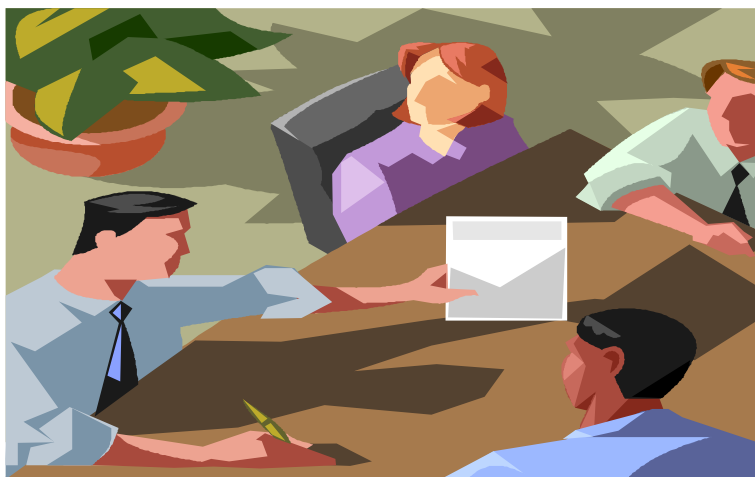


ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

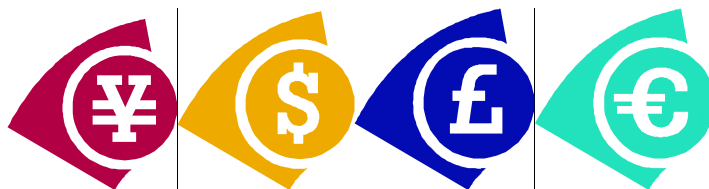


ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ



ΘΕΜΑ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ:

«ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΜΕΛΕΤΩΝ ΑΝΑΦΟΡΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΘΕΜΑ
ΤΗΣ ΕΠΑΝΑΛΗΠΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ»



ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ: ΔΗΜΑΡΑΚΗ Κ. ΓΕΩΡΓΙΑ
(ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΗΤΡΩΟΥ: ΜΧΑΝ/0308)

ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΑΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : ΦΙΛΙΠΠΑΣ Δ. ΝΙΚΟΛΑΟΣ

ΙΟΥΛΙΟΣ 2005

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	5
1. Γενικά.....	5
2. Αντικειμενικοί Σκοποί.....	7
3. Διάρθρωση Εργασίας	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.....	9
Τα χαρακτηριστικά των διαχειριστών Α/Κ και πώς αυτά επηρεάζουν τις αποδόσεις των Α/Κ που διαχειρίζονται	9
Κατηγορία 1 ^η : Ιδιαίτερα χαρακτηριστικά διαχειριστών	11
1.1. Η ηλικία του διαχειριστή	11
1.2. Το ίδρυμα πτυχίου του διαχειριστή.....	12
1.3. Η κατοχή ή όχι μεταπτυχιακού τίτλου.....	13
1.4. Η χρονική διάρκεια παραμονής στη θέση του διαχειριστή ενός συγκεκριμένου Α/Κ και γενικότερα η εμπειρία στο χώρο	13
Κατηγορία 2 ^η : Γενικά χαρακτηριστικά διαχειριστών.....	14
2.1. Το επίπεδο συστηματικού κινδύνου.....	14
2.2. Τα έξοδα επένδυσης σε Α/Κ	14
2.3. Οι προτιμήσεις.....	14
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.....	15
Η Υπόθεση Αποτελεσματικότητας των Αγορών (Efficient Market Hypothesis), το Δίλημμα Ενεργητική (Active) vs (Passive) Διαχείριση (Management) και το φαινόμενο της Επαναληπτικότητας της Επίδοσης (Performance Persistence Phenomenon).....	15
I. Οι έννοιες Παθητική Διαχείριση vs Ενεργητική Διαχείριση.....	15
1. Παθητική Διαχείριση (Passive Management)	16
2. Ενεργητική Διαχείριση (Active Management).....	17
II. Η έννοια των αποτελεσματικών αγορών (Efficient Markets)	18
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.....	23
Μέτρα - Κριτήρια - Υποδείγματα Αξιολόγησης	23
I. Η αξιολόγηση της επίδοσης των Α/Κ.....	23
1. Συντελεστής Μεταβλητότητας	24
2. Υπόδειγμα Treynor (1965)	25
3. Υπόδειγμα Sharpe (1966)	26
4. Υπόδειγμα Jensen (1968,1969).....	26
II. Η αξιολόγηση των διαχειριστών των Α/Κ	28
5. Υπόδειγμα Treynor & Mazuy (1966).....	31
6. Υπόδειγμα Henrikson & Merton (1981)	32
III. Σύγχρονα υπό αίρεση μέτρα αξιολόγησης.....	33
7. Conditional Measure of Performance Evaluation.....	34
IV. Πολύ-παραγοντικά μέτρα αξιολόγησης	35
8. Chen, Roll & Ross multifactor model (1986)	35
9. Gruber 4-factor model (1996).....	36
10. Carhart 4-factor model (1997)	37
V. Ο έλεγχος της επαναληπτικότητας των Α/Κ	39
11. Διαστρωματικά (cross-sectional) ή Μη-Παραμετρικά (non-parametric) τεστ.....	39
12. Otten & Bams Διαχρονικά (time-series) τεστ (2002)	39
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.....	40

Επισκόπηση αμερικάνικης βιβλιογραφίας.....	40
1. Αρχικές μελέτες για τις μη-κανονικές αποδόσεις.....	40
1.1. Jensen (1968).....	41
2. Πρώτες μελέτες για την εμμογή.....	42
2.1. Carlson (1970)	42
2.2. Grinblatt & Titman (1989α)	43
3. Μελέτες περιόδου 1990-1995	43
3.1. Brown, Goetzmann, Ibbotson & Ross (1992)	43
3.2. Grinblatt & Titman (1992).....	45
3.3. Hendricks, Patel & Zeckhauser (1993)	45
3.4. Grinblatt & Titman (1993).....	46
3.5. Goetzmann & Ibbotson (1994).....	46
3.6. Kahn & Rudd (1994).....	47
3.7. Volkman & Wohar (1995)	48
3.8. Malkiel (1995)	48
3.9. Brown & Goetzmann (1995).....	50
4. Μελέτες μετά το έτος 1995.....	51
4.1. Elton, Gruber & Blake (1996)	51
4.2. Sauer (1997)	52
4.3. Phelps & Detzel (1997)	52
4.4. Carhart (1997).....	53
4.5. Jain & Wu (2000)	54
4.6. Wermers (2001)	55
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.....	58
Επισκόπηση αγγλικής βιβλιογραφίας	58
1. Μελέτες περιόδου 1997-1998	58
1.1. Fletcher (1997).....	58
1.2. Quigley & Siquefield (1998).....	59
1.3. Lunde, Timmermann & Blake (1998).....	61
1.4. Blake & Timmermann (1998)	63
2. Μελέτες περιόδου 1999.....	65
2.1. Fletcher (1999).....	65
2.2. WM Company (1999)	65
2.3. Allen & Tan (1999)	66
3. Ανάλυση Financial Services Authority (FSA)	67
3.1. Bacon & Woodrow (1999)	68
3.2. Rhodes (2000).....	68
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.....	74
Επισκόπηση αυστραλιανής βιβλιογραφίας	74
1. Bird R., Chin H. & Mc Crae M. (1983)	74
2. Robson G. N. (1986).....	74
3. Vos E., Brown P. & Christie S. (1995)	74
4. Hallahan T.A. (1999)	74
5. Orr D. (1999)	75
6. Sawicki J. (2000, 2001).....	75
7. Gallagher D. R. (2001).....	75
8. Hallahan T.A. & Faff R. W. (2001)	75
9. Drew M. E. & Stanford J. D. (2001α, 2001β, 2003).....	76

10. Frino Angela, Heaney Richard & Service D. (2003).....	76
11. Bilson Crhis, Frino Angela & Heaney Richard A. (2004)	77
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8.....	84
Επισκόπηση ελληνικής βιβλιογραφίας.....	84
1. Χατζηνικολάου Γ. (1980).....	84
2. Μυλωνάς Ν.	85
2.1. Μελέτη 1995.....	85
2.2. Μελέτη 1999.....	85
3. Φίλιππας Ν.	86
3.1. Μελέτη 1991.....	86
3.2. Μελέτη 1998.....	87
3.3. Μελέτη 2000.....	87
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9.....	89
Επίδραση φαινομένου επαναληπτικότητας στη διαδικασία λήψης αποφάσεων των επενδυτών σχετικά με την επιλογή Α/Κ.....	89
1. US Consumer Reports (1990)	89
2. Caron, Fitzsimmons & Prince (1996)	90
3. Ippolito (1992).....	92
4. Gruber (1996).....	92
5. Sirri & Tufano (1998)	93
6. Barber, Odean & Zheng (2000)	94
7. Wermers (1997).....	95
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10.....	97
Εμπειρικά Στοιχεία Επαναληπτικότητας.....	97
1. Η αγορά των Η.Π.Α. και της Ευρώπης.....	97
2. Η ελληνική αγορά	112
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11.....	114
Επίλογος - Συμπεράσματα.....	114
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ & ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ.....	119

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Εισαγωγικό Σημείωμα

1. Γενικά

Τα Α/Κ παρουσιάζουν τα τελευταία χρόνια εντυπωσιακούς ρυθμούς ανάπτυξης τόσο παγκοσμίως όσο και στις χώρες – μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η τεράστια άνθηση που έχει γνωρίσει ο θεσμός των Α/Κ, επιβεβαιώνεται και από στοιχεία της Ευρωπαϊκής Ένωσης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (FEFSI) σύμφωνα με τα οποία στα τέλη του 2003 υπήρχαν παγκοσμίως πάνω από πενήντα τέσσερις χιλιάδες Α/Κ, τα δε κεφάλαια που διαχειρίζονται, ξεπερνούν τα έντεκα τρις ευρώ. Στην εγχώρια αγορά και παρά την κρίση του 1999, σήμερα είκοσι εννέα Α.Ε.Δ.Α.Κ., προσφέρουν διακόσια εξήντα πέντε διαφορετικά Α/Κ και διαχειρίζονται κεφάλαια ύψους άνω των τριάντα δις ευρώ. Πρωταγωνιστής του θεσμού των Α/Κ είναι η αγορά των Η.Π.Α. και είναι πραγματικά εντυπωσιακό το γεγονός ότι στην αμερικάνικη αγορά ένας στους δυο πολίτες έχουν αγοράσει Α/Κ άμεσα ή έμμεσα μέσω των σχετικών ασφαλιστικών ή συνταξιοδοτικών προγραμμάτων. Η τεράστια εξάπλωση του θεσμού οφείλεται αποκλειστικά στα μοναδικά πλεονεκτήματα που προσφέρουν τα Α/Κ, όπως αυτά της πρόσβασης στην επαγγελματική διαχείριση με μικρό αρχικό κεφάλαιο, της ελαχιστοποίησης του κινδύνου μέσω της διαφοροποίησης των επενδύσεων, της άμεσης ρευστότητας, της εύκολης μεταφοράς των χρημάτων από το ένα Α/Κ σε άλλο της ίδιας οικογένειας.

Η προαναφερθείσα εξάπλωση των Α/Κ είχε ως αποτέλεσμα την παράλληλη αύξηση του ενδιαφέροντος των ερευνητών για την αξιολόγηση της επίδοσης των διαχειριστών, αλλά και την διερεύνηση

άλλων πτυχών των Α/Κ. Το θέμα της αποδοτικότητας των Α/Κ εξετάζεται στο επίπεδο όπου συγκρίνονται οι αποδόσεις των Α/Κ με αποδόσεις υπαρχόντων δεικτών, λαμβάνοντας υπόψη τον κίνδυνο που ενυπάρχει. Η σύγκριση αυτή επιτρέπει την κατάταξη των Α/Κ σε μια σειρά βαθμολογίας στην κατηγορία που ανήκουν. Το ερώτημα που τίθεται πέραν της αποδοτικότητας είναι εάν η κατάταξη τον ένα χρόνο μπορεί να αποτελέσει πρόβλεψη κατάταξης για τον επόμενο χρόνο. Δηλαδή, γίνεται προσπάθεια να διαπιστωθεί εάν η ετήσια κατάταξη στη βαθμολογία επαναλαμβάνεται και για τα επόμενα έτη.

Η διερεύνηση αυτή δεν αποσκοπεί να μετρήσει την αποδοτικότητα αυτή καθαυτή, αλλά κατά πόσο υπάρχει το φαινόμενο της επαναληπτικότητας. Ως βαθμός επαναληπτικότητας της απόδοσης ενός Α/Κ ορίζεται η πρόβλεψη της απόδοσης της επόμενης περιόδου με βάση τη σημερινή απόδοση. Ανάλυση αυτού του φαινομένου βοηθά στην κατανόηση των ικανοτήτων που έχουν οι διαχειριστές να επαναλαμβάνουν τις επιτυχίες τους, επιλέγοντας κατάλληλα αξιόγραφα στο χαρτοφυλάκιο και αναλαμβάνοντας τις ορθώς χρονικά θέσεις στην κεφαλαιαγορά. Γνωρίζοντας το βαθμό επαναληπτικότητας, οι επενδυτές μπορούν να αποφασίσουν ευκολότερα εάν θα συνεχίσουν να διατηρούν τα μερίδια ενός αποτυχημένου Α/Κ ή να αγοράσουν περισσότερα από τα μερίδια ενός επιτυχημένου Α/Κ. Σε οποιαδήποτε περίπτωση η γνώση της επαναληπτικότητας θα ήταν χρήσιμη και για τους ίδιους τους διαχειριστές για να αναθεωρήσουν αποτυχημένες στρατηγικές και να συνεχίσουν να χρησιμοποιούν τις ήδη επιτυχημένες.

Εξάλλου, η αξιολόγηση της απόδοσης των Α/Κ και κατ' επέκταση η εμφάνιση επαναληπτικότητας στις παρατηρούμενες αποδόσεις τους, είναι δυο ζητήματα που έχουν διερευνηθεί σε πολύ ικανοποιητικό βαθμό από τη διεθνή βιβλιογραφία. Εντούτοις, ακριβώς εξαιτίας αυτής της εκτενούς μελέτης του θέματος από πολλούς ερευνητές, τα συμπεράσματα στα οποία καταλήγουν οι συγγραφείς δεν είναι όλα προς την ίδια κατεύθυνση.

Τα ευρήματα του ενός έρχονται συχνά να συμπληρώσουν αυτά των προηγούμενων ή να φωτίσουν μια νέα διάσταση στην οποία πιθανώς δεν είχε δοθεί αρκετή έμφαση από τους προηγούμενους συγγραφείς.

Σε μια τέτοια γεμάτη αναδιαρθρώσεις εξελικτική περίοδο, η διερεύνηση της αποτελεσματικότητας των επαγγελματιών διαχειριστών μπορεί να αποδειχθεί ιδιαίτερα σημαντική για τους παράγοντες της κεφαλαιαγοράς και να αποτελέσει ένα έναυσμα για πιο συστηματική μελέτη των αναγκών της ελληνικής κεφαλαιαγοράς σε ανθρώπινο δυναμικό.

2. Αντικειμενικοί Σκοποί

Στην παρούσα διπλωματική εργασία επιχειρείται η ανασκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας σχετικά με την αξιολόγηση της απόδοσης των Α/Κ, καθώς επίσης και αναφορικά με την εξέταση του φαινομένου εμμονής της επίδοσης των ατόμων που διαχειρίζονται τα Α/Κ. Αντικειμενικός σκοπός της παρούσας μεταπτυχιακής διατριβής είναι ο εντοπισμός και η παράθεση των πιο πρόσφατων ευρημάτων-εξελίξεων της σύγχρονης βιβλιογραφίας που αφορά το φαινόμενο της επαναληπτικότητας της συμπεριφοράς των Α/Κ.

3. Διάρθρωση Εργασίας

Στα πλαίσια του παραπάνω σκοπού, προσεγγίζονται διάφορα θέματα και έννοιες που θα συντελέσουν στην περαιτέρω κατανόηση του φαινομένου της εμμονής απόδοσης των Α/Κ. Η διπλωματική αυτή εργασία απαρτίζεται από έντεκα κεφάλαια και είναι οργανωμένη ως εξής : Το παρόν Κεφάλαιο 1 αποτελεί την εισαγωγή και περιλαμβάνει τη θεματολογία της εργασίας. Το Κεφάλαιο 2 επιχειρεί να εντυφήσει στα χαρακτηριστικά

εκείνα που κάνουν κάποιους διαχειριστές να ξεχωρίσουν από τους υπόλοιπους συναδέλφους τους. Το Κεφάλαιο 3 κάνει μικρή αναφορά στις έννοιες της ενεργητικής και παθητικής διαχείρισης, καθώς και στην υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών και συσχετίζει τα θέματα αυτά με το φαινόμενο της επαναληπτικότητας σε θεωρητικό επίπεδο. Το Κεφάλαιο 4 προσεγγίζει το ιδιαίτερης σπουδαιότητας θέμα αξιολόγησης της επίδοσης των Α/Κ με την παρουσίαση μέτρων, κριτηρίων και υποδειγμάτων που έχουν χρησιμοποιηθεί διαχρονικά για τη μέτρηση της αποδοτικότητας, ξεκινώντας από τις κλασσικές απόψεις και συνεχίζοντας με τις πιο σύγχρονες αναφορές σχετικά με το θέμα αυτό. Στα επόμενα Κεφάλαια 5, 6, 7, και 8 γίνεται εκτενής επισκόπηση της υφιστάμενης βιβλιογραφίας σχετικά με το ζήτημα της επαναληπτικότητας της επίδοσης των διαχειριστών Α/Κ των Η.Π.Α., Αγγλίας, Αυστραλίας και Ελλάδας αντίστοιχα, που αποτελεί άλλωστε και το κυρίως θέμα της παρούσας διπλωματικής εργασίας. Το Κεφάλαιο 9 κάνει αναφορά σε αμερικάνικες μελέτες που εξειδικεύουν στον τρόπο με τον οποίο το ζήτημα ύπαρξης ή μη της επαναληπτικότητας επιδρά στις επενδυτικές αποφάσεις των ατόμων. Το Κεφάλαιο 10 αποτελεί το εμπειρικό κομμάτι της εργασίας στο βαθμό που συνδέει τη θεωρία με το τι συμβαίνει πραγματικά στις αγορές. Συγκεκριμένα, παρουσιάζει εμπειρικά αποτελέσματα βαθμού επαναληπτικότητας επίδοσης Α/Κ από την Αμερική, την Ευρώπη και την Ελλάδα. Τέλος, το Κεφάλαιο 11 περιλαμβάνει τον επίλογο, όπου παρατίθενται συμπεράσματα της μελέτης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Τα χαρακτηριστικά των διαχειριστών Α/Κ και πώς αυτά επηρεάζουν τις αποδόσεις των Α/Κ που διαχειρίζονται

Στο εξωτερικό και κυρίως στις Η.Π.Α., όπου υπάρχει αναπτυγμένη επενδυτική παιδεία, το κοινό δίνει μεγάλη σημασία όχι μόνο στο όνομα της εταιρείας που διαχειρίζεται τα χρήματά του, αλλά και στο όνομα του ανθρώπου που παίρνει τις αποφάσεις για τον τρόπο επένδυσης των χρημάτων, δηλαδή τον διαχειριστή. Για το λόγο αυτό η σχετική βιβλιογραφία είναι πολύ ανεπτυγμένη. Πολλά βιβλία γράφονται κάθε χρόνο για τον τρόπο με τον οποίο ο ένας ή ο άλλος διαχειριστής καταφέρνει να επιτύχει τις ιδιαίτερες αποδόσεις στα κεφάλαια που διαχειρίζεται. Η διεθνής βιβλιογραφία καλύπτει μεγάλη έκταση αναφορικά με εκείνους τους διαχειριστές που καταφέρνουν για μεγάλο χρονικό διάστημα να κάνουν κάτι το ιδιαίτερο, δηλαδή να ξεπερνούν τη μέση απόδοση της αγοράς κατ' εξακολούθηση.

Πέρα από τα βιβλία υπάρχει και η σχετική αρθρογραφία τόσο στον οικονομικό τύπο και τα περιοδικά (FT, Economist, Forbes), όσο και σε έντυπα γενικότερου ενδιαφέροντος, όχι μόνο για τον τρόπο με τον οποίο οι άνθρωποι αυτοί κάνουν τις επενδυτικές τους επιλογές, αλλά και για τις μετακινήσεις τους μεταξύ των διαφόρων εταιρειών του χώρου. Τέτοιου είδους μετακινήσεις συχνά αλλάζουν τις ισορροπίες μεταξύ των εταιρειών του κλάδου.

Στην Ελλάδα το ενδιαφέρον εστιάζεται ακόμα στο όνομα της εταιρείας που διαχειρίζεται τα χρήματα και σαν κύριο μέσο προβολής χρησιμοποιούνται οι παλαιότερες αποδόσεις της. Τα πρόσωπα που

κρύβονται πίσω από τα Α/Κ παραμένουν άγνωστα στο ευρύ επενδυτικό κοινό.

Σε ένα τόσο ραγδαία αναπτυσσόμενο περιβάλλον, η αξιολόγηση των διαχειριστών, αλλά και η έρευνα σχετικά με το τι κάνει έναν επαγγελματία διαχειριστή επιτυχημένο, αποκτά, πέρα από τη θεωρητική και πρακτική σημασία. Αξίζει να αναφερθεί στο σημείο αυτό η πρωτοποριακή έρευνα των Chevalier & Ellison (1999), που προσπαθούν να εξετάσουν το κατά πόσο η κατοχή μεταπτυχιακού τίτλου, η κατάταξη του πανεπιστημιακού ιδρύματος, η ηλικία και η πρότερη εμπειρία του διαχειριστή επηρεάζουν τις αποδόσεις των Α/Κ που αυτός διαχειρίζεται. Η εργασία αυτή αποτέλεσε το έναυσμα για την σε μεγαλύτερο βάθος επιστημονική μελέτη σχετικά με τα χαρακτηριστικά εκείνα που κάνουν ένα διαχειριστή επιτυχημένο ή όχι. Η εργασία των Chevalier & Ellison ξεκίνησε από το παγκοσμίως γνωστό φαινόμενο του ζεστού χεριού (hot hand phenomenon), την ικανότητα δηλαδή ορισμένων διαχειριστών να επιλέγουν χρεόγραφα καλύτερα από τους απλούς επενδυτές ή από κάποιους άλλους συναδέλφους τους. Αυτό που ερευνάται είναι όχι η αποδοτικότητα αυτή καθ' αυτή, αλλά η επίδραση που έχουν τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των διαχειριστών στην αποδοτικότητα των Α/Κ. Η έρευνα αναφέρεται σε διαστρωματικά και όχι γραμμικά δεδομένα. Με άλλα λόγια η έρευνα δεν αναζητά τα δεδομένα σε μια διάρκεια ετών, αλλά στη δεδομένη χρονική στιγμή μεταξύ των διαχειριστών Α/Κ.

Το μέρος αυτό της διπλωματικής εργασίας αναφέρεται στην επίδραση των χαρακτηριστικών των διαχειριστών Α/Κ, καθώς και το πόσο αυτά τα χαρακτηριστικά επηρεάζουν τις αποδόσεις που τα άτομα αυτά επιτυγχάνουν. Με άλλα λόγια εξετάζει τις διαφοροποιήσεις που ενδέχεται να υπάρχουν μεταξύ των διαφόρων διαχειριστών Α/Κ και τους λόγους στους οποίους οι διαφοροποιήσεις αυτές οφείλονται. Συνοπτικά, τα κυριότερα χαρακτηριστικά των διαχειριστών Α/Κ, που ενδέχεται να διαμορφώνουν τις αποδόσεις των υπό τη διαχείρισή τους Α/Κ,

διαχωρίζονται σε δυο κατηγορίες και περιγράφονται αναλυτικά παρακάτω:

Κατηγορία 1^η : Ιδιαίτερα χαρακτηριστικά διαχειριστών

1.1. Η ηλικία του διαχειριστή

Η ηλικία του διαχειριστή ενδέχεται να επιδρά στην απόδοση του Α/Κ. Νεότεροι διαχειριστές αναμένεται να έχουν καλύτερες αποδόσεις από τους μεγαλύτερους συναδέλφους τους. Αυτό κατά κύριο λόγο μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι αισθάνονται τη θέση τους λιγότερο εξασφαλισμένη και την παραμονή τους σε αυτή άμεσα εξαρτημένη από την καλή τους επίδοση. Μια άλλη εξήγηση μπορεί να είναι πως όσο πιο νέος είναι κάποιος, τόσο μεγαλύτερη όρεξη έχει για δουλειά και επιζητά με μεγαλύτερη ζέση την επιτυχία και την καταξίωση.

Επίσης, το νεαρό της ηλικίας είναι κατά κανόνα συνυφασμένο με το ρίσκο, το οποίο με τη σειρά του είναι ανάλογο της απόδοσης. Πραγματικά στα χρηματοοικονομικά το υψηλότερο ρίσκο αναμένεται να αποφέρει υψηλότερη απόδοση.

Στον αντίποδα, θα μπορούσε να αναφερθεί πως οι πιο επιτυχημένοι διαχειριστές στη διεθνή βιβλιογραφία, είναι άτομα με ηλικία αρκετά μεγαλύτερη από τον μέσο όρο των συναδέλφων τους. Αυτό συμβαίνει γιατί τα άτομα αυτά έχουν αποκτήσει, λόγω της ηλικίας τους, πλούσια εμπειρία από επιτυχημένες διαχειριστικές ενέργειες, αλλά κυρίως, από λανθασμένες κινήσεις, που τους έχουν διδάξει πολλά. Αυτή η εμπειρία σε συνδυασμό με η θεωρητική γνώση μπορεί να οδηγήσει σε υψηλές αποδόσεις.

Από την άλλη πλευρά, η ώριμη ηλικία διακρίνεται για τη σύνεσή της, χαρακτηριστικό που είναι απαραίτητο στη διαχείριση κεφαλαίων. Ο επιτυχημένος διαχειριστής πρέπει να συγκρατεί τον ενθουσιασμό του στη περίπτωση που οι επενδυτικές του επιλογές αποδίδουν και να μπορεί να ρευστοποιεί το χαρτοφυλάκιο που διαχειρίζεται παρόλη τη συνεχή ανοδική πορεία.

1.2. Το ίδρυμα πτυχίου του διαχειριστή

Το ίδρυμα από το οποίο έχει πάρει ο διαχειριστής το πτυχίο του, θεωρείται πολύ σημαντικός παράγοντας. Η φήμη του πανεπιστημιακού ιδρύματος επηρεάζει την απόφαση για την πρόσληψη ενός νέου ατόμου στη θέση του διαχειριστή. Η κατοχή πτυχίου από ένα γνωστό ίδρυμα ανοίγει με μεγαλύτερη ευκολία τις πόρτες για το ξεκίνημα μιας επιτυχημένης επαγγελματικής σταδιοδρομίας. Στο εξωτερικό το φαινόμενο αυτό είναι πιο έντονο και γι' αυτό δίνεται ιδιαίτερη προσοχή στο ίδρυμα προέλευσης του πτυχίου.

Επιπλέον, η κατοχή πτυχίου από ένα ίδρυμα που είναι ψηλά στην σχετική κατάταξη, παρέχει και έμμεσα πλεονεκτήματα. Ένα από αυτά είναι η γνωριμία με άτομα που διαδραματίζουν ουσιαστικό ρόλο στα οικονομικά δρώμενα της χώρας. Αυτό μπορεί να έχει σαν αποτέλεσμα την καλύτερη πρόσβαση σε πληροφόρηση, μεγαλύτερη διαπραγματευτική ισχύ κ.α. Στο εξωτερικό και κυρίως στις Η.Π.Α., παρατηρείται το φαινόμενο οι μεγάλες εταιρείες να προσλαμβάνουν στελέχη από τα λεγόμενα μεγάλα Πανεπιστημιακά Ιδρύματα, προκειμένου να προασπίσουν τη φήμη που έχουν δημιουργήσει. Έτσι το φαινόμενο αυτό αυτοσυντηρείται και η παρατήρηση και η καταγραφή του γίνεται πιο σημαντική.

Η ιδιαιτερότητα για τη χώρα μας είναι ότι οι περισσότεροι διαχειριστές έχουν σπουδάσει σε διάφορα ιδρύματα του εξωτερικού. Οι διαφορές που υπάρχουν μεταξύ των ακαδημαϊκών συστημάτων των διαφόρων χωρών,

αλλά και οι διαφορές τους με τα ελληνικά δεδομένα, κάνουν πολύ δύσκολη έως και αδύνατη την κατάταξη των Πανεπιστημιακών Ιδρυμάτων με αντικειμενικά κριτήρια.

1.3. Η κατοχή ή όχι μεταπτυχιακού τίτλου

Η κατοχή ενός MBA, ή ενός άλλου μεταπτυχιακού τίτλου, μπορεί να μεταφραστεί σαν μεγαλύτερη εξειδίκευση, ή σαν μεγαλύτερη ικανότητα από τη πλευρά του διαχειριστή. Ο παράγοντας αυτός ενδέχεται να επηρεάζει με τη σειρά του τις επιδόσεις στα υπό διαχείριση κεφάλαια.

1.4. Η χρονική διάρκεια παραμονής στη θέση του διαχειριστή ενός συγκεκριμένου Α/Κ και γενικότερα η εμπειρία στο χώρο

Η εμπειρία σε προηγούμενες ανάλογες θέσεις και ο χρόνος παραμονής σε μια συγκεκριμένη θέση ως διαχειριστής ενός Α/Κ, είναι παράγοντες που ενδέχεται να αποτελέσουν ρυθμιστικούς παράγοντες για την απόδοση των διαχειριστών.

Η ελληνική ιδιαιτερότητα στην περίπτωση αυτή συνίσταται στη μικρή διάρκεια ζωής που έχουν τόσο οι περισσότερες εταιρείες που διαχειρίζονται Α/Κ, όσο και η συντριπτική πλειοψηφία των Α/Κ. Σε μια χώρα που ο θεσμός των Α/Κ είναι τόσο νέος, σε σχέση με τα διεθνή δεδομένα, αλλάζουν αναγκαστικά και τα κριτήρια προσδιορισμού της σχετικής με τη θέση του διαχειριστή ενός Α/Κ εμπειρίας. Για παράδειγμα, ένα γεγονός που αποτελεί με τη σειρά του μια ουσιαστική ιδιαιτερότητα, είναι ότι πολλά Α/Κ, προέρχονται από θυγατρικές τραπεζών. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να προαχθούν σε θέσεις διαχειριστών, άνθρωποι που δεν έχουν πείρα σε παρόμοιες θέσεις, αντίθετα προέρχονται από έναν χώρο όπου οι αποφάσεις λαμβάνονται με διαφορετικά κριτήρια (π.χ. πιστοδοτήσεις).

Κατηγορία 2^η : Γενικά χαρακτηριστικά διαχειριστών

2.1. Το επίπεδο συστηματικού κινδύνου

Ο συστηματικός κίνδυνος που αναλαμβάνει ο κάθε διαχειριστής, ενδέχεται να επιδρά στο υπό διαχείριση χαρτοφυλάκιό του. Είναι αναμενόμενο πως οι διαφορές στον κίνδυνο που αναλαμβάνει ο κάθε διαχειριστής, θα έχουν το ανάλογο αποτέλεσμα στην απόδοση του Α/Κ. Άλλωστε, είναι δεδομένη και γενικά αποδεκτή στα **χρηματοοικονομικά** η σχέση μεταξύ κινδύνου και αποδοτικότητας. Ενδεικτικά μπορούμε να αναφέρουμε τη θεωρία που στηρίζει αυτή την άποψη, δηλαδή το πολύ γνωστό Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model), καθώς και όλα τα μετέπειτα μοντέλα που αποτελούν εξελίξεις του αρχικού μοντέλου, όπως είναι το Υπόδειγμα Εξισορροπητικής Αγοραπωλησίας (Arbitrage Pricing Model) .

2.2. Τα έξοδα επένδυσης σε Α/Κ

Ένας ακόμα παράγοντας που θα πρέπει να ερευνηθεί σε σχέση με το τι επηρεάζει τις αποδόσεις των Α/Κ, είναι τα έξοδα με τα οποία επιβαρύνεται ο επενδυτής κατά την επιλογή μιας συγκεκριμένης επένδυσης. Σε αυτά περιλαμβάνονται οι προμήθειες διάθεσης και εξαγοράς, αλλά και οι προμήθειες διαχείρισης, οι τυχόν φόροι που εισπράττει το κράτος κ.λ.π.

2.3. Οι προτιμήσεις

Τέλος, ένας άλλος παράγοντας που διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στις αποδόσεις των Α/Κ, είναι οι προτιμήσεις των διαχειριστών σε κάποιες εταιρείες με βάση προσωπικές γνωριμίες, κάποια εσωτερική πληροφόρηση που μπορεί να έχουν εκείνοι, ή ακόμα και άλλου είδους σχέσεις με εταιρείες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Η Υπόθεση Αποτελεσματικότητας των Αγορών (Efficient Market Hypothesis), το Δίλημμα Ενεργητική (Active) vs (Passive) Διαχείριση (Management) και το φαινόμενο της Επαναληπτικότητας της Επίδοσης (Performance Persistence Phenomenon)

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η διερεύνηση της σχέσης μεταξύ αποτελεσματικότητας (efficiency) και ικανότητας πρόβλεψης της αγοράς (predictability). Το στοιχείο εύρεσης ή μη επαναληπτικότητας της ικανότητας των διαχειριστών, εάν δηλαδή η κατάταξη τη μια περίοδο μπορεί να αποτελέσει πρόβλεψη κατάταξης για την επόμενη χρονική περίοδο, έχει σαφέστατα θεωρητικό ενδιαφέρον, αφού θα ήταν ένα εύρημα υπέρ ή κατά της υπόθεσης των αποτελεσματικών αγορών. Ταυτόχρονα σχετικό με την έννοια των αποτελεσματικών αγορών είναι και το δίλημμα που συχνά αντιμετωπίζουν οι απλοί επενδυτές, όταν επιλέγουν Α/Κ, μεταξύ αυτών που ακολουθούν παθητική διαχείριση ή αυτών που εφαρμόζουν ενεργητική διαχείριση. Πριν προχωρήσουμε όμως στην ανάλυση της σχέσης αυτών των εννοιών και στην αλληλεπίδραση τους, είναι χρήσιμο να αναφέρουμε λίγα λόγια για το τι εννοούμε, λέγοντας αποτελεσματικές αγορές, ενεργητική και παθητική διαχείριση.

Ι. Οι έννοιες Παθητική Διαχείριση vs Ενεργητική Διαχείριση

Ένας από τους τρόπους μεταξύ των οποίων διαφοροποιούνται τα Α/Κ, είναι το είδος της διαχειριστικής πολιτικής που ακολουθούν. Η

παθητική διαχείριση και η ενεργητική διαχείριση είναι δυο βασικές πολιτικές που υπάρχουν.

1. Παθητική Διαχείριση (Passive Management)

Παθητική είναι η διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου, όταν οι διαχειριστές δεν υποχρεώνονται να κάνουν αναθεωρήσεις του χαρτοφυλακίου με βάση τις δικές τους αναλύσεις και επιλογές. Το είδος της διαχείρισης αυτής υποθέτει ότι το χαρτοφυλάκιο δημιουργείται με συγκεκριμένους σκοπούς και κριτήρια και η ακολουθούμενη διαχείριση θα πρέπει να εξασφαλίσει τη συνέχιση των σκοπών αυτών και να προβεί σε αναγκαίες οριακές αναθεωρήσεις του χαρτοφυλακίου ώστε να μην παραβιασθούν τα κριτήρια.

Κλασσικά παραδείγματα παθητικής διαχείρισης είναι η διαχείριση χαρτοφυλακίων που δημιουργούνται με βάση το χαμηλό λόγο τιμής προς κέρδη ή μετοχών με μικρή κεφαλαιοποίηση ή μετοχών που προσφέρουν υψηλά μερίσματα ή μετοχών σε ορισμένο κλάδο. Η διαχείριση δεν αποσκοπεί στο να προβλέψει την απόδοση του χαρτοφυλακίου, αλλά στο να επιδιώξει να διατηρήσει τις μετοχές που πληρούν τα κριτήρια. Η απόδοση θα υπολογιστεί με βάση την προβλεπόμενη επιτυχία που έχει εξ αρχής η εφαρμοζόμενη επενδυτική στρατηγική σε σχέση με την εξέλιξη της αγοράς. Την στρατηγική της παθητικής διαχείρισης, που πρόσφατα γνωρίζει μεγάλη αποδοχή και ανάπτυξη, ακολουθούν A/K δεικτών. Αυτά είναι χαρτοφυλάκια μετοχών ή και άλλων αξιόγραφων και χρεογράφων που έχουν παρόμοια σύνθεση με τη σύνθεση που έχουν συγκεκριμένοι και ευρέως γνωστοί δείκτες.

Πολλά άλλα A/K ακολουθούν γνωστούς δείκτες μετοχών μικρής κεφαλαιοποίησης, επιλεγμένων αξιών, ομολογιών. Όλα αυτά τα A/K δεν υπόσχονται τίποτε πέραν του γεγονότος ότι θα ακολουθήσουν πιστά τις κινήσεις του δείκτη που είναι συνδεδεμένα. Η αποτελεσματικότητά τους

κρίνεται με το πώς συγκρίνεται η απόδοσή τους με την απόδοση του δείκτη, καθώς και από το κόστος που ενέχει αυτή η προσπάθειά τους.

Ο Gruber (1996) χρησιμοποιώντας πέντε έτη παρατηρήσεων (1990-1994) Α/Κ δεικτών μετοχών και ομολογιών, διαπιστώνει ότι ο συντελεστής συσχετισμού των μηνιαίων αποδόσεων των Α/Κ με τους αντίστοιχους δείκτες είναι τουλάχιστον 98,6%. Αυτό υποδηλώνει ότι, τα Α/Κ πετυχαίνουν να ακολουθούν πιστά τους δείκτες με τους οποίους συνδέονται.

Η επιτυχία της παθητικής διαχείρισης βέβαια θα πρέπει να κριθεί με βάση τους πόρους που δαπανώνται. Με μέσο ετήσιο κόστος 0,22% που αναφέρει ο Gruber θεωρείται ικανοποιητική η δαπάνη για τη στενή παρακολούθηση ενός δείκτη με ανάλογη απόδοση. Τι περισσότερο θα μπορούσε να επιτευχθεί όμως εάν η διαχείριση έθετε πιο φιλόδοξους στόχους, είναι ένα ερώτημα που βρίσκει απάντηση στην ενεργητική διαχείριση, που αναλύεται παρακάτω.

2. Ενεργητική Διαχείριση (Active Management)

Ενεργητική είναι η διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου που επιδιώκει να «νικήσει την αγορά», να επιτύχει δηλαδή αποδόσεις μεγαλύτερες από αυτές της αγοράς. Η αγορά συνήθως ορίζεται από ένα δείκτη που αντιπροσωπεύει κατά το μέγιστο την «καρδιά» της αγοράς, όπως π.χ. ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χ.Α.Α. Άλλοι δείκτες με διαφορετικά χαρακτηριστικά, όπως οι δείκτες ομολογιών, μπορούν να αντιπροσωπεύουν άλλα τμήματα της αγοράς στα οποία δραστηριοποιούνται επενδυτές που έχουν ανάλογα χαρακτηριστικά κινδύνου και απόδοσης.

Οι ενεργητικοί διαχειριστές χαρτοφυλακίου είναι υποχρεωμένοι να παίρνουν θέσεις στην αγορά και να προβαίνουν σε συνεχείς αναλύσεις, ώστε είτε να αποφασίζουν να διατηρούν τις θέσεις αυτές είτε να τις

αναθεωρούν. Με άλλα λόγια οι ενεργητικοί διαχειριστές πρέπει να αναλαμβάνουν συνεχώς νέες πρωτοβουλίες που στηρίζονται σε ένα μηχανισμό ανάλυσης και προωθούνται με βάση τη κρίση που διαθέτουν κάθε στιγμή. Η προσπάθειά τους αυτή θα κριθεί από την ικανότητα που διαθέτουν να πετύχουν αποδόσεις μεγαλύτερες της αγοράς με κόστος όμως που δεν ξεπερνά τις επιπλέον αποδόσεις που δημιουργούν. Αυτός είναι και ο βασικός λόγος που οι λογικοί επενδυτές θα προτιμούσαν να επενδύσουν σε A/K με ενεργητική διαχείριση από το να επενδύουν σε A/K με παθητική διαχείριση.

Με εξαίρεση τα A/K δεικτών, τα περισσότερα A/K καταφεύγουν σε ενεργητική διαχείριση. Αυτό είναι και το μεγάλο πλεονέκτημα που προσφέρουν τα A/K στους ατομικούς επενδυτές: την ενεργητική διαχείριση από επαγγελματίες του είδους. Το ερώτημα βέβαια που τίθεται εδώ είναι αν και κατά πόσο έχουν επιτύχει να προσφέρουν τις προσδοκώμενες αποδόσεις και να αποζημιώσουν τους μεριδιούχους επαρκώς. Μπορούμε να αναφερθούμε σε ένα πρώτο συμπέρασμα που παραθέτει ο Gruber (1996), ότι δηλαδή τα ενεργητικά διαχειριζόμενα A/K κατά μέσο όρο δημιουργούν αξία. Το πρόβλημα είναι ότι δαπανώνται περισσότεροι πόροι απ' ότι η αξία που δημιουργείται.

II. Η έννοια των αποτελεσματικών αγορών (Efficient Markets)

Μια γενιά πριν, η υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών ήταν ευρέως αποδεκτή από ακαδημαϊκούς οικονομολόγους, με τρανταχτό παράδειγμα τον Eugene Fama (1970) και το σχετικό πρωτοποριακό άρθρο του "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work". Υπήρχε γενικά η πεποίθηση ότι οι αγορές αξιόγραφων ήταν υπερβολικά αποτελεσματικές στο να αντανakλούν πληροφορίες τόσο για μεμονωμένες μετοχές όσο και για την αγορά μετοχών στο σύνολό της. Η επικρατούσα άποψη ήταν ότι, όταν η πληροφορία εμφανίζεται, τα νέα

διαδίδονται γρήγορα και ενσωματώνονται στις τιμές των χρεογράφων χωρίς καθυστέρηση. Συνεπώς, ούτε η τεχνική ανάλυση, που είναι η μελέτη προηγούμενων τιμών μετοχών σε μια προσπάθεια να προβλεφθούν οι μελλοντικές τιμές, ούτε η θεμελιώδης ανάλυση, που είναι η ανάλυση χρηματοοικονομικών πληροφοριών, όπως για παράδειγμα είναι τα κέρδη εταιρειών, οι αξίες ενεργητικού, για να βοηθήσουν τους επενδυτές να επιλέξουν υποτιμημένες μετοχές, θα καθιστούσαν ικανό τον επενδυτή να πετύχει αποδόσεις μεγαλύτερες από αυτές που θα μπορούσαν να εξασφαλισθούν από τη διακράτηση ενός τυχαία επιλεγμένου χαρτοφυλακίου μεμονωμένων μετοχών με συγκρίσιμο ρίσκο. Συνοπτικά γίνεται ξεκάθαρο από τα παραπάνω, ότι με τον όρο αποτελεσματικές χρηματαγορές, εννοούμε τις αγορές στις οποίες οι τιμές των μετοχών προσαρμόζονται στις νέες πληροφορίες χωρίς καθυστέρηση και έτσι δεν υπάρχουν ευκαιρίες arbitrage που να επιτρέπουν στους επενδυτές να αποκομίσουν μεγαλύτερες του μέσου όρου αποδόσεις, χωρίς να αναλάβουν μεγαλύτερο του μέσου όρου κίνδυνο (Ορισμός Burton G. Malkiel).

Η υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών είναι άμεσα συνδεδεμένη με την άποψη ότι οι κινήσεις των αγοραίων τιμών των μετοχών προσεγγίζουν αυτές ενός «τυχαίου περιπάτου» (random walk), ένας όρος που χρησιμοποιείται στη χρηματοοικονομική βιβλιογραφία, προκειμένου να χαρακτηρίσει μια σειρά τιμών, όπου όλες οι διαδοχικές αλλαγές τιμών αντιπροσωπεύουν τυχαίες εκκινήσεις από προηγούμενες τιμές. Η λογική της ιδέας του «τυχαίου περιπάτου» είναι ότι αν η ροή των πληροφοριών είναι ανεμπόδιστη και οι πληροφορίες αντανakλώνται άμεσα στις τιμές των μετοχών, τότε η αυριανή αλλαγή της τιμής θα αντανakλά μόνο τα αυριανά νέα και θα είναι ανεξάρτητη από τις σημερινές αλλαγές τιμών. Ωστόσο, τα νέα είναι εξορισμού απρόβλεπτα και συνεπώς οι τελικές αλλαγές τιμών είναι επίσης απρόβλεπτες και τυχαίες. Ως αποτέλεσμα, οι τιμές αντανakλούν πλήρως όλες τις γνωστές πληροφορίες και ακόμα και οι απληροφόρητοι επενδυτές, αγοράζοντας ένα διαφοροποιημένο

χαρτοφυλάκιο στον πίνακα τιμών που δίνεται από την αγορά, θα αποκομίσουν μια απόδοση τόσο καλή όσο αυτή που επιτεύχθηκε από τους ειδικούς.

Ο Fama υπαινίσσεται ότι η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς μπορεί να ορισθεί και να ελεγχθεί σε τρεις μορφές:

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

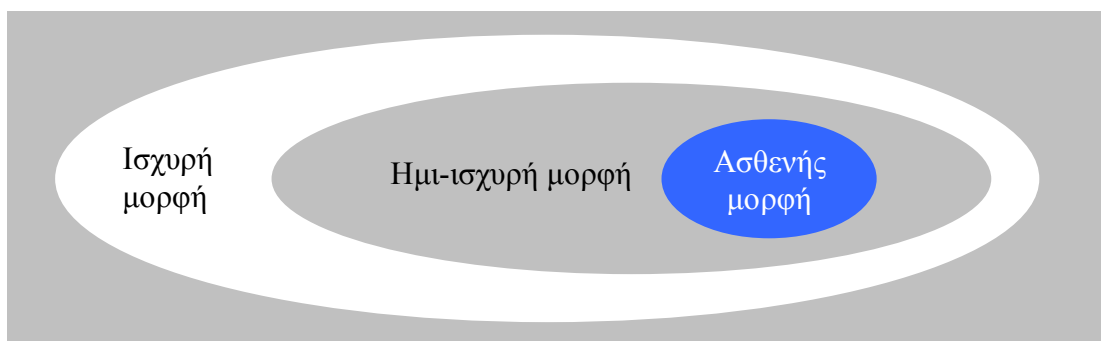
Η βασική διαφορά μεταξύ των τριών μορφών αγοράς, έγκειται στο επίπεδο της πληροφόρησης που ενσωματώνουν.

Η μορφή της ασθενούς αποτελεσματικότητας υιοθετεί την υπόθεση ότι οι τρέχουσες τιμές των μετοχών αντανακλούν πλήρως όλες τις πληροφορίες της χρηματιστηριακής αγοράς, συμπεριλαμβάνοντας την ιστορική σειρά των τιμών, τις μεταβολές των τιμών, τον όγκο των συναλλαγών κ.λ.π. Η υπόθεση αυτή συνεπάγεται ότι δεν υπάρχει καμία σχέση μεταξύ παρελθουσών και μελλοντικών μεταβολών των τιμών, δηλαδή, οι διαχρονικές μεταβολές των τιμών των μετοχών είναι ανεξάρτητες. Ως εκ τούτου, οποιεσδήποτε στρατηγικές αγοραπωλησίας μετοχών (trading rules) οι οποίες εξαρτώνται από τις παρελθούσες μεταβολές των τιμών ή η χρησιμοποίηση δεδομένων του παρελθόντος για να προβλεφθούν οι μελλοντικές μεταβολές των τιμών, δεν έχουν καμιά αξία.

Η μορφή της ημισχυρής αποτελεσματικότητας ισχυρίζεται ότι, οι τιμές των αξιογράφων προσαρμόζονται με ταχύτητα στην ανακοίνωση όλων των νέων δημοσίων πληροφοριών. Κατά συνέπεια, οι τιμές των μετοχών αντανακλούν πλήρως όλες τις δημόσιες πληροφορίες. Η μορφή της ημισχυρής αποτελεσματικότητας εμπερικλείει την υπόθεση της

ασθενούς αποτελεσματικότητας, διότι όλες οι πληροφορίες της αγοράς είναι δημόσιες. Οι δημόσιες πληροφορίες περιλαμβάνουν επιπρόσθετες πληροφορίες, όπως τα κέρδη των εταιρειών, τις διασπάσεις των μετοχών, τα οικονομικά και τα πολιτικά νέα. Ως εκ τούτου, οι επενδυτές οι οποίοι αντιδρούν σε κάποια νέα σημαντική πληροφορία μετά τη δημοσιοποίησή της, δεν θα μπορούν να επιτύχουν υπέρ-κανονικά κέρδη, επειδή η επίδραση των νέων πληροφοριών (υπολογίζοντας και το κόστος της συναλλαγής) έχει ήδη ενσωματωθεί στην τιμή του αξιόγραφου.

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



Η πρακτική σημασία των παραπάνω είναι ότι, καμία ομάδα επενδυτών δεν θα μπορέσει να επιτύχει κατά μέσον όρο και για μεγάλη χρονική περίοδο, υπέρ-κανονικά κέρδη. Η υπόθεση της ισχυρής αποτελεσματικότητας εμπερικλείει και τις δύο προαναφερθείσες μορφές αποτελεσματικότητας, την ασθενή και την ημι-ισχυρή. Επιπλέον απαιτεί, εκτός από τη υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών όπου οι τιμές αντιδρούν και προσαρμόζονται άμεσα στην ανακοίνωση των νέων δημοσίων πληροφοριών και την υπόθεση των τέλει αγορών, σύμφωνα με την οποία όλες οι πληροφορίες είναι διαθέσιμες, την ίδια χρονική στιγμή, για οποιονδήποτε συμμετέχει σε αυτήν.

Οι εμπειρικές μελέτες αναφορικά με τον έλεγχο της υπόθεσης της ημιασχυρής και της ισχυρής αποτελεσματικότητας χρησιμοποιώντας τα συνήθη κριτήρια, είναι αντιφατικές.

Στις αρχές του 21^{ου} αιώνα, η πνευματική κυριαρχία της υπόθεσης των αποτελεσματικών αγορών αρχίζει να γίνεται λιγότερο αποδεκτή σε παγκόσμιο επίπεδο. Πολλοί οικονομολόγοι, οικονομέτρες και στατιστικοί αρχίζουν να πιστεύουν ότι οι τιμές των μετοχών είναι τουλάχιστον μερικώς προβλέψιμες. Μια νέα γενιά οικονομολόγων δίνουν έμφαση σε ψυχολογικούς παράγοντες και στοιχεία συμπεριφοράς που συντελούν στη διαμόρφωση των τιμών των μετοχών και καταλήγουν να πιστεύουν ότι οι μελλοντικές τιμές μετοχών είναι κατά κάποιο τρόπο προβλέψιμες είτε στη βάση των προηγούμενων τιμών είτε σε συγκεκριμένες μετρικές αξιολόγησης, όπως για παράδειγμα είναι οι μερισματικές αποδόσεις και οι λόγοι τιμών-κερδών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Μέτρα - Κριτήρια - Υποδείγματα Αξιολόγησης

I. Η αξιολόγηση της επίδοσης των Α/Κ

Στις μέρες μας, η δυνατότητα επιλογής μεταξύ ενός μεγάλου αριθμού και διαφόρων τύπων Α/Κ, καθιστά την απόφαση του επενδυτή για το κατάλληλο Α/Κ ένα αρκετά σύνθετο ζήτημα, εφόσον εμπλέκεται πλήθος παραγόντων οι οποίοι πρέπει να ληφθούν υπόψη.

Πολύ συχνά το μοναδικό κριτήριο επιλογής ενός Α/Κ φαίνεται να είναι η παρελθούσα απόδοσή του. Μια τέτοια προσέγγιση, όμως, είναι υπέρ-απλουστευτική και σίγουρα δεν μπορεί να αποτελέσει μια συνετή αντιμετώπιση του ζητήματος της αξιολόγησης των Α/Κ. Καθώς, ωστόσο, διατυπώθηκε η σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου, η απόδοση άρχισε να αξιολογείται σε συνδυασμό με τον κάθε φορά αναλαμβανόμενο κίνδυνο. Έτσι, σταδιακά η αξιολόγηση άρχισε να γίνεται μια οργανωμένη προσπάθεια στην οποία συνυπολογίζονται η στρατηγική του Α/Κ, η παρελθούσα του απόδοση, ο χρονικός ορίζοντας της επιλογής του επενδυτή, ο επιθυμητός αναλαμβανόμενος κίνδυνος, η ικανότητα του διαχειριστή του Α/Κ, οι οποιασδήποτε φύσης περιορισμοί που ενδεχομένως συνοδεύουν το Α/Κ ή/και την πορεία της αγοράς.

Πολύ σημαντική παράμετρος στην αξιολόγηση ενός Α/Κ είναι η σύγκριση του με ένα ομοειδές και όχι με ένα οποιοδήποτε άλλο Α/Κ. Είναι άστοχο να συγκριθεί ένα Α/Κ διαχείρισης διαθεσίμων με ένα μικτό Α/Κ. Και αυτό διότι, η αξιολόγηση ενός χαρτοφυλακίου επιτυγχάνεται με τη σύγκριση του χαρτοφυλακίου με ένα άλλο χαρτοφυλάκιο το οποίο

επιλέγεται ως δείκτης. Προκειμένου, λοιπόν, να συγκριθεί η απόδοση του A/K με αυτή του χαρτοφυλακίου-δείκτη είναι απαραίτητο τα δυο χαρτοφυλάκια να εμπεριέχουν τον ίδιο κίνδυνο. Ειδάλλως τα δυο χαρτοφυλάκια δεν είναι πραγματικά συγκρίσιμα.

Αν και το ενδιαφέρον του επενδυτή εστιάζεται στην απόδοση συγκριτικά με τον κίνδυνο που επιθυμεί να αναλάβει, η σύγκριση διαφορετικού είδους A/K δεν επιτρέπει την αποτελεσματική αξιολόγηση του διαχειριστή. Πιο συγκεκριμένα ο διαχειριστής ενός ομολογιακού A/K μπορεί να επενδύσει σε μετοχές μόνο μέχρι το 10% του χαρτοφυλακίου του, την ώρα που ο διαχειριστής ενός μικτού A/K μπορεί να επενδύσει μέχρι και το 60% του χαρτοφυλακίου του σε μετοχές. Αυτή η ύπαρξη τόσο διαφορετικών περιορισμών ως προς τις επενδυτικές επιλογές, καθιστά τη σύγκριση δυο τέτοιων χαρτοφυλακίων άστοχη.

Τέλος, ένα ιδιαίτερα σημαντικό ζήτημα, αφορά τη διαπίστωση ύπαρξης διαφορών στις αποδόσεις που πραγματοποιούνται από επαγγελματίες διαχειριστές σε σχέση με αυτές των απλών επενδυτών. Η διερεύνηση μπορεί να γίνει μέσω γνωστών στατιστικών μοντέλων. Αναφέρουμε ενδεικτικά τα πιο γνωστά και τα πιο ευρέως χρησιμοποιούμενα στη διεθνή βιβλιογραφία:

1. Συντελεστής Μεταβλητότητας

Ο συντελεστής μεταβλητότητας αποτελεί ένα απλό και άμεσο τρόπο αξιολόγησης της επίδοσης ενός A/K. Πρόκειται, ουσιαστικά, για μια εναλλακτική ποσοστιαία μέτρηση του κινδύνου ανά μονάδα απόδοσης. Ο συντελεστής μεταβλητότητας ισούται με την τυπική απόκλιση των αποδόσεων του A/K δια τη μέση του απόδοσης. Τα αποτελέσματα του συντελεστή μεταβλητότητας καθιστούν εφικτή τη σύγκριση των A/K σε συνάρτηση πάντα με την επιτευχθείσα απόδοση και τον αναλαμβανόμενο

κίνδυνο. Όσο μεγαλύτερος είναι ο συντελεστής μεταβλητότητας για ένα A/K, τόσο μεγαλύτερο κίνδυνο αναλαμβάνει ο επενδυτής για κάθε μονάδα απόδοσης που επιτυγχάνει. Αντίθετα, όσο μικρότερος είναι ο συντελεστής μεταβλητότητας ενός A/K, τόσο μικρότερο κίνδυνο αναλαμβάνει ο επενδυτής για κάθε μονάδα απόδοσης που επιτυγχάνει.

2. Υπόδειγμα Treynor (1965)

Ο λόγος του Treynor απεικονίζεται από την παρακάτω σχέση:

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

και εκφράζει την υπερβάλλουσα απόδοση του A/K, η οποία προκύπτει από τη διαφορά της πραγματοποιηθείσας απόδοσης από το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, δια της μεταβλητικότητας των αποδόσεων του A/K, όπως αυτή προσεγγίζεται από το συστηματικό κίνδυνο.

Επειδή ο αριθμητής του δείκτη Treynor εκφράζεται σε ποσοστά, ενώ ο παρανομαστής εκφράζεται σε καθαρό αριθμό, ο δείκτης αυτός είναι εκφρασμένος τελικά σε ποσοστά. Σε αντίθεση με τον Sharpe, ο Treynor για την αξιολόγηση των χαρτοφυλακίων λαμβάνει υπόψη του μόνο τον συστηματικό κίνδυνο και χρησιμοποιεί τον συντελεστή βήτα. Αυτή η διαφορά του από τον δείκτη του Sharpe, επιτρέπει την χρήση του συγκεκριμένου λόγου και για την αξιολόγηση μετοχών.

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

3. Υπόδειγμα Sharpe (1966)

Ο λόγος του Sharpe απεικονίζεται από την παρακάτω σχέση:

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

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

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

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

4. Υπόδειγμα Jensen (1968,1969)

Οι δείκτες Sharpe και Treynor που παρουσιάστηκαν παραπάνω, κατατάσσουν χαρτοφυλάκια, αλλά δεν αναφέρουν σε όρους αποδόσεων πόσο τοις εκατό το συγκεκριμένο A/K υπερέχει ή όχι από ένα χαρτοφυλάκιο παθητικής διαχείρισης. Για παράδειγμα είναι δύσκολο να ερμηνευτεί μια τιμή του δείκτη Treynor ίση με 5,5%. Για το λόγο αυτό παράλληλα με τις παραπάνω μεθόδους χρησιμοποιείται μια εναλλακτική μέθοδος αξιολόγησης της επίδοσης ενός χαρτοφυλακίου.

Ο Jensen προχώρησε σε μια πιο εξελιγμένη και πιο σύγχρονη εναλλακτική προσέγγιση για την αξιολόγηση της επίδοσης των Α/Κ, που είναι γνωστή ως μέθοδος της διαφορικής απόδοσης ή δείκτης επίδοσης του Jensen (Jensen's Performance Index). Ο βασικός σκοπός της προσέγγισης αυτής είναι ο υπολογισμός της απόδοσης, που θα έπρεπε να έχει το Α/Κ με βάση το συστηματικό κίνδυνο τον οποίο εμπεριέχει. Κατά τον Jensen, το κάθε χαρτοφυλάκιο αξιολογείται από τη διαφορά της απόδοσης που πέτυχε με την απόδοση που θα είχε, αν ο διαχειριστής του συγκεκριμένου χαρτοφυλακίου επένδυε στο χαρτοφυλάκιο της αγοράς και σε χωρίς κίνδυνο αξιόγραφα, ώστε να αναλαμβάνει τον ίδιο κίνδυνο. Ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος εκφράζεται από το συστηματικό κίνδυνο, δηλαδή από το συντελεστή βήτα. Ο Jensen προτείνει την εκτίμηση της παρακάτω παλινδρόμησης:

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

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

Η μέθοδος την οποία ανέπτυξε ο Jensen στηρίζεται στο Capital Asset Pricing Model (CAPM). Πιο συγκεκριμένα, ως διαφορική απόδοση θεωρείται η διαφορά της επιτευχθείσας απόδοσης ενός Α/Κ με την απόδοση που θα έπρεπε να έχει επιτευχθεί σύμφωνα με το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (ΥΑΚΣ). Κι αυτό γιατί μέσα σε μια αποτελεσματική κεφαλαιαγορά η αναμενόμενη απόδοση των διαχειριστών προσδιορίζεται από τη γραμμή αξιόγραφων στο επίπεδο κινδύνου του

A/K. Συνεπώς, εφόσον η απόδοση χωρίς κίνδυνο έχει αφαιρεθεί από την απόδοση του A/K, ο συντελεστής άλφα θα απέχει από το μηδέν μόνο κατά το βαθμό στον οποίο ο διαχειριστής του A/K διαθέτει ή όχι την ικανότητα να πετύχει διαφορετικές αποδόσεις από τις αναμενόμενες.

II. Η αξιολόγηση των διαχειριστών των A/K

Μια πολύ σημαντική παράμετρος στην αξιολόγηση της επίδοσης των A/K είναι και η αξιολόγηση της απόδοσης των διαχειριστών τους. Είναι πολύ σημαντικό για τους μεριδιούχους των A/K να γνωρίζουν κατά πόσο οι διαχειριστές τους προσθέτουν ή όχι αξία στα χαρτοφυλάκια τα οποία διαχειρίζονται. Τα τελευταία χρόνια το συγκεκριμένο ζήτημα έχει απασχολήσει ιδιαίτερα τη διεθνή βιβλιογραφία. Εντούτοις, οι διαφορετικές έρευνες έχουν καταλήξει συχνά σε αντικρουόμενα συμπεράσματα για το κατά πόσο υπάρχει άμεση και λογική σχέση μεταξύ χαρισματικής διαχείρισης και καλής επίδοσης.

Αν και η επίδοση ενός A/K μπορεί να είναι ένδειξη υψηλής διαχειριστικής ικανότητας, η καλή ή κακή απόδοση ενός A/K συχνά μπορεί να οφείλεται σε τυχαίους εξωγενείς παράγοντες. Γι' αυτό είναι απαραίτητο να παρακολουθείται η ικανότητα των διαχειριστών των A/K συνεχόμενα και διαχρονικά, ώστε να εντοπίζονται οι ικανοί διαχειριστές που επιτυγχάνουν συστηματικά υψηλότερες αποδόσεις από ένα παθητικό χαρτοφυλάκιο ισοδύναμου κινδύνου.

Η παρουσία επαναληπτικότητας στις αποδόσεις των A/K, αποτελεί, όμως, μια καλή ένδειξη διαχειριστικής ικανότητας, εφόσον ικανοί διαχειριστές αναμένεται να είναι επιτυχημένοι διαχρονικά, ενώ λιγότερο ικανοί διαχειριστές αναμένεται να παρουσιάζουν επαναλαμβανόμενες αποτυχίες.

Τα προαναφερθέντα μέτρα συνολικής επίδοσης, γνωστά και ως μέτρα αποτελεσματικότητας, παρέχουν πληροφορίες για το πώς πήγε ένα χαρτοφυλάκιο σε σχέση με ένα σύνολο άλλων χαρτοφυλακίων ή ένα χαρτοφυλάκιο αναφοράς. Η χρήση υποδειγμάτων τετραγωνικής μορφής (Treynor – Mazuy) και παλινδρόμησης με ψευδομεταβλητές (Henrikson – Merton) αποτελεί μια προσπάθεια να αξιολογηθούν διαφορετικά η ικανότητα του διαχειριστή στο συγχρονισμό και στην επιλεκτικότητα. Πρόσφατα η χρηματοοικονομική θεωρία έχει αναπτύξει πολύπλοκα, πολύ-παραγοντικά υποδείγματα (factor models), τα οποία προσπαθούν να εξηγήσουν το γιατί τα χαρτοφυλάκια έχουν επιτύχει τη συγκεκριμένη απόδοση για το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Η προσέγγιση αυτή ονομάζεται performance attribution. Οι προαναφερθείσες έννοιες του συγχρονισμού και της επιλεκτικότητας αναπτύχθηκαν από τον Fama (1972) στην προσπάθεια εύρεσης ενός εξειδικευμένου τρόπου μέτρησης της απόδοσης των Α/Κ. Σύμφωνα με τον Fama η ικανότητα πρόβλεψης του διαχειριστή διακρίνεται σε δυο κατηγορίες:

(α) τις μικροπροβλέψεις (microforecasting), οι οποίες αναφέρονται στην ικανότητα πρόβλεψης των κινήσεων των τιμών μεμονωμένων μετοχών σε σχέση με την κίνηση του συνόλου των τιμών των μετοχών, γνωστό ως “επιλογή μετοχών” (stock selection) ή “επιλεκτικότητα” (selectivity). Η ικανότητα επιλογής αξιόγραφων στο χαρτοφυλάκιο από ένα μεγάλο πληθυσμό αξιόγραφων που προσφέρεται, αποτελεί ένα από τα βασικά καθήκοντα των διαχειριστών. Η ικανότητα αυτή συνίσταται στην ανεύρεση και ένταξη στο χαρτοφυλάκιο αξιόγραφων που είναι υποτιμημένα, καθώς και στην πώληση αξιόγραφων του χαρτοφυλακίου που έχουν υπερτιμηθεί και οδηγεί στη μεγιστοποίηση των αποδόσεων. Η επιτυχής πρόβλεψη της πορείας της τιμής αυτών των μεμονωμένων αξιόγραφων είναι καταλυτικός παράγοντας της επίδοσης των διαχειριστών Α/Κ.

(β) τις μακροπροβλέψεις (macroforecasting), οι οποίες αναφέρονται στην ικανότητα πρόβλεψης της πορείας των τιμών των μετοχών γενικά ως προς

την πορεία των επιτοκίων των τίτλων σταθερού εισοδήματος, γνωστό ως συγχρονισμός (market timing). Η ικανότητα επιλογής κατάλληλης χρονικής τοποθέτησης στην αγορά αποδίδει σημαντικά υψηλές αποδόσεις και χαρακτηρίζεται από την πρόβλεψη των σημείων μεταβολής του δείκτη χρηματιστηρίου. Συγκεκριμένα, οι διαχειριστές επωφελούνται από τις μεταπτώσεις της χρηματιστηριακής αγοράς καταφεύγοντας σε ασφαλείς τοποθετήσεις σε περιπτώσεις πτώσης του χρηματιστηρίου και εγκαταλείποντας την ασφάλεια μιας μικρής απόδοσης για πολύ μεγαλύτερες αποδόσεις πριν την άνοδο του χρηματιστηρίου.

Τα δυο προαναφερθέντα χαρακτηριστικά αποτελούν βασικές προϋποθέσεις που πρέπει να πληρεί ένα επαγγελματίας διαχειριστής χαρτοφυλακίου. Έτσι, αν ένας διαχειριστής χαρτοφυλακίου έχει την ικανότητα να κάνει σωστές προβλέψεις όσον αφορά τις κινήσεις της αγοράς ή τις μεταβολές των επιτοκίων, τότε, μπορεί να αλλάξει τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου του και να το προσαρμόσει σύμφωνα με τις νέες εξελίξεις της αγοράς. Σημαντικές παράμετροι για την καλή επίδοση των διαχειριστών των Α/Κ θεωρούνται, επίσης, η κατοχή καλής ποιότητας πληροφόρησης από μέρους τους. Οι διαχειριστές χρειάζονται αποτελεσματικές πηγές πληροφόρησης προκειμένου να προβαίνουν στις κατάλληλες ενέργειες τοποθέτησης των διαθέσιμων κεφαλαίων. Επιπρόσθετα, ένας διαχειριστής θα πρέπει να διαθέτει και την ικανότητα να ελαχιστοποιεί τον μη συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου του ή με άλλα λόγια να διαθέτει την ικανότητα για πλήρη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Η αγορά ανταμοίβει εκείνους τους επενδυτές που υφίστανται μόνο συστηματικό κίνδυνο (κίνδυνο αγοράς), και όχι μη συστηματικό κίνδυνο, ο οποίος μπορεί να εξαλειφθεί μέσω της διαφοροποίησης. Το επίπεδο της διαφοροποίησης υπολογίζεται με τη συσχέτιση ανάμεσα στην απόδοση του χαρτοφυλακίου και στην απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Ένα πλήρως διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο είναι τέλεια συσχετισμένο με το πλήρως διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο της αγοράς.

Τέλος, η βιβλιογραφία προτείνει ότι τόσο η επιλεκτικότητα όσο και ο συγχρονισμός δεν είναι στοιχεία που φαίνεται να διακρίνουν τους περισσότερους από τους διαχειριστές A/K. Στις περισσότερες των περιπτώσεων, λόγω αυτής της έλλειψης ικανότητας, οι ενεργητικοί διαχειριστές δεν επιτυγχάνουν καλύτερες επιδόσεις από αυτές των διαχειριστών που ακολουθούν παθητικές επενδυτικές στρατηγικές.

5. Υπόδειγμα Treynor & Mazuy (1966)

Η εξίσωση των Treynor & Mazuy αποτελεί την πρώτη επίσημη προσπάθεια σε ακαδημαϊκό επίπεδο για αναγνώριση των διαχειριστών που έχουν τη δυνατότητα να επιλέγουν τα σωστά χρεόγραφα για το χαρτοφυλάκιο τους. Οι Treynor & Mazuy δημιούργησαν ένα υπόδειγμα όπου αποδίδουν την απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων, πέραν αυτής που εξηγείται από τη μεταβολή του χαρτοφυλακίου της αγοράς, στην ικανότητα των διαχειριστών να επιλέγουν τα κατάλληλα αξιόγραφα και στην ικανότητά τους να επιλέγουν το χρόνο, ώστε να τοποθετηθούν κατάλληλα στην κεφαλαιαγορά. Βασικά, οι Treynor & Mazuy πρόσθεσαν στην προηγούμενη εργασία του Jensen ένα δεύτερο παράγοντα, την επιπλέον απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς και η εξίσωση διαμορφώνεται πλέον ως εξής:

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

Ο εκτιμητής a_p αντιπροσωπεύει την ικανότητα των διαχειριστών να επιλέγουν τα κατάλληλα αξιόγραφα για το χαρτοφυλάκιο τους (επιλεκτικότητα), ο b_p μετρά τον συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου και ο c_p την ικανότητα των διαχειριστών να επιλέγουν, πέρα από τα κατάλληλα αξιόγραφα, την κατάλληλη χρονική στιγμή που θα τοποθετηθούν στην αγορά ή θα αποσυρθούν από αυτή, σε σχέση με την κίνηση της αγοράς (συγχρονισμός). Θετικές τιμές των a_p και c_p υποδηλώνουν ικανότητα του διαχειριστή να επιλέγει τις σωστές μετοχές στον σωστό χρόνο, ενώ αντίστοιχα αρνητικές τιμές υποδηλώνουν έλλειψη

της ικανότητας αυτής. Τέλος, τιμές των εκτιμητών που δεν είναι στατιστικά διαφορετικές από το μηδέν υποδηλώνουν έλλειψη ικανότητας. Η μέθοδος που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό και την εκτίμηση των μεταβλητών αυτών, είναι η μέθοδος της παλινδρόμησης.

6. Υπόδειγμα Henrikson & Merton (1981)

Οι εμπνευστές του μοντέλου αυτού υποθέτουν πως η τιμή του συστηματικού κινδύνου του χαρτοφυλακίου (b) παίρνει δυο ακραίες τιμές, μια μεγάλη τιμή, όταν η αγορά είναι ανοδική και μια μικρή τιμή, όταν η αγορά είναι πτωτική. Με βάση τις υποθέσεις αυτές, η ικανότητα σωστής, χρονικά και από θέμα επιλογής, τοποθέτησης ενός διαχειριστή στην αγορά υπολογίζεται από τη παρακάτω παλινδρόμηση:

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

με D να είναι μια ψευδομεταβλητή, η οποία λαμβάνει την τιμή 1, όταν η αγορά είναι ανοδική ($R_{m,t} > 0$) και την τιμή 0, όταν η αγορά είναι καθοδική ($R_{m,t} < 0$). Οι συγγραφείς του υποδείγματος, αναφέρουν ότι ο εκτιμητής a_p εκφράζει την ικανότητα επιλογής αξιόγραφων (επιλεκτικότητα) και ο συντελεστής c_p εκφράζει την ικανότητα επιλογής χρονικής τοποθέτησης (συγχρονισμός). Αν οι συντελεστές a_p και c_p είναι θετικοί, οι διαχειριστές του αξιολογούμενου A/K είναι ικανοί, αν οι συντελεστές a_p και c_p είναι μηδενικοί, οι διαχειριστές διακρίνονται από έλλειψη ικανότητας, ενώ αν οι συντελεστές a_p και c_p είναι αρνητικοί, οι διαχειριστές διακρίνονται από ανικανότητα.

Εάν ο διαχειριστής του A/K είναι ικανός να προβλέψει επιτυχώς την πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς, τότε θα μεταβάλλει την κατάσταση του χαρτοφυλακίου του έτσι ώστε να αξιοποιήσει την αλλαγή της πορείας της αγοράς. Σε περιόδους προβλεπόμενης ανόδου, ο ικανός διαχειριστής μειώνει τα διαθέσιμα και αυξάνει το ποσοστό των μετοχών του χαρτοφυλακίου του, αυξάνοντας με αυτόν τον τρόπο το συντελεστή βήτα του A/K . Σε περιόδους προβλεπόμενης καθόδου, ο ικανός διαχειριστής

μειώνει το ποσοστό των μετοχών στο χαρτοφυλάκιο του και αυξάνει τα διαθέσιμα, μειώνοντας με αυτόν τον τρόπο τον συντελεστή βήτα του A/K.

III. Σύγχρονα υπό αίρεση μέτρα αξιολόγησης

Η έλλειψη ικανότητας ή και ανικανότητας των διαχειριστών, που υποστηρίχθηκε μέσα από τις προαναφερθείσες κλασσικές μεθοδολογίες, τόσο σχετικά με την επιλογή αξιόγραφων, όσο και αναφορικά με την επιλογή χρονικής τοποθέτησης, είναι πιθανόν να οφείλεται σε λανθασμένη περιγραφή του υποδείγματος. Οι Ferson & Schadt (1966) και οι Ferson & Warther (1996) υποστηρίζουν ότι οι υποθέσεις των κλασσικών υποδειγμάτων ανάλυσης των ικανοτήτων των διαχειριστών A/K δεν ισχύουν στην πράξη και επομένως τα αποτελέσματά τους δεν μπορούν να θεωρηθούν ότι εξηγούν τις ικανότητες των διαχειριστών. Οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι οι διαχρονικές μεταβολές στις προσδοκώμενες αποδόσεις και τον κίνδυνο τους δημιουργούν στατιστικά προβλήματα με αποτέλεσμα οι μετρήσεις της αποδοτικότητας να μην είναι αξιόπιστες. Περαιτέρω οι συγγραφείς προτείνουν τον υπολογισμό της αποδοτικότητας υπό την αίρεση ότι λαμβάνονται υπόψη σχετικές υπάρχουσες δημόσιες πληροφορίες. Θεωρώντας ότι η κεφαλαιαγορά έχει αποτελεσματικότητα μέσης ισχύος (semi-strong efficient), οι ικανότητες selectivity και timing αξιολογούνται όχι σε σχέση με τις υπάρχουσες δημόσιες πληροφορίες, αλλά αφού ληφθεί υπόψη η πληροφόρηση που προσφέρουν μεταβλητές προηγούμενων περιόδων. Τέτοιες μεταβλητές περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων τη μερισματική απόδοση, τη διαφορά μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων αποδόσεων ομολόγων του δημοσίου και ιδιωτικού τομέα. Συνεπώς, μια μεθοδολογία που υπολογίζει τις ικανότητες selectivity και timing με βάση τις πληροφορίες πέραν αυτών που είναι ήδη δημόσια γνωστές, αφαιρώντας αποδόσεις που οφείλονται σε εφαρμογή δυναμικών στρατηγικών, είναι περισσότερο κατάλληλη στο πλαίσιο ενός διαρκώς μεταβαλλόμενου περιβάλλοντος. Οι μεταβολές αυτές που

οφείλονται κατά κύριο λόγο στην εναλλαγή των οικονομικών κύκλων, οδηγούν σε μεταβολή των προσδοκώμενων αποδόσεων και του συστηματικού ρίσκου. Η μεταβολή του τελευταίου είναι πιθανόν να μην οφείλεται σε μεταβολή διαχειριστική, αλλά απλά στη μεταβολή του ενεργητικού που προκαλείται από τη μεταβολή της προσδοκώμενης απόδοσης. Η αύξηση (μείωση) του ενεργητικού οδηγεί σε αύξηση (μείωση) του λογαριασμού ρευστών και διαθεσίμων με αποτέλεσμα τη μείωση (αύξηση) του συστηματικού κινδύνου βήτα. Έτσι παρατηρείται μια αρνητική σχέση μεταξύ βήτα και προσδοκώμενων αποδόσεων που αποδίδεται στην έλλειψη ικανότητας επιλογής χρονικής τοποθέτησης των διαχειριστών, ενώ στην πραγματικότητα οφείλεται στην ελλιπή περιγραφή των κλασσικών υποδειγμάτων όσον αφορά τη χρονική μεταβολή του κινδύνου. Οι εργασίες των Ferson & Schadt και Ferson & Warther αποδεικνύουν την ύπαρξη της μεταβολής του βήτα που οφείλεται σε μεταβολές του ενεργητικού των A/K, καθώς και στη σχέση μεταξύ βήτα, μερισματικής απόδοσης και επιτοκίων. Η εισαγωγή των μεταβλητών αυτών οδηγεί στην υιοθέτηση νέων υποδειγμάτων για την διαπίστωση των ικανοτήτων επιλογής αξιογράφων και χρονικής τοποθέτησης, που βασικά προσπαθούν με τη χρήση διάφορων οικονομικών μεταβλητών, να συμπεριλάβουν τη διακύμανση του βήτα στο χρόνο, πράγμα που δεν κάνουν τα κλασσικά υποδείγματα Treynor & Mazuy και Henrikson & Merton, που θεωρούν το βήτα σταθερό.

7. Conditional Measure of Performance Evaluation

Το κλασσικό CAPM έχει την ακόλουθη μορφή:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_{it} * R_{Mt} + \varepsilon_{it}$$

Θεωρούμε ότι το β_{it} :

$$\beta_{it} = \beta_0 + \beta'_1 * Z'_{it-1}$$

Άρα το CAPM διαμορφώνεται ως εξής:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_0 * R_{Mt} + \beta'_1 * Z'_{it-1} * R_{Mt} + \varepsilon_{it} \quad \text{Σχέση (1)}$$

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

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

Οι μεταβλητές χρησιμοποιούνται με μια χρονική υστέρηση πρακτικά και η σχέση (1), αν υποθέσουμε ότι χρησιμοποιούμε τις μεταβλητές Treasury Bills (T-bill rate), Dividend Yield (DY), Term Structure (TS), Quality Spread (QS) θα έχει την ακόλουθη μορφή:

$$R_{it} = a_i + \beta_0 * R_{Mt} + \beta_1 * (R_{Mt} * TB) + \beta_2 (R_{Mt} * DY) + \beta_3 (R_{Mt} * TS) + \beta_4 (R_{Mt} * QS) + \varepsilon_{it}$$

IV. Πολύ-παραγοντικά μέτρα αξιολόγησης

8. Chen, Roll & Ross multifactor model (1986)

Οι Chen, Roll & Ross θεωρούν την επιλογή του χαρτοφυλακίου αναφοράς ζήτημα θεμελιώδες, καθώς μπορεί να επηρεάσει το μέτρο επίδοσης. Για αυτό το λόγο είναι εξαιρετικά σημαντικό να επιλεγθούν αποτελεσματικά σημεία αναφοράς στο πλαίσιο ανάλυσης μέσου-διακύμανσης. Οι Chen, Roll & Ross εισάγουν ένα πολύ-παραγοντικό υπόδειγμα με την εφαρμογή της ακόλουθης παραλλαγής:

$$r_{pt} - r_{ft} = a_p + \beta_1(IP_t - r_{ft}) + \beta_2(UI_{kt} - r_{ft}) + \beta_3(VEI_{kt} - r_{ft}) + \beta_4(RP_{kt} - r_{ft}) + \beta_5(TSS_{kt} - r_{ft}) + \beta_6(Market_{kt} - r_{ft}) + \varepsilon_{pt}$$

με συντελεστές ρίσκου τους ακόλουθους:

- ο IP = monthly variations of industrial production

- UI = unexpected inflation, defined as the difference between the expected (at the end of the precedent period) and the effective (ex-post) rate of inflation
- VEI = variation on the expected inflation rate
- RP = risk premium, defined as the difference between the return of a "BAA" rated bond fund and a long-run government
- TSS = changes on term structure's slope, approximated by the difference between returns of bonds with different duration
- Market = market portfolio returns
- r_{ft} = risk-free rate that is approximate with the 3-month BOT returns.

Προσεγγίζουμε μερικούς εκ των παραγόντων ως ακολούθως. Όσον αφορά τον μη-αναμενόμενο ρυθμό πληθωρισμού, υπολογίζουμε τη διαφορά μεταξύ του αναμενόμενου ρυθμού πληθωρισμού (τη διακύμανση της ζήτησης χρήματος) και του εκ των υστέρων ρυθμού πληθωρισμού (που δίνεται από το ρυθμό αύξησης του δείκτη τιμών καταναλωτή).

9. Gruber 4-factor model (1996)

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

$$R_{it} - R_{ft} = a_i + \beta_{iM} * (R_{Mt} - R_{ft}) + \beta_{is} * (R_{st} - R_{lt}) + \beta_{i\sigma} * (R_{gt} - R_{vt}) + \beta_{iB} * (R_{dt} - R_{ft}) + \varepsilon_{it}$$

όπου:

- $R_{it} - R_{ft}$ είναι το excess return of fund i at time t
- $R_{Mt} - R_{ft}$ είναι το excess return of market at time t = market premium
- $R_{st} - R_{lt}$ είναι το difference in return between a small cap index and a large cap index at time t = size premium
- $R_{gt} - R_{vt}$ είναι το difference in return between a growth index and a value index at time t = value premium
- $R_{dt} - R_{ft}$ είναι το excess return of a bond index at time t
- $\beta_{iM}, \beta_{is}, \beta_{i\sigma}, \beta_{iB}$ είναι τα response coefficients of fund i to market, size (small/large), growth/value and bond factor respectively.

10. Carhart 4-factor model (1997)

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

$$R_{it} - R_{ft} = a_i + \beta_{iM} * (R_{Mt} - R_{ft}) + \beta_{is} * (R_{st} - R_{lt}) + \beta_{ig} * (R_{gt} - R_{vt}) + \beta_{ip} * (R_{ht} - R_{lt})$$

όπου:

- $R_{it} - R_{ft}$ είναι το excess return of fund i at time t
- $R_{Mt} - R_{ft}$ είναι το excess return of market at time t = market premium
- $R_{st} - R_{lt}$ είναι το difference in return between a small cap index and a large cap index at time t = size premium
- $R_{gt} - R_{vt}$ είναι το difference in return between a growth index and a value index at time t = value premium
- $R_{ht} - R_{lt}$ είναι το difference in return between a portfolio of winners of previous period and a portfolio of losers at time t = momentum premium
- $\beta_{iM}, \beta_{is}, \beta_{ig}, \beta_{ip}$ είναι τα response coefficients of fund i to market, size (small/large), growth/value and momentum (high/low) factor respectively.

Προκειμένου να δημιουργήσουμε τον SMB (Small minus Big) factor, κατατάσσουμε όλες τις μετοχές με βάση την χρηματιστηριακή τους αξία σε μια δεδομένη χρονική στιγμή. Οι μετοχές που αποτελούν το ανώτερο 80% της συνολικής κεφαλαιοποίησης των μετοχών θα συνθέτουν το χαρτοφυλάκιο των μεγάλων εταιρειών, ενώ το υπόλοιπο 20%, θα αποτελούν το χαρτοφυλάκιο των μικρών εταιρειών. Η διαφορά της απόδοσης του χαρτοφυλακίου των μεγάλων εταιρειών από την απόδοση

του χαρτοφυλακίου των μικρών εταιρειών, θα είναι η απόδοση του χαρτοφυλακίου SMB.

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

Τέλος, για να δημιουργήσουμε τον momentum factor, κατατάσσουμε όλες τις μετοχές σύμφωνα με την απόδοση που σημείωσαν το προηγούμενο εξάμηνο. Σχηματίζουμε ένα χαρτοφυλάκιο το οποίο θα περιλαμβάνει όλες τις μετοχές που συνθέτουν το ανώτερο 30% της συνολικής κεφαλαιοποίησης και ένα χαρτοφυλάκιο που περιέχει αυτές που συνθέτουν το κατώτατο 30% της συνολικής κεφαλαιοποίησης. Η διαφορά των αποδόσεων μεταξύ των δυο αυτών χαρτοφυλακίων θα είναι η απόδοση του παράγοντα στιγμιαίας επένδυσης (momentum).

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

V. Ο έλεγχος της επαναληπτικότητας των A/K

Οι προσεγγίσεις που ακολουθούνται προκειμένου να ελεγχθεί η εμμονή επίδοσης των A/K είναι στις περισσότερες περιπτώσεις διαφορετικές, πράγμα που κυρίως σχετίζεται με το ερώτημα που ερευνάται κάθε φορά. Στην πραγματικότητα, οι μέθοδοι που έχουν χρησιμοποιηθεί για τον έλεγχο της επαναληπτικότητας της επίδοσης διακρίνονται σε δυο κατηγορίες:

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

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

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

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

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Επισκόπηση αμερικάνικης βιβλιογραφίας

Ο Βρετανός Rhodes στη μελέτη του το έτος 2000 αναγνωρίζει ότι ένα μεγάλο μέρος της πιο πολύπλοκης και στατιστικά σημαντικής δουλειάς έχει πραγματοποιηθεί στις Ηνωμένες Πολιτείες. Το γεγονός αυτό είναι ιδιαίτερου ενδιαφέροντος στο βαθμό που μεγάλο ποσοστό πρόσφατων εργασιών, που ανήκουν αποκλειστικά είτε στο Ηνωμένο Βασίλειο, είτε στις Ηνωμένες Πολιτείες, έχουν εντοπίσει στοιχεία εμμονής απόδοσης.

Παρακάτω συνοψίζουμε τις πιο σημαντικές αμερικάνικες μελέτες. Εξαιτίας του μεγάλου αριθμού μελετών που έχουν γίνει, δεν τις παρουσιάζουμε με τη λεπτομέρεια που γίνεται η ανάλυση στο επόμενο κεφάλαιο, ανασκόπησης της αγγλικής βιβλιογραφίας και επικεντρώνουμε κατά κύριο λόγο στα ευρήματά τους.

1. Αρχικές μελέτες για τις μη-κανονικές αποδόσεις

Ένα μεγάλο μέρος της αμερικάνικης βιβλιογραφίας προηγείται χρονικά από την αγγλική βιβλιογραφία και οι αρχικές μελέτες συχνά αναφέρονται ως αιτιολόγηση για την εξαγωγή του συμπεράσματος ότι η προηγούμενη επίδοση δεν παρουσιάζει εμμονή. Ωστόσο οι μελέτες αυτές δεν εστιάζουν στο ερώτημα της εμμονής. Κατά συνέπεια είναι λάθος να στηριζόμαστε σε αυτά για την απομάκρυνση του παράγοντα της εμμονής. Για αυτόν το λόγο, δε ρίχνουμε ιδιαίτερο βάρος στις μελέτες αυτές, αλλά τις παραθέτουμε στον Πίνακα 1 για την πληρότητα της παρούσας εργασίας.

Πίνακας 1: Summary of early US studies focusing on identifying abnormal returns

Author/s	Year	Period	Funds covered	Performance Persistence
Friend, Brown, Herman and Vickers	1962	1953-1958	All	No
Sharpe	1966	1954-1963	All	No
Jensen	1968	1945-1964	All	No
Friend et al.	1970	1960-1968	All	No
McDonald	1974	1960-1969	All	Minor
Mains	1977	1955-1964	All	Partial
Kon & Jen	1979	1960-1971	All	Yes
Shawky	1982	1973-1977	All	No
Chang & Lewellen	1984	1971-1979	All	No
Henriksson	1984	1968-1980	All	No
Lehman & Modest	1987	1969-1978	All	Yes

Πηγή: Allen and Tan (1999), Zimmermann (2000). Οι συγγραφείς είναι με **Bold** αν δεν είχαν αναφερθεί στις μελέτες Bacon & Woodrow (1999), Rhodes (2000) και στις αναλύσεις FSA (2001a) και FSA (2001b).

1.1. Jensen (1968)

Ο Jensen παρείχε μια από τις πρώτες αξιολογήσιμες μελέτες πάνω στο θέμα της απόδοσης A/K. Υπολόγισε την υπέρ-κανονική απόδοση ενός χαρτοφυλακίου, χρησιμοποιώντας αυτό που είναι γνωστό ως μέτρο άλφα του Jensen (Jensen's alpha measure). Το μέτρο αυτό είναι η διαφορά που προκύπτει από την παλινδρόμηση των υπερβαλλουσών αποδόσεων του χαρτοφυλακίου στις υπερβάλλουσες αποδόσεις της αγοράς:

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

εκ των οποίων:

- R_{pt} είναι η απόδοση ενός A/K τον μήνα t
- R_{ft} είναι η απόδοση χωρίς κίνδυνο

- R_{Mt} είναι η μηνιαία απόδοση της αγοράς και αποτελεί το δείκτη αναφοράς (benchmark)
- α_p είναι η υπέρ-κανονική απόδοση του χαρτοφυλακίου, δηλαδή η υπερβάλλουσα απόδοση που δημιουργείται από την έκθεση του χαρτοφυλακίου στους διάφορους κινδύνους
- β_p είναι ένα βασισμένο στο CAPM μέτρο της έκθεσης του χαρτοφυλακίου στον κίνδυνο της αγοράς

Ο Jensen χρησιμοποιώντας το α για να εξετάσει την παρουσία συνεχούς ικανότητας του διαχειριστή να ξεπερνά τον προσαρμοσμένο στον κίνδυνο δείκτη αναφοράς συμπεραίνει ότι: «Υπάρχουν πολύ λίγα στοιχεία ότι οποιοδήποτε μεμονωμένο A/K ήταν σε θέση να κάνει σημαντικά καλύτερα από αυτό που αναμέναμε από τη μόνη τυχαία πιθανότητα».

2. Πρώτες μελέτες για την εμμονή

Η ανασκόπηση μας θα επικεντρωθεί σε μελέτες που εξετάζουν το θέμα της εμμονής άμεσα. Ενδιαφερόμαστε ιδιαίτερα για έρευνες που εξετάζουν την απόδοση και με προσαρμογή (risk-adjusted return) και χωρίς προσαρμογή (raw unadjusted return) στον κίνδυνο. Όπως ήταν αναμενόμενο, οι μελέτες συχνά βρίσκουν το θέμα της εμμονής στις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις πιο δύσκολο να προσδιοριστεί απ' ό,τι στις μη-προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις. Κατά συνέπεια, προσέχουμε έτσι ώστε να μην απορρίψουμε την πιθανότητα εμμονής, αν η μελέτη απλά έχει εντοπίσει ασήμαντη εμμονή στις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις.

2.1. Carlson (1970)

Ο Carlson είναι ο πρώτος που συγκρίνει διαδοχικές περιόδους δέκα ετών, χωρίς να βρίσκει προφανή εμμονή στην απόδοση. Εν συνεχεία

εξετάζει απόλυτες και προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις και βρίσκει ότι η εμμογή είναι πιο δύσκολο να βρεθεί σε προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις. Χωρίζει τα A/K σε μισά και σε τεταρτημόρια για δυο διαδοχικές περιόδους πέντε ετών και βρίσκει ότι οι αξίες τους είναι ελάχιστα πάνω από τα A/K που βασίζονται στην πιθανότητα για τις έντεκα περιόδους που τα παρατηρεί.

2.2. Grinblatt & Titman (1989a)

Οι Grinblatt & Titman ανέπτυξαν αυτή τη μεθοδολογία με δυο σημαντικούς τρόπους. Αρχικά, δείγματα από αποδόσεις A/K κατασκευάστηκαν έτσι ώστε οι ακαθάριστες αποδόσεις A/K να μπορούν να προσεγγιστούν. Αυτό επέτρεψε στις εκτιμήσεις να ερμηνεύονται από την επίδραση του φαινομένου της θετικής επιλεκτικής μεροληψίας (survivorship bias), του συνολικού κόστους συναλλαγών (total transaction costs), και της ύπαρξης υπέρ-κανονικής απόδοσης (abnormal performance).

Κατά δεύτερον, οι Grinblatt & Titman ανέπτυξαν ένα χαρτοφυλάκιο αναφοράς οκτώ παραγόντων, που χρησιμοποιήθηκε για να μειώσει την πιθανότητα ότι οι παθητικές στρατηγικές μπορούσαν να έχουν επίδραση στα αποτελέσματα. Η προσαρμοσμένη στον κίνδυνο επίδοση, ειδικότερα μεταξύ επιθετικών-αναπτυξιακών και αναπτυξιακών A/K και A/K με μικρή καθαρή αξία ενεργητικού, βρέθηκε να είναι θετική, αλλά όταν τα έξοδα συνυπολογίστηκαν, το αποτέλεσμα αυτό εξαφανίστηκε. Η μελέτη των Grinblatt & Titman οδήγησε σε μερική στατιστική απόδειξη εμμογής επίδοσης για αποδόσεις περιόδων πέντε ετών, αλλά όχι σε οικονομικά σημαντικές στρατηγικές.

3. Μελέτες περιόδου 1990-1995

3.1. Brown, Goetzmann, Ibbotson & Ross (1992)

Οι Brown, Goetzmann, Ibbotson & Ross παρατήρησαν τις ταξινομήσεις των στοιχείων απόδοσης και τη σημασία του φαινομένου της θετικής επιλεκτικής μεροληψίας (survivorship bias). Αναλύοντας τη θετική επιλεκτική μεροληψία, βρίσκουν ότι Α/Κ που αποδίδουν κακά συγκριτικά με άλλα παρόμοια τους, είναι πιο πιθανό να πάψουν να υπάρχουν. Επομένως, αν για παράδειγμα, η ανάλυση πραγματοποιείται κατά τη διάρκεια της περιόδου 1985-1995, αλλά ένα Α/Κ κλείνει το έτος 1990, τότε η πληροφόρηση για αυτό το Α/Κ θα λείπει από το πρώτο μέρος της περιόδου (1985-1990). Το γεγονός αυτό οδηγεί σε δείγμα θετικής επιλεκτικής μεροληψίας (survivorship-biased sample), καθώς αν τα Α/Κ ταξινομηθούν σε καλύτερων και χειρότερων διαχειριστών στις περιόδους 1 και 2 και συγκριθούν, τότε πλαστική (spurious) εμμονή απόδοσης μπορεί να εμφανιστεί ότι υπάρχει. Αυτό σημαίνει ότι οι καλύτεροι διαχειριστές την περίοδο 1 μπορούν επίσης να αποδώσουν καλύτερα την περίοδο 2 ακόμα και αν δεν υπάρχει εμμονή επίδοσης.

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

Πίνακας 2: Contingency tables of performance persistence 1976-1987

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

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

Εάν δεν υπήρχε κανένα στοιχείο εμμονής, θα αναμέναμε το διαγώνιο προϊόν να είναι κοντά στη μονάδα. Εντούτοις, στην περίπτωση της περιόδου 1976-1981 $\rightarrow (44 \cdot 44) / (19 \cdot 19) = 5.36$, στην περίπτωση της περιόδου 1979-1984 $\rightarrow (35 \cdot 35) / (33 \cdot 33) = 1.12$ και στην περίπτωση της περιόδου 1982-1987 $\rightarrow (52 \cdot 52) / (25 \cdot 25) = 4.32$. Άρα το διάστημα 1979-1984

είναι η περίοδος, όπου η απόδοση φαίνεται να είναι πολύ κοντά στην τυχειότητα, ενώ η απόδοση εμμένει αρκετά έντονα στις άλλες περιόδους. Η άποψη αυτή στηρίζεται και από ελέγχους στατιστικής σημαντικότητας. Ο Πίνακας 2 δεν δείχνει αν η απόδοση που εμμένει είναι θετική ή αρνητική. Τελευταία αποτελέσματα δείχνουν ότι η κακή επίδοση προκαλεί κάποια εμμονή.

3.2. Grinblatt & Titman (1992)

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

3.3. Hendricks, Patel & Zeckhauser (1993)

Το άρθρο των Hendricks, Patel & Zeckhauser εξετάζει τριμηνιαία στοιχεία αποδόσεων για το διάστημα 1974-1988, με δεδομένα κατασκευασμένα με τρόπο που να μετριάζουν το πρόβλημα survivorship bias. Βρίσκουν ότι η εμμονή των Α/Κ με σχετικά καλύτερη απόδοση αποδεικνύεται να είναι σημαντική τουλάχιστον για τα πρώτα τέσσερα τρίμηνα και ότι υπάρχει παρόμοια επίδραση για τα Α/Κ με χαμηλή απόδοση. Περιγράφουν τα Α/Κ με συνεχή υψηλή βραχυπρόθεσμη

απόδοση ως ότι έχουν “hot hands”, ενώ τα A/K με συνεχή χαμηλή βραχυπρόθεσμη απόδοση ως ότι έχουν “icy hands”. Οι εκ των προτέρων επενδυτικές στρατηγικές, που αναγνωρίζουν αν τα A/K έχουν είτε “hot hands” είτε “icy hands” και τα ταξινομούν, μπορούν να βελτιώσουν την απόδοσή τους σε σχέση με τον προσαρμοσμένο στον κίνδυνο δείκτη αναφοράς κατά 6% στο χρόνο, ενώ σε σχέση με παραδοσιακούς δείκτες αναφοράς κατά 3% ή 4% στο χρόνο. Τα αποτελέσματα αυτά παραμένουν ακλόνητα σε διάφορες εξερευνήσεις και κατά ενδιαφέρων τρόπο τα “icy hands” A/K είναι κατώτερα απ’ ότι τα “hot hands” A/K, που είναι ανώτερα. Η επίδραση της παρόδου του χρόνου (time decay) ερευνάται επίσης με το αποτέλεσμα να είναι ισχυρότερο από δυο σε οκτώ τρίμηνα μετά από την περίοδο μέτρησης.

3.4. Grinblatt & Titman (1993)

Οι Grinblatt & Titman εφαρμόζουν ένα μέτρο απόδοσης που ψάχνει να αποφύγει τα προβλήματα που συνδέονται με την ανεπάρκεια των δεικτών αναφοράς. Μελετούν τη τριμηνιαία απόδοση A/K για την περίοδο 1976-1985 και βρίσκουν ότι η ισχυρότερη απόδειξη της προσαρμοσμένης στον κίνδυνο υπέρ-κανονικής απόδοσης εντοπίζεται στην επιθετική-αναπτυξιακή κατηγορία A/K. Διαπιστώνουν ότι εκείνοι οι διαχειριστές A/K που πέτυχαν κορυφαία απόδοση, εξέθεσαν την εμμονή σε εκείνη την απόδοση και ότι εκείνα τα A/K που καθυστέρησαν συνέχισαν να αποδίδουν άσχημα. Οι Grinblatt & Titman καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι: «Δεδομένου του 2%-3,5% ακαθάριστων υπέρ-κανονικών αποδόσεων των A/K, είναι ακόμα εύλογο ότι οι καθαρές υπέρ-κανονικές αποδόσεις στους μιμητές επενδυτές θα εξακολουθούσαν να είναι θετικές».

3.5. Goetzmann & Ibbotson (1994)

Οι Goetzmann & Ibbotson χρησιμοποιούν πίνακες συνάφειας (contingency tables) και ένα σχετικά μεγάλο δείγμα από 728 A/K.

Ανακαλύπτουν ότι τόσο οι προηγούμενες αποδόσεις όσο και οι σχετικές ταξινομήσεις είναι χρήσιμες για την πρόβλεψη μελλοντικών αποδόσεων και ταξινομήσεων βραχυπρόθεσμα. Επιπρόσθετα, βρίσκουν ότι τα A/K που επιδεικνύουν υψηλότερη διακύμανση τείνουν να έχουν μεγαλύτερη συνέπεια στην επιτυχία ("repeat winners").

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

	Successive period			
	Top ¼	Second ¼	Third ¼	Fourth ¼
Initial period	(%)	(%)	(%)	(%)
Top ¼	41	31	19	10
Second ¼	18	33	34	15
Third ¼	10	23	39	29
Fourth ¼	5	8	21	66

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

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

	Successive period			
	Top ¼	Second ¼	Third ¼	Fourth ¼
Initial period	(%)	(%)	(%)	(%)
Top ¼	35	25	21	19
Second ¼	23	35	26	16
Third ¼	19	25	30	25
Fourth ¼	23	14	24	38

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

3.6. Kahn & Rudd (1994)

Η μελέτη των Kahn & Rudd συνιστά μια καλή απεικόνιση της προσπάθειας να κατανοήσουν την πηγή της εμμονής παρά ελέγχου της ύπαρξης της. Προσπαθούν να αναγνωρίσουν τη σημασία των επιμέρους στοιχείων ύφους και επιλογής. Χρησιμοποιούν ένα δείγμα από 300 μετοχικά A/K για την περίοδο 1983-1993 και 195 A/K σταθερού

εισοδήματος για την περίοδο 1986-1993. Στη μεθοδολογία που εφάρμοσαν, χρησιμοποίησαν, εκτός από τις απόλυτες αποδόσεις, αντί για κάποιο από τα γνωστά μέτρα που προσαρμόζουν την απόδοση στον κίνδυνο, κατάταξη ανάλογα με το επενδυτικό στυλ κάθε A/K, το οποίο προέκυπτε από την σχετική του απόδοση ως προς κάποιο δείκτη. Για τα μετοχικά A/K ο δείκτης αυτός περιλάμβανε τον S&P500, τον S&P400, τον S&P600, καθώς και έναν δείκτη Εντόκων Γραμματίων, κατασκευασμένους από την εταιρεία Barra. Για τα A/K σταθερού εισοδήματος χρησιμοποιήθηκε ένας δείκτης που προέκυψε από επιμέρους δείκτες ομολόγων και Εντόκων Γραμματίων από την Salomon Brothers, τη Lehman Brothers και την Barra. Στη συνέχεια: (α) παλινδρόμησαν την απόδοση κάθε έτους με την απόδοση του προηγούμενου, τόσο με τις απόλυτες αποδόσεις, όσο και με τις αποδόσεις προσαρμοσμένες στο στυλ του κάθε A/K και (β) χρησιμοποίησαν winners-losers contingency tables analysis για κάθε διαδοχικό έτος της ανάλυσής τους, προκειμένου να εξετάσουν την ύπαρξη ή όχι επαναληπτικότητας. Καμία επαναληπτικότητα δεν παρατηρήθηκε στην περίπτωση των μετοχικών A/K, αλλά διαπιστώθηκε επαναληπτικότητα μόνο στις "style adjusted" αποδόσεις των A/K σταθερού εισοδήματος.

3.7. Volkman & Wohar (1995)

Οι Volkman & Wohar θεωρούν 332 A/K και εντοπίζουν εμμονή απόδοσης σε ποικίλα σενάρια. Βρίσκουν μια αξιοσημείωτη θετική σχέση μεταξύ της απόδοσης ενός A/K και των δεκατημορίων, που αποτελούνται από μεσαίου μεγέθους A/K. Βρίσκουν επίσης αρνητική επαναληπτικότητα επίδοσης και για τα μικρά και για τα μεγάλα A/K υποστηρίζοντας την ιδέα ότι τα μικρά A/K μπορεί να είναι επικίνδυνα, όταν είναι μόλις διαμορφωμένα και ότι τα μεγάλα A/K μπορεί να γίνουν ανεπαρκή.

3.8. Malkiel (1995)

Ο Malkiel μελέτα μετοχικά Α/Κ κατά την περίοδο 1971-1991, χρησιμοποιώντας ετήσιες αποδόσεις και είναι από τους πρώτους που αμφισβητούν την ύπαρξη της επαναληπτικότητας στις αποδόσεις των Α/Κ. Ακολουθεί τη μεθοδολογία των Goetzmann & Ibbotson (1994), χαρακτηρίζοντας «νικητές» τα Α/Κ που είχαν πετύχει αποδόσεις μεγαλύτερες του ενδιάμεσου και «ηττημένους» τα Α/Κ με αποδόσεις μικρότερες του ενδιάμεσου για ένα συγκεκριμένο έτος. Παρατηρώντας τις αποδόσεις του επόμενου έτους και το χαρακτηρισμό «νικητών-ηττημένων» μελετά τη στατιστική σημαντικότητα για τα Α/Κ να επαναλαμβάνουν τις επιτυχίες τους ή ακόμα και τις αποτυχίες τους.

Για την περίοδο της δεκαετίας του 1970 ο Malkiel διαπιστώνει ότι υπάρχει ένα αναμφισβήτητο φαινόμενο της επιτυχίας ενός Α/Κ να ακολουθείται από επιτυχία την επόμενη περίοδο ("hot hands"), καθώς και το φαινόμενο της αποτυχίας να ακολουθείται από αποτυχία ("cold hands"). Η αναλογία που οι νικητές σε μια περίοδο «νίκησαν» και στην επόμενη περίοδο είναι 2/3, κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1970 και δεν μεταβλήθηκε ακόμα και όταν ο Malkiel χρησιμοποιεί τριμηνιαίες ή διετείς αποδόσεις. Τα αποτελέσματα της έρευνας του Malkiel άλλαξαν ριζικά κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980. Το φαινόμενο της επαναληπτικότητας γίνεται πολύ πιο ασθενές στο διάστημα αυτό με αποτέλεσμα να μην μπορεί να τεκμηριωθεί για ολόκληρη την εικοσαετία οποιοσδήποτε βαθμός επαναληπτικότητας των αποδόσεων των Α/Κ.

Σύμφωνα με τα παραπάνω ο Malkiel καταλήγει να υποστηρίζει ότι δεν υπάρχει επαναληπτικότητα στις αποδόσεις και σύμφωνα με τις δικές του παρατηρήσεις, πρόκειται για ένα χρονικά απομονωμένο φαινόμενο που εξασθένησε κατά τη δεκαετία του 1980. Προκειμένου να στηρίξει τα παραπάνω ο Malkiel χρησιμοποιεί διάφορες στρατηγικές που έχουν ως σκοπό την εκμετάλλευση της υποτιθέμενης επαναληπτικότητας των αποδόσεων των Α/Κ. Η στρατηγική αγοράς των καλύτερων Α/Κ κάθε έτος απέφερε 4%-7% υψηλότερες αποδόσεις από τον δείκτη S&P500 στο

διάστημα 1971-1981, αλλά ίσες ή χαμηλότερες αποδόσεις κατά το διάστημα 1982-1991, αποτέλεσμα που συμφωνεί με την παραδοχή της απουσίας επαναληπτικότητας των αποδόσεων των Α/Κ. Καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι χρηματαγορές είναι αποτελεσματικές, που είναι παρόμοιο με αυτό του Rhodes (2000) στο Ηνωμένο Βασίλειο.

3.9. Brown & Goetzmann (1995)

Οι Brown & Goetzmann μελετούν την επαναληπτικότητα όλων των Α/Κ των Η.Π.Α. κατά την περίοδο 1976-1988, εξετάζοντας ένα σύνολο από 5.144 Α/Κ όλων των κατηγοριών. Σαν αρχή της μεθοδολογίας τους υιοθετούν την επένδυση στην αρχή του έτους στα πιο αποδοτικά Α/Κ της αμέσως προηγούμενης χρονικής περιόδου. Έτσι, κατατάσσουν σε οκτώ κατηγορίες τα Α/Κ με βάση τις αποδόσεις τους κατά το 1976 και υπολογίζουν την απόδοση κάθε κατηγορίας για το 1977. Ομοίως, με βάση τις αποδόσεις του 1977 δημιουργούν οκτώ νέες κατηγορίες και υπολογίζουν την απόδοσή τους για το 1978. Τα παραπάνω επαναλαμβάνονται για κάθε χρονιά, έως το 1988. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι δυο πρώτες κατηγορίες (με τα καλύτερα Α/Κ κάθε χρονιάς), έχουν σταθερά υψηλότερη απόδοση από τις υπόλοιπες κατηγορίες. Το γεγονός αυτό είναι σύμφωνο και με αποτελέσματα άλλων μελετών, που επισημαίνουν ότι το φαινόμενο της επαναληπτικότητας συναντάται κυρίως στα καλύτερα και στα χειρότερα Α/Κ.

Επιπρόσθετα, η μεθοδολογία τους είναι πιο πολύπλοκη στο βαθμό που περιέχει ανάλυση «νικητών-ηττημένων» με contingency tables, ένα CAPM alpha μέτρο και ένα τρι-παραγοντικό alpha μέτρο. Νικητές για τη χρονιά t είναι τα Α/Κ με απόδοση χαμηλότερη από αυτόν. Αφού κάνουν το ίδιο και για τη χρονιά $t+1$, καταγράφουν διαγραμματικά ποια Α/Κ είναι νικητές και τις δυο χρονιές, ποια Α/Κ είναι ηττημένοι και τις δυο χρονιές, καθώς και ποια αλλάζουν κατηγορία. Τα αποτελέσματα της μεθόδου αυτής δείχνουν ότι κατά μέσο όρο το 60% των νικητών στο χρόνο t

παραμένουν νικητές και στο χρόνο $t+1$, αφού πρώτα ελέγχθηκαν με την μη παραμετρική χ^2 . Με άλλα λόγια διερευνούν κατά πόσο η επαναληπτικότητα μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να νικήσει την αγορά και ανακαλύπτουν ότι η απόδοση της προηγούμενης χρονιάς αποδεικνύεται ένας έξοχος προφήτης της μελλοντικής αρνητικής απόδοσης. Οι Brown & Goetzmann βρίσκουν ότι: «Υπάρχει ξεκάθαρη απόδειξη σχετικής εμμονής απόδοσης. Οι επενδυτές μπορούν να χρησιμοποιήσουν ιστορικά στοιχεία για να νικήσουν την αγορά».

4. Μελέτες μετά το έτος 1995

4.1. Elton, Gruber & Blake (1996)

Οι Elton, Gruber & Blake παρατηρούν το φαινόμενο της επαναληπτικότητας της επίδοσης σε 188 μετοχικά A/K για την περίοδο 1997-1993, χρησιμοποιώντας μια μεθοδολογία που αντιμετωπίζει ικανοποιητικά το πρόβλημα της επιβιωσιμότητας των A/K. Προσαρμόζουν τις αποδόσεις στον κίνδυνο με τη χρήση ενός υποδείγματος αποτίμησης με τέσσερις παράγοντες. Οι τέσσερις παράγοντες που χρησιμοποιούνται, περιλαμβάνουν το συστηματικό κίνδυνο της αγοράς, τη διαφορά κεφαλαιοποίησης μεταξύ μεγάλων και μικρών εταιρειών, τη διαφορά απόδοσης ενός μέσου χαρτοφυλακίου «αξίας» και ενός μέσου χαρτοφυλακίου «ανάπτυξης», καθώς και την επιπλέον απόδοση ενός χαρτοφυλακίου ομολογιών. Εφαρμόζουν, επίσης, τεχνικές επιλογής χαρτοφυλακίων A/K που οδηγούν σε αποδόσεις μεγαλύτερες των αποδόσεων που πετυχαίνουν τα A/K δεικτών. Συγκεκριμένα, κατατάσσουν τα A/K σε δέκα κατηγορίες με βάση τις αποδόσεις του προηγούμενου έτους και συγκρίνουν την απόδοση του καλύτερου με το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο (risk free rate) συν κάποιο risk premium.

Τα συμπεράσματά τους, σε αντίθεση με τους Carhart και Malkiel, υποστηρίζουν την επαναληπτικότητα των αποδόσεων, καθώς στηρίζουν την άποψη ότι η ιστορική αποδοτικότητα εμπεριέχει πληροφορίες για την αποδοτικότητα στις επόμενες περιόδους, καθώς οι αποδόσεις των χαρτοφυλακίων επαναλαμβάνεται τόσο για ένα όσο και για τρία χρόνια πρόβλεψης. Παράλληλα, χρησιμοποιώντας τεχνικές της θεωρίας χαρτοφυλακίου για κάθε κατηγορία, επιλέγουν τις βέλτιστες σταθμίσεις (max απόδοση - min κίνδυνος) των A/K, γεγονός που είχε ως αποτέλεσμα την επίτευξη θετικών αποδόσεων μέχρι 1,50% ετησίως. Οι Elton, Gruber & Blake συμπεραίνουν: «Υπάρχουν καθορισμένες πληροφορίες σχετικά με τη μελλοντική απόδοση που μεταβιβάζονται από την παρελθούσα απόδοση».

4.2. Sauer (1997)

Ο Sauer εντοπίζει στατιστικά σημαντικές ενδείξεις επαναληπτικότητας στο δείγμα του, που καλύπτει την περίοδο 1980-1992, αλλά όταν διαχωρίζει τα A/K με κριτήριο τους επενδυτικούς στόχους τους, δηλαδή θεωρεί αναπτυξιακούς ή αναπτυξιακούς και εισοδηματικούς τομείς, ανακαλύπτει ότι η επαναληπτικότητα δεν είναι πια παρούσα. Η χρησιμότητα της πληροφορίας επομένως, εξαρτάται από το αν οι επενδυτές επιλέγουν βάσει A/K ή βάσει κατηγορίας A/K. Βρίσκει επίσης ότι πληροφορίες περιέχονται στην απόδοση προγενέστερης περιόδου, όταν ταξινομεί χαρτοφυλάκια, αλλά και ότι ένα τεχνητά δημιουργημένο χαρτοφυλάκιο επιδεικνύει άριστη απόδοση στις τέσσερις από τις οκτώ περιόδους και έτσι τελικά συμπεραίνει ότι η προηγούμενη απόδοση δεν περιέχει χρήσιμη πληροφόρηση.

4.3. Phelps & Detzel (1997)

Οι Phelps & Detzel λαμβάνουν υπόψη τους τις αποδόσεις A/K μεταξύ των ετών 1975 και 1996 και καταλήγουν ότι αφού οι αποδόσεις των

A/K προσαρμόσθουν στα χαρακτηριστικά μεγέθους και ύφους, η επαναληπτικότητα της απόδοσης A/K εξαφανίζεται.

4.4. Carhart (1997)

Ο Carhart συντάσσεται με τα αποτελέσματα του Malkiel, χρησιμοποιώντας βελτιωμένη μεθοδολογία, καθώς στα δεδομένα του έλαβε υπόψη τον κίνδυνο. Για την προσαρμογή του κινδύνου στις αποδόσεις χρησιμοποιεί το κλασσικό Υ.Α.Κ.Σ., καθώς και ένα εναλλακτικό υπόδειγμα τεσσάρων παραγόντων, όπου κάθε παράγοντας αντιπροσωπεύει διαφορετική πηγή κινδύνου και εξηγεί ένα μέρος της απόδοσης των A/K: συστηματικός κίνδυνος, κεφαλαιοποίηση, μετοχική αξία σε σχέση με λογιστική αξία και μέγεθος στιγμιαίας επένδυσης. Ο Carhart μελετά ένα μεγάλο δείγμα A/K στην περίοδο 1962-1993 απαλλαγμένο από το πρόβλημα επιβιωσιμότητας (survivorship bias), για το λόγο ότι περιέχει όλα τα A/K για το χρόνο που υπάρχουν αποδόσεις ασχέτως αν αργότερα διαλύθηκαν ή συγχωνεύθηκαν με άλλο.

Ακολουθώντας τη μεθοδολογία των Hendricks, Patel & Zeckhauser, ο Carhart δημιουργεί στην αρχή κάθε έτους 10 χαρτοφυλάκια A/K με βάση τις αποδόσεις που είχαν επιτύχει το προηγούμενο έτος. Τα χαρτοφυλάκια που περιείχαν ισοσταθμισμένα A/K υφίστανται νέα αναδιάρθρωση με την αρχή του κάθε έτους και ούτω καθ'εξής. Τα αποτελέσματα αυτής της στρατηγικής μελετήθηκαν με τις απλές ετήσιες αποδόσεις πλέον του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο (risk free rate), με το alpha του Jensen που εκτιμάται από το υπόδειγμα του Υ.Α.Κ.Σ., αλλά και το εναλλακτικό υπόδειγμα των τεσσάρων παραγόντων.

Τα αποτελέσματα των αποδόσεων 30 ετών είναι ενδιαφέροντα, καθώς παρατηρείται 0,67% επιπλέον μηνιαία απόδοση του καλύτερου χαρτοφυλακίου από το χειρότερο, ίση με το alpha του Jensen που υπολογίζεται με το Υ.Α.Κ.Σ. Όμως σύμφωνα με το υπόδειγμα των

τεσσάρων παραγόντων που εξηγεί με καλύτερο τρόπο τις διακυμάνσεις στις αποδόσεις, η μισή από την παραπάνω διαφορά εξηγείται από τον παράγοντα της στιγμιαίας επένδυσης, ενώ η υπόλοιπη από τη διαφορά μεταξύ ένατου και δέκατου χαρτοφυλακίου, καθώς και του διαχειριστικού κόστους και του κόστους συναλλαγής. Η διαφορά γίνεται μικρότερη, όταν τα χαρτοφυλάκια δημιουργούνται με τις αποδόσεις περισσότερων του ενός προηγούμενων ετών. Εξαιρέση αποτελούν τα A/K με τις χειρότερες αποδόσεις που έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα να τις συνεχίσουν και στα επόμενα έτη, καθώς και το καλύτερο χαρτοφυλάκιο (με βάση το άλφα) που διατηρεί την υπεροχή στις αποδόσεις τουλάχιστον για πέντε έτη. Η επαναληπτικότητα αυτή, όμως, δεν είναι ισχυρή και η διαφορά απόδοσης δεν είναι μεγάλη. Οι επενδυτές στην ανάπτυξη μιας επενδυτικής στρατηγικής, μπορούν να καρπωθούν τη διαφορά στις αποδόσεις μεταξύ των καλύτερων και των χειρότερων A/K και ο Carhart λέει χαρακτηριστικά: «Το να αγοράζεις τους νικητές των προηγούμενων χρόνων είναι μια εφαρμόσιμη στρατηγική». Αυτό δείχνει ότι η επαναληπτικότητα υπάρχει και ότι είναι δυνατό να χρησιμοποιηθεί αυτή η γνώση για να εφαρμοστεί μια στρατηγική, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα.

4.5. Jain & Wu (2000)

Οι Jain & Wu παρέχουν ανάλυση, εξετάζοντας αν τα A/K που διαφημίζονται και που τα ακολουθεί μια περίοδος πολύ καλής επίδοσης, συνεχίζουν να επιδεικνύουν την ίδια καλή απόδοση. Χρησιμοποιούν ένα δείγμα από διακόσια ενενήντα τέσσερα A/K που διαφημίζονται στα περιοδικά "Barron" ή "Money". Εξετάζουν τις αποδόσεις μέσα στο χρόνο τόσο πριν όσο και μετά τη διαφήμιση και βρίσκουν ότι οι αποδόσεις των A/K τη –μετά τη διαφήμιση- περίοδο είναι κατά μέσο όρο σημαντικά κατώτερες, όταν συγκρίνονται με τους δείκτες αναφοράς (benchmarks). Το γεγονός αυτό τους οδηγεί να καταλήξουν στο συμπέρασμα ότι η προ-διαφήμισης καλή απόδοση δεν οφείλεται σε ικανότητες και ότι η υπέρ-

επίδοση (out-performance) των διαφημισμένων A/K δεν επιμένει. Οι Jain & Wu δεν λαμβάνουν υπόψη τους την υπό-επίδοση (underperformance).

4.6. Wermers (2001)

Ο Wermers ολοκληρώνει ότι αισθάνεται πως είναι η πιο περιεκτική μελέτη του θέματος της επαναληπτικότητας μέχρι σήμερα. Χρησιμοποιεί μια νέα βάση δεδομένων, κοιτώντας την απόδοση A/K τόσο σε επίπεδο μετοχών, όσο και σε επίπεδο καθαρής απόδοσης και βρίσκει ότι: «Τα A/K που νίκησαν το προηγούμενο έτος, νικούν κατά τη διάρκεια του επόμενου έτους, τα A/K που ηττήθηκαν το προηγούμενο έτος, με ποσοστό σχεδόν 5% κάθε έτος σε επίπεδο καθαρής απόδοσης, ενώ ταυτόχρονα νικούν και τους δείκτες της αγοράς με ποσοστό 2% ανά έτος».

Ο Wermers βρίσκει ότι τα A/K που είναι «νικητές» το προηγούμενο έτος, γνωρίζουν εισροές της τάξης 20% έως 30% ανά έτος, ενώ οι «χαμένοι» της προηγούμενης χρονιάς γνωρίζουν εκροές της τάξης 2% έως 3% ανά έτος. Οι «νικητές» του παρελθόντος εξακολουθούν να νικούν τους «ηττημένους» του παρελθόντος για τουλάχιστον δυο χρόνια μετά το έτος ταξινόμησης. Η στρατηγική διακράτησης ενός A/K, που ήταν στο υψηλότερο (ή στο χαμηλότερο) επίπεδο το προηγούμενο έτος, δίνει μια μέση καθαρή απόδοση, που μοιράζεται μεταξύ «νικητών» και «ηττημένων» της προηγούμενης χρονιάς, της τάξης 4,8% και 5,3% για το συνολικό καθαρό ενεργητικό και για ισοσταθμισμένα χαρτοφυλάκια A/K αντίστοιχα. Οι ακαθάριστοι αριθμοί είναι 5,9% και 5,7% αντίστοιχα. Τα αποτελέσματα αυτά παρέχουν ισχυρά στοιχεία επαναληπτικότητας ενός έτους. Επιπρόσθετα, η επένδυση σε A/K με αναπτυξιακό προσανατολισμό και που σημείωσαν τις υψηλότερες αποδόσεις την προηγούμενη χρονιά, συνιστά μια στρατηγική που νικά το χαρτοφυλάκιο της αγοράς κατά 2%-3% για τον πρώτο χρόνο, ακολουθώντας την ταξινόμηση και σχεδόν το ίδιο και την επόμενη χρονιά. Ο Wermers συμπεραίνει: «Ότι το φαινόμενο της επιτυχίας να ακολουθείται από επιτυχία την επόμενη περίοδο ("hot

hands") υπάρχει, ότι το φαινόμενο επιμένει και ότι οι επενδυτές μπορούν να εντοπίζουν τους διαχειριστές A/K με hot hands" μέσα από τη χρήση κάποιων απλών δεικτών».

Πivακας : Summary of recent US studies of unit trust (mutual fund)
performance persistence

Author/s	Year	Period	Funds covered	Performance persistence
Carlson	1970	1948-1967	Stock	Yes
Grinblatt&Titman	1989	1974-1984	Stock	Partial
Grinblatt & Titman	1992	1974-1984	All	Yes
Brown,Goetzmann, Ibbotson & Ross	1992	1976-1987	All	Yes
Ippolito	1992	1965-1984	Sample of 143	Yes
Hendricks, Patel & Zeckhauser	1993	1974-1988	Equity	Yes
Goetzmann & Ibbotson	1994	1976-1988	All	Yes
Kahn & Rudd	1994	1983-1990	Equity and Fixed Income	Yes
Volkman & Wohar	1995	1980-1989	Intl.	Yes
Grinblatt, Titman & Wermers	1995	1974-1985	All	Yes
Malkiel	1995	1971-90	Equity	Partially
Elton, Gruber&Blake	1996	1977-1993	Stock	Yes
Gruber	1996	1984-1994	All	Yes
Carhart	1997	1962-1993	All	Yes
Sauer	1997	1976-1992	All	Partial (for funds overall)
Phelps and Detzel	1997	1975-1995	Equity	No
Hendricks, Patel & Zeckhauser	1997	Simulation	600 funds, and 393 survivors	Yes
Wermers	1997	1975-1994	All	Yes
Carpenter&Lynch	1999	33 years of simulations	Simulated	Yes
Jain & Wu	2000	1994-1996	Advertised funds	No
Wermers	2001	1974-1994	All (stockholding + net returns)	Yes

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

Η επαναληπτικότητα της επίδοσης των διαχειριστών A/K

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

Επισκόπηση αγγλικής βιβλιογραφίας

Η ακαδημαϊκή κάλυψη του θέματος της εμμονής απόδοσης στη βιομηχανία των αγγλικών αμοιβαίων κεφαλαίων είναι σχετικά περιορισμένη σε σύγκριση με την εκτενή βιβλιογραφία που υπάρχει στις Ηνωμένες Πολιτείες και η οποία θα αναλυθεί στο επόμενο κεφάλαιο. Το γεγονός αυτό έχει ως αποτέλεσμα, τόσο οι μεθοδολογίες που υιοθετούνται, όσο και το μέγεθος και η ποιότητα των στοιχείων να είναι γενικά λιγότερο αναπτυγμένες. Ωστόσο, είναι πραγματικά χρήσιμο να εξετάσουμε με μεγαλύτερη λεπτομέρεια τις εν λόγω μελέτες.

1. Μελέτες περιόδου 1997-1998

1.1. Fletcher (1997)

Η πρώτη μελέτη για το θέμα της εμμονής στην απόδοση των αγγλικών αμοιβαίων κεφαλαίων πραγματοποιήθηκε το έτος 1997 από τον Fletcher, ο οποίος εξέτασε ένα τυχαίο δείγμα από εκατόν ένα αγγλικά αμοιβαία κεφάλαια με αναπτυξιακούς, γενικούς και εισοδηματικούς στόχους. Παρά το γεγονός ότι βασίστηκε σε σχετικά μικρό δείγμα, η μελέτη του χρησιμοποιεί σχετικά περίπλοκη μεθοδολογία, καθώς εφαρμόζει διάφορες εναλλακτικές μεθόδους για τον υπολογισμό των αποδόσεων προσαρμοσμένων στον κίνδυνο.

Αναλυτικότερα, ο Fletcher εξετάζει πέντε χαρτοφυλάκια αμοιβαίων κεφαλαίων βασισμένων σε μια ταξινόμηση πενταετούς απόδοσης και

έχοντας λάβει υπόψη τον κίνδυνο. Η διαδικασία αυτή επαναλήφθηκε και για αντίστοιχο αρχείο διетуός απόδοσης. Οι συνεχείς αλλαγές στο όνομα ή οι μεταγραφές μεταξύ των διοικητικών ομάδων επέτρεψαν την επικράτηση του φαινομένου της θετικής επιλεκτικής μεροληψίας (survivorship bias). Ο Fletcher συγκρίνει τις αποδόσεις που πέτυχαν τα διαφορετικά χαρτοφυλάκια και δεν εντοπίζει τελικά στοιχεία εμμονής απόδοσης.

1.2. Quigley & Sinquefield (1998)

Οι Quigley & Sinquefield βασιζόμενοι στη μεθοδολογία του Fletcher, προχωρούν στην κατασκευή χαρτοφυλακίων βασισμένων στη σχετική απόδοση ενός συγκεκριμένου έτους (δηλαδή ταξινομώντας τα αμοιβαία κεφάλαια ανά δεκατημόριο) και στη συνέχεια συγκρίνουν την απόδοση κάθε τέτοιου χαρτοφυλακίου με αυτήν του επόμενου έτους. Η μελέτη αυτή λαμβάνει υπόψη πολύ περισσότερα αμοιβαία κεφάλαια από τη μελέτη του Fletcher και συγκεκριμένα περιλαμβάνει όλα τα αγγλικά μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια που υπήρχαν την περίοδο 1978-1997 (συνολικά 752 A/K).

Οι Quigley & Sinquefield βασίζονται στις δοκιμές τους στην απόδοση τόσο πριν όσο και μετά από την προσαρμογή της στον κίνδυνο. Όταν χρησιμοποιούν μη-προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις, παίρνουν το μέσο όρο της απόδοσης ανώτατων και κατώτατων χαρτοφυλακίων κατά τη διάρκεια των επόμενων ετών και βρίσκουν μια μέση διαφορά της τάξης του 3,54% μεταξύ ανώτατων και κατώτατων χαρτοφυλακίων του δεκατημορίου. Εντούτοις, μετά και την εισαγωγή του κόστους συναλλαγών, οι δυο ερευνητές δεν βρίσκουν τελικά την επενδυτική στρατηγική ιδιαίτερα κερδοφόρα για να την ακολουθήσουν. Εν συνεχεία προχωρούν σε ακόμα πιο πολύπλοκη ανάλυση, προσαρμόζοντας την απόδοση στον κίνδυνο, αρχικά χρησιμοποιώντας ως μέτρο το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model) και μετά ένα μοντέλο που περιλαμβάνει τον κίνδυνο, το μέγεθος και την αξία της αγοράς (δηλαδή ένα τρι-παραγοντικό υπόδειγμα). Μετά τον υπολογισμό

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

Παρόλο που η μελέτη αυτή δεν προτείνει εμμονή στις θετικές αποδόσεις, ωστόσο καταδεικνύει ότι υπάρχει αξία στα στοιχεία προηγούμενης απόδοσης στον επενδυτή, ακόμα και μετά από την προσαρμογή στα κόστη συναλλαγών και στον κίνδυνο.

Ωστόσο είναι σημαντικό να σημειώσουμε ότι το μέτρο της απόδοσης είναι βασισμένο σε τιμές προσφοράς με την ακαθάριστη επανεπένδυση. Αυτό δεν λαμβάνει υπόψη αρχικές ή ετήσιες δαπάνες στον καταναλωτή ή το περιθώριο κέρδους και απεικονίζει τους στόχους των Quigley & Siquemfield για μέτρηση της απόδοσης του διαχειριστή A/K και όχι των αποδόσεων στον καταναλωτή.

Μια άλλη μεθοδολογία που χρησιμοποιείται για να εξετάσουν εμμονή στα στοιχεία απόδοσης είναι η ταξινόμηση των αποδόσεων A/K είτε προσαρμοσμένων είτε μη-προσαρμοσμένων στον κίνδυνο για περισσότερα από δυο διαδοχικά χρονικά διαστήματα και η μέτρηση της αναλογίας του δείγματος που συνεχίζει στο ίδιο γκρουπ απόδοσης (το γκρουπ μπορεί να περιλαμβάνει κερδισμένους και χαμένους). Η προσέγγιση αυτή συχνά ορίζεται σε ένα πίνακα ενδεχομένων (contingency

table) και απλά στατιστικά τεστ μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την εμμονή απόδοσης.

1.3. Lunde, Timmermann & Blake (1998)

Οι Lunde, Timmermann & Blake δημιουργούν χαρτοφυλάκια αγγλικών Α/Κ βασιζόμενοι στις μη-κανονικές (δηλαδή με προσαρμογή στον κίνδυνο) αποδόσεις για μια περίοδο 36 μηνών και χρησιμοποιώντας ένα σετ δεδομένων αποτελούμενο από 2.300 αγγλικά Α/Κ. Χρησιμοποιούν ένα μέτρο απόδοσης που βασίζεται στις τιμές προσφοράς (bid prices) και στο καθαρό εισόδημα και δεν συμπεριλαμβάνουν κόστη συναλλαγών ή έξοδα διαχείρισης. Τα Α/Κ ταξινομούνται σε τεταρτημόρια και στη συνέχεια υποθέτουν ότι τα Α/Κ κρατούνται για περίοδο μεγαλύτερη των 36 μηνών, πράγμα που επαναλαμβάνεται πέρα από το δείγμα. Η μέθοδος αυτή οδήγησε σε μεταβατικές πιθανότητες που συνδέουν τη μη-κανονική απόδοση (το κορυφαίο τεταρτημόριο απόδοσης είναι το γκρουπ IV, το δεύτερο τεταρτημόριο απόδοσης είναι το γκρουπ III κ.ο.κ.) στις προ και στις μετά περιόδους ταξινόμησης και τελικά δίνει ένα στατιστικό μέτρο για την παρελθούσα απόδοση.

Αν δεν υπήρχε εμμονή στην απόδοση, θα αναμέναμε να δούμε κάθε μια από τις μεταβατικές πιθανότητες ίση με 0,25. Αυτό απορρίπτεται ξεκάθαρα, καθώς η πιθανότητα της επαναλαμβανόμενης ανώτατης απόδοσης στο κορυφαίο τεταρτημόριο ισούται με 0,355, ενώ η αντίστοιχη πιθανότητα για το χαμηλότερο τεταρτημόριο είναι 0,332 :

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

Past Performance	Future Performance			
	I	II	III	IV
I (worst)	0.332	0.251	0.212	0.205
II	0.224	0.267	0.288	0.221
III	0.203	0.297	0.281	0.219
IV (best)	0.242	0.184	0.219	0.355

Πηγή : Lunde, Timmermann & Blake (1998).

Η επαναληπτικότητα της επίδοσης των διαχειριστών Α/Κ

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

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

Past performance	Future Performance			
	I	II	III	IV
I (worst)	0.284	0.240	0.221	0.255
II	0.225	0.277	0.280	0.218
III	0.221	0.303	0.266	0.210
IV (best)	0.269	0.181	0.232	0.317

Πηγή : Lunde, Timmermann & Blake (1998).

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

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

	All funds	Surviving funds
I (worst)	-0.107	0.002
II	-0.039	0.004
III	-0.003	0.031
IV (best)	0.105	0.052

Πηγή : Lunde, Timmermann & Blake (1998).

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

1.4. Blake & Timmermann (1998)

Οι Blake & Timmermann αναπτύσσουν τη μελέτη τους, αναλύοντας την εμμονή απόδοσης στους επιμέρους τομείς. Έτσι ταξινομήσαν τα χαρτοφυλάκια βασιζόμενοι στους 24 προηγούμενους μήνες και τα τοποθέτησαν σε τεταρτημόρια. Αυτά τα χαρτοφυλάκια του τεταρτημρίου διαμορφώθηκαν και κρατήθηκαν για ένα μήνα προτού η διαδικασία επαναληφθεί.

Το πλεονέκτημα αυτής της μεθοδολογίας είναι ότι μπορούμε να ενσωματώσουμε όλα τα στοιχεία σχετικά με τα Α/Κ χωρίς να κάνουμε υποθέσεις αναφορικά με τις αποδόσεις των Α/Κ που επενδύθηκαν σε Α/Κ που έκλεισαν. Ωστόσο, αυτό προϋποθέτει ότι το χαρτοφυλάκιο συνέχεια αναθεωρείται και αναδιαμορφώνεται. Οποιοδήποτε εύρημα εμμονής χρειάζεται να επανεξεταστεί αφού υπολογιστούν και τα έξοδα.

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

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

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

Η μεγάλη πλειοψηφία των αγγλικών μετοχικών Α/Κ προέρχεται από τους καλύτερους διαχειριστές, οι οποίοι πέτυχαν θετικές μέσες μη-κανονικές

αποδόσεις κατά τη διάρκεια περιόδου, όταν οι χειρότεροι διαχειριστές παρήγαγαν αρνητικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις.

Η μετατροπή των άνω μηνιαίων αριθμών σε ετήσιες αποδόσεις συνεπάγεται μη-κανονικές αποδόσεις της τάξης περίπου του 3% ή του -3% για τις 3 διαφορετικές ομάδες (Α, Β και C) στον τομέα των μικρών επιχειρήσεων, που αποτελεί μια μεγάλη διαφορά 6% μεταξύ των καλύτερων και των χειρότερων διαχειριστών. Ο τομέας ανάπτυξης στο Ηνωμένο Βασίλειο σημειώνει ετήσιες διαφορές στην περιοχή από 2% έως 3,5% μεταξύ των καλύτερων και των χειρότερων διαχειριστών. Τα Α/Κ των άλλων υποτομέων παρουσιάζουν μικρότερες διαφορές μεταξύ των καλύτερων και των χειρότερων διαχειριστών, αλλά εξακολουθούν να είναι θετικές και μεγαλύτερες του 0,3%.

Τα ισχυρότερα αποτελέσματα επομένως εμφανίζονται στον τομέα των μικρότερων επιχειρήσεων του Ηνωμένου Βασιλείου, καθώς 5 από τις 6 μη-κανονικές μέσες αποδόσεις είναι στατιστικά σημαντικές, αλλά και στον αναπτυξιακό τομέα με 4 εκ των 6 να είναι στατιστικά σημαντικές. Εξάλλου, το ζήτημα των μικρότερων εταιρειών και των αποδόσεών τους συγκριτικά με τις μεγαλύτερες εταιρείες έχει συχνά απασχολήσει τη βιβλιογραφία.

Οι Blake & Timmermann καταλήγουν στο συμπέρασμα ύπαρξης στοιχείων εμμονής τόσο στα καλύτερα όσο και στα χειρότερα αγγλικά Α/Κ και λένε χαρακτηριστικά ότι: «Υπάρχει αξιοσημείωτη εμμονή στις μη-κανονικές αποδόσεις και ότι οι προηγούμενες μη-κανονικές αποδόσεις παρέχουν σημαντική και χρήσιμη πληροφόρηση για την επιλογή των μελλοντικών χαρτοφυλακίων».

2. Μελέτες περιόδου 1999

2.1. Fletcher (1999)

Ο Fletcher, ακολουθώντας το ενδιαφέρον του Blake για την απόδοση στους επιμέρους τομείς, ανέλυσε 85 αγγλικά Α/Κ που είχαν βόρειο-αμερικάνικους επενδυτικούς στόχους για μια περίοδο 11 χρόνων, μεταξύ των ετών 1985-1996. Ο αναλυτής ισχυρίζεται την επικράτηση της έννοιας της αποτελεσματικής αγοράς (market efficiency) μετά και τον υπολογισμό των εξόδων και δεν βρίσκει ενδείξεις πρόβλεψης στην επίδοση. Η μελέτη χρησιμοποιεί ένα μικρό δείγμα που καλύπτει ένα συγκεκριμένο τομέα και υπολογίζει μόνο μερικώς τα προβλήματα θετικής επιλεκτικής μεροληψίας (survivorship bias problems).

2.2. WM Company (1999)

Η WM Company χρησιμοποίησε επίσης μια προσέγγιση με πίνακα συνάφειας (contingency table) και βασίστηκε σε αποδόσεις 5 ετών. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με πολλές από τις μελέτες που αναφέρθηκαν παραπάνω και οι οποίες επικεντρώθηκαν σε μικρότερες περιόδους. Η WM Company καλύπτει και πάλι μόνον ένα τομέα, τον αγγλικό τομέα ανάπτυξης και εισοδήματος. Δεν εντοπίζουν ενδείξεις επίτευξης καλής επίδοσης για μια πενταετή περίοδο που να επαναλαμβάνεται και τα επόμενα 5 χρόνια, αλλά ανακαλύπτουν: «... στοιχεία εμμονής για μικρότερα διαστήματα, με συγκεκριμένο κορυφαίο τεταρτημόριο για μια χρονιά να συνεχίζει να υπερ-αποδίδει και την επόμενη χρονιά». Πρέπει να σημειωθεί ότι η επικέντρωση γίνεται μόνο σε συγκεκριμένο κορυφαίο τεταρτημόριο. Το χαμηλότερο τεταρτημόριο δε λαμβάνεται υπόψη παρά το γεγονός ότι συχνά υποστηρίζεται ότι η κακή επίδοση επιμένει.

2.3. Allen & Tan (1999)

Οι Allen & Tan βρίσκουν περαιτέρω αποδείξεις εμμονής στα αγγλικά διαχειριζόμενα Α/Κ. Χρησιμοποιούν 131 Α/Κ για την περίοδο 1989-1995 και 4 διαφορετικά τεστ: πίνακες συνάφειας (contingency tables) που βασίζονται σε νικητές και χαμένους, τετραγωνικό (χ^2 =chi squared) έλεγχο ανεξαρτησίας των πινάκων αυτών, ανάλυση παλινδρόμησης για τις αποδόσεις προσαρμοσμένες στον CAPM κίνδυνο με την μέθοδο των ελάχιστων τετραγώνων (Ordinary Least Squares OLS) και υπολογισμούς ανεξαρτησίας κατά Spearman Rank Correlation Coefficient (SRCC).

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

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

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

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

Τα ευρήματα εδώ υπονοούν ότι η επίδοση επιμένει για μακρύτερα διαστήματα του ενός χρόνου, πράγμα που προβλέπεται από τη "hot hands" βιβλιογραφία και λειτουργεί για περίοδο τουλάχιστον 2 ετών. Από τα αποτελέσματα αυτά οι Allen & Tan νοιώθουν ότι ίσως είναι καλύτερα για έναν επενδυτή να εμπιστευτεί έναν κορυφαίο διαχειριστή στο βαθμό που είναι

πιο πιθανό να παραμείνει ο καλύτερος και την επόμενη περίοδο. Με αυτή την έννοια μια επενδυτική στρατηγική δύναται να συγκεντρώσει υπερβάλλουσες αποδόσεις για τους επενδυτές, ενώ και η επίδραση του κόστους προφανώς χρειάζεται να ληφθεί υπόψη. Χρησιμοποιώντας τις ίδιες περιόδους όπως παραπάνω, πραγματοποιείται ένα παρόμοιο test, αλλά με 4 επιμέρους στήλες.

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

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

Πηγή : Allen & Tan (1999).

Ένας αριθμός 25% θα υποδείκνυε μη εμμονή στην απόδοση. Σε αντίθεση, τα αποτελέσματα δείχνουν εμμονή στα ανώτερα και στα χαμηλότερα τεταρτημόρια για άλλη μια φορά. Οι Allen & Tan ολοκληρώνουν, περιγράφοντας τον τρόπο με τον οποίο προσάρμοσαν για την μεταβλητότητα (volatility) και λένε: «Ερευνήσαμε για εμμονή επίδοσης για αποδόσεις προσαρμοσμένες και μη στον κίνδυνο και βρήκαμε ότι οι παρελθούσες αποδόσεις και οι σχετικές ταξινομήσεις είναι χρήσιμες για προβλέψεις όσον αφορά τις αποδόσεις και τις ταξινομήσεις, ακόμα και μετά την προσαρμογή στον κίνδυνο».

3. Ανάλυση Financial Services Authority (FSA)

Η παραπάνω ανασκόπηση της αγγλικής βιβλιογραφίας γεννά έντονες ανησυχίες σε σχέση με την ανασκόπηση βιβλιογραφίας που παρέχουν οι Bacon & Woodrow (1999) και Rhodes (2000), καθώς και με τις αναλύσεις τους που τις συνοδεύουν.

3.1. Bacon & Woodrow (1999)

Οι Bacon & Woodrow ολοκλήρωσαν την αρχική εργασία για το Financial Services Authority (FSA) πάνω στο θέμα “past performance”. Αρχικά τους ζητήθηκε να ανασκοπήσουν μόνο ένα μικρό αριθμό από επαγγελματικά και ακαδημαϊκά περιοδικά του FSA. Από τις αγγλικές μελέτες, δεν συμπεριέλαβαν τους Fletcher (1997), Blake & Timmermann (1998), Lunde, Timmermann & Blake (1998) και Fletcher (1999). Συνεπώς δεν αποτελεί έκπληξη το γεγονός ότι δεν μπορούσαν να κάνουν μια ευρεία αξιολόγηση της βιβλιογραφίας.

Δεδομένου του σκοπού της αποστολής τους, οι Bacon & Woodrow μπορούσαν να αναλάβουν μόνο μια σχετικά απλοϊκή ανάλυση. Αυτό στηρίχθηκε πρώτιστα σε μια γραφική απεικόνιση και σε περιορισμένο χρονικό ορίζοντα. Συγκριτικά, οι Blake & Timmermann (1998) χρησιμοποίησαν στη μελέτη τους πάνω από 2.300 Α/Κ για παραπάνω από 23 χρόνια και με εργαλεία πολύπλοκες στατιστικές και χρηματοοικονομικές τεχνικές.

3.2. Rhodes (2000)

Για αυτό το λόγο, μπορούμε να καταλάβουμε την ανάγκη του FSA να αναλάβει τη διεξαγωγή περαιτέρω έρευνας. Η μελέτη Rhodes εμφανίζει μια πρόοδο σε σχέση με την προηγούμενη δουλειά, που διεκπεραιώθηκε από τους Bacon & Woodrow για τους πίνακες συγκριτικής πληροφόρησης (comparative information tables). Εντούτοις, ακόμα και αυτή η βελτίωση παρουσίασε σημαντική έλλειψη γνώσης αναφορικά με τον όγκο της δουλειάς που έχει γίνει σε αυτή την περιοχή. Η μελέτη Rhodes σχολιάζει: «Το συμπέρασμα από μια εξέταση της βιβλιογραφίας πάνω στο θέμα της παρελθούσας απόδοσης (past performance) είναι ότι η επαναλαμβανόμενη απόδοση -αν υπάρχει- είναι ουσιαστικά και μικρή σε επίδραση και βραχύβια» και συνεχίζει για να συνάγει από αυτό ότι: «Το

συμπέρασμα είναι ότι οι απλοί επενδυτές (retail investors) δεν μπορούν να εκμεταλλευτούν την πληροφόρηση που υπάρχει για τις παρελθούσες αποδόσεις».

Η μελέτη Rhodes ωστόσο έχει κάποια σημαντικά μειονεκτήματα, γεγονός που καθιστά τα συμπεράσματά της αμφισβητήσιμα. Αυτά συνιστώνται στα ακόλουθα :

- Η μελέτη Rhodes δεν επανεξετάζει όλη τη σχετική αγγλική βιβλιογραφία που υφίσταται για το θέμα “past performance” και βασίζεται σε μια περιεκτική αναθεώρηση, πράγμα που κάνει ξεκάθαρο ότι τα συμπεράσματα που προαναφέρθηκαν, δεν μπορούν να υποστηριχθούν πλήρως.
- Η μελέτη Rhodes δεν αναγνωρίζει τα διαφορετικά ζητήματα που εξετάζονται σε κάθε μελέτη ξεχωριστά.
- Η μελέτη Rhodes ενώ απομακρύνει τον παράγοντα “past performance”, δεν εξετάζει πως οι επενδυτές θα διαμορφώσουν πλέον τις αποφάσεις τους μετά την έλλειψη αυτής της πληροφορίας.
- Η μελέτη Rhodes χρησιμοποιεί μια ποσοτική μεθοδολογία που δεν ανταποκρίνεται στην ουσιαστική πρόοδο που έχει σημειώσει η βιβλιογραφία στον τομέα των χρηματοοικονομικών και στο Ηνωμένο Βασίλειο, αλλά πολύ περισσότερο στις Ηνωμένες Πολιτείες.

Ειδικότερα, ο Rhodes δεν ξεχωρίζει μεταξύ δυο διαφορετικών ερωτήσεων:

- ✓ Αν υφίστανται κερδοφόρες επενδυτικές στρατηγικές για απλούς επενδυτές (retail investors) που να στηρίζονται σε “past performance” πληροφόρηση και

-
- ✓ Αν υφίστανται αποδείξεις για το φαινόμενο εμμονής επίδοσης στις ικανότητες του διαχειριστή A/K.

Ο Rhodes δεν εμφανίζεται να εστιάζει την ανάλυση του στην πλευρά του επενδυτή – οι καταναλωτές ενδιαφέρονται για σωρευτικές παρά για ετήσιες αποδόσεις – . Επομένως, ακόμα και αν η εμμονή είναι παροδική – η απόδοση επανέρχεται στο μέσο όρο – αυτό αντιπροσωπεύει ένα μόνιμο κέρδος στην αξία του A/K.

Επιπρόσθετα, ο Rhodes στηρίζει την παρατήρησή του στο γεγονός ότι τα A/K με κακή απόδοση αποτελούν ένα μικρό και ανακόλουθο μέρος της βιομηχανίας A/K. Εντούτοις, αν οι επενδυτές αποθαρρυνθούν να λάβουν υπόψη τους την παρελθούσα απόδοση :

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

Είναι εξίσου ανησυχητικό το γεγονός ότι ο Rhodes χρησιμοποίησε μια μεθοδολογία που διαφέρει σημαντικά απ' ότι ισχύει στην καθιερωμένη βιβλιογραφία. Αν και υιοθέτησε την προσέγγιση με τον πίνακα συνάφειας (contingency table approach), που χρησιμοποιείται συχνά από τους Άγγλους συγγραφείς, η ανάλυσή του υιοθετεί ένα πρότυπο κινδύνου που έρχεται σε αντίθεση με την προηγούμενη έρευνα και την οικονομική θεωρία.

Συγκεντρωτικός Πίνακας πρόσφατων μελετών Ηνωμένου Βασιλείου

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

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

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

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

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

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

Επισκόπηση αυστραλιανής βιβλιογραφίας

Το φαινόμενο της επαναληπτικότητας της απόδοσης έχει απασχολήσει, όπως άλλωστε είναι φυσικό και την αυστραλιανή αγορά Α/Κ. Τα αποτελέσματα στα οποία καταλήγει η βιβλιογραφία είναι ότι υπάρχει υψηλός βαθμός συσχέτισης μεταξύ των μέτρων επίδοσης Α/Κ και ότι τα Α/Κ γενικά αποτυγχάνουν να ξεπεράσουν την αγορά. Δεν υπάρχει δημοσιευμένη αυστραλιανή έρευνα που να εντοπίζει στατιστικά στοιχεία υπέρ της εμμονής επίδοσης στα αυστραλιανά Α/Κ. Αναφέρουμε ενδεικτικά τις κυριότερες αυστραλιανές μελέτες που συντάχθηκαν προκειμένου να ελέγξουν την επίδοση των εγχώριων Α/Κ.

1. Bird R., Chin H. & Mc Crae M. (1983)

Δεν εντοπίζουν στοιχεία επαναληπτικότητας.

2. Robson G. N. (1986)

Δεν εντοπίζει στοιχεία επαναληπτικότητας.

3. Vos E., Brown P. & Christie S. (1995)

Δεν εντοπίζουν στοιχεία επαναληπτικότητας.

4. Hallahan T.A. (1999)

Δεν εντοπίζει στοιχεία επαναληπτικότητας.

5. Orr D. (1999)

Ο Orr παρατηρώντας διαχειριστές μετοχών και ομολόγων, βρίσκει αποτελέσματα συνεπή με επαναληπτικότητα στην επίδοση των μετοχικών Α/Κ, παρόλο που υπάρχουν ανατρεπτικά στοιχεία στην απόδοση των διαχειριστών σταθερού επιτοκίου. Ο Orr το απέδωσε αυτό στη διαφορά πληροφόρησης ή στις ικανότητες επιλογής μετοχών των διαχειριστών.

6. Sawicki J. (2000, 2001)

Ο Sawicki μέσα από εμπειρικά τεστ βρίσκει ότι οι εισροές ή οι εκροές σε ένα Α/Κ συσχετίζονται θετικά με την παρελθούσα απόδοση του. Πραγματικά, αν η επίδοση είναι επίμονη και οι επενδυτές είναι γνώστες αυτού του γεγονότος, τότε θα περιμένουμε εισροές κεφαλαίων προς τα Α/Κ που τα πήγαν καλύτερα στο παρελθόν και ταυτόχρονα εκροές κεφαλαίων από τα Α/Κ που δεν τα πήγαν καλά. Συνεπώς, οι απλοί επενδυτές συμπεριφέρονται σαν η επαναληπτικότητα να υφίσταται. Μια εξήγηση γι αυτό μπορεί να είναι ότι οι απλοί μεμονωμένοι επενδυτές τείνουν να βασίζονται τις επενδυτικές τους αποφάσεις στις προηγούμενες αποδόσεις και το επιχείρημα αυτό φαίνεται να είναι συνεπές με την παρατηρούμενη συσχέτιση τόσο μεταξύ ροών και διαφήμισης όσο και μεταξύ ροών και ταξινομήσεων.

7. Gallagher D. R. (2001)

Ο Gallagher υποστηρίζει ότι η επιλογή και η εξειδίκευση του κατάλληλου υποδείγματος μπορεί να έχει δραματική επίδραση στην αξιολόγηση της απόδοσης των Α/Κ.

8. Hallahan T.A. & Faff R. W. (2001)

Οι Hallahan & Faff επιβεβαιώνουν τον ισχυρισμό ότι η παρελθούσα απόδοση για αρκετές περιόδους είναι αποφασιστικός παράγοντας του

Η επαναληπτικότητα της επίδοσης των διαχειριστών Α/Κ

αποκλεισμού A/K και την άποψη της παρακινούμενης μη-επαναληπτικότητας.

9. Drew M. E. & Stanford J. D. (2001a, 2001b, 2003)

Η έρευνα τους δεν βρίσκει αποδείξεις για επαναληπτικότητα, ούτε όταν χρησιμοποιεί αποδόσεις μη-προσαρμοσμένες στον κίνδυνο, ούτε όταν εφαρμόζει το δείκτη του Sharpe με ορίζοντα ενός έτους. Οι Drew & Stanford υποστηρίζουν ακόμα ότι τα A/K που έχουν υψηλής μεταβλητότητας κίνδυνο, έχουν μεγάλη πιθανότητα για αποτυχία, παρά το γεγονός ότι αν ένα υψηλού ρίσκου A/K επιβιώσει, έχει υψηλή αναμενόμενη απόδοση συγκριτικά με ένα A/K χαμηλής μεταβλητότητας. Αυτό δίνει την εντύπωση ότι οι υψηλές αποδόσεις επιμένουν, επειδή τα υψηλής μεταβλητότητας A/K που πραγματοποιούν κακή απόδοση, αποκλείονται από το δείγμα, στο οποίο επικρατούν μόνο τα A/K με δυνατή απόδοση. Η μελέτη λοιπόν βρίσκει αξιοσημείωτη επιλεκτική μεροληψία στο χρησιμοποιούμενο δείγμα της, που οδηγεί προς τα πάνω την κατεύθυνση της απόδοσης του δείγματος των επιζήσαντων A/K αναφορικά με όλα τα A/K.

10. Frino Angela, Heaney Richard & Service D. (2003)

Παρόλο που τα εμπειρικά αποτελέσματα δεν επιχειρηματολογούν υπέρ της επαναληπτικότητας στην Αυστραλία, ωστόσο αν η απόδοση επιμένει, τότε τα αρχεία A/K θα πρέπει να επηρεάζουν τις χρηματικές ροές του επενδυτή. Πραγματικά, υφίσταται μια στατιστικά σημαντική θετική σχέση μεταξύ της παρελθούσας απόδοσης και των τρεχουσών χρηματοροών του επενδυτή. Φαίνεται τελικά, ότι αξιοσημείωτο ποσοστό επενδυτών στην Αυστραλία αντιδρούν κάτω από την υπόθεση ότι η απόδοση επαναλαμβάνεται, όταν διαμορφώνουν τις επενδυτικές τους αποφάσεις.

11. Bilson Crhis, Frino Angela & Heaney Richard A. (2004)

Ωστόσο, είναι προτιμότερο να επικεντρώσουμε την προσοχή μας σε μια πρόσφατη μελέτη που διενεργήθηκε από τους Bilson, Frino & Heaney και η οποία επεκτείνει την αυστραλιανή βιβλιογραφία σχετικά με την επαναληπτικότητα της επίδοσης των Α/Κ μέσα από τη χρήση πέντε μετρικών συστημάτων απόδοσης: τις αποδόσεις μη-προσαρμοσμένες στον κίνδυνο, τον λόγο του Sharpe, το μόνο-παραγοντικό υπόδειγμα και δυο πόλυ-παραγοντικά υποδείγματα, το μοντέλο του Carhart (1997) και το μοντέλο του Gruber (1996) στα πλαίσια ανάλυσης της επίδοσης των αυστραλιανών Α/Κ. Η μελέτη χρησιμοποιεί δείγμα Α/Κ, απαλλαγμένο από το πρόβλημα της θετικής επιλεκτικής μεροληψίας, που έχει συνταξιοδοτικό χαρακτήρα, καλύπτει τη χρονική περίοδο 1991-2000 και το οποίο παραχωρήθηκε από την Plan for Life Pty Ltd. Η ανάλυση αυτή προτείνει ότι η εμμονή απόδοσης είναι ευαίσθητη στους αντικειμενικούς σκοπούς των Α/Κ, καθώς και ότι εμφανίζεται να οδηγείται από ανεπαρκή προσαρμογή στον κίνδυνο.

Παρόλο που δεν εντοπίζονται στοιχεία επαναληπτικότητας σε αποδόσεις ενός έτους, υπάρχουν κάποιες ενδείξεις επαναληπτικότητας σε αποδόσεις τριών ετών, όταν χρησιμοποιούνται αποδόσεις μη-προσαρμοσμένες στον κίνδυνο σε επίπεδο σημαντικότητας 1% ή όταν χρησιμοποιούνται το μόνο-παραγοντικό υπόδειγμα ή το υπόδειγμα τεσσάρων παραγόντων του Carhart σε επίπεδο σημαντικότητας 10%. Το αποτέλεσμα αυτό είναι σημαντικό, επειδή επισημαίνει τον κίνδυνο να βασιζόμαστε σε υποδείγματα απόδοσης που δεν συλλαμβάνουν τον έμφυτο κίνδυνο του Α/Κ. Τα εξεταζόμενα Α/Κ τείνουν να επενδύουν τόσο σε ομολογίες όσο και σε μετοχές και έτσι ενδέχεται τα βασιζόμενα σε μετοχές υποδείγματα να αδυνατούν να επεξηγήσουν επαρκώς την διάρθρωση του υποκείμενου κινδύνου των Α/Κ. Το υπόδειγμα τεσσάρων παραγόντων του Gruber λαμβάνει σοβαρά υπόψη του την πιθανότητα το Α/Κ να εμπεριέχει ομολογίες σαν ένα τμήμα του χαρτοφυλακίου του, ενώ από την άλλη

πλευρά το μόνο-παραγοντικό υπόδειγμα ή το υπόδειγμα τεσσάρων παραγόντων του Carhart δεν εξειδικεύουν όσον αφορά την επίδραση των ομολογιών. Τα αποτελέσματα υπονοούν ότι η έλλειψη του παράγοντα των ομολογιών στο υποκείμενο υπόδειγμα τιμολόγησης μπορεί να επεξηγήσει τη διακύμανση του φαινομένου της επαναληπτικότητας που αναγνωρίζεται στην παρούσα μελέτη. Μόλις ο παράγοντας των ομολόγων εισάγεται στο υπόδειγμα, όπως συμβαίνει με τον Gruber, δεν υπάρχει πια απόδειξη επαναληπτικότητας στα αυστραλιανά Α/Κ.

Ο Table 1, που παρατίθεται παρακάτω, περιέχει την τελική επιλογή των δεδομένων της εν λόγω μελέτης, τα οποία περιλαμβάνουν τα κεφάλαια υπό διαχείριση (funds under management) στην αρχή και στο τέλος κάθε τριμήνου, καθώς και τα κέρδη της επένδυσης (investment earnings). Η μελέτη επικεντρώνεται σε δυο από οκτώ επενδυτικές κατηγορίες: διαχειριζόμενης ανάπτυξης (managed growth) και διαχειριζόμενης σταθερότητας (managed stable). Οι κατηγορίες αυτές επιλέχθηκαν λόγω της επικέντρωσής τους σε εγχώριες μετοχές, με τα managed growth Α/Κ να έχουν τυπικά μεγαλύτερη έκθεση σε μετοχές και μικρότερη έκθεση σε χρεόγραφα σταθερού επιτοκίου.

Table 1

Final data set selection

	MG	MS	Total	MG	MS	Total
Original data set	13186	5054	18240	347	133	480
Exclude FUM equal to 0	7245	2786	10031	342	129	471
Exclude growth in FUM greater than three deviates	7214	2769	9983	341	129	470
Exclude normalized cash inflows greater than 50%	6834	2643	9477	339	129	468
Exclude return equal to 0	5897	2013	7910	311	115	426
Exclude last two quarters	5481	1874	7355	303	114	417
Final data set	5481	1874	7355	303	114	417

FUM=funds under management

MG=managed growth funds

MS=managed stable funds.

Ο Table 2 παρέχει περιγραφικές στατιστικές για το δείγμα.

Η επαναληπτικότητα της επίδοσης των διαχειριστών Α/Κ

Table 2
Descriptive statistics
Panel A: Descriptive statistics for the funds selected for analysis

	Mean	Median	Maximum	Minimum	Standard deviation
Managed growth and managed Stable funds (N=417)					
Return	0.029	0.025	0.250	-0.055	0.022
Inflows	0.075	0.050	0.393	0.000	0.073
Outflows	0.064	0.052	0.902	0.000	0.066
FUM (\$Am)	16.675	4.744	550.456	0.040	41.783

Panel A provides descriptive statistics for the funds included in the sample. The indicated variable is first averaged across all quarterly observations for a particular fund and statistics reflect the distribution of these mean quarterly values. Return is net of expenses, taxes, exit fees but gross of entry fees. All cash flows are normalized by dividing the dollar cash flow by the total funds under management at the beginning of the quarter. FUM (funds under management) is the assets managed at the beginning of the quarter. Data is quarterly from September 1991 to June 2000.

Panel B: The benchmark factors: descriptive statistics

	Mean	Median	Maximum	Minimum	Standard deviation
Rmt	0.015	0.023	0.120	-0.134	0.069
Rslt	-0.007	-0.012	0.103	-0.114	0.051
Rgvt	-0.012	-0.009	0.075	-0.077	0.033
Rbft	0.024	0.026	0.081	-0.055	0.029
Rpt	0.036	0.031	0.384	-0.394	0.144

Panel B reports the descriptive statistics for the benchmark factors used in the single-factor model and the four-factor models. Rmt is the excess market return (Rmt-Rft) and Rslt, Rgvt, Rftt and Rpt are the mimicking returns for size (Rst-Rlt), book to market (Rgt-Rvt), bond (Rdt-Rft) and momentum/ prior-year-return (Rht-Rlt) factors. Data is quarterly from September 1991 to June 2000.

Panel C: The benchmark factors: correlation coefficients

	Rmt	Rslt	Rgvt	Rbft	Rpt
Rmt	1.000				
Rslt	-0.177	1.000			
Rgvt	0.246	-0.116	1.000		
Rbft	0.421***	-0.159	-0.191	1.000	
Rpt	0.062	0.171	0.240	-0.127	1.000

Correlation coefficients for market, size, book to market, bond and momentum factors are reported in this Panel Rmt is excess market return (Rmt-Rft) and Rslt, Rgvt, Rbft and Rpt are the mimicking returns for size (Rst-Rlt), book to market (Rgt-Rvt), bond (Rdt-Rft) and momentum/ prior-year-return (Rht-Rlt) factors. Data is quarterly from September 1991 to June 2000.

*** indicates significance at the 1% level.

Η μεθοδολογία που ακολουθεί η εν λόγω μελέτη είναι η ακόλουθη. Την περίοδο κατάταξης τα A/K κατατάσσονται σε δεκατημόρια (deciles) ανάλογα με την τιμή του επιλεγμένου κριτηρίου επίδοσης (ετήσιες απλές αποδόσεις, Sharpe ratio ενός έτους, απλές αποδόσεις τριετίας, Sharpe ratio προηγούμενης τριετίας, άλφα του Jensen για την προηγούμενη τριετία, συντελεστής άλφα του Gruber και του Carhart για μια τριετία. Στη συνέχεια, υπολογίζεται η επίδοση του δεκατημορίου για την επόμενη συνεχόμενη περίοδο (περίοδος διακράτησης) και υπολογίζεται ο συντελεστής συσχέτισης των δεκατημορίων μεταξύ των δυο αυτών χρονικών περιόδων. Για τις ετήσιες περιόδους κατάταξης / μέτρησης επίδοσης, τα A/K κατατάσσονται σε χαρτοφυλάκια στο τέλος του δεύτερου τριμήνου για τα έτη 1992-1999. Το κάθε χαρτοφυλάκιο διατηρείται για ένα έτος και υπολογίζεται η επίδοσή του με βάση το επιλεγμένο μέτρο επίδοσης με το οποίο πραγματοποιήθηκε η κατάταξη. Ο μέσος όρος των οκτώ παρατηρήσεων χρησιμοποιείται για το υπολογισμό του συντελεστή συσχέτισης κατά τάξεις. Για τις τριετείς περιόδους κατάταξης και διακράτησης, τα A/K κατατάσσονται στο τέλος του Ιουνίου του 1994 και του 1997 σε χαρτοφυλάκια ισοσταθμισμένα με βάση την απλή απόδοση της προηγούμενης τριετίας του αντίστοιχου Sharpe ratio για την προηγούμενη τριετία, τον συντελεστή άλφα του μόνο-παραγοντικού υποδείγματος, τον συντελεστή άλφα του Gruber και του Carhart. Τα χαρτοφυλάκια διατηρούνται για μια τριετία και υπολογίζεται η επίδοσή τους χρησιμοποιώντας τα ίδια μέτρα επίδοσης με αυτά που χρησιμοποιήθηκαν κατά την περίοδο κατάταξης. Ο μέσος όρος των δυο παρατηρήσεων για τις δυο περιόδους διακράτησης χρησιμοποιείται για την τελική επίδοση του κάθε χαρτοφυλακίου.

Ο Table 3 παρουσιάζει τα αποτελέσματα ανάλυσης του θέματος της επαναληπτικότητας επίδοσης βασιζόμενος στη συσχέτιση ανάμεσα στην απόδοση A/K σε μια περίοδο ταξινόμησης και στην πραγματική απόδοση που υπολογίστηκε για τα A/K την επόμενη περίοδο.

Table 3
Analysis of the fund portfolios: full sample

	1-year raw returns	1-year Sharpe ratio	3-years raw returns	3-year Sharpe ratio	OLS 3- years a(1)	Gruber 3- years a(G4)	Carhart 3-years a(C4)
1 Smallest	0.023	0.232	0.017	0.174	0.005	-0.001	0.003
2	0.022	0.349	0.020	0.210	0.006	-0.002	0.004
3	0.021	0.326	0.023	0.402	0.007	0.007	0.007
4	0.021	0.278	0.022	0.332	0.009	0.006	0.008
5	0.023	0.328	0.024	0.320	0.008	0.005	0.007
6	0.023	0.316	0.025	0.345	0.009	0.008	0.007
7	0.022	0.313	0.025	0.404	0.012	0.002	0.013
8	0.022	0.254	0.026	0.397	0.011	0.001	0.004
9	0.024	0.240	0.029	0.368	0.011	0.004	0.008
10 Largest	0.027	0.291	0.025	0.107	0.007	-0.001	0.010
Total	0.023	0.292	0.024	0.309	0.009	0.003	0.007
Spearman rank Correlation coefficient	0.382	-0.248	0.915***	0.188	0.588*	-0.030	0.576*

Ο Table 4 παρέχει περαιτέρω στήριξη στον ισχυρισμό ότι χρειάζεται να χρησιμοποιούνται πιο ολοκληρωμένα υποδείγματα αξιολόγησης της επαναληπτικότητας που εμβαθύνουν στην επίδραση του κινδύνου στις αποδόσεις των Α/Κ. .

Table 4
Analysis of the fund portfolios : by fund objective
Panel A: Managed growth funds

	1-year raw returns	1-year Sharpe ratio	3- years raw returns	3-year Sharpe ratio	OLS 3- years a(1)	Gruber 3- years a(G4)	Carhart 3-years a(C4)
1 Smallest	0.026	0.291	0.020	0.245	0.007	0.001	0.008
2	0.026	0.414	0.024	0.346	0.009	0.004	0.007
3	0.025	0.366	0.023	0.354	0.011	0.007	0.009
4	0.023	0.322	0.025	0.353	0.009	0.007	0.012
5	0.022	0.321	0.026	0.366	0.010	0.007	0.007
6	0.024	0.370	0.025	0.359	0.010	0.007	0.014
7	0.023	0.343	0.025	0.442	0.011	0.002	0.006
8	0.024	0.283	0.028	0.424	0.012	0.004	0.010
9	0.025	0.276	0.030	0.348	0.013	0.004	0.009
10 Largest	0.028	0.339	0.023	0.078	0.005	-0.002	0.008
Total	0.025	0.332	0.025	0.333	0.010	0.004	0.009

Η επαναληπτικότητα της επίδοσης των διαχειριστών Α/Κ

Spearman rank Correlation coefficient	-0.018	-0.333	0.600*	0.164	0.297	-0.152	0.152
--	--------	--------	--------	-------	-------	--------	-------

Panel B: Managed stable funds

1 Smallest	0.016	0.139	0.013	0.005	0.000	-0.006	-0.009
2	0.017	0.067	0.018	0.182	0.002	-0.004	-0.002
3	0.016	0.106	0.012	0.025	0.005	-0.001	0.003
4	0.017	0.139	0.017	0.140	0.002	-0.010	-0.001
5	0.015	0.178	0.007	0.138	0.000	0.001	0.008
6	0.016	0.112	0.018	0.346	0.005	0.001	0.001
7	0.016	0.343	0.019	0.271	0.005	-0.001	0.000
8	0.016	0.163	0.005	0.085	-0.001	-0.002	0.001
9	0.017	0.142	0.019	0.208	0.003	-0.001	0.000
10 Largest	0.017	0.127	0.007	-0.074	0.001	-0.002	-0.002
Total	0.016	0.147	0.018	0.171	0.003	-0.003	-0.001
Spearman rank Correlation coefficient	0.273	0.418	-0.055	0.103	-0.018	0.248	0.152

There are two sets of funds in the data set: managed growth funds (Panel A) and managed stable funds (Panel B). See Table 3 for details on portfolio formation *, **, *** indicate statistical significance at the 10, 5, 1% levels, respectively. OLS, ordinary least squares.

Τα αποτελέσματα που αναφέρονται στον Table 5 αντικατοπτρίζουν ουσιαστικά τα αποτελέσματα του Table 3.

Table 5

Analysis of the fund portfolios : impact of removing non-surviving funds

	1-year raw returns	1-year Sharpe ratio	3-years raw returns	3-year Sharpe ratio	OLS 3- years a(1)	Gruber 3- years a(G4)	Carhart 3-years a(C4)
1 Smallest	0.024	0.214	0.017	0.159	0.006	-0.001	0.005
2	0.021	0.339	0.020	0.225	0.006	-0.002	0.002
3	0.022	0.326	0.023	0.404	0.006	0.006	0.008
4	0.022	0.293	0.021	0.325	0.009	0.008	0.008
5	0.022	0.328	0.025	0.333	0.008	0.005	0.008
6	0.023	0.308	0.025	0.339	0.009	0.009	0.007
7	0.022	0.301	0.025	0.404	0.012	0.001	0.013
8	0.021	0.243	0.028	0.407	0.011	0.002	0.004
9	0.024	0.260	0.029	0.363	0.012	0.004	0.008
10 Largest	0.029	0.338	0.025	0.108	0.007	-0.001	0.010

Η επαναληπτικότητα της επίδοσης των διαχειριστών A/K

Total Spearman rank Correlation coefficient	0.023	0.294	0.024	0.310	0.009	0.003	0.007
	0.214	-0.006	0.794***	0.273	0.685**	0.103	0.552*

*, **, *** indicate statistical significance at the 10, 5, 1% levels, respectively. Firms that were not in existence at the end of the present study were dropped from the analysis. Therefore, the sample excludes those funds that disappeared during the study period. See Table 3 for details on portfolio formation. OLS, ordinary least squares.

Τέλος, ο Table 6 παρέχει μια περίληψη από τους μέσους όρους των εκτιμήσεων των παραμέτρων για το μόνο-παραγοντικό και τα υποδείγματα τεσσάρων παραγόντων χρησιμοποιούμενα σε ανάλυση περιόδου τριών ετών.

Table 6
Average estimated pricing model parameters

	α	β_M	β_S	β_G	β_B	BP
Full sample						
$\alpha(1)$	0.009	0.085	-	-	-	-
$\alpha(G4)$	0.003	0.362	-0.109	0.182	0.117	-
$\alpha(C4)$	0.007	0.171	0.158	-0.030	-	-0.231
Managed growth						
$\alpha(1)$	0.010	0.094	-	-	-	-
$\alpha(G4)$	0.004	0.373	-0.131	0.217	0.134	-
$\alpha(C4)$	0.009	0.204	0.170	-0.030	-	-0.240
Managed stable						
$\alpha(1)$	0.003	0.032	-	-	-	-
$\alpha(G4)$	-0.003	0.353	0.032	0.002	0.001	-
$\alpha(C4)$	-0.003	0.013	0.085	-0.037	-	-0.187
Survivor						
$\alpha(1)$	0.009	0.084	-	-	-	-
$\alpha(G4)$	0.003	0.361	-0.106	0.183	0.116	-
$\alpha(C4)$	0.007	0.173	0.158	-0.031	-	-0.231

Τα αποτελέσματα της παρούσας μελέτης δείχνουν τελικά ότι η επιλογή του μέτρου απόδοσης παίζει ουσιαστικό ρόλο στον έλεγχο της επαναληπτικότητας. Υπάρχει δηλαδή απόκλιση στην ικανότητα των διαφόρων υποδειγμάτων που χρησιμοποιούνται σε αυτή την έρευνα, να εκτιμήσουν την εμμονή επίδοσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

Επισκόπηση ελληνικής βιβλιογραφίας

Η αξιολόγηση της απόδοσης των ελληνικών Α/Κ δεν συνοδεύεται από εκτενή βιβλιογραφία, δεδομένου ότι η ελληνική αγορά Α/Κ έχει βρεθεί στο στάδιο ανάπτυξης τα τελευταία μόνο χρόνια. Έτσι, οι μελέτες αναφορικά με την επαναληπτικότητα της επίδοσης των ελληνικών Α/Κ είναι περιορισμένες και ποτέ αποκλειστικό αντικείμενο μιας ακαδημαϊκής μελέτης. Βέβαια πιστεύεται ότι όσο ωριμάζει η αγορά των Α/Κ στην Ελλάδα και αυξάνεται ο αριθμός τους, θα δημιουργηθεί η βάση για διαχρονικές αξιολογήσεις, που θα είναι δυνατόν να περιλαμβάνουν και άλλες παραμέτρους.

1. Χατζηνικολάου Γ. (1980)

Ο Γ. Χατζηνικολάου ερευνά για πρώτη φορά την επίδοση των μοναδικών ελληνικών Α/Κ για την περίοδο 1970-1976, «Δήλος» και «Ερμής». Θεωρώντας ότι τα εξεταζόμενα Α/Κ για τη συγκεκριμένη περίοδο είχαν διεθνή προσανατολισμό, τροποποιεί κατάλληλα τα κριτήρια Sharpe, Treynor & Jensen, χρησιμοποιώντας την προσέγγιση του Solnik. Τα αποτελέσματα της μελέτης του είναι δυο:

- Οι μεριδιούχοι των υπό εξέταση Α/Κ κέρδισαν περισσότερο από μια στρατηγική «αγόρασε και διακράτησε σε αξιόγραφα του Χ.Α.Α.». Με άλλα λόγια η χρηματιστηριακή αγορά των Αθηνών είναι μη αποτελεσματική (στην ισχυρή της μορφή) και φαίνεται ότι όσοι έχουν

πρόσβαση σε πληροφορίες, οι οποίες δεν είναι διαθέσιμες σε όλους, είναι σε θέση να πραγματοποιούν υπέρ-κανονικά κέρδη.

- Χωρίζοντας το δείγμα σε δυο υπό-περιόδους, τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν ότι μόνο το ένα από τα δυο A/K είχε μια διαχρονική συνέπεια στην επίδοσή του.

2. Μυλωνάς Ν.

2.1. Μελέτη 1995

Ο Ν. Μυλωνάς εξετάζει 36 A/K (95% της συνολικής Ελληνικής Αγοράς A/K) για την περίοδο 1/1/1990 – 31/12/1993 και προσπαθεί να αξιολογήσει την επίδοση των A/K, αλλά και την ικανότητα των διαχειριστών να διατηρήσουν τη σειρά κατάταξης από τη μια χρονική περίοδο στην επόμενη. Τα αποτελέσματα είναι ενδεικτικά της εύρυθμης αγοράς των A/K, όπου η ανάληψη κινδύνου και απόδοσης συμβαδίζει με την ακολουθούμενη επενδυτική πολιτική. Διαπιστώνεται ότι τα ελληνικά μετοχικά A/K επιτυγχάνουν καλύτερες αποδόσεις από αυτές του Γενικού Δείκτη και μάλιστα με λιγότερο κίνδυνο. Σε ότι αφορά την επαναληπτικότητα της επίδοσης, όπως και στο διεθνή χώρο, διαπιστώνεται ότι είναι ελάχιστα τα A/K που επαναλαμβάνουν τη σειρά αξιολόγησης σε δυο διαφορετικές διετίες, καθώς τα περισσότερα A/K αλλάζουν σειρά κατάταξης από τη μια διετία στην άλλη.

2.2. Μελέτη 1999

Ο Ν. Μυλωνάς απασχολείται εκτενέστερα με την αξιολόγηση της επίδοσης και την ικανότητα των διαχειριστών να διατηρήσουν τη σειρά κατάταξης από τη μια χρονική περίοδο σε επόμενη μελέτη του. Το δείγμα του περιλαμβάνει 46 A/K από όλες τις κατηγορίες, τα οποία στο τέλος του 1996 αποτελούν το 80% της συνολικής αγοράς A/K στην Ελλάδα και

αφορά την περίοδο 1990-1996. Αφού υπολογίζει συντελεστές μεταβλητότητας, μέτρα Sharpe, Treynor & Jensen κατατάσσει τα Α/Κ τόσο με βάση την απόδοσή τους, όσο και με βάση τον κίνδυνό τους.

Για τη μέτρηση της επαναληπτικότητας της επίδοσης των Α/Κ που εξετάζει, (i) παλινδρομεί τη σειρά κατάταξης των Α/Κ μεταξύ διαδοχικών ετών, διαφοροποιώντας την ανάλογα με το κριτήριο (Sharpe, Treynor & Jensen) που χρησιμοποιεί και (ii) παλινδρομεί την απόδοση των Α/Κ μεταξύ διαδοχικών ετών, διαφοροποιώντας την ανάλογα με το κριτήριο (Sharpe, Treynor & Jensen) που χρησιμοποιεί. Και στις δυο περιπτώσεις το β είναι στατιστικά ασήμαντο, γεγονός που υποδηλώνει την έλλειψη επαναληπτικότητας της απόδοσης μεταξύ των δυο περιόδων. Εξαιρέση αποτελεί το 1994, έτος κατά το οποίο η επαναληπτικότητα δεν μπορεί να αποκλεισθεί. Αντίθετα, σε όλες τις περιπτώσεις το α είναι θετικό και στατιστικά σημαντικό, γεγονός που υποδηλώνει ότι η αποδοτικότητα δεν προέρχεται από την όποια κατάταξη έχει το Α/Κ την προηγούμενη περίοδο, αλλά από άλλους παράγοντες.

3. Φίλιππας Ν.

3.1. Μελέτη 1991

Ο Ν. Φίλιππας αξιολογεί την απόδοση τριών Α/Κ για τη διάρκεια του έτους 1990. Τα κριτήρια που χρησιμοποιεί είναι αυτά των Sharpe & Treynor. Ο μελετητής καταλήγει στο συμπέρασμα ότι το μοναδικό (εκ των τριών) Α/Κ που είχε ιδιωτικό προσανατολισμό υπερτερούσε σε αποδόσεις από αυτές του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Τα άλλα δυο, που είχαν δημόσιο χαρακτήρα, υπολείπονταν σε αποδόσεις από αυτές του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

3.2. Μελέτη 1998

Ο Ν. Φίλιππας απασχολείται στην μελέτη του με την αξιολόγηση της επίδοσης των Α/Κ στην Ελλάδα. Χρησιμοποιώντας τα κριτήρια των Sharpe, Treynor & Jensen σε ένα δείγμα 19 Α/Κ (10 μετοχικά και 9 μικτά) για τη χρονική περίοδο 1993-1997, καταλήγει στα κατωτέρω εμπειρικά συμπεράσματα :

- Για την περίοδο 1993-1997 τα περισσότερα Α/Κ πετυχαίνουν ικανοποιητικές αποδόσεις, γεγονός που αποδεικνύει τη διαχρονική βελτίωση των διαχειριστών. Συγκεκριμένα, πέντε Α/Κ από τα δεκαεννιά εξεταζόμενα πέτυχαν καλύτερη απόδοση από αυτή του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών. Τα αποτελέσματα αυτά ισχύουν για όλα τα κριτήρια αξιολόγησης.
- Οι διαχειριστές των εξεταζόμενων Α/Κ δεν μεταβάλλουν (κατά μέσον όρο) διαχρονικά την κατάταξη της επικινδυνότητας των χαρτοφυλακίων που διαχειρίζονται, παρά το γεγονός ότι οι σχετικές υποπερίοδοι αφορούν σε διαφορετικές χρονικές περιόδους.
- Παρατηρείται ισχυρή θετική συσχέτιση μεταξύ της επίδοσης των Α/Κ μιας περιόδου (1993-1994) με αυτή της επόμενης (1995-1996). Το αποτέλεσμα αυτό αφορά και στα τρία κριτήρια αξιολόγησης που χρησιμοποιήθηκαν.

3.3. Μελέτη 2000

Οι Ν. Φίλιππας & Ευθ. Τσιώνας αξιολογούν τις μηνιαίες αποδόσεις 34 μετοχικών και μικτών Α/Κ για την περίοδο από Ιανουάριο του 1996 μέχρι και Δεκέμβριο του 1999. Ως χαρτοφυλάκιο της αγοράς χρησιμοποιούν τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και ως απαλλαγμένο από τον κίνδυνο επιτόκιο, το επιτόκιο των τριμηνιαίων Εντόκων Γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου. Η αξιολόγηση των συγκεκριμένων Α/Κ γίνεται με τα μοντέλα των Henriksson & Merton, των Bhattacharya & Pfeiderer και των Lockwood & Kadiyala. Τα εμπειρικά αποτελέσματα των συγγραφέων

δείχνουν ότι τα μοντέλα τα οποία χειρίζονται το βήτα των A/K ως δυωνυμική μεταβλητή, οδηγούν σε περιορισμένες ικανότητες συγχρονισμού και επιλεκτικότητας των διαχειριστών. Αντίθετα, με την εφαρμογή του μοντέλου των Lockwood & Kadiyala προκύπτει ότι αρκετοί διαχειριστές διακρίνονται από επιλεκτικότητα, αλλά όχι από ικανότητα συγχρονισμού.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

Επίδραση φαινόμενου επαναληπτικότητας στη διαδικασία λήψης αποφάσεων των επενδυτών σχετικά με την επιλογή Α/Κ

Η ανασκόπηση της βιβλιογραφίας σχετικά με το φαινόμενο της επαναληπτικότητας της απόδοσης των διαχειριστών Α/Κ που προηγήθηκε, γεννά την ανάγκη να δοθούν απαντήσεις στα κάτωθι ερωτήματα :

- Πως η πληροφόρηση για την επίδοση διαμορφώνει τις αποφάσεις των επενδυτών ;
- Πως οι καταναλωτές χρησιμοποιούν τις πληροφορίες για τις προηγούμενες αποδόσεις ;

Ένας αξιόλογος αριθμός αμερικάνικων μελετών εξετάζουν τον τρόπο με τον οποίο οι επενδυτές χρησιμοποιούν την γνώση της επαναληπτικότητας, αν τη χρησιμοποιούν σωστά, αλλά και την πιθανότητα διαμόρφωσης κανονισμών.

1. US Consumer Reports (1990)

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

2. Caron, Fitzsimmons & Prince (1996)

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

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

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

Πίνακας : Importance of information sources in mutual fund investments

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

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

Πίνακας : Importance of selection criteria in mutual fund investments

Selection criteria	Mean	(Standard deviation)
Investment Performance Track Record	4.62	(0.64)
Fund Manager Reputation	4.00	(0.77)
Scope (Number of funds in the family)	3.94	(1.06)
Responsiveness to Enquiries	2.30	(1.08)
Management Fees	2.28	(1.31)
Investment Management Style	1.68	(1.12)
Additional Features (Checking, brokerage)	1.38	(0.92)
Confidentiality	1.35	(0.83)
Community Service/Charity Record	1.09	(0.48)

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

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

3. Ippolito (1992)

Η μελέτη του Ippolito είναι ιδιαίτερου ενδιαφέροντος, στο βαθμό που εξετάζει πως οι επενδυτές αντιδρούν στις νέες πληροφορίες σχετικά με την ποιότητα του προϊόντος. Υποθέτει ότι για όσο υπάρχουν τα χαμηλής ποιότητας Α/Κ, ένας λογικός επενδυτής μπορεί να παρατηρήσει αυτές τις χρήσιμες πληροφορίες επίδοσης και να τοποθετήσει τα χρήματά του προς τα Α/Κ με προηγούμενη καλή εκτέλεση και μακριά από αυτά με κακή προηγούμενη εκτέλεση. Η πεποίθηση αυτή ενισχύεται με την εύρεση διαδοχικού συσχετισμού (serial correlation) –διαδοχικές τιμές σε χρονική σειρά συσχετιζόμενες η μια με την άλλη– στα κατάλοιπα (residuals) των αποδόσεων των αμερικάνικων Α/Κ σε δεδομένα που καλύπτουν την περίοδο 1965-1984. Το συμπέρασμα αυτό οδηγεί τον Ippolito στην παρακάτω δήλωση: «Η βιομηχανία Α/Κ παρέχει μια αναγκαστική παρατήρηση υπέρ της προσέγγισης βάσει πληροφόρησης αντί της προσέγγισης βάσει κανονισμών».

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

4. Gruber (1996)

Ο Gruber στο παράδειγμά του διαπιστώνει ότι ο επενδυτής, αγοράζοντας τα κορυφαία Α/Κ του δεκατημορίου, βασιζόμενος στο alpha

(4 παραγόντων), θα έχει συγκεντρώσει μια απόδοση προσαρμοσμένη στον κίνδυνο μεγαλύτερη του 0,75% ανά έτος για το διάστημα 1985-1994. Ο Gruber εκπλήσσεται όχι για την ύπαρξη του φαινομένου της επαναληπτικότητας, αλλά για τη δύναμη της επίδρασής της. Βρίσκει ότι: «Ενώ οι δαπάνες παρέχουν πληροφορίες σχετικά με τη μελλοντική επίδοση, η προηγούμενη απόδοση παρέχει ισχυρότερες και ως ένα ορισμένο βαθμό ανεξάρτητες πληροφορίες για την μελλοντική απόδοση».

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

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

5. Sirri & Tufano (1998)

Οι Sirri & Tufano δεν αναθεωρούν συγκεκριμένα το θέμα της επίδοσης, αλλά αντ'αυτού εξετάζουν ένα πρότυπο συμπεριφοράς αγοράς Α/Κ, θεωρώντας διαφορετικές μεθόδους αναζήτησης και αναζήτησης δαπανών. Στην ανασκόπηση της βιβλιογραφίας συμπεραίνουν ότι οι κακοί

διαχειριστές επαναλαμβάνονται και ότι υπάρχουν ανάμικτα στοιχεία όσον αφορά την εμμονή απόδοσης των καλών διαχειριστών. Βασιζόμενοι σε αυτές τις μελέτες αναμένουν να βρουν μια μείωση στο καθαρό ενεργητικό των χαμηλών σε απόδοση A/K, καθώς τα άτομα συνειδητοποιούν ότι τα συγκεκριμένα A/K μπορεί να συνεχίσουν να αποδίδουν κακά, αλλά και μια μικρή αύξηση στο καθαρό ενεργητικό των υψηλών σε απόδοση A/K, καθώς τα άτομα πιστεύουν ότι η έξοχη απόδοση των A/K μπορεί να επαναληφθεί. Στην πραγματικότητα οι Sirri & Tufano εντοπίζουν μια πολύ ισχυρότερη σχέση στα υψηλότερης απόδοσης A/K με τα άτομα να εισέρχονται σε αυτά τα A/K, αλλά να αποτυγχάνουν να εξέρχονται με τον ίδιο ρυθμό από τα A/K χαμηλότερης απόδοσης.

6. Barber, Odean & Zheng (2000)

Οι Barber, Odean & Zheng εξετάζουν αν τα άτομα μπορούν να ωφεληθούν από το κυνήγι της απόδοσης και βρίσκουν ότι μπορεί να είναι λογικό για τους επενδυτές να κυνηγούν την απόδοση A/K. Σημειώνουν ότι : «Υπάρχουν ισχυρά εμπειρικά στοιχεία ότι τα κακά A/K επαναλαμβάνονται. Κατά συνέπεια στερώντας σε κάποιον επενδυτή τα κακά A/K, θα ενίσχυε τις αποδόσεις του».

Οι Barber, Odean & Zheng εκθέτουν στοιχεία για το πώς οι επενδυτές αντιδρούν κατά την ολοκλήρωση των συναλλαγών A/K, χρησιμοποιώντας μια έρευνα 78.000 νοικοκυριών και ένα τελικό δείγμα από 226.592 αγορές A/K και 85.731 πωλήσεις A/K. Οι επενδυτές τείνουν να αγοράζουν A/K με ισχυρή προηγούμενη απόδοση, με τα κορυφαία δυο δεκατημόρια απόδοσης να αποτελούν κατά προσέγγιση το 1/5 των επενδύσεων, αλλά το 54% των αγορών. Αυτά τα δεκατημόρια αποτελούν επίσης το 38% των πωλήσεων, ενώ τα κατώτατα 2 δεκατημόρια αποτελούν μόνο το 14% των πωλήσεων και το 12,5% των επενδύσεων. Η πληροφορία αυτή, όταν συνδυάζεται με τα στοιχεία της επαναληπτικότητας, υποδεικνύει ότι οι καταναλωτές δε συμπεριφέρονται λογικά. Με τη χαμηλή απόδοση να

επιμένει πιο έντονα και για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα απ' ό τι η υψηλή απόδοση, οι επενδυτές πρέπει να πουλήσουν τα «ηττημένα» Α/Κ παρά τα Α/Κ «νικητές», αλλά στην πραγματικότητα βρίσκουν ότι το αντίστροφο ισχύει.

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

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

7. Wermers (1997)

Ο Wermers βρίσκει, όπως άλλωστε πολλές αμερικάνικες και αγγλικές μελέτες, επαναληπτικότητα στις αποδόσεις Α/Κ για βραχυπρόθεσμο διάστημα. Σημειώνει ότι κατά ενδιαφέροντα τρόπο η “National Association of Securities Dealers (NASD)” πίεσε πρόσφατα τη “Morningstar” στο να συμπεριλάβει ενός έτους ταξινομήσεις αποδόσεων Α/Κ. Μερικά άτομα μπορεί να αμφισβητούν αυτή την απόφαση, αλλά δείχνει ότι, αν οι άνθρωποι μπορούν ενδεχομένως να παράγουν απόδοση επιπλέον αυτής

που θα μπορούσαν ειδάλλως να αναμένουν με χρήση αυτών των πληροφοριών, τότε θα έπρεπε να γίνουν διαθέσιμες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10

Εμπειρικά Στοιχεία Επαναληπτικότητας

Η επίδοση των επαγγελματιών επενδυτών

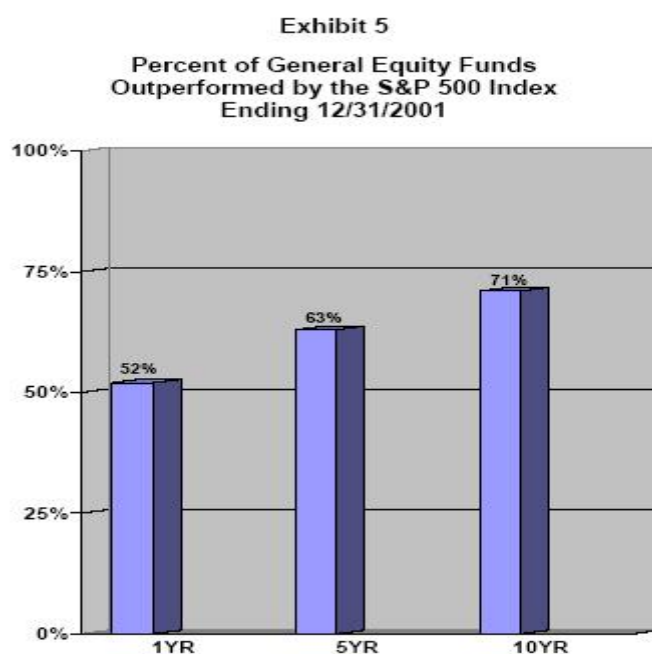
Οι πιο άμεσοι και πιο πειστικοί έλεγχοι του ζητήματος της αποτελεσματικότητας των αγορών είναι η εξέταση της ικανότητας των επαγγελματιών διαχειριστών Α/Κ να υπέρ-αποδίδουν σε σχέση με την αγορά στο σύνολό της, θέμα εξάλλου που θίγει η παρούσα διπλωματική εργασία. Βεβαιότατα, αν οι αγοραίες τιμές διαμορφώνονται από παράλογους επενδυτές και συστηματικά αποκλίνουν από τις λογικές εκτιμήσεις της παρούσας αξίας των επιχειρήσεων, τότε οι επαγγελματίες διαχειριστές Α/Κ θα είναι ικανοί να νικούν την αγορά (beat the market). Άμεσοι έλεγχοι της πραγματικής επίδοσης των επαγγελματιών, που συχνά αποζημιώνονται με ισχυρά κίνητρα για να ξεπεράσουν σε απόδοση την αγορά, αντιπροσωπεύουν την πιο ισχυρή απόδειξη της αποτελεσματικότητας της αγοράς.

1. Η αγορά των Η.Π.Α. και της Ευρώπης

Ένας αξιοσημείωτα μεγάλος όγκος στοιχείων υποστηρίζει ότι οι επαγγελματίες διαχειριστές δεν μπορούν να ξεπεράσουν τα δεικτοποιημένα Α/Κ, που απλά αγοράζουν και κρατούν το χαρτοφυλάκιο μετοχών της αγοράς. Η πρώτη μελέτη για την επίδοση των Α/Κ πραγματοποιείται από τον Jensen (1969), ο οποίος βρίσκει ότι οι διαχειριστές Α/Κ που ακολουθούν ενεργητική διαχείριση, δεν είναι ικανοί να προσθέσουν αξία

και στην πραγματικότητα υπό-αποδίδουν σε σχέση με την αγορά κατά το ποσό περίπου των προστιθέμενων εξόδων τους. Ο Malkiel (1995) επαναλαμβάνει τη μελέτη του Jensen με δεδομένα επόμενης περιόδου και επιβεβαιώνει τα προαναφερθέντα αποτελέσματα, ενώ ταυτόχρονα βρίσκει ότι ο βαθμός της επιλεκτικής μεροληψίας στα στοιχεία είναι σημαντικός, πράγμα που σημαίνει ότι τα Α/Κ με κακή επίδοση τείνουν να συγχωνεύονται με άλλα Α/Κ στην οικογένεια των Α/Κ, θάβοντας με τον τρόπο αυτό τα αρχεία για πολλούς από τους κακούς διαχειριστές. Αλλά ακόμα και χρησιμοποιώντας σετ δεδομένων με κάποιο βαθμό επιλεκτικής μεροληψίας, κανένας δεν μπορεί να υποστηρίξει το επιχείρημα ότι οι επαγγελματίες διαχειριστές μπορούν να νικούν την αγορά συστηματικά.

Το Exhibit 5 παρουσιάζει από τη μια την αξιολόγηση Α/Κ σε βραχυπρόθεσμο (1 year), μεσοπρόθεσμο (5 years) και μακροπρόθεσμο (10 years) ορίζοντα και από την άλλη το ποσοστό των ενεργά διαχειριζόμενων Α/Κ που ξεπεράστηκαν σε απόδοση από τους δείκτες Standard & Poor's 500 και Wilshire Stock. Κατά τη διάρκεια της προηγούμενης δεκαετίας περίπου τα ¾ των ενεργά διαχειριζόμενων Α/Κ απέτυχαν να νικήσουν το δείκτη. Παρόμοια είναι και τα αποτελέσματα που συγκεντρώνονται από προηγούμενες δεκαετίες.



Το Exhibit 6 δείχνει ότι η διάμεσος των επαγγελματικά διαχειριζόμενων μετοχικών A/K μεγάλης κεφαλαιοποίησης υπό-απέδωσε σε σχέση με τον δείκτη Standard & Poor's 500 περίπου κατά δυο ποσοστιαίες μονάδες για τις προηγούμενες περιόδους 10, 15 και 20 ετών, υπήρξε δηλαδή χαμηλότερη σε όλες τις φάσεις.

Exhibit 6
MEDIAN TOTAL RETURNS (%) ENDING 12/31/2001

	10 YEARS	15 YEARS	20 YEARS
Large Cap Equity Funds	10.98	11.95	13.42
S&P 500 Index Fund	12.94	13.74	15.24

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

Το Table 1 υποδεικνύει ότι κατά τη διάρκεια του έτους που έληξε 31 Δεκεμβρίου 2003, κοντά στα ¾ A/K με μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης ξεπεράστηκαν σε απόδοση από τον δείκτη μετοχών μεγάλης κεφαλαιοποίησης Standard & Poor's 500. Τα αποτελέσματα είναι παρεμφερή για περιόδους μεγαλύτερες του ενός έτους. Όταν οι αποδόσεις υπολογίζονται για περιόδους δέκα ή περισσότερων ετών, πάνω από το 80% των ενεργών διαχειριστών ξεπερνώνται σε απόδοση από τον δείκτη.

Table 1

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

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

Πηγή: Lipper

Το Table 2 παρουσιάζει δεδομένα για όλες τις κατηγορίες μετοχικών A/K του Lipper Analytical Services. Το μέσο A/K συγκρίνεται με το Vanguard

(S&P) 500 δεικτοποιημένο A/K. Τόσο οι αποδόσεις του ενεργά διαχειριζόμενου A/K, όσο και του δεικτοποιημένου A/K υπολογίζονται μετά τα έξοδα. Παρατηρούμε ότι το τυπικά ενεργά διαχειριζόμενο A/K υπό-αποδίδει σε σχέση με το A/K δείκτη κατά 200 μονάδες βάσης.

Table 2

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

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

Πηγή: Lipper, Wilshire & the Vanguard Group.

(*) περιέχει όλες τις Lipper κατηγορίες μετοχών

Η προαναφερθείσα μεγάλη διαφορά στις αποδόσεις μπορεί να προκαλεί έκπληξη, αλλά μάλλον οφείλεται στις διαφορές όσον αφορά τα έξοδα που εμπεριέχουν τα A/K ενεργητικής σε σχέση με τα A/K παθητικής διαχείρισης. Πραγματικά, τα A/K ενεργητικής διαχείρισης έχουν ένα λόγο κόστους περίπου 150 μονάδων βάσης, ενώ το A/K παθητικής διαχείρισης έχει ένα λόγο κόστους μικρότερο των 20 μονάδων βάσης, ακόμα και για μικρούς μεμονωμένους επενδυτές. Επιπρόσθετα, οι ενεργοί διαχειριστές αλλάζουν το χαρτοφυλάκιο τους σχεδόν 100% μέσα σε ένα χρόνο. Οι αγοραπωλησίες αυτές συνεπάγονται επιπλέον έξοδα που προέρχονται από τα λεγόμενα brokerage costs, bid-asked spreads, market impact. Γίνεται εύκολα κατανοητό από τα παραπάνω ότι η υπό-απόδοση των ενεργών διαχειριστών συγκριτικά με το δείκτη της αγοράς μπορεί να εξηγηθεί πλήρως από αυτά τα έξτρα κόστη.

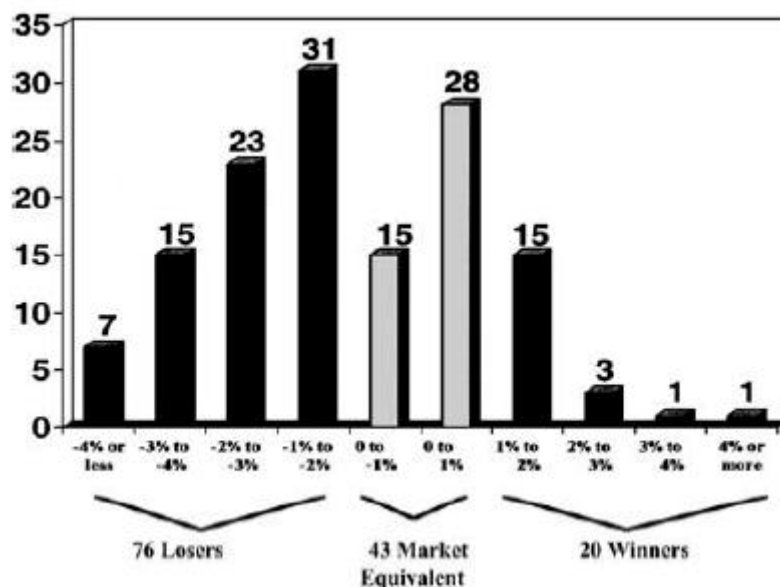
Τα μεγέθη απόδοσης για τους ενεργούς διαχειριστές δείχνουν ακόμα χειρότερα, όταν υπολογίζονται για διαστήματα τριάντα ετών ή μεγαλύτερα. Το έτος 1970, υπήρχαν 355 γενικού χαρακτήρα μετοχικά A/K, εκ των

Η επαναληπτικότητα της επίδοσης των διαχειριστών A/K

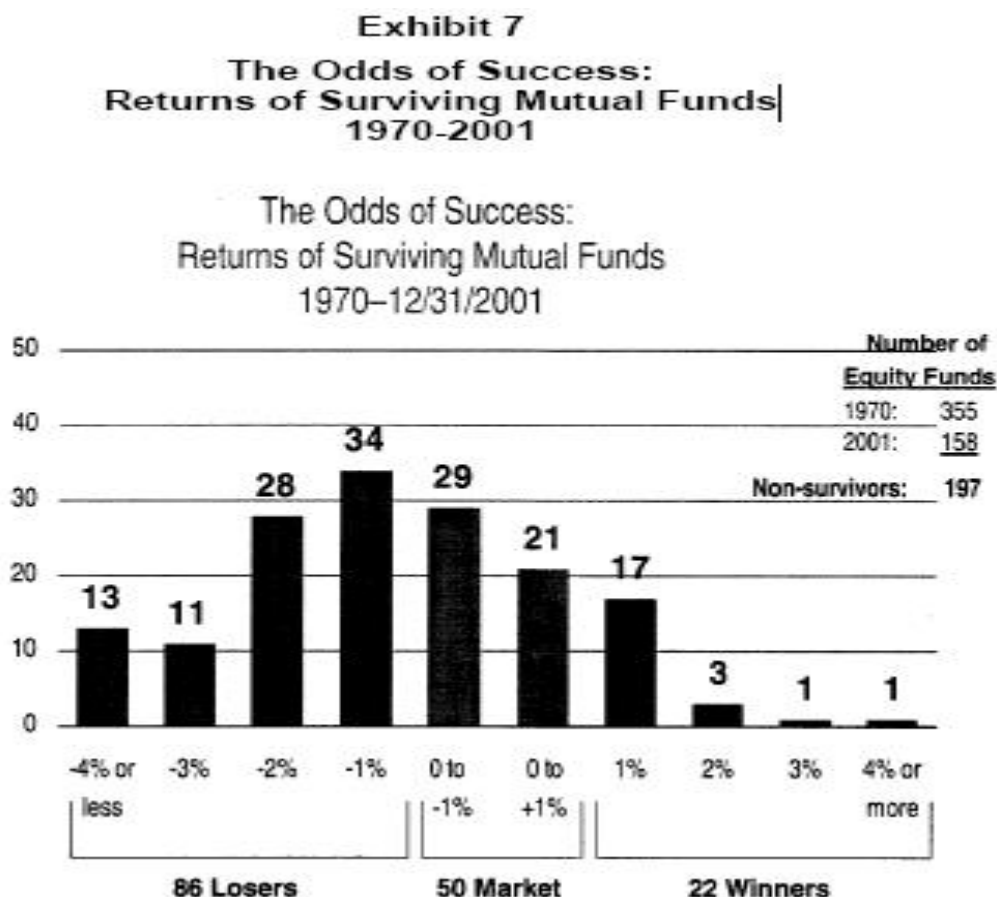
οποίων μόνο 139 επιβίωσαν μέχρι τις 31.12.2003. Ο ερευνητής μπορεί να μετρήσει μόνο τις αποδόσεις των επιζήσαντων (survivors) καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου. Θα πρέπει να σημειωθεί όμως, ότι τα αρχεία των μη-επιζήσαντων (non-survivors) μέχρι τη στιγμή της εξαφάνισής τους είναι σημαντικά χειρότερα από τα αρχεία των Α/Κ που επιβίωσαν. Πάντως είναι δύσκολη η πώληση ενός Α/Κ με ιδιαίτερα χαμηλά ιστορικά στοιχεία απόδοσης. Επομένως, υπάρχει η τάση τα Α/Κ με φτωχή απόδοση να συγχωνεύονται με Α/Κ καλύτερης απόδοσης, προκειμένου να ελαχιστοποιηθεί το μέγεθος των Α/Κ με κακή απόδοση. Σαν συνέπεια τα στοιχεία που παρουσιάζονται στο Figure 1 περιέχουν προκατάληψη ανοδικής τάσης. Αυτό που δείχνουν ωστόσο δεν είναι καθόλου ευνοϊκό για τους ενεργούς διαχειριστές. Το βάρος της κατανομής είναι συντριπτικά σκιασμένο προς το μέρος της υπό-απόδοσης. Πραγματικά, κάποιος μπορεί να μετρήσει στα δάχτυλα ενός χεριού τον αριθμό των Α/Κ που νικούν την αγορά κατά δυο ποσοστιαίες μονάδες ή περισσότερο για μια περίοδο τριάντα τεσσάρων ετών.

Figure 1

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



Το Exhibit 7 εμφανίζει παρόμοια αποτελέσματα, αλλά σε διαφορετικό χρονικό διάστημα, σε διαφορετικές αγορές και αναφορικά με διαφορετικούς δείκτες αναφοράς (benchmarks).



Παρόλο που είναι αλήθεια ότι σε κάθε περίοδο υπάρχουν μερικοί ενεργοί διαχειριστές που πετυχαίνουν αποδόσεις υψηλότερες από τις αντίστοιχες του δείκτη, δεν είναι εύκολο να πει κάποιος εκ των προτέρων ποιοι θα είναι αυτοί. Δεν υφίσταται επαρκής επαναληπτικότητα στην επίδοση, ικανή να οδηγήσει σε επιλογή των διαχειριστών-νικητών από μια απλή εξέταση των προηγούμενων αποδόσεών τους. Τα δέκα καλύτερα ενεργά διαχειριζόμενα Α/Κ κατά τη δεκαετία του 1960 πραγματοποίησαν αποδόσεις σχεδόν διπλάσιες σε σχέση με το δείκτη, αλλά αυτά τα ίδια Α/Κ λειτούργησαν αντίστροφα κατά τη δεκαετία του 1970. Παρόμοια, τα καλύτερα Α/Κ της δεκαετίας του 1970 υπό-απέδωσαν κατά τη δεκαετία του 1980 και οι νικητές της δεκαετίας του 1980 σημείωσαν αποδόσεις κάτω του μέσου όρου κατά τη δεκαετία του 1990.

Το Table 3 παρουσιάζει μια ιδιαίτερα δραματική απεικόνιση της ασυνέπειας της επίδοσης. Ο Table 3 παραθέτει τα κορυφαία 20 μετοχικά Α/Κ σε όρους αποδόσεων που επιτεύχθηκαν κατά την περίοδο από 1/1/1996 έως 31/12/1999. Αυτά τα Α/Κ συγκέντρωσαν αποδόσεις κατά ποσοστό 50% υψηλότερες σε σχέση με το Α/Κ του δείκτη για τα τέσσερα εξεταζόμενα έτη. Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων των εν λόγω Α/Κ καταγράφηκαν στον οικονομικό τύπο ως επενδυτικές διάνοιες και έδωσαν συνεντεύξεις στο CNBC και σε άλλα κανάλια της τηλεόρασης. Χρήματα εισέρχονταν σε αυτά τα Α/Κ εν αφθονία. Αλλά οι επενδυτές που αγόρασαν αυτά τα φοβερά Α/Κ απογοητεύτηκαν από τις αποδόσεις τους καθ' όλη τη διάρκεια των τεσσάρων ετών, έως 31 Δεκεμβρίου 2003. Έτσι, ενώ η αγορά στο σύνολό της υπέφερε από αρνητικές αποδόσεις κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, αυτά τα Α/Κ κατέγραφαν αρνητικές αποδόσεις σχεδόν τρεις φορές χειρότερες σε σχέση με αυτές της αγοράς.

Table 3

The inconsistency of mutual fund performance

Fund name	4 Years 12/31/1995 12/31/1999 Annual total return	4 Years 12/31/1999 12/31/2003 Annual total return	1999–2003 Rank (710 total funds*)
RS Inv: emerg gr	51.09	-16.83	681
Janus twenty	47.56	-17.84	692
PBHG: sel growth: PBHG	43.55	-21.28	705
Janus mercury	42.23	-15.54	671
Fidelity new millennium	42.23	-4.09	379
Fidelity aggr grow	41.63	-25.89	707
Van Kampen emerg gro; A	40.77	-15.49	668
WM: growth; A	40.71	-16.81	680
Van Kampen emerg gro; B	39.68	-16.14	675
Janus enterprise	38.43	-20.15	703
Morg stan inst: MC Gr; I	38.25	-10.44	586
Janus venture	37.88	-14.23	654
IDEX: Jan growth; T	37.57	-16.84	682
Legg Mason value Tr; Prm	37.35	-0.50	258

Η επαναληπτικότητα της επίδοσης των διαχειριστών Α/Κ

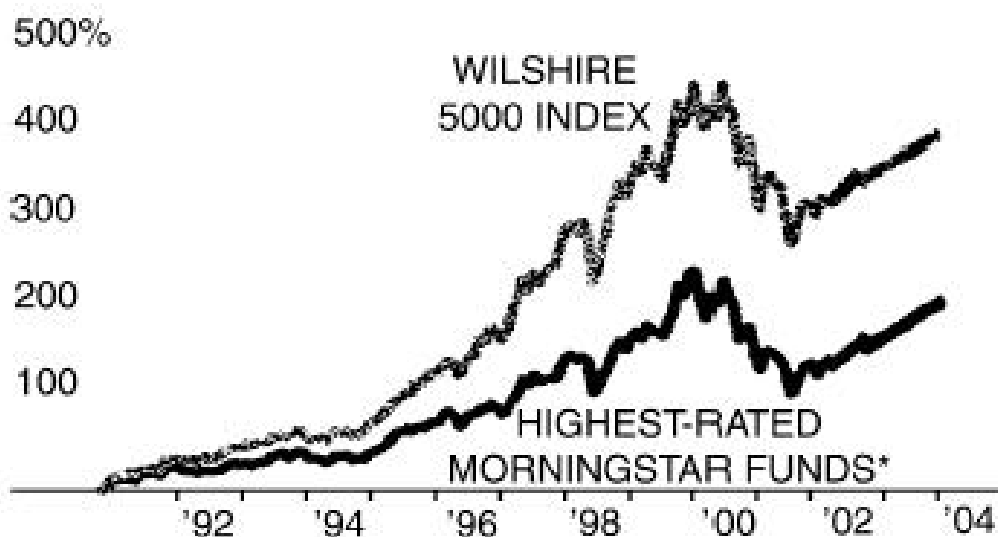
IDEX: Jan growth; A	37.29	-17.23	687
MFS mass inv gro; A	37.12	-11.53	605
Morg stan spec gr; B	36.69	-26.76	708
Janus growth and income	36.39	-7.18	496
Vanguard growth equity	35.00	-14.51	660
Fidelity OTC	34.72	-12.77	633
Average—top 20	39.81	-15.10	
S&P 500 index	26.39	-5.34	
Vanguard 500 index fund	26.35	-5.41	

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

Η παρελθούσα απόδοση δεν προβλέπει τις μελλοντικές αποδόσεις. Οι κατατάξεις επαγγελματικών επενδυτικών υπηρεσιών δεν υποστηρίζουν κάτι διαφορετικό από αυτό. Η Morningstar παρέχει μια άριστη υπηρεσία πληροφοριών για επενδυτές που δείχνει τις προηγούμενες αποδόσεις, τους λόγους εξόδων, τα επίπεδα κινδύνου και σημαντικές πρόσθετες πληροφορίες που αφορούν Α/Κ. Η υπηρεσία παρέχει ακόμα ταξινόμηση για κάθε Α/Κ με τέσσερα και πέντε αστέρια που υποδεικνύουν εκείνα τα Α/Κ που προτείνονται για αγορά. Δυστυχώς, ενώ τα εστιατόρια που έχουν πολλά αστέρια στο Michelin Guide, εγγυώνται άριστα γεύματα, οι ταξινομήσεις με τέσσερα και πέντε αστέρια από τη Morningstar δεν παρέχουν στους επενδυτές Α/Κ, αποδόσεις μεγαλύτερες του μέσου όρου. Όπως άλλωστε δείχνει και το Figure 2, τα υψηλότερα ταξινομημένα Α/Κ βάσει της Morningstar υπό-αποδίδουν σημαντικά σε σχέση με τον δείκτη της αγοράς μετοχών Wilshire 5000.

Figure 2

Morningstar 4 and 5 star funds versus the Wilshire 5000 index



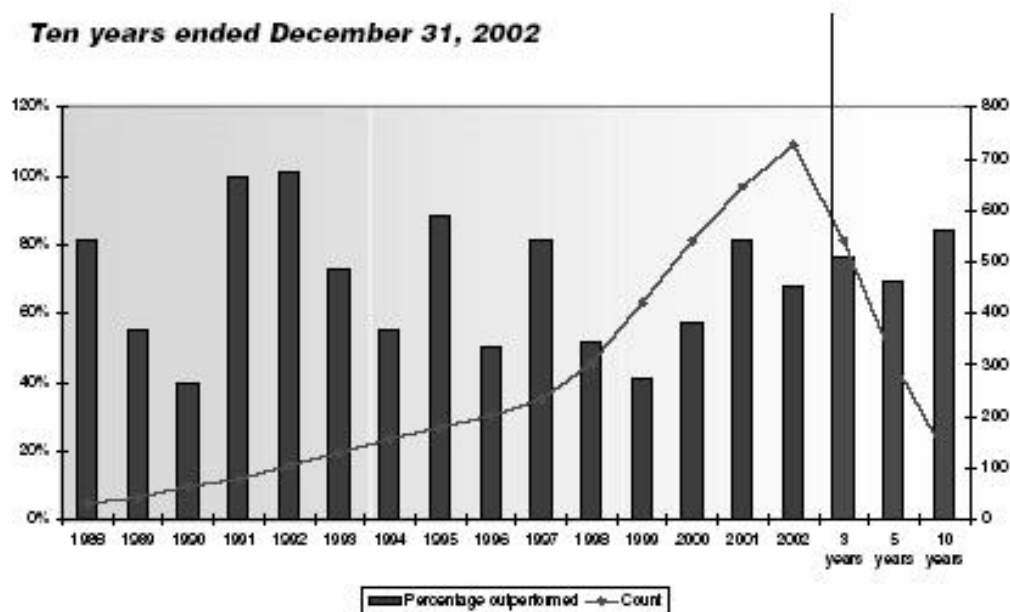
Πηγή: Hulbert Financial Digest.

* Based on equal investment in 55 funds, after expenses, loads and redemption fees.

Τα δεικτοποιημένα Α/Κ τείνουν να ξεπερνούν σε απόδοση τα Α/Κ με ενεργητική διαχείριση τόσο στις διεθνείς όσο και στις εγχώριες αγορές. Το Figure 3 απεικονίζει τη σύγκριση των ευρωπαϊκών μετοχικών Α/Κ με ενεργητική διαχείριση με τον γνωστό ευρωπαϊκό δείκτη της αγοράς μετοχών Morgan Stanley Capital International (MSCI). Παρά το γεγονός ότι σε μεμονωμένα χρόνια, ποσοστό 50% ή και περισσότερο των ενεργών διαχειριστών νικούν το δείκτη, τα μακροπρόθεσμα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν τα ευρήματα μας για τις αγορές των Η.Π.Α. Κατά τη διάρκεια μιας περιόδου δέκα ετών που λήγει στις 31/12/2002, ποσοστό πάνω από 80% των ενεργά διαχειριζόμενων Α/Κ υπό-απέδωσαν του δείκτη.

Figure 3

European equity managers outperformed by MSCI Europe index



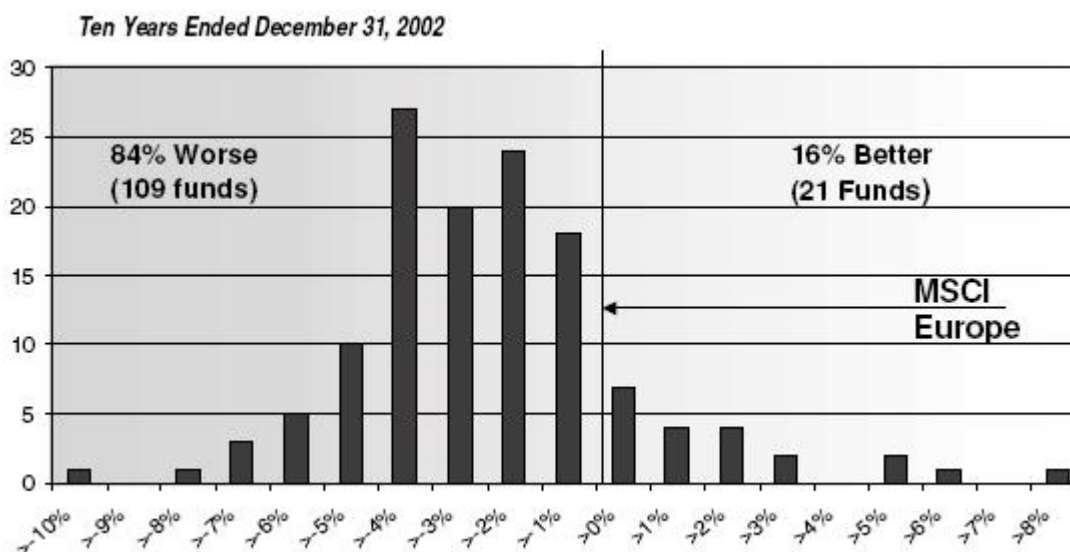
Πηγή: Standard & Poor's Funds Service and Vanguard Investment Europe S.A.

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

Το Figure 4 απεικονίζει την κατανομή δεκαετών αποδόσεων για τους ευρωπαίους διαχειριστές που εφαρμόζουν ενεργητική διαχείριση, που είναι παρόμοια σύγκριση με αυτή που παρουσιάζει το Figure 1 παραπάνω. Παρατηρούμε ξανά ότι πάνω από το 80% των ενεργών διαχειριστών λειτουργούν χειρότερα από τον δείκτη και μόνο τέσσερις διαχειριστές κατόρθωσαν να νικήσουν την αγορά κατά 400 μονάδες βάσης ή παραπάνω.

Figure 4

European equity managers compared with MSCI Europe index



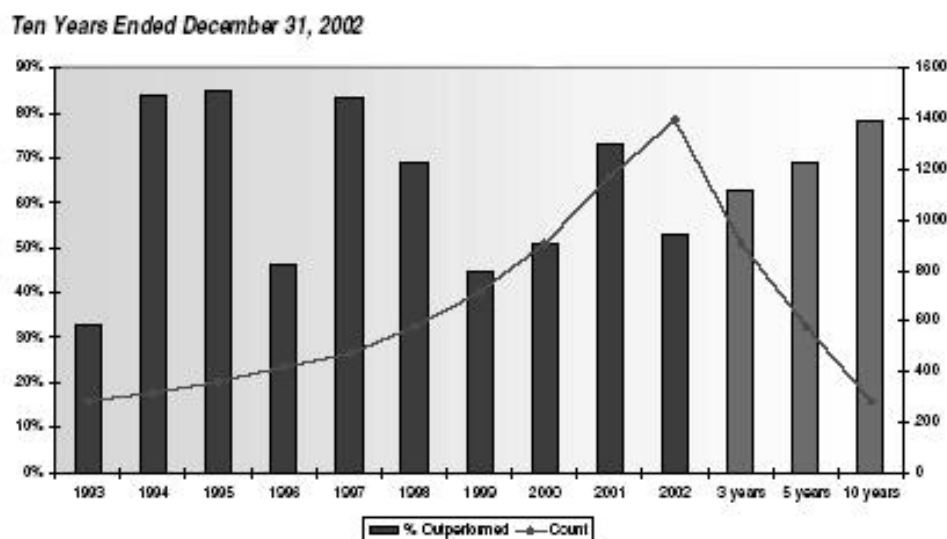
Πηγή: Standard & Poor's Funds Service and Vanguard Investment Europe S.A.

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

Το Figure 5 εξετάζει τις αποδόσεις των παγκόσμιων Α/Κ με ενεργητική διαχείριση. Τα Α/Κ συγκρίνονται με τον MSCI World Equity Index. Διαπιστώνουμε ξανά ότι για την περίοδο των δέκα ετών έως και 31/12/2002, ποσοστό 80% των ενεργών διαχειριστών ξεπεράστηκαν από τον δείκτη. Τα δεδομένα δείχνουν ακόμα ότι οι διαχειριστές που εφαρμόζουν ενεργητική διαχείριση με μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης τείνουν να ξεπερνώνονται από το δείκτη αναφοράς μικρής κεφαλαιοποίησης Russell 2000 και ακόμα οι ενεργητικοί διαχειριστές αναπτυσσόμενων αγορών δεν είναι ικανοί να νικήσουν το δείκτη αναδυόμενων αγορών MSCI. Έτσι λοιπόν ακόμα και σε αγορές που είναι χωρίς καμιά αντίρρηση λιγότερο αποτελεσματικές από τις αμερικάνικες αγορές μεγάλης κεφαλαιοποίησης, η ενεργητική διαχείριση δεν υπερισχύει.

Figure 5

European global equity managers compared with the MSCI world equity index



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

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

Επισημαίνεται ακόμα ότι τα διαχειριζόμενα Α/Κ ξεπερνώνται συνήθως σε αποδόσεις από τα δεικτοποιημένα Α/Κ με ισοδύναμο ρίσκο. Επιπρόσθετα, τα Α/Κ που παράγουν υπερβάλλουσες αποδόσεις κατά τη διάρκεια μιας περιόδου δεν είναι πιθανό να κάνουν το ίδιο και την επόμενη περίοδο. Δεν υπάρχει εξαρτημένη εμμονή στην επίδοση. Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1970, τα κορυφαία 20 Α/Κ απολάμβαναν σχεδόν τη διπλάσια απόδοση από αυτή του δείκτη. Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980, τα ίδια αυτά Α/Κ είχαν αποδόσεις χαμηλότερες από αυτές του δείκτη. Τα Α/Κ με την καλύτερη απόδοση τη δεκαετία του 1980 παρομοίως υπό-απέδωσαν κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990. Το Exhibit 8 παρουσιάζει ένα δραματικό παράδειγμα της έλλειψης επαναληπτικότητας στην απόδοση. Τα κορυφαία 20 Α/Κ για τα έτη 1998 και 1999 απολάμβαναν τρεις φορές την απόδοση του δείκτη. Κατά τη διάρκεια των ετών 2000 και 2001 σημείωσαν αποδόσεις τρεις φορές χειρότερες από τις αντίστοιχες του δείκτη. Σε μακροπρόθεσμο επίπεδο, τα αποτελέσματα είναι ακόμα πιο απογοητευτικά για τους ενεργητικούς διαχειριστές. Κάποιος

Η επαναληπτικότητα της επίδοσης των διαχειριστών Α/Κ

μπορεί να μετρήσει στα δάχτυλα ενός χεριού τον αριθμό των επαγγελματιών διαχειριστών χαρτοφυλακίων που κατόρθωσαν να νικήσουν την αγορά σε αξιοσημείωτο ποσοστό.

Exhibit 8

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

Fund Name	Rank 1970-1980	Rank 1980-1990
Twentieth Century Growth	1	176
Templeton Growth	2	126
Quasar Associates	3	186
44 Wall Street	4	309
Pioneer II	5	136
Twentieth Century Select	6	20
Security Ultra	7	296
Mutual Shares Corp.	8	35
Charter Fund	9	119
Magellan Fund	10	1
Over-the-Counter Securities	11	242
American Capital Growth	12	239
American Capital Venture	13	161
Putnam Voyager	14	78
Janus Fund	15	21
Weingarten Equity	16	36
Hartwell Leverage Fund	17	259
Pace Fund	18	60
Acorn Fund	19	172
Stein Roe Special Fund	20	57

Average annual return:		
Top 20 funds	+19.0%	+11.1%
All funds	+10.4%	+11.7%

Το Exhibit 9 παρουσιάζει την κατανομή των αποδόσεων για μια περίοδο τριάντα ετών. Εκ των 355 αρχικών Α/Κ, μόνο πέντε ξεπέρασαν σε απόδοση την αγορά κατά δυο ποσοστιαίες μονάδες ανά έτος ή περισσότερο.

Exhibit 9
How the Top 20 Equity Funds of the 1980s
Performed during the 1990s

Fund Name	Average Return (%) 1980-1990	Average Return (%) 1990-2000
Fidelity Magellan	24.94	15.68
Dresdner RCM MidCap	19.66	16.19
Phoenix-Engemann Capital Growth A	18.63	13.03
CGM Capital Development	18.56	16.80
Oppenheimer Quest Value A	18.25	10.19
Lindner Large-Cap	18.19	1.59
Janus	17.58	17.41
AIM Weingarten A	17.33	15.43
American Century Select	17.27	11.91
AXP New Dimensions	17.16	17.53
Davis NY Venture A	17.15	15.52
Fortis Capital A	16.95	13.39
Fidelity Destiny	16.95	15.85
Vanguard Windsor	16.93	8.86
Fortis Growth A	16.92	13.87
Stein Roe Disciplined	16.89	6.58

Η επαναληπτικότητα της επίδοσης των διαχειριστών Α/Κ

Nvest Growth A	16.87	14.21
United Vanguard A	16.74	13.25
Washington Mutual Investors	16.69	11.21
Sequoia	16.41	13.27
Average	17.99	13.68
S&P 500 Stock Index	14.14	14.91

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

Τα αρχεία για τους επαγγελματίες του χώρου δεν υπονοούν ότι υπάρχει επαρκής ικανότητα πρόβλεψης στην αγορά των μετοχών ή ότι υπάρχουν αναγνωρίσιμες και εκμεταλλεύσιμες ευκαιρίες, προκειμένου να παραχθούν υπερβάλλουσες αποδόσεις.

1991 Top Ten Managers and Subsequent Performance												
Fund Name	Manager Name	Annual Rankings										
		1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
CGM Capital Development	Heebner, Kenneth	1	152	223	2,737	139	193	1,171	1,800	2,604	3,406	3,119
Fid Select Biotechnology	Younger, Brian	2	1,880	2,268	2,723	52	2,175	1,704	337	336	110	5,227
Montgomery Small Cap R	Roberts/Philpott/Reed	3	564	286	2,612	429	1,001	1,033	4,177	590	5,009	4,057
American Heritage	Theime, Heiko H	4	118	80	2,749	3,179	3,484	1	4,508	4,956	5,170	5,840
INVESCO Health Sciences Inv	Wald, Thomas	5	1,900	2,307	509	17	1,763	1,468	101	3,346	246	4,347
Berger Growth	Tracy III, Jay W	6	1,096	383	2,259	1,364	1,534	1,847	1,220	639	4,752	5,576
Waddell & Reed ADV New Con A	Scott, Kimberly A	7	1,590	1,501	42	498	2,324	1,598	157	482	4,478	4,652
MFS Emerging Growth B	Ballen/Lathrop/Dutile/Settie	8	356	295	208	156	1,520	1,357	3,759	708	5,041	5,311
Oberweiss Emerging Growth	Oberweiss/Oberweiss	9	268	1,657	1,524	122	542	3,835	4,020	622	4,161	2,525
American Cent Ultra Inv	Stowers/Wimberly/Sykora	10	1,712	359	1,549	234	1,521	1,097	236	861	4,808	4,340
Total Number of Mutual Funds:		1,683	1,882	2,266	2,695	3,119	3,445	3,883	4,509	4,968	5,283	6,058

Source: Morningstar Principia; Universe limited to "Distinct Portfolios" and Indexes, 2002

2. Η ελληνική αγορά

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι η πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών διεθνώς αποκαλύπτει ότι υπάρχει ελάχιστη ή ανύπαρκτη επαναληπτικότητα στις αποδόσεις των Α/Κ. Το γεγονός αυτό είναι αναμενόμενο, καθώς οι μελέτες αυτές αφορούν τη χρηματιστηριακή αγορά της Νέας Υόρκης, η οποία συνιστά μια αποτελεσματική χρηματιστηριακή αγορά. Ενδιαφέρον όμως θα έχει να δούμε τι συμβαίνει στην Ελλάδα, όπου η εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά έχει τελείως διαφορετικά χαρακτηριστικά από τα αντίστοιχα των ανεπτυγμένων κεφαλαιαγορών των Η.Π.Α. και της Ευρώπης.

Στον Πίνακα 1 παρουσιάζονται οι κατατάξεις των κορυφαίων σε αποδόσεις μετοχικών Α/Κ του εκρηκτικού έτους 1999, για τα επόμενα έτη. Η επιλογή του έτους 1999 έγινε, γιατί η πλειοψηφία των Ελλήνων μεριδιούχων αγόρασε τη συγκεκριμένη περίοδο, με αποτέλεσμα το ενδιαφέρον τους να εστιάζεται για τις μετά από το έτος αυτό κατατάξεις και αποδόσεις.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα παρουσιάζουν τεράστιο ενδιαφέρον, καθώς διαπιστώνουμε ότι τα κορυφαία σε αποδόσεις Α/Κ του 1999 στην πλειοψηφία των περιπτώσεων κατετάγησαν τις επόμενες χρονιές στις χειρότερες θέσεις. Το γεγονός αυτό αποκαλύπτει ότι οι συγκεκριμένοι διαχειριστές δεν προέβλεψαν την επερχόμενη πτώση, διατήρησαν λανθασμένα υψηλή επικινδυνότητα στα χαρτοφυλάκια τους, με αποτέλεσμα οι μεριδιούχοι τους να έχουν υποστεί τεράστιες ζημιές. Από την άλλη μεριά τα Α/Κ που παρουσίασαν αξιοθαύμαστη σταθερότητα στις αποδόσεις τους, τόσο σε ανοδικές όσο και σε καθοδικές αγορές, και φυσικά ξεχώρισαν, ήταν τα Α/Κ Value Index της Eurobank, το αναπτυξιακό της HSBC και το Ολυμπία της Εγνατίας.

Πίνακας 1

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

Ο Πίνακας 1 περιλαμβάνει τα μετοχικά Α/Κ ακολουθώντας την επίσημη κατηγοριοποίηση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11

Επίλογος - Συμπεράσματα

Στην παραπάνω μελέτη παρουσιάσαμε και εξετάσαμε ένα από τα πιο ενδιαφέροντα θέματα στο χώρο της χρηματοοικονομικής, την ύπαρξη ή μη της επαναληπτικότητας της επίδοσης των διαχειριστών των Α/Κ. Ο έλεγχος αυτός, αλλά και τα συμπεράσματα στα οποία οδηγούμαστε είναι ιδιαίτερης σπουδαιότητας, διότι μας επιτρέπει να ανακαλύψουμε τους καλούς διαχειριστές, που παραμένουν να είναι καλοί στην πορεία του χρόνου και ταυτόχρονα μας καθιστά ικανούς να διαχωρίσουμε τον παράγοντα ικανότητα από τον παράγοντα τύχη. Συνεπώς, οι πληροφορίες που συγκεντρώνονται, έχουν ιδιαίτερα πρακτικό ενδιαφέρον, γιατί παρέχουν στα άτομα έναν οδηγό για τις επενδυτικές τους αποφάσεις σχετικά με το αν θα παραμείνουν σε ένα αποτυχημένο Α/Κ ή θα μεταφέρουν τα κεφάλαια τους σε ένα αντίστοιχο επιτυχημένο. Με άλλα λόγια οι υποψήφιοι επενδυτές μπορούν σε γενικές γραμμές να εμπιστευθούν εκείνα τα Α/Κ τα οποία από πλευράς απόδοσης κατατάχθηκαν στις πρώτες θέσεις του παρελθόντος.

Μέσα από την εκτενή ανασκόπηση που διενεργήσαμε, βλέπουμε ότι ενώ υπάρχουν μερικά εμπειρικά στοιχεία που να στοιχειοθετούν την ύπαρξη επαναληπτικότητας σε πολλές χώρες, από την άλλη πλευρά υπάρχουν πολλές εναλλακτικές επεξηγήσεις κατά της επαναληπτικότητας. Με άλλα λόγια η μέχρι σήμερα δημοσιευμένη βιβλιογραφία δεν είναι ομόφωνη στην υποστήριξη ή όχι του φαινομένου της επαναληπτικότητας της επίδοσης των διαχειριστών Α/Κ. Στην πλειοψηφία των περιπτώσεων πάντως έχει παρατηρηθεί, ότι οι μελέτες σε γενικές γραμμές εντοπίζουν το φαινόμενο της επαναληπτικότητας να συγκεντρώνεται κυρίως μεταξύ των

χειρότερων διαχειριστών και να τείνει να είναι πιο έντονη σε βραχυπρόθεσμες περιόδους.

Θα πρέπει να τονισθεί ακόμα, ότι τόσο οι διεθνείς μελέτες όσο και οι αντίστοιχες ελληνικές (Philippas – Fiotakis, *Applied Economics Letters*, 2004) αποδεικνύουν ότι οι αμύητοι επενδυτές «είναι κυνηγοί των παρελθουσών αποδόσεων», αγοράζουν δηλαδή εκ των υστέρων τα πιο επιτυχημένα μετοχικά Α/Κ του προηγούμενου έτους. Η στρατηγική αυτή έχει αποδειχθεί αναποτελεσματική και λανθασμένη, θα πρέπει δε οι επενδυτές να επιλέγουν Α/Κ που παρουσιάζουν διαχρονικά σταθερή πορεία τόσο σε ανοδικές όσο και σε καθοδικές αγορές.

Όσο υφίστανται οι κεφαλαιαγορές και οι χρηματαγορές, η συλλογική κρίση των επενδυτών θα πέφτει σε σφάλματα μερικές φορές. Αναμφισβήτητα, μερικοί συμμετέχοντες στην αγορά είναι ευαπόδευκτα λιγότερο από ορθολογικοί. Ως αποτέλεσμα, περίεργες τιμολογήσεις και προφητικά υποδείγματα για τις αποδόσεις των μετοχών μπορούν να εμφανιστούν με το πέρασμα του χρόνου και ακόμα και να επιμείνουν για μικρές περιόδους. Επιπρόσθετα, η αγορά δεν μπορεί να είναι τέλεια αποτελεσματική, καθώς δεν θα υπήρχε κίνητρο για τους επαγγελματίες του χώρου να αποκαλύψουν τις πληροφορίες που αντανακλώνται τόσο γρήγορα στις αγοραίες τιμές, μια παρατήρηση που διατυπώθηκε από τους Grossman & Stiglitz (1980). Είναι γενικά αποδεκτό ότι με το πέρασμα του χρόνου και με την αυξανόμενη πολυπλοκότητα των βάσεων δεδομένων μας και των εμπειρικών τεχνικών, θα καταγράψουμε περαιτέρω φαινομενικές εκκινήσεις από την αποτελεσματικότητα και περαιτέρω υποδείγματα στην ανάπτυξη των αποδόσεων των μετοχών. Ωστόσο, υπάρχει η υποψία ότι το τελικό αποτέλεσμα δεν θα είναι η εγκατάλειψη της πεποίθησης εκ μέρους πολλών του επαγγέλματος, ότι η αγορά των μετοχών είναι αξιοσημείωτα αποτελεσματική στη χρησιμοποίηση των πληροφοριών. Για τον Burton Malkiel περίοδοι, όπως το 1999, όταν φούσκες (bubbles) φαίνεται να επικρατούσαν, τουλάχιστον σε

συγκεκριμένους τομείς της αγοράς, είναι δυστυχώς η εξαίρεση και όχι ο κανόνας. Παράλληλα, οποιαδήποτε υποδείγματα ή μη-ορθολογικές διαδικασίες στην τιμολόγηση των μεμονωμένων μετοχών, που διαπιστώθηκαν στην έρευνα ιστορικής εμπειρίας, είναι απίθανο να επιμένουν και δεν θα παρέχουν στους επενδυτές μια μέθοδο προκειμένου να αποκομίσουν εκπληκτικές αποδόσεις. Χαρακτηριστικά λέγεται ότι αν κάποια \$100 περιφέρονται γύρω από τα χρηματιστήρια του κόσμου, δεν θα είναι εκεί για πολύ καιρό.

Αν και στη σύγχρονη εποχή οι οικονομολόγοι αμφισβητούν έντονα την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών, ωστόσο φαίνεται τελικά, ότι αν οι αγοραίες τιμές είναι συχνά τόσο μη-ορθολογικές και ότι αν οι αποδόσεις της αγοράς είναι τόσο προβλέψιμες, όσο μερικοί κριτικοί ισχυρίζονται, τότε τα επαγγελματικά διαχειριζόμενα Α/Κ θα πρέπει πολύ εύκολα να μπορούν να ξεπερνούν ένα παθητικό Α/Κ του δείκτη.

Μέσα από τη διπλωματική αυτή εργασία, που ασχολήθηκε με την ανασκόπηση ερευνών από τα μέσα της δεκαετίας του 1960 έως σήμερα, και που εξέτασε στοιχεία που έχουν συγκεντρωθεί τα τελευταία τριάντα χρόνια, καταδεικνύεται ότι οι επαγγελματίες διαχειριστές, τόσο στις Η.Π.Α. όσο και στις υπόλοιπες χώρες, που ανθίζει η αγορά των Α/Κ, δεν ξεπερνούν σε απόδοση τους δείκτες αναφοράς τους και ότι οι τιμές της αγοράς φαίνεται να αντανakλούν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες. Για τον Burton Malkiel η καλύτερη επενδυτική συμβουλή που μπορεί να δοθεί τόσο σε μεμονωμένους όσο και σε θεσμικούς επενδυτές, συνίσταται στην αγορά ενός δεικτοποιημένου Α/Κ με χαμηλό κόστος, που να εμπεριέχει όλες τις μετοχές που αποτελούν το χαρτοφυλάκιο της αγοράς.

Τα στοιχεία είναι συντριπτικά ότι η ενεργητική διαχείριση μετοχών είναι σύμφωνα με τα λόγια του Ellis (1998) παιχνίδι για χαμένους. Η μεταπήδηση από αξιόγραφο σε αξιόγραφο δεν καταφέρνει τίποτα παραπάνω από το να αυξάνει τα κόστη συναλλαγών και την κακή

επίδοση. Συνεπώς, ακόμα και αν οι αγορές είναι κάτι λιγότερο από πλήρως αποτελεσματικές, η παθητική διαχείριση είναι περισσότερο πιθανό να παράγει υψηλότερες αποδόσεις απ' ό,τι η ενεργητική διαχείριση χαρτοφυλακίου. Και οι μεμονωμένοι και οι θεσμικοί επενδυτές θα διαλέξουν Α/Κ βάσει του δείκτη τουλάχιστον για τον πυρήνα του χαρτοφυλακίου των μετοχών τους.

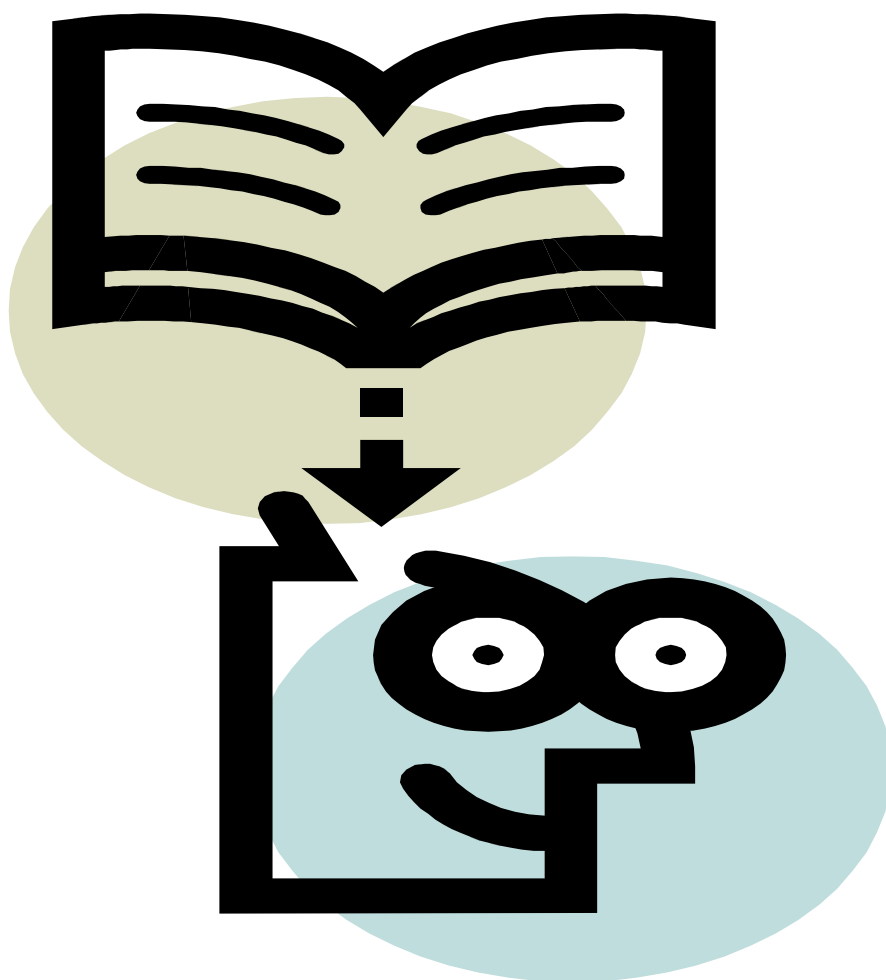
Ακόμα και ο θρύλος Benjamin Graham σε μια συνέντευξη που έδωσε λίγο πριν πεθάνει, είπε: «Δεν είμαι πια υπερασπιστής των περίτεχνων τεχνικών και αναλύσεων προκειμένου να εντοπίσω φοβερές ευκαιρίες. Αυτή ήταν μια ανταποδοτική δραστηριότητα σαράντα χρόνια πριν. Η κατάσταση όμως έχει αλλάξει. Σήμερα αμφιβάλλω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

Και ο πιο επιτυχημένος σύγχρονος επενδυτής, Warren Buffett, που νίκησε την αγορά για μια παρατεταμένη περίοδο, συνοψίζει με χαρακτηριστική σοφία στην παρακάτω συμβουλή: «Οι περισσότεροι επενδυτές, και οι θεσμικοί και οι απλοί, θα ανακαλύψουν ότι ο καλύτερος τρόπος για να αποκτήσουν κοινές μετοχές είναι μέσω ενός δεικτοποιημένου Α/Κ που χρεώνει τα ελάχιστα έξοδα. Αυτοί που ακολουθούν αυτό το μονοπάτι είναι σίγουρο ότι θα νικήσουν σε επίπεδο καθαρών αποτελεσμάτων μεταξύ της μεγάλης πλειοψηφίας των επαγγελματιών επενδυτών».

Τέλος, σε ό,τι αφορά τη χώρα μας, η απλή παρουσίαση των κατατάξεων των αποδόσεων των ελληνικών μετοχικών Α/Κ απέδειξε ότι οι διαχειριστές πρέπει να ελέγχονται όχι σε επίπεδο έτους, αλλά σε βάθος χρόνου, ώστε να είμαστε σε θέση να ξεχωρίσουμε την ικανότητα από την τύχη. Θα πρέπει να αναφερθεί ότι η ολοκληρωμένη αξιολόγηση Α/Κ απαιτεί επιπρόσθετους ελέγχους, όπως την ποιότητα του χαρτοφυλακίου

τους, το μέγεθος τους, τα διάφορα κόστη που επιβαρύνουν τους μεριδιούχους, την εμπειρία και άλλα ποιοτικά στοιχεία των διαχειριστών τους, τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν, τις πιθανές συχνές αλλαγές στους διαχειριστές τους, καθώς και άλλα ποιοτικά χαρακτηριστικά των Α/Κ και των ΑΕΔΑΚ. Εξάλλου, η πρόσφατη αξιολόγηση ορισμένων ελληνικών Α/Κ από την Standard and Poor's, η οποία στη αξιολόγησή της λαμβάνει υπόψη τους παραπάνω παράγοντες, ανοίγει νέους δρόμους στην ελληνική αγορά των Α/Κ και θα λειτουργήσει καταλυτικά προς όφελος όλων των ελλήνων μεριδιούχων.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ & ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ



Ελληνική Βιβλιογραφία και Αρθρογραφία

1. Φίλιππας Νικόλαος, Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον, Εκδόσεις Globus Invest, Αθήνα, 2000
2. Μυλωνάς Νικόλαος, Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια: Θεωρία και Πρακτική, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα 2000
3. Φίλιππας Νικόλαος & Τσιώνας Ευθύμιος, Performance Evaluation : A review article and an empirical investigation of Greek Mutual Fund Managers
4. Καραθανάσης Γεώργιος & Λυμπερόπουλος Γεώργιος, Αμοιβαία Κεφάλαια, Εκδόσεις Ευγ. Μπένου, 1998
5. Χολέβας Ιωάννης, Αμοιβαία Κεφάλαια, Εκδόσεις Σμπίλιας, Αθήνα 1989
6. Φίλιππας Νικόλαος, Επενδύσεις, Εκδόσεις Κωνσταντίνου Σμπίλια, Αθήνα, 2005
7. Φίλιππας Νικόλαος, Η επαναληπτικότητα της επίδοσης των ελληνικών μετοχικών Α/Κ. Ποια Α/Κ ξεχώρισαν την τελευταία πενταετία., Εφημερίδα Καθημερινή, 30/10/2004

Ξένη Βιβλιογραφία και Αρθρογραφία

1. Bodie, Kane, Markus, Investments, Irwin, third edition, 1996
2. Brown, Stephen J. & William N. Goetzmann, Performance Persistence, Journal of Finance (Τεύχος 50), 1995

-
3. Chevalier & Ellison, Are some Mutual Fund Manager better than others, Cross sectional patterns in behavior and Performance, Journal of Finance, LIV, 50, 1999
 4. Goetzmann, William N. & Roger G. Ibbotson, Do winners repeat? Patterns in Mutual Fund performance, Journal of Portfolio Management (Τεύχος 20), 1994
 5. Golec & Joseph H., The effects of Mutual Fund Managers: characteristics on their portfolio performance, risk and fees, Financial Services Review (Τεύχος 5), 1996
 6. Hendricks, Darryll, Jayendu Patel & Richard Zeckhauser, Hot hands in Mutual Funds: short-run persistence of performance, 1974-1988, Journal of Finance (Τεύχος 48), 1993
 7. Carhart Michael, On Persistence in Mutual Fund Performance, Journal of Finance (Τεύχος 52), 1997
 8. Jensen Michael, The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964, Journal of Finance (Τεύχος 23), 1968
 9. Sharpe William, Mutual Fund Performance, Journal of Business (Τεύχος 39), 1966
 10. Treynor Jack, How to rate Management of Investment Funds, Harvard Business Review (Τεύχος 43), 1965
 11. Fama Eugene, Components of Investment Performance, Journal of Finance (Τεύχος 27), 1997

12. Treynor Jack & Mazuy Kay, Can Mutual Funds outguess the market?, Harvard Business Review (Τεύχος 44), 1966
13. Henriksson Roy & Merton R., On Market Timing and Investment Performance, The Journal of Business (Τεύχος 54), 1981
14. Lockwood L. J. & Kadiyala K.R., Measuring Investment Performance with a stochastic parameter regression model, Journal of Banking and Finance (Τεύχος 12), 1988
15. Malkiel G. Burton, Returns from investing in equity mutual funds, Journal of Finance (Τεύχος 50), 1995
16. Malkiel G. Burton, The efficient market hypothesis and its critics, CEPS Working Paper No.91, April 2003
17. Malkiel G. Burton, Reflections on the efficient market hypothesis: 30 years later, The Financial Review No.40, 2005
18. Blake David & Timmerman Allan, Performance persistence in mutual funds: An Independent Assessment of the studies prepared by Charles River Associates for the Investment Management Association, Working Paper prepared for the Financial Services Authority (FSA), April 2003
19. Giles T., Wilsdon T. & Worboys T., Performance persistence in U.K. equity funds-A literature review, Final Report, Charles River Associates Limited (CRA No. D03374-00), January 2002
20. Bilson Chris, Frino Angela & Heaney Richard, Australian retail fund performance persistence, Accounting and Finance No.45, 2005

21. Bijan Roy & Saikat Sovan Deb, Conditional Alpha and performance persistence for Indian mutual funds, Journal of Applied Finance, January 2004
22. Kazemi Hossein, Schneeweis Thomas & Pancholi Dulari, Performance Persistence for Mutual Funds: Academic Evidence, Center for International Securities and Derivatives Markets, May 2003
23. Buffett Warren, Annual Report, Berkshire Hathaway, 1996
24. Ellis C., Winning the Loser's Game, Mc Graw Hill, New York, 1998
25. Graham Benjamin, A conversation with Benjamin Graham, Journal of Financial Analysis Τεύχος 32, 1976

Internet Sites

1. www.agii.gr → Ένωση Θεσμικών Επενδυτών
2. www.ase.gr → Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών
3. www.hcmc.gr → Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
4. www.fefsi.org → Πανευρωπαϊκός Οργανισμός Funds