

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜ/ΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚ/ΚΗΣ
ΜΠΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΘΕΜΑ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ:

THE CLOSED-END FUND PREMIUM PUZZLE:
BEHAVIORAL VS RATIONAL MODELS



ΜΑΡΙΟΣ Σ. ΒΙΤΟΥΛΑΔΙΤΗΣ
ΜΧΡΗ/0503
ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ:
ΑΝΑΠΛ. ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΕΜ. Δ. ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2007

ГАНЕПТИЧНО ТЕПЛА

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

σελ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

A1. ΣΚΟΠΟΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ.....	5
A2. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ.....	5
A3. ΟΜΟΙΟΤΗΤΕΣ ΚΑΙ ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΜΕ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ.....	6
A4. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΟΥ ΑΙΝΙΓΜΑΤΟΣ-ΤΑ ΠΕΝΤΕ ΜΕΡΗ ΤΟΥ.....	7
A5. ΟΡΘΟΛΟΓΙΚΕΣ ΕΡΜΗΝΕΙΕΣ	8
A5.1 ΜΕΡΟΛΗΨΙΑ ΣΕ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟ ΚΑΘΑΡΗΣ ΑΞΙΑΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ.....	8
A5.1.1 ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ.....	8
A5.1.2. ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ.....	13
A.5.2 ΜΕΡΙΣΜΑ.....	15
A.5.3 EXPENSE RATIO.....	15
A.5.4 ΚΟΣΤΗ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ.....	15
A.5.5 MARKET SEGMENTATION.....	21
A.5.5.1 INTERNATIONAL MARKET SEGMENTATION.....	21
A.5.5.2 ΕΓΧΩΡΙΑ ΚΑΤΑΤΜΗΣΗ ΑΓΟΡΑΣ.....	25
A.6. ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΕΣ ΕΡΜΗΝΕΙΕΣ.....	25
A.6.1 ΜΕΜΟΝΩΜΕΝΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ.....	26

A.6.2 SMALL FIRM EFFECT.....	28
A.6.3 ΕΜΠΟΔΙΑ SHORT-SALE ΚΑΙ ΕΛΛΕΙΨΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ.....	30
A.6.4 ΝΕΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ.....	32
A.6.5 ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΚΠΤΩΣΗ.....	32
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	
B.1 ΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΕΧ.....	34
B.1.1 INTERINVEST ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.....	35
B.1.2 ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ ΑΕΕΧ.....	38
B.1.3 ΑΙΟΛΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.....	44
B.1.4 ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ.....	47
B.2 Η ΠΡΟΒΛΕΠΤΙΚΗ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΑΠΟΚΛΙΣΕΩΝ.....	52
B.2.1 ΕΛΕΓΧΟΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΚΑΙ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ ΣΤΟ ΓΔ ΤΗΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ ΕΕΧ.....	53
B.2.2 ΕΛΕΓΧΟΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΚΑΙ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ ΣΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΗΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΕΧ.....	58
B.2.3 ΕΛΕΓΧΟΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΚΑΙ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ ΣΤΟ ΓΔ ΚΑΙ ΣΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΗΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΑΞΙΑΣ.....	63
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	67
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	74

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

A1. ΣΚΟΠΟΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Ο σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η περιγραφή του αινίγματος της έκπτωσης (discount), ή της προσαύξησης (premium), των τιμών των μετοχών των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου (E.E.X.), των λόγων εμφάνισής τους και της εξήγησης του φαινομένου με ορθολογικές και συμπεριφορικές ερμηνείες. Ακόμη, εξετάζεται η ύπαρξη δυνατότητας πρόβλεψης της μελλοντικής απόδοσης των μετοχών, καθώς και των μελλοντικών αποδόσεων της καθαρής τους αξίας, για τις ελληνικές εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου.

A2. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου είναι ανώνυμες εταιρείες, με ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο € 11.738.811,45. Ο νόμος προβλέπει υποχρεωτική εισαγωγή στο Χρηματιστήριο έξι μήνες μετά την ίδρυσή τους. Ο αντικειμενικός σκοπός τους είναι η μεγιστοποίηση της απόδοσης των κεφαλαίων, που έχουν επενδύσει σε αυτές οι μέτοχοί τους, και η ταυτόχρονη ελαχιστοποίηση του επενδυτικού κινδύνου. Μετά την ίδρυση της εταιρείας, στην οποία οι μέτοχοι συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο είτε με μετρητά είτε με επενδυτικούς τίτλους, οι υπόλοιποι επενδυτές μπορούν να επενδύσουν συμμετέχοντας στη δημόσια εγγραφή κατά την είσοδο της εταιρείας στο Χρηματιστήριο, ή αγοράζοντας μετοχές της εταιρείας μετά την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο. Στην περίπτωση που οι επενδυτές θελήσουν να ρευστοποιήσουν τις μετοχές τους, θα απευθυνθούν στη χρηματιστηριακή αγορά και όχι στην εταιρεία. Οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου επενδύουν σε μετοχές, ελληνικές και ξένες, σε τραπεζικές καταθέσεις, σε ομολογίες και σε άλλα χρηματοοικονομικά προϊόντα και διευθύνονται από πεπειραμένα στελέχη του χρηματιστηριακού χώρου. Τα χαρτοφυλάκιά τους αποτελούνται από επενδύσεις διαφόρων μορφών, μακροπρόθεσμοι χαρακτήρα, προκειμένου να προστατεύσουν τους επενδυτές.

Η πλειοψηφία των χαρτοφυλακίων των ελληνικών εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν ως μικτού τύπου, ή μετοχικού. Αντίθετα, στο εξωτερικό υπάρχει τεράστια ποικιλία τέτοιων εταιρειών. Βασικό σημείο για την επιλογή μιας μετοχής εταιρείας επενδύσεων χαρτοφυλακίου είναι η σύγκριση της τρέχουσας τιμής της μετοχής με την εσωτερική αξία της μετοχής. Ως τρέχουσα τιμή λαμβάνεται η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής και ως εσωτερική αξία η τιμή βάση της καθημερινής αποτίμησης των στοιχείων του ενεργητικού της. Όταν η τρέχουσα τιμή των μετοχών της εταιρείας είναι υψηλότερη από την εσωτερική τους αξία, τότε η μετοχή διαπραγματεύεται με προσαύξηση (premium), ενώ όταν είναι χαμηλότερη διαπραγματεύεται με έκπτωση (discount). Καθώς η χρηματιστηριακή αγορά εισέρχεται σε φάση ανόδου και ανάπτυξης, εντείνεται το ενδιαφέρον για την αγορά μετοχών. Υπό αυτό το πρίσμα, η αγορά μετοχών εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου μπορεί να αποτελέσει ιδανική λύση για επενδυτές που δεν διαθέτουν χρόνο και γνώση για ενεργητική διαχείριση των επενδύσεών τους. Οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου προσφέρουν το πλεονέκτημα της επαγγελματικής διαχείρισης και συνεχούς παρακολούθησης των επενδεδυμένων κεφαλαίων. Βέβαια, στο βαθμό που τα χαρακτηριστικά αυτά διέπουν και τη λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων, η επιλογή μεταξύ των δυο θα πρέπει να γίνεται με κριτήριο τον κίνδυνο που προτίθεται να αναλάβει ο επενδυτής, τις γνώσεις του, καθώς και την φάση της χρηματιστηριακής αγοράς.

A3. ΟΜΟΙΟΤΗΤΕΣ ΚΑΙ ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΜΕ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου “μοιάζουν” με τα αμοιβαία κεφάλαια, ως προς την επαγγελματική διαχείριση του χαρτοφυλακίου που διαχειρίζονται. Η διαχείριση αυτή γίνεται από ειδικά στελέχη του χρηματοοικονομικού χώρου και η σύνθεση του χαρτοφυλακίου αναθεωρείται με βάση τις εκτιμήσεις, τις αναλύσεις και τις επιλογές του διαχειριστή. Ακόμη, κοινό χαρακτηριστικό αποτελεί η ελαχιστοποίηση του κινδύνου, που επιτυγχάνεται μέσω της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου των εταιρειών αυτών. Τρίτο κοινό

χαρακτηριστικό αποτελεί η ύπαρξη οικονομίων κλίμακας, που εμφανίζεται λόγω της συγκέντρωσης σημαντικών κεφαλαίων. Τέλος, τόσο οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, όσο και τα αμοιβαία κεφάλαια, παρέχουν άμεση ρευστότητα και πληροφόρηση για την πορεία της επένδυσης, καθώς και πρόσβαση στην επαγγελματική διαχείριση με σχετικά μικρό αρχικό απαιτούμενο κεφάλαιο.

Συγκριτικά με τα αμοιβαία κεφάλαια, οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου έχουν και ορισμένες διαφορές. Το αρχικό κεφάλαιο για τα αμοιβαία κεφάλαια ανέρχεται σε € 1.200.000, ενώ για τις εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου ανέρχεται σε € 11.738.811,45. Η αγοραπωλησία των μεριδίων των Α/Κ γίνεται μέσω της ΑΕΔΑΚ ή των νόμιμων εκπροσώπων του Α/Κ, ενώ οι μετοχές των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο. Ο αριθμός των μεριδίων των Α/Κ μεταβάλλεται διαρκώς, με αποτέλεσμα να μεταβάλλεται και το μέγεθος των επενδυμένων κεφαλαίων, ενώ οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου δεν μεταβάλλουν τα επενδυμένα κεφάλαια παρά μόνο με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Αναφορικά με τις προμήθειες, τα Α/Κ έχουν σε γενικές γραμμές υψηλότερες. Ακόμη, οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου έχουν νομική υπόσταση ανώνυμης εταιρείας, ενώ τα Α/Κ δεν έχουν νομική μορφή. Επιπρόσθετα, ο θεματοφύλακας στα Α/Κ έχει ευρύτερο ρόλο από ότι στις εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου. Τέλος, οι τιμές των μεριδίων των Α/Κ αντανακλούν την πραγματική αξία των αξιόγραφων που αποτελούν το χαρτοφυλάκιο στο οποίο το Α/Κ επενδύει, για κάθε χρονική στιγμή. Αντιθέτως, οι τιμές των μετοχών των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου σπάνια αντανακλούν την εσωτερική αξία τους. Έτσι, διαπραγματεύονται σε τιμή υψηλότερη (premium) ή χαμηλότερη (discount) της εσωτερικής τους αξίας.

A4. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΟΥ ΑΙΝΙΓΜΑΤΟΣ-ΤΑ ΠΕΝΤΕ ΜΕΡΗ ΤΟΥ

Οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου εκδίδουν ένα σταθερό αριθμό μετοχών, οι οποίες διαπραγματεύονται στη χρηματιστηριακή αγορά όπως οι μετοχές μεμονωμένων εταιρειών. Όμως, η τιμή της μετοχής μιας εταιρείας επενδύσεων χαρτοφυλακίου δεν συμπίπτει με την εσωτερική της αξία. Όταν η

τρέχουσα τιμή των μετοχών της εταιρείας είναι υψηλότερη από την εσωτερική τους αξία, τότε η μετοχή διαπραγματεύεται με προσαύξηση (premium), ενώ όταν είναι χαμηλότερη διαπραγματεύεται με έκπτωση (discount). Το αίνιγμα αυτό αποτελείται από πέντε μέρη. Πρώτον, οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου ξεκινούν κατά μέσο όρο με προσαύξηση της τάξεως του 10% περίπου κατά τη συγκέντρωση των κεφαλαίων. Δεύτερον, η προσαύξηση αυτή γίνεται έκπτωση της τάξης του 10% μέσα σε διάστημα 120 ημερών από την έναρξη της διαπραγμάτευσης των μετοχών. Τρίτον, οι εκπτώσεις παρουσιάζουν μεγάλες διακυμάνσεις και φαίνεται να επιστρέφουν στη μέση τιμή. Τέταρτον, όταν οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου λυθούν, η τιμή των μετοχών αυξάνεται και η έκπτωση συρρικνώνεται. Τέλος, η διακύμανση των αποδόσεων των μετοχών των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου είναι μεγαλύτερη από τη διακύμανση των αποδόσεων των στοιχείων του χαρτοφυλακίου των εταιρειών αυτών.

A5. ΟΡΘΟΛΟΓΙΚΕΣ ΕΡΜΗΝΕΙΕΣ

A5.1 ΜΕΡΟΛΗΨΙΑ ΣΕ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟ ΚΑΘΑΡΗΣ ΑΞΙΑΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

Η έκπτωση (discount) αποτελεί το κυρίαρχο πρόβλημα στις μετοχές των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου. Εξηγήσεις, που συνάδουν προς μια μεγάλη μερίδα της βιβλιογραφίας, υποστηρίζουν ότι το φαινόμενο οφείλεται σε υπερεκτίμηση της εσωτερικής αξίας των μετοχών αυτών. Η υπερεκτίμηση της εσωτερικής αξίας σχετίζεται με φορολογικές υποχρεώσεις επί μη πραγματοποιηθέντων κεφαλαιακών κερδών και μη ρευστοποιήσιμων στοιχείων. Μια άλλη ερμηνεία κάνει λόγο για διαφορές μεταξύ της ρευστότητας των στοιχείων του χαρτοφυλακίου των εταιρειών και των ίδιων τους των μετοχών.

A5.1.1 ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ

Ξεκινώντας με τις φορολογικές υποχρεώσεις, η εσωτερική αξία που δημοσιοποιείται από τις εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου δεν συνυπολογίζει

τον φόρο που θα πρέπει να καταβληθεί εάν πωληθούν στοιχεία του χαρτοφυλακίου τους. Η φορολογική υποχρέωση που συνδέεται με στοιχεία που έχουν ανατιμηθεί θα μείωνε την αξία στην οποία αυτά τα στοιχεία θα ρευστοποιούνταν. Συνεπώς, η εσωτερική αξία υπερεκτιμάται. Ο Malkiel (1977) κατέληξε στο συμπέρασμα, υπό προϋποθέσεις, ότι οι φορολογικές υποχρεώσεις ευθύνονται για μια έκπτωση της τάξεως του 6% κατά ανώτατο όριο, ενώ η μέση έκπτωση των μετοχών των εγχώριων εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου στις Η.Π.Α. ανέρχεται σε 10%. Επιπλέον, οι βρετανικές εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου δεν επιτρέπεται να διανείμουν μέρος από κέρδη από ανατίμηση περιουσιακών στοιχείων και οι μέτοχοι δεν είναι υπόχρεοι σε φόρο για τα κέρδη αυτά, εκτός εάν πωλήσουν τις μετοχές τους. Παρ' όλα αυτά, οι βρετανικές εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου συμπεριφέρονται πανομοιότυπα με τις αντίστοιχες αμερικανικές, πράγμα που υποδηλώνει ότι η έκπτωση δεν μπορεί να εξηγηθεί με φορολογικούς παράγοντες που αφορούν μια μεμονωμένη χώρα. Επιπρόσθετα, οι φορολογικές υποχρεώσεις υποδηλώνουν ότι σε ένα ανοικτού τύπου αμοιβαίο κεφάλαιο η καθαρή τιμή θα έπρεπε να μειώνεται. Όμως, οι Lee, Shleifer και Thaler (1990) απέδειξαν το αντίθετο, δηλαδή ότι κατά την ρευστοποίηση οι τιμές ανεβαίνουν προς την εσωτερική αξία. Οι Fredman και Scott (1991) υποστήριξαν ότι η έκπτωση ενδέχεται να οφείλεται μερικώς στις φορολογικές υποχρεώσεις επί μη πραγματοποιηθέντων κερδών και ότι εάν ένα χαρτοφυλάκιο πέτυχε καλή επίδοση και οι φορολογικές υποχρεώσεις είναι υψηλές, τότε η έκπτωση είναι επίσης υψηλή. Ακόμη, ο Pontiff (1995) υποστήριξε ότι η έκπτωση συνδέεται περισσότερο με τις παρελθούσες υπεραποδόσεις (αποδόσεις πέραν της αποδόσεως άνευ κινδύνου) της εσωτερικής αξίας, πράγμα που έρχεται σε αντίθεση με τις θεωρίες περί φορολογικών υποχρεώσεων επί μη πραγματοποιηθέντων κερδών, τα οποία υπολογίζονται με βάση μη προσαρμοσμένες αποδόσεις. Η θεωρία των φορολογικών υποχρεώσεων επί μη πραγματοποιηθέντων κεφαλαιακών κερδών προβλέπει ότι όταν οι μετοχές έχουν καλή πορεία, οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου θα πρέπει να εμφανίζουν μη πραγματοποιηθέντα κέρδη και η έκπτωση να διευρύνεται. Εντούτοις, οι Lee, Shleifer και Thaler (1991) βρήκαν ότι

η συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων της αγοράς και των μεταβολών στην έκπτωση είναι σχεδόν μηδενική.

Όμως, οι φορολογικές υποχρεώσεις επί μη πραγματοποιηθέντων κερδών ενδέχεται να χρησιμοποιηθούν προς όφελος του επενδυτή. Ο Κωνσταντινίδης (1983,1984) υποστήριξε ότι η κατοχή μεμονωμένων κοινών μετοχών προσφέρει στον επενδυτή μια χρονική επιλογή, διότι οι φόροι επί κεφαλαιακών κερδών αποδίδονται με βάση την πραγματοποίηση του οικονομικού γεγονότος. Ακόμη, προσέθεσε ότι η καλύτερη στρατηγική για φορολογικό «συγχρονισμό» είναι να πραγματοποιηθούν οι απώλειες μόλις εμφανιστούν και να μετατεθούν τα κέρδη σε μεταγενέστερη περίοδο για ρευστοποίηση. Αυτή η στρατηγική, σε σύγκριση με την στρατηγική μη εθελούσιας πραγματοποίησης των απωλειών, παράγει μια χρονική επιλογή αξίας 3-19% της θέσης της μετοχής. Η σχέση των αποτελεσμάτων του Κωνσταντινίδη με το φαινόμενο της έκπτωσης (discount) συνδέεται με τη θεωρία αποτίμησης δικαιωμάτων του Merton (1973), σύμφωνα με την οποία για όλα τα δικαιώματα, περιλαμβανομένων και των δικαιωμάτων χρονικής επιλογής φορολογίας, ένα χαρτοφυλάκιο δικαιωμάτων έχει μεγαλύτερη αξία από ένα δικαίωμα επί του χαρτοφυλακίου αυτού. Οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου στερούν από τους επενδυτές την χρονική επιλογή φορολόγησης, για αυτό θα πρέπει οι μετοχές τους να πωλούνται με έκπτωση. Ο Cuny (1997) εξέτασε τις επιδράσεις της φορολογίας επενδύοντας σε ανοικτού τύπου αμοιβαία κεφάλαια και απευθείας στις μετοχές που απαρτίζουν το χαρτοφυλάκιο αυτών των αμοιβαίων κεφαλαίων και συμπέρανε πως τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν μειονεκτήματα για βραχυπρόθεσμους επενδυτικούς σκοπούς, αλλά ενδέχεται να ωφελούν τους μακροπρόθεσμους επενδυτές.

Οι Brickley, Manaster, Schallheim (1991) και Kim (1994) δημιούργησαν μοντέλα για να εξηγήσουν την έκπτωση (discount), τα οποία βασίζονται σε έρευνες για τη φορολόγηση και την έκπτωση. Οι έρευνες αυτές κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η έκπτωση οφείλεται μερικώς στο γεγονός της απώλειας της φορολογικής στρατηγικής, που θα ακολουθούσαν αν οι επενδυτές κατείχαν μεμονωμένα τις μετοχές που αποτελούν το χαρτοφυλάκιο της εταιρείας επενδύσεων χαρτοφυλακίου. Οι Brickley, Manaster, Schallheim έδειξαν, ακόμη,

πως η έκπτωση συσχετίζεται θετικά με τη μέση διακύμανση των στοιχείων του χαρτοφυλακίου της εταιρείας επενδύσεων χαρτοφυλακίου και πως, σε χρονοσειρές, η έκπτωση αυξάνεται σε καθοδική αγορά και μειώνεται σε ανοδική. Ο Kim χρησιμοποίησε ένα μοντέλο μιας περιόδου και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι υψηλές συσχετίσεις μεταξύ των στοιχείων του χαρτοφυλακίου των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου οδηγούν σε χαμηλές εκπτώσεις και ότι εταιρείες με πιο ευμετάβλητες μετοχές έχουν υψηλότερες εκπτώσεις, από ότι εταιρείες με μετοχές μικρότερης μεταβλητότητας στο χαρτοφυλάκιό τους. Η στρατηγική της χρονικής μετακύλισης της φορολόγησης κεφαλαιακών κερδών επιφέρει την υψηλότερη απόδοση, μετά φόρου, τόσο για τα Α/Κ όσο και για τις εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου στις ΗΠΑ, άρα οι φορολογικοί νόμοι επηρεάζουν και τα δυο με τον ίδιο τρόπο. Εντούτοις, τα Α/Κ συνήθως διανείμουν ένα μεγάλο ποσοστό των συνολικών τους κερδών στους επενδυτές υπό μορφή φορολογητέων κεφαλαιακών κερδών. Οι Barclay, Pearson και Weisback (1998) ανέπτυξαν ένα μοντέλο που εξηγεί το φαινόμενο αυτό. Τα μη πραγματοποιηθέντα κεφαλαιακά κέρδη του χαρτοφυλακίου της εταιρείας αυξάνουν τα αναμενόμενα μελλοντικά φορολογητέα μερίσματα και, κατά συνέπεια, τις φορολογικές υποχρεώσεις των νέων επενδυτών. Συνεπώς, παρά το γεγονός ότι η χρονική μετακύλιση των φορολογητέων κεφαλαιακών κερδών είναι συμφέρουσα για τους υπάρχοντες μετόχους, οι διαχειριστές των εταιρειών αυτών διανείμουν σε αυτούς μεγάλο μέρος των φορολογητέων κερδών, προκειμένου να προσελκύσουν νέους επενδυτές. Οι Kraft και Weiss (2001) έδειξαν ότι οι Ε.Ε.Χ μετακυλύουν τα κέρδη τους σε περιόδους με μικρότερους φορολογικούς συντελεστές, αφού δεν περιμένουν νέους επενδυτές. Εμπειρικά στοιχεία από τις αμερικανικές Ε.Ε.Χ δείχνουν να στηρίζουν την υπόθεση της χρονικής επιλογής φορολόγησης. Πριν από το 1986, επενδυτές σε κοινές μετοχές μπορούσαν να ακολουθήσουν μια στρατηγική «επανεκκίνησης». Οι επενδυτές αυτοί πραγματοποίησαν κέρδη μακροχρόνια από μετοχές που είχαν καλή πορεία και απώλειες βραχυχρόνια σε μετοχές με πτωτική πορεία. Η στρατηγική αυτή ήταν συμφέρουσα, γιατί τα μακροχρόνια κέρδη φορολογούνταν με χαμηλότερο συντελεστή από τα βραχυχρόνια. Το 1986, η αναδιάρθρωση του

φορολογικού συστήματος (στις ΗΠΑ) οδήγησε στην εξάλειψη των ωφελειών της χρονικής επιλογής της φορολόγησης των κερδών, εξομοιώνοντας τους φορολογικούς συντελεστές. Το τέλος των ωφελειών της στρατηγικής «επανεκκίνησης» για τις κοινές μετοχές οδήγησε σε ραγδαία αύξηση του αριθμού των Ε.Ε.Χ μετά το 1986.

Οι DeLong και Shleifer (1992) έδειξαν ότι η έκπτωση των Ε.Ε.Χ διευρύνθηκε μεταξύ 1985 και 1990, παρά το πρόσφορο έδαφος μετά τη φορολογική αναδιάρθρωση του 1986. Επιπλέον, η αγγλική αγορά Ε.Ε.Χ δεν παρέχει υποστήριξη στην θεωρία περί χρονικής μετακύλισης της φορολόγησης. Η στρατηγική «επανεκκίνησης» εξαλείφθηκε στην Αγγλία το 1985 και η μέση έκπτωση σταδιακά μειώθηκε από το 20% το 1985 στο 5% το 1990. Όμως, η έλλειψη στατιστικών ελέγχων και η δραματική αύξηση της έκπτωσης από εκεί και μετά, υποδηλώνει ότι η χρονική μετακύλιση της φορολόγησης δεν εξηγεί από μόνη της την ανωμαλία των Ε.Ε.Χ. Οι Seyhun και Skinner (1994) έδειξαν τη σχέση της χρονικής επιλογής φορολόγησης, σε όρους του βαθμού στον οποίο οι συναλλαγές των επενδυτών υποκινούνται από φορολογικά κίνητρα. Τα αποτελέσματα έδειχναν ότι οι κινήσεις των επενδυτών είναι συνεπείς προς απλές στρατηγικές μείωσης της φορολογίας, όπως η πραγματοποίηση απωλειών βραχυχρόνια και η χρονική μετακύλιση κερδών, αλλά όχι ως προς την στρατηγική «επανεκκίνησης». Τα αποτελέσματα έδειχναν, επίσης, ότι μόνο ένα μικρό ποσοστό (5-7%) των επενδυτών έκανε συναλλαγές με κριτήριο την μείωση της φορολόγησής του. Η συντριπτική πλειοψηφία (90%) απλώς αγόραζαν και πουλούσαν. Εν κατακλείδι, τα αποτελέσματα έδειχναν ότι οι φόροι είναι σημαντικοί για τους επενδυτές, όχι όμως σε τέτοιο βαθμό, ώστε να αναπροσαρμόζουν το χαρτοφυλάκιό τους ελαχιστοποιώντας την καθαρή παρούσα αξία των φορολογικών τους υποχρεώσεων. Αυτά τα αποτελέσματα έγειραν αμφιβολία ως προς το πόσο αποτελεσματικά εξηγεί η χρονική επιλογή την έκπτωση των Ε.Ε.Χ. Η υπόθεση της χρονικής επιλογής φορολόγησης, όπως εμφανίζεται στην βιβλιογραφία, δεν έχει εφαρμογή σε Ε.Ε.Χ, των οποίων η μετοχή διαπραγματεύεται με προσαύξηση. Όμως, η ύπαρξη πιο σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων επιτρέπει στην θεωρία αυτή να είναι συνεπής,

τόσο σε περιπτώσεις έκπτωσης, όσο και προσαύξησης. Παράδειγμα τέτοιων προϊόντων είναι οι μετοχές που δεν διανέμουν μερίσματα, ιδιαίτερα δημοφιλείς στο τέλος του 1990 στην Αγγλία, οι οποίες παρήγαγαν ένα κέρδος μη φορολογήσιμο, καθώς και οι μετοχές παραγωγής εισοδήματος, που κατείχαν επενδυτές στην Αγγλία. Αυτά τα προϊόντα παρείχαν στους επενδυτές την δυνατότητα φορολογικών ελαφρύνσεων, που δεν θα υπήρχαν εάν κατείχαν μεμονωμένα τα αξιόγραφα του χαρτοφυλακίου των Ε.Ε.Χ. Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι οι εξηγήσεις για την έκπτωση, με βάση την χρονική επιλογή της φορολόγησης, δεν αποκλείουν άλλες εξηγήσεις. Αντιθέτως, πολλοί παράγοντες μπορεί να συμβάλλουν στην εμφάνιση έκπτωσης. Τα στοιχεία δείχνουν ότι ένα μικρό, μόνο, ποσοστό των επενδυτών συναλλάσσεται με βάση φορολογικά κριτήρια.

A5.1.2. ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

Οι λογιστικές διαδικασίες μπορεί να οδηγήσουν σε υποεκτίμηση – ή υπερεκτίμηση – της καθαρής αξίας των στοιχείων του ενεργητικού των Ε.Ε.Χ. Παραδείγματος χάριν, καταγράφοντας τις μετοχές υποχρεωτικής διακράτησης μαζί με τις κοινές μετοχές, γίνεται εσφαλμένη εκτίμηση της καθαρής αξίας των στοιχείων του ενεργητικού. Αυτό συμβαίνει διότι οι μετοχές υποχρεωτικής διακράτησης είναι μετοχές που έχουν ελάχιστο υποχρεωτικό χρονικό διάστημα, εντός του οποίου πρέπει να διακρατηθούν, και είναι δύσκολα ρευστοποιήσιμες. Έτσι, δεν υπάρχει ξεκάθαρη αγοραία αξία και συνήθως υπερεκτιμούνται. Ο Malkiel βρήκε, για την περίοδο 1969-1974, μια σημαντική σχέση μεταξύ της έκπτωσης και της μεταβλητής που μετράει το ποσοστό μετοχών υποχρεωτικής διακράτησης στο χαρτοφυλάκιο. Οι Lee et al (1990) έδειξαν ότι η ύπαρξη μετοχών υποχρεωτικής διακράτησης δεν εξηγεί ικανοποιητικά το αίνιγμα των Ε.Ε.Χ, αφού οι περισσότερες Ε.Ε.Χ κατέχουν πολύ μικρό ποσοστό τέτοιων δύσκολα ρευστοποιήσιμων προϊόντων και εξακολουθούν να διαπραγματεύονται με έκπτωση. Ακόμη, εάν οι μετοχές υποχρεωτικής διακράτησης ήταν υπερεκτιμημένες, η καθαρή αξία θα έπρεπε να προσεγγίσει την χρηματιστηριακή.

Αντιθέτως, τα στοιχεία δείχνουν ότι η χρηματιστηριακή αξία αυξάνεται. Η έλλειψη δυνατότητας εύκολης ρευστοποίησης είναι μια πιθανή εξήγηση για το φαινόμενο της έκπτωσης. Ο Seltzer (1989) υποστήριξε πως η έκπτωση μπορεί να οφείλεται στην εσφαλμένη τιμολόγηση των μη ρευστοποιήσιμων στοιχείων του χαρτοφυλακίου. Υποστήριξε, ακόμη, ότι αυτά τα αξιόγραφα είναι δυνατόν να υπερεκτιμηθούν λόγω της δυσκολίας εύρεσης μιας δίκαιης τιμής στην αγορά. Οι Datar, Naik και Radcliffe (1998) τόνισαν την χρησιμότητα της ρευστότητας στις αποδόσεις των μετοχών. Από την άλλη μεριά, οι επενδυτές ενδέχεται να εμφανίζουν προθυμία στο να πληρώσουν υψηλότερα κόστη αντιπροσώπευσης, διακρατώντας τις άμεσα ρευστοποιήσιμες μετοχές των Ε.Ε.Χ, παρά λιγότερα εύκολα ρευστοποιήσιμες, όπως οι μετοχές εταιρειών μικρής κεφαλαιοποίησης. Συνεπώς, η σημαντικότητα των μη ρευστοποιήσιμων στοιχείων είναι δύσκολο να μετρηθεί. Οι Dutur και Dabofsky (1999) επίσης έδειξαν ότι οι Ε.Ε.Χ αντιδρούν με τον ίδιο τρόπο, όπως άλλες εταιρείες σε ανακοινώσεις διανομής μετοχών. Ο όγκος συναλλαγών και ο τζίρος δεν μεταβάλλεται μετά από τις ανακοινώσεις, παρ' ότι σε άλλες εταιρείες οι ρευστοποιήσεις μειώνονται. Οι Ε.Ε.Χ έχουν διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια και δημοσιεύουν τις αγοραίες αξίες τους περιοδικά. Συνεπώς, η παραμικρή αμφιβολία σχετικά με την τρέχουσα αξία ρευστοποίησης δεν θα πρέπει να οδηγεί σε μη επιθυμητή αιτία επιλογής στα bid-ask spreads των Ε.Ε.Χ. Οι Neal και Wheatley (1998) βρήκαν ότι οι εκτιμήσεις του στοιχείου μη επιθυμητής επιλογής των bid-ask spreads είναι σημαντικές, τόσο για τις Ε.Ε.Χ, όσο και για αρκετές κοινές μετοχές. Τα στοιχεία τους υποδηλώνουν ότι η μη επιθυμητή επιλογή προκύπτει είτε κυρίως από παράγοντες πέραν των τρεχουσών αξιών ρευστοποίησης, είτε τα εμπειρικά μοντέλα δεν είναι σωστά εκτιμημένα. Οι Wu και Xia (2001) είχαν μια διαφορετική οπτική γωνία για την ρευστότητα. Επικεντρωμένοι στις Ε.Ε.Χ διαφόρων χωρών, θεώρησαν τις αλλαγές στην έκπτωση ως ενδείξεις των αναμενόμενων μελλοντικών οικονομικών συνθηκών. Τέλος, οι Deli και Varma (2002) ερεύνησαν την ύπαρξη σχέσης μεταξύ έκπτωσης και επιλογής οργάνωσης της Ε.Ε.Χ. Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι εταιρείες που κατείχαν λιγότερο ρευστοποιήσιμα στοιχεία, λόγω λιγότερο διαφανούς τιμολόγησης, προσέγγιζαν την δομή των Ε.Ε.Χ.

Ανακεφαλαιώνοντας, οι περισσότεροι ερευνητές καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η έκπτωση δεν μπορεί να εξηγηθεί μόνο λόγω των μεροληπιών στον υπολογισμό της καθαρής αξίας των στοιχείων των Ε.Ε.Χ

A.5.2 ΜΕΡΙΣΜΑ

Σύμφωνα με τον Pontiff (1996), μια υψηλότερη μερισματική απόδοση κάνει το arbitrage λιγότερο δαπανηρό, αφού είναι ευκολότερο να καλυφθεί η υποχρέωση για μέρισμα, σε θέση short, για τα στοιχεία του ενεργητικού. Έτσι, θα ήταν αναμενόμενο να υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ μερισματικής απόδοσης και έκπτωσης. Ακόμη, μια υψηλότερη μερισματική απόδοση ενδέχεται να είναι ευεργετική για μικροεπενδυτές που την έχουν ως εισόδημα. Τα μερίσματα ξοδεύονται χωρίς κόστη συναλλαγών, όπως η ρευστοποίηση μετοχών.

A.5.3 EXPENSE RATIO

Σύμφωνα με τον Ross (2004), ο μάνατζερ μιας εταιρείας Ε.Χ ωφελείται από την συλλογή περιοδικών κοστών αντιπροσώπευσης, ενώ οι επενδυτές πληρώνονται με περιοδικές καταβολές μερισμάτων. Ας υποθεθεί ότι “e” είναι το ποσοστό της καθαρής αξίας της Ε.Ε.Χ που αποτελεί τον δείκτη εξόδων (expense ratio ή management fee) και “δ” είναι το ποσοστό της καθαρής αξίας που καταβάλλεται ως μέρισμα. Τότε, οι επενδυτές κατέχουν μέρος, μόνο, των μελλοντικών χρηματικών ροών της εταιρείας. Συνεπώς, ένας επενδυτής θα έπρεπε να πληρώσει για την Ε.Ε.Χ ένα ποσοστό της καθαρής αξίας ίσο με $\delta/(\delta+e)$ ή μια ισόποση έκπτωση.

A.5.4 ΚΟΣΤΗ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ

Τα κόστη αντιπροσώπευσης είναι μια πιθανή εξήγηση της έκπτωσης των Ε.Ε.Χ, εάν αυτά είναι αρκετά υψηλά ή εάν η μελλοντική απόδοση της διαχείρισης είναι κάτω του μέσου όρου. Από αυτή την άποψη, η έκπτωση αντανakλά

υπερβάλλοντα κόστη αντιπροσώπευσης και / ή ανεπαρκή διαχειριστική επίδοση. Αυτή η προσέγγιση εμφανίζει αρκετά προβλήματα. Τα κόστη αντιπροσώπευσης υποδηλώνουν ότι οι Ε.Ε.Χ δεν θα πρέπει να εκδίδουν τις μετοχές τους με προσαύξηση, από τη στιγμή που υπάρχουν Α/Κ που χρεώνουν παρόμοιες προμήθειες. Επιπρόσθετα, τα κόστη αντιπροσώπευσης δεν ευθύνονται ούτε για τις ευρείες και διαστρωματικές διακυμάνσεις στην έκπτωση, ούτε για την διαπραγμάτευση ορισμένων μετοχών Ε.Ε.Χ με προσαύξηση. Ένα ακόμη μειονέκτημα αυτής της υπόθεσης είναι η αδυναμία εξήγησης αγοράς μετοχών με προσαύξηση από ορθολογικούς επενδυτές. Οι ορθολογικοί επενδυτές θα πρέπει να είναι γνώστες της πιθανότητας οι μετοχές να περάσουν σε διαπραγμάτευση με έκπτωση.

Οι Baur, Coelho και Suntoni (1996) εξήγησαν ότι, λόγω των κόστων αντιπροσώπευσης που βαρύνουν τους επενδυτές, η έκπτωση στις Ε.Ε.Χ είναι συνέπεια της προεξόφλησης μελλοντικών κόστων. Παρ'όλα αυτά, ο Malkiel δεν βρήκε συσχέτιση μεταξύ της έκπτωσης των αμερικάνικων Ε.Ε.Χ και των εξόδων διαχείρισης, ως ποσοστό της καθαρής αξίας των στοιχείων του ενεργητικού. Ο όγκος των συναλλαγών έχει επίσης προταθεί ως πιθανή εξήγηση της έκπτωσης, καθώς αρκετοί διαχειριστές Ε.Ε.Χ πραγματοποιούν συναλλαγές σύμφωνα με την κρίση τους. Όμως, ο Malkiel δεν βρήκε στοιχεία που να υποστηρίζουν την ανωτέρω θέση. Επιπλέον, η θεωρία της αντιπροσώπευσης προβλέπει ότι όταν τα μακροχρόνια επιτόκια σημειώνουν πτώση, η παρούσα αξία των μελλοντικών εξόδων διαχείρισης θα πρέπει να αυξάνεται και η έκπτωση να διευρύνεται. Ο Ammer (1990) έδειξε ότι τόσο με ένα απλό, στατικό μοντέλο, όσο και με ένα δυναμικό μοντέλο, με ένα πλαίσιο που να βασίζεται στην θεωρία του arbitrage, τα έξοδα και οι αποδόσεις ευθύνονται για ένα ποσοστό της έκπτωσης, που είναι σύνηθες στις αγγλικές Ε.Ε.Χ. Ο Ross (2002) υποστήριξε την άποψη ότι η έκπτωση μπορεί να εξηγηθεί ως η παρούσα αξία των εξόδων αντιπροσώπευσης. Αυτό, όμως, το πλαίσιο έρευνας αποτυγχάνει να ερμηνεύσει τις περισσότερες περιπτώσεις έκπτωσης σε χρονοσειρές, διαστρωματικά και διακρατικά. Οι Kumar και Noronha (1992) επανεξέτασαν τον ρόλο των εξόδων αναπτύσσοντας ένα μοντέλο προεξόφλησης που δίνει έμφαση στα έξοδα σε

σχέση με το εισόδημα από μέρισμα. Χρησιμοποιώντας ένα μεγαλύτερο δείγμα από τον Ammer και διαφορετικό ορισμό των εξόδων, οι Kumar και Noronha βρήκαν συσχέτιση μεταξύ έκπτωσης και εξόδων. Οι Gemmill και Thomas (2002) βρήκαν ύπαρξη μακροχρόνιας ισορροπίας της έκπτωσης των Ε.Ε.Χ και του λόγου που η έκπτωση υπόκειται σε διακυμάνσεις διαχρονικά. Υποστήριξαν πως η έκπτωση υπάρχει μακροχρόνια εξ αιτίας εξόδων διαχείρισης και arbitrage, ενώ βραχυχρόνια η έκπτωση παρουσιάζει διακυμάνσεις λόγω αλλαγών στο «αίσθημα» των επενδυτών.

Πολλές Ε.Ε.Χ, αλλά και Α/Κ, παρουσιάζουν έξοδα που είναι αρκετά υψηλότερα από την αξία των παρεχόμενων διαχειριστικών υπηρεσιών. Γι αυτό, όπως υποστήριξαν οι Ferguson και Leistikow (2001), η αξία του χαρτοφυλακίου της Ε.Ε.Χ μπορεί να διαφέρει από την εσωτερική καθαρή αξία. Οι μετοχές των Ε.Ε.Χ θα πουλιόνταν με έκπτωση ή θα είχαν πολύ χαμηλή απόδοση. Αυτό καλείται θεωρία επίδοσης (performance theory) των Ε.Ε.Χ. Ο Thompson (1978) δεν υποστήριξε την θεωρία αυτή. Παρατήρησε πως, σε μεγάλες χρονικές περιόδους, πολλές Ε.Ε.Χ διαπραγματεύονται με έκπτωση, ενώ ταυτόχρονα παρουσιάζουν κέρδη, προ φόρων, μεγαλύτερα από όσο θα αναμενόταν με βάση το υπόδειγμα CAPM.

Ομοίως, ο Malkiel δεν βρήκε σημαντική σχέση μεταξύ μελλοντικής επίδοσης και επιπέδου έκπτωσης. Υποθέτοντας ορθολογικές προσδοκίες, η θεωρία επίδοσης (performance theory) προβλέπει ότι υψηλές εκπτώσεις αντανakλούν χαμηλή μελλοντική απόδοση της καθαρής αξίας. Οι Lee et al (1990) δεν υποστήριξαν τη θέση αυτή. Βρήκαν ότι μετοχές Ε.Ε.Χ, πουπραγματεύονται σε υψηλή έκπτωση, τείνουν να υπεραποδίδουν σε σχέση με άλλες, που έχουν μικρότερη έκπτωση. Επιπρόσθετα, ο Pontiff (1995) έδειξε ότι η ικανότητα πρόβλεψης μελλοντικών εκπτώσεων, βασιζόμενη σε τρέχουσες εκπτώσεις, είναι σχεδόν πλήρης συνέπεια της ικανότητας πρόβλεψης της απόδοσης των μετοχών. Ο Gruber (1996) και οι Gruber, Elton και Blake (1996) έδειξαν ότι οι επενδυτές μπορούν (και το πράττουν) να αναγνωρίζουν καλύτερους διαχειριστές και να επενδύουν σε αυτές τις Ε.Ε.Χ ή τα Α/Κ. Ο Zheng (1999), εξετάζοντας την οικονομική και στατιστική σημαντικότητα της ικανότητας επιλογής διαχειριστή,

επιβεβαίωσε την ύπαρξή της. Οι Chen, Jegadeesh και Wermers (2000) παρουσίασαν στοιχεία για A/K που μεγενθύνονται, στα οποία υπάρχει η ικανότητα επιλογής διαχειριστή. Οι Bal και Leger (1996), καθώς και ο Leger (1997), ανέφεραν χαμηλή επίδοση στις βρετανικές E.E.X. Παρόμοια αποτελέσματα παρουσιάστηκαν για τις αμερικάνικες E.E.X από τους Bers και Madura (2000). Σε ένα πολύ διαφορετικό περιβάλλον, οι Chen, Rui και Xu (2002), καθώς και οι Cao και Esman (2002), βρήκαν στοιχεία που υποστηρίζουν την ύπαρξη διαφορετικής επίδοσης μεταξύ των διαχειριστών των κινεζικών E.E.X. Από την μια πλευρά, εάν οι «καλύτερες» E.E.X ξεχώριζαν, οι εκπτώσεις θα έπρεπε να αντανakλούν τις προσδοκίες των επενδυτών για την μελλοντική επίδοση των διαχειριστών και ο Gruber υποστηρίζει ότι οι μετοχές θα διαπραγματεύονταν με μικρότερη έκπτωση (ή ακόμα και με προσαύξηση), εάν η αγορά ανέμενε καλή διαχειριστική επίδοση. Ο Chay (1992) και οι Chay και Trzcinka (1999), υπολογίζοντας την καθαρή διαχειριστική επίδοση (απαλλαγμένη από τα έξοδα που χρεώνουν οι διαχειριστές), έδειξε ότι οι μετοχές E.E.X που διαπραγματεύονται με έκπτωση υποαποδίδουν, σε σχέση με μετοχές που διαπραγματεύονται με προσαύξηση. Αυτά τα αποτελέσματα φαίνεται να υποστηρίζουν την άποψη ότι η έκπτωση αντανakλά τις προσδοκίες της αγοράς για την μελλοντική επίδοση των διαχειριστών. Οι Bodurtha, Kim και Lee (1995) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι, σε μηνιαίο ορίζοντα, η έκπτωση δεν επιστρέφει στη μέση τιμή της, αλλά εμφανίζει ικανότητα πρόβλεψης μελλοντικών τιμών και οι Wu και Xia (2001) βρήκαν ότι η έκπτωση μπορεί να προβλέψει μελλοντικές αποδόσεις της εσωτερικής καθαρής αξίας της μετοχής. Αυτά τα ευρήματα συνάδουν προς τις απόψεις των Chay και Trzcinka.

Από την άλλη πλευρά, παρά τη πίστη ότι η έκπτωση αντανakλά την ποιότητα του διαχειριστή της EEX, τα υπάρχοντα στοιχεία οδηγούν σε ένα γρίφο, σύμφωνα με τον οποίο η έκπτωση φαίνεται να σχετίζεται αρνητικά με την επίδοση του διαχειριστή. Οι Dimson και Minio-Paluello (2001) έδειξαν ότι υψηλότερη έκπτωση τείνει να συνδέεται με υψηλή τιμή μετοχής και απόδοση της εσωτερικής της αξίας, παρά το γεγονός ότι η σχέση αυτή δεν είναι στατιστικά σημαντική. Σε συνέπεια με τους Malkiel και Pontiff (1995), τα αποτελέσματα

δείχνουν ότι χαμηλότερες εκπτώσεις δεν συνδέονται με τη προσδοκία υψηλότερων αποδόσεων της καθαρής εσωτερικής αξίας. Η δυσκολία εύρεσης μιας σύνδεσης μεταξύ της έκπτωσης των μετοχών των EEX και της επίδοσης των διαχειριστών εξηγεί την ύπαρξη πολύ λίγων σχετικών μελετών. Δηλαδή, είτε δεν υπάρχει συνδετικός κρίκος, είτε δεν υπάρχει το κατάλληλο μοντέλο. Γι' αυτό το λόγο, Οι Dimson και Minio-Paluello (2001) επανεξέτασαν τη θεωρία της επίδοσης των διαχειριστών, προβλέποντας πως, εάν μια EEX πληρώνει περισσότερο από μια "δίκαιη" τιμή για τις υπηρεσίες διαχείρισης, τότε η μετοχή της θα πρέπει να διαπραγματεύεται με έκπτωση, και αντίστροφα. Οι Deaves και Kriinsky (1994) πρότειναν μια πιθανή συμφιλίωση των αντικρουόμενων αποτελεσμάτων, σχετικά με τον ρόλο της επίδοσης του διαχειριστή στην έκπτωση των μετοχών των EEX. Τα στοιχεία που εξέτασαν οδηγούν στο συμπέρασμα πως η επίδοση του διαχειριστή και η έκπτωση συνδέονται θετικά. Έδειξαν ότι μερικά ευρήματα μπορούν να εξηγηθούν χωρίς την εγκατάλειψη των υποθέσεων της αποτελεσματικής αγοράς. Το μοντέλο τους βασίζεται στην ορθολογικότητα των επενδυτών και δείχνει ότι η σχέση μεταξύ της επίδοσης του διαχειριστή και της έκπτωσης δεν είναι απαραίτητα μονότονη. Τα προβλήματα διαχείρισης έχουν τη δυναμική παροχής εξήγησης της ύπαρξης της έκπτωσης. Η θεωρία αντιπροσώπευσης (agency theory) επικεντρώνεται στη σχέση μεταξύ μεριδιούχων και διαχειριστή. Τα προβλήματα διαχείρισης εμφανίζονται όταν υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ διαχειριστή και μετόχων, η οποία επηρεάζει τη λειτουργία της εταιρείας. Ο Draper (1989) εξέτασε τις αγγλικές EEX και διαπίστωσε ότι σπάνια διοικούνται από στελέχη της εταιρείας, αλλά προτιμούν να αναθέτουν τη διαχείριση σε εξειδικευμένες εταιρείες. Αυτά τα "κερδοφόρα" συμβόλαια λειτουργούν ως κίνητρο για τους διαχειριστές να επιβραδύνουν την πραγματοποίηση των κερδών για τους μεριδιούχους. Κατά συνέπεια, οι μεριδιούχοι μπορεί να οδηγηθούν στην χρέωση κάποιων εξόδων, λόγω της δυσκολίας αντικατάστασης διαχειριστή και ρευστοποίησης των μετοχών τους. Ως ένα βαθμό, τα στοιχεία των αμερικάνικων EEX υποστηρίζουν τη προαναφερθείσα υπόθεση, (Thompson, Brauer (1984), Barclay, Holderness και Pontiff (1993)). Τα πολύ χαμηλά επίπεδα ρευστοποιήσεων και εξόδων των

A/K, που αποκαλύπτονται με τη πάροδο του χρόνου και συμπεριλήφθηκαν στην έρευνα του Draper, υποδηλώνουν ότι αρκετά περισσότερα αγγλικά A/K θα είχαν ρευστοποιηθεί σε καλύτερη τιμή. Επιπρόσθετα στοιχεία που υποστηρίζουν την ύπαρξη του προβλήματος διαχείρισης προτάθηκαν από τους Barclay, Holderness και Pontiff (1995). Αυτοί βρήκαν μια σταθερή και σημαντική διαστρωματική σχέση μεταξύ έκπτωσης και διαχείρισης. Συγκεκριμένα, όσο μεγαλύτερο ποσοστό ιδιοκτησίας κατείχαν οι διαχειριστές, τόσο μεγαλύτερη ήταν και η έκπτωση. Η μέση έκπτωση, με συνιδιοκτήτες τους διαχειριστές, ήταν 14%, ενώ χωρίς τους διαχειριστές ως συνιδιοκτήτες ήταν μόλις 4%. Η ιδέα είναι πως οι μεριδιούχοι και διαχειριστές καρπώνονται οφέλη που δεν πάνε σε όλους τους μετόχους και, συνεπώς, τείνουν να διατηρούν αυτά τα οφέλη με συγκεκριμένους τρόπους διαχείρισης. Η βιβλιογραφία προτείνει δύο τρόπους με τους οποίους σχετίζεται η κατοχή μετοχών από τους διαχειριστές με τα προβλήματα διαχείρισης. Ο πρώτος είναι η θεωρία της διασταύρωσης συμφερόντων (convergence-of-interest theory) και ο δεύτερος η υπόθεση της θεμελίωσης (entrenchment hypothesis). Τα αποτελέσματα για τις EEX είναι συνεπή προς το δεύτερο τρόπο. Αυτό σημαίνει ότι όταν οι διαχειριστές έχουν αποτελεσματικό έλεγχο στην εταιρεία (πλειοψηφία στη γενική συνέλευση), τότε μπορούν να απολαμβάνουν προνόμια χωρίς το φόβο απώλειας ελέγχου της εταιρείας. Η πρόβλεψη είναι ότι όσο η διαχείριση αποκτά μεγαλύτερο ποσοστό της εταιρείας, η αξία της θα μειώνεται. Αντίθετα, η θεωρία της διασταύρωσης συμφερόντων προβλέπει ότι όσο το ποσοστό ιδιοκτησίας των διαχειριστών αυξάνεται, οι διαχειριστές θα αντιμετωπίζουν μεγαλύτερο ποσοστό των συνολικών εξόδων διαχείρισης, τα οποία μειώνουν τη συνολική αξία της εταιρείας. Αυτό, όμως, είναι εις βάρος τους, όντας και οι ίδιοι μέτοχοι, και θα προσπαθήσουν να το αποφύγουν, αυξάνοντας έτσι την αξία της εταιρείας. Εμπειρικές μελέτες, που προσπάθησαν να κάνουν διαχωρισμό μεταξύ των δυο θεωριών, οδηγήθηκαν σε ανάμικτα συμπεράσματα. Οι Coles, Skay και Woodbury (2000) εξέτασαν τη σχέση μεταξύ προσαύξησης της τιμής των μετοχών των EEX και των χαρακτηριστικών οργάνωσης, περιλαμβανομένου και του τρόπου αμοιβής των διαχειριστών. Τα συμπεράσματα έδειξαν ότι η προσαύξηση είναι υψηλότερη όταν

οι αμοιβές των διαχειριστών είναι πιο ελαστικές στην επίδοση της εταιρείας. Τα στοιχεία έδειξαν, επίσης, ότι η αξιολόγηση του διαχειριστή με χρήση κάποιου δείκτη αναφοράς συνδέεται με την ύπαρξη υψηλότερης προσαύξησης. Ανακεφαλαιώνοντας, τα προβλήματα διαχείρισης εξηγούν μερικώς το πρόβλημα της έκπτωσης, αλλά οι θεωρίες αδυνατούν να εξηγήσουν πλήρως τις ευρείες διακυμάνσεις της.

A.5.5 MARKET SEGMENTATION

Μια άλλη ομάδα πιθανών εξηγήσεων της έκπτωσης στη τιμή των μετοχών των EEX επικεντρώνεται σε διάφορες μορφές κατάτμησης της αγοράς (market segmentation). Παρέχοντας ένα τρόπο παράκαμψης των εγχώριων δεδομένων, πολλές EEX δίνουν τη δυνατότητα στους επενδυτές να εισχωρούν σε αγορές εκτός των συνόρων τους. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να επενδύουν σε αγορές όπου οι αποδόσεις καθορίζονται από άλλους επενδυτές, συνθήκες και παράγοντες.

A.5.5.1 INTERNATIONAL MARKET SEGMENTATION

Μια μορφή κατάτμησης της αγοράς είναι η διεθνής (international market segmentation). Οι Cooper και Kaplanis (1994) και οι Dimson, Marsh και Staunton (2002) βρήκαν ότι όταν οι επενδυτές διεισδύουν και σε εξωτερικές αγορές, τότε προκύπτουν έξοδα ιδιαίτερα υψηλά, εφ' όσον απομακρυνθούν από μια ανεπτυγμένη αγορά, π.χ. ΗΠΑ, και κινηθούν προς μια λιγότερο ανεπτυγμένη, με κατώτερο θεσμικό και νομικό πλαίσιο. Η ανάπτυξη των EEX αναδυομένων αγορών υποδηλώνει ότι η κατάτμηση μεταξύ ΗΠΑ και άλλων αγορών δεν έχει εξλειφθεί. Η κατοχή, συνεπώς, μετοχών ξένων EEX ενδέχεται να παρέχει πληροφόρηση σχετικά με την ύπαρξη της έκπτωσης ή της προσαύξησης των τιμών των μετοχών των εταιρειών αυτών. Μερικές EEX επενδύουν αποκλειστικά σε μετοχές ξένων χωρών. Η ύπαρξη περιορισμών στην άμεση επένδυση στο εξωτερικό είναι μια πιθανή εξήγηση για την διαπραγματέυση των μετοχών τους

με προσαύξηση. Οι Bonser-Neal, Brauer, Neal και Wheatley (1990) εξέτασαν την ύπαρξη σχέσης μεταξύ ανακοινώσεων μεταβολής των περιορισμών και λόγου τιμής προς καθαρή αξία. Χρησιμοποιώντας εβδομαδιαία δεδομένα για την περίοδο 1981-1989, βρήκαν ότι τέσσερις από τις πέντε χώρες είχαν μια σημαντική μείωση του λόγου τιμής προς καθαρή αξία, μετά από ανακοίνωση άρσης των περιορισμών για άμεσες επενδύσεις στο εξωτερικό. Εντούτοις, οι γερμανικές και οι ισπανικές EEX, που επένδυναν σε ανοιχτές αγορές, διαπραγματεύονταν με προσαύξηση ακόμα και της τάξης του 200%, τη δεκαετία του '80 (Hardouvelis, LaPorta, Wizman (1994)). Επιπρόσθετα, ο Malkiel δεν βρήκε σημαντική σχέση μεταξύ έκπτωσης και επένδυσης σε μετοχές εκτός εγχώριας αγοράς. Ένας άλλος παράγοντας που θα μπορούσε να εξηγήσει την έκπτωση (ή την προσαύξηση) των τιμών των μετοχών των EEX που επενδύουν σε τρίτες χώρες είναι ο βαθμός αφομοίωσης μεταξύ των εταιρειών αυτών και των χωρών στις οποίες διαπραγματεύονται. Ερευνώντας την πιθανότητα οι EEX , που επενδύουν σε τρίτες χώρες, να παρέχουν διεθνή διαφοροποίηση, οι Chang, Eun και Kolodny (1995) έδειξαν ότι οι εταιρείες αυτές εκτίθενται στην αμερικάνικη αγορά και συμπεριφέρονται πιο κοντά στις αμερικάνικες μετοχές, από ότι τα στοιχεία του ενεργητικού τους. Αυτά τα στοιχεία υποστηρίζουν τα ευρήματα των Bailey και Lim (1992), σύμφωνα με τα οποία οι EEX με διεθνή προσανατολισμό είναι φτωχά υποκατάστατα για άμεση επένδυση σε ξένες μετοχές. Οι Bodurtha et al. επίσης έδειξαν ότι οι αποδόσεις αυτών των EEX συσχετίζονται περισσότερο με τις εγχώριες αποδόσεις, παρά με τις αποδόσεις των χωρών των στοιχείων του ενεργητικού τους. Εντούτοις, οι Chang et al. υποστήριξαν ότι αυτές οι EEX παρέχουν στους αμερικανούς επενδυτές αρκετά οφέλη διαφοροποίησης. Σε συγκεκριμένες EEX (όπως Βραζιλίας, Μεξικού, Ταϊβάν, κτλ.) φαίνεται να διευρύνουν το σύνολο των επενδυτικών ευκαιριών. Οι Bekaert και Krias (1996) χρησιμοποίησαν ένα διευρυμένο σύνολο δεδομένων για αμερικάνικες και αγγλικές EEX, ώστε να εξετάσουν τα οφέλη της διαφοροποίησης από επενδύσεις σε αναδυόμενες αγορές. Βρήκαν σημαντικά οφέλη διαφοροποίησης για τις αγγλικές EEX, αλλά όχι και για τις αμερικάνικες, που φαίνεται να οφείλεται σε διαφορές των στοιχείων που συνθέτουν τα χαρτοφυλάκια, παρά σε διαφορές της

συμπεριφοράς των προσαυξήσεων των τιμών των μετοχών των EEX των δυο χωρών. Οι Errunza, Senbet και Hogan (1998) παρείχαν ένα θεωρητικό και πρακτικό μοντέλο για τις EEX που επενδύουν στο εξωτερικό. Το μοντέλο αυτό επικεντρώνεται στις οικονομίες των αναδυόμενων χωρών, των οποίων οι αγορές κεφαλαίου δεν είναι εύκολα προσβάσιμες για τους επενδυτές του εξωτερικού. Έδειξαν πως οι EEX, που διαπραγματεύονται σε ανεπτυγμένες αγορές κεφαλαίου, μπορεί να είναι ωφέλιμες ως προς την προώθηση της αποτελεσματικής τιμολόγησης στις αναπτυσσόμενες αγορές. Οι Klibanoff, Lamont και Wizman (1998) ερεύνησαν την υπόθεση ότι η σχετική σημαντικότητα των ειδήσεων παίζει ρόλο στην επίδραση της αντίδρασης των επενδυτών πάνω στις οικονομικές συνθήκες που επικρατούν. Χρησιμοποίησαν διαστρωματικά δεδομένα και χρονοσειρές για τις τιμές των μετοχών, καθώς και την καθαρή τους αξία, ώστε να εξετάσουν εάν βαρυσήμαντες ανακοινώσεις επηρέαζαν τις τιμές των μετοχών. Τα αποτελέσματά τους είναι συνεπή προς την υπόθεση ότι οι ανακοινώσεις οδηγούν σε διαφορετικής ταχύτητας αντιδράσεις τους διάφορους επενδυτές, και ότι η έκπτωση έχει διακυμάνσεις, ανάλογα με τις διάφορες ανακοινώσεις. Οι Levy-Yeyati και Ubide (2000) συμπεριέλαβαν στοιχεία από τις κρίσεις του Μεξικό και της Ανατολικής Ασίας, στην ανάλυσή τους για τη συμπεριφορά της έκπτωσης των EEX που επενδύουν διεθνώς. Τα ευρήματά τους ήταν ότι ο λόγος της τιμής της μετοχής προς την πραγματική της αξία αυξάνεται δραματικά κατά τη διάρκεια μιας κρίσης. Αυτό είναι μια ανωμαλία γνωστή ως αίνιγμα των διεθνικών EEX (closed-end country fund puzzle). Τα αποτελέσματα της έρευνάς τους έδειξαν ότι το αίνιγμα συνδέεται άμεσα με το γεγονός ότι οι διεθνείς επενδυτές είναι λιγότερο ελαστικοί ως προς τις εγχώριες αλλαγές, από ότι οι εγχώριοι επενδυτές, και περισσότερο ελαστικοί ως προς τις αλλαγές των διεθνών αγορών, από ότι οι εγχώριοι επενδυτές. Αυτή η ασυμμετρία υποδηλώνει ότι οι ξένοι που μετέχουν στις εγχώριες αγορές μπορούν να βοηθήσουν στη μείωση της κρίσης στην χώρα που ξέσπασε και στην αύξηση της εξάπλωσής της σε τρίτες χώρες. Οι Kramer και Smith (1998) εξέτασαν τη συμπεριφορά της έκπτωσης των διεθνικών EEX, κατά τη κρίση του μεξικανικού πέσο. Τα γεγονότα της κρίσης του Δεκεμβρίου του 1994, και οι συνέπειες της

στις τιμές μερικών EEX, έφεραν στην επιφάνεια ένα νέο αίτιγμα, εκείνο των υπερβολικών προσαυξήσεων των EEX που επένδυαν σε μετοχές του Μεξικό. Ως πιθανή εξήγηση, οι Kramer και Smith υπέθεσαν ότι οι μεμονωμένοι επενδυτές αποστρέφονται τις υψηλές απώλειες των επενδύσεών τους. Ο Nishiotis (1999) ερεύνησε την επίδραση των εμποδίων, για άμεση ή έμμεση επένδυση σε τρίτες χώρες, πάνω στην έκπτωση των τιμών των μετοχών των διεθνικών EEX. Χρησιμοποιώντας ένα απλό μοντέλο για να δείξει τη σύνδεση μεταξύ περιορισμών, ροών κεφαλαίου και προσαυξήσεων, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι ανεπτυγμένες χώρες δεν εμφανίζουν στοιχεία κατάτμησης και οι προσαυξήσεις των τιμών των μετοχών των EEX συνδέονται στενά με τις προσαυξήσεις των εγχώριων EEX. Αντιθέτως, οι περισσότερες αναδυόμενες αγορές εμφανίζουν ισχυρά σημάδια κατάτμησης της αγοράς. Η μέτρηση του βαθμού κατάτμησης των αγορών δείχνει μια τάση προς ομαλή συνύπαρξη και συνεργασία των διαφορετικών χωρών. Οι Bailey, Chan και Chung (2000) μελέτησαν την ημερήσια επίδραση των συναλλαγματικών ανακοινώσεων στα ADR (American Depositary Receipts) και στις διεθνικές EEX, κατά τη κρίση του Μεξικό το 1994. Κατέληξαν στο συμπέρασμα πως οι ανακοινώσεις για το πέσο είχαν σημαντική επίδραση στη τιμολόγηση και στον όγκο συναλλαγών των ADR και των διεθνικών EEX. Συγκεκριμένα, Μερικά στοιχεία έδειχναν πως η αγορά των διεθνικών EEX (που κυριαρχείται από μικροεπενδυτές) είναι περισσότερο ελαστική στα νέα του Μεξικό από ότι η αγορά των ADR (που κυριαρχείται από θεσμικούς επενδυτές). Τέλος, ο Patro (2001) εξέτασε την επίδοση 45 αμερικάνικων διεθνικών EEX για την περίοδο '91-'97 και δεν βρήκε στοιχεία που να υποστηρίζουν ότι η προσαρμοσμένη στο κίνδυνο απόδοση των εταιρειών αυτών ήταν καλύτερη από τους παγκόσμιους δείκτες αναφοράς. Ο Patro έδειξε, ακόμη, ότι οι εγχώριες EEX, στις ΗΠΑ, είχαν κατώτερη απόδοση από την αγορά, γεγονός που υποδηλώνει πως οι διεθνικές EEX ίσως να είχαν καλύτερη απόδοση από τις εγχώριες.

A.5.5.2 ΕΓΧΩΡΙΑ ΚΑΤΑΤΜΗΣΗ ΑΓΟΡΑΣ

Όπως κατέγραψε ο Huberman (2001), οι αγορές ενδέχεται να εμφανίζουν και εγχώρια κατάτμηση. Αρκετά άρθρα έχουν αναφέρει την ύπαρξη διαφορετικών ομάδων επενδυτών στα πλαίσια της ίδιας αγοράς, κάνοντας διαχωρισμό σε μεμονωμένους και σε θεσμικούς επενδυτές. Η συμπεριφορά της έκπτωσης, διαχρονικά, ενδέχεται να οφείλεται στις αντιδράσεις των διαφορετικών ομάδων επενδυτών αναφορικά με παράγοντες όπως οι αρχικές δημόσιες εγγραφές, κ.ά.. Τέλος, Ο Pratt (1966) και οι Malkiel και Firstenberg (1978) υποστήριξαν ότι οι αμερικάνικες ΕΕΧ διαπραγματεύονται με έκπτωση, λόγω φτωχής προωθητικής και διαφημιστικής καμπάνιας. Ο Anderson (1984) και ο Malkiel υποστήριξαν αυτή την άποψη, λέγοντας πως οι χρηματιστές προτιμούν την πώληση απλών μετοχών, και όχι μετοχών ΕΕΧ, αφού εισπράττουν μεγαλύτερες προμήθειες. Επιπρόσθετα, ο Anderson έδειξε ότι μετά από τη μείωση των προμηθειών το 1975, η έκπτωση των τιμών των μετοχών των αμερικάνικων ΕΕΧ αυξήθηκε.

A.6. ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΕΣ ΕΡΜΗΝΕΙΕΣ

Οι ορθολογικές προσεγγίσεις, με σκοπό την περιγραφή και εξήγηση του φαινομένου της έκπτωσης των τιμών των μετοχών των ΕΕΧ, δεν ήταν επαρκείς, με αποτέλεσμα να στραφεί η προσπάθεια εξεύρεσης λύσης του αινίγματος σε συμπεριφορικές ερμηνείες. Οι συμπεριφορικές ερμηνείες υποθέτουν την ύπαρξη ατελειών στην αγορά, καθώς και την διακράτηση των μετοχών των ΕΕΧ κυρίως από μεμονωμένους επενδυτές. Εάν υποθεθεί πως οι επενδυτές έχουν πεπερασμένο χρονικό ορίζοντα, τότε οι στρεβλώσεις από μη ορθολογικούς επενδυτές θα δυσκόλευαν τους ορθολογικούς επενδυτές να κάνουν αποτελεσματικά τις κινήσεις arbitrage, που θα εξάλειφαν την έκπτωση. Αποστρεφόμενοι τον κίνδυνο, οι ορθολογικοί επενδυτές θα επένδυαν μόνο σε ΕΕΧ που διαπραγματεύονταν με έκπτωση, ως αποζημίωση του ρίσκου λόγω των μη ορθολογικών επενδυτών. Ο Zweig (1973) ήταν ο πρώτος που υποστήριξε ότι η έκπτωση ενδέχεται να αντανακλά τις προσδοκίες μεμονωμένων επενδυτών. Οι

DeLong, Shleifer, Summers και Waldman (1990), καθώς και οι Lee, Shleifer και Thaler (1991), εξέτασαν ένα μοντέλο που βασίζεται στην ύπαρξη μη ορθολογικών επενδυτών (noise traders), το οποίο έρχεται σε αντιπαράθεση με την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς. Η θέση τους ήταν ότι η έκπτωση στις τιμές των μετοχών των EEX αντανάκλα αλλαγές στο “αίσθημα” των μεμονωμένων επενδυτών (investor sentiment), και όχι στη διαχείριση της κάθε EEX. Ακόμη, διέκριναν τους ορθολογικούς επενδυτές, με αμερόληπτες προσδοκίες, από τους μη ορθολογικούς, οι οποίοι κάνουν συστηματικά σφάλματα στις προβλέψεις τους. Η προσέγγισή τους βασίζεται σε τρεις βασικές υποθέσεις. Πρώτον, οι ορθολογικοί επενδυτές αποστρέφονται το κίνδυνο. Δεύτερον, οι ορθολογικοί επενδυτές έχουν πεπερασμένο χρονικό ορίζοντα και, τρίτον, οι διακυμάνσεις στη ψυχολογία των μη ορθολογικών επενδυτών επηρεάζουν πολλά περιουσιακά στοιχεία και είναι συνδεδεμένες με όλους τους μη ορθολογικούς επενδυτές, που αλληλοεπηρεάζονται, καθιστώντας το ρίσκο που προκαλούν μη διαφοροποιήσιμο. Επίσης, οι διακυμάνσεις της ψυχολογίας των μη ορθολογικών επενδυτών είναι απρόβλεπτες. Το ρίσκο που προκαλείται εξηγεί το λόγο για τον οποίο οι τιμές των μετοχών αποκλίνουν από τη καθαρή τους αξία.

A.6.1 ΜΕΜΟΝΩΜΕΝΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ

Οι ερμηνείες, με βάση τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική, για την έκπτωση της τιμής των μετοχών των EEX εστιάζουν στη συμπεριφορά του μεμονωμένου επενδυτή. Ορισμένες φορές, οι μεμονωμένοι, μη ορθολογικοί επενδυτές είναι ιδιαίτερος ενθουσιώδεις σχετικά με τις επενδύσεις σε μετοχές, με αποτέλεσμα ο ενθουσιασμός αυτός να οδηγεί στην επιλογή μετοχών με υψηλές διακυμάνσεις. Οι Lee, Shleifer και Thaler (1991) υποστήριξαν πως οι θεσμικοί επενδυτές τείνουν να αποφεύγουν τις EEX, ενδεχομένως λόγω του ότι είναι οι ίδιοι διαχειριστές των κεφαλαίων τους, συνεπώς είναι απρόθυμοι να εκχωρήσουν τις αρμοδιότητές τους σε τρίτους, δηλαδή στους διαχειριστές των EEX. Αυτό οδηγεί σε μεγαλύτερη συγκέντρωση μεμονωμένων επενδυτών στις EEX. Στο

βαθμό που οι μεμονωμένοι επενδυτές είναι πιο ευαίσθητοι σε ψυχολογικούς παράγοντες καθορισμού επενδυτικής στρατηγικής, δημιουργείται ανάλογη έκπτωση στις τιμές των μετοχών των EEX, ως αποζημίωση για τον κίνδυνο που προκαλεί η ευαισθησία αυτή. Οι Gullon και Wang (2001) είχαν μια διαφορετική προσέγγιση της επίδρασης της διαφοροποίησης των επενδυτών σε μεμονωμένους και σε θεσμικούς. Υποστήριξαν πως οι μεμονωμένοι επενδυτές διαφέρουν από τους θεσμικούς ως προς τις δυνατότητες πρόσβασης σε πληροφορίες που αφορούν τις εταιρείες που επενδύουν, καθώς και όσον αφορά τη δυνατότητα διαμόρφωσης των λειτουργιών και των αποφάσεων των εταιρειών αυτών. Υπό αυτή την άποψη, οι θεσμικοί επενδυτές έχουν ένα κίνητρο να επενδύουν απ' ευθείας σε μετοχές, παρά σε μια EEX, ώστε να εκμεταλλευτούν πλήρως την επιπλέον πληροφόρηση που διαθέτουν. Οι Gullon και Wang ανέπτυξαν ένα μοντέλο συναλλαγών με πολλές μετοχές και ασύμμετρη πληροφόρηση, ώστε να εξετάσουν την έκπτωση στις τιμές των μετοχών των EEX. Το μοντέλο έδειξε πως η συγκέντρωση καλύτερα πληροφορημένων επενδυτών, απ' ευθείας στις μετοχές που επενδύουν οι EEX, οδηγεί σε έκπτωση στις τιμές των μετοχών των EEX. Συγκεκριμένα, βρήκαν ότι η έκπτωση σχετίζεται θετικά με την ποιότητα των εσωτερικών πληροφοριών για τις μετοχές που αποτελούν το χαρτοφυλάκιο μιας EEX. Συνεπώς, η έκπτωση αντανακλά μια διαφορετική αντίληψη του κινδύνου, μεταξύ πληροφορημένων και λιγότερο πληροφορημένων επενδυτών. Ο Sias (1997) ερεύνησε την αντίδραση των μεμονωμένων και των θεσμικών επενδυτών σε αλλαγές των συνθηκών της αγοράς. Τα αποτελέσματα έδειξαν πως οι μεμονωμένοι επενδυτές αντιδρούν πιο άμεσα από τους θεσμικούς σε τέτοιες αλλαγές. Συνεπώς, μια αλλαγή στην αγορά συνήθως προκαλεί μεγαλύτερη αλλαγή στην τιμή των μετοχών των EEX, από ότι στη τιμή των μετοχών του χαρτοφυλακίου τους. Τα αποτελέσματα αυτά είναι συνεπή προς μια ειδική περίπτωση της συμπεριφορική χρηματοοικονομικής που παρουσιάστηκε από τους DeLong et al., σύμφωνα με την οποία η μη ορθολογική συμπεριφορά των μεμονωμένων επενδυτών προκαλεί υπεραντίδραση σε αλλαγές των οικονομικών συνθηκών. Οι Elton, Gruber και Busse (1998) ερεύνησαν εάν οι αντιδράσεις των επενδυτών, όπως καταγράφονται από τις

αλλαγές της έκπτωσης της τιμής των μετοχών των EEX, είναι σημαντικός παράγοντας του μηχανισμού παραγωγής αποδόσεων των μεμονωμένων μετοχών. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν πως το αίσθημα των επενδυτών (investor sentiment) δεν είναι σημαντικός παράγοντας τιμολόγησης, τόσο των μεμονωμένων, όσο και των μετοχών των EEX.

A.6.2 SMALL FIRM EFFECT

Οι Lee, Shleifer και Thaler (1991) εξέτασαν την υπόθεση ότι το αίσθημα των επενδυτών (investor sentiment) εξηγεί τη συμπεριφορά της έκπτωσης των τιμών των μετοχών των EEX, καθώς και την επίδοση των μετοχών εταιρειών μικρής κεφαλαιοποίησης, σε σχέση με την επίδοση των μετοχών εταιρειών υψηλής κεφαλαιοποίησης. Οι μεμονωμένοι επενδυτές κατέχουν μετοχές εταιρειών μικρής κεφαλαιοποίησης σε μεγαλύτερο ποσοστό από τους θεσμικούς επενδυτές, με αποτέλεσμα η προσαύξηση των τιμών των μετοχών μικρής κεφαλαιοποίησης να είναι ένας δείκτης του αισθήματος των επενδυτών (investor sentiment). Τα αποτελέσματα των Lee, Shleifer και Thaler (1991) υποστήριξαν την ανωτέρω προσέγγιση, αφού κατέληξαν στο συμπέρασμα πως η έκπτωση ελαττώνεται όταν οι μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης έχουν καλή πορεία, και αντίστροφα. Σε ένα παρόμοιο μήκος κύματος, οι Brauer και Chang (1990) έδειξαν ότι οι τιμές των αμερικάνικων EEX αντανakλούν το φαινόμενο του Ιανουαρίου (January Effect), που συνδέεται με το μέγεθος της εταιρείας, ενώ η καθαρή αξία των μετοχών δεν επηρεάζεται. Η απόδοση των μετοχών μεγάλων EEX, κατά το πρώτο μήνα του έτους, υπερέβη τη μέση μηνιαία απόδοση του υπόλοιπου έτους κατά 3,4 ποσοστιαίες μονάδες, ενώ η αντίστοιχη απόδοση των μετοχών μικρότερων EEX υπερέβη τη μέση μηνιαία απόδοση του υπόλοιπου έτους κατά 6,7 ποσοστιαίες μονάδες. Στοιχεία από τη βρετανική αγορά δεν φαίνεται να υποστηρίζουν τα ευρήματα αυτά. Οι Dimson και Minio-Paluello (2002) βρήκαν, για τις βρετανικές EEX και για το διάστημα 01/1980-03/1997, πως η απόδοση της μετοχής, καθώς και της καθαρής της αξίας, Χαρακτηρίζεται

από εποχικότητα. Όπως δείχνει και ο ακόλουθος πίνακας (πηγή: “The Closed-end fund discount”, E. Dimson και C. Minio-Paluello),

Table 3. Test of Seasonality in Returns and Discount First Differences: 244 U.K. Funds, January 1980–March 1997

Measure	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Non-Jan	Jan	Jan minus non-Jan
<i>A. Price returns</i>														
Mean	1.06	-0.04	2.29	0.54	-0.32	0.46	1.84	-0.44	-0.24	0.22	1.36	0.61	3.36	2.75*
Standard deviation	0.38	0.32	0.24	0.31	0.32	0.35	0.45	0.45	0.76	0.31	0.30	0.38	0.50	
<i>B. NAV returns</i>														
Mean	1.34	0.33	2.56	0.70	-0.18	0.61	1.45	0.10	-0.37	0.73	1.60	0.81	3.30	2.49*
Standard deviation	0.17	0.23	0.15	0.21	0.19	0.24	0.29	0.34	0.60	0.19	0.19	0.25	0.31	
<i>C. Discount changes</i>														
Mean	-0.31	-0.39	-0.26	-0.16	-0.16	-0.16	0.36	-0.58	0.09	-0.51	-0.24	-0.21	0.01	0.23
Standard deviation	0.19	0.18	0.17	0.16	0.21	0.19	0.17	0.22	0.23	0.19	0.17	0.19	0.22	

Notes: For each fund, Dimson and Minio-Paluello (2002) measured share-price returns, NAV returns, and changes in the discount during the different months. Returns are in percents; changes are in percentage points. “Non-January” is the average of the non-January months. The last column is the difference between the value for the month of January and the average value for the other months.

*Significant at the 1 percent level.

οι αποδόσεις του Ιανουαρίου είναι αρκετά υψηλότερες από των υπόλοιπων μηνών. Ακόμη, βρήκαν ότι, κατά μέσο όρο, η έκπτωση μειώνεται κατά τον Ιανουάριο. Παρ’ όλα αυτά, οι μηνιαίες μεταβολές στην έκπτωση δεν διαφέρουν αρκετά τον Ιανουάριο, σε σχέση με τους υπόλοιπους μήνες. Όπως σημειώνουν οι Dimson, Marsh και Staunton (2002), οι συνθήκες στις αγορές δεν “μεταναστεύουν” εύκολα πέραν του Ατλαντικού. Έτσι, σε αντίθεση με τις αμερικάνικες EEX, η έκπτωση των βρετανικών EEX δεν φαίνεται να επηρεάζεται από το φαινόμενο του Ιανουαρίου. Οι Chen, Kan και Miller (1993) εξέτασαν τη συμπεριφορική προσέγγιση, αμφισβητώντας τη σχέση της έκπτωσης και της απόδοσης των μικρών εταιρειών. Υποστήριξαν ότι δεν παίζει ρόλο το ποσοστό που κατέχουν οι θεσμικοί επενδυτές, αλλά η περίοδος εξέτασης. Οι Chopra, Lee, Shleifer και Thaler (1993) απάντησαν, παρέχοντας επιπρόσθετους ελέγχους της σχέσης έκπτωσης –ιδιοκτησίας. Στη συνέχεια, οι Chen, Kan και Miller έδειξαν ότι η συνδιακύμανση της έκπτωσης και των αποδόσεων, με βάση το μέγεθος, δεν υπερβαίνει το 4%. Ανακεφαλαιώνοντας, τα σημαντικά στοιχεία των παραπάνω

απόψεων είναι η στατιστική και οικονομική σημαντικότητα της συσχέτισης μεταξύ αλλαγών στην έκπτωση των EEX και αποδόσεων των μικρών μετοχών, όπως μετράται με το R^2 . Οι Chopra et al. υποστήριξαν πως με ένα R^2 της τάξης του 7-9%, η θεωρία του investor sentiment εξηγεί τις αποδόσεις των μικρών εταιρειών τουλάχιστον το ίδιο ικανοποιητικά με την θεωρία τιμολόγησης arbitrage (Arbitrage Pricing Theory), όπως την χρησιμοποίησαν οι Chen, Roll και Ross (1986). Ο Swaminathan (1996) ερεύνησε περαιτέρω τη σχέση της έκπτωσης με τις αποδόσεις των μικρών εταιρειών. Υποστήριξε ότι η συμπεριφορά των μεμονωμένων επενδυτών δεν επηρεάζει μόνο τις τρέχουσες τιμές των μετοχών, αλλά επίσης προβλέπει και τις μελλοντικές τους αποδόσεις. Η ιδέα είναι πως η αισιοδοξία των μεμονωμένων επενδυτών ωθεί τις τρέχουσες τιμές των μετοχών σε υψηλότερα επίπεδα των φυσιολογικών, με αποτέλεσμα οι τρέχουσες αποδόσεις να είναι υψηλές. Ύστερα, αφού διορθωθούν οι προσωρινές διακυμάνσεις, οι τιμές των μετοχών πέφτουν προς τις φυσιολογικές, με ταυτόχρονη πτώση και των μελλοντικών αποδόσεων. Οι εμπειρικοί έλεγχοι δίνουν αξιόπιστα στοιχεία, που οδηγούν στο συμπέρασμα ότι η έκπτωση μπορεί να προβλέψει τις μελλοντικές αποδόσεις μικρών εταιρειών καλύτερα από τις αποδόσεις μεγαλύτερων εταιρειών. Επιπρόσθετα, η ικανότητα πρόβλεψης της έκπτωσης είναι ανεξάρτητη από τις κινήσεις που καθορίζουν άλλοι, προβλέψιμοι παράγοντες, όπως τα μερίσματα, κτλ.

A.6.3 ΕΜΠΟΔΙΑ SHORT-SALE ΚΑΙ ΕΛΛΕΙΨΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Ένα επεκτεινόμενο μέρος της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής επικεντρώνεται στην αποτίμηση αξιόγραφων, για τα οποία υπάρχουν περιορισμοί στο τρόπο που διαπραγματεύονται. Ένα ποσοστό αυτών των αξιόγραφων συμπεριφέρεται όπως οι EEX, παρέχοντας στοιχεία που συνηγορούν ότι είναι συνεπές προς τη θεωρία της συμπεριφοράς του επενδυτή (investor sentiment). Ο Barber (1994) υποστήριξε ότι το noise trading οδήγούσε τις διακυμάνσεις στις χρονοσειρές της προσαύξησης (premium) των "primes" και των "scores" του Dow Jones 30. Το prime δίνει στον επενδυτή το δικαίωμα να

εισπράξει όλα τα μερίσματα της μετοχής, καθώς και ένα προκαθορισμένο ποσοστό της αγοραίας αξίας της μετοχής σε κάποια μελλοντική στιγμή. Το score δίνει το δικαίωμα συμμετοχής στην κεφαλαιακή ανατίμηση της μετοχής, πέραν της καθορισμένης απαίτησης στη λήξη του προκαθορισμένου διαστήματος. Παρά το γεγονός ότι ο συνδυασμός prime και score δίνει τις ίδιες χρηματικές ροές με κοινές μετοχές, αυτού του τύπου τα προϊόντα διαπραγματεύονται με προσαύξηση, κατά μέσο όρο ίση με 1%, επί της καθαρής τιμής τους. Ο Barber έδειξε ότι τα primes και τα scores διαπραγματεύονται κυρίως από μεμονωμένους επενδυτές, τα επίπεδα και οι μεταβολές της προσαύξησης τους σχετίζονται μεταξύ τους, καθώς και ότι οι μεταβολές της προσαύξησης σχετίζονται με τις μεταβολές της έκπτωσης των EEX και των αποδόσεων των μικρών εταιρειών. Όταν οι EEX διαπραγματεύονται με έκπτωση, και οι επενδυτές θέλουν να κάνουν arbitrage, θα πρέπει να πάρουν θέση short στις μετοχές του χαρτοφυλακίου των EEX και θέση long στις μετοχές των EEX. Εάν οι επενδυτές αντιμετωπίζουν εμπόδια ως προς τη δυνατότητά τους να πάρουν θέση short, τότε η διαδικασία του arbitrage είναι περιορισμένη. Τα εμπόδια στη διαδικασία του short-sale είναι, συνεπώς, ένας παράγοντας περιορισμού του arbitrage σε EEX με έκπτωση. Ομοίως, όταν οι μετοχές των EEX διαπραγματεύονται με προσαύξηση, το arbitrage εμπεριέχει τη λήψη θέσεως short στις μετοχές αυτές, και τα εμπόδια ως προς τη λήψη αυτής της θέσης επιτρέπουν την ύπαρξη της προσαύξησης. Αρκετοί αναλυτές έχουν ερευνήσει την επίδραση των περιορισμών του short-sale στις τιμές των μετοχών. Για παράδειγμα, οι Lamont και Thaler (2003) εξέτασαν ένα δείγμα τεχνολογικών “carve-outs”, που έδειχναν υπερτιμημένα και αντιμετώπιζαν δυσκολία στην επιστροφή της τιμής τους στα λογικά επίπεδα, λόγω περιορισμών στο short-selling. Οι Chen, Hong και Stein (2002) και οι Jones και Lamont (2002) έδειξαν ότι όταν οι μετοχές είναι δύσκολες ή ακριβές για short-selling, τότε οι τιμές των EEX ενδέχεται να εμφανίζουν διακυμάνσεις από τις τιμές που δικαιολογούν οι οικονομικές συνθήκες. Τέτοια έρευνα υποστηρίζει την υπόθεση ότι η εσφαλμένη τιμολόγηση μπορεί να “επιμένει”, χωρίς προφανείς ευκαιρίες εφαρμογής επενδυτικών στρατηγικών που θα μπορούσαν να επαναφέρουν τις τιμές στα λογικά επίπεδα.

A.6.4 ΝΕΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ

Συμπεπεί προς τις απόψεις των DeLong et al., σχετικά με το noise trading, οι Levis και Thomas (1995) έδειξαν ότι οι αρχικές δημόσιες εγγραφές των βρετανικών ΕΕΧ υπόκεινται σε "θερμές" περιόδους έκδοσης. Δηλαδή, οι αρχικές δημόσιες εγγραφές τείνουν να πραγματοποιούνται όταν παρατηρείται μια μείωση της έκπτωσης ορισμένων ΕΕΧ. Επιπρόσθετα, οι Levis και Thomas (2000) έδειξαν ότι νέες, διεθνικές ΕΕΧ, τόσο στις ΗΠΑ, όσο και στην Αγγλία, κάνουν τη δημόσια εγγραφή όταν οι υπόλοιπες ΕΕΧ πουλάνε με προσαύξηση ή ιστορικά χαμηλό επίπεδο έκπτωσης. Οι Levis και Thomas βρήκαν, ακόμη, στοιχεία για τις βρετανικές ΕΕΧ, που δείχνουν ότι τα χρήματα των μεμονωμένων επενδυτών τείνουν να ρέουν σε Α/Κ, όταν η έκπτωση των διεθνών ΕΕΧ, που διαπραγματεύονται στην Αγγλία, μειώνεται. Ομοίως, οι Burch και Weisschanley (1996) υποστήριξαν ότι οι διαχειριστές των ΕΕΧ επιλέγουν τη περίοδο των δευτερευόντων προσφορών, ώστε να συμπίπτει με περιόδους υψηλής ζήτησης και μεσοδιαστήματα που οι ΕΕΧ διαπραγματεύονται με προσαύξηση. Το γεγονός ότι οι ΕΕΧ χαρακτηρίζονται από πτώση της τιμής δεν εξηγεί την συμπεριφορά των επενδυτών που αρχικά αγόρασαν.

A.6.5 ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΚΠΤΩΣΗ

Μια από τις υποθέσεις της θεωρίας της συμπεριφοράς του επενδυτή (investor sentiment) είναι ότι οι εκπτώσεις των ΕΕΧ τείνουν να κινούνται με κοινό τρόπο. Οι Lee, Shleifer και Thaler (1991) έδειξαν ότι η μέση συσχέτιση των ετησίων μεταβολών των εκπτώσεων, για τις αμερικάνικες ΕΕΧ, είναι 0,39, για την περίοδο 1965-1985. Ακόμη, υποστήριξαν ότι οι κινήσεις της έκπτωσης αντανακλούν τη συμπεριφορά των μεμονωμένων επενδυτών. Παρ' όλα αυτά, χρησιμοποιώντας ΕΕΧ, των οποίων η καθαρή αξία καθορίζεται στην ίδια αγορά που καθορίζεται η τιμή των μετοχών του χαρτοφυλακίου τους, δεν περιλαμβάνονται όλοι οι παράγοντες της συμπεριφοράς των επενδυτών. Οι Bodurtha et al. ερεύνησαν ένα εκτεταμένο μοντέλο, για να ελέγξουν τη

συμπεριφορά των επενδυτών, κάνοντας χρήση των διεθνικών ΕΕΧ. Βρήκαν ότι οι τιμές των μετοχών τους κινούνται μαζί με τις αποδόσεις της αμερικάνικης αγοράς, ενώ οι καθαρές αξίες όχι. Η θεωρία της συμπεριφοράς των επενδυτών βρίσκει υποστήριξη από τις διεθνείς αγορές. Εμπειρικά στοιχεία της συμπεριφοράς διεθνικών ΕΕΧ δείχνουν ότι η έκπτωση μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να προβλεφθεί η μελλοντική τιμή μιας μετοχής ΕΕΧ, αλλά όχι η μελλοντική τιμή μετοχών του χαρτοφυλακίου της. Αυτά τα ευρήματα υποδηλώνουν ότι οι τιμές των μετοχών των ΕΕΧ καθορίζονται και από παράγοντες πέρα των αξιογράφων που συνθέτουν το χαρτοφυλάκιό τους. Επιπλέον, η δυνατότητα πρόβλεψης φαίνεται να συνδέεται με αλλαγές στις διεθνείς, και όχι μόνο στις τοπικές, αγορές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Β.1 ΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΕΧ

Η λειτουργία των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, που έχουν ως σκοπό τη διαχείριση χαρτοφυλακίου κινητών αξιών, διέπεται από τον ν. 3371/2005, όπως ισχύει. Ο αριθμός των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, που είναι εισηγμένες στο Χ.Α. ανέρχεται, έως και το 2006, σε 8. Η άνοδος της Ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς, τα τελευταία χρόνια, έχει καταστήσει τη συμμετοχή των Εταιριών του κλάδου σε σημαντικό παράγοντα της εγχώριας κεφαλαιαγοράς και οι Εταιρίες αυτές, παρά την δύσκολη τριετία 2000-2002, έχουν επιτύχει ιδιαίτερα υψηλές αποδόσεις για τους μετόχους τους τα τελευταία χρόνια. Με τον εκσυγχρονισμό της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς, ο ρόλος των Εταιριών Επενδύσεων αναμένεται να αναβαθμισθεί σημαντικά, αφού οι ιδιώτες επενδυτές ολοένα και περισσότερο θα συνειδητοποιούν την ανάγκη για επαγγελματική διαχείριση των κεφαλαίων τους. Στον πίνακα που ακολουθεί, παρουσιάζεται η εξέλιξη των υπό διαχείριση κεφαλαίων, καθώς και η αριθμητική εξέλιξη των Ε.Ε.Χ. κατά τις χρήσεις 1996 - 2006.

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

Εν συνεχεία παρατίθενται στοιχεία για τις τέσσερις ελληνικές ΕΕΧ, για τις οποίες θα ακολουθήσει εμπειρική ανάλυση με εύρος δείγματος πέντε ετών, με μηνιαίες παρατηρήσεις.

B.1.1 INTERINVEST ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1991 με πρωτοβουλία ιδιωτών επενδυτών και λειτουργεί σύμφωνα με τον Ν. 1969/91 "περί εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου και αμοιβαίων κεφαλαίων", καθώς και τον Κ.Ν.2190/1920 "περί Ανωνύμων Εταιριών".

Η ίδρυσή της εγκρίθηκε με την υπ' αρ. 16495/Β/439/30.4.91 απόφαση των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών (Φ.Ε.Κ. αρ. 1312/13.5.91) και καταχωρήθηκε στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιριών με αρ.24098/06/Β/91/35. Σκοπός της Εταιρίας είναι η διαχείριση χαρτοφυλακίου χρεογράφων εσωτερικού και εξωτερικού, σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία και η διάρκειά της ορίστηκε σε 50 χρόνια.

Η ίδρυσή της πραγματοποιήθηκε με αρχικό μετοχικό κεφάλαιο ύψους € 1.906.969,92 (649.800.000 δρχ.), καταβεβλημένο σε μετρητά, σύμφωνα με το άρθρο 5 παρ. 1 του Καταστατικού. Κατά την ίδρυσή της η Εταιρία εξέδωσε 722.000 ανώνυμες κοινές μετοχές με ψήφο, ονομαστικής αξίας €2,64 (900δρχ.) εκάστη. Η Εταιρία εισήλθε στο Χ.Α.Α. την 15.1.1992, μετά από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της κατά 25% με δημόσια εγγραφή, σύμφωνα με τις διατάξεις του Π.Δ. 380/85 όπως τροποποιήθηκε από το Ν. 1914/90. Έχει έδρα την Αθήνα (οδός Βουκουρεστίου 28) και τα γραφεία της στεγάζονται σε ενοικιαζόμενο χώρο, πλήρως εξοπλισμένο και κατάλληλα διαμορφωμένο για τη διεκπεραίωση των εργασιών της. Η Εταιρία διαθέτει όλες τις απαραίτητες σύγχρονες εγκαταστάσεις, τους εξοπλισμούς υπολογιστών και τις εφαρμογές πληροφορικής, καθώς και δίκτυο ενημέρωσης για τις ελληνικές και διεθνείς αγορές και συναλλαγές. Η Εταιρία επενδύει τα κεφάλαιά της σε χρεόγραφα - σύμφωνα με τον Ν.3371/2005 «περί εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου και αμοιβαίων κεφαλαίων» ο οποίο αντικατέστησε το Ν. 1969/1991. Ένα μικρό

ποσοστό των κεφαλαίων της έχει επενδυθεί στην αγορά του αναγκαίου εξοπλισμού για τη λειτουργία της. Η Εταιρία δεν διαθέτει ακίνητα περιουσιακά στοιχεία. Τα κεφάλαια της Εταιρείας έχουν τοποθετηθεί κυρίως σε μετοχές του ελληνικού χρηματιστηρίου και τίτλους σταθερού εισοδήματος, ενώ ένα ποσοστό είναι επενδεδυμένο σε μετοχικούς τίτλους του εξωτερικού. Ωστόσο, η κατανομή των κεφαλαίων αποφασίζεται με βάση τις εκάστοτε χρηματιστηριακές και γενικότερες οικονομικές συνθήκες. Οι κύριες κατηγορίες εσόδων της Εταιρείας είναι πρόσοδοι χαρτοφυλακίου (μερίσματα, τόκοι καταθέσεων, ομολόγων κ.α.) και κέρδη /ζημίες από αγοραπωλησίες χρεογράφων (εσωτερικού και εξωτερικού). Σύμφωνα με την κείμενη νομοθεσία, οι κινητές αξίες της Εταιρείας κατατίθενται για φύλαξη σε Τραπεζικό Ίδρυμα. Θεματοφύλακας των χρεογράφων εσωτερικού είναι η MARFIN BANK A.T.E.. Η MARFIN BANK A.T.E. έχει την επιμέλεια της φύλαξης των χρεογράφων της Εταιρείας, την υποχρέωση της συλλογής τοκομεριδίων και την πληρωμή των χρηματιστών που εκτελούν εντολές αγοραπωλησιών για λογαριασμό της Εταιρείας. Η διαχείριση του χαρτοφυλακίου της εταιρίας σύμφωνα με την απόφαση της Τακτικής Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της 11.04.2005, έχει ανατεθεί, με την από 10.06.2005 Σύμβαση Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου, στην MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT ΑΕΠΕΥ από την οποία και ασκήθηκε κατά την χρήση 2006 με βάση την επενδυτική πολιτική που έχει καθορισθεί.

Η Εταιρία διοικείται από 7μελές Διοικητικό Συμβούλιο, που αποτελείται από 4 εκτελεστικά μέλη, ένα μη εκτελεστικό και δύο ανεξάρτητα μη εκτελεστικά. Η σύνθεση του Δ.Σ. είναι η εξής :

1. Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου & Διευθύνων Σύμβουλος:
Το εκτελεστικό μέλος Χριστίνα Σακελλαρίδη
2. Αντιπρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου:
Το εκτελεστικό μέλος Στέλιος Τσαγκαράκης
3. Μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου:
Το εκτελεστικό μέλος Απόστολος Σαββόπουλος
4. Μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου:
Το εκτελεστικό μέλος Σπύρος Αγγελόπουλος

5. Μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου:
Το μη εκτελεστικό μέλος Κωνσταντίνος Σινανίδης
6. Μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου:
Το ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος Μάριος Τόμπρος
7. Μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου:
Το ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος Παναγιώτης Νικολετόπουλος

ΔΙΕΥΘΥΝΤΙΚΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

Πρόεδρος & Διευθύνουσα Σύμβουλος : Χριστίνα Σακελλαρίδη

Γενικός Διευθυντής : Στέλιος Τσαγκαράκης (Οικονομολόγος PhD.)

Η Επενδυτική Επιτροπή, η οποία έχει συμβουλευτικό χαρακτήρα, απαρτίζεται από τους Χριστίνα Σακελλαρίδη, Στέλιο Τσαγκαράκη και Απόστολο Σαββόπουλο.

Οι κυριότεροι μέτοχοι της Εταιρίας είναι οι εξής :

Στοιχεία 18/7/2006		
MARFIN FINANCIAL GROUP A.E. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (*)	3.231.887	28,99 %
LAXEY GREEK INVESTMENTS L.P.	2.233.294	20,03 %
Λοιποί Μέτοχοι	5.684.819	50,99 %
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ	11.150.000	100,00 %

(*) συμπεριλαμβανομένων, βάσει των άρθρων 7 και 8 του Π.Δ. 51/1992, των δικαιωμάτων ψήφου που ελέγχει μέσω της εταιρείας MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT ΑΕΠΕΥ.

B.1.2 ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ ΑΕΕΧ

Ίδρυση της Εταιρίας

Η Εταιρία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ, ιδρύθηκε την 26η Ιουλίου 2000 με πρωτοβουλία της ALPHA TRUST και τη συμμετοχή περιορισμένου αριθμού μετόχων (μικρότερου των 100) πελατών της ALPHA TRUST και άλλων επιλεγμένων επενδυτών, μεταξύ των οποίων ασφαλιστικές εταιρίες, άλλα νομικά πρόσωπα και επιχειρηματίες.

Εξέλιξη της Εταιρίας

- Την 19/12/01 οι μετοχές της Εταιρίας εισήχθησαν στην κύρια αγορά του Χ.Α.
- Την 29/10/02 η έκτακτη Γενική Συνέλευση της Εταιρίας αποφάσισε τη συγχώνευσή της με απορρόφηση της εταιρίας ALPHA TRUST ΩΡΙΩΝ Δ.Α.Ε.Ε.Χ., με βάση τις διατάξεις του Ν. 2190/1920 και 2166/1993.
- Την 16/12/02 άρχισε η διαπραγμάτευση των νέων μετοχών της Εταιρίας στο Χ.Α.
- Την 17/05/04 η Έκτακτη Γενική Συνέλευση της Εταιρίας αποφάσισε τη συγχώνευσή της με απορρόφηση της εταιρίας ALPHA TRUST-ASSET MANAGER FUND Α.Ε.Ε.Χ., με βάση τις διατάξεις του Ν. 2190/1920 και 2166/1993.
- Την 22/07/04 άρχισε η διαπραγμάτευση των νέων μετοχών της Εταιρίας στο Χ.Α.

Αντικείμενο

Ανώνυμη Εταιρία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου που διέπεται από τις διατάξεις του Ν.1969/91. Αποκλειστικός σκοπός της, σύμφωνα με το νόμο και το καταστατικό, είναι η διαχείριση χαρτοφυλακίου κινητών αξιών.

Μετοχικό Κεφάλαιο

Ευρώ 69.927.491,52 διαιρούμενο σε 28.658.808 μετοχές, ονομαστικής αξίας ευρώ 2,44 κάθε μία. Οι μετοχές είναι ονομαστικές.

Διαχείριση

Η διαχείριση του χαρτοφυλακίου της γίνεται από την ALPHA TRUST Α.Ε.Π.Ε.Υ.

Διοίκηση

Η διοίκηση της εταιρίας ασκείται από 7μελές Διοικητικό Συμβούλιο, ως εξής:

	ΠΡΟΕΔΡΟΣ	Νικόλαος Κ. Κυριαζής, Εκτελεστικό Μέλος
	ΑΝΤΙΠΡΟΕΔΡΟΣ	Μιχαήλ Ε. Χατζηδάκης, Εκτελεστικό Μέλος
	ΔΙΕΥΘΥΝΩΝ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ	Κωνσταντίνος Ν. Τζινιέρης, Εκτελεστικό Μέλος
	ΜΕΛΗ	Αναστασία Δημητρακοπούλου, μη Εκτελεστικό Μέλος
		Σωτήριος Χρυσάφης, ανεξάρτητο μη Εκτελεστικό Μέλος
		Νικόλαος Κ. Καραγεωργίου, ανεξάρτητο μη Εκτελεστικό Μέλος
		Alexander Zagoreos, ανεξάρτητο μη Εκτελεστικό Μέλος

Η θητεία του ανωτέρω Διοικητικού Συμβουλίου είναι τριετής και θα λήξει κατά την Τακτική Γενική Συνέλευση των μετόχων του έτους 2009.

ALPHA TRUST Ανδρομέδα

ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΤΗΣ 31-12-2006
(Ν. 3371/05 άρθρο 34)

ΕΠΩΝΥΜΙΑ ΧΡΕΟΓΡΑΦΟΥ	ΤΕΜΑΧΙΑ	ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ ΚΤΗΣΗΣ	ΤΙΜΗ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑΣ ΗΜΕΡΑΣ ΤΡΙΜΗΝΟΥ	ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΚΤΗΣΗΣ	ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑΣ ΗΜΕΡΑΣ ΤΡΙΜΗΝΟΥ	ΔΙΑΦΟΡΑ ΑΞΙΑΣ
I ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ						
1 ΤΙΤΑΟΙ ΜΕΤΑΒΑΗΤΟΙ						
1 ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ						
ΤΡΑΠΕΖΕΣ						
ALPHA BANK (ΚΟ)	90.000	22,81	22,90	2.052.711,56	2.061.000,00	8.288,44
ΕΘΝΙΚΗ (ΚΟ)	90.000	33,94	34,90	3.054.600,00	3.141.000,00	86.400,00
ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ (ΚΟ)	55.525	15,86	17,86	880.626,50	991.676,50	111.050,00
ΣΥΝΟΛΟ				5.987.938,06	6.193.676,50	205.738,44
ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ						
ΑΙΟΛΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ. (ΚΟ)	299.560	2,57	2,93	769.869,20	877.710,80	107.841,60
ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ. (ΚΟ)	774.480	1,22	1,40	944.865,60	1.084.272,00	139.406,40
ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ Α.Ε.Ε.Χ. (ΚΟ)	14.534	3,03	3,03	44.022,27	44.022,27	0,00
ΣΥΝΟΛΟ				1.758.757,07	2.006.005,07	247.248,00
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ						
ΕΛΛ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ (ΚΟ)	488.107	7,72	8,46	3.768.186,04	4.129.385,22	361.199,18
ΣΥΝΟΛΟ				3.760.106,04	4.129.305,22	361.199,10
ΧΗΜΙΚΑ ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΜΕΝΑ ΧΗΜΙΚΑ						
ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	524.250	2,84	3,36	1.488.612,00	1.761.480,00	272.868,00
ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ (ΚΑ)	730.261	1,96	2,24	1.431.311,56	1.635.784,64	204.473,08
ΣΥΝΟΛΟ				2.919.923,56	3.397.264,64	477.341,08
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ-ΣΤΑΘΕΡΗ ΤΗΛΕΦΩΝΙΑ						
ΟΤΕ (ΚΟ)	55.000	19,93	22,76	1.096.253,31	1.251.800,00	155.546,69
ΣΥΝΟΛΟ				1.096.253,31	1.251.800,00	155.546,69
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ-ΥΠ. ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛ.						
UNISYSTEMS (ΚΟ)	50.551	2,06	1,98	104.221,11	100.090,98	-4.130,13
INFO QUEST (ΚΟ)	317.020	3,91	3,92	1.238.413,14	1.242.718,40	4.305,26
ΣΥΝΟΛΟ				1.342.634,25	1.342.809,38	175,13
ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ-ΑΣΦΑΛ. ΙΔΙΟΚΤ. & ΖΗΜΙΩΝ						
ΕΘΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ (ΚΟ)	80.000	5,68	5,58	454.756,00	446.400,00	-8.356,00
ΣΥΝΟΛΟ				454.756,00	446.400,00	-8.356,00
ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ-ΧΑΛΥΒΑΣ						
ΣΙΔΕΝΟΡ (ΚΑ)	10.000	6,50	8,88	65.000,00	88.800,00	23.800,00
ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ (ΚΟ)	2.234.585	2,70	3,50	6.033.379,50	7.821.047,50	1.787.668,00
ΣΥΝΟΛΟ				6.098.379,50	7.909.847,50	1.811.468,00
ΒΙΟΜ. ΠΡ. & ΥΠ.-ΥΠΟΣΤ. ΥΠ. ΠΡΟΣ ΕΠ/ΣΕΙΣ						
INFORM Π ΛΥ<ΟΣ (ΚΟ)	815.205	4,02	4,80	3.277.124,10	3.912.984,00	635.859,90
ΣΥΝΟΛΟ				3.277.124,10	3.912.984,00	635.859,90
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ						
SCIENS ΔΙΕΘΝΗΣ ΣΥΜΜΕΤ.(ΚΟ)	416.135	1,65	1,92	687.114,15	798.979,20	111.865,05
ΣΥΝΟΛΟ				687.114,15	798.979,20	111.865,05
ΒΙΟΜ. ΠΡ. & ΥΠ.-ΜΗΧ. ΒΙΟΜ. ΕΞΟΠΑΙΣΜΟΥ						
FRIGOGLOSS (ΚΟ)	473.005	15,14	16,72	7.161.295,70	7.908.643,60	747.347,90
ΣΥΝΟΛΟ				7.161.295,70	7.908.643,60	747.347,90
ΣΕ ΜΕΤΑΦΟΡΑ				34.552.361,74	39.297.795,11	4.745.433,37

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

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

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

B.1.3 ΑΙΟΛΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ

Ιστορικά Στοιχεία

Η ΑΙΟΛΙΚΗ Εταιρία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου Α.Ε. ιδρύθηκε στις 22 Ιουλίου 1992 (ΑΜ ΑΕ 26931/06/Β/92/15) με διάρκεια 98 ετών και αρχικό κεφάλαιο 2,494,497.43Ευρο. Την πρωτοβουλία ίδρυσης της Εταιρίας είχε η Eurocorp Α.Ε., καθώς και μία σειρά γνωστών Ελλήνων επιχειρηματιών με δραστηριότητες στην Ελλάδα και πολυσχιδή παρουσία στο εξωτερικό.

Η Αιολική είναι εισηγμένη στην κύρια αγορά του Χ.Α.Α. από το 1993 στον κλάδο των Επενδυτικών Εταιρειών.

Η έδρα της ΑΙΟΛΙΚΗΣ είναι στη Πλατεία Φιλικής Εταιρείας 14, Αθήνα, Τηλ.: 724 39 00. Τα γραφεία της στεγάζονται στον τέταρτο όροφο σε ενοικιαζόμενο χώρο, είναι δε πλήρως εξοπλισμένα και διαθέτουν σύγχρονα μέσα άμεσης επικοινωνίας και πληροφόρησης για τις χρηματιστηριακές εξελίξεις στην Ελλάδα και το εξωτερικό. Σύμβουλος Επενδύσεων της Εταιρείας είναι η Eurocorp Α.Ε.Π.Ε.Υ. , μέλους του τραπεζικού ομίλου Calyon Corporate and Investment Bank.

Σκοπός της ΑΙΟΛΙΚΗΣ είναι η διαχείριση χαρτοφυλακίου μετοχών και χρεωγράφων, ημεδαπών και αλλοδαπών, σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 1969/91 “περί Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου”. Η ΑΙΟΛΙΚΗ μπορεί να συμμετάσχει για τον ίδιο σκοπό και υπό οποιανδήποτε μορφή συμμετοχής σε οποιεσδήποτε συναφείς επιχειρήσεις.

Η συμμετοχή Ελλήνων και ξένων θεσμικών επενδυτών από το ιδρυτικό στάδιο της Εταιρείας έως και σήμερα, της προσδίδει ένα μακροπρόθεσμο επενδυτικό χαρακτήρα.

Σκοπός των ιδρυτικών μετόχων της ΑΙΟΛΙΚΗΣ δεν είναι μόνο η βραχυπρόθεσμη αξιοποίηση των επενδυτικών ευκαιριών, αλλά η ίδρυση ενός επενδυτικού φορέα με μακροχρόνιο ορίζοντα, ο οποίος θα είναι σε θέση να μεγιστοποιήσει τις αποδόσεις των επενδύσεων.

Μέτοχοι

Η ΑΙΟΛΙΚΗ είναι μία εταιρία πολυμετοχική. Μεταξύ των μετόχων συγκαταλέγονται γνωστά ονόματα του επιχειρηματικού κόσμου, καθώς επίσης και θεσμικοί επενδυτές του εσωτερικού και του εξωτερικού.

Κατά την τελευταία αύξηση μετοχικού κεφαλαίου (Δεκ. 1999) η Αιολική είχε 8.000 μετόχους, γεγονός που διασφαλίζει ένα πολύ ικανοποιητικό όγκο συναλλαγών ημερησίως.

Διοικητικό Συμβούλιο

Η ΑΙΟΛΙΚΗ διοικείται από 7μελές Συμβούλιο, η θητεία του οποίου ορίζεται σε 3 έτη. Η θητεία του παρόντος Διοικητικού Συμβουλίου λήγει στις 30/06/2008. Το σημερινό Δ.Σ. της ΑΙΟΛΙΚΗΣ απαρτίζεται από τα εξής μέλη:

ΠΡΟΕΔΡΟΣ

Ιωάννης Παγίδα

ΑΝΤΙΠΡΟΕΔΡΟΙ

Δημήτριος Τρανός

Αθηνά Χρυσοσπάθη

ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ

Γιώργος Βασιλειάδης

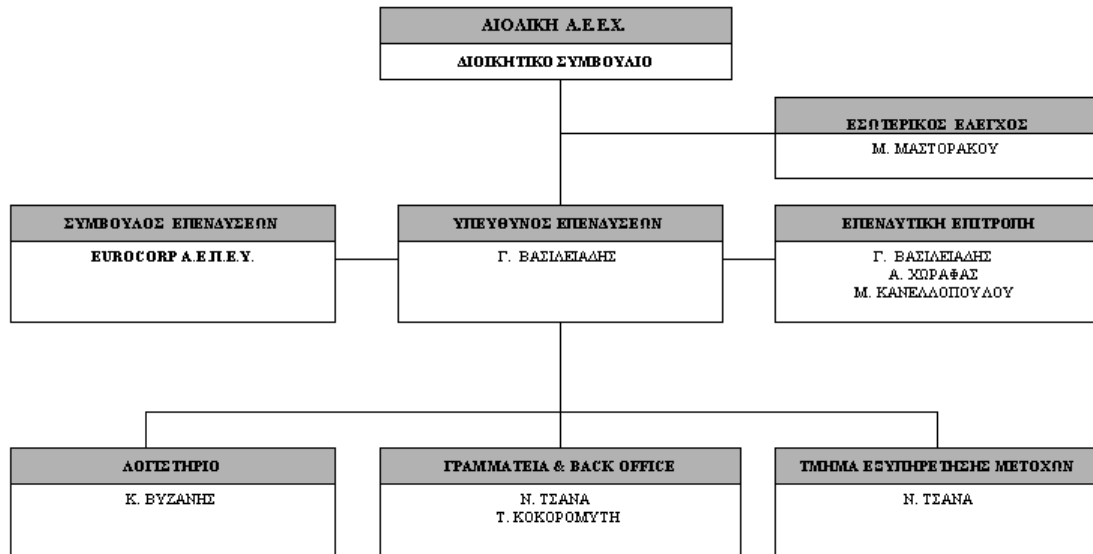
ΜΕΛΗ

Γεώργιος Μαρής

Ιωάννης Χατζημανώλης

Eric Mookherjee

ΟΡΓΑΝΟΓΡΑΜΜΑ



Επενδυτική Επιτροπή

Θέση	Όνομα	Απασχόληση
Γενικός Διευθυντής	Γιώργος Βασιλειάδης	ΑΙΟΛΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.
Αναλυτής	Αγγελος Χωραφάς	EUROCORP Α.Ε.Π.Ε.Υ.
Αναλυτής	Μαρία Κανελλοπούλου	EUROCORP Α.Ε.Π.Ε.Υ.

B.1.4 ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ

Γενικά Στοιχεία & Ιστορική Διαδρομή

Η ΔΙΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ιδρύθηκε την 10η Ιουλίου 1991 (Φ.Ε.Κ. 3017/10.7.91, Αρ. Μ.Α.Ε. 24418/06/Β/91/40, Αριθμός Απόφασης Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 52782/Β/581/24.6.1991). Η διάρκεια της έχει καθοριστεί σε 50 χρόνια. Ιδρυτής της ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ. ήταν η εταιρεία Euroinvest Σύμβουλοι Επενδύσεων Α.Ε. Η Εταιρεία ιδρύθηκε με αρχικό μετοχικό κεφάλαιο 837.000.000 δρχ. (930.000 κοινές ανώνυμες μετοχές ονομαστικής αξίας 900 δρχ. η κάθε μία). Η Εταιρεία εισήγαγε τις μετοχές της στο Χ.Α.Α. το 1992.

Αποκλειστικός σκοπός της Εταιρείας είναι η διαχείριση χαρτοφυλακίου κινητών αξιών (χρεόγραφα - μετοχές) κατά τις διατάξεις του Ν. 1969/91 και συμπληρωματικά του Ν. 2190/20, όπως ισχύουν. Στην έννοια των χρεογράφων περιλαμβάνονται και οι ομολογίες, τα μερίδια ημεδαπών ή αλλοδαπών αμοιβαίων κεφαλαίων, αποδείξεις τραπεζικών καταθέσεων κατ' άρθρο 9 του Α.Ν. 148/67, έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου, ομόλογα κ.λ.π.

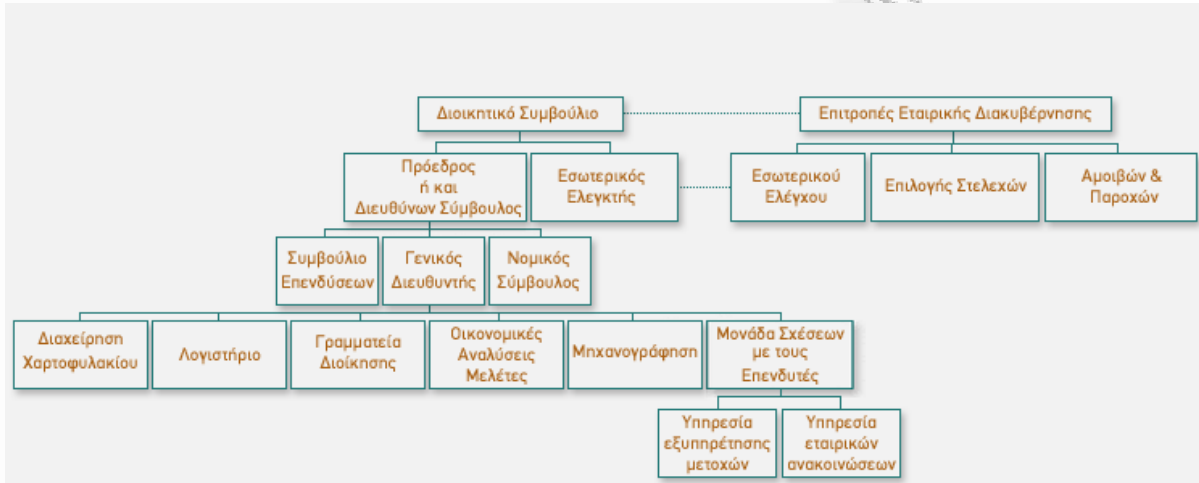
Το 1997 επήλθε σημαντική διαφοροποίηση στη μετοχική σύνθεση της Εταιρείας, εφόσον ποσοστό της τάξης του 56% των μετοχών της, μεταβιβάστηκε σε εταιρείες συμφερόντων του εφοπλιστή κ. Κων/νου Ψάλτη. Επιπλέον το 1998 μεταφέρθηκε και η έδρα της εταιρείας από τα Χανιά της Κρήτης στην Αθήνα.

Το 1999 επήλθε περαιτέρω διαφοροποίηση στη μετοχική σύνθεση της Εταιρείας, εφόσον ποσοστό της τάξης του 50,01% των μετοχών της, μεταβιβάστηκε από τον όμιλο Ψάλτη στην εταιρεία Telesis Χρηματιστηριακή Α.Ε., καθώς και σε ιδιώτες πελάτες αυτής.

Το 2003 με απόφαση της Γ.Σ αποφασίσθηκε η μετατροπή των μετοχών της Εταιρείας σε ονομαστικές (25.110.000 x 2,64€ ΟΝ αξία). Η Εταιρεία δεν έχει θυγατρικές εταιρείες.

Η έδρα της Εταιρείας βρίσκεται στην Αθήνα, στην οδό Βουκουρεστίου 19, 106 71. Τα γραφεία της Εταιρείας βρίσκονται σε μισθωμένο ακίνητο 180τ.μ. στην οδό Βουκουρεστίου 19.

Οργανόγραμμα της Εταιρείας



Διοικητικό Συμβούλιο

Πρόεδρος - Εκτελεστικό Μέλος ΔΣ	Αντώνιος Μπίμπας
Αντιπρόεδρος - Εκτελεστικό Μέλος ΔΣ	Κων/νος Στεργιόπουλος
Διευθύνων Σύμβουλος & Γενικός Διευθυντής - Εκτελεστικό Μέλος ΔΣ	Αλέξανδρος Αντωνόπουλος
Μέλος - Μη Εκτελεστικό Μέλος ΔΣ	Δρ. Γεώργιος Κασιμπρής
Μέλος - Μη Εκτελεστικό Μέλος ΔΣ	Άγγελος Τσιχριντζής
Μέλος - Ανεξάρτητο και μη Εκτελεστικό	Δημήτριος Γεωργούτσος
Μέλος - Ανεξάρτητο και μη Εκτελεστικό	Στυλιανός Πανταζίδης

Διαχείριση χαρτοφυλακίου της Εταιρείας

Η διαχείριση χαρτοφυλακίου της εταιρίας πραγματοποιείται από την EFG EUROBANK ASSET Management.

Ανθρώπινο Δυναμικό της Εταιρείας

Η εταιρεία απασχολεί τους κάτωθι:

ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ	ΘΕΣΗ ΣΤΗΝ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΚΗ ΕΜΠΕΙΡΙΑ (ΧΡΟΝΙΑ)	ΤΙΤΛΟΙ ΣΠΟΥΔΩΝ
Αλέξανδρος Αντωνόπουλος	Γενικός Διευθυντής	13	Μεταπτυχιακό
Πηνελόπη Χρονοπούλου	Υπάλληλος Γραφείου	2	Απόφοιτος Λυκείου
Διονυσία Κοντογιάννη	Γραμματειακή Υποστήριξη & Εξυπηρέτηση Μετόχων - Υπεύθυνη Υπηρεσίας Εταιρικών Ανακοινώσεων	12	Απόφοιτος Εμπορικού Κολλεγίου Αγ. Γεώργιος
Σταυρούλα Δρακωτού	Εσωτερικός Ελεγκτής	6	Πανεπιστήμιο
Μαρία Αλεξία Γεωργακάκου	Υπάλληλος Λογιστηρίου	6	Απόφοιτος Αμερικάνικου Κολλεγίου Ελλάδας (Deree College)

Επενδυτικά Σχέδια & Στόχοι της Εταιρείας

Η επενδυτική πολιτική της εταιρείας χαράσσεται με κύριο άξονα τη βέλτιστη αξιοποίηση της περιούσιας των μετόχων, μέσα σε ένα έντονα ανταγωνιστικό και συνεχώς μεταβαλλόμενο επενδυτικό περιβάλλον. Η εταιρία, ιδιαίτερα μετά την πτώση των τιμών στο Ελληνικό Χρηματιστήριο έχει τοποθετήσει το μεγαλύτερο κομμάτι των κεφαλαίων της σε Ελληνικές μετοχές, χωρίς να αποκλείει μερικές επενδύσεις σε Ελληνικά ή Διεθνή ομόλογα, μετοχές και αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού εάν κριθεί σκόπιμο από τις μελλοντικές οικονομικές εξελίξεις. Στην παρούσα φάση το χαρτοφυλάκιο της εταιρίας μπορεί να χαρακτηριστεί ως επιθετικό γεγονός που προσβλέπει στην ανάκαμψη του Ελληνικού Χρηματιστηρίου. Το μετοχικό χαρτοφυλάκιο της εταιρείας αποτελείται από ένα σημαντικό ποσοστό ελληνικών μετοχών υψηλής κεφαλαιοποίησης (blue chips) σε συνδυασμό με αρκετές τοποθετήσεις σε μετοχές εταιριών μεσαίας κεφαλαιοποίησης που αναμένεται να έχουν σημαντικούς ρυθμούς ανάπτυξης στο μέλλον.

Οι κίνδυνοι στους οποίους είναι εκτεθειμένη η ΔΙΑΣ ΑΕΕΧ δεν διαφοροποιούνται κατά πολύ από αυτούς που αφορούν το σύνολο του κλάδου των εταιριών επενδύσεων. Οι σημαντικότεροι από τους οποίους είναι οι εξής:

1. Η σημαντική επιδείνωση των συνθηκών, εγχώριων και διεθνών, των χρηματοοικονομικών αγορών, γεγονός το οποίο δύναται να επηρεάσει αρνητικά τα αποτελέσματα και την εσωτερική αξία του χαρτοφυλακίου της εταιρίας και κατ' επέκταση τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της.

Η επιδείνωση των συνθηκών μπορεί να αφορά σε:

- Αρνητικές Πολιτικές ή Στρατιωτικές Εξελίξεις
- Επιβράδυνση των ρυθμών ανάπτυξης της Παγκόσμιας Οικονομίας
- Αδυναμία σύγκλησης της Εγχώριας Οικονομίας με τις υπόλοιπες της Ζώνης του Ευρώ.
- Αρνητικές Εξελίξεις στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά

- Πτωχεύσεις Εταιριών.
2. Η σημαντική μεταβλητότητα την οποία δύναται να παρουσιάσουν τα δημοσιοποιούμενα οικονομικά αποτελέσματα διαδοχικών περιόδων και η οποία ενδέχεται να επηρεάσει τις χρηματιστηριακές τιμές.

ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ

ΜΕΤΟΧΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	% ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ
EUROBANK ERGASIAS	21,111,220	42,04%
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟ ΚΟΙΝΟ	29,108,780	57.96%
ΣΥΝΟΛΟ	50,220,000	100.00%
Τελευταία ενημέρωση στις 09/08/2006		

B.2 Η ΠΡΟΒΛΕΠΤΙΚΗ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΑΠΟΚΛΙΣΕΩΝ

Προσπαθώντας να εξεταστεί η δυνατότητα πρόβλεψης των μελλοντικών αποδόσεων των μετοχών των ελληνικών ΕΕΧ, καθώς και των μελλοντικών αποδόσεων της εσωτερικής αξίας των μετοχών αυτών, μέσω των τρεχόντων επιπέδων της έκπτωσης (ή της προσαύξησης), πραγματοποιούνται παλινδρομήσεις με εξαρτημένη μεταβλητή την μελλοντική απόδοση των μετοχών των ΕΕΧ ($R_{fund,t,t+n}$), την μελλοντική απόδοση πέραν της απόδοσης άνευ κινδύνου ($R_{fund,t,t+n} - R_{free}$) και την απόδοση πέραν της απόδοσης της εσωτερικής αξίας ($R_{fund,t,t+n} - R_{nav,t,t+n}$). Ως ανεξάρτητες μεταβλητές, σε κάθε παλινδρόμηση, χρησιμοποιούνται τα τρέχοντα επίπεδα έκπτωσης/ προσαύξησης, ($Discount_t / Premium_t$), καθώς και η μελλοντική απόδοση του γενικού δείκτη (και εναλλακτικά του δείκτη μικρής κεφαλαιοποίησης FTSE80), προκειμένου να ελεγχθεί και η ευαισθησία των μελλοντικών αποδόσεων στο γενικό δείκτη, αλλά και στο δείκτη μικρής κεφαλαιοποίησης. Η χρήση του δείκτη μικρής κεφαλαιοποίησης γίνεται διότι σε αυτόν επενδύουν οι μεμονωμένοι μικροεπενδυτές, οι οποίοι επενδύουν, σε μεγάλο ποσοστό, και στις ΕΕΧ. Οι παλινδρομήσεις γίνονται σε μηνιαίο και τριμηνιαίο χρονικό ορίζοντα, με δεδομένα για τη περίοδο 28/2/2002 έως 28/2/2007, με μηνιαίες παρατηρήσεις. Ακόμη, για να διευρυνθεί το δείγμα, οι παλινδρομήσεις γίνονται και για τις τέσσερις εταιρείες του δείγματος μαζί, επιτρέποντας στο σταθερό όρο να διαφέρει από εταιρεία σε εταιρεία, αλλά υποχρεώνοντας τους συντελεστές κλίσης να είναι κοινοί για όλες τις ΕΕΧ. Τέλος, για τον έλεγχο της ικανότητας πρόβλεψης των μελλοντικών αποδόσεων της εσωτερικής αξίας των μετοχών των εταιρειών αυτών, εξαρτημένη μεταβλητή είναι η μελλοντική απόδοση της εσωτερικής καθαρής αξίας ($R_{nav,t,t+n}$), και ανεξάρτητες τα τρέχοντα επίπεδα έκπτωσης ή προσαύξησης, ($Discount_t / Premium_t$), καθώς και οι μελλοντικές αποδόσεις του γενικού δείκτη του ΧΑΑ, και, εναλλακτικά, του δείκτη μικρής κεφαλαιοποίησης.

B.2.1 ΕΛΕΓΧΟΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΚΑΙ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ ΣΤΟ ΓΔ ΤΗΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΩΝ ΕΕΧ

Στο πίνακα 1 που ακολουθεί, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης:

$$R_{\text{fund},t,t+1} = C_i + bR_{m,t,t+1} + \gamma \text{Discount}_t + e_{t+1}$$

Πίνακας 1:

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C1	-0.079986	0.014033	-5.699680	0.0000
C2	-0.148500	0.018685	-7.947403	0.0000
C3	-0.110995	0.016241	-6.834096	0.0000
C4	-0.100074	0.015182	-6.591646	0.0000
DIS	-0.467846	0.049224	-9.504444	0.0000
RM	1.175413	0.103486	11.35821	0.0000
R-squared	0.461405	Mean dependent var	0.004988	
Adjusted R-squared	0.449896	S.D. dependent var	0.121378	
S.E. of regression	0.090025	Akaike info criterion	-1.952773	
Sum squared resid	1.896459	Schwarz criterion	-1.865757	
Log likelihood	240.3328	Durbin-Watson stat	1.799843	

Ο χρονικός ορίζοντας της παλινδρόμησης είναι μηνιαίος. Παρατηρούμε ότι η μεταβλητότητα της εξαρτημένης μεταβλητής, που εξηγείται από τη μεταβλητότητα των ανεξάρτητων, ανέρχεται σε 46,14%, ενώ όλες οι μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικές. Ακόμη, παρατηρείται μια αρνητική σχέση μεταξύ μεταβολών της έκπτωσης και μεταβολών των μελλοντικών αποδόσεων των

μετοχών των ΕΕΧ. Για παράδειγμα, μια αύξηση της προσαύξησης κατά 1%, με σταθερές τις άλλες παραμέτρους, οδηγεί σε μείωση της απόδοσης του επόμενου μήνα κατά 0,46%. Ακόμη, μια αύξηση του γενικού δείκτη κατά 1%, με σταθερές τις άλλες παραμέτρους, οδηγεί σε αύξηση της απόδοσης της μετοχής κατά 1,17%. Στη συνέχεια, για την ίδια παλινδρόμηση, αλλά με τρίμηνο χρονικό ορίζοντα, αντιστοιχεί ο πίνακας 2:

Πίνακας 2:

Dependent Variable: RFUND				
Method: Least Squares				
Date: 07/09/07 Time: 18:35				
Sample: 1 80				
Included observations: 80				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C1	-0.145708	0.048325	-3.015181	0.0035
C2	-0.243485	0.063231	-3.850733	0.0002
C3	-0.166506	0.052188	-3.190484	0.0021
C4	-0.187399	0.048531	-3.861430	0.0002
RM	1.431743	0.176057	8.132269	0.0000
PREMIUM_DISCOUNT01	-0.240317	0.058605	-4.100644	0.0001
R-squared	0.492343	Mean dependent var		0.007850
Adjusted R-squared	0.458042	S.D. dependent var		0.214211
S.E. of regression	0.157697	Akaike info criterion		-0.784238
Sum squared resid	1.840268	Schwarz criterion		-0.605586
Log likelihood	37.36953	Durbin-Watson stat		1.687394

Όπως παρατηρούμε, η ερμηνευτική δύναμη του υποδείγματος είναι εξίσου ικανοποιητική με τη περίπτωση του μηνιαίου χρονικού ορίζοντα, αφού το R^2 είναι 49%. Οι μεταβλητές είναι ξανά στατιστικά σημαντικές, και το πρόσημο, δηλαδή ο τρόπος επίδρασης του γενικού δείκτη και της έκπτωσης (ή της προσαύξησης) δεν διαφοροποιήθηκε. Όμως, για το τριμηνιαίο χρονικό ορίζοντα, μειώθηκε σχεδόν κατά το ήμισυ ο συντελεστής της έκπτωσης. Αυτό σημαίνει ότι μια

μεταβολή της έκπτωσης προκαλεί αισθητά λιγότερη μεταβολή στην απόδοση μετά από τρεις μήνες, άρα η αγορά έχει διορθώσει την αντίδρασή της. Εν συνεχεία, για τις παλινδρομήσεις της μορφής:

$$(R_{fund,t,t+n} - R_{free}) = C_i + b(R_{m,t,t+n} - R_{free}) + \gamma \text{Discount}_t + e_{t+n}$$

παρουσιάζονται τα αποτελέσματα στους πίνακες 3 και 4, για μηνιαίο και τριμηνιαίο χρονικό ορίζοντα, αντίστοιχα.

Πίνακας 3:

Dependent Variable: RFUND_RF01				
Method: Least Squares				
Date: 07/09/07 Time: 11:26				
Sample: 1 240				
Included observations: 240				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C1	-0.079590	0.014003	-5.683684	0.0000
C2	-0.148113	0.018654	-7.939798	0.0000
C3	-0.110603	0.016210	-6.822998	0.0000
C4	-0.099680	0.015151	-6.579057	0.0000
RM_RF01	1.175454	0.103258	11.38363	0.0000
DIS	-0.467912	0.049225	-9.505552	0.0000
R-squared	0.461970	Mean dependent var		0.002667
Adjusted R-squared	0.450473	S.D. dependent var		0.121439
S.E. of regression	0.090022	Akaike info criterion		-1.952832
Sum squared resid	1.896347	Schwarz criterion		-1.865816
Log likelihood	240.3399	Durbin-Watson stat		1.799869

Πίνακας 4 :

Dependent Variable: RFUND_RF01				
Method: Least Squares				
Date: 07/09/07 Time: 18:37				
Sample: 1 80				
Included observations: 80				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C1	-0.142725	0.048029	-2.971614	0.0040
C2	-0.240544	0.062919	-3.823055	0.0003
C3	-0.163534	0.051885	-3.151851	0.0023
C4	-0.184417	0.048235	-3.823286	0.0003
RM_RF01	1.429366	0.175193	8.158801	0.0000
PREMIUM_DISCOUNT01	-0.240442	0.058622	-4.101579	0.0001
R-squared	0.493646	Mean dependent var		0.000892
Adjusted R-squared	0.459432	S.D. dependent var		0.214496
S.E. of regression	0.157705	Akaike info criterion		-0.784148
Sum squared resid	1.840434	Schwarz criterion		-0.605496
Log likelihood	37.36592	Durbin-Watson stat		1.686354

Τα αποτελέσματα δείχνουν παρόμοια ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος, με την περίπτωση αγνόησης του όρου R_{free} . Οι μεταβλητές εξακολουθούν να είναι στατιστικά σημαντικές, ενώ, ξανά, η έκπτωση επηρεάζει σχεδόν κατ το ήμισυ την απόδοση σε τρεις μήνες, από ότι τον επόμενο μήνα. Τέλος, για τη δυνατότητα πρόβλεψης της μελλοντικής απόδοσης, πέραν της απόδοσης της εσωτερικής αξίας, τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στο πίνακα 5 και 6, για μηνιαίο και τριμηνιαίο χρονικό ορίζοντα.

Πίνακας 5:

Dependent Variable: RFUND_RNAV01				
Method: Least Squares				
Date: 07/09/07 Time: 11:35				
Sample: 1 240				
Included observations: 240				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C1	-0.080032	0.015406	-5.194776	0.0000
C2	-0.154724	0.020513	-7.542659	0.0000
C3	-0.118442	0.017830	-6.642792	0.0000
C4	-0.102110	0.016667	-6.126436	0.0000
RM	0.372686	0.113609	3.280429	0.0012
DIS	-0.499361	0.054039	-9.240745	0.0000
R-squared	0.280519	Mean dependent var		-0.000881
Adjusted R-squared	0.265146	S.D. dependent var		0.115291
S.E. of regression	0.098831	Akaike info criterion		-1.766119
Sum squared resid	2.285633	Schwarz criterion		-1.679103
Log likelihood	217.9342	Durbin-Watson stat		2.371374

Πίνακας 6:

Dependent Variable: RFUND_RNAV01				
Method: Least Squares				
Date: 07/09/07 Time: 18:38				
Sample: 1 80				
Included observations: 80				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C1	-0.065031	0.030788	-2.112208	0.0380
C2	-0.128822	0.040285	-3.197788	0.0020
C3	-0.090257	0.033249	-2.714539	0.0083
C4	-0.108393	0.030919	-3.505673	0.0008
RM	0.351863	0.112167	3.136963	0.0025
PREMIUM_DISCOUNT01	-0.122107	0.037337	-3.270370	0.0016
R-squared	0.199141	Mean dependent var		-0.009757
Adjusted R-squared	0.145029	S.D. dependent var		0.108658
S.E. of regression	0.100470	Akaike info criterion		-1.685879
Sum squared resid	0.746971	Schwarz criterion		-1.507227
Log likelihood	73.43514	Durbin-Watson stat		2.115921

Τα ευρήματα είναι αντίστοιχα των δυο προηγούμενων περιπτώσεων, αν και η ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος έχει μειωθεί. Οι μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικές, ενώ η επίδραση της έκπτωσης στις αποδόσεις σε ένα τρίμηνο είναι πολύ μικρότερη από την επίδραση στις αποδόσεις του επόμενου μήνα.

B.2.2 ΕΛΕΓΧΟΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΚΑΙ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ ΣΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΗΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΕΧ.

Στους πίνακες 7 και 8 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων (για μηνιαίο και τριμηνιαίο χρονικό ορίζοντα) της μορφής:

$$R_{fund,t,t+n} = C_i + bR_{smallcap,t,t+n} + \gamma Discount_t + e_{t+n}$$

Πίνακας 7:

Dependent Variable: RFUND Method: Least Squares Date: 07/09/07 Time: 11:37 Sample: 1 240 Included observations: 240				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C1	-0.063053	0.014357	-4.391802	0.0000
C2	-0.126419	0.019114	-6.614093	0.0000
C3	-0.091410	0.016611	-5.502962	0.0000
C4	-0.081689	0.015528	-5.260662	0.0000
RSMCAP	0.721926	0.069816	10.34040	0.0000
DIS	-0.430606	0.050581	-8.513218	0.0000
R-squared	0.426514	Mean dependent var		0.004988
Adjusted R-squared	0.414260	S.D. dependent var		0.121378
S.E. of regression	0.092895	Akaike info criterion		-1.890005
Sum squared resid	2.019312	Schwarz criterion		-1.802989
Log likelihood	232.8006	Durbin-Watson stat		1.852216

Πίνακας 8:

Dependent Variable: RFUND					
Method: Least Squares					
Date: 07/09/07 Time: 18:40					
Sample: 1 80					
Included observations: 80					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C1	-0.087641	0.049045	-1.786934	0.0780	
C2	-0.169460	0.064070	-2.644910	0.0100	
C3	-0.103972	0.052919	-1.964751	0.0532	
C4	-0.129084	0.049251	-2.620918	0.0106	
RSC	0.801834	0.108279	7.405266	0.0000	
PREMIUM_DISCOUNT01	-0.192503	0.059981	-3.209418	0.0020	
R-squared	0.447834	Mean dependent var	0.007850		
Adjusted R-squared	0.410526	S.D. dependent var	0.214211		
S.E. of regression	0.164465	Akaike info criterion	-0.700196		
Sum squared resid	2.001613	Schwarz criterion	-0.521544		
Log likelihood	34.00785	Durbin-Watson stat	1.558958		

Στους πίνακες 9 και 10 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων (για μηνιαίο και τριμηνιαίο χρονικό ορίζοντα) της μορφής:

$$(R_{fund,t,t+n} - R_{free}) = C_i + b(R_{smallcap,t,t+n} - R_{free}) + \gamma Discount_t + e_{t+n}$$

Πίνακας 9:

Dependent Variable: RFUND_RF01				
Method: Least Squares				
Date: 07/09/07 Time: 11:38				
Sample: 1 240				
Included observations: 240				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C1	-0.063686	0.014355	-4.436329	0.0000
C2	-0.127041	0.019112	-6.647140	0.0000
C3	-0.092037	0.016609	-5.541257	0.0000
C4	-0.082319	0.015527	-5.301759	0.0000
RSM_CAP__RF01	0.722836	0.069771	10.36015	0.0000
DIS	-0.430526	0.050590	-8.510085	0.0000
R-squared	0.426891	Mean dependent var		0.002667
Adjusted R-squared	0.414645	S.D. dependent var		0.121439
S.E. of regression	0.092911	Akaike info criterion		-1.889672
Sum squared resid	2.019985	Schwarz criterion		-1.802656
Log likelihood	232.7606	Durbin-Watson stat		1.852246

Πίνακας 10:

Dependent Variable: RFUND_RF01				
Method: Least Squares				
Date: 07/09/07 Time: 18:42				
Sample: 1 80				
Included observations: 80				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C1	-0.089008	0.048978	-1.817320	0.0732
C2	-0.170821	0.063993	-2.669350	0.0093
C3	-0.105338	0.052847	-1.993261	0.0499
C4	-0.130452	0.049184	-2.652333	0.0098
RSC_RF01	0.803283	0.108138	7.428317	0.0000
PREMIUM_DISCOUNT01	-0.192482	0.060007	-3.207677	0.0020
R-squared	0.449015	Mean dependent var		0.000892
Adjusted R-squared	0.411786	S.D. dependent var		0.214496
S.E. of regression	0.164508	Akaike info criterion		-0.699676
Sum squared resid	2.002654	Schwarz criterion		-0.521024
Log likelihood	33.98706	Durbin-Watson stat		1.558361

Τέλος, στους πίνακες 11 και 12 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων (για μηνιαίο και τριμηνιαίο χρονικό ορίζοντα) της μορφής:

$$(R_{fund,t,t+n} - R_{nav,t,t+n}) = C_i + bR_{smallcap,t,t+n} + \gamma Discount_t + e_{t+n}$$

Πίνακας 11:

Dependent Variable: RFUND_RNAV01				
Method: Least Squares				
Date: 07/09/07 Time: 11:40				
Sample: 1 240				
Included observations: 240				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C1	-0.074588	0.015348	-4.859835	0.0000
C2	-0.147608	0.020433	-7.224054	0.0000
C3	-0.112137	0.017758	-6.314860	0.0000
C4	-0.096195	0.016600	-5.794828	0.0000
RSMCAP	0.216608	0.074635	2.902243	0.0041
DIS	-0.487265	0.054072	-9.011420	0.0000
R-squared	0.273580	Mean dependent var		-0.000881
Adjusted R-squared	0.258058	S.D. dependent var		0.115291
S.E. of regression	0.099307	Akaike info criterion		-1.756520
Sum squared resid	2.307679	Schwarz criterion		-1.669504
Log likelihood	216.7824	Durbin-Watson stat		2.344809

Πίνακας 12:

Dependent Variable: RFUND_RNAV01				
Method: Least Squares				
Date: 07/09/07 Time: 18:43				
Sample: 1 80				
Included observations: 80				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C1	-0.048730	0.030768	-1.583801	0.1175
C2	-0.107512	0.040193	-2.674891	0.0092
C3	-0.072554	0.033197	-2.185531	0.0320
C4	-0.092015	0.030897	-2.978114	0.0039
RSC	0.159353	0.067927	2.345953	0.0217
PREMIUM_DISCOUNT01	-0.107099	0.037628	-2.846298	0.0057
R-squared	0.155453	Mean dependent var	-0.009757	
Adjusted R-squared	0.098389	S.D. dependent var	0.108658	
S.E. of regression	0.103174	Akaike info criterion	-1.632763	
Sum squared resid	0.787719	Schwarz criterion	-1.454111	
Log likelihood	71.31052	Durbin-Watson stat	1.965608	

Τα αποτελέσματα δείχνουν ικανοποιητική ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος και σε αυτή τη περίπτωση, όπου χρησιμοποιείται ο δείκτης μικρής κεφαλαιοποίησης. Εντούτοις, φαίνεται να υπάρχει μικρότερη εξάρτηση από το δείκτη αυτόν, από ότι από το γενικό δείκτη, αφού ο αντίστοιχος συντελεστής είναι μικρότερος. Οι μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικές, με αρνητική σχέση μεταξύ τρέχουσας έκπτωσης και μελλοντικής απόδοσης των μετοχών των ΕΕΧ. Τέλος, σε τρίμηνο ορίζοντα, η έκπτωση επηρεάζει, πάλι, πολύ λιγότερο την απόδοση, από ότι σε μηνιαίο ορίζοντα.

B.2.3 ΕΛΕΓΧΟΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΚΑΙ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ ΣΤΟ ΓΔ ΚΑΙ ΣΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΗΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΑΞΙΑΣ

Στους πίνακες 13 και 14 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων (για μηνιαίο και τριμηνιαίο χρονικό ορίζοντα) της μορφής:

$$R_{nav,t,t+n} = C_i + bR_{m,t,t+n} + \gamma \text{Discount}_t + e_{t+n}$$

Πίνακας 13:

Dependent Variable: RNAV				
Method: Least Squares				
Date: 07/09/07 Time: 18:46				
Sample: 1 240				
Included observations: 240				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C1	4.57E-05	0.013224	0.003454	0.9972
C2	0.006224	0.017607	0.353485	0.7240
C3	0.007447	0.015304	0.486578	0.6270
C4	0.002036	0.014306	0.142295	0.8870
RM_T_T_101	0.802728	0.097514	8.231916	0.0000
PREMIUM_DISCOUNT01	0.031515	0.046383	0.679448	0.4975
R-squared	0.230504	Mean dependent var	0.005869	
Adjusted R-squared	0.214062	S.D. dependent var	0.095688	
S.E. of regression	0.084830	Akaike info criterion	-2.071649	
Sum squared resid	1.683901	Schwarz criterion	-1.984633	
Log likelihood	254.5979	Durbin-Watson stat	1.945042	

Πίνακας 14:

Dependent Variable: RNAV					
Method: Least Squares					
Date: 07/09/07 Time: 18:50					
Sample: 1 80					
Included observations: 80					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C1	-0.080677	0.043225	-1.866472	0.0659	
C2	-0.114663	0.056557	-2.027378	0.0462	
C3	-0.076249	0.046680	-1.633432	0.1066	
C4	-0.079006	0.043409	-1.820037	0.0728	
RM	1.079879	0.157476	6.857440	0.0000	
PREMIUM_DISCOUNT01	-0.118210	0.052419	-2.255079	0.0271	
R-squared	0.391003	Mean dependent var	0.017607		
Adjusted R-squared	0.349855	S.D. dependent var	0.174936		
S.E. of regression	0.141054	Akaike info criterion	-1.007313		
Sum squared resid	1.472316	Schwarz criterion	-0.828661		
Log likelihood	46.29252	Durbin-Watson stat	1.830994		

Στους πίνακες 15 και 16 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων (για μηνιαίο και τριμηνιαίο χρονικό ορίζοντα) της μορφής:

$$R_{nav,t,t+n} = C_i + bR_{smallcap,t,t+n} + \gamma Discount_t + e_{t+n}$$

Πίνακας 15:

Dependent Variable: RNAV					
Method: Least Squares					
Date: 07/09/07 Time: 18:48					
Sample: 1 240					
Included observations: 240					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C1	0.011535	0.013248	0.870698	0.3848	
C2	0.021189	0.017638	1.201340	0.2308	
C3	0.020726	0.015328	1.352171	0.1776	
C4	0.014505	0.014329	1.012300	0.3124	
RSMCAP	0.505318	0.064425	7.843556	0.0000	
PREMIUM_DISCOUNT01	0.056659	0.046675	1.213917	0.2260	
R-squared	0.214248	Mean dependent var	0.005869		
Adjusted R-squared	0.197459	S.D. dependent var	0.095688		
S.E. of regression	0.085722	Akaike info criterion	-2.050743		
Sum squared resid	1.719474	Schwarz criterion	-1.963727		
Log likelihood	252.0892	Durbin-Watson stat	2.038007		

Πίνακας 16:

Dependent Variable: RNAV					
Method: Least Squares					
Date: 07/09/07 Time: 18:51					
Sample: 1 80					
Included observations: 80					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C1	-0.038911	0.041824	-0.930344	0.3552	
C2	-0.061948	0.054637	-1.133802	0.2605	
C3	-0.031418	0.045127	-0.696206	0.4885	
C4	-0.037070	0.042000	-0.882606	0.3803	
RSC	0.642482	0.092337	6.958012	0.0000	
PREMIUM_DISCOUNT01	-0.085404	0.051150	-1.669679	0.0992	
R-squared	0.397916	Mean dependent var	0.017607		
Adjusted R-squared	0.357234	S.D. dependent var	0.174936		
S.E. of regression	0.140251	Akaike info criterion	-1.018728		
Sum squared resid	1.455605	Schwarz criterion	-0.840076		
Log likelihood	46.74913	Durbin-Watson stat	1.919077		

Όπως φαίνεται από τα αποτελέσματα, τόσο για μηνιαίο, όσο και για τριμηνιαίο χρονικό ορίζοντα, υπάρχει θετική, στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ ΓΔ και μελλοντικής απόδοσης εσωτερικής καθαρής αξίας, αλλά και μεταξύ δείκτη μικρής κεφαλαιοποίησης και μελλοντικής απόδοσης εσωτερικής καθαρής αξίας. Όμως, για τριμηνιαίο χρονικό ορίζοντα, για παλινδρόμηση με το δείκτη μικρής κεφαλαιοποίησης, υπάρχει στατιστικά σημαντική σχέση και της έκπτωσης με την μελλοντική απόδοση της εσωτερικής καθαρής αξίας. Εντούτοις, για το γενικό δείκτη ως ανεξάρτητη μεταβλητή σε τριμηνιαίο χρονικό ορίζοντα, αλλά και με το δείκτη μικρής κεφαλαιοποίησης, τόσο σε μηνιαίο όσο και σε τριμηνιαίο ορίζοντα, δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική επίδραση της έκπτωσης. Συνεπώς, υπάρχει η δυνατότητα πρόβλεψης των μελλοντικών τιμών των μετοχών των ΕΕΧ, αλλά όχι και της καθαρής εσωτερικής τους αξίας.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Πίνακας 1:

Στοιχεία Γενικού Δείκτη, Δείκτη Εταιρειών Μικρής Κεφαλαιοποίησης και απόδοση 3μηνου ομολόγου ελληνικού δημοσίου (σε ετήσια βάση)

Name	ATHEX COMPOSITE - PRICE INDEX		Name	GR THREE MONTH TREASURY BILL RATE (EP)
Code	GRAGENL	FTASE80	Code	GRGBILL3
2/28/2007	4503.96	878.29	2/28/2007	4.09
1/31/2007	4710.24	923.36	1/31/2007	4.06
12/29/2006	4394.13	880.58	12/29/2006	3.92
11/30/2006	4220.5	839.45	11/30/2006	3.87
10/31/2006	4128.6	823.27	10/31/2006	3.8
9/29/2006	3931.05	784.1	9/29/2006	3.72
8/31/2006	3868.62	785.2	8/31/2006	3.61
7/31/2006	3747.98	722.64	7/31/2006	3.54
6/30/2006	3693.75	721.21	6/30/2006	3.41
5/31/2006	3753.21	755.32	5/31/2006	3.31
4/28/2006	4139.96	791.91	4/28/2006	3.22
3/31/2006	4122.34	745.63	3/31/2006	3.11
2/28/2006	4202.85	789.58	2/28/2006	2.91
1/31/2006	3977.84	717.47	1/31/2006	2.83
12/30/2005	3663.9	626.64	12/30/2005	2.78
11/30/2005	3441.64	537.43	11/30/2005	2.68
10/31/2005	3307.32	530.84	10/31/2005	2.41
9/30/2005	3381.96	519	9/30/2005	2.22
8/31/2005	3231.48	489.2	8/31/2005	2.22
7/29/2005	3271.78	500.35	7/29/2005	2.17
6/30/2005	3060.73	459.82	6/30/2005	2.1
5/31/2005	2959.53	467.46	5/31/2005	2.19
4/29/2005	2868.45	463.82	4/29/2005	2.27
3/31/2005	2854.91	476.31	3/31/2005	2.34
2/28/2005	3145.16	525.06	2/28/2005	2.31
1/31/2005	2919.93	515.88	1/31/2005	2.31
12/31/2004	2786.18	470.05	12/31/2004	2.3
11/30/2004	2654.81	465.29	11/30/2004	2.33
10/29/2004	2489.19	445.88	10/29/2004	2.32
9/30/2004	2328.24	436.54	9/30/2004	2.38
8/31/2004	2314.26	468.13	8/31/2004	2.3
7/30/2004	2319.3	496.26	7/30/2004	2.36
6/30/2004	2349.16	479.38	6/30/2004	2.4
5/31/2004	2423.72	532.91	5/31/2004	2.3
4/30/2004	2517.62	553.63	4/30/2004	2.16
3/31/2004	2370.65	554.15	3/31/2004	2.06

2/27/2004	2451.5	615.86	2/27/2004	2.16
1/30/2004	2432.58	648.83	1/30/2004	2.21
12/31/2003	2263.58	597.35	12/31/2003	2.38
11/28/2003	2170.05	586.06	11/28/2003	2.41
10/31/2003	2121.06	599.96	10/31/2003	2.3
9/30/2003	2019.76	551.59	9/30/2003	2.26
8/29/2003	2210.57	681.32	8/29/2003	2.28
7/31/2003	2158.64	653.15	7/31/2003	2.08
6/30/2003	1892.04	515.84	6/30/2003	2.01
5/30/2003	1707.54	469.33	5/30/2003	2.25
4/30/2003	1691.52	445.91	4/30/2003	2.46
3/31/2003	1467.3	363.14	3/31/2003	2.41
2/28/2003	1614.06	394.45	2/28/2003	2.5
1/31/2003	1683.59	421.09	1/31/2003	2.7
12/31/2002	1748.42	464.49	12/31/2002	2.87
11/29/2002	1872.83	566.49	11/29/2002	3.02
10/31/2002	1785.28	499.8	10/31/2002	3.13
9/30/2002	1837.52	512.95	9/30/2002	3.24
8/30/2002	2129.06	614.27	8/30/2002	3.44
7/31/2002	2115.39	615.92	7/31/2002	3.65
6/28/2002	2237.86	677.11	6/28/2002	3.87
5/31/2002	2297.56	710.9	5/31/2002	3.98
4/30/2002	2218.35	698.66	4/30/2002	3.86
3/29/2002	2280.72	729.29	3/29/2002	3.81
2/28/2002	2332.89	758.8	2/28/2002	3.59

Πίνακας 2 :
Αποδόσεις Χρηματιστηριακής Τιμής EEX Δείγματος

	Rfund,t,t+1			
	ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ	INTERINVEST	ΑΙΟΛΙΚΗ	ΔΙΑΣ
28/2/2007				
31/1/2007	-0.0256	-0.0292	-0.0517	0.0215
31/12/2006	0.0256	0.0116	-0.0526	- 0.0144
30/11/2006	0.0263	0.0176	0.0818	0.0438
31/10/2006	-0.0066	0.0000	0.0301	0.0075
29/9/2006	0.0544	-0.0059	0.0193	0.0863
31/8/2006	-0.0139	0.0238	0.0117	0.0000
31/7/2006	0.0174	0.0000	0.0199	0.0000
30/6/2006	-0.0070	1.0176	-0.0238	- 0.0712
31/5/2006	-0.0069	-0.0800	-0.0117	0.0077
28/4/2006	-0.0137	0.0000	-0.0343	- 0.0669
31/3/2006	0.0103	0.0313	-0.0075	- 0.0423
28/2/2006	-0.0667	-0.0910	-0.0682	- 0.0537

31/1/2006	0.0462	0.0445	0.0426	- 0.0510
31/12/2005	-0.0134	0.1292	0.1232	0.1398
30/11/2005	0.0654	0.0902	0.0165	0.0513
31/10/2005	0.0000	0.0190	-0.0042	0.0305
30/9/2005	0.0326	-0.0377	0.0467	0.0000
31/8/2005	0.0074	-0.0183	-0.0300	0.0078
29/7/2005	-0.0364	-0.0180	0.0520	0.0984
30/6/2005	0.0857	0.0180	0.0834	- 0.0171
31/5/2005	-0.0039	0.0370	0.0344	0.0702
28/4/2005	0.0355	0.1201	-0.0296	0.0357
31/3/2005	-0.0547	-0.0619	-0.1015	- 0.0345
28/2/2005	-0.0519	-0.0583	-0.1428	0.0085
31/1/2005	0.0368	0.0190	-0.0113	- 0.0253
31/12/2004	-0.0295	0.0000	-0.0296	0.0870
30/11/2004	0.0913	-0.0561	-0.0036	- 0.0531
29/10/2004	0.0283	0.1155	0.0677	0.1286
30/9/2004	0.0207	0.0206	0.0643	0.0198
31/8/2004	-0.0083	0.0000	-0.0525	0.0000
30/7/2004	-0.0041	-0.0991	-0.0156	- 0.0488
30/6/2004	0.0041	-0.1072	0.0117	0.0290
28/5/2004	-0.0486	-0.0656	0.0359	0.0000
30/4/2004	0.0281	-0.1335	-0.0476	0.0099
31/3/2004	-0.0281	0.0140	0.0156	0.1153
27/2/2004	-0.0942	-0.0414	-0.0611	- 0.0645
31/1/2004	0.0292	0.0000	0.0074	- 0.1085
31/12/2003	0.0532	-0.1027	0.0075	0.0777
28/11/2003	0.0398	0.0892	0.0620	0.1525
31/10/2003	0.0205	0.0000	0.0121	- 0.1112
30/9/2003	0.0338	0.0000	0.0122	0.0995
29/8/2003	-0.0296	-0.1823	-0.0283	- 0.1900
31/7/2003	0.0084	0.0225	-0.0079	0.0697
30/6/2003	0.0299	0.2877	-0.0350	0.1927
30/5/2003	0.0443	0.0953	0.7892	0.0382
30/4/2003	0.1511	-0.0488	0.1542	0.0671
31/3/2003	0.0765	0.4296	0.2555	0.2336
28/2/2003	-0.0280	-0.2567	-0.0250	0.1112
31/1/2003	-0.0219	-0.1072	-0.0244	- 0.0755
31/12/2002	-0.0319	-0.3651	-0.0585	- 0.1198
29/11/2002	0.0428	-0.0899	-0.1574	- 0.2549
31/10/2002	0.0562	0.0667	0.0704	0.1335
30/9/2002	-0.0397	0.0471	0.0105	- 0.0690
30/8/2002	-0.1003	-0.3347	-0.2982	- 0.2572

31/7/2002	-0.0050	-0.0086	-0.0078	- 0.0305
28/6/2002	-0.0440	0.0172	-0.0674	- 0.0488
31/5/2002	-0.0558	-0.1823	-0.0834	- 0.0996
30/4/2002	0.0091	-0.0834	0.0478	0.1585
28/3/2002	0.0138	0.0690	-0.0741	- 0.0299
28/2/2002	-0.0046	-0.0690	-0.0506	- 0.0846

Πίνακας 3 : Αποδόσεις Καθαρής Αξίας ΕΕΧ Δείγματος

	$R_{NAV, t, t+1}$			
	ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ	INTERINVEST	ΑΙΟΛΙΚΗ	ΔΙΑΣ
28/2/2007				
31/1/2007	-0.0240	0.0000	-0.0208	- 0.0178
31/12/2006	0.0513	0.0179	0.0178	0.0178
30/11/2006	0.0338	0.0182	-0.0178	0.0366
31/10/2006	0.0000	0.0092	-0.0029	0.0252
29/9/2006	0.0380	0.0234	0.0298	0.0590
31/8/2006	0.0180	0.0000	0.0061	0.0274
31/7/2006	0.0030	0.0143	0.0122	- 0.1116
30/6/2006	0.0122	0.0000	0.0000	0.0062
31/5/2006	-0.0153	0.9681	0.0218	- 0.0606
28/4/2006	-0.0328	-0.0373	-0.0431	- 0.0627
31/3/2006	0.0148	0.0000	-0.0060	0.0223
28/2/2006	-0.0522	-0.0121	-0.0553	- 0.0223
31/1/2006	0.0287	0.0244	0.0171	0.0627
31/12/2005	0.0817	0.0377	0.0563	0.0796
30/11/2005	0.0585	0.0260	0.0341	0.0456
31/10/2005	0.0237	0.0132	0.0127	0.0270
30/9/2005	0.0000	0.0000	-0.0158	- 0.0136
31/8/2005	0.0243	0.0134	0.0255	0.0205
29/7/2005	-0.0379	-0.0134	-0.0032	- 0.0205
30/6/2005	0.0414	0.0270	0.0228	0.0846
31/5/2005	0.0214	0.0000	0.0267	0.0375
28/4/2005	0.0218	0.0138	0.0379	0.0232
31/3/2005	0.0000	0.0000	-0.0139	- 0.0383
28/2/2005	-0.0812	-0.0408	-0.0830	- 0.0864
31/1/2005	0.0137	0.0270	0.0357	0.0495
31/12/2004	0.0457	0.0278	0.0234	0.0752
30/11/2004	0.0145	-0.0140	0.0205	0.0398
29/10/2004	0.0296	0.0282	0.0209	0.0415
30/9/2004	0.0228	0.0438	0.0214	0.0258

31/8/2004	-0.0228	-0.0580	-0.0036	- 0.0258
30/7/2004	-0.0075	0.0000	0.0000	- 0.0168
30/6/2004	-0.0037	-0.0681	-0.0071	- 0.0083
28/5/2004	-0.0111	-0.1801	-0.0141	- 0.0325
30/4/2004	-0.0182	-0.0324	-0.0277	- 0.0237
31/3/2004	0.0256	0.0107	0.0277	0.0480
27/2/2004	-0.0749	-0.0726	-0.0277	- 0.0323
31/1/2004	-0.0068	-0.0770	-0.0068	- 0.0157
31/12/2003	0.0598	0.0572	0.0171	0.0645
28/11/2003	0.0073	-0.0194	0.0280	0.0253
31/10/2003	0.0147	-0.0190	0.0143	0.0172
30/9/2003	0.0263	0.0000	0.0218	0.1005
29/8/2003	-0.0336	-0.1072	-0.0502	- 0.1263
31/7/2003	0.0000	-0.0084	-0.0208	0.0085
30/6/2003	0.0606	0.2044	0.0491	0.1978
30/5/2003	0.0197	0.1321	0.7223	0.0757
30/4/2003	0.0201	-0.0117	0.0149	0.0227
31/3/2003	0.0289	0.1639	0.0863	0.1221
28/2/2003	-0.0125	-0.0916	-0.0558	- 0.0750
31/1/2003	-0.0082	-0.0723	-0.0230	- 0.0355
31/12/2002	-0.0283	-0.0343	-0.1211	- 0.0674
29/11/2002	-0.0840	-0.3397	-0.0199	- 0.1129
31/10/2002	0.0185	0.0661	0.0334	0.0600
30/9/2002	-0.0037	0.0526	-0.0068	0.0000
30/8/2002	-0.0401	-0.1808	-0.1676	- 0.1438
31/7/2002	-0.0036	0.0000	0.0115	- 0.0264
28/6/2002	-0.0176	-0.0369	-0.0562	- 0.0591
31/5/2002	-0.0104	-0.0767	-0.0480	- 0.0323
30/4/2002	-0.0035	0.0000	0.0264	0.0323
28/3/2002	-0.0069	-0.0199	-0.0159	- 0.0163
28/2/2002	-0.0034	-0.0513	-0.0157	- 0.0160

Πίνακας 4 : Προσαύξηση/ Έκπτωση ΕΕΧ Δείγματος

	PREMIUM/DISCOUNT			
	ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ	INTERINVEST	ΑΙΟΛΙΚΗ	ΔΙΑΣ
28/2/2007				
31/1/2007	-0.1844	-0.2615	-0.2013	-0.2085
31/12/2006	-0.1588	-0.2552	-0.1310	-0.1764
30/11/2006	-0.1513	-0.2546	-0.2305	-0.1836
31/10/2006	-0.1446	-0.2454	-0.2635	-0.1659
29/9/2006	-0.1611	-0.2161	-0.2530	-0.1932
31/8/2006	-0.1292	-0.2399	-0.2587	-0.1658
31/7/2006	-0.1436	-0.2256	-0.2664	-0.2774
30/6/2006	-0.1243	-1.2432	-0.2426	-0.2000
31/5/2006	-0.1327	-0.1951	-0.2091	-0.2683
28/4/2006	-0.1517	-0.2323	-0.2179	-0.2640
31/3/2006	-0.1472	-0.2636	-0.2164	-0.1994
28/2/2006	-0.1327	-0.1847	-0.2035	-0.1681
31/1/2006	-0.1503	-0.2048	-0.2289	-0.0544
31/12/2005	-0.0551	-0.2963	-0.2958	-0.1146
30/11/2005	-0.0621	-0.3604	-0.2783	-0.1203
31/10/2005	-0.0384	-0.3662	-0.2614	-0.1238
30/9/2005	-0.0710	-0.3285	-0.3240	-0.1374
31/8/2005	-0.0541	-0.2967	-0.2685	-0.1247
29/7/2005	-0.0556	-0.2921	-0.3237	-0.2436
30/6/2005	-0.0999	-0.2831	-0.3843	-0.1420
31/5/2005	-0.0747	-0.3202	-0.3920	-0.1747
28/4/2005	-0.0883	-0.4265	-0.3246	-0.1158
31/3/2005	-0.0336	-0.3646	-0.2371	-0.1197
28/2/2005	-0.0630	-0.3472	-0.1772	-0.2146
31/1/2005	-0.0861	-0.3392	-0.1302	-0.1398
31/12/2004	-0.0109	-0.3114	-0.0772	-0.1515
30/11/2004	-0.0877	-0.2693	-0.0531	-0.0586
29/10/2004	-0.0863	-0.3567	-0.0999	-0.1457
30/9/2004	-0.0842	-0.3335	-0.1428	-0.1398
31/8/2004	-0.0987	-0.3915	-0.0939	-0.1655
30/7/2004	-0.1020	-0.2924	-0.0783	-0.1335
30/6/2004	-0.1099	-0.2532	-0.0971	-0.1708
28/5/2004	-0.0724	-0.3677	-0.1472	-0.2033
30/4/2004	-0.1187	-0.2666	-0.1272	-0.2369
31/3/2004	-0.0650	-0.2699	-0.1152	-0.3042
27/2/2004	-0.0457	-0.3011	-0.0818	-0.2719
31/1/2004	-0.0818	-0.3781	-0.0960	-0.1792
31/12/2003	-0.0752	-0.2183	-0.0864	-0.1924
28/11/2003	-0.1078	-0.3269	-0.1204	-0.3195
31/10/2003	-0.1136	-0.3460	-0.1182	-0.1911
30/9/2003	-0.1211	-0.3460	-0.1086	-0.1900
29/8/2003	-0.1252	-0.2709	-0.1305	-0.1263

31/7/2003	-0.1335	-0.3018	-0.1434	-0.1875
30/6/2003	-0.1028	-0.3851	-0.0593	-0.1823
30/5/2003	-0.1273	-0.3483	-0.1262	-0.1448
30/4/2003	-0.2583	-0.3112	-0.2654	-0.1892
31/3/2003	-0.3060	-0.5769	-0.4346	-0.3008
28/2/2003	-0.2904	-0.4117	-0.4654	-0.4870
31/1/2003	-0.2768	-0.3768	-0.4640	-0.4470
31/12/2002	-0.2732	-0.0460	-0.5266	-0.3947
29/11/2002	-0.4000	-0.2957	-0.3892	-0.2527
31/10/2002	-0.4377	-0.2963	-0.4261	-0.3262
30/9/2002	-0.4018	-0.2907	-0.4433	-0.2572
30/8/2002	-0.3415	-0.1368	-0.3128	-0.1438
31/7/2002	-0.3400	-0.1282	-0.2935	-0.1398
28/6/2002	-0.3137	-0.1823	-0.2822	-0.1501
31/5/2002	-0.2683	-0.0767	-0.2469	-0.0827
30/4/2002	-0.2808	0.0067	-0.2683	-0.2089
28/3/2002	-0.3015	-0.0822	-0.2101	-0.1953
28/2/2002	-0.3003	-0.0645	-0.1751	-0.1268

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

➤ **ΑΡΘΡΑ:**

- « GREEK CLOSED-END FUNDS: THE PREDICTIVE POWER OF PREMIA/DISCOUNTS»
G. HARDOUVELIS-T. ANGELIDIS-EM. TSIRITAKIS, NOV.2004
- « THE CLOSED-END FUND DISCOUNT»
E. DIMSON-C. MINIO-PALUELLO, DEC.2002
- « THE PERSISTENCE AND PREDICTABILITY OF CLOSED-END FUND DISCOUNTS»
B. MALKIEL-Y. XY, AUG.2005
- «CLOSED-END FUNDS: A DYNAMIC MODEL OF PREMIUMS AND DISCOUNTS»
N. ARORA-N. JU-H. OU-YANG, DEC.2002
- «A RATIONAL MODEL OF THE CLOSED –END FUND DISCOUNT»
J. BERK-R. STANTON, APRIL 2004
- «A FACTOR MODEL OF THE CLOSED-END FUND DISCOUNT»
E.DIMSON-C. MINIO-KOZERSKI, APRIL 2002
- «ARE THE DISCOUNTS ON CLOSED-END FUNDS A SENTIMENT INDEX?»
N.CHEN-R.KAN-M.MILLER, JUNE 1993
- «YES, DISCOUNTS ON CLOSED-END FUNDS ARE A SENTIMENT INDEX.»
N.CHOPRA-C.LEE-A.SHLEIFER-R.THALER, JUNE 1993
- «INVESTOR SENTIMENT MEASURES»
L.QIU-I.WELCH, JUNE 2005

➤ **ΒΙΒΛΙΑ :**

- «ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ»
ΝΙΚ.Δ.ΦΙΛΙΠΠΑΣ, ΕΚΔ. ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ,2005
- «INEFFICIENT MARKETS, AN INTRODUCTION TO BEHAVIORAL FINANCE»
CLARENDON LECTURES IN ECONOMICS,
OXFORD UNIVERSITY PRESS, 2000

➤ **INTERNET SITES:**

- www.agii.gr
- datastream database
(εργαστήριο τμήματος Τραπ.- Χρημ/κης Διοικητικής, Παν. Πειραιώς)

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ