



ΕΛΕΓΧΟΣ

146



00137745

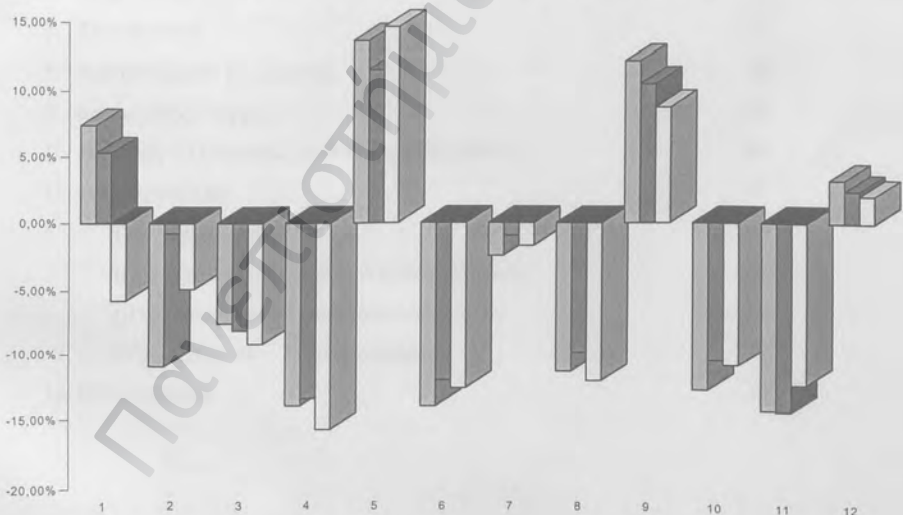
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: Δρ. ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΦΙΛΙΠΠΑΣ

ΤΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΠΩΣ ΑΥΤΑ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΙΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ
ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΠΟΥ ΔΙΑΧΕΙΡΙΖΟΝΤΑΙ



ΣΠΥΡΙΔΩΝ Α. ΜΠΙΣΤΑΡΑΚΗΣ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ
ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2001

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	
ΑΡ. ΕΙΣ.	37745
COMP.	22393 η 22628
ΤΑΞΙΝ.	332.042 ΜΠΙ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ	

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΤΙΤΛΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

ΑΡ. ΣΕΛΙΔΑΣ

1. Εισαγωγή.	2
2. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια σαν μορφή επένδυσης.	4
I) Σύγχρονες τάσεις στη Ευρωπαϊκή και Διεθνή αγορά.	6
II) Η πορεία της Ελληνικής αγοράς Α/Κ.	7
III) Τάσεις στην Ελληνική αγορά Α/Κ.	8
IV) Προοπτικές ανάπτυξης Α/Κ στην Ελληνική αγορά.	11
3. Σκοπός της μελέτης.	17
4. Μεθοδολογία.	20
I) Πρώτο μέρος.	20
II) Δεύτερο μέρος.	22
III) Τρίτο μέρος.	26
5. Κατασκευή μεταβλητών.	27
6. Το μοντέλο.	32
7. Τα δεδομένα.	35
8. Αποτελέσματα της μελέτης.	38
9. Στατιστικός έλεγχος.	40
10. Επίλογος – Προτάσεις μελλοντικών διατριβών.	43
11. Προσαρτήματα.	45
I) Α. Ερωτηματολόγιο	46
II) Β. Κατάταξη Ελληνικών Πανεπιστημίων	47
III) Γ. Συνάρτηση Linest, Microsoft Excel	48
IV) Δ. Στοιχεία – Αποτελέσματα	49
12. Βιβλιογραφία.	50

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στο εξωτερικό και κυρίως στις Η.Π.Α., όπου υπάρχει αναπτυσσόμενη «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 κ.α), 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. Μέσα από την παρούσα έρευνα θα μας δοθεί η δυνατότητα για πρώτη φορά να φτιάξουμε ένα προφίλ των ανθρώπων που είναι οι κατ' εξοχήν υπεύθυνοι για την πορεία των Α/Κ στην χώρα μας.

Σαν συνέπεια της σημασίας που δίνεται διεθνώς στον ανθρώπινο παράγοντα για τις αποδόσεις που επιτυγχάνουν τα Α/Κ, μια νέα μέθοδος, που έχει σαν βασικό στόχο να ερευνήσει τα χαρακτηριστικά των ατόμων που ασχολούνται με τη διαχείριση κεφαλαίων, αναπτύχθηκε στη διεθνή βιβλιογραφία. Πρωτοποριακή ήταν η εργασία των Chevalier και Ellison που δημοσιεύθηκε πολύ πρόσφατα (1999), και που αποτέλεσε το έναυσμα για την σε μεγαλύτερο βάθος επιστημονική μελέτη σχετικά με τα χαρακτηριστικά εκείνα που κάνουν ένα διαχειριστή επιτυχημένο ή όχι.

Η εργασία αυτή 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 στην δεδομένη χρονική στιγμή μεταξύ των διαχειριστών Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Ειδικότερα, η παρούσα μελέτη, πραγματοποιείται σε μια χρονική περίοδο που η κεφαλαιαγορά στη χώρα μας γνωρίζει πολλές αλλαγές. Αλλαγές που επιφέρουν μια σημαντική αναδιάρθρωση στη δομή της αγοράς. Μια διαδικασία που ενώ μακροχρόνια οδηγεί σε πιο ώριμες επενδυτικές συνθήκες, στον βραχυχρόνιο ορίζοντα, παρουσιάζει αντικρουόμενα αποτελέσματα. Σαν παράδειγμα θα μπορούσαμε να αναφέρουμε την προδιαγεγραμμένη αναβάθμιση της χώρας μας στην ομάδα των «ανεπτυγμένων οικονομικά χωρών» και την ταυτόχρονη απαξίωση της χρηματιστηριακής αγοράς κατά 45% τους τελευταίους 18 μήνες.

Σε μια τέτοια, γεμάτη αναδιρθώσεις, εξελικτική περίοδο η διερεύνηση της αποτελεσματικότητας των επαγγελματιών διαχειριστών μπορεί να αποδειχθεί ιδιαίτερος σημαντική για τους παράγοντες της κεφαλαιαγοράς και να αποτελέσει ένα έναυσμα για πιο συστηματική μελέτη των αναγκών της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς σε ανθρώπινο δυναμικό. Κυρίως, είναι σημαντικό, να προσπαθήσουμε να βρούμε τα χαρακτηριστικά και τις δεξιότητες, που «ταιριάζουν» περισσότερο στα δεδομένα της χώρας μας.

2. ΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΣΑΝ ΜΟΡΦΗ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι η πιο διαδεδομένη μορφή συλλογικών επενδύσεων σε ολόκληρο τον κόσμο αλλά και στην Ελλάδα. Τα δύο τελευταία χρόνια με την άνθηση του Ελληνικού Χρηματιστηρίου δεν έχει υπάρξει Α/Κ που να μην έχει αυξήσει το ενεργητικό του. Επιπλέον μετά την παρατεταμένη χρηματιστηριακή ύφεση του τελευταίου έτους, η ανάγκη για επαγγελματική διαχείριση των χρημάτων προβάλλει συνεχώς επιτακτικότερη.

Για να δούμε λίγο πιο αναλυτικά την σημαντικότητα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, δεν έχουμε παρά να ρίξουμε μια ματιά τόσο στα διεθνή, όσο και στα εγχώρια δεδομένα.

Η αγορά των Α/Κ παγκοσμίως, σημείωσε ραγδαία ανάπτυξη κατά τα τελευταία είκοσι (20) χρόνια, γεγονός που οφείλεται στην:

- ⇒ Απελευθέρωση της μεταφοράς κεφαλαίων
- ⇒ Πολιτική των ιδιωτικοποιήσεων
- ⇒ Μεταφορά πόρων από το δημόσιο προς τον ιδιωτικό τομέα
- ⇒ Παγκοσμιοποίηση
- ⇒ Ανάπτυξη των αγορών χρήματος και κεφαλαίου

Σύμφωνα με τα στοιχεία της European Federation of Investment Funds, η παγκόσμια αγορά Α/Κ ανήλθε στις 30/09/1999 σε 10,3 τρις \$ και ο συνολικός αριθμός των Α/Κ σε 43.770.

Παρατηρώντας από τους πίνακες της European Federation of Investment Funds την εξελικτική πορεία των Α/Κ από το 1994 έως τις 30/09/1999 σημειώνουμε τα κάτωθι:

- **Πρωταγωνιστής** του θεσμού των Α/Κ είναι η αγορά των **ΗΠΑ** με τα 7.791 Α/Κ που διέθετε στις 30/09/1999, συνολικού ενεργητικού 6.846 δις \$.

Η πορεία των Α/Κ στις ΗΠΑ είναι σταθερά ανοδική. Ο θεσμός των Α/Κ βρίσκεται σε ωριμότητα. Αυτό σημαίνει ότι σταδιακά σημαντικά κεφάλαια επενδύονται σε μερίδια Α/Κ χωρίς να αυξηθούν ιδιαίτερα τα νέα προϊόντα αμοιβαίων κεφαλαίων που διαθέτει η αγορά. Υπάρχουν δηλαδή στην αγορά των ΗΠΑ Α/Κ που

ικανοποιούν τις επενδυτικές ανάγκες της πελατείας και δεν υπάρχει λόγος για δημιουργία συνεχώς νέων προϊόντων.

Για το λόγο αυτό διαχρονικά δεν μεταβάλλεται ιδιαίτερα ο αριθμός τους. Οι επενδυτές προτιμούν τα γνωστά και παραδοσιακά προϊόντα και έτσι έχουμε αύξηση του ενεργητικού των ήδη υπαρχόντων Α/Κ.

- Η πορεία των Α/Κ στην **Ιαπωνία** δείχνει ότι παρουσίασε μία κάμψη στην αγορά κατά τη διετία 1997-1998, ενώ στις 30/09/1999 η αγορά της διέθετε 3.686 Α/Κ συνολικού ενεργητικού 472.235 εκατ. \$.

Το ενδιαφέρον των Ευρωπαίων επενδυτών για τα Α/Κ οφείλεται κυρίως στην ωρίμανση των ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών αγορών. Παράλληλα, η πορεία προς την οικονομική ενοποίηση, η πτώση των επιτοκίων και η συγκράτηση του πληθωρισμού επηρέασαν θετικά το θεσμό.

- Η πορεία των Α/Κ στη **Γαλλία** είναι ανοδική, εάν εξαιρέσουμε μία μικρή κάμψη της αγοράς το 1997. Με στοιχεία της 30/09/1999 η αγορά της διαθέτει 6.439 Α/Κ, συνολικού ενεργητικού 700.836 εκατ. \$. Τα στοιχεία αυτά μας δείχνουν τη σημαντική θέση της Γαλλίας στην παγκόσμια αγορά Α/Κ¹.
- Η πορεία των Α/Κ στην **Ιταλία** είναι ανοδική και η αγορά της κατέχει σημαντική θέση στην παγκόσμια αγορά. Σύμφωνα με τα στοιχεία της European Federation of Investment Funds στις 30/09/1999 η αγορά της διέθετε 791 Α/Κ συνολικού ενεργητικού 485.850 εκατ. \$.

Ο μικρός αριθμός Α/Κ σε σχέση με τα επενδεδυμένα κεφάλαια δείχνει την ωριμότητα του επενδυτικού κοινού και την ποιότητα των προσφερόμενων προϊόντων, η οποία φαίνεται να ικανοποιεί τις προσδοκίες των επενδυτών.

- Άλλες σημαντικές ευρωπαϊκές αγορές αποτελούν το **Λουξεμβούργο**, το **Ηνωμένο Βασίλειο**, η **Ισπανία** και η **Γερμανία**.

Ι. Σύγχρονες τάσεις στην ευρωπαϊκή και διεθνή αγορά

Μια νέα πνοή στη διεθνή αγορά των Α/Κ έδωσε η διείσδυση των Τραπεζών στο χώρο των ασφαλιστικών εργασιών (κυρίως στην πώληση ασφαλιστικών προϊόντων). Με τον όρο bancassurance δεν αναφερόμαστε σε ασφαλιστικό προϊόν, αλλά σε μια διεθνώς δόκιμη πρακτική προώθησης σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών.

Οι κυριότεροι λόγοι που ευνοούν την ανάπτυξη του **bancassurance** στον ευρωπαϊκό χώρο είναι:

- ⇒ η απελευθέρωση της ευρωπαϊκής αγοράς χρηματοοικονομικών υπηρεσιών
- ⇒ οι μεγάλες ανακατατάξεις που συντελούνται στον ασφαλιστικό τομέα
- ⇒ ο έντονος ανταγωνισμός στις χρηματοοικονομικές αγορές, ο οποίος περιόρισε τα περιθώρια κέρδους από παραδοσιακά τραπεζικά προϊόντα και οδήγησε στη διεύρυνση των αγορών και στη δημιουργία νέων προϊόντων και υπηρεσιών
- ⇒ η στροφή του επενδυτικού κοινού σε συνδυασμένες μορφές επενδύσεων
- ⇒ η σύγχρονη τάση δημιουργίας ομίλων που περιλαμβάνουν τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, χρηματιστηριακές εταιρείες κτλ.
- ⇒ η εφαρμογή του **cross selling** (διασταυρούμενες πωλήσεις) και η αξιοποίηση του πελατολογίου των Τραπεζών
- ⇒ η προσπάθεια των τραπεζικών και ασφαλιστικών εταιρειών να μειώσουν το κόστος, αυξάνοντας παράλληλα το μερίδιό τους στην αγορά.

¹ Ο μεγάλος αριθμός Α/Κ που διαθέτει αυτή η χώρα επιβεβαιώνει την αλματώδη ανάπτυξη της αγοράς της, η οποία με τα νέα προϊόντα που δημιουργεί προσελκύει νέα επενδυτικά κεφάλαια.

II. Η πορεία της ελληνικής αγοράς Α/Κ

Θα προσπαθήσουμε, παραθέτοντας τα σημαντικότερα γεγονότα που χαρακτήρισαν την Ελληνική αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων, να περιγράψουμε τον ρόπο και την ένταση με την οποία τα Αμοιβαία Κεφάλαια αναπτύχθηκαν στη χώρα μας.

Στην Ελλάδα τα Α/Κ εμφανίστηκαν ως επενδυτικό προϊόν το 1970, με τη θέσπιση του Ν.Δ. 608/70. Ίδρυση δύο Α/Κ :

→ Ερμής Δυναμικό 1972 (του ομίλου της Εμπορικής Τράπεζας)

→ Δήλος Μικτό 1973 (του ομίλου της Εθνικής Τράπεζας)

→ Interamerican Μετοχικό 1989

- ♦ Το 1991 εισάγονται στην ελληνική αγορά τα Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων και τα Εισοδήματος (σήμερα Ομολογιακά).
- ♦ Σημείο σταθμός για τα Α/Κ στην Ελλάδα αποτέλεσε ο Ν. 1969/1991, ο οποίος κατάργησε το Ν.Δ. 608/70 και ισχύσει μέχρι σήμερα με όλες τις τροποποιήσεις του.
- ♦ Την περίοδο 1992-1997, παρουσιάζεται σημαντική ανάπτυξη στην αγορά Α/Κ.

⇒ Στις αρχές του Μαΐου 1994 και κυρίως τη 2η εβδομάδα, η δραχμή δέχτηκε σημαντική πίεση λόγω της επικείμενης απελευθέρωσης συναλλάγματος. Η ΤτΕ είχε διαθέσει σημαντικό τμήμα από τα συναλλαγματικά της διαθέσιμα για τη στήριξη της ισοτιμίας της δραχμής με άλλα νομίσματα, ενώ παράλληλα και μέσω του τραπεζικού συστήματος ώθησε τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια στα ύψη.

⇒ Στην κρίση αυτή τα Α/Κ λειτούργησαν ικανοποιητικά ως ενδιάμεση επενδυτική επιλογή. Προσέφεραν ρευστότητα στην αγορά και τη δυνατότητα στους μεριδιούχους να διεκδικήσουν μεγαλύτερες αποδόσεις μέσω βραχυπρόθεσμων επενδύσεων και γeros.

Γενικά τα Α/Κ παρουσίασαν ευελιξία στις όποιες κρίσεις και επιβεβαίωσαν τις προσδοκίες των επενδυτών.

III. Τάσεις στην ελληνική αγορά Α/Κ

Τα τελευταία δέκα χρόνια οι αποταμιευτές άρχισαν να επενδύουν σε έντοκα γραμμάτια του ελληνικού δημοσίου. Αυτό τους ικανοποιούσε, επειδή εισεπράτταν μεγαλύτερες αποδόσεις από ότι οι τραπεζικές καταθέσεις, χωρίς να αναλαμβάνουν ιδιαίτερο κίνδυνο.

Σταδιακά, οι αποταμιευτές άρχισαν να γίνονται επενδυτές, να αναζητούν καλύτερες αποδόσεις, να γνωρίζουν το θεσμό των Α/Κ και να επενδύουν σε προϊόντα αμοιβαίων που τους εξασφαλίζουν ακόμα καλύτερες αποδόσεις από αυτές των ΕΓΕΔ, ενώ παράλληλα αισθάνονται ασφάλεια και σιγουριά.

Τα Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων και Εισοδήματος, όπως συνέβηκε παλιότερα και στις διεθνείς αγορές, άρχισαν να προσελκύουν αρχικά τους παραδοσιακούς αποταμιευτές και σε μεγάλο βαθμό υποκατέστησαν τις τραπεζικές καταθέσεις. Οι Τράπεζες είναι ικανοποιημένες, εφόσον μέσω των Α/Κ τα κεφάλαια των επενδυτών επιστρέφουν σε αυτές. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι περισσότερες Τράπεζες έχουν ήδη Α.Ε.Δ.Α.Κ. ως θυγατρικές εταιρείες.

Μετά τη σταδιακή μείωση των επιτοκίων ήρθε και η απελευθέρωση της κεφαλαιαγοράς. Οι Τράπεζες άρχισαν να προσφέρουν στους πελάτες πολλές διαφορετικές υπηρεσίες και επενδυτικές επιλογές, κατανοώντας ότι αυξάνει ο ανταγωνισμός και ο επενδυτής έχει πλέον πολλές δυνατότητες μέσω του χρηματοπιστωτικού τομέα. Τα Α/Κ προσελκύουν κεφάλαια επιχειρήσεων, ταμείων, οργανισμών και προσφέρουν ικανοποιητικές αποδόσεις για μικρές χρονικές διάρκειες, ενώ το 1998 ξεκινά και η ανάπτυξη των μετοχικών Α/Κ. Οι επενδυτές στρέφονται σε αυτά με αποτέλεσμα τα Μετοχικά Α/Κ να καταλαμβάνουν την 31.12.1998 το 32% της συνολικής αγοράς.

Οι λόγοι που οδήγησαν τους επενδυτές στη στροφή αυτή είναι:

- ⇒ Η ανάπτυξη της χρηματιστηριακής αγοράς
- ⇒ Η απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος
- ⇒ Ο έντονος ανταγωνισμός
- ⇒ Η πτωτική πορεία των επιτοκίων
- ⇒ Η πτώση του πληθωρισμού
- ⇒ Η πορεία προς τη σύγκλιση, την οικονομική και νομισματική ένωση

⇒ Η οικονομική και νομισματική πολιτική

Το 1999 υπήρξε ένα ιδιαίτερα σημαντικό έτος, όσον αφορά τη σύγκλιση της ελληνικής οικονομίας προς αυτές των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης αλλά και μια εξαιρετική χρονιά για το Χ.Α.Α. Ο γενικός Δείκτης του Χ.Α.Α. παρουσίασε σε ετήσια βάση άνοδο κατά 102,19%. Τη μεγαλύτερη απόδοση παρουσίασε ο κλάδος της παράλληλης αγοράς και ακολούθησαν οι κλάδοι των κατασκευών και των εταιρειών leasing. Η ανοδική πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς οφειλόταν:

- ⇒ Στη βελτίωση των μακροοικονομικών μεγεθών
- ⇒ Στην προεξόφληση της ένταξής μας στην ΟΝΕ
- ⇒ Στην προσδοκία προσαρμογής των επιτοκίων σε εκείνα των ευρωπαϊκών αγορών
- ⇒ Στην αυξημένη ζήτηση στην αγορά
- ⇒ Στον εκσυγχρονισμό και την αναβάθμιση του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας του Χ.Α.Α.
- ⇒ Στη λειτουργία του νέου συστήματος διαπραγμάτευσης μετοχών στο Χ.Α.Α., του Ολοκληρωμένου Αυτόματου Συστήματος Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (Ο.Α.Σ.Η.Σ.)
- ⇒ Στις δημόσιες εγγραφές (Underwriting), που ήταν διπλάσιες από αυτές του 1998
- ⇒ Στις αυξήσεις Μετοχικών Κεφαλαίων των ήδη εισηγμένων εταιρειών στο Χ.Α.Α.
- ⇒ Στην ανοδική πορεία των διεθνών χρηματιστηριακών αγορών

Το 1999 ήταν μια εξαιρετική χρονιά για την ελληνικά αγορά Α/Κ, των οποίων το συνολικό ενεργητικό στις 31.12.1999 διαμορφώθηκε στα **11,8 τρις δρχ.**, σημειώνοντας αύξηση κατά 2,9 τρις ή 32,7% από την 31.12.1998. Ο συνολικός αριθμός των Α/Κ έφτασε τα 208, τα οποία διαχειρίζονται 30 Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Το εντυπωσιακό στοιχείο είναι η μεταβολή όσον αφορά τη σύνθεση της αγοράς των Α/Κ. Πιο συγκεκριμένα:

<u>Διαχείρισης Διαθεσίμων</u>	
<hr/>	
38,37%	
Ομολογιακά	11,42%
Μετοχικά	41,63%
Μικτά	8,58%

Αντίστοιχα, η σύνθεση της ελληνικής αγοράς Α/Κ στις 31.12.2000 είναι:

<u>Διαχείρισης Διαθεσίμων</u>	
<hr/>	
49,66%	
Ομολογιακά	15,34%
Μετοχικά	25,49%
Μικτά	9,51%

Η κρίση αυτή οφείλεται προς την κατεύθυνση της μείωσης της διαχείρισης του κεφαλαίου που πραγματοποιούν οι ασφαλιστές, που είναι η κυρία διαχείριση Α/Κ. Η νέα αυτή αγορά κερδίζει έδαφος, ίσως και να προοδεύει και προοδεύει να προβούν, τα οποία ενέχουν στην κατηγορία των ασφαλιστικών Γύπτου Α.Κ. Τα προβούν αυτά είναι:

• Επιτόκια - Ασφαλιστικοί κερφάλια - Unit Linked & Unit Trust Linked

Τα προβούν αυτά κινούνται τη γύρω της αγορά των Α/Κ που αφορά στη δημιουργία και προώθηση προϊόντων που συνδέουν επένδυση με ασφαλεία και απαιτούν τη συνδρομή των ασφαλιστικών Επιταγών και των Ασφαλιστικών Επιταγών.

Ο πρώτος τρόπος επένδυσης και της ασφαλείας είναι σήμερα ο άριστος τρόπος επένδυσης, που απαιτείται, γεγονός που απαιτεί ακόμα ο μέγιστος απαιτητικός.

Τα προβούν αυτά επενδύουν στα ασφαλιστικά προϊόντα να κερδίσουν, με αντανάκλαση επενδύσεων που διαθέτουν στους κλάδους της και που είναι επενδύσεις και σφαιρικά στον κεντρικό διαχειριστή τη γύρω της αγοράς ασφαλιστικής από τις ασφαλιστικές εταιρείες της αγοράς Α/Κ.

Τα προβούν Unit Linked έχουν πολύ και σημαντικό κινεμάτωση σε σχέση με τα ασφαλιστικά ασφαλιστικά προβούν.

IV. Προοπτικές ανάπτυξης νέων μορφών Α/Κ στην ελληνική αγορά

Αυτό που κάνει ιδιαίτερα σημαντική τη μελέτη για τους διαχειριστές Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι οι προοπτικές που υπάρχουν για την ανάπτυξη του θεσμού. Μεγάλες προοπτικές δημιουργεί για παράδειγμα, ένα από τα βασικότερα προβλήματα που αντιμετωπίζει η χώρα, το ασφαλιστικό. Τα Α/Κ στοχεύουν στην ικανοποίηση των αναγκών των επενδυτών. Η ανάγκη, εμφανίζεται με τη μορφή του ασφαλιστικού προβλήματος και σηματοδοτεί μια νέα τάση στην αγορά.

Η τάση αυτή ωθεί προς την κατεύθυνση της μεταφοράς της διαχείρισης των κεφαλαίων που συγκεντρώνουν οι ασφαλιστικές εταιρείες στις εταιρείες διαχείρισης Α/Κ. Η νέα αυτή αγορά κερδίζει έδαφος, έχει προοπτικές και προσφέρει νέα προϊόντα, τα οποία ανήκουν στην κατηγορία των Ειδικού Τύπου Α/Κ. Τα προϊόντα αυτά είναι:

- Επενδυτικά - Ασφαλιστικά προγράμματα (Unit Linked & Unit Trust Linked):

Τα προϊόντα αυτά καλύπτουν τη νέα τάση στην αγορά των Α/Κ που αφορά στη δημιουργία και προώθηση προϊόντων που συνδέουν επένδυση με ασφάλεια και απαιτούν τη συνεργασία εταιρειών Συλλογικών Επενδύσεων και των Ασφαλιστικών Εταιρειών.

Ο συνδυασμός της επένδυσης και της ασφάλισης είναι σήμερα ο άριστος τρόπος αξιοποίησης των αποταμιεύσεων, γεγονός που κατανοεί απόλυτα ο μέσος αποταμιευτής.

Τα προγράμματα αυτά επιτρέπουν στις συνεργαζόμενες εταιρείες να εκμεταλλεθούν τα συγκριτικά πλεονεκτήματα που διαθέτουν στους κλάδους τους και προσφέρουν εμπιστοσύνη και σιγουριά στον επενδυτή. Μεταφέρουν τη διαχείριση των ασφαλιστρών από τις ασφαλιστικές εταιρείες στις εταιρείες διαχείρισης Α/Κ.

Τα προϊόντα **Unit Linked** έχουν πολλά και σημαντικά πλεονεκτήματα σε σχέση με τα παραδοσιακά ασφαλιστικά προϊόντα:

- προσαρμόζονται στις εκάστοτε ανάγκες των ασφαλιζομένων ανεξάρτητα από την ηλικία τους
 - εξασφαλίζουν διαφάνεια
 - παρέχουν τη δυνατότητα αποτίμησης του συμβολαίου μέσα από τον καθημερινό τύπο
 - είναι σαφής η κατανομή του ασφαλίστρου ως προς τα έξοδα
 - επιτρέπουν στον ασφαλιζόμενο να αποφασίσει και να επιλέξει τον τρόπο επένδυσης των χρημάτων του, με βάση τον κίνδυνο που είναι αποφασισμένος να αναλάβει.
- Συνταξιοδοτικά προγράμματα (Pension Funds, Pension Plans)

Αντικείμενο προβληματισμού είναι και η συνταξιοδότηση και η εξασφάλιση εισοδήματος ικανού να καλύψει τις μελλοντικές ανάγκες. Για το λόγο αυτό δημιουργήθηκαν τα Προσωπικά Επενδυτικά Προγράμματα Συνταξιοδότησης (Π.Ε.Π.Σ.).

Η διάρκεια των προγραμμάτων αυτών είναι μακροπρόθεσμη και προωθούνται από τις ασφαλιστικές εταιρείες και τις Τράπεζες.

Τα πλεονεκτήματα των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων αφορούν τόσο τον επενδυτή όσο και το κράτος και γενικότερα την οικονομία και είναι:

♦ Για τον επενδυτή:

- επαγγελματική διαχείριση
- χαμηλό κόστος συμμετοχής
- διαφάνεια
- περιοδικές καταβολές
- χαμηλό ασφάλιστρο
- ευκολία συναλλαγής
- δυνατότητα αναπροσαρμογής.

♦ Για το κράτος:

- ενίσχυση της κεφαλαιαγοράς και του ευρύτερου χρηματοπιστωτικού τομέα.

Τα προγράμματα αυτά είναι σχετικά νέα στην ελληνική αγορά, στις διεθνείς όμως αγορές είναι δοκιμασμένη, επιτυχημένη και αποτελεσματική πρακτική.

Τα Π.Ε.Π.Σ. προσφέρουν συμπληρωματικό εισόδημα στον επενδυτή και προσαρμόζονται στις συγκεκριμένες ανάγκες του καθενός ή στις ανάγκες ομάδας επενδυτών. Με την προώθηση των προϊόντων αυτών ωφελείται:

- ⇒ ο επενδυτής
- ⇒ η τραπεζική αγορά
- ⇒ η χρηματιστηριακή αγορά και ευρύτερα οι αγορές χρήματος και κεφαλαίου
- ⇒ η ελληνική οικονομία

- Α/Κ που επενδύουν σε ακίνητα (Real Estate Funds):

Με την ανάπτυξη της ελληνικής κτηματαγοράς δημιουργούνται νέες μορφές Α/Κ. Πρόκειται για Α/Κ που επενδύουν σε ακίνητα. Οι προοπτικές για την αγορά αυτή είναι πολύ καλές και η θεσμοθέτηση του νομικού πλαισίου λειτουργίας της θα δώσει νέα ανάπτυξη στην αγορά των Α/Κ. Τα Α/Κ της μορφής αυτής επενδύουν σε:

- ακίνητα στην Ελλάδα και την Ευρώπη σε ποσοστό 80%
- κινητές αξίες σε ποσοστό 20%.

Η λειτουργία της **αγοράς των Παραγώγων** προϊόντων παρέχει νέες ευκαιρίες στον καλά ενημερωμένο επενδυτή, καθώς λειτουργεί συμπληρωματικά προς την χρηματιστηριακή αγορά και προσφέρει στον επενδυτή τη δυνατότητα:

- ⇒ να διασφαλιστεί έναντι κινδύνων (hedging)
- ⇒ να εκμεταλλευτεί τις ευκαιρίες των αγορών
- ⇒ να κερδίσει προβλέποντας την ανοδική ή καθοδική πορεία της αγοράς.

Έτσι αναμένεται η ανάπτυξη **Ειδικών Α/Κ (Special Funds)** το χαρτοφυλάκιο των οποίων θα περιλαμβάνει:

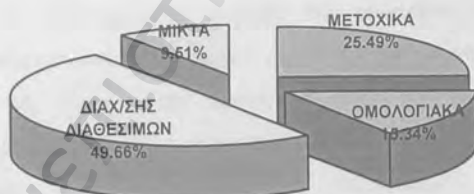
- παράγωγα προϊόντα
- δικαιώματα (options)
- μετοχές εισηγμένων στο Χ.Α.Α. που συγκροτούν το γενικό δείκτη
- μερίδια άλλων Α/Κ.

Οι προοπτικές της ελληνικής αγοράς Α/Κ είναι πολύ καλές. Τα νέα προϊόντα που δημιουργούνται ακολουθούν προϊόντα που υπάρχουν στις διεθνείς αγορές. Η ανάπτυξη της αγοράς παραγώγων, η οποία λειτουργεί συμπληρωματικά ως προς τη χρηματιστηριακή αγορά, δίνει νέες ευκαιρίες στους επενδυτές, οι οποίοι έχουν ήδη εξοικειωθεί με τη χρηματιστηριακή αγορά.

Η αγορά περιμένει τα νέα προϊόντα που θα καλύψουν τόσο τις τρέχουσες ανάγκες των επενδυτών όσο και τις μελλοντικές, που πιθανόν θα προκύψουν από την οικονομική και νομισματική ένωση.

Τα κεφάλαια που βρίσκονται σήμερα υπό διαχείριση, σε όλες τις Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.) στην Ελλάδα, ξεπερνούν τα 10,53 τρισεκατομμύρια δραχμές, ενώ μόλις πριν δέκα χρόνια τα επενδεδυμένα ποσά στο σύνολο των Α/Κ στη χώρα μας, όπως είδαμε, δεν ξεπερνούσαν τα 147 δισεκατομμύρια δραχμές. Από το συνολικό κεφάλαιο των 10,53 τρισεκατομμυρίων του ενεργητικού των Α/Κ το 35%, δηλαδή κεφάλαια ύψους 3,7 τρισεκατομμυρίων, βρίσκονται σε Μετοχικά και Μικτά Α/Κ όπως φαίνεται και στο διάγραμμα που ακολουθεί.

ΣΥΝΘΕΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ Α/Κ ΑΝΑ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ ΒΑΣΕΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΤΗΣ
31/12/2000



Ένα ακόμη πολύ σημαντικό στοιχείο που, δείχνει πως ήδη τα πρώτα στάδια της ανάπτυξης του κλάδου των Α/Κ στην Ελλάδα έχουν ξεκινήσει, είναι πως από τα 265 εν ζωή Α/Κ σήμερα τα 57 έχουν λιγότερο από ένα χρόνο λειτουργίας. Επιπλέον 7 από αυτά ξεκίνησαν μέσα τον Δεκέμβριο του 2000, σε μια περίοδο δηλαδή που η πορεία της αγοράς ήταν ήδη για μεγάλο χρονικό διάστημα (μεγαλύτερο των δεκαοκτώ μηνών) καθοδική, πράγμα που δείχνει πως η μεταστροφή προς τα Α/Κ έχει

ήδη ξεκινήσει όπως έγινε και σε άλλες χώρες, που ακολούθησαν την ίδια πορεία με την Ελλάδα στο πρόσφατο παρελθόν.

Σαν τέτοιες χώρες θα μπορούσαμε να αναφέρουμε την Ισπανία και την Πορτογαλία, που έχουν Ευρωπαϊκό προσανατολισμό, όπως και η χώρα μας, αλλά γνώρισαν και παρόμοια με την Ελλάδα οικονομική ανάπτυξη τα τελευταία χρόνια.

Ένα στοιχείο που αξίζει την προσχή μας, είναι πως από πλευράς ενεργητικού και αριθμού Α/Κ –κυρίως εξειδικευμένων- η χώρα μας έχει να διανύσει ένα πολύ ουσιαστικό δρόμο, όπως πρέπει να έχει γίνει σαφές από όλα τα παραπάνω. Ενδεικτικό της διεύρυνσης του επενδυτικού ορίζοντα που παρατηρείται, είναι και το γεγονός ότι και τα 7 νέα Αμοιβαία Κεφάλαια που κυκλοφόρησαν κατά το μήνα Δεκέμβριο είναι Κλαδικά Α/Κ:

- ΕΓΝΑΤΙΑ ΑΤΛΑΣ Ευρωπαϊκών Μεγάλων Ετ., Μετοχικό Εξωτ.
- ΕΓΝΑΤΙΑ ΦΙΛΙΠΠΟΣ Ευρωπαϊκών Επιχ/σεων Τηλεπικ. & Τεχνολ., Μετοχικό Εξωτ.
- ALLIANZ MILLENIUM E.M.E.A. Equity Fund, Διεθνές Μετοχών
- ALPHA TRUST Emerging Europe, Μετοχικό Εξωτ.
- ALPHA TRUST Healthcare, Μετοχικό Διεθνές
- ALPHA TRUST Financials, Μετοχικό Διεθνές
- ALPHA TRUST Dollar Money Market, Διεθνές Διαθεσίμων

Αυτό το χαρακτηριστικό στοιχείο των παραπάνω Αμοιβαίων Κεφαλαίων, το οποίο ταυτόχρονα «σκιαγραφεί» και μια επενδυτική τάση που «κάνει» τελευταία την εμφάνισή της, ενισχύει την άποψη ότι στην συντριπτική τους πλειοψηφία, τα Αμοιβαία Κεφάλαια που έκαναν την εμφάνισή τους μέσα στο 2000 μπορούν να καταταχθούν στην κατηγορία των **Κλαδικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων**. Επιπροσθέτως οι εγχώριοι τραπεζικοί όμιλοι φέρονται αποφασισμένοι να ετοιμάσουν μία νέα γενιά κλαδικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων που θα συνδεθούν με καταθετικά προϊόντα.

Ενισχυτικός παράγοντας, είναι η μεγάλη άνοδος του Χ.Α.Α. τα τελευταία 3 χρόνια, γεγονός, που σε συνδιασμό με την παρατεταμένη πτώση που ακολούθησε, αποτελεί πόλο έλξης για τις πιο επιθετικές μορφές επένδυσης όπως τα Α/Κ. Κυρίως οι μορφές Αμοιβαίων Κεφαλαίων που περιέχουν μετοχές (όπως τα Μετοχικά και τα Μικτά) θεωρούνται πλέον η πρώτη επιλογή για τους επενδυτές που θέλουν να τοποθετήσουν ένα μέρος των χρημάτων τους στο Χ.Α.Α., αλλά δεν έχουν το χρόνο

και τις ικανότητες να επιλέξουν από μόνοι τους τη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου τους.

Συγκριτικά με την άλλη ευρέως διαδεδομένη μορφή συλλογικών επενδύσεων, τις Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, τα Αμοιβαία Κεφάλαια δίνουν πολύ περισσότερες δυνατότητες επιλογής και διαφοροποίησης. Η λειτουργία των Ε.Ε.Χ. στην χώρα μας είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την επένδυση στο χρηματιστήριο, γεγονός που είναι αρκετά περιοριστικό και συνεπώς η επένδυση αυτή πρέπει να αποτελεί μέρος μόνο ενός σωστά δομημένου χαρτοφυλακίου.

Τέλος αξίζει να σημειωθεί πως η έννοια της διαχείρισης χρημάτων σε προσωπικό επίπεδο -και όχι σε συλλογική μορφή- είναι ακόμα σε πολύ πρώιμο στάδιο στη χώρα μας, αφού μόλις τα τέσσερα τελευταία χρόνια έχει εισαχθεί το σχετικό νομοθετικό πλαίσιο καθ' εφαρμογή Κοινοτικών Οδηγιών (Ν. 2396/96). Μέχρι τότε, αυτό μπορούσε να γίνει μόνο με τη μορφή Private Banking και για ποσά που ξεπερνούσαν τα 100-150 εκατομμύρια δραχμές, ανάλογα με την τράπεζα. Κατά συνέπεια το μεγαλύτερο μέρος των χρημάτων που επενδύονται από το ευρύ επενδυτικό κοινό στη Χρηματιστηριακή αγορά, είναι μέσω Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

3. ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

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. Τα χαρακτηριστικά των ατόμων που διαχειρίζονται Αμοιβαία Κεφάλαια, καθώς και το πόσο αυτά τα χαρακτηριστικά επηρεάζουν τις αποδόσεις που οι διαχειριστές αυτοί επιτυγχάνουν, αποτελούν το κυρίως αντικείμενο της μελέτης.

Απ' όσα συζητήθηκαν παραπάνω² είναι σαφές το πόσο σημαντικό ρόλο διαδραματίζουν, άλλα κυρίως πρόκειται να διαδραματίσουν στο κοντινό μέλλον τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην χώρα μας. Η ανάγκη όμως για σωστή διαχείριση είναι ιδιαίτερα σημαντική σε ορισμένες μορφές τους. Σύμφωνα με τα όσα ισχύουν σήμερα στη Ελληνική κεφαλαιαγορά (Οδηγία Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 7293/98: Κατηγορίες Α/Κ), τα Α/Κ χωρίζονται ως εξής:

◆Μετοχικά:

- 65% του ενεργητικού τουλάχιστον σε μετοχές

◆Ομολογιακά:

- 65% του ενεργητικού τουλάχιστον σε τίτλους σταθερού εισοδήματος, όχι άνω του 10% σε μετοχές

◆Διαθεσίμων:

- 65% του ενεργητικού τουλάχιστον σε βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα, τίτλους σταθερού εισοδήματος, όχι άνω του 10% σε μετοχές

◆Μικτά:

- Συνδυασμός επενδύσεων προηγούμενων κατηγοριών

◆Ειδικού Τύπου:

- Ειδικού τύπου επενδυτικά προϊόντα και 10 % τουλάχιστον σε τίτλους σταθερού εισοδήματος

² Βλέπε κεφ. 2 σελ.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια κατατάσσονται επίσης ως:

- ◆ Εσωτερικού
–Επενδύσεις κατά 65% τουλάχιστον σε επενδυτικά προϊόντα εσωτερικού
- ◆ Εξωτερικού
–Επενδύσεις κατά 65% τουλάχιστον σε επενδυτικά προϊόντα εξωτερικού
- ◆ Διεθνή
–Επενδύσεις σε επενδυτικά προϊόντα εσωτερικού και εξωτερικού.

Συνοπτικά όλα τα παραπάνω συνοψίζονται στον πίνακα που ακολουθεί:

	Μετοχικά	Ομολογιακά	Διαθεσίμων	Μικτά	Ειδικού Τύπου
	Επενδύουν κυρίως σε μετοχές	Επενδύουν κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος και όχι άνω του 10% σε μετοχές	Επενδύουν κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος και όχι άνω του 10% σε μετοχές	Συνδυασμός επενδύσεων προηγούμενων κατηγοριών	Επενδύουν κυρίως σε ειδικού τύπου επενδυτικά προϊόντα και τουλάχιστον 10% σε τίτλους σταθερού εισοδήματος
Εσωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε μετοχές εσωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος εσωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος εσωτερικού	Επενδύουν κυρίως στο εσωτερικό	Επενδύουν κυρίως σε επενδυτικά προϊόντα εσωτερικού
Εξωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε μετοχές εξωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος εξωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος εξωτερικού	Επενδύουν κυρίως στο εξωτερικό	Επενδύουν κυρίως σε επενδυτικά προϊόντα εξωτερικού
Διεθνή	Επενδύουν κυρίως σε μετοχές εσωτερικού-εξωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος εσωτερικού-εξωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος εσωτερικού-εξωτερικού	Επενδύουν κυρίως στο εσωτερικό-εξωτερικό	Επενδύουν κυρίως σε επενδυτικά προϊόντα εσωτερικού-εξωτερικού

ΣΗΜΕΙΩΣΗ: Η έκφραση «κυρίως» που εμφανίζεται στον πίνακα υπονοεί ποσοστό τουλάχιστον 65% επί του συνολικού ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, το οποίο υπολογίζεται κατά μέσο όρο τριμηνίας και θα πρέπει να είναι επενδεδυμένο στην αντίστοιχη κατηγορία τίτλων / μέσων.

Τα αποτελέσματα που θα προκύψουν από την έρευνα, θα μας επιτρέψουν να διακρίνουμε τους διαχειριστές εκείνους που ξεχωρίζουν από τους υπόλοιπους συναδέλφους τους, άλλα και τα χαρακτηριστικά εκείνα που τους κάνουν να ξεχωρίζουν. Τέλος μέσα από το δείγμα διαχειριστών που απάντησαν στο ερωτηματολόγιο της έρευνας, θα μπορέσουμε να εξετάσουμε και τη συχνότητα με την οποία τα χαρακτηριστικά αυτά εμφανίζονται.

Παρόμοια έρευνα γίνεται για πρώτη φορά στην Ελλάδα και παρουσιάζει μεγάλο ενδιαφέρον. Το ενδιαφέρον έχει να κάνει με την ύπαρξη και στη χώρα μας φαινομένων που στο εξωτερικό έχουν διαπιστωθεί από σχετικές έρευνες, δεδομένου ότι η Ελληνική αγορά Α/Κ είναι ακόμα σε αρχικό στάδιο και παρουσιάζει αρκετές διαφορές, ή καλύτερα ιδιαιτερότητες, από τις αντίστοιχες του εξωτερικού.

4. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Η έρευνα χωρίστηκε σε τρία βασικά μέρη.

Το πρώτο διερευνά αν όντως υπάρχει διαφορά στις αποδόσεις των επαγγελματιών διαχειριστών από τον μέσο όρο των επενδυτών.

Το δεύτερο μέρος αφορά τις διαφοροποιήσεις που ενδέχεται να υπάρχουν μεταξύ των διαφόρων διαχειριστών Α/Κ και τους λόγους στους οποίους οι διαφοροποιήσεις αυτές οφείλονται.

Το τρίτο τέλος, ερευνά την ύπαρξη ή όχι παραγόντων που διαστρεβλώνουν τα παραπάνω αποτελέσματα.

Πριν δούμε αναλυτικά το καθένα από τα τρία αυτά μέρη, θα πρέπει να σημειώσουμε πως η παλινδρόμηση των δεδομένων θα γίνει με «*δύο διαφορετικά είδη αποδόσεων*», προκειμένου να ελεγχθούν διάφοροι παράγοντες που ενδεχομένως να επηρεάζουν τη ερευνώμενη συσχέτιση της απόδοσης των Α/Κ με τα χαρακτηριστικά των ατόμων που βρίσκονται πίσω από αυτές τις αποδόσεις.

Τα είδη αυτά των αποδόσεων δεν είναι άλλα από τον μέσο όρο όλων των Α/Κ και τις μηνιαίες αποδόσεις του Χ.Α.Α.

1) ΠΡΩΤΟ ΜΕΡΟΣ

Πριν προχωρήσουμε στο κυρίως μέρος της έρευνας, που αναφέρεται στην επίδραση των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών των διαχειριστών Αμοιβαίων Κεφαλαίων στις αποδόσεις των Α/Κ που διαχειρίζονται, εφαρμόσαμε δύο γνωστά στο χώρο της στατιστικής μοντέλα. Αυτό έγινε προκειμένου να δούμε αν όντως στην χώρα μας, όπως και στο εξωτερικό, οι αποδόσεις των διαχειριστών βρίσκονται υψηλότερα από αυτές των απλών επενδυτών, όπως αυτό μπορεί να αντικατοπτρίζεται στην απόδοση όλης της αγοράς, δηλαδή στην απόδοση του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α..

Τα μοντέλα που υπάρχουν στη διεθνή βιβλιογραφία αναφορικά με το συγκεκριμένο θέμα είναι πολλά. Θα μπορούσαμε να αναφέρουμε τα μοντέλα των Treynor και Sharpe, τα οποία χρησιμοποιούνται πολύ ευρέως. Ένα άλλο πολύ γνωστό μοντέλο είναι αυτό του Jensen, το οποίο είναι πιο εξελιγμένο, πιο σύγχρονο και από τα πρώτα που μιλούν για το συνδιασμό σε ένα μοντέλο της χωρίς κίνδυνο απόδοσης

και της απόδοσης της αγοράς. Τα μοντέλα που χρησιμοποιήθηκαν είναι ακόμα πιο εξελιγμένα και από θεωρητικής άποψης θα μπορούσαν να περιγραφούν εν συντομία ως εξής:

A) Το υπόδειγμα των Treynor-Mazuy

Σε ακαδημαϊκό επίπεδο, η προσπάθεια για αναγνώριση των Διαχειριστών που έχουν τη δυνατότητα να επιλέγουν τα σωστά χρεόγραφα για το χαρτοφυλάκιο τους ξεκίνησε από τους Treynor και Mazuy, οι οποίοι προσέθεσαν σε μια προηγούμενη εργασία του Michael Jensen³ ένα δεύτερο παράγοντα, την επιπλέον απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Η εξίσωση διαμορφώνεται ως εξής:

$$R_{p,t} - R_f = a_p + b_p (R_{m,t} - R_f) + c_p (R_{m,t} - R_f)^2 + e_{p,t}$$

Ο εκτιμητής a_p αντιπροσωπεύει την ικανότητα των διαχειριστών να επιλέγουν αξιόγραφα για το χαρτοφυλάκιο τους, 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. 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. Η μέθοδος που χρησιμοποιείται για των υπολογισμό των μεταβλητών αυτών, είναι η μέθοδος της παλινδρόμησης.

B) Το υπόδειγμα των Henrikson - Merton

Οι εμπνευστές του μοντέλου αυτού υποθέτουν πως η τιμή του συστηματικού κινδύνου του χαρτοφυλακίου (b) παίρνει δύο 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:

³ Η εξίσωση του Jensen είναι: $R_{p,t} - R_f = a_p + b_p (R_{m,t} - R_f) + e_{p,t}$

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

Όπου D 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 ($R_{m,t} < 0$).

II) ΔΕΥΤΕΡΟ ΜΕΡΟΣ

Στην έρευνα τους, οι Chevalier και Ellison προσπαθούν να ερευνήσουν 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. Τα χαρακτηριστικά αυτά παλινδρομούνται σε σχέση με τις αποδόσεις των Α/Κ προκειμένου να εξακριβωθεί η εξάρτηση που υπάρχει.

Ακολουθώντας τα βήματα των ερευνητών του εξωτερικού, επιχειρήθηκε στην παρούσα μελέτη, να ερευνηθούν τα παραπάνω χαρακτηριστικά, δηλαδή:

- Η ηλικία του διαχειριστή
- Το ίδρυμα πτυχίου του διαχειριστή
- Η κατοχή ή όχι Μεταπτυχιακού τίτλου
- Η χρονική διάρκεια παραμονής στη θέση του διαχειριστή ενός συγκεκριμένου Αμοιβαίου Κεφαλαίου και γενικότερα η εμπειρία στο χώρο.

Ας έρθουμε να δούμε τώρα πιο αναλυτικά μια περιγραφή των υπό εξέταση χαρακτηριστικών των διαχειριστών Α/Κ που ενδέχεται να επηρεάζουν τις αποδόσεις των υπό τη διαχείρισή τους Αμοιβαίων Κεφαλαίων και στη χώρα μας.

Α) ΗΛΙΚΙΑ

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 κανείς τόσο μεγαλύτερη όρεξη έχει για δουλειά και επιζητά με μεγαλύτερη ζέση την επιτυχία και την καταξίωση.

Επίσης το νεαρό της ηλικίας είναι κατά κανόνα συναφασμένο 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, ήταν 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 τη θεωρητική γνώση μπορεί να οδηγήσει σε υψηλές αποδόσεις.

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

Β) ΙΔΡΥΜΑ ΠΤΥΧΙΟΥ

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 καταγραφή του γίνεται πιο σημαντική.

Το ζητούμενο στην παρούσα έρευνα είναι να δούμε κατά πόσο το φαινόμενο αυτό παρουσιάζεται και στη χώρα μας και αν ναι, με βάση ποια κριτήρια μπορεί να κατηγοριοποιηθεί και να καταγραφεί.

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.

Γ) ΚΑΤΟΧΗ MBA

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. Αυτό που καλούμαστε στη μελέτη αυτή να εξετάσουμε, είναι το κατά πόσο κάτι τέτοιο ισχύει και στη χώρα μας και αν ναι, πόσο σημαντική διαφορά μπορεί να επέλθει απ' τον παράγοντα αυτόν στις αποδόσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Δ) ΕΜΠΕΙΡΙΑ

Η εμπειρία σε προηγούμενες ανάλογες θέσεις και ο χρόνος παραμονής σε μια συγκεκριμένη θέση σαν 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 Αμοιβαία Κεφάλαια, όσο και η συντριπτική πλειοψηφία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Σε μια χώρα που ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι τόσο νέος, σε σχέση με τα διεθνή δεδομένα, αλλάζουν αναγκαστικά και τα κριτήρια προσδιορισμού της σχετικής με τη θέση του διαχειριστή ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου εμπειρίας.

Για παράδειγμα, ένα γεγονός που αποτελεί με τη σειρά του μια ουσιαστική ιδιαιτερότητα, είναι ότι πολλά Αμοιβαία Κεφάλαια, 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).

Πέρα από τα υπό εξέταση χαρακτηριστικά (ηλικία, μεταπτυχιακό κ.α.), είναι απαραίτητο να δώσουμε ιδιαίτερη προσοχή σε κάποια άλλα χαρακτηριστικά που ενδέχεται να επηρεάζουν την απόδοση των Α/Κ και να διαστρεβλώνουν τα αποτελέσματα της έρευνας που επιχειρούμε.

Σαν πρώτο χαρακτηριστικό μπορούμε να ορίσουμε τον συστηματικό κίνδυνο που αναλαμβάνει ο κάθε διαχειριστής στο υπό διαχείριση χαρτοφυλάκιο του. Είναι αναμενόμενο πως οι διαφορές στον κίνδυνο που αναλαμβάνει ένας διαχειριστής θα έχουν το ανάλογο αποτέλεσμα στην απόδοση του χαρτοφυλακίου. Άλλωστε είναι δεδομένη και γενικά αποδεκτή στα Χρηματοοικονομικά η σχέση μεταξύ κινδύνου και αποδοτικότητας. Ενδεικτικά θα μπορούσαμε να αναφέρουμε την θεωρία που στηρίζει αυτή την άποψη, δηλαδή το πολύ γνωστό Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (το πολύ διαδεδομένο CAPM), καθώς και όλα τα μετέπειτα μοντέλα που αποτελούν εξελίξεις του αρχικού μοντέλου, όπως το APT.

Ένας ακόμα παράγοντας που θα πρέπει να ερευνηθεί σε σχέση με το τι επηρεάζει τις αποδόσεις των Α/Κ στον Ελληνικό χώρο, 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.α.

Τέλος πρέπει να ερευνηθεί αν και σε ποιο βαθμό τα υπό εξέταση χαρακτηριστικά επιδρούν στις επιλογές των διαχειριστών, ή αν οι επιλογές αυτές εξαρτώνται από άλλους παράγοντες, που ενδέχεται και αυτοί με τη σειρά τους να αλλοιώνουν τα αποτελέσματα της έρευνας. Τέτοιοι παράγοντες μπορεί να 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.

Όλοι αυτοί οι παράγοντες ενδέχεται να επηρεάζουν την τελική απόδοση των Α/Κ και άρα να διαστρεβλώνουν τα αποτελέσματα της έρευνάς μας.

5. ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ

Τα απαιτούμενα στοιχεία προήλθαν από απαντήσεις επαγγελματιών διαχειριστών Α/Κ που δραστηριοποιούνται στην Ελληνική αγορά και ειδικότερα στα Μετοχικά και τα Μικτά Α/Κ. Η έρευνα εστιάστηκε στις δύο αυτές κατηγορίες διαχειριστών για τον προφανή λόγο ότι σε αυτού του είδους τα Α/Κ, των οποίων το μεγαλύτερο μέρος της σύνθεσής τους αποτελείται από μετοχές, η ικανότητα του διαχειριστή παίζει ουσιαστικό ρόλο και οι διαφορές που παρατηρούνται μεταξύ των διαφόρων Α/Κ είναι αξιοσημείωτες. Σε αντίθεση για παράδειγμα με τα Α/Κ ομολογιών, που αποτελούνται κυρίως από ομόλογα, ομολογίες και έντοκα γραμμάτια και γενικότερα αξιόγραφα με προκαθορισμένη απόδοση.

Μετά από τη συγκέντρωση και την ομαδοποίηση των στοιχείων, ακολουθεί η παλινδρόμηση τους, με τη βοήθεια ηλεκτρονικού υπολογιστή και σύγχρονων προγραμμάτων, σε σχέση με τις αποδόσεις των Α/Κ, προκειμένου να βρούμε αν υπάρχει κάποια συσχέτιση και κυρίως αν αυτή είναι ουσιαστική για την Ελληνική αγορά.

Για τις ανάγκες αυτής της παλινδρόμησης κατασκευάστηκαν τέσσερις μεταβλητές, έτσι ώστε να αντικατοπτρίζουν τα υπό μελέτη χαρακτηριστικά των διαχειριστών.

Η πρώτη μεταβλητή (X) αφορά την κατοχή ή όχι μεταπτυχιακού τίτλου.

Η μεταβλητή αυτή παίρνει την τιμή 1 όταν ο διαχειριστής κατέχει μεταπτυχιακό τίτλο και την τιμή 0 όταν είναι απλός πτυχιούχος. Με τον τρόπο αυτό προσδίδεται μια επιπλέον «ποσότητα» ικανοτήτων σε αυτούς που έχουν στη κατοχή τους Μεταπτυχιακό τίτλο.

Η δεύτερη μεταβλητή (Z) έχει σχέση με την ηλικία του διαχειριστή. Στην πράξη, χρησιμοποιείται η απόκλιση της ηλικίας του κάθε διαχειριστή από τον μέσο όρο της ηλικίας τους. Προκειμένου να κατασκευαστεί η μεταβλητή αυτή στις περιπτώσεις όπου δεν είναι διαθέσιμη η πραγματική ηλικία του διαχειριστή, θα προσπαθήσουμε να την προσεγγίσουμε κάνοντας την υπόθεση πως όλοι είχαν περίπου την ηλικία των 21 ετών όταν αποφοίτησαν για πρώτη φορά από το

Πανεπιστήμιο και εν συνεχεία, υπολογίζοντας την ηλικία του με βάση την προϋπηρεσία του.

Η τρίτη μεταβλητή (Ω) αφορά το ίδρυμα από το οποίο αποφοίτησε ο διαχειριστής. Με βάση την κατάταξη των ιδρυμάτων, η μεταβλητή αυτή παίρνει την τιμή της. Για τα μεν Πανεπιστήμια του εξωτερικού υπάρχει δημοσιευμένη σχετική κατάσταση, για τα δε Ελληνικά δημιουργήθηκε μια κατάταξη για τους σκοπούς της μελέτης και παρατείνεται στο προσάρτημα Γ.

Σημαντικό ρόλο στην ποσοτικοποίηση της μεταβλητής αυτής έπαιξε και η χώρα στην οποία ο καθένας έκανε τις σπουδές του. Η δυσκολία στην ποσοτική απεικόνιση της μεταβλητής αυτής προκύπτει, τόσο από την έλλειψη μιας εννιαίας κατάταξης για τα εγχώρια και ξένα Πανεπιστημιακά ιδρύματα, όσο και από την υποκειμενικότητα που υπάρχει σε μια τέτοιου είδους κατηγοριοποίηση.

Προκειμένου να καταλήξουμε σε έναν αριθμό που θα αντιπροσωπεύει το υπό εξέταση χαρακτηριστικό για τον κάθε διαχειριστή, λάβαμε συνδυαστικά υπόψη την επίδραση των δύο παραπάνω παραγόντων.

Ένα πολύ σημαντικό θέμα, που θα πρέπει να τεθεί υπό σκέψη, είναι το κατά πόσο η διαφορά στην κατάταξη μεταξύ δύο ιδρυμάτων αντικατοπτρίζει μια πραγματική διαφορά και στη ποιότητα των αποφοίτων των ιδρυμάτων αυτών, ή ακόμα και το πόσο σημαντικές είναι οι διαφορές που υπάρχουν μεταξύ αποφοίτων του ίδιου ιδρύματος.

Ο παρακάτω πίνακας, μέρος του φύλλου εργασίας που χρησιμοποιήθηκε για την ποσοτικοποίηση, ανάλυση και στη συνέχεια παλινδρόμηση των δεδομένων της έρευνας, δείχνει τον τρόπο με τον οποίο έγινε η ποσοτικοποίηση του χαρακτηριστικού που αφορά το ίδρυμα, απ' όπου αποφοίτησε ο αντίστοιχος διαχειριστής.

Ο τρόπος με τον οποίο εξήχθη ο τελικός συντελεστής που χρησιμοποιήθηκε για την «απόδοση» του χαρακτηριστικού του «ιδρύματος αποφοίτησης», περιγράφεται από τον κανόνα:

Στήλη 2 επί στήλη 4

στον πίνακα που ακολουθεί. Για την Στήλη 2 ο συντελεστής 1 αποδίδεται στα εγχώρια εκπαιδευτικά ιδρύματα και ο συντελεστής 1,3 στα εκπαιδευτικά ιδρύματα των Η.Π.Α.. Όλοι οι υπό εξέταση διαχειριστές αποφοίτησαν από ιδρύματα των δύο

αυτών χωρών. Η Στήλη 3 αφορά την κατάταξη του κάθε ιδρύματος, η οποία προήλθε από την ομαδοποίηση των αντίστοιχων κατατάξεων για κάθε χώρα. Η κατάταξη αυτή παρουσιάζεται στον υποπίνακα που ακολουθεί τον κυρίως πίνακα που περιγράφεται εδώ. Η χρήση τελικά της Στήλης 4 για την εξαγωγή του τελικού συντελεστή βασίστηκε στη λογική ότι ο μεγαλύτερος συντελεστής πρέπει να αντιπροσωπεύει ένα ανώτερο εκπαιδευτικό ίδρυμα.

Η συσχέτιση των δύο παραγόντων – της χώρας και του ιδρύματος αυτού καθ' αυτού – έγινε αναγκαστικά προκειμένου να μπορέσουμε να καταλήξουμε σε μια ενιαία κατάταξη που θα περιλαμβάνει τόσο τα εγχώρια, όσο και τα ξένα εκπαιδευτικά ιδρύματα.

Η στάθμιση των παραγόντων έχει γίνει με βάση την εικόνα που επικρατεί στη σχετική ξένη αρθρογραφία-βιβλιογραφία. Σημαντικό ρόλο παίζει βέβαια και η υποκειμενική άποψη του ερευνητή.

ΙΔΡΥΜΑ ΠΤΥΧΙΟΥ				
ΣΤΗΛΗ 1 Α/Α	ΣΤΗΛΗ 2 ΣΤΑΘΜΙΣΗ ΧΩΡΑΣ	ΣΤΗΛΗ 3 ΣΤΑΘΜΙΣΗ ΙΔΡΥΜΑΤΟΣ	ΣΤΗΛΗ 4 ΣΤΑΘΜΙΣΗ ΙΔΡΥΜΑΤΟΣ	ΣΤΗΛΗ 5 ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΡΥΜΑΤΟΣ ΠΤΥΧΙΟΥ
1	1	1	1	1
2	1	1	1	1
3	1.3	1	1	1.3
4	1	6	0.4	0.4
5	1	4	0.6	0.6
6	1	3	0.7	0.7
7	1	1	1	1
8	1	6	0.4	0.4
9	1	1	1	1
10	1	6	0.4	0.4
11	1	1	1	1
12	1.3	5	0.5	0.65
13	1.3	4	0.6	0.78
14	1	2	0.8	0.8
15	1	1	1	1

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ		
ΕΛΛΑΔΑ	Η.Π.Α.	ΤΕΛΙΚΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗ
1	1:30	1
2	31:60	2
3	61:100	3
4	101:130	4
5	131- ²⁹	5
6		6

Τέλος η τέταρτη μεταβλητή (Μ) προσπαθεί να αποτυπώσει την εμπειρία την οποία διαθέτει ο κάθε διαχειριστής. Όπως και στην προηγούμενη περίπτωση έτσι και εδώ, η ποσοτικοποίηση της μεταβλητής αυτής είναι πολύ δύσκολη και εξαρτάται από το πώς ο ερευνητής αξιολογεί την εμπειρία του εξεταζόμενου κάθε φορά διαχειριστή.

Οι παράγοντες που λήφθηκαν υπόψη προκειμένου να καταλήξουμε στην τελική μορφή του σχετικού πίνακα, είναι τα χρόνια που έχει στο επάγγελμα ο κάθε διαχειριστής, τα χρόνια παραμονής στην ίδια θέση (δηλαδή στην ίδια εταιρεία) και η πρότερη εμπειρία του κάθε διαχειριστή. Για την ποσοτικοποίηση των μεταβλητών αυτών αναγκαστικά χρειάστηκε να υπάρξει μια στάθμιση για την σημαντικότητα του καθενός από τους παραπάνω παράγοντες.

Τα κριτήρια με τα οποία έγινε αυτή η στάθμιση αφορούν τις ανάγκες της συγκεκριμένης μελέτης και τέθηκαν με γνώμονα την το δυνατόν αντικειμενικότερη αξιολόγηση όλων των Διαχειριστών. Τα σταθμά του κάθε παράγοντα δεν έχουν προέλθει αυτούσια από κάποια συγκεκριμένη πηγή, αποτελούν όμως έναν συγκερασμό της Ελληνικής αρθρογραφίας και βιβλιογραφίας πάνω στο συγκεκριμένο αντικείμενο, καθώς και της εμπειρίας που συσσωρεύτηκε στα πλαίσια της έρευνας.

Τα ερωτήματα που μπορούν να τεθούν έχουν σχέση με τη ποιοτική «συγκρισιμότητα» της εμπειρίας δύο ατόμων και με τη χρονική «συγκρισιμότητα» της εμπειρίας. Δηλαδή αν μια ίσης χρονικής διάρκειας εμπειρία δύο διαφορετικών ατόμων μπορεί να θεωρηθεί σαν ίδια, ή αν με την πάροδο του χρόνου, ή την προσωπικότητα του ατόμου, η εμπειρία συσσωρεύεται πιο γρήγορα. Είναι σαφές από τη άλλη πλευρά, πως τέτοιου είδους ερωτηματικά θα πρέπει να αποτελέσουν το αντικείμενο μιας άλλης ερευνητικής προσπάθειας, πιθανόν με πιο κοινωνιολογικό προσανατολισμό.

Ο παρακάτω πίνακας και πάλι στα πλαίσια της υποκειμενικότητας επιχειρεί να εξηγήσει τον τρόπο με τον οποίο έγινε η ποσοτικοποίηση του χαρακτηριστικού της επαγγελματικής εμπειρίας των ατόμων, που έλαβαν μέρος στην συγκεκριμένη μελέτη.

Ο τελικός συντελεστής της Στήλης 7 είναι αποτέλεσμα του παρακάτω υπολογισμού:

(Στήλη1 επί Στήλη2) συν (Στήλη3 επί Στήλη4) συν (Στήλη5 επί Στήλη6)

Όπως παραπάνω, έτσι και εδώ, έγινε προσπάθεια με τον τρόπο αυτό να καταλήξουμε σε έναν και μοναδικό συντελεστή που θα αντιπροσωπεύει το χαρακτηριστικό της πρότερης επαγγελματικής εμπειρίας του κάθε διαχειριστή, που θα χρησιμοποιηθεί για τις ανάγκες της παλινδρόμησης του συντελεστή αυτού με τις μηνιαίες αποδόσεις των αμοιβαίων Κεφαλαίων.

ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ						
ΣΤΗΛΗ 1 1 ΕΤΗ	ΣΤΗΛΗ 2 ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ	ΣΤΗΛΗ 3 ΕΤΗ ΣΤΗΝ ΙΔΙΑ ΘΕΣΗ	ΣΤΗΛΗ 4 ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ ΣΤΗΝ ΙΔΙΑ ΘΕΣΗ	ΣΤΗΛΗ 5 ΠΡΟΤΕΡΗ ΕΜΠΕΙΡΙΑ	ΣΤΗΛΗ 6 ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΠΡΟΤΕΡΗΣ ΕΜΠΕΙΡΙΑΣ	ΣΤΗΛΗ 7 ΣΥΝΟΛΟ ΕΜΠΕΙΡΙΑΣ
10	0.3	4	0.5	1	0.2	5.2
7	0.3	7	0.5	0	0.2	5.6
15	0.3	8	0.5	1	0.2	8.7
10	0.3	5	0.5	1	0.2	5.7
16	0.3	0.5	0.5	0	0.2	5.05
9	0.3	9	0.5	0	0.2	7.2
6	0.3	1	0.5	0	0.2	2.3
2	0.3	1	0.5	0	0.2	1.1
3	0.3	2	0.5	0	0.2	1.9
4.5	0.3	1.5	0.5	1	0.2	2.3
4	0.3	4	0.5	0	0.2	3.2
5	0.3	1	0.5	1	0.2	2.2
13	0.3	3	0.5	1	0.2	5.6
12	0.3	1	0.5	0	0.2	4.1
5	0.3	1	0.5	1	0.2	2.2

6. ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ

Το μοντέλο, με βάση το οποίο έγινε η παλινδρόμηση των ανεξάρτητων μεταβλητών που περιγράφηκαν παραπάνω με την εξαρτημένη μεταβλητή, που δεν είναι άλλη από τη μηνιαία απόδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στα οποία εργάζονται οι υπό εξέταση διαχειριστές, έχει την παρακάτω γενική, θεωρητική μορφή:

$$\Psi_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \gamma Z_{it} + \delta \Omega_{it} + \varepsilon M_{it} + e_{it}$$

Πρόκειται εμφανώς για μια πολυμεταβλητή γραμμική εξίσωση (5 μεταβλητών). Ο λόγος για τον οποίο επιλέχθηκε να μελετηθεί αυτής της μορφής η συσχέτιση, μεταξύ των εξαρτημένων και της ανεξάρτητης μεταβλητής, είναι ότι από εκεί ξεκίνησε και η αντίστοιχη μελέτη στο εξωτερικό. Επίσης από την στιγμή που είναι η πρώτη φορά που το φαινόμενο τείθεται υπό μελέτη στη χώρα μας, είναι αναμενόμενο πως πρώτα απ' όλα έπρεπε να διερευνηθεί η ύπαρξη ή όχι της συσχέτισης αυτού του βαθμού.

Οι μεταβλητές στο υπόδειγμα αυτό έχουν την έννοια που έχει οριστεί στο σχετικό κεφάλαιο.

Επιπλέον ορίζουμε τη μεταβλητή e ως τη μεταβλητή εκείνη, η οποία έχει ως σκοπό να καταγράψει τις διακυμάνσεις στις αποδόσεις των Α/Κ, που δεν εξηγούνται από τους υπό εξέταση παράγοντες. Αντίθετα μπορεί να εξηγούνται από άλλους παράγοντες, που θεωρούμε γενικά ως τυχαίους. Στα πλαίσια της συγκεκριμένης εργασίας, μπορεί να οφείλονται επίσης στους παράγοντες που παραπάνω περιγράφηκαν σαν παράγοντες που, ενδεχομένως, διαστρεβλώνουν ή επηρεάζουν τις αποδόσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Ενδεικτικά θα μπορούσαμε να αναφέρουμε το συστηματικό κίνδυνο ή τα διαχειριστικά έξοδα του κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου και τις τυχόν διαφορές που υπάρχουν στις προμήθειες που χρεώνουν ομοειδή Αμοιβαία Κεφάλαια.

Ορίζουμε ειδικότερα σαν εξαρτημένη μεταβλητή Ψ τη διαφορά που έχει το συγκεκριμένο Α/Κ από τη μέση σταθμισμένη απόδοση:

- α) Του μέσου όρου όλων των Α/Κ,
- β) Τις μηνιαίες αποδόσεις του Χ.Α.Α.

Τα σταθμά εδώ ορίζονται σαν ο λόγος του Ενεργητικού του υπό εξέταση Α/Κ, με το συνολικό Ενεργητικό της αγοράς των Α/Κ. Η στάθμιση των αποδόσεων τους γίνεται με βάση τον σχετικό πίνακα παρακάτω. Ο πίνακας αυτός έχει δημιουργηθεί με στοιχεία που έχουν παρθεί από το μηνιαίο στατιστικό δελτίο της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών. Τα ποσοστά που παρουσιάζονται αντικατοπτρίζουν το ποσοστό της αγοράς που κατείχε το κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο στο τέλος κάθε συγκεκριμένου έτους.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΤΑΘΜΙΣΗΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΤΩΝ Α/Κ			
A/A	ΕΝΕΡΓΗ ΤΙΚΟ Α/Κ 31/12/1998	ΕΝΕΡΓΗ ΤΙΚΟ Α/Κ 31/12/1999	ΕΝΕΡΓΗ ΤΙΚΟ Α/Κ 31/12/2000
1	3,62%	3,12%	2,50%
2	7,34%	3,09%	2,82%
3	1,46%	0,47%	0,43%
4	7,33%	4,63%	4,10%
5	0,16%	1,11%	0,50%
6	8,09%	3,03%	3,15%
7	0,68%	0,75%	0,52%
8	0,68%	0,75%	0,52%
9	0,68%	0,75%	0,52%
10	0,68%	0,75%	0,52%
11	1,15%	0,25%	0,24%
12		0,03%	0,04%
13	0,56%	0,71%	0,65%
14	0,56%	0,71%	0,65%
15	0,16%	1,11%	0,96%

Για να έρθουμε στο καθαρά «τεχνικό μέρος» της έρευνας, η μέθοδος παλινδρόμησης που χρησιμοποιήθηκε, είναι η πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων. Ειδικότερα τα αποτελέσματα εξήχθησαν με την χρήση της συνάρτησης LINEST του Microsoft Excel. Η χρήση ενός εξειδικευμένου στατιστικού προγράμματος ίσως να ήταν πιο ενδεδειγμένη, τα αποτελέσματα όμως της μελέτης, δεν αφήνουν κανένα ερωτηματικό για τη καλή ή όχι προσαρμοστικότητα του μοντέλου, όπως γίνεται σαφές στα παρακάτω σχετικά κεφάλαια.

Με την χρήση της συνάρτησης αυτής επιστρέφονται τόσο οι τιμές για τον κάθε ένα συντελεστή, αλλά και οι τιμές των στατιστικών δεικτών που θα

χρησιμοποιήσουμε για να κάνουμε τον στατιστικό έλεγχο της καλής προσαρμοστικότητας του μοντέλου παρακάτω. Ο ακριβής τρόπος με τον οποίο μπορούμε να «μεταφράσουμε» τα αποτελέσματα αυτά, καθώς και όλες οι σχετικές λεπτομέρειες για τον τρόπο με τον οποίο Microsoft Excel «εκτελεί» τους υπολογισμούς με βάση τους οποίους παίρνουμε τα τελικά αποτελέσματα, παρουσιάζονται στο προσάρτημα Δ παρακάτω.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

7. ΤΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ

Για τη συλλογή των δεδομένων που απαιτούσε η μελέτη, ζητήθηκε από όλους τους εν ενεργεία διαχειριστές Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα να απαντήσουν στο ερωτηματολόγιο που ακολουθεί στο προσάρτημα Α της παρούσης. Όμως παρά την απλότητα των ερωτήσεων και τη διαβεβαίωση για την διατήρηση του επαγγελματικού απορρήτου, οι απαντήσεις στις περισσότερες των περιπτώσεων άργησαν πολύ να έρθουν και τελικά τα άτομα που απάντησαν αποτελούν περίπου το 25% των ατόμων που αρχικά ερωτήθηκαν.

Ο αναλυτικός πίνακας με τα δεδομένα της έρευνας παρουσιάζεται στο παράρτημα Β. Τα ονόματα των ατόμων που απάντησαν στο ερωτηματολόγιο καθώς και τα πρωτότυπα ερωτηματολόγια δεν περιλαμβάνονται στα προσαρτήματα της παρούσης έρευνας, για λόγους προστασίας του προσωπικού και επαγγελματικού τους απορρήτου, είναι όμως διαθέσιμα για την ανάγκη περαιτέρω ερευνών, καθώς και για τις ανάγκες της εξεταστικής επιτροπής.

Τα δεδομένα που αντιστοιχούν σε ποιοτικά χαρακτηριστικά, ποσοτικοποιήθηκαν με τρόπο που να προσεγγίζει όσο γίνεται πιο αντικειμενικά την πραγματικότητα και να αποδίδει σωστά τις τυχόν διαφοροποιήσεις που υπάρχουν. Ο τρόπος με τον οποίο έγινε η όλη διαδικασία, αναλύθηκε προηγουμένως.

Σαν δεδομένα για τις αποδόσεις των Α/Κ θα πάρουμε μηνιαία δεδομένα για όσα χρόνια υπάρχουν, ανάλογα με τον χρόνο λειτουργίας του Α/Κ, λαμβάνοντας σαν μέγιστο αριθμό τους 36 μήνες, αριθμός που αντιστοιχεί και στα παλαιότερα δεδομένα που είναι διαθέσιμα. Έτσι ο δείκτης t παίρνει τις τιμές 1,2,3,.....,36 ανάλογα με το έτος και το μήνα αναφοράς. Την τιμή 1 δίνουμε στον Ιανουάριο του 1998 και αναλογικά την τιμή 36 στον Δεκέμβρη του 2000. Ειδική αντιμετώπιση των δεδομένων υπήρξε στην περίπτωση που κάποιοι διαχειριστές έχουν μετακινηθεί από ένα υπό εξέταση Α/Κ σε άλλο, πράγμα που παρουσιάστηκε για δύο από τα εξεταζόμενα άτομα. Επίσης στις περιπτώσεις που ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο δεν λειτουργούσε καθ' όλη την υπό εξέταση, η απόδοσή του για τους μήνες εκείνους θεωρήθηκε ίση με το μηδέν, προκειμένου να μην δημιουργηθεί πρόβλημα κατά την παλινδρόμηση των στοιχείων. Αν κάτι τέτοιο δεν γινόταν, κατά την εφαρμογή της παλινδρόμησης, θα παρουσιαζόταν πρόβλημα στην εξαγωγή των δεδομένων.

Τα στοιχεία που αφορούν τις μηνιαίες αποδόσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων έχουν παρθεί από της μηνιαίες καταστάσεις που ανακοινώνει η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών.

Οι μηνιαίες αποδόσεις του Χ.Α.Α. έχουν υπολογιστεί με βάση το κλείσιμο της τελευταίας εργάσιμης ημέρας κάθε μήνα και τις ποσοστιαίες αποκλίσεις που υπάρχουν μεταξύ των τιμών αυτών. Εδώ αξίζει να σημειωθεί ότι στα μέσα του 2000 ο τρόπος υπολογισμού της τιμής κλεισίματος των μετοχών άλλαξε και πιθανόν με τον τρόπο αυτό να αλλοιώνονται σε ένα ποσοστό τα δεδομένα. Οι τυχόν αλλοιώσεις θεωρήθηκαν αμελητέες στα πλαίσια της παρούσης μελέτης και για αυτό δεν υπήρξε πρόβλεψη για τις όποιες διαφορές μπορούσαν να υπάρξουν από την ποιοτική διαφοροποίηση των δεδομένων.

Μια ακόμα ιδιάζουσα περίπτωση παρατηρείται κάνει με εκείνα τα άτομα που δεν ήταν σε θέση διαχειριστή καθ' όλη την υπό έρευνα περίοδο. Αυτό το πρόβλημα ξεπεράστηκε, ενσωματώνοντας την περίπτωση αυτή στο υπό εξέταση χαρακτηριστικό της πρότερης επαγγελματικής εμπειρίας και μέσα από την διαδικασία που περιγράφεται στο σχετικό προσάρτημα.

Τα στοιχεία για το μηνιαίο χωρίς κίνδυνο επιτόκιο έχουν προέλθει από σχετικό πίνακα της Τραπέζης της Ελλάδος και έχουν προσαρμοστεί, προκειμένου να αποδοθεί το τελικό ζητούμενο επιτόκιο. Η προσαρμογή αφορά την εύρεση του μέσου ανά μήνα χωρίς κίνδυνο επιτοκίου, κάτι που εξαρτάται από τις εκδόσεις που μπορεί να υπήρχαν μέσα στον συγκεκριμένο μήνα και τις αποκλίσεις των επιτοκίων των διαφορετικών εκδόσεων. Για την εξαγωγή του μέσου χωρίς κίνδυνο επιτοκίου υπήρξε μια στάθμιση ως προς τα διάφορα επιτόκια, ανάλογα με το ύψος της κάθε έκδοσης, έτσι ώστε το τελικό αποτέλεσμα να είναι όσο αυτό γίνεται πιο κοντά στην θεωρητική έννοια του χωρίς κίνδυνο επιτοκίου.

Τέλος τα στοιχεία που αφορούν την κατάταξη των εκπαιδευτικών ιδρυμάτων των Η.Π.Α., προήλθαν από την επίσημα δημοσιευμένη σελίδα στο Διαδύκτιο της Αμερικάνικης Ένωσης, αφού αυτή θεωρήθηκε ως η πιο αξιόπιστη πηγή. Προκειμένου όμως να υπάρξει μια εξομάλυνση με τα Ελληνικά δεδομένα αναγκαστήκαμε να κατατηγοριοποιήσουμε τα εκπαιδευτικά ιδρύματα των Η.Π.Α. σε επιμέρους κατηγορίες όπως φαίνετε στον πίνακα που ακολουθεί:

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ			
ΕΛΛΑΔΑ	ΙΔΡΥΜΑ	Η.Π.Α.	ΤΕΛΙΚΗ
1	Ο.Π.Α.	1:30	1
2	ΠΑ. ΠΕΙ.	31:60	2
3	Κ.Π.Α.	61:100	3
4	Α.Π.Θ.	101:130	4
5	Α.Ι.Β.Α.	131-	5
6	DERRE		6

Η κατάταξη των Ελληνικών εκπαιδευτικών ιδρυμάτων, έγινε μετά από συζήτηση με τους επαγγελματίες του χώρου, άλλα και με βάση τη σειρά προτίμησης των ιδρυμάτων αυτών στις Πανελλήνιες Εξετάσεις τα τελευταία χρόνια.

Η στάθμιση των χωρών, από τα ιδρύματα των οποίων έχουν αποφοιτήσει οι υπό εξέταση διαχειριστές, καθώς και η στάθμιση των υποπαραγόντων που συνολικά αποτελούν το χαρακτηριστικό που ονομάσαμε «εμπειρία», έγινε με βάση την εξειδικευμένη γνώση που συσσωρεύτηκε κατά τη διάρκεια της μελέτης.

8. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

Τα αποτελέσματα της έρευνας θα παρουσιαστούν σύμφωνα με την σειρά την οποία ακολουθήθηκε κατά τη διάρκεια της όλης μελέτης και όπως αυτά τμηματικά προέκειψαν μετά την παλινδρόμηση κάθε φορά των σχετικών με το κάθε μέρος της έρευνας δεδομένων.

Στο πρώτο μέρος της έρευνας, που αφορά την διαφοροποίηση των αποδόσεων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων από την υπόλοιπη χρηματιστηριακή αγορά, όντως η παλινδρόμηση των στοιχείων έδειξε ότι υπάρχει σημαντική διαφορά μεταξύ των αποδόσεων που επιτυγχάνουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια και της αντίστοιχης απόδοσης του Χ.Α.Α., σε μηνιαία βάση. Για την στατιστική σημαντικότητα των αποτελεσμάτων θα μιλήσουμε στο αμέσως παρακάτω κεφάλαιο της εργασίας. Με την διαπίστωση αυτή μας δόθηκε το ουσιαστικό «πράσινο φώς» για να προχωρήσουμε στο κυρίως μέρος της μελέτης.

Στο δεύτερο μέρος της έρευνας, που αναφέρεται στα πιθανά αίτια των διαφορών αυτών, δηλαδή τη συσχέτιση μεταξύ των χαρακτηριστικών της ηλικίας, της κατοχής μεταπτυχιακού τίτλου, του ιδρύματος αποφοίτησης και της πρότερης επαγγελματικής εμπειρίας, τα συμπεράσματα είναι εντελώς διαφορετικά από αυτά που θεωρητικά ήταν αναμενόμενα με βάση τη διεθνή βιβλιογραφία. Επιπλέον στη σύγχρονη αρθρογραφία και έρευνα, κυρίως στις Η.Π.Α., το φαινόμενο αυτό παρουσιάζεται με μια αρκετά ουσιαστική σχέση μεταξύ των υπό εξέταση χαρακτηριστικών και των αποδόσεων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Σε αντίθεση με ότι αναμενόταν, η παλινδρόμηση των στοιχείων έδειξε πως δεν υπάρχει ουσιαστική συσχέτιση μεταξύ των υπό εξέταση χαρακτηριστικών, όπως αυτά παρουσιάστηκαν και ποσοτικοποιήθηκαν στα πλαίσια αυτής της έρευνας, και των αποδόσεων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων που διαχειρίζονται τα αντίστοιχα άτομα.

Πολύ χαρακτηριστική είναι η ένταση με την οποία παρουσιάζεται αυτή η έληψη συσχέτισης, μην αφήνοντας περιθώρια περαιτέρω διερεύνησης για το τι τελικά, απ' όλα τα υπό εξέταση χαρακτηριστικά (ηλικία, κατοχή μεταπτυχιακού τίτλου κ.λ.π.), επηρεάζει τις αποδόσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Η μη ύπαρξη, έστω και ενδείξεων, για την αναμενόμενη συσχέτιση είναι εύλογο να δημιουργεί εύλογα ερωτηματικά για το τι τελικά επηρεάζει τις αποδόσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα.

Απ' την άλλη πλευρά ο έλεγχος για τυχόν παράγοντες που διαστρεβλώνουν τα παραπάνω αποτελέσματα, όπως αυτοί παρουσιάστηκαν στο σχετικό κεφάλαιο⁵, έγινε μόνο σε εμπειρική βάση. Όλα τα υπό εξέταση Αμοιβαία Κεφάλαια έχουν λίγο ή πολύ παρόμοια έξοδα και προμήθειες. Επίσης είναι πολύ δύσκολο να διαφοροποιηθούν τα Α/Κ με βάση τον συντελεστή beta που τα χαρακτηρίζει και γι' αυτό δεν έγινε προσπάθεια να γίνει αυτού του είδους η παλινδρόμηση. Είναι όμως κάτι παραπάνω από πεποίθηση πλέον, ότι ούτε αυτού του είδους οι διαφορές αποτελούν τελικά ρυθμιστικούς παράγοντες των αποδόσεων που επιτυγχάνονται.

Τα αναλυτικά αποτελέσματα όπως αυτά προήλθαν από την παλινδρόμηση των στοιχείων, μαζί με τους πλήρη πίνακες που χρησιμοποιήθηκαν για την παλινδρόμηση, παρατίθενται στο προσάρτημα Β της μελέτης. Σε συνδυασμό με το αντίστοιχο παράρτημα που εξηγεί τον τρόπο παρουσίασης των αποτελεσμάτων (προσάρτημα Δ), δίνουν μια πλήρη εικόνα στον κάθε ενδιαφερόμενο για το τι πληροφορίες μας δίνει η συγκεκριμένη μελέτη για την Ελληνική πραγματικότητα.

⁵ βλέπε κεφάλαιο 4

9. ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ

Στηριζόμενοι στα διεθνώς αποδεκτά στατιστικά κριτήρια, επιχειρήσαμε να δούμε την σημασία που έχουν οι παραπάνω αναφερόμενοι παράγοντες στην αποδοτικότητα των διαχειριστών, στον νευραλγικό για την Ελληνική οικονομία τομέα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, λαμβανομένων υπόψη των ιδιαιτεροτήτων της χώρας μας. Σαν τέτοιες μπορούμε και πάλι να αναφέρουμε τις σπουδές σε Πανεπιστήμια του εξωτερικού για τους περισσότερους διαχειριστές, ή τη μικρή σχετικά εμπειρία που έχουν οι περισσότεροι στον χώρο.

Ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας στηρίχθηκε σε παραπάνω από ένα κριτήρια, σύμφωνα με την διεθνή βιβλιογραφία, και τα όσα αυτή προτείνει σε περιπτώσεις πολλαπλής παλινδρόμηση στοιχείων.

Αναφορικά με το πρώτο μέρος της έρευνας οι δείκτες F-statistic των παλινδρομήσεων είναι εξαιρετικά μεγάλοι σε σχέση με την κριτική τιμή, όπως αυτή προκύπτει από τους τυποποιημένους πίνακες, γεγονός που καταδεικνύει την πολύ μεγάλη στατιστική σημαντικότητα των αποτελεσμάτων που αναφέρθηκαν παραπάνω. Επίσης ο συντελεστής R^2 πλησιάζει στις περισσότερες περιπτώσεις την ιδανική τιμή του 1 και όταν αυτό δεν συμβαίνει είναι πάντα πάνω από την τιμή 0,80, γεγονός που επίσης αποτελεί πολύ ουσιαστική απόδειξη για την καλή προσαρμογή του μοντέλου στα υπό εξέταση δεδομένα.

Τέλος ενισχυτικό παράγοντα για την καλή προσαρμοστικότητα του μοντέλου αποτελεί και το μεγάλο μέγεθος του αθροίσματος των τετραγώνων των αποκλίσεων από τον μέσο που εξηγείται από την παλινδρόμηση, σε σχέση με το μέγεθος των τετραγώνων των αποκλίσεων από τον μέσο που δεν εξηγείται από την παλινδρόμηση (SSR και SSE αντίστοιχα). Αναλυτικά τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων εμπεριέχονται στον σχετικό πίνακα που εξάγει το Excel κατά την παλινδρόμηση των στοιχείων (προσάρτημα Β).

Στο δεύτερο μέρος της έρευνας, σε αντίθεση με τα παραπάνω, τα κριτήρια στατιστικής σημαντικότητας έδειξαν διαφορετικά αποτελέσματα. Δεν βρέθηκε στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ των υπό εξέταση χαρακτηριστικών των διαχειριστών Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των μηνιαίων αποδόσεων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων που αυτοί διαχειρίζονται.

Τα F-STATISTIC που παρατηρούνται είναι πολύ μικρά και σαφώς μικρότερα της κριτικής τιμής, γεγονός που δείχνει την έλλειψη συσχέτισης μεταξύ της εξαρτημένης και των ανεξάρτητων μεταβλητών. Οι τιμές δε των F-STATISTIC κυμαίνονται σε ένα εύρος που στην συντριπτική του πλειοψηφία είναι πολύ κάτω από τις κριτικές τιμές των αντίστοιχων τυποποιημένων πινάκων. Το απόλυτο μέγεθος τους δεν αφήνει περιθώρια αμφιβολίας για την ύπαρξη ή όχι συσχέτισης.

Επιπλέον ο συντελεστής R^2 κυμαίνεται από την τιμή 0,02 ως την τιμή 0,62, πράγμα που ενισχύει ακόμα περισσότερο την διαπίστωση για την μη ύπαρξη συσχέτισης μεταξύ των ερευνούμενων χαρακτηριστικών. Το «ποσοστό εξήγησης» 62% (σύμφωνα με την ερμηνεία του συντελεστή R^2) κρίνεται ιδιαιτέρως μικρό για έρευνες παρόμοιου αντικειμένου, ειδικότερα, από την στιγμή που αυτή είναι η μεγαλύτερη τιμή και παρατηρείται σε πολύ λίγες περιπτώσεις.

Τέλος, το μέγεθος του αθροίσματος των τετραγώνων των αποκλίσεων από τον μέσο που εξηγείται από την παλινδρόμηση, σε σχέση με το μέγεθος των τετραγώνων των αποκλίσεων από τον μέσο που δεν εξηγείται από την παλινδρόμηση, είναι στις περισσότερες περιπτώσεις το ίδιο, γεγονός που μηδενίζει με τη σειρά του τις πιθανότητες συσχέτισης των μεταβλητών.

Ερωτηματικά για τη στατιστικά ορθή συλλογή των αρχικών στοιχείων αφήνει σίγουρα ο μικρός αριθμός του δείγματος που χρησιμοποιήθηκε για τις ανάγκες της εργασίας. Τόσο ο μικρός αριθμός των επαγγελματιών διαχειριστών Αμοιβαίων Κεφαλαίων αποκλειστικής απασχόλησης, όσο και η αδικαιολόγητη απροθυμία των περισσότερων από αυτούς, δεν βοήθησαν στο να γίνει η μελέτη αυτή με αυστηρά επιστημονικά κριτήρια, αναφορικά με την συλλογή των δεδομένων. Επίσης η δόμη του ερωτηματολογίου αν και σχετικά απλή, μας παρείχε όλα τα δεδομένα που ζητούσαμε για τις ανάγκες της στατιστικής επεξεργασίας.

Ένας επιπλέον περιορισμός υπήρξε λόγω του μικρού χρόνου λειτουργίας πολλών Αμοιβαίων Κεφαλαίων, αλλά και του ακόμα μικρότερου χρόνου ενασχόλησης των περισσότερων διαχειριστών με τη συγκεκριμένη εργασία. Ακόμα και στις περιπτώσεις που ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο ή ένας διαχειριστής βρίσκονται για

χρόνια στην αγορά, τα επίσημα δεδομένα που έχουμε από την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών καλύπτουν τη χρονική περίοδο από την αρχή του 1998 και μετά.

Μια ακόμα «Ελληνική ιδιαιτερότητα» είναι ότι πολλοί διαχειριστές ασχολούνται με την διαχείριση παραπάνω από ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Ακόμα σημαντικότερο είναι πως τα διαφορετικά αυτά Αμοιβαία Κεφαλαία ανήκουν σε διαφορετικές κατηγορίες.

Τα γεγονότα αυτά μας οδηγούν σε συνάψεις με το οποίο οι μεγάλοι επενδυτές και εξομολογητές δεν μπορεί παρά να μας παραστήσουν το ερώτημα: «Ποιους παράγοντες που κάνουν να περνούν κεφάλαια στην Ελληνική αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Για παράδειγμα, θα μπορούσαμε να υποθέσουμε ότι υπάρχουν κεντρικοί επενδυτές που επενδύονται στα Αμοιβαία Κεφάλαια των χρηματοπιστωτικών εταιρειών. Η συγκέντρωση αυτή, που οφείλεται μάλλον στο γεγονός ότι έχουμε κεφάλαια που έχουν ως εταιρείες πιστές δείγμα να κινούνται στα Αμοιβαία Κεφάλαια κτητοσύνη τους. Το γεγονός αυτό θα πρέπει να ληφθεί υπόψη σε συνδυασμό με το μικρό σχετικά αριθμό κτηνημάτων μεταξύ των μεγάλων οικοσυστημάτων που έχουν αρμοδιότητα, από τις εταιρείες που είναι μέλη της Δ.Α.Α.

Μελλοντικές έρευνες θα πρέπει επίσης να ασχοληθούν με το κατά πόσο κερδοσώδη ή αποδοτικά είναι τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην ελληνική αγορά. Είναι δυνατή καλύτερη επένδυση παρά την Ελληνική αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων, πράγμα που δεν δείχνει να εκδίδει κανένα μέτρο, βάσει των δεδομένων που προκύπτουν από την εμπειρία αυτή, οι οποίες με ένα στοιχείο είναι, τα γεγονότα που συμβαίνουν στη χώρα μας βρίσκονται ακόμα σε μια δύσκολη θέση τόσο σε σχέση με την Ευρώπη και την Η.Π.Α. να αποκτήσει αναπτυξιακό χαρακτήρα. Το γεγονός αυτό, σπουδές ή ακόμα και αναπτυξιακή δραστηριότητα που έχουν αποτύχει στην ελληνική αγορά, μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενα στην χώρα των επενδυτικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Ακόμα παραπάνω διακρίσεις πρέπει να γίνουν σχετικά με τη ηλικία. Χαρακτηριστικό και αν και στη χώρα μας η κατάσταση δείχνει να μην εκδίδει κανένα μέτρο ως προς τη επίτευξη των σκοπών, στο εξωτερικό είναι πολύ πιο εύκολο να πετύχουμε. Έχει διαπιστωθεί ότι υπάρχουν περισσότερο τα αποτελέσματα που φέρνει στις διαχειριστές σε ένα βραχύτερο χρόνο και από βραχύτερο θα πρέπει να αποδοκωματοποιούν όλες οι δραστηριότητες που την μια έχουν να κάνουν με

Μετά την παρουσίαση των αποτελεσμάτων της μελέτης και την διερεύνηση της στατιστικής τους σημαντικότητας, έγινε σαφές πως τα χαρακτηριστικά τα οποία «είχαμε θέσει υπό μελέτη», δεν επηρεάζουν, στο βαθμό που θα περίμενε κάποιος, τις αποδόσεις που επιτυγχάνουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια που διαχειρίζονται οι αντίστοιχοι διαχειριστές.

Το γεγονός αυτό που έρχεται σε αντίθεση με τις αντίστοιχες έρευνες του εξωτερικού, δεν μπορεί παρά να μας παρακινήσει να εξετάσουμε νέους παράγοντες που πιθανά να ασκούν επιρροή στην Ελληνική αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Για παράδειγμα, θα μπορούσαμε να αναφέρουμε την μεγάλη συγκέντρωση κεφαλαίων που παρουσιάζεται στα Αμοιβαία Κεφάλαια των ασφαλιστικών εταιρειών. Η συγκέντρωση αυτή, που οφείλετε μάλλον στα ανεπτυγμένα δίκτυα πωλήσεων που έχουν οι εταιρείες αυτές, δείχνει να κάνει τα Αμοιβαία Κεφάλαια περισσότερο δυσκίνητα. Το γεγονός αυτό θα πρέπει να ληφθεί υπόψη σε συνδυασμό με το μικρό σχετικά αριθμό εισηγμένων μετοχών και τον χαμηλό όγκο συναλλαγών που έχουν αρκετές από τις εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α..

Μελλοντικές έρευνες θα πρέπει επίσης να σχοληθούν με το κατά πόσο εμπειρία ή σπουδές που έχουν αποκτηθεί στο εξωτερικό, έχουν θετική επίδραση στην περαιτέρω πορεία των επαγγελματιών που ασχολούνται με την Ελληνική Κεφαλαιαγορά, πράγμα το οποίο δεν δείχνει να παίζει κανένα ρόλο, βάσει των δεδομένων που περιλαμβάνονται στην εργασία αυτή, σε αντίθεση με ότι αναμενόταν. Ίσως το γεγονός πως η κεφαλαιαγορά στη χώρα μας βρίσκεται ακόμα σε μια λιγότερο ώριμη φάση από αυτές της Ευρώπης και των Η.Π.Α., να αποτελεί αναστάλτικό παράγοντα για το πως, σπουδές ή ακόμα και επαγγελματική εμπειρία που έχουν αποκτηθεί στο εξωτερικό, μπορούν να αποτελέσουν πλεονεκτήματα στον χώρο των εγχώριων Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Ακόμα περαιτέρω διερεύνησης χρήζει το χαρακτηριστικό της ηλικίας. Χαρακτηριστικό που αν και στη δική μας περίπτωση δείχνει να μην παίζει κανένα ρόλο ως προς τη επίτευξη των αποδόσεων, στο εξωτερικό είναι αυτό που απ' όλα τα παραπάνω, έχει διαπιστωθεί ότι επηρεάζει περισσότερο τα αποτελέσματα που φέρνει ένας διαχειριστής σε ένα βάθος χρόνου. Και εδώ βέβαια θα πρέπει να συνυπολογιστούν όλες οι ιδιαιτερότητες που έχει μια σχετικά νέα, ραγδαία

αναπτυσσόμενη Κεφαλαιαγορά. Είναι λογικό ότι σε μια τέτοια περίοδο πολλά νέα στελέχη θα καταλαμβάνουν σημαντικές θέσεις που σε μια πιο ανεπτυγμένη αγορά θα κατέχονταν από άτομα μεγαλύτερης ηλικίας.

Η δομή και ο βαθμός ανάπτυξης της Κεφαλαιαγοράς, είναι λογικό να επηρεάζουν και την σημαντικότητα της κατοχής μεταπτυχιακού τίτλου. Ίσως πιο σημαντικός παράγοντας να είναι το πόσο σχετικός είναι ο μεταπτυχιακός τίτλος με την διαχείριση κεφαλαίων ή γενικότερα με τα Χρηματοοικονομικά.

Τέλος ιδιαίτερο ενδιαφέρον θα παρουσίαζε μια μελέτη σχετικά με την σχέση κινδύνου και απόδοσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Μια μελέτη με πρωτογενή στοιχεία που θα μας έδινε αντικειμενικά αποτελέσματα, πέρα απ' αυτά που ανακοινώνει η κάθε Α.Ε.Δ.Α.Κ.. Η εφάρμογή διαφόρων θεωρητικών μοντέλων (CAPM, APT) πιθανόν να μας έδειχνε κάποιες ιδιαιτερότητες της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς αναφορικά με την σχέση κινδύνου και απόδοσης.

ΕΠΙΘΗΜΑΤΙΜΟΙ

ΕΠΙΘΗΜΑΤΙΜΟΙ ΤΗΣ.....
ΠΑΥΣΑ.....

11. ΠΡΟΣΑΡΤΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

ΠΑΡΤΥΜΑ ΠΤΥΧΙΟΥ.....
ΒΑΘΜΟΣ ΠΤΥΧΙΟΥ.....
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΕΣ ΣΠΟΥΔΕΣ.....
ΠΑΡΤΥΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟΥ ΠΤΥΧΙΟΥ.....
ΕΤΗ ΣΤΟ ΠΕΛΑΓΕΛΜΑ.....
ΕΤΗ ΣΤΗΝ ΞΕΝΗ ΘΕΣΗ.....
ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΗ ΕΡΓΑΣΙΑ.....
ΕΞΟΣ ΑΝΟΙΒΑΔΟΥ..... ΤΟΥ ΤΥΠΟΥ ΤΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ.....

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΠΡΟΣΑΡΤΗΜΑ Α

ΕΡΩΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΟ

ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ:.....

ΗΛΙΚΙΑ:

ΣΠΟΥΔΕΣ:.....

.....

ΙΔΡΥΜΑ ΠΤΥΧΙΟΥ:.....

ΒΑΘΜΟΣ ΠΤΥΧΙΟΥ:.....

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΕΣ ΣΠΟΥΔΕΣ:.....

ΙΔΡΥΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟΥ ΤΙΤΛΟΥ:.....

ΕΤΗ ΣΤΟ ΕΠΑΓΓΕΛΜΑ:.....

ΕΤΗ ΣΤΗΝ ΙΔΙΑ ΘΕΣΗ:.....

ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΗ ΕΡΓΑΣΙΑ:.....

ΕΙΔΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΥΠΟ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ:

.....

.....

ΠΡΟΣΑΡΤΗΜΑ Β

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ	
A/A	ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ
1	Ο.Π.Α.
2	Π.Α. Π.Ε.Ι.
3	Κ.Π.Α.
4	Α.Π.Θ.
5	A.L.B.A.
6	DEREE

ΠΡΟΣΑΡΤΗΜΑ Γ

Απόσπασμα από το Microsoft Excel σχετικό με τη συνάρτηση Linest
(5 σελίδες)

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Στοιχεία - Αποτελέσματα

(14 σελίδες)

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

12. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ξένη Βιβλιογραφία:

Alexakis (1992) "An Empirical Investigation of the Efficient Market Hypothesis: the case of the Athens Stock Exchange" PhD. Thesis, University of York.

Bodie, Kane, Markus (1996) "Investments", Irwin, third edition.

Brealey R. and Myers S. (1999) "Principles of Corporate Finance", Mc Graw Hill, fifth edition.

Brown, Stephen J., and William N. Goetzmann, (1995), Performance persistence, *Journal of Finance* 50, 679-698.

Chevalier, Ellison (1999), "Are some Mutual Fund Manager better than others, Cross sectional patterns in Behavior and Performance", *Journal of Finance*, LIV, 875-899

Coggin, Fabozzi, Rahman (1993), "The Investment Performance of U.S. Equity Pension Fund Managers: An empirical Investigation". *Journal of Finance* XLVIII, 3, July.

Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, (1992), the cross-section of expected stock returns, *Journal of Finance* 47,427-465

Goetzman, William N., and Roger G. Ibbotson, (1994), Do winner repeat? Patterns in Mutual Fund performance, *Journal of Portfolio Management* 20, 9-18

Golec, Josrph H., (1996), The effects of Mutual Fund Managers' characteristics on their portfolio performance, risk and fees, *Financial Services Review* 5, 133-148

Hendricks, Darryll, Jayendu Patel, and Richard Zeckhauser, (1993), Hot hands in Mutual Funds: short-run persistence of performance, 1974-1988, *Journal of Finance* 48, 93-130.

Keller G. and Warrack B.(1997), *Statistics for Management and Economics*, fourth Edition.

Lehman, Bruce N., and David M. Modest, (1987), Mutual Funds performance evaluation: A comparison of benchmarks and benchmark comparisons, *Journal of Finance* 42, 233-265.

Sharpe, William F., (1992), Asset allocation, management style and performance measurement, *Journal of Portfolio Management* 18, 7-19.

Ελληνική Βιβλιογραφία:

Μυλωνάς Ν. (1999), «Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια: Θεωρία και Πρακτική», Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Εκδόσεις Σάκκουλα.

Κεβόρκ Κ. (1992) Πίνακες Στατιστικής Έρευνας, Εκδόσεις Ελληνική Λιθογραφία.

Φίλιππας Ν. (1999), «Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον», Globus I

Πανεπιστήμιο Πειραιώς