV Asset Management. Έχει πάνω από 14 χρόνια εμπειρία στο χώρο των επενδύσεων και ήταν ένας από τους πρώτους υπαλλήλους της LSV Asset Management (1994) όταν ξεκίνησε να χρησιμοποιεί ποσοτικές τεχνικές στα μοντέλα επένδυσης.

Ο M. Vermeulen πριν εργαστεί στην LSV, δούλεψε στην ABP, το μεγαλύτερο συνταξιοδοτικό πρόγραμμα στην Ευρώπη και ένα από τα μεγαλύτερα στον κόσμο. Στην ABP ήταν υπεύθυνος για την ανάπτυξη και εφαρμογή ποσοτικών επενδυτικών στρατηγικών. Με την ιδιότητα αυτή, δημιούργησε τη βάση δεδομένων και πραγματοποίησε την έρευνα που οδήγησε στο μοντέλο ποσοτικής κατανομής της χώρας. Ο M. Vermeulen ανέπτυξε ένα λογισμικό για H/Y, το οποίο εφαρμόζει, αναβαθμίζει και διατηρεί αυτό το μοντέλο.

Ο M. Vermeulen ανέπτυξε το λογισμικό της LSV για τα ποσοτικά μοντέλα και για το σύστημα διαχείρισης χαρτοφυλακίων της. Επίσης, ηγείται της “ποσοτικής” ομάδας, η οποία είναι υπεύθυνη για τη διαχείριση των καθημερινών δεδομένων, την εφαρμογή αυτών στα χαρτοφυλάκια και για τη συνεχή βελτίωση των μοντέλων και των συστημάτων της εταιρείας. Έχει μεταπτυχιακό στην οικονομετρία από το Erasmus University του Rotterdam.



Puneet Mansharamani

Ο Puneet Mansharamani, από το 2006, είναι συνétairos και διαχειριστής χαρτοφυλακίων της LSV Asset Management, ενώ από το 2000 δουλεύει ως ποσοτικός αναλυτής. Είναι μέλος της “ποσοτικής” ομάδας, η οποία είναι υπεύθυνη για τη διαχείριση των καθημερινών δεδομένων, την εφαρμογή αυτών στα χαρτοφυλάκια και για τη συνεχή βελτίωση των μοντέλων και των συστημάτων της εταιρείας. Η εμπειρία του στο χώρο των επενδύσεων μετρά πάνω από 10 χρόνια.

Ο P. Mansharamani έχει πτυχίο μηχανικού από το Delhi University και μεταπτυχιακό μηχανικού από το Case Western Reserve University.

5.3 Fuller & Thaler Asset Management Inc.



Russell Fuller

Ο R. Fuller είναι ιδρυτής και πρόεδρος της Fuller & Thaler Asset Management. Ίδρυσε την εταιρεία το 1993, αλλά πιο πριν είχε δουλέψει σε άλλες δύο εταιρίες διαχείρισης επενδύσεων. Ξεκίνησε την καριέρα του στον συγκεκριμένο τομέα ως αναλυτής σε μία χρηματιστηριακή, η οποία αργότερα συγχωνεύτηκε με την Plaine Webber.

Στον ακαδημαϊκό χώρο, η τελευταία του θέση ήταν πρόεδρος του χρηματοοικονομικού τμήματος του Washington State University. Επίσης, είχε θέσεις στο University of British Columbia και στο University of Auckland.

Ο R. Fuller έχει δημοσιεύσει ένα μεγάλο αριθμό από άρθρα και ένα βιβλίο επενδύσεων. Έχει διατελέσει μέλος της συντακτικής επιτροπής του Financial Analysts Journal και αυτή τη στιγμή είναι στη συμβουλευτική επιτροπή της Journal of Portfolio Management. Επίσης, έχει διατελέσει μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου του CFA Society of San Francisco και το 2006 βραβεύτηκε με το Distinguished Member Award σε εκτίμηση της ηγεσίας του και της αφοσίωσης του στον χρηματοοικονομικό τομέα. Ακόμα, έχει λάβει το Graham & Dodd Award από το Association for Investment Management & Research για το άρθρο του “Predictability Bias”.

Ο R. Fuller έχει πτυχίο και μεταπτυχιακό στη διοίκηση επιχειρήσεων και διδακτορικό στα χρηματοοικονομικά από το University of Nebraska. Η εμπειρία του στο χώρο των επενδύσεων αριθμεί 41 έτη.



Frederick Stanske

Ο Frederick Stanske είναι μέλος του διοικητικού συμβουλίου και υπεύθυνος για τη διαχείριση των κλάδων Small-Cap Growth και Micro-Cap της Fuller & Thaler. Επίσης, είναι μέλος του CFA Institute και του CFA Society of San Francisco. Στη Fuller & Thaler βρίσκεται τα τελευταία 15 χρόνια, ενώ πριν είχε εργαστεί για 10 χρόνια ως αναλυτής και διαχειριστής χαρτοφυλακίων στη Farmers Insurance Group και στη Fisher Investments.

Ο Frederick Stanske έχει πτυχίο και μεταπτυχιακό στη διοίκηση επιχειρήσεων, από το University of Denver και από το University of Chicago αντίστοιχα. Η εμπειρία του στο χώρο των επενδύσεων είναι 24 χρόνια.



David Potter

Ο David Potter είναι μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου και υπεύθυνος για τη διαχείριση των Small-Cap Value στρατηγικών της Fuller & Thaler. Στην εταιρεία εργάζεται τα τελευταία 6 χρόνια, ενώ πριν ήταν αντιπρόεδρος της Goldman Sachs.

Ο D. Potter έχει πτυχίο στα οικονομικά και τα χρηματοοικονομικά από το McGill University του Montreal και μεταπτυχιακό στη διοίκηση επιχειρήσεων από το University of Chicago. Η εμπειρία του στον κλάδο της χρηματοοικονομικής είναι 15ετής.



Wei Su

Ο W. Su δουλεύει στον τομέα της έρευνας της Fuller & Thaler. Βρίσκεται στην εταιρεία τα τελευταία 5 χρόνια και προσπαθεί να εντοπίσει νέες διεργασίες επένδυσης μετοχών, χρησιμοποιώντας ένα πλήθος χρηματοοικονομικών πληροφοριών. Επίσης, κατασκευάζει χαρτοφυλάκια και παρέχει βοήθεια στους διαχειριστές. Πριν από τις σπουδές του στην Iowa, είχε εργαστεί ως σύμβουλος της China International Economic Consultants Co.

Ο W. Su έχει πτυχίο στα οικονομικά από το Peking University of China, μεταπτυχιακό επίσης στα οικονομικά από το University of Iowa και διδακτορικό στη λογιστική από το Anderson School of Management στο University of California.

5.4 LGT Capital Management



Beat P. Lenherr

Ο B. Lenherr, από το 2007, είναι μέλος του διοικητικού συμβουλίου της LGT Capital Management και έχει τον τίτλο του Chief Global Strategist. Από το 1999 βάση του είναι η Σιγκαπούρη, ενώ το 2001 έγινε διευθύνων σύμβουλος επενδύσεων της LGT στη συγκεκριμένη περιοχή. Στην εταιρεία εργάζεται από το 1993 ως διαχειριστής μετοχικών κεφαλαίων στην LGT Bank του Λιχτενστάιν, ενώ παλαιότερα είχε δουλέψει στον τομέα της τραπεζικής στη UBS της Ελβετίας και στον τομέα των πωλήσεων στις Nomura Securities, Bank Julius Baer & Co. και Daiwa Securities.

5.5 Harris Investment Management Inc.



Daniel L. Sido

Ο Daniel L. Sido είναι συνétairos και διευθύνων σύμβουλος της Harris Investment Management Inc στον τομέα των μετοχών και ειδικεύεται σε μεγάλης κεφαλαιοποίησης προϊόντα. Επίσης, εργάζεται ως διαχειριστής χαρτοφυλακίων, αλλά και ως θεμελιώδης και ποσοτικός αναλυτής. Ακόμα, είναι μέλος του Chicago Quantitative Alliance. Πριν από την Harris Investment Management Inc. είχε εργαστεί σε εταιρεία διαχείρισης επενδύσεων στο St. Louis.

Ο Daniel L. Sido έχει πτυχίο στα χρηματοοικονομικά από το Bradley University και μεταπτυχιακό στη διοίκηση επιχειρήσεων από το St. Louis University. Η εμπειρία του στο χώρο των επενδύσεων είναι 23ετής.

5.6 Legg Mason Capital Management



Bill Miller

Ο Bill Miller είναι πρόεδρος και επικεφαλής επενδύσεων στη Legg Mason Capital Management, θυγατρική της Legg Mason, Inc. και διαχειρίζεται το Legg Mason Management Value Trust από το ξεκίνημα του. Επίσης, είναι επίτιμος πρόεδρος στο Santa Fe Institute. Δουλεύει στη L.M.C.M. από το 1981 και μέχρι το 1985 διετέλεσε διευθυντής έρευνας. Παλαιότερα, είχε εργαστεί ως ταμίας στην J.E. Baker Company.

Ο B. Miller θεωρήθηκε ένας από τους 30 πιο σημαντικούς ανθρώπους (“Power 30”) στο χώρο των επενδύσεων από τη SmartMoney. Επίσης, το περιοδικό Money του έδωσε τον τίτλο “The Greatest Money Manager of the 1990’s”, ενώ το 1998 το Morningstar τον τίμησε με τον τίτλο “Domestic Equity Manager of the Year”. Ακόμα, το 1999 επιλέχτηκε από το Morningstar.com ως “Fund Manager of the Decade” και το BusinessWeek του έδωσε τον τίτλο ως ένας από τους “Heroes of Value Investing”.

Ο B. Miller, το 1972, απέκτησε πτυχίο στα οικονομικά από το Washington and Lee University και στη συνέχεια, μετά τη θητεία του ως αξιωματικός στο στρατό, έκανε μεταπτυχιακές σπουδές στη φιλοσοφία, στο διδακτορικό πρόγραμμα του The Johns Hopkins University.



Sam Peters

Ο Sam Peters είναι διαχειριστής χαρτοφυλακίων και υπεύθυνος για την εποπτεία της ερευνητικής ομάδας της Legg Mason Capital Management. Επίσης, είναι μέλος του διοικητικού Συμβουλίου του College of William and Mary's Endowment Committee και στο Board of Trustees of the Gilman School in Baltimore.

Από το 2005 ξεκίνησε να εργάζεται στην L.M.C.M, ενώ πριν είχε εργαστεί ως διαχειριστής χαρτοφυλακίων στη Fidelity Management & Research και ως αρχηγός της ομάδας τομέα Health Care. Το 1996, ίδρυσε τη Samuel M. Peters Investment Advisors, μια ανεξάρτητη συμβουλευτική εταιρεία και από το 1992 μέχρι το 1995 ήταν χρηματοοικονομικός σύμβουλος στην Eppler, Guerin & Turner.

Ο S. Peters έχει πτυχίο στα οικονομικά από το College of William & Mary και μεταπτυχιακό στη διοίκηση επιχειρήσεων από το University of Chicago.



Mary Chris Gay

Η M. Gay είναι διαχειρίστρια κεφαλαίων στη Legg Mason Capital Management. Επίσης, είναι μέλος της LMCM's Investment Policy Committee και της επιτροπής χρηματοοικονομικών συμβούλων στο Loyola College. Ακόμα, είναι σύμβουλος στο Selling Applied Portfolio Fund στο Loyola College και μέλος του United Way's Women's Leadership Council.

Το 1988, η M. Gay ξεκίνησε να δουλεύει στο Legg Mason's Research Department και ένα χρόνο αργότερα έγινε μέλος της Legg Mason Capital Management. Αρχικά, εργάστηκε ως αναλύτρια στην ομάδα έρευνας και στη συνέχεια ως διαχειρίστρια χαρτοφυλακίων για "Institutional Pooled" προϊόντα. Το 2006, έγινε βοηθός διαχειρίστρια αμοιβαίου κεφαλαίου (Legg Mason Value Trust) στο οποίο επικεφαλής διαχειριστής είναι ο Bill Miller.

Το 2003, η M. Gay επιλέχθηκε από το Baltimore Business Journal ως ένα από τα 40 καλύτερα στελέχη επιχειρήσεων κάτω των 40 ετών στη Βαλτιμόρη. Τρία χρόνια αργότερα, το περιοδικό Global Investor, την ανέδειξε ως ένα από τα βασικά πρόσωπα της νέας γενιάς διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων.

Η M. Gay έχει πτυχίο στα χρηματοοικονομικά από το Towson University και μεταπτυχιακό στα χρηματοοικονομικά από το Loyola College in Maryland.

5.7 Degroof Fund Management Company



Philippe Deneff

Ο Philippe Deneff είναι πρόεδρος της εκτελεστικής επιτροπής της Degroof Fund Management Company. Επίσης, από το 2001, είναι επικεφαλής διαχειριστής κεφαλαίων στη Degroof Bank με ειδικότητα στις στρατηγικές αξίας.

Στο παρελθόν, το διάστημα 1999-2000, διετέλεσε διαχειριστής κινδύνου στη Degroof Bank του Λουξεμβούργου, ενώ το διάστημα 1995-1998, διαχειριστής χρηματοοικονομικού κινδύνου στη Degroof Bank των Βρυξελλών. Επίσης, το 1994, υπήρξε χρηματοοικονομικός αναλυτής στη General Bank του Λουξεμβούργου και πριν τη στρατιωτική του θητεία, ως δεύτερος υπολογαγός στο πυροβολικό του βελγικού στρατού, διετέλεσε σύμβουλος στην A.T. Kearney στις Βρυξέλλες.

Ο P. Deneff, το 1990, πήρε πτυχίο μηχανικού από το Université catholique de Lovain, ενώ το 1994 πήρε μεταπτυχιακό στη διοίκηση επιχειρήσεων από το University of Chicago – Booth School of Business.

Anh Nguyen

Ο Anh Nguyen είναι επικεφαλής των διαχειριστών κεφαλαίων στη Degroof Bank. Επίσης, είναι εκπαιδευτής για την ειδικότητα CFA στο FTMS Global Academy και από το 2008 είναι επίκουρος καθηγητής στα χρηματοοικονομικά στο ICHEC Brussels Management School.

Στο παρελθόν, το 2006, διετέλεσε λέκτορας στο Free University of Brussels και στο HEC School of Management, ενώ το 2004, δίδασκε και ήταν βοηθός έρευνας στο University of Liege. Επίσης, το 2003, έκανε εκπαίδευση στο χρηματοοικονομικό τομέα της Fortis Bank και παράλληλα, το διάστημα 2001-2004, εργάστηκε ως ποσοτικός αναλυτής και διαχειριστής περιουσιακών στοιχείων στη Dexia Asset Management.

Ο Anh Nguyen, έχει κάνει μεταπτυχιακές σπουδές στα χρηματοοικονομικά και στη μηχανική των επιχειρήσεων στο University of Liege.

Carl Van Nieuwerburgh

Ο Carl Van Nieuwerburgh είναι επικεφαλής της ομάδας ποσοτικής έρευνας στη Degroof Fund Management Company και επικεφαλής διαχειριστής κεφαλαίων, κυρίως σε ευρωπαϊκά αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σε εταιρείες μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης. Το χρονικό διάστημα 2004-2007, διετέλεσε ποσοτικός αναλυτής στη Degroof, ενώ το 2001-2004, υπήρξε επιχειρηματικός σύμβουλος στην Capco.

Ο C. Nieuwerburgh, το 2001, σπούδασε εμπορικός μηχανικός και συνέχισε τις σπουδές του το 2005, στον τομέα της τραπεζικής στο University of Antwerp.

5.8 Deutsche Investment Management Americas Inc.



Volker Dosch

Ο Volker Dosch είναι διευθύνων σύμβουλος και διαχειριστής κεφαλαίων στη Deutsche Investment Management Americas Inc. Άρχισε να εργάζεται στην DWS Investments από το 1989, όπου και έγινε μέλος της DWS ομάδας παγκόσμιων μετοχών. Το 1994, εστίασε στην χρηματαγορά των Η.Π.Α. και ήταν υπεύθυνος για την δημιουργία της στρατηγικής της DWS στη συγκεκριμένη αγορά, ενώ από το 2002 είναι επικεφαλής στην ομάδα του διεθνή τομέα της DWS.

Ο Volker Dosch έχει μεταπτυχιακό στα οικονομικά από το University of Frankfurt. Η εμπειρία του στον τομέα της διαχείρισης κεφαλαίων αριθμεί 19 χρόνια.

Oliver Pfeil

Ο Oliver Pfeil είναι αντιπρόεδρος και διαχειριστής κεφαλαίων στη Deutsche Investment Management Americas Inc. Επίσης, είναι λέκτορας μερικής απασχόλησης στον τομέα των χρηματοοικονομικών, στο University of St. Gallen της Ελβετίας.

Στην εταιρεία ξεκίνησε να εργάζεται το 2006, ενώ τα προηγούμενα τρία χρόνια διετέλεσε βοηθός στο Εκτελεστικό Διοικητικό Συμβούλιο της Deutsche Bank. Το 2000-2002, υπήρξε ερευνητής στο ελβετικό ινστιτούτο τραπεζικής και χρηματοοικονομικών του University of St. Gallen και το 2002-2003, επισκέπτης ερευνητής στο MIT Sloan School of Management.

Ο Oliver Pfeil έχει μεταπτυχιακό στη διοίκηση των επιχειρήσεων και διδακτορικό στα χρηματοοικονομικά και στη λογιστική από το University of St. Gallen.



Thomas Schuessler

Ο Thomas Schuessler είναι διευθύνων σύμβουλος και διαχειριστής κεφαλαίων στη Deutsche Investment Management Americas Inc. Το 1996, ξεκίνησε να εργάζεται στη Deutsche Bank και από το 2001 βρίσκεται στη DWS.

Στο παρελθόν, είχε εργαστεί για 2 χρόνια ως βοηθός του δρ. Ackermann και από το 1996 μέχρι το 1999 ως διαχειριστής έργων στον τομέα των ηλεκτρονικών υπολογιστών.

Ο Thomas Schussler έχει πτυχίο στα οικονομικά από το University of Utah και πτυχίο και διδακτορικό στη φυσική από το University of Heidelberg.

5.9 Dreman Value Management L.L.C.



David Nasaniel Dreman

Ο David N. Dreman είναι ιδρυτής και πρόεδρος της Dreman Value Management, L.L.C., η οποία ιδρύθηκε το 1997. Επίσης, είναι συν-εκδότης του Journal of Behavioral Finance, διευθυντής του ιδρύματος IFREE και αρθρογράφος στο Forbes για πάνω από 30 χρόνια.

Τα ευρήματα των ερευνών που έχει κάνει, έχουν δημοσιευτεί στο Financial Analysts Journal, στο Journal of Investing και στο Journal of Behavioral Finance. Ο ίδιος έχει γράψει βιβλία τα οποία έχουν μεγάλη απήχηση στην επιστημονική κοινότητα, όπως το Contrarian Investment Strategies: The Next Generation (1998), το Psychology and the Stock Market (1977), το Contrarian Investment Strategy: The Psychology of Stock Market Success (1980) και το The New Contrarian Investment Strategy (1982).

Υπάρχουν άρθρα σε περιοδικά, όπως το Forbes, Barron's, Institutional Investor, The Wall Street Journal, The New York Times, Newsweek και Money and Fortune, τα οποία αναφέρουν την επιτυχία των επενδυτικών μεθοδολογιών του D. Dreman. Το 1999, του αποδόθηκε ο τίτλος Doctor of Laws από το University of Manitoba.



Mark Roach

Ο Mark Roach είναι διευθύνων σύμβουλος, μέλος της Εκτελεστικής Επιτροπής και διαχειριστής χαρτοφυλακίου στη Dreman Value Management, L.L.C. Στην εταιρεία εργάζεται από το 2006 και είναι υπεύθυνος για τη διαχείριση όλων των προϊόντων. Επίσης, από το 2003, είναι μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου του Rice University Wright Fund.

Στο παρελθόν, το 2002-2006, είχε εργαστεί ως διαχειριστής χαρτοφυλακίων στη Vaughan Nelson Investment Management, ενώ το 1999-2001, διετέλεσε αναλυτής και αντιπρόεδρος της Fifth Third Bank στο Σινσινάτι. Επίσης, το 1998-1999, εργάστηκε ως σύμβουλος και ανώτατος αναλυτής στην Applied Finance Group, Ltd. στο Σικάγο, το 1997-1998 ως αναλυτής στη Lynch, Jones & Ryan στο Κλίβελαντ και το 1992-1997 ως αναλυτής της National City Bank στο Κλίβελαντ.

Ο Mark Roach ανέπτυξε και εφάρμοσε τη φιλοσοφία στον τρόπο που κάνει όλες τις επενδύσεις της η Vaughan Nelson, η οποία φιλοσοφία είναι παρόμοια με αυτήν της Dreman.

Ο Mark Roach έχει πτυχίο στα χρηματοοικονομικά από το Baldwin Wallace College και μεταπτυχιακό στη διοίκηση των επιχειρήσεων από το University of Chicago Graduate School of Business.



Emory Clifton Hoover

Ο E. Clifton Hoover είναι διευθύνων σύμβουλος, διευθυντής επιχειρήσεων και διαχειριστής χαρτοφυλακίων στη Dreman Value Management, L.L.C. Εργάζεται στην εταιρεία από το 2006 και είναι υπεύθυνος για τη διαχείριση προϊόντων μεγάλης κεφαλαιοποίησης.

Στο παρελθόν, το 1997-2006, είχε διατελέσει διευθύνων σύμβουλος και διαχειριστής χαρτοφυλακίων στην NFJ Investments Group LLC., ενώ το 1992-1997 υπήρξε αντιπρόεδρος στο Corporate Finance της Credit Lyonnais, όπου ήταν υπεύθυνος για τη χρηματοοικονομική ανάλυση και την εξυπηρέτηση πελατών. Το 1990-1992, εργάστηκε ως χρηματοοικονομικός αναλυτής στη Citibank και πιο πριν στη Republic Bank.

Ο E. Clifton Hoover έχει πτυχίο και μεταπτυχιακό στα χρηματοοικονομικά από το Texas Tech University.

Mario Tufano

Ο Mario Tufano είναι διαχειριστής χαρτοφυλακίων στη Dreman Value Management, L.L.C. Στη συγκεκριμένη εταιρεία εργάζεται από το 2007. Στο παρελθόν, το 2002-2007, είχε διατελέσει αναπληρωτής διευθυντής και αναλυτής στη UBS Investment Bank. Έχει πτυχίο στα χρηματοοικονομικά από το Penn State University.

5.10 Συμπεράσματα

Παραπάνω παρουσιάστηκαν οι άνθρωποι οι οποίοι διαχειρίζονται τα 26 συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια που υπάρχουν σήμερα στην αγορά. Μέσα από τα πιο σημαντικά σημεία των βιογραφικών τους σημειωμάτων, φαίνεται ότι αν όχι όλοι, τότε οι περισσότεροι έχουν αρκετές γνώσεις και μια μεγάλη εμπειρία όσον αφορά τον τομέα των χρηματοοικονομικών. Οι περισσότεροι από αυτούς δουλεύουν για χρόνια στο πεδίο των επιχειρήσεων και πιο συγκεκριμένα στη διαχείριση των αμοιβαίων κεφαλαίων. Πολλοί εξ' αυτών κατέχουν τον τίτλο του διδάκτορα και έχουν συνεισφέρει σε μεγάλο βαθμό στην χρηματοοικονομική επιστήμη. Επίσης, ιδρυτές εταιρειών διαχείρισης κεφαλαίων, όπως ο Josef Lakonishok και ο Russell Fuller, έχουν βραβευτεί από την χρηματοοικονομική κοινότητα για το έργο που έχουν προσφέρει καθ' όλη τη διάρκεια των δεκαετιών. Με λίγα λόγια, οι άνθρωποι οι οποίοι διαχειρίζονται τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια γνωρίζουν πάρα πολύ καλά αυτό που κάνουν και έχουν αφιερώσει το μεγαλύτερο μέρος της ζωής τους υπηρετώντας τον συγκεκριμένο τομέα.

Επίλογος

Τις τελευταίες δεκαετίες, οι θεωρίες της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής γίνονται ολοένα και πιο αποδεκτές από ακαδημαϊκούς και από επενδυτές. Υπάρχει μια αργή, αλλά σίγουρη αναγνώριση ότι οι χρηματαγορές επηρεάζονται, κατά κάποιο βαθμό, από τα ανθρώπινα συναισθήματα και όχι μόνο από ορθολογικούς επενδυτές.

Οι άνθρωποι διακατέχονται από συναισθήματα και ζώδη ένστικτα, επηρεάζονται από προκαταλήψεις κι από τον θόρυβο που επικρατεί στις χρηματαγορές, ενώ τέλος λειτουργούν με αγελαία συμπεριφορά και κάνουν χρήση ευρετικών. Όλα αυτά τα ευρήματα καταργούν τις θεωρίες που δέχονταν τον επενδυτή σαν μία ορθολογική μηχανή και πλέον η επιστήμη εξετάζει τον επενδυτή ως άνθρωπο, με συναισθήματα και αδυναμίες.

Τις μη ορθολογικές ενέργειες των επενδυτών προσπαθούν να εκμεταλλευτούν αρκετοί διαχειριστές χαρτοφυλακίων, οι οποίοι ισχυρίζονται ότι χρησιμοποιούν μετρήσεις για να ποσοτικοποιήσουν αυτή την “παράλογη” συμπεριφορά, ώστε να διαχειριστούν τα κεφάλαιά τους. Οι διαχειριστές των χαρτοφυλακίων εφαρμόζουν τις αρχές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής στις στρατηγικές τους και θεωρούν ότι μπορεί να επιτευχθούν υπερβολικά κέρδη, εάν η μη ορθολογική συμπεριφορά των επενδυτών, η οποία αντανακλάται στις τιμές της αγοράς, αναγνωριστεί και αναλυθεί αποτελεσματικά.

Για τους παραπάνω λόγους, μεγάλες εταιρείες έχουν δημιουργήσει αμοιβαία κεφάλαια τα οποία προσπαθούν να εκμεταλλευτούν τις συμπεριφορικές ανωμαλίες της αγοράς. Τα συγκεκριμένα αμοιβαία κεφάλαια ονομάζονται συμπεριφορικά και προσπαθούν να εντοπίσουν το λάθος του επενδυτή και να επωφεληθούν από αυτό. Παρά το γεγονός ότι η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική έχει γίνει γνωστή τις τελευταίες δεκαετίες, λίγα είναι γνωστά για τα συγκεκριμένα αμοιβαία κεφάλαια.

Στην παραπάνω έρευνα που έγινε, όσον αφορά τη στρατηγική που ακολουθούν τα συγκεκριμένα αμοιβαία κεφάλαια, φάνηκε ότι δεν είναι αμιγώς συμπεριφορικά, καθώς συνδυάζουν την τεχνική με τη θεμελιώδη ανάλυση. Η στρατηγική τους δηλαδή δεν περιορίζεται στην αντίθετη και στη δυναμική (οι οποίες βασίζονται στις ανωμαλίες της συμπεριφοράς των επενδυτών και άρα στις αρχές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής), αλλά συνδυάζεται με την αξία και την ανάπτυξη.

Όσον αφορά την απόδοση, παλαιότερες μελέτες που έχουν γίνει δεν μπορούν να αναφέρουν με σιγουριά ότι τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια είναι ικανά να ξεπεράσουν τον δείκτη αναφοράς. Η τελευταία μελέτη που έγινε για το χρονικό διάστημα 2008-2010, έδειξε ότι το 15% αυτών μπορεί να επιτύχει καλύτερες αποδόσεις από τον αντίστοιχο δείκτη.

Κλείνοντας, θα πρέπει να τονιστεί ότι τα αρνητικά αποτελέσματα δεν μπορούν να απορρίψουν την Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, αλλά είναι δύσκολο να αποσαφηνιστεί το κατά πόσο λειτουργεί συστηματικά και εάν οι διαχειριστές μπορούν να επενδύσουν με συμπεριφορικά κριτήρια για να πετύχουν μεγάλες αποδόσεις. Με βάση την τελευταία έρευνα δεν μπορεί να ειπωθεί ξεκάθαρα ότι τα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια είναι ανίκανα να πετύχουν καλύτερες αποδόσεις από τον δείκτη αναφοράς. Αυτό γιατί το δείγμα που λήφθηκε είναι αρκετά μικρό (μικρότερο από την έρευνα του Tesiantoni το 2010) και το χρονικό διάστημα το οποίο μελετήθηκε ήταν η περίοδος της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης 2008-2010, δηλαδή μόνο 3 χρόνια. Για τους παραπάνω λόγους θα πρέπει να γίνει περεταίρω έρευνα στα συμπεριφορικά αμοιβαία κεφάλαια. Θα πρέπει να ληφθεί ένας

μεγαλύτερος χρονικός ορίζοντας μελέτης, αλλά και περισσότερα στοιχεία για τις αποδόσεις αυτών.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

Βιβλιογραφία - Αρθρογραφία

Ξένη:

- Akerlof, G., Shiller, R. (2009), "*Animal Spirits*", Princeton University Press
- Black, F. (1986), "*Noise, The Journal of Finance*", vol. 41, no. 3, pp. 529-543.
- Banerjee, A. (1992), "*A Simple Model of Herd Behavior*", The Quarterly Journal of Economics, vol. 107, no. 3, pp. 797-817.
- Barber, B., Odean, T. (2001), "*Boys Will be Boys: Gender, Overconfidence and Common Stock Investment*", The Quarterly Journal of Economics, vol. 107, no. 3, pp. 797-817.
- Barber, B., Odean, T. (2000), "*Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors*", The Journal of Finance, vol. 55, no. 2, pp. 773-806.
- Barberis N., Thaler R. (2003), "*A survey fo Behavioral Finance, Handbook of the Economics of Finance*", Edited by G.M. Constantinides, M. Haris and R. Stulz, Elsevier Science.
- Brown, S. (2006), "*The Behavioral Connection*", CFA Magazine, pp. 44-45.
- De Bondt W., Thaler R. (1985), "*Does the Stock Market Overreact?*", Journal of Finance, vol.40, pp. 793-805.
- De Bondt, W. (1998), "*A portrait of the individual investor, European Economic Review*", vol.42, pp. 831-844.
- Frazzini, A. (2006), "*The Disposition Effect and Underreaction to News*", Journal of Finance, American Finance Association, vol.61, no 4, pp 2017-2046.
- Grinblatt M., Titman S., Wermers R. (1995), "*Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior*", The American Economic Review, vol. 85, no. 5, pp. 1088-1105.
- Jin, L., Scherbina, A. (2005), "*Inheriting Losers*", EFA 2005 Moscow Meetings
- Kahneman, D., Tversky, A. (1973), "*Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability*", Cognitive Psychology, vol. 5, no. 2, pp. 207-232.
- Kahneman, D., Tversky, A. (1974), "*Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*", Science, vol. 185, no. 4157, pp. 1124-1131.
- Kahneman, D., Tversky, A. (1979), "*Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk*", Econometrics, vol. 47, pp. 263-291.

Kahneman D., Tversky, A. (1981), "*The Framing of Decisions and the Psychology of Choice*", Science, vol. 211, no. 4481, 453-458.

Kahneman D., Tversky, A. (1991), "*Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference-Dependent Model*", The Quarterly Journal of Economics, vol. 106, no. 4, pp. 1039-1061.

Kahneman D., Tversky, A. (1992), "*Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty*", Journal of Risk and Uncertainty, vol. 5, no. 4, pp. 297-323.

Kausar, A., Taffler, R. (2005), "*Testing behavioral finance models of market under- and overreaction: do they really work?*", version 1.2

Kishore, R. (2006), "*Theory of Behavioural Finance and its Application to Property Market: A Change in Paradigm*", Twelfth Annual Pacific Rim Real Estate Society Conference, January 22-25, Auckland, New Zealand.

Lakonishok, J., Shleifer, A., Vishny, R. (1994), "*Contrarian Investment, Extrapolation and Risk*", The Journal of Finance, vol. 49, no. 5, pp. 1541-1578.

Le Bon, G. (1896), "*The crowd: A study of a popular mind*", The Macmillan Co.
Mackay, C. (1841), "*Extraordinary popular delusions and the madness of crowds*", Broadway (1995).

Reinhart, W., Brennan, M. (2007), "*Behavioral Portfolios Performance Measurement*", Financial Decisions, article 5.

Ricciardi, V., Simon, K. (2000), "*What is Behavioral Finance?*", Business, Education and Technology Journal, pp. 1-9.

Ritter, J. (2003), "*Behavioral Finance*", Pacific-Basin Finance Journal, vol. 11, no. 4, pp. 429-237.

Santoni, A. (2010), "*Applying Behavioural Finance to Investing*", Tesi di Dottorato, Universita' Degli Studi di Siena.

Selden, G.C. (1912), "*Psychology of the stock market*", Create Space (2011).

Sewell, M. (2007), "*Behavioural Finance*".

Shefrin, H., Statman, M. (1985), "*The disposition to sell winners too early and ride losers too long: theory and evidence*", The Journal of Finance, vol. 40, no.3, pp. 777-790.

Shefrin, H., Statman, M. (2000), "*Behavioral portfolio theory*", Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 35, no. 2, pp. 127-151.

Shleifer, A., Summers, L. (1990), "*The Noise Trader Approach to Finance*", Journal of Economics Perspectives, vol. 4, no. 2, pp. 19-33.

Swaminathan, B., Lee, Ch. (2000), “*Price Momentum and Trading Volume*”, The Journal of Finance, vol.55, no.5, pp. 2017-2069.

Thaler, R. (1980), “*Toward a Positive Theory of Consumer Choice*”, Journal of Economic Behavior & Organisation, vol. 1, no. 1, pp. 39-60.

Wermers, R. (1999), “*Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices*”, The Journal of Finance, vol. 54, no. 2, pp. 581-622.

Wright, C., Banerjee, P., Boney, V. (2008), “*Behavioral Finance: Are the disciples profiting from the doctrine?*”, Journal of Investing, vol. 17, no. 4, pp. 82-90.

Ελληνική:

Οικονόμου, Φ. (2008), “*Η Συμπεριφορά της Αγέλης στη Χρηματιστηριακή Αγορά*”, Μεταπτυχιακή Διατριβή, Πανεπιστήμιο Πειραιά.

Φίλιππας, Ν. (2005), “*Επενδύσεις*”, Εκδόσεις Πανεπιστημιακό.

Φίλιππας, Ν. (2011), “*Ζωώδη ένστικτα και οικονομικές καταστροφές*”, www.euro2day.gr, 18/01/2011.

Ιστοσελίδες:

finance.yahoo.com
www.bloomberg.com
www.degroof.be
www.dws.com
www.euro2day..gr
www.greenbackd.com
www.intermf.gr
www.investopedia.com
www.jpmorganfunds.com
www.leggmason.com
www.lgt.com
www.linkedin.com
www.lsvasset.com
www.nobelprize.org
www.phigita.net
www.squidoo.com
www.ssrn.com
www.virtus.com
www.yatedo.com