



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ - ΟΛΙΚΗ ΠΟΙΟΤΗΤΑ
(MBA – TQM)

ΘΕΜΑ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ:
**ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ, Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΩΝ
ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ:
ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ ΝΙΚΟΛΑΟΥ ΛΙΑΣΚΑΣ

ΠΤΥΧΙΟΥΧΟΣ ΤΜΗΜΑΤΟΣ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2009

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου κύριο Αρτίκη Γεώργιο, τόσο για τη βοήθεια του κατά την επιλογή του θέματος της διπλωματικής εργασίας, όσο και για την εξαιρετική συνεργασία, τη στήριξη, τις στοχευμένες παρατηρήσεις του και την προθυμία να με βοηθήσει στις τυχόν απορίες μου, ώστε να φτάσουμε στο άρτιο τελικό αποτέλεσμα, που κρατάτε στα χέρια σας.

Επιπρόσθετα, θα ήθελα να ευχαριστήσω όλους τους καθηγητές του μεταπτυχιακού προγράμματος που με τροφοδότησαν με πλούτο γνώσεων και εμπειρίας, πράγματα που αποδείχθηκαν πολύ χρήσιμα κατά τη συγγραφή της εργασίας μου και συνδυαζόμενα με την ευγενή άμιλλα των συμφοιτητών μου, προσέφεραν την πλέον αποδοτική περίοδο της έως τώρα ζωής μου.

Φυσικά δεν πρέπει να ξεχάσω να πω ένα μεγάλο ευχαριστώ στους γονείς μου Νικόλαο και Σταυρούλα, οι οποίοι με παρότρυναν να συνεχίσω στο μεταπτυχιακό επίπεδο σπουδών και με στήριξαν αμέριστα, τόσο οικονομικά όσο και ηθικά σε όλη την ακαδημαϊκή μου πορεία. Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω το μέντορα μου στην First Data Hellas, κύριο Φραγκίσκο Μάνο για τη βοήθεια του στην εύρεση και συλλογή της αγγλικής βιβλιογραφίας και όλους τους δασκάλους και καθηγητές μου σε όλη τη διάρκεια τη σχολικής και ακαδημαϊκής μου εκπαίδευσης.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1 -
1.1 ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ.....	1 -
1.2 ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ.....	2 -
1.3 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ.....	4 -
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΚΙΝΔΥΝΟΣ	6 -
2.1 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	6 -
2.2 Η ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΤΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	11 -
2.3 ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΟΛΙΚΗΣ ΠΟΙΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	17 -
2.3.1 FAILURE MODE AND EFFECTS ANALYSIS (FMEA) - ΕΝΑ ΕΡΓΑΛΕΙΟ ΤΗΣ ΠΟΙΟΤΗΤΑΣ ΣΤΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	17 -
2.4 Η ΔΙΑΜΑΧΗ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΟΝ ΚΙΝΔΥΝΟ ΚΑΙ ΤΗΝ ΑΠΟΔΟΣΗ	21
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 2	24 -
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Η ΤΥΠΟΛΟΓΙΑ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	25 -
3.1 ΤΑ ΕΙΔΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	25 -
3.2 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΑΓΟΡΑΣ	27 -
3.2.1 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΑΠΟ ΤΟ ΕΠΙΠΕΔΟ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ.....	27 -
3.2.2 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΤΟΥ ΕΠΙΠΕΔΟΥ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ.....	27 -
3.2.3 ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ.....	28 -
3.2.4 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΑΠΟ ΤΟ ΕΠΙΠΕΔΟ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΑΓΑΘΩΝ.....	29 -
3.3 ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ	29 -
3.4 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ	31 -
3.5 ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ.....	32 -
3.6 ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ	33 -
3.7 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΦΗΜΗΣ	35 -
3.8 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ	37 -
3.9 ΝΟΜΙΚΟΣ - ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ.....	38 -
3.10 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ.....	38 -
3.11 ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ	40 -
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 3	41 -
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Ο ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΣΤΙΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ	42 -
4.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΣΕ ΚΙΝΔΥΝΟ	42 -
4.2 ΙΕΡΑΡΧΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΠΟΥ ΕΝΕΧΟΥΝ ΚΙΝΔΥΝΟ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ ΚΑΤΑΝΟΜΗΣ ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΩΝ ΤΩΝ ΚΤΡ, ΤΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗ ΤΩΝ ΔΥΝΑΤΩΝ ΚΤΡ ΚΑΙ ΤΟ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΙΚΟΤΗΤΑΣ	43 -
4.3 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ -	46 -
4.3.1 ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ ΠΟΥ ΟΥΔΕΠΟΤΕ ΕΠΕΝΔΥΟΥΝ ΣΕ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΠΟΥ ΕΝΕΧΟΥΝ ΚΙΝΔΥΝΟ	46 -
4.3.2 ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ ΠΟΥ ΑΠΟΦΕΥΓΟΥΝ ΤΟΝ ΚΙΝΔΥΝΟ ΑΛΛΑ ΕΠΕΝΔΥΟΥΝ ΣΕ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΜΕ ΚΙΝΔΥΝΟ ΟΤΑΝ Η ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΙΝΑΙ ΑΡΚΕΤΑ ΥΨΗΛΗ- 46 -	
4.3.3 ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ ΠΟΥ ΑΓΝΟΟΥΝ ΤΟΝ ΚΙΝΔΥΝΟ	49 -
4.4 ΔΗΨΗ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ ΚΑΤΩ ΑΠΟ ΚΙΝΔΥΝΟ	49 -
4.4.1 ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΤΗΣ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ	50 -
4.4.2 ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΤΗΣ ΑΡΧΗΣ ΤΟΥ LAPLACE.....	51 -
4.4.3 ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΤΟΥ ΧΑΜΗΛΟΤΕΡΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ.....	52 -
4.4.4 ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΤΟΥ ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΟΥ ΟΦΕΛΟΥΣ.....	53 -
4.4.5 ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΤΗΣ ΜΕΤΑΝΟΙΑΣ ΜΙΑΣ ΛΑΘΟΣ ΑΠΟΦΑΣΗΣ	54 -
4.5 ΔΕΝΤΡΑ ΚΑΙ ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ	55 -
4.5.1 ΔΕΝΤΡΑ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ.....	55 -
4.5.2 ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ.....	61 -
4.6 VALUE AT RISK (ΑΞΙΑ ΣΕ ΚΙΝΔΥΝΟ)	62 -

4.7 ΕΝΣΩΜΑΤΩΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΣΤΗΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ.....	- 64 -
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 4	- 66 -
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΚΑΘΕΣΤΩΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ...-	67 -
5.1 ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΤΗΣ ΜΕΓΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ.....	- 67 -
5.2 ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΤΗΣ ΜΕΓΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗΣ ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑΣ.....	- 68 -
5.3 Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΟΥ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΟΥ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ.....	- 71 -
5.4 Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΙΣΟΔΥΝΑΜΙΑΣ ΜΕ ΤΗ ΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ	- 77 -
5.5 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΜΕΘΟΔΩΝ ΤΟΥ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΟΥ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ ΚΑΙ ΤΗΣ ΙΣΟΔΥΝΑΜΙΑΣ ΜΕ ΤΗ ΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ	- 79 -
5.6 ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ.....	- 80 -
5.7 ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΣΟΜΕΙΩΣΗΣ «ΜΟΝΤΕ CARLO»	- 81 -
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 5	- 83 -
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ.....	- 84 -
6.1 ΟΡΙΣΜΟΣ, ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ, ΚΟΙΝΗ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΚΙΝΔΥΝΩΝ.....	- 84 -
6.2 ΜΕΡΙΔΙΟΥΧΟΙ	- 87 -
6.3 ΜΕΡΙΔΙΑ.....	- 88 -
6.4 ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ / ΠΑΘΗΤΙΚΟ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	- 89 -
6.5 ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	- 90 -
(Α.Ε.Δ.Α.Κ.).....	- 90 -
6.6 ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΑΣ	- 91 -
6.7 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ.....	- 92 -
6.8 ΕΛΕΓΚΤΙΚΑ ΟΡΓΑΝΑ	- 92 -
6.9 ΕΙΔΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	- 93 -
6.9.1 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ.....	- 96 -
6.9.2 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΟΜΟΛΟΓΩΝ.....	- 97 -
6.9.3 ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	- 99 -
6.9.4 ΜΙΚΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ.....	- 102 -
6.9.5 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΔΕΙΚΤΩΝ.....	- 102 -
6.10 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ –ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	- 103 -
6.10.1 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	- 103 -
6.10.2 ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	- 107 -
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 6	- 110 -
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 : ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	- 112 -
7.1 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ, ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΙΜΟΛΟΓΗΣΕΩΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ	- 112 -
7.2 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	- 130 -
7.3 ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	- 132 -
7.3.1 ΔΕΙΚΤΗΣ TREYNOR.....	- 132 -
7.3.2 ΔΕΙΚΤΗΣ SHARPE.....	- 133 -
7.3.3 ΔΕΙΚΤΗΣ JENSEN.....	- 134 -
7.3.4 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ TREYNOR – MAZUY.....	- 137 -
7.3.5 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ HENRIKSSON – MERTON	- 141 -
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 7	- 144 -
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8 : ΝΕΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	- 147 -
8.1 FUND OF FUNDS	- 147 -
8.1.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ	- 147 -
8.1.2 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ – ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ FUND OF FUNDS.....	- 149 -
8.1.3 ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΚΑΙ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ FUND OF FUNDS.....	- 150 -
8.2 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΣ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΙΜΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	- 155 -
8.2.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΩΝ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΙΜΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	- 155 -

8.2.2 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΙΜΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΟΥΣ ΜΕ ΤΙΣ ΠΑΡΑΔΟΣΙΑΚΕΣ ΜΟΡΦΕΣ	- 157 -
8.2.3 ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΙΜΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	- 160 -
8.3 HEDGE FUNDS	- 162 -
8.3.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΚΥΡΙΑ ΧΑΡΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ HEDGE FUNDS.....	- 162 -
8.3.2 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ HEDGE FUNDS.....	- 164 -
8.3.3 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ HEDGE FUNDS.....	- 166 -
8.3.4 ΤΑ HEDGE FUNDS ΣΗΜΕΡΑ	- 167 -
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 8	- 169 -
ΚΕΦΑΛΑΙΟ: 9 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ.....	- 171 -
9.1 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	- 171 -
9.2 ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ	- 178 -
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	- 171 -
ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	- 171 -
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	- 178 -
ΙΝΤΕΡΝΕΤ.....	- 178 -

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1	- 42 -
ΠΙΘΑΝΕΣ ΚΑΘΑΡΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ	
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.2	- 44 -
ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ, ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ, ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑΣ (Α)	
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.3	- 45 -
ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ, ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ, ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑΣ (Β)	
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.4	- 47 -
ΜΕΤΡΙΟΠΑΘΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ (Α)	
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.5	- 47 -
ΜΕΤΡΙΟΠΑΘΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ (Β)	
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.6	- 48 -
ΜΕΤΡΙΟΠΑΘΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ (Γ)	
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.7	- 49 -
ΡΙΨΟΚΙΝΔΥΝΟΣ ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ	
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.8	- 50 -
ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ (Α)	
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.9	- 50 -
ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ (Β)	
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.10	- 51 -
ΜΕΘΟΔΟΣ LAPLACE	
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.11	- 52 -
ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΧΑΜΗΛΟΤΕΡΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ	
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.12	- 53 -
ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΟΥ ΟΦΕΛΟΥΣ	
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.13	- 54 -
ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΤΗΣ ΜΕΤΑΝΟΙΑΣ ΜΙΑΣ ΛΑΘΟΣ ΑΠΟΣΦΑΣΗΣ	
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.14	- 58 -
ΠΛΕΟΝ ΑΠΑΙΣΙΟΔΟΞΟ ΣΕΝΑΡΙΟ	
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.15	- 58 -
ΑΠΑΙΣΙΟΔΟΞΟ ΣΕΝΑΡΙΟ	
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.16	- 58 -
ΑΙΣΙΟΔΟΞΟ	
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.17	- 59 -
ΠΟΛΥ ΑΙΣΙΟΔΟΞΟ	
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.18	- 59 -
ΠΛΕΟΝ ΑΙΣΙΟΔΟΞΟ	

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.19	- 60 -
ΚΑΘΑΡΗ ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΠΡΟΤΑΣΗΣ	
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.20	- 61 -
ΠΙΝΑΚΑΣ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ (Α)	
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.21	- 62 -
ΠΙΝΑΚΑΣ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ (Β)	
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.1	- 67 -
ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α, Β	
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.2	- 75 -
ΤΑΞΕΙΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.3	- 76 -
ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΟΣ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΠΡΟΒΕΞΟΦΛΗΣΗΣ	
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.4	- 78 -
ΜΕΘΟΔΟΣ ΙΣΟΔΥΝΑΜΙΑΣ ΜΕ ΤΗ ΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ	
ΠΙΝΑΚΑΣ 8.1	- 151 -
ΣΕΙΡΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΤΩΝ ΜΕΣΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΑΝΑΛΟΓΩΝ ΚΙΝΔΥΝΩΝ ΤΩΝ ΕΝΕΛΛΑΚΤΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΕΠΙΛΟΓΩΝ	
ΠΙΝΑΚΑΣ 8.2	- 159 -
ΣΥΓΚΡΙΣΗ Δ.Α.Κ – Α/Κ - ΜΕΤΟΧΩΝ	

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.1	- 13 -
ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	
ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.2	- 20 -
FAILURE MODE & EFFECT ANALYSIS (FMEA) CHART	
ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.1	- 26 -
Η ΤΥΠΟΛΟΓΙΑ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	
ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.1	- 72 -
ΔΕΝΤΡΟ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ	
ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.1	- 72 -
ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΟ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟ	
ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.2	- 73 -
ΣΧΕΣΗ ΜΕΤΑΞΥ ΑΠΟΔΟΣΗΣ - ΚΙΝΔΥΝΟΥ	
ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.3	- 76 -
ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΟΣ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ	
ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.1	- 95 -
ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΚΥΚΛΩΜΑΤΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	
ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.2	- 95 -
ΕΙΔΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	
ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.1	- 113 -
ΜΕΤΩΠΟ ΑΠΟΔΟΤΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ	
ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.2	- 119 -
ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΣ ΚΑΙ ΜΗ ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ	
ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.3	- 122 -
ΓΡΑΜΜΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΜΕ ΤΗΝ ΥΠΑΡΞΗ ΣΤΟΙΧΕΙΟΥ ΧΩΡΙΣ ΚΙΝΔΥΝΟ	
ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.4	- 124 -
ΓΡΑΜΜΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΜΕ ΤΗ ΛΗΨΗ ΔΑΝΕΙΟΥ	
ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.5	- 125 -
ΕΠΙΛΟΓΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	
ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.6	- 128 -
ΣΧΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΚΑΙ ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	
ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.7	- 137 -
Α/Κ ΜΕ ΣΤΑΘΕΡΗ ΕΠΙΚΙΝΔΥΝΟΤΗΤΑ	
ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.8	- 138 -
Α/Κ ΠΟΥ Ο ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΗΣ ΤΟΥ ΕΧΕΙ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΕΙ ΤΕΛΕΙΑ ΤΗΝ ΑΓΟΡΑ	
ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.9	- 139 -
Α/Κ ΠΟΥ Ο ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΗΣ ΤΟΥ ΕΧΕΙ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΕΙ ΣΩΣΤΕΣ ΚΑΙ ΛΑΝΘΑΣΜΕΝΕΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΟΣΟΝ ΑΦΟΡΑ ΤΗΝ ΠΟΡΕΙΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ	

ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.10	- 139 -
Α/Κ ΠΟΥ Ο ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΗΣ ΤΟΥ ΕΧΕΙ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΕΙ ΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΜΕ ΜΑΓΑΛΥΤΕΡΗ ΑΠΟ ΤΟ ΜΕΣΟ ΟΡΟ ΕΠΙΤΥΧΙΑ	
ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8.1	- 147 -
ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΕΝΟΣ FUND OF FUNDS	
ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8.2	- 153 -
ΣΥΝΘΕΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΤΟΥΣ – ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 06	
ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8.3	- 154 -
ΣΥΝΘΕΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΤΟΥΣ – ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 06	
ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8.4	- 154 -
ΣΥΝΘΕΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΤΟΥΣ– ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 08	
ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8.5	- 157 -
ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΕΝΟΣ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΙΜΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ

Αντικειμενικός σκοπός της συγκεκριμένης διπλωματικής εργασίας είναι μέσα από την παράθεση εδραιωμένων θεωριών της παραδοσιακής βιβλιογραφίας και αρθρογραφίας, από τη χρήση στοχευμένων παραδειγμάτων και την παρουσίαση σύγχρονων εμπειριστατωμένων επιστημονικών μελετών, να παρουσιάσει την εφαρμογή της διαδικασίας διαχείρισης κινδύνου στον επενδυτικό τομέα και ειδικότερα, σε αυτόν, των χρηματοοικονομικών επενδύσεων με συγκεκριμένη και εκτενής αναφορά σε ένα σχετικά νέο και ευέλικτο επενδυτικό εργαλείο τα αμοιβαία κεφάλαια.

Στα πλαίσια λοιπόν της επίτευξης του παραπάνω στόχου γίνεται αναφορά σε μεθόδους, κριτήρια και εργαλεία αξιολόγησης επενδύσεων, στη σύγχρονη θεωρία του χαρτοφυλακίου, στη δομή και λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων, στα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα τους, στα είδη τους όπως και στις κλασικές αλλά και σύγχρονες θεωρίες αξιολόγησης αυτών ως προς την απόδοση και τον κίνδυνο που διατρέχουν, ενώ παρουσιάζονται και όλες οι σύγχρονες μορφές αμοιβαίων κεφαλαίων και γίνεται μια σύγκριση με τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια, από όπου προκύπτουν χρήσιμα συμπεράσματα.

1.2 ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Με την πάροδο των ετών όλοι μας γινόμαστε κοινωνοί ενός περιβάλλοντος το οποίο μεταβάλλεται με έντονους ρυθμούς. Η δυναμικότητα αυτή του περιβάλλοντος δεν θα μπορούσε να μην επηρεάσει άμεσα το εσωτερικό και εξωτερικό περιβάλλον των σύγχρονων επιχειρήσεων, δηλαδή την ίδια τους τη λειτουργία σε όλες τις εκφάνσεις της.

Παράγοντες όπως η εξέλιξη της τεχνολογίας, η αλλαγή των καταναλωτικών προτιμήσεων και συνηθειών, η πολιτική αστάθεια, η δημοσιονομική πολιτική, η συναλλακτική αγορά, οι καιρικές συνθήκες και πολλοί άλλοι παράγοντες, έμμεσα ή άμεσα, εντείνουν την αβεβαιότητα που αντιμετωπίζει η σύγχρονη επιχείρηση.

Σκοπός λοιπόν της διοίκησης των επιχειρήσεων και των σημερινών managers είναι η διαχείριση αυτής της αβεβαιότητας στο σημείο που αυτό είναι δυνατό καθώς η αβεβαιότητα κρύβει μέσα της το απρόβλεπτο που μπορεί να δημιουργήσει τον κίνδυνο, ο οποίος είναι ικανός να παράγει αρνητικά αποτελέσματα στις επιχειρήσεις αλλά και στα άτομα μεμονωμένα.

Μιλάμε για διαχείριση της αβεβαιότητας και γενικότερα του κινδύνου και όχι για μείωση ή εξαφάνιση τους καθώς ζούμε σε δυναμικά περιβάλλοντα, όπου τίποτα δεν είναι σίγουρο, βέβαιο και δεδομένο. Χαρακτηριστικές είναι οι ανησυχίες-ερωτήσεις που έχουμε και κάνουμε αντίστοιχα, καθημερινά, όπως: «Θα πετύχει η εισαγωγή του νέου προϊόντος στην αγορά;», «Ποιες μεθόδους προώθησης θα ήταν αποτελεσματικότερες;», «Ποιοι οι κίνδυνοι της συγχώνευσης της εταιρείας μας με τον ανταγωνιστή μας;», «Συμφέρει ή ανάπτυξη της εταιρείας μας σε ξένες αγορές;», «Τι κινδύνους κρύβει η συγκεκριμένη επένδυση;», «Συμφέρει η αγορά μεριδίων του συγκεκριμένου αμοιβαίου κεφαλαίου ή προσφέρει μεγαλύτερη απόδοση και ασφάλεια η προθεσμιακή κατάθεση;», «Ποιος οικονομικός κλάδος θα έχει άνθηση τα επόμενα πέντε χρόνια;», «Θα τηρηθούν οι ρυθμοί ανάπτυξης που έχουν προϋπολογισθεί;», «Θα είμαστε φερέγγυοι όσον αφορά τα χρονοδιαγράμματα μας?», «Θα είμαστε φερέγγυοι απέναντι στους πιστωτές μας?»

Η συγκεκριμένη εργασία λοιπόν μπορεί να μας βοηθήσει στην αντιμετώπιση του κινδύνου παρέχοντας μας ένα δομημένο τρόπο σκέψης ώστε να διαχειριστούμε αποτελεσματικά τον κίνδυνο και να πάρουμε όσο το δυνατό ορθολογικότερες αποφάσεις.

Η διαχείριση του κινδύνου μπορεί να έχει διαφορετικά πεδία εφαρμογής και διαφορετικές μορφές ανάλογα με την οικονομική μονάδα που εφαρμόζεται, όπως τράπεζα, εταιρεία επενδύσεων, ασφαλιστικός φορέας, εμπορική εταιρεία, εταιρεία παροχής υπηρεσιών, όμως η λογική και η εφαρμογή της είναι ενιαία, έτσι παρόλο που η εργασία εξειδικεύεται στον επενδυτικό κίνδυνο, εάν κάποιος μελετήσει πραγματικά το περιεχόμενο της θα καταλάβει πως έχει εφαρμογή και σε άλλους τομείς της οικονομικής δραστηριότητας.

Συγκεκριμένα τώρα, ο αναγνώστης θα μπορέσει να κατανοήσει τη διαδικασία διαχείρισης του κινδύνου, τη σχέση της διοίκησης ολικής ποιότητας με τη διαχείριση κινδύνου και θα μπορέσει να γνωρίσει τα διαφορετικά είδη του κινδύνου, τα χαρακτηριστικά τους και τις πιθανές επιπτώσεις τους.

Επιπρόσθετα, θα αφουγκραστεί τη συμπεριφορά του κάθε είδους επενδυτή απέναντι στον κίνδυνο και θα λάβει γνώση για τα κριτήρια λήψης αποφάσεων υπό το καθεστώς του κινδύνου, όπως και για τις μεθόδους αξιολόγησης επενδύσεων που ενέχουν κίνδυνο, ενώ θα γεμίσει τη φαρέτρα του με χρήσιμα εργαλεία, τα οποία δεν εφαρμόζονται μόνο στη διαχείριση του κινδύνου των επενδύσεων αλλά έχουν ευρύτερη εφαρμογή.

Επίσης ο αναγνώστης θα γίνει κοινωνός του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων, θα κατανοήσει ότι ο κύριος λόγος που δημιουργήθηκαν είναι η αποτελεσματικότερη διαχείριση του επενδυτικού κινδύνου, θα ερευνήσει τα ήδη των αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς και τις νέες μορφές που δημιουργήθηκαν και θα λάβει τις απαραίτητες γνώσεις διαχείρισης χαρτοφυλακίου και αξιολόγησης της επίδοσης και του κινδύνου των αμοιβαίων κεφαλαίων ώστε να επιλέξει την επένδυση που ταιριάζει καλύτερα στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του.

1.3 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Για να επιτευχθεί ο αντικειμενικός σκοπός της έρευνας, η εργασία είναι δομημένη ως εξής.

Στο κεφάλαιο 2 γίνεται μια πρώτη αναφορά στην λέξη κίνδυνος ώστε να γίνει κατανοητή η πραγματική έννοια του όρου και να μην υπάρχουν παρερμηνείες με άλλες συναφείς έννοιες, επίσης, επεξηγείτε η διαδικασία διαχείρισης του κινδύνου αναλυμένη στα στάδια της και γίνεται αναφορά στη σχέση της Διοίκησης Ολικής Ποιότητας με τη διαδικασία της διαχείρισης κινδύνου και παρατίθεται το εργαλείο Ανάλυσης Τρόπου Αστοχίας και Επίπτωσης – Failure Mode and Effects Analysis (FMEA), το οποίο έχει εφαρμογή τόσο στη διοίκηση ολικής ποιότητας όσο και στη διαχείριση κινδύνου, ενώ στο τέλος του κεφαλαίου παρατίθεται η σχέση μεταξύ απόδοσης και κινδύνου.

Στο κεφάλαιο 3 γίνεται αναλυτική παρουσίαση των ειδών κινδύνου που υπάρχουν, περιγράφονται οι αιτίες ύπαρξής τους, οι τομείς στους οποίους παρουσιάζονται καθώς και οι συνέπειες τους στη σύγχρονη οικονομική δραστηριότητα.

Στο κεφάλαιο 4 κατανοούμε την έννοια και τις συνέπειες του κινδύνου στον τομέα των επενδύσεων, κατηγοριοποιούνται οι επενδυτές σε τρεις ομάδες, ανάλογα με την αντιμετώπιση που δείχνουν στον κίνδυνο, στη συνέχεια αναφέρονται τα κριτήρια που χρησιμοποιούν οι επενδυτές για να λάβουν αποφάσεις κάτω από κίνδυνο και το κεφάλαιο κλείνει, με την παρουσίαση τριών εργαλείων που βοηθούν στη λήψη αποφάσεων που ενέχουν κίνδυνο, τα δέντρα και τους πίνακες αποφάσεων καθώς και τη μέθοδο της αξίας σε κίνδυνο- value at risk (VAR) και με την ανάλυση της διαδικασίας της ενσωμάτωσης του κινδύνου στις επενδύσεις.

Στο κεφάλαιο 5 γίνεται εκτενής αναφορά στα κριτήρια αξιολόγησης επενδύσεων που ενέχουν κίνδυνο και συγκεκριμένα στο κριτήριο της μεγιστοποίησης της αναμενόμενης αξίας, στο κριτήριο της μεγιστοποίησης της αναμενόμενης χρησιμότητας, στο κριτήριο του προσαρμοσμένου για κίνδυνο επιτοκίου, στο

κριτήριο της ισοδυναμίας με τη βεβαιότητα, στην ανάλυση ευαισθησίας και στη μέθοδο προσομοίωσης «monte carlo».

Στο κεφάλαιο 6 παρουσιάζεται η ιδέα δημιουργίας και η αποστολή των αμοιβαίων κεφαλαίων, αναλύεται η έννοια και τα κύρια δομικά στοιχεία των αμοιβαίων κεφαλαίων, ενώ γίνεται εκτενής αναφορά στο κύκλωμα λειτουργίας τους, στα διαφορετικά είδη των αμοιβαίων και τις επενδυτικές ανάγκες τις οποίες υπηρετούν το καθένα και στο τέλος παρουσιάζονται τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα τους σε σύγκριση με άλλες επενδυτικές μορφές.

Στο κεφάλαιο 7 επικεντρωνόμαστε στον κίνδυνο και στην απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων, όπου γίνεται εκτενής αναφορά στη σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου, στο υπόδειγμα τιμολόγησης κεφαλαιακών στοιχείων και στους δείκτες και στα υποδείγματα αξιολόγησης της απόδοσης αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς και στα υποδείγματα αξιολόγησης της ικανότητας των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων, ενώ παρουσιάζονται και εμπειρικές μελέτες των παραπάνω υποδειγμάτων.

Στο κεφάλαιο 8 υπάρχει η παρουσίαση των νέων μορφών αμοιβαίων κεφαλαίων των fund of funds, των χρηματιστηριακώς διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων (Δ.Α.Κ) και των hedge funds. Παρουσιάζεται η έννοια, η λειτουργία τους, η ανάγκη δημιουργίας τους, τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα τους σε σχέση με την παραδοσιακή μορφή αμοιβαίων κεφαλαίων, ενώ τέλος γίνεται αναφορά σε πρόσφατες έρευνες που ερμηνεύουν την παρουσία των νέων μορφών αμοιβαίων κεφαλαίων τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό.

Στο τελευταίο κεφάλαιο παραθέτονται τα συμπεράσματα που εξάγονται από την ανάλυση του θέματος και τις διάφορες έρευνες και προτείνονται πιθανά θέματα τα οποία θα μας απασχολήσουν μελλοντικά και χρήζουν περαιτέρω έρευνας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΚΙΝΔΥΝΟΣ

2.1 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Καθημερινά αντιμετωπίζουμε τον κίνδυνο σε όλες τις εκφάνσεις της ζωής μας αν και κάποιες φορές τον αντιλαμβανόμαστε και άλλες πάλι όχι. Συνήθως οι άνθρωποι επικεντρώνονται στον κίνδυνο όταν αυτός υλοποιείται αλλά στις περισσότερες των περιπτώσεων τότε είναι πολύ αργά. Ο κίνδυνος συχνά συνδέεται με αρνητικά αποτελέσματα αν και υπάρχουν και πιθανότητες για θετικά αποτελέσματα (Yen Yee Chong 2004). Επίσης, πολλοί παρανοούν την έννοια του κινδύνου με την αιτία που προκάλεσε ένα αρνητικό αποτέλεσμα ή με τον καταλύτη του κινδύνου δηλαδή με το μηχανισμό ο οποίος άφησε το αποτέλεσμα ενός κινδύνου να εμφανιστεί ή με τις ζημιές ή τις καταστροφές που είναι το αποτέλεσμα του κινδύνου.

Ως κίνδυνος λοιπόν αναγνωρίζεται κάθε κατάσταση η οποία περιλαμβάνει κάποια γεγονότα για τα οποία δεν υπάρχει βεβαιότητα ότι θα πραγματοποιηθούν. Αυτό σημαίνει πως οι προοπτικές για μια κατάσταση που βρίσκεται σε κίνδυνο δεν είναι δεδομένες. Είναι γεγονός ότι δύσκολα μας έρχεται στο μυαλό μια κατάσταση η οποία δεν περιέχει κίνδυνο. Ο κίνδυνος μπορεί να συσχετιστεί με τις καιρικές συνθήκες π.χ. εάν θα βρέξει αύριο, με οικονομικές απολαβές π.χ. εάν θα χάσεις τη δουλειά σου, εάν θα δεχθείς μια προαγωγή ή εάν κερδίσεις το λαχείο, με εκβάσεις της υγείας π.χ., εάν θα πιάσεις γρίπη αύριο, με εκβάσεις χρονικής κατανομής π.χ., εάν θα πάρεις μια νέα θέση το προσεχές έτος, εκβάσεις αγοράς π.χ., εάν θα αυξηθεί η τιμή του πετρελαίου. Μπορεί επίσης να αφορά τα γεγονότα που είναι σχετικά σπάνια π.χ. εάν ένας σεισμός θα εμφανιστεί τον προσεχή μήνα σε μια ιδιαίτερη θέση, ή εάν ένα ηφαίστειο θα εκραγεί το προσεχές έτος. Όπως γίνεται λοιπόν εύκολα κατανοητό, ο κατάλογος των επικίνδυνων γεγονότων είναι εξαιρετικά μακρύς (Jean – Paul Chavas, 2004, σελ 5).

Ορίζουμε ένα γεγονός ότι ενέχει κίνδυνο όταν δεν είναι γνωστό στο πέρασμα του χρόνου το αποτέλεσμα του. Αυτός ο ορισμός δίνει και τα στοιχεία που αποτελούν τα κύρια χαρακτηριστικά του κινδύνου. Πρώτον, η έννοια του κινδύνου αποκλείει την ύπαρξη βέβαιων γεγονότων και δεύτερον, ο χρόνος είναι θεμελιώδες χαρακτηριστικό της έννοιας κίνδυνος, πράγματι, μερικά γεγονότα που δεν είναι γνωστά σήμερα

μπορούν να γίνουν γνωστά αύριο π.χ. βροχοπτώσεις σε μια ιδιαίτερη θέση. Αυτό τονίζει τη χρονική διάσταση του κινδύνου και φυσικά όσο μεγαλύτερο το χρονικό διάστημα τόσο περισσότερο δυσκολεύει η αντιμετώπιση του κινδύνου (Jean – Paul Chavas, 2004, σελ 6).

Μπορεί ο ορισμός που δώσαμε για τον κίνδυνο πιο πάνω να είναι σαφής και να έχει εφαρμογή σε πολλούς τομείς της ζωής όμως ο κίνδυνος έχει διαφορετικές ερμηνείες ανάλογα με το περιεχόμενο του. Στον οικονομικό κλάδο, κίνδυνος σημαίνει στατιστική αβεβαιότητα η οποία πηγάζει από τη μεταβλητότητα των αποτελεσμάτων των επενδύσεων, οι μηχανικοί από την άλλη μεριά ανησυχούν για τον κίνδυνο από την έλλειψη ακριβή στοιχείων και οι καταναλωτές και οι ψηφοφόροι ανησυχούν από τη μεριά τους για το κίνδυνο για το εάν έκαναν ή όχι τη σωστή επιλογή. Επειδή ο κίνδυνος είναι ένα κατασκεύασμα της αίσθησης μας μπορεί να σημαίνει διαφορετικά πράγματα σε διαφορετικούς ανθρώπους ανάλογα με την έμφαση σε ποσοτικά και ποιοτικά χαρακτηριστικά που αυτοί δίνουν σε αυτόν.

Για παράδειγμα, για έναν χρηματιστηριακό επενδυτή σημαίνει την προοπτική του να χάσει ή να κερδίσει χρήματα, το ίδιο σημαίνει για έναν παίχτη του blackjack ή για κάποιον που στοιχηματίζει σε αγώνες αυτοκινήτου, όμως για έναν σκιέρ, για κάποιον που κάνει καταδύσεις ή για κάποιον αλεξιπτωτιστή των ειδικών δυνάμεων έχει να κάνει περισσότερο με φυσικά χαρακτηριστικά παρά με οικονομική υγεία. Για έναν άνθρωπο που παίρνει ένα φάρμακο γνωρίζοντας τις παρενέργειες αυτού, ο κίνδυνος είναι επιλογή του ενώ για κάποιον που καταναλώνει κάποιο φαγητό το οποίο περιέχει άγνωστα στοιχεία για την υγεία του τα οποία δεν αναγράφονται στη συσκευασία του ο κίνδυνος, δυστυχώς, δεν είναι θέμα επιλογής.

Η επικράτηση των επικίνδυνων γεγονότων σημαίνει ότι υπάρχουν μέρη των πραγμάτων που δεν είναι γνωστά σε μια δεδομένη στιγμή όπου εμείς καλούμαστε να πάρουμε μια απόφαση. Έτσι λοιπόν, καταλαβαίνουμε πως μπορεί να προκύψουν επικίνδυνες εκβάσεις στη λήψη των αποφάσεων κάτω από την αβεβαιότητα που επικρατεί. Αφ' ετέρου, από αυτό προκύπτει ένα άλλο σοβαρό ζήτημα: Πώς τα άτομα εξετάζουν την εκτενή αβεβαιότητα που βρίσκεται στο περιβάλλον τους; Η προσπάθεια να οργανωθούν ορθολογικά τα επικίνδυνα γεγονότα μπορεί να έρθει σε

σύγκρουση με την επιστημονική πεποίθηση, όπου οποιοδήποτε γεγονός μπορεί να εξηγηθεί σε ένα πλαίσιο αιτίας-επίδρασης.

Σε αυτό το πλαίσιο, κάποιος θα μπορούσε να υποστηρίξει ότι η επιστημονική πεποίθηση αρνείται την ύπαρξη του κινδύνου. Σε αυτή την περίπτωση, γιατί υπάρχουν επικίνδυνα γεγονότα; Τρεις κύριοι παράγοντες συμβάλλουν στην ύπαρξη και την επικράτηση των επικίνδυνων γεγονότων. Κατ' αρχάς (Jean – Paul Chavas 2004, σελ.6), ο κίνδυνος υπάρχει λόγω της ανικανότητάς μας να ελέγξουμε ή και να μετρήσουμε ακριβώς μερικούς αιτιώδεις παράγοντες των γεγονότων. Ένα καλό παράδειγμα που χρησιμοποιείται συνήθως είναι η έκβαση της ρίψης ενός νομίσματος. Ρωτήστε ένα φυσικό ή έναν μηχανικό εάν υπάρχει τίποτα που δεν γίνεται κατανοητό στο στάδιο του κτυπήματος σε ένα νόμισμα. Οι νόμοι της φυσικής που διέπουν την πορεία που ακολουθείται από το νόμισμα γίνονται κατανοητοί πλήρως. Συνεπώς, γιατί η έκβαση δεν είναι γνωστή μπροστά από το χρόνο; Η απάντηση είναι ότι ένα νόμισμα δεν κτυπιέται ποτέ ακριβώς με τον ίδιο τρόπο δύο φορές. Κατά συνέπεια, εφ' όσον η τροχιά νομισμάτων είναι αρκετά μεγάλη, είναι δύσκολο να προβλεφθεί πώς θα προσγειωθεί. Αυτό που δημιουργεί την αβεβαιότητα εδώ είναι το γεγονός ότι οι αρχικοί όροι για την τροχιά νομισμάτων δεν ελέγχονται ακριβώς. Είναι αυτή η έλλειψη ελέγχου που κάνει την έκβαση νόμισμα-κτυπήματος να εμφανιστεί ως επικίνδυνο γεγονός. Ένα δεύτερο παράδειγμα είναι η ψευδοτυχαία γεννήτρια αριθμού που βρίσκεται συνήθως σήμερα στους υπολογιστές. Παράγει τους αριθμούς που είναι δύσκολο να προβλεφθούν. Αλλά πώς μπορεί ένας υπολογιστής να νικήσει την αβεβαιότητα; Δεν μπορεί. Όλα αυτά που κάνει περνούν από μια αιτιοκρατική διαδικασία. Αλλά αυτή η διαδικασία έχει ένα ειδικό χαρακτηριστικό: Είναι μια χαοτική διαδικασία που είναι ευαίσθητη στους αρχικούς όρους. Σημαίνει ότι κάποια μικρή αλλαγή στους αρχικούς όρους παράγει τις πορείες απόκλισης και τα διαφορετικά μακροπρόθεσμα αποτελέσματα. Εδώ, οι αρχικοί όροι δίνονται από το μέρος ενός δευτερολέπτου στο οποίο ωθείτε το τυχαίο κουμπί γεννητριών αριθμού στον υπολογιστή. Κάθε φορά που ωθείτε το κουμπί, υπάρχει ως πιθανή επιλογή ένας διαφορετικός σπόρος και αρχίζει η χαοτική διαδικασία σε ένα διαφορετικό σημείο, παράγοντας κατά συνέπεια μια διαφορετική έκβαση. Σε αυτήν την περίπτωση, είναι η ανικανότητά μας να ελέγξουμε ακριβώς τη χρήση ενός υπολογιστή που κάνει την έκβαση να εμφανιστεί ως επικίνδυνο γεγονός. Ένα τελικό παράδειγμα είναι ο καιρός. Πάλι, ο καιρός είναι δύσκολο να προβλεφθεί επειδή είναι η έκβαση μιας χαοτικής

διαδικασίας. Αυτό κρατά ακόμα κι αν οι νόμοι της θερμοδυναμικής που παράγουν τα καιρικά σχέδια γίνονται κατανοητοί καλά. Πράγματι, σε μια χαοτική διαδικασία, οποιαδήποτε ανακριβής αξιολόγηση των αρχικών όρων είναι επαρκής για να υπονοήσει τη μακροπρόθεσμη μη προβλεψιμότητα. Είναι η ανικανότητά μας να μετρήσουμε όλες τις τρέχουσες καιρικές συνθήκες που παράγει κάποια αβεβαιότητα για τον αυριανό καιρό.

Δεύτερον (Jean – Paul Chavas 2004, σελ.7), ο κίνδυνος υπάρχει λόγω της περιορισμένης δυνατότητάς μας να επεξεργαστούμε τις πληροφορίες. Ένα καλό παράδειγμα είναι η έκβαση ενός παιχνιδιού σκάκι. Ένα παιχνίδι σκάκι περιλαμβάνει τους καθορισμένους με σαφήνεια κανόνες και τους δεδομένους αρχικούς όρους. Υπό αυτήν τη μορφή, δεν υπάρχει καμία αβεβαιότητα για το παιχνίδι. Και υπάρχουν μόνο τρεις πιθανές εκβάσεις: Ένας δεδομένος παίκτης μπορεί να κερδίσει, ή να χάσει, ή το παιχνίδι να βγει ισόπαλο. Τότε γιατί είναι η έκβαση ενός παιχνιδιού σκακιού αβέβαιη; Η απάντηση είναι απλή, επειδή δεν υπάρχει καμία γνωστή παίζοντας στρατηγική που μπορεί να εγγυηθεί ότι θα κερδίσετε. Ακόμη και ο μεγαλύτερος υπολογιστής δεν μπορεί να βρει μια τέτοια στρατηγική. Κατά τρόπο ενδιαφέρον, ακόμη και οι μεγάλοι υπολογιστές που χρησιμοποιούν τα περίπλοκα προγράμματα έχουν μια δύσκολη χρονική νίκη ενάντια στους καλύτερους φορείς σκακιού στον κόσμο. Αυτό δείχνει ότι ο ανθρώπινος εγκέφαλος έχει μια καταπληκτική δύναμη στις πληροφορίες επεξεργασίας έναντι στους υπολογιστές. Αλλά είναι η περιορισμένη δύναμη του εγκεφάλου που αποτρέπει την επινόηση μιας στρατηγικής που θα εγγυώταν τη νίκη. Είναι ακριβώς ο λόγος για τον οποίο το σκάκι είναι ενδιαφέρον: Κάποιος δεν μπορεί να είναι σίγουρος ποιος πρόκειται να κερδίσει μπροστά από το χρόνο. Αυτό είναι ένα καλό παράδειγμα μέχρι το σημείο που το σκάκι είναι ένα απλό παιχνίδι με τις περιορισμένες κινήσεις και λίγες εκβάσεις. Υπό εκείνη την έννοια, το σκάκι είναι λιγότερο σύνθετο από την περισσότερη ανθρώπινη λήψη αποφάσεων. Αυτό τονίζει τη σημασία της επεξεργασίας πληροφοριών στην επιλογή των κανόνων απόφασης. Η ανάλυση των κανόνων απόφασης κάτω από κάποια περιορισμένη δυνατότητα να υποβληθούν σε επεξεργασία οι πληροφορίες έχει οριστεί ως οριακή ορθολογιστική ικανότητα. Όπως σημειώνεται ακριβώς, η έκβαση ενός παιχνιδιού σκακιού είναι αβέβαιη ακριβώς επειδή οι παίκτες έχουν μια περιορισμένη δυνατότητα να επεξεργαστούν τις πληροφορίες για την εφαρμογή όλων των διαθέσιμων στρατηγικών (ειδάλλως, η έκβαση του παιχνιδιού θα ήταν γνωστή με τον προσδιορισμό του

πρώτου μετακινούμενου). Μόλις συνειδητοποιήσουμε ότι κανένας δεν είναι σε θέση να επεξεργαστεί όλες τις πληροφορίες διαθέσιμες για το ανθρώπινο περιβάλλον μας, γίνεται σαφές ότι τα επικίνδυνα γεγονότα είναι πολύ κοινά σε όλους μας.

Τρίτον (Jean – Paul Chavas 2004, σελ.8), ακόμα κι αν ο ανθρώπινος εγκέφαλος μπορεί να λάβει και να επεξεργαστεί ένα μεγάλο ποσό πληροφοριών, αυτό δεν σημαίνει ότι τέτοιες πληροφορίες θα χρησιμοποιηθούν. Πράγματι, η λήψη και η επεξεργασία των πληροφοριών είναι χαρακτηριστικά δαπανηρές. Το κόστος των πληροφοριών μπορεί να λάβει πολλές μορφές. Μπορεί να περιλάβει ένα νομισματικό κόστος (π.χ., που αγοράζουν μια εφημερίδα ή που πληρώνουν για τις συμβουλευτικές υπηρεσίες) καθώς επίσης και το μη νομισματικό κόστος (π.χ., το κόστος ευκαιρίας, κόστος εξοδευμένου χρόνου εκμάθησης). Δεδομένου ότι η ανθρώπινη εκμάθηση είναι χρόνος και ότι ο χρόνος είναι ένας λιγιστός πόρος, γίνεται κατανοητό να αποφασιστεί τι κάθε άτομο πρέπει να μάθει. Λαμβάνοντας υπόψη την οριακή ορθολογιστική ικανότητα, κανένας δεν μπορεί να αναμένεται να ξέρει πολλά για όλα. Αυτό προτείνει ένα ισχυρό κίνητρο για τα άτομα για να ειδικευτούν στις περιοχές όπου μπορούν να αναπτύξουν την ειδική πείρα (π.χ., υδραυλικός που ειδικεύεται στην υδραυλική εγκατάσταση, τους ιατρούς που ειδικεύονται στην ιατρική φροντίδα, κ.λπ.). Οι κοινωνικές παροχές της ειδίκευσης μπορούν να είναι αρκετά σημαντικές και να παραγάγουν τις μεγάλες βελτιώσεις στην παραγωγικότητα (π.χ., η περίπτωση της βιομηχανικής επανάστασης). Εάν οι πληροφορίες είναι δαπανηρές, αυτό δεν υπονοεί ότι η λήψη και η επεξεργασία των πληροφοριών αξίζουν τον κόπο πάντα. Διαισθητικά, οι πληροφορίες πρέπει να ληφθούν μόνο εάν τα οφέλη είναι μεγαλύτερα από το κόστος τους. Αλλά εάν κάποιες πληροφορίες δεν χρησιμοποιούνται λόγω του κόστους τους, αυτό επίσης σημαίνει ότι υπάρχει μεγαλύτερη αβεβαιότητα για το περιβάλλον μας. Με άλλα λόγια, οι δαπανηρές πληροφορίες συμβάλλουν στην επικράτηση των επικίνδυνων γεγονότων.

Αν και ο κίνδυνος δεν είναι κάποια αφηρημένη έννοια, το φυσικό ανθρώπινο σύστημα κατανόησης που διαθέτουμε είναι μάλλον δύσκολο να εξηγήσει τη σχέση ανάμεσα στον κίνδυνο και την ανταπόδοση που είναι μάλλον περίπλοκη. Για παράδειγμα, στην προσωπική μας ζωή διαισθητικά κατανοούμε τη διαφορά ανάμεσα σε ένα κόστος για το οποίο έχουμε προνοήσει και έχουμε ορίσει ένα κομμάτι του προϋπολογισμού να πάει σε αυτή την κατεύθυνση και σε ένα κόστος το οποίο δεν το

περιμέναμε και μας παρουσιάστηκε ξαφνικά (Michel Croughy, Dan Galai, Robert Mark 2006, σελ 4).

Πιο συγκεκριμένα εμείς κατανοούμε πως ο κίνδυνος δεν είναι συνώνυμο με το μέγεθος του κόστους που δημιουργεί. Υπάρχουν έξοδα στην καθημερινή μας ζωή πολύ μεγάλα σε μέγεθος π.χ. το κόστος ένδυσης, το κόστος φαγητού όμως αυτά είναι προβλέψιμα έξοδα και συνεπώς δεν αποτελούν απειλή για τις τυχόν φιλοδοξίες μας. Ο κίνδυνος άρα και το πρόβλημα παρουσιάζεται όταν εμφανιστεί κάποιο πρόβλημα από το πουθενά ή όταν χαθούν τα χρήματα που προορίζονται για να καλύψουν συγκεκριμένα και προβλεπόμενα έξοδα. Ο κίνδυνος εστιάζεται στο πόσο μεταβλητά είναι τα έσοδα και τα έξοδα μας πραγματικά αφού αυτή η μεταβλητότητα δημιουργεί προβλήματα και όχι το ύψος των εσόδων και των εξόδων μας (Michael Croughy, Dan Galai, Robert Mark 2006, σελ. 5).

2.2 Η ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΤΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Όλοι μας γνωρίζουμε πως το μέλλον είναι αβέβαιο και κανείς δεν μπορεί να το προβλέψει. Αυτό όμως που μπορούμε να πούμε και είναι αυτό που διαχωρίζει τις νέες οικονομικές θεωρίες με αυτές του παρελθόντος είναι πως μπορούμε να «διοικήσουμε» τον κίνδυνο. Πιο συγκεκριμένα, αυτό σημαίνει πως έχουμε τη δυνατότητα να αναγνωρίσουμε τον κίνδυνο, να τον μετρήσουμε, να προβλέψουμε τις συνέπειες του και να πράξουμε ανάλογα μετριάζοντας τον.

Αν θέλαμε να δώσουμε έναν ορισμό στη διαχείριση του κινδύνου μπορούμε να πούμε πως είναι ο κεντρικός πυρήνας της διαχείρισης στρατηγικής κάθε οργανισμού. Είναι η διεργασία με την οποία οι οργανισμοί προσεγγίζουν μεθοδικά τους κινδύνους που σχετίζονται με τις δραστηριότητές τους, με σκοπό την επίτευξη αειφόρου οφέλους σε κάθε δραστηριότητα και επί του χαρτοφυλακίου όλων των δραστηριοτήτων (The Institute of Risk Management 2007, σελ 4). Η διαχείριση κινδύνου είναι μια διαδικασία που υποκινείται από ψυχολογικές ανάγκες και την ανάγκη του να αντιμετωπίσουμε προβλήματα, τα οποία είναι αποτέλεσμα της αβεβαιότητας και τις συνέπειες των προβλημάτων που θα προκύψουν.

Μπορούμε να διαχωρίσουμε τη διαδικασία της διαχείρισης κινδύνου σε δύο είδη:

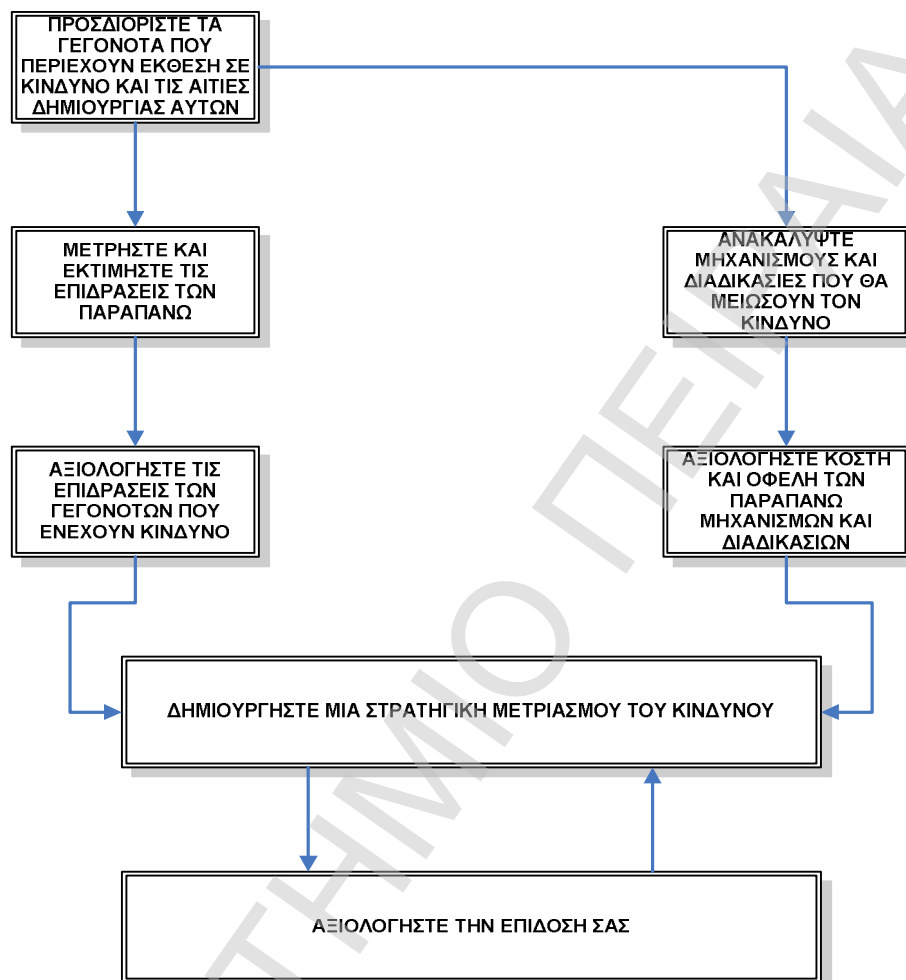
- ∅ Ex-ante risk management: περιέχει την εφαρμογή προληπτικών ελέγχων, προληπτικών ενεργειών διαφόρων τύπων, ανίχνευση πληροφοριών, στατιστική ανάλυση, προβλέψεις, ασφαλιστικά προγράμματα κ.τ.λ (Charles Tapiero 2004, σελ.23).
- ∅ Ex-post risk management: περιέχει την εφαρμογή επιθεωρήσεων ελέγχου, χρήση ευέλικτων δραστικών ενεργειών που μπορεί να βοηθήσουν στην αντιμετώπιση προβλημάτων που ήδη υπάρχουν και μπορούν να ελαχιστοποιήσουν τις συνέπειες τους (Charles Tapiero 2004 σελ. 23).

Εάν θέλαμε να δημιουργήσουμε κάποια στάδια όσον αφορά τη διαδικασία της διαχείρισης του κινδύνου αυτά είναι τα παρακάτω (Michel Croughy, Dan Galai, Robert Mark, 2006, σελ.2)

- ∅ Προσδιορισμός των γεγονότων που περιέχουν έκθεση σε κίνδυνο και αναγνώριση των αιτιών που τα προκαλούν.
- ∅ Μέτρηση και εκτίμηση των γεγονότων που προκαλούν έκθεση σε κίνδυνο.
- ∅ Αξιολόγηση των επιδράσεων του κινδύνου.
- ∅ Εύρεση μηχανισμών οι οποίοι θα μπορέσουν να μειώσουν τον κίνδυνο.
- ∅ Αξιολόγηση του κόστους και του οφέλους από τους μηχανισμούς οι οποίοι θα μπορέσουν να μειώσουν τον κίνδυνο.
- ∅ Δημιουργία μιας στρατηγικής μετριασμού του κινδύνου
- ∅ Αξιολόγηση της επίδοσης της στρατηγικής που επιλέξαμε να ακολουθήσουμε.

Τα στάδια αυτά καθώς και η ακολουθία τους που μας οδηγούν στη διαχείριση του κινδύνου μπορούν να παρασταθούν γραφικά από το παρακάτω σχεδιάγραμμα.

ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΤΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ



ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.1

ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

(Michel Croughy, Dan Galai, Robert Mark, 2006 σελ.2)

Πρώτο λοιπόν στάδιο που αν και φαίνεται απλό είναι πολύ σημαντικό είναι η αναγνώριση του κινδύνου. Το πρώτο λοιπόν αυτό στάδιο είναι και το πλέον κρίσιμο καθώς πάνω σε αυτό στηρίζονται όλα τα υπόλοιπα στάδια της διαδικασίας της διαχείρισης του κινδύνου. Σε αυτό το στάδιο περιέχονται οι δραστηριότητες οι οποίες ενέχουν κίνδυνο τις οποίες πρέπει να θεραπεύσουμε δηλαδή ουσιαστικά σε αυτό το βήμα ορίζουμε το πρόβλημα που έχουμε να αντιμετωπίσουμε και ανακαλύπτουμε το μέγεθος του. Ο σωστός ορισμός του προβλήματος θα μας οδηγήσει και σε σωστές λύσεις καθώς το να προσπαθούμε να διαχειριστούμε τον κίνδυνο σε περιοχές που αυτός δεν υπάρχει θα μας οδηγήσει σε σπατάλη χρόνου και χρημάτων, ενώ το να μην

ορίσουμε σωστά το πρόβλημα και να αφήσουμε περιοχές με κίνδυνο χωρίς να τις αξιολογήσουμε θα σημαίνει πως δεν κάνουμε ολοκληρωμένα την εργασία μας.

Στην συνέχεια έχουμε τη μέτρηση των γεγονότων που προκαλούν κίνδυνο. Για να μετρήσουμε τον κίνδυνο πρώτα επιλέγουμε τους παράγοντες κλειδιά οι οποίοι προκαλούν τη μεταβλητότητα των αποτελεσμάτων κάθε γεγονότος. Για παράδειγμα εάν κάνουμε κάποια επένδυση σε μετοχές τότε παράγοντας κλειδί για να μετρήσουμε τον κίνδυνο αποτελεί η αστάθεια της τιμής της μετοχής, η οποία μπορεί να υπολογιστεί με διάφορους τρόπους. Οι παράγοντες αυτοί μπορεί να είναι ένας ή και περισσότεροι και αυτό καθορίζεται από την πολυπλοκότητα του προβλήματος. Στο συγκεκριμένο στάδιο κάνουμε και εκτενή χρήση της στατιστικής καθώς ο κίνδυνος μετριέται με πιθανότητες καθώς δεν υπάρχουν βέβαια γεγονότα.

Στην συνέχεια έχουμε την αξιολόγηση των επιδράσεων του κινδύνου. Πρόκειται για ένα στάδιο στο οποίο ουσιαστικά αυτό που κάνουμε είναι να κρίνουμε τα αποτελέσματα του κινδύνου δηλαδή αξιολογούμε τις επιδράσεις που μπορεί να έχει η τελική έκβαση των γεγονότων που ενέχουν κίνδυνο, ανάλογα με τα σενάρια τα οποία έχουμε δημιουργήσει είτε αυτά έχουν θετική είτε αρνητική έκβαση. Για παράδειγμα, μπορούμε να προκρίνουμε ή όχι κάποια επενδυτική πρόταση αξιολογούμε την πιθανότητα – σενάριο η πρόταση αυτή να μας φέρει κέρδη και το ύψος αυτών και την πιθανότητα να μας φέρει ζημιές και το ύψος αυτών.

Αφού λοιπόν προσδιορίσαμε, μετρήσαμε και αξιολογήσαμε τις επιδράσεις του κινδύνου πλέον μπορούμε να περάσουμε στο επόμενο στάδιο στο οποίο ανακαλύπτουμε μηχανισμούς οι οποίοι θα μειώσουν τον κίνδυνο. Το να μειώσουμε τον κίνδυνο σημαίνει, είτε να προκαλέσουμε τη διασπορά του ώστε να έχουμε τις μικρότερες δυνατές απώλειες, είτε να προσπαθήσουμε να ελέγξουμε κατά το δυνατό τις αρνητικές του συνέπειες μειώνοντας τις πιθανότητες υλοποίησής τους. Η έννοια «μηχανισμοί» μπορεί να αναφέρεται σε διαδικασίες στις οποίες μπορεί να συμμετέχουν άνθρωποι, μηχανήματα, λογισμικά προγράμματα ή συνδυασμός αυτών, όπως επίσης μπορεί να αναφέρεται σε πληροφορίες, καθώς και σε σημεία ελέγχου. Όπως έχουμε αναφέρει και παραπάνω ο κίνδυνος δεν γίνεται να εξαλειφθεί εντελώς συνεπώς όλες οι προσπάθειες μας περιορίζονται στη μείωση αυτού.

Φυσικά, όλοι μας καθημερινά αντιμετωπίζουμε διάφορες εκφάνσεις του κινδύνου και όλοι μας ενσυνείδητα ή όχι σκεφτόμαστε μηχανισμούς αντιμετώπισης του, όμως υπάρχουν περιορισμοί στην εφαρμογή αυτών των μηχανισμών. Σε αυτούς ακριβώς τους περιορισμούς αναφέρεται το επόμενο στάδιο της διαδικασίας διαχείρισης του κινδύνου όπου ουσιαστικά κάνουμε μια ανάλυση κόστους – οφέλους (cost – benefit analysis) για να δούμε αν πραγματικά συμφέρει η εφαρμογή των μηχανισμών που σχεδιάσαμε. Υπάρχει περίπτωση να σχεδιάσουμε κάποιο μηχανισμό ο οποίος να μετριάξει τον κίνδυνο όμως να είναι αρκετά κοστοβόρος σε σχέση με το κόστος του κινδύνου το οποίο θα μας βοηθήσει να αποφύγουμε. Για παράδειγμα, μπορεί να επιλέξουμε κάποιο ασφαλιστικό πρόγραμμα ώστε να μειώσουμε το κόστος του κινδύνου από κάποια κακουχία η οποία όμως έχει πολύ μικρή πιθανότητα εμφάνισης, αν όμως το κόστος του ασφαλιστικού προγράμματος είναι ίσο με το κόστος που θα προέκυπτε σε περίπτωση πραγματοποίησης της κακουχίας τότε δεν είναι συμφέρον να ακολουθήσουμε το συγκεκριμένο μηχανισμό αφού ναι μεν θα γλιτώσουμε το κόστος από την πραγματοποίηση του κινδύνου όμως θα πληρώσουμε ένα ισόποσο κόστος για τον μηχανισμό αντιμετώπισης του κινδύνου, δηλαδή το ασφαλιστήριο συμβόλαιο.

Ολοκληρώνοντας λοιπόν τη διαδικασία διαχείρισης του κινδύνου, καταλήγουμε στο ότι όλα τα επιμέρους στάδια έρχονται και συνενώνονται προσθέτοντας το δικό τους λιθαράκι για τη δημιουργία μιας στρατηγικής μετριασμού του κινδύνου η οποία εφαρμόζεται, παρουσιάζεται το αποτέλεσμα της, το οποίο ελέγχεται και αξιολογείται η επίδοση της έτσι ώστε να πραγματοποιηθούν τυχόν βελτιώσεις σε όποιο από τα στάδια της ή και στο σύνολο της αν κρίνεται απαραίτητο.

Θα μπορούσαμε να παρομοιάσουμε την διαχείριση κινδύνου σαν ένα είδος προστασίας για τη σύγχρονη επιχείρηση και σαν ένα εργαλείο που προσθέτει αξία καθώς:

- Ø Παρέχει ένα πλαίσιο λειτουργίας που δίνει τη δυνατότητα στην μελλοντική λειτουργία του οργανισμού να πραγματοποιείται με ένα σταθερό και ελεγχόμενο τρόπο
- Ø μέσω της ευρείας και δομημένης κατανόησης της επιχειρησιακής δραστηριότητας, της αστάθειας και των ευκαιριών / απειλών των

έργων βελτιώνεται η λήψη αποφάσεων, ο καθορισμός προτεραιοτήτων και συνεπώς ο προγραμματισμός της επιχείρησης

- Ø συμβάλει στην αποδοτική κατανομή και χρήση των πόρων εντός του οργανισμού
- Ø ενισχύει τη μείωση της μεταβλητότητας στις επιχειρησιακές διαδικασίες
- Ø ενδυναμώνει την ανάπτυξη και την υποστήριξη των ανθρώπων και της βάσης γνώσης του οργανισμού
- Ø βελτιώνει γενικότερα τη λειτουργική αποδοτικότητα.

Για να αποκτήσει ένας οργανισμός τα παραπάνω οφέλη από μια σωστή διαχείριση κινδύνου θα πρέπει σε αυτό να συμβάλει ολόκληρη η διοικητική πυραμίδα από το διοικητικό συμβούλιο μέχρι τα μεμονωμένα άτομα.

Έτσι εάν ξεκινήσουμε από το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να δημιουργήσει εκείνους τους μηχανισμούς ώστε να πληροφορείται τους πιο σημαντικούς κινδύνους που αντιμετωπίζει ο οργανισμός, να γνωρίζει τις πιθανές επιπτώσεις των αποκλίσεων από το αναμενόμενο εύρος επίδοσης στη μετοχική αξία, να διασφαλίζει τα κατάλληλα επίπεδα ενημέρωσης και ευαισθητοποίησης σε ολόκληρο τον οργανισμό και να γνωρίζει πώς ο οργανισμός θα διαχειρισθεί μία κρίση. Συνεχίζοντας με τις επιχειρηματικές μονάδες αυτές με τη σειρά τους θα πρέπει να έχουν δείκτες επίδοσης των βασικών επιχειρηματικών και χρηματοοικονομικών σε σχέση με τους στόχους που έχουν τεθεί και να αναφέρουν συστηματικά και άμεσα στην ανώτατη διοίκηση κάθε παρέκκλιση που θα μπορούσε να συνιστά κίνδυνο όπως και να αναφέρουν κάθε πιθανή αστοχία των υπαρχόντων συστημάτων ελέγχου. Τέλος, τα μεμονωμένα άτομα χρειάζεται να κατανοούν την υπευθυνότητα τους σε συγκεκριμένους κινδύνους και στη διαδικασία της διαχείρισης κινδύνων και να προσπαθούν για τη συνεχή βελτίωση της.

2.3 ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΟΛΙΚΗΣ ΠΟΙΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Η Διοίκηση Ολικής Ποιότητας, θα λέγαμε πως συνεισφέρει στη διαχείριση του κινδύνου αφού προσπαθεί να χτίσει έναν οργανισμό με διαδικασίες οι οποίες θα οδηγούν στην δημιουργία ενός προϊόντος ή μιας υπηρεσίας που θα καλύπτει κάποιες απαιτήσεις, συγκεκριμένα του πελάτη, και για να το επιτύχει αυτό θα πρέπει να μειώσει τους κινδύνους σε όλα τα στάδια από τη σχεδίαση του προϊόντος-υπηρεσίας μέχρι και τη διανομή του στον πελάτη, ώστε να αποφύγει τυχόν μη συμμορφώσεις με τις προκαθορισμένες απαιτήσεις. Έτσι τα συστήματα διασφάλισης ποιότητας ISO (International Standards Association) προσπαθούν να τυποποιήσουν τις διαδικασίες ενός οργανισμού ώστε να δημιουργηθεί η εμπιστοσύνη πως το παραγόμενο προϊόν ή υπηρεσία θα ικανοποιεί συγκεκριμένες απαιτήσεις και δεν θα αποτελεί κάποιο τυχαίο αποτέλεσμα, συνθήκη που δηλώνει αβεβαιότητα, δηλαδή κίνδυνο ότι την επόμενη φορά το αποτέλεσμα δεν θα είναι το ίδιο. Αντίστοιχα λειτουργεί και το σύστημα ποιότητας τροφίμων HACCP (Hazard Analysis Critical Control Points) το οποίο αναγνωρίζει τους κινδύνους που είναι πιθανόν να παρουσιαστούν σε κάποια σημεία της αλυσίδας παραγωγής και διάθεσης ενός τροφίμου και καθορίζει τα κρίσιμα σημεία ελέγχου στην αλυσίδα παραγωγής, δηλαδή τα σημεία τα οποία πρέπει να γίνουν έλεγχοι ένας πιθανός κίνδυνος για την ασφάλεια του τροφίμου (Λαγοδήμος Α, Διαφάνειες Παραδόσεων, 2007).

2.3.1 FAILURE MODE AND EFFECTS ANALYSIS (FMEA) - ΕΝΑ ΕΡΓΑΛΕΙΟ ΤΗΣ ΠΟΙΟΤΗΤΑΣ ΣΤΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Το (FMEA) είναι ένα εργαλείο το οποίο χρησιμοποιείται για να αναγνωρίσει τρόπους με τους οποίους ένα προϊόν, μια διαδικασία, ή μια υπηρεσία μπορεί να μην έχει το απαιτούμενο αποτέλεσμα και έπειτα να αναπτύξει αντιπροτάσεις που να στοχεύουν συγκεκριμένα στους λόγους που προκάλεσαν την παραγωγή του μη επιθυμητού αποτελέσματος, βελτιώνοντας έτσι την απόδοση, την ποιότητα, την αξιοπιστία και τελικώς την ασφάλεια.

Αν θέλαμε να ομαδοποιήσουμε τα βήματα ενός failure mode and effects analysis θα μπορούσαμε να πούμε πως αυτά είναι τέσσερα και συγκεκριμένα, τα παρακάτω:

- Ø Καθορισμός των σταδίων κάθε διαδικασίας και αναγνώριση των προβλημάτων όπου αυτά υπάρχουν.
- Ø Βαθμολόγηση των προβλημάτων με βάση την πιθανότητα εμφάνισης τους, την σοβαρότητα τους και την ικανότητα να ανιχνευτούν.
- Ø Με βάση τη βαθμολόγηση του παραπάνω βήματος καθορίζονται το είδος των μέτρων και το πεδίο εφαρμογής τους
- Ø Επαναξιολόγηση των προβλημάτων μετά την εφαρμογή των μέτρων του τρίτου βήματος.

Πιο αναλυτικά οι ενέργειες που λαμβάνουν χώρα είναι οι παρακάτω:

1. Καταγραφή των επιμέρους σταδίων κάθε διαδικασίας στην πρώτη στήλη ενός διαγράμματος όπως αυτό που βρίσκεται στην επόμενη σελίδα
2. Για κάθε βήμα της κάθε διαδικασίας γίνεται καταγραφή πιθανών τρόπων αποτυχίας για κάποιο προϊόν, για παροχή υπηρεσίας ή για κάποια επένδυση.
3. Αναγνώριση των πιθανών συνεπειών της κάθε αποτυχίας (όπως π.χ. ελαττωματικά προϊόντα, καθυστερήσεις, λήψη λανθασμένης απόφασης, ανάληψη μη επικερδούς επένδυσης) και υπολογισμός της σοβαρότητας τους.
4. Αναγνώριση των αιτιών και βαθμολόγηση πιθανότητας εμφάνισης τους.
5. Βαθμολόγηση της ανιχνευσιμότητας κάθε πιθανού τρόπου αποτυχίας.
6. Υπολογισμός του γινομένου των βαθμών της σοβαρότητας, της πιθανότητας εμφάνισης και της ανιχνευσιμότητας, το οποίο γινόμενο αντιπροσωπεύει το βαθμό κινδύνου της διαδικασίας, είτε αυτή είναι διαδικασία παραγωγής προϊόντος, είτε παροχής υπηρεσιών, είτε διαδικασία επιλογής επένδυσης κ.τ.λ.
7. Αναγνώριση τρόπων μέσω των οποίων μπορούμε να ελαχιστοποιήσουμε ή να μειώσουμε τους κινδύνους που υπάρχουν σε κάθε βήμα μιας διαδικασίας με κριτήριο προτεραιότητας αυτών που έχουν το μεγαλύτερο γινόμενο κινδύνου.
8. Εφαρμογή των τρόπων μείωσης του κινδύνου και αναβαθμολόγηση των κριτηρίων σοβαρότητας, της πιθανότητας εμφάνισης και της ανιχνευσιμότητας με τα νέα δεδομένα ύστερα από την εφαρμογή των παραπάνω μέτρων.

Ο καθένας που εφαρμόζει το παραπάνω εργαλείο μπορεί να δημιουργήσει μια δίκη του διαβάθμιση όσον αφορά τους βαθμούς σοβαρότητας, πιθανότητας εμφάνισης και ανιχνευσιμότητας του κινδύνου αλλά συνήθως χρησιμοποιείται μια βαθμολόγηση από το μηδέν έως το δέκα.

Συγκεκριμένα:

- Ø Σοβαρότητα: Βαθμολογούμε με 10-9 όταν η τυχόν αποτυχία - αστοχία μας οδηγεί στην υπέρβαση των νόμιμων ορίων ή όταν προκαλεί σημαντικό πρόβλημα στον τελικό πελάτη, βαθμολογούμε με 8 όταν προκαλείται μεγάλη δυσαρέσκεια του πελάτη ενώ με 6 όταν η τυχόν αποτυχία – αστοχία θα προκαλέσει μείωση της απόδοσης η οποία με τη σειρά της θα προκαλέσει το παράπονο του πελάτη, αντίστοιχα θα βαθμολογήσουμε με 4 όταν η αστοχία προκαλέσει μικρό πρόβλημα στην επίδοση της συνολικής διεργασίας και με 1-2 όταν η αποτυχία δεν θα προκαλέσει πρόβλημα στην απόδοση.
- Ø Πιθανότητα Εμφάνισης: Βαθμολογούμε με 10-9 όταν η τυχόν αποτυχία – αστοχία έχει πιθανότητα εμφάνισης κοντά στο 30% σε διάστημα 3-4 ημερών, με 7 όταν έχει πιθανότητα εμφάνισης κάτω από 1% σε διάστημα ενός μήνα, ενώ με 5 όταν έχει πιθανότητα εμφάνισης κάτω από 0,3% σε διάστημα τριών μηνών. Αντίστοιχα η βαθμολογία μετά το 5 διαμορφώνεται με μικρότερες πιθανότητες εμφάνισης και μεγαλύτερα χρονικά διαστήματα.
- Ø Ανιχνευσιμότητα του κινδύνου: Βαθμολογούμε με 10 όταν η τυχόν αποτυχία – αστοχία προκαλείται από παράγοντα μη ανιχνεύσιμο, με 8-7 όταν γίνεται αντίστοιχα έλεγχος στατιστικός ή χειρωνακτικός, ενώ με 5 όταν οι δυο παραπάνω έλεγχοι συνδυάζονται, με 2-3 όταν ο έλεγχος είναι αυτοματοποιημένος και με 1 όταν ο παράγοντας της αποτυχίας είναι εύκολα ανιχνεύσιμος και μπορεί να προβλεφθεί πριν το προϊόν ή υπηρεσία φτάσει στον τελικό πελάτη

2.4 Η ΔΙΑΜΑΧΗ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΟΝ ΚΙΝΔΥΝΟ ΚΑΙ ΤΗΝ ΑΠΟΔΟΣΗ

Όταν κάποιος θα αναλάβει κάποιο κίνδυνο γνωρίζει πως υπάρχει μικρή ή μεγάλη πιθανότητα να αποτύχει, έτσι αυτό που κάνει είναι να ζητά μια έξτρα αμοιβή για να αναλάβει το συγκεκριμένο κίνδυνο και αυτή η αμοιβή να αντιστοιχεί στην έξτρα απόδοση, που είναι πέρα της κανονικής που προβλέπει η συγκεκριμένη επένδυση που ενέχει κίνδυνο. Στις χρηματιστηριακές αγορές, όπως και σε πολλές οικονομικές δραστηριότητες εάν κάποιος θέλει να επιτύχει έναν μεγαλύτερο βαθμό απόδοσης θα πρέπει να αναλάβει και μεγαλύτερο βαθμό κινδύνου. Στην πραγματικότητα όμως, η συσχέτιση ανάμεσα στον κίνδυνο και στην απόδοση είναι πιο περίπλοκη. Σε κάποιες περιπτώσεις αγορές κεφαλαίου υψηλού κινδύνου οι οποίες λειτουργούν αποτελεσματικά κάνουν γνωστές τις απαιτήσεις σε απόδοση που θέλουν οι εν δυνάμει επενδυτές ώστε να αναλάβουν κάποιον κίνδυνο (Michel Croughey, Dan Galai, Robert Mark 2006, σελ. 12).

Σε οποιοδήποτε πίνακα χρεογράφων εύκολα παρατηρούμε ότι η απόδοση είναι μεγαλύτερη όσο αυξάνει το επίπεδο του κινδύνου. Αν και φαίνεται απλό η συσχέτιση του κινδύνου με την απόδοση στον χρηματιστηριακό – οικονομικό τομέα δεν είναι και τόσο απλή αφού παίζουν και άλλοι παράγοντες το ρόλο τους όπως η φορολογία και η οικονομική ρευστότητα του επενδυτή που κάνουν πιο δύσκολο τον καθορισμό του ύψους του κινδύνου και άρα και της απόδοσης.

Τώρα όσον αφορά την περίπτωση των κινδύνων που δεν σχετίζονται με κάποιου είδους χρηματοοικονομική δραστηριότητα το πρόβλημα για τον καθορισμό της σχέσης ανάμεσα στον κίνδυνο και την απόδοση είναι κάτι περισσότερο από απόκρυφο. Ο κύριος στόχος της διαχείρισης κινδύνου είναι να αντιμετωπίσει αυτό το ζήτημα και να κάνει γνωστό πως το ενδεχόμενο για μεγάλες ζημιές στο μέλλον προκύπτει από δραστηριότητες που δημιουργούν ένα προφανές ελκυστικό χείμαρρο κερδών σε βραχυπρόθεσμο χρονικό διάστημα.(Michel Croughey, Dan Galai, Robert Mark, σελ.13, 2006).

Ιδεατά, ριψοκίνδυνες αποφάσεις πάνω στο είδος της σχέσης ανάμεσα σε μελλοντικά κέρδη και αδιαφανείς-κρυφούς κινδύνους θα αναλαμβάνονταν από εταιρείες στη βάση που αυτή είναι η συνήθης πρακτική για την εταιρεία στο σύνολο της. Όμως, οργανισμοί με φτωχή κουλτούρα όσον αφορά τη διαχείριση κινδύνου κάποιες φορές δίνουν τη δυνατότητα σε ομάδες εντός της επιχείρησης που κατέχουν δύναμη να μεγαλοποιούν τα δυνητικά έσοδα και να υποεκτιμούν τους δυνητικούς κινδύνους. Όταν οι αποδόσεις δεν είναι κατάλληλα προσαρμοσμένες στους οικονομικούς κινδύνους τότε η απόφαση που παίρνουμε είναι παραπλανητική καθώς είτε δεν έχουμε λάβει υπόψιν μας, είτε δεν έχουμε καταλάβει σωστά τους παράγοντες που δημιουργούν κίνδυνο και τις συσχετίσεις τους, οι οποίοι μπορούν να προκαλέσουν σοβαρούς κινδύνους στην ίδια την ύπαρξη της εταιρείας.

Υπάρχουν επιχειρήσεις οι οποίες αγνοώντας τον κίνδυνο παρέχουν μόνους σε δραστηριότητες οι οποίες ναι μεν είναι επικερδής αλλά κρύβουν από πίσω υψηλό ποσοστό κινδύνου, το οποίο μπροστά στα θετικά αποτελέσματα μπορεί να αγνοείται, όμως μελλοντικά μπορεί να δημιουργήσει πολλά προβλήματα. Χαρακτηριστικό παράδειγμα τέτοιων επιχειρήσεων είναι ο τραπεζικός κλάδος όπου οι τράπεζες δανείζουν ασυλλόγιστα χρήματα σε άτομα όχι φερέγγυα χωρίς τα απαραίτητα κριτήρια δανειοδότησης, σε γενικότερες γραμμές σε άτομα με χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα που όμως τους δανείζουν με υψηλό επιτόκιο και έτσι περιμένουν υψηλά κέρδη αναλαμβάνοντας όμως υψηλό κίνδυνο να χάσουν ακόμα και τα χρήματα τους από αυτούς τους μη φερέγγυους πελάτες. Αποδεικνύεται για άλλη μια φορά η ανάλογη σχέση ανάμεσα σε κίνδυνο και απόδοση αφού ναι μεν οι τράπεζες αναλαμβάνουν το μεγάλο ρίσκο να μην εισπράξουν ποτέ τα λεφτά που δάνεισαν όμως παρέχουν αντίστοιχο ύψος επιτοκίου δανεισμού δηλαδή η απόδοση τους είναι πολύ υψηλή και έτσι δέχονται να αναλάβουν αυτήν την αρκετά επικίνδυνη δραστηριότητα.

Η σχέση ανάμεσα στην απόδοση και στον κίνδυνο προσδιορίζεται σε μεγάλο βαθμό από δύο σημαντικές αρχές (Παναγιώτης Αθανασόγλου 2004, σελ 153):

- Την αρχή της αποφυγής του κινδύνου: Όταν δύο εναλλακτικές επενδυτικές προτάσεις αποφέρουν την ίδια απόδοση, τότε ο επενδυτής θα επιλέξει εκείνη με το μικρότερο κίνδυνο.

- Την αρχή του ορθολογισμού: Όταν δύο εναλλακτικές επενδυτικές προτάσεις έχουν τον ίδιο κίνδυνο, τότε ο επενδυτής θα επιλέξει εκείνη που έχει τη μεγαλύτερη απόδοση.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 2

1. **Yen Yee Chong**, *Investment Risk Management*, 2004, John Wiley and Sons Editions, σελ. 13
2. **Jean – Paul Chavas**, *Risk Analysis in Theory & Practice*, 2004, Elsevier Academic Press Editions, σελ.5-8.
3. **Michel Crougny, Dan Galai, Robert Mark**, *The Essentials of Risk Management*, 2006, Mc-Graw Hill Editions, σελ. 2,4,5.
4. **Charles Tapiero**, *Risk and Financial management*, 2004, John Wiley and Sons Editions, σελ. 23.
5. **The Institute of Risk Management**, *A Risk Management Standard*, 2007, IRM Editions, σελ.23
6. **Παναγιώτης Αθανασόγλου**, *Οργάνωση και λειτουργία της Ελληνικής αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων*, 2004, Εκδόσεις Το Οικονομικόν, σελ.153.
7. **Λαγοδήμος Α**, *Συστήματα Διασφάλισης Ποιότητας – Διαφάνειες Παραδόσεων*, 2007.
8. www.npd-solutions.com

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Η ΤΥΠΟΛΟΓΙΑ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

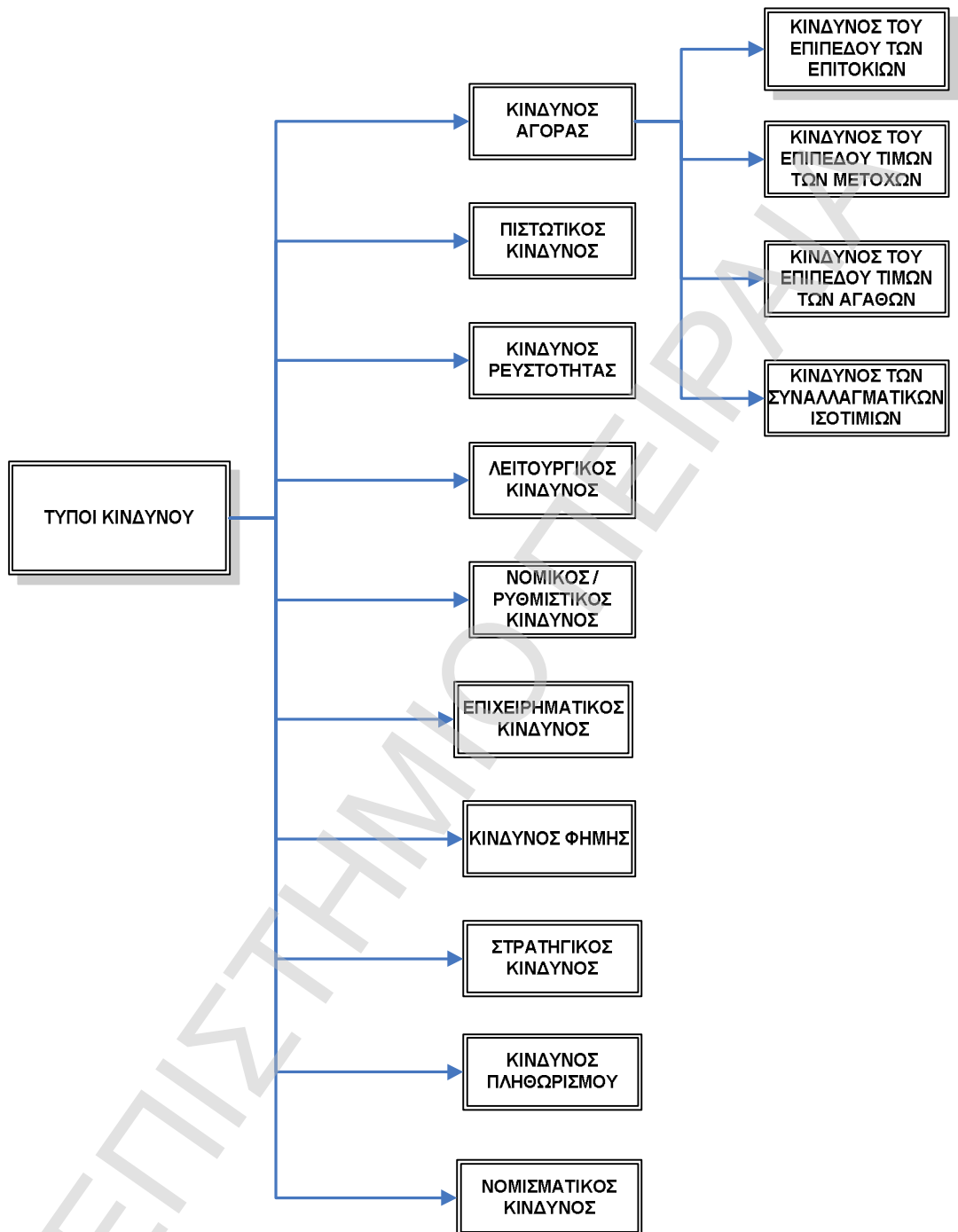
3.1 ΤΑ ΕΙΔΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Το να κατανοήσουμε τους διάφορους τύπους του κινδύνου είναι πολύ σημαντικό καθώς κάθε κατηγορία απαιτεί διαφορετική αντιμετώπιση ανάλογα με τα χαρακτηριστικά της. Η ιστορία της διοίκησης των επιχειρήσεων διδάσκει πως δίνοντας ένα όνομα σε κάτι δίνεις τη δυνατότητα στους άλλους να μιλάνε για αυτό, να κατανοούν την ύπαρξη του, να το ελέγχουν και να δείχνουν υπευθυνότητα για αυτό.

Οι παράγοντες κινδύνου μπορούν να ομαδοποιηθούν ευρέως στις ακόλουθες κατηγορίες: κίνδυνος αγοράς, πιστωτικός κίνδυνος, κίνδυνος ρευστότητας, λειτουργικός κίνδυνος, νομικός και ρυθμιστικός κίνδυνος, επιχειρησιακός κίνδυνος, στρατηγικός κίνδυνος, κίνδυνος φήμης, νομισματικός κίνδυνος και κίνδυνος πληθωρισμού. Αυτές οι κατηγορίες μπορούν έπειτα να αναλυθούν περαιτέρω σε πιο συγκεκριμένες κατηγορίες, έτσι έχουμε υποδιαιρέσει τον κίνδυνο αγοράς στον κίνδυνο επιπέδου τιμών των μετοχών, τον κίνδυνο επιτοκίου, τον κίνδυνο συναλλάγματος, και τον κίνδυνο τιμών προϊόντων.

Επίσης το να διαχωρίσουμε τα είδη του κινδύνου θα μας δώσει τη δυνατότητα να δούμε και τις μεταξύ τους αλληλοσυσχετίσεις αφού είναι πολύ πιθανόν ο ένας κίνδυνος να επιφέρει τον άλλον ή η διαχείριση του ενός να έχει ευεργετικά ή αρνητικά αποτελέσματα στη διαχείριση ενός άλλου συσχετιζόμενου κινδύνου.

Ακολουθεί ένα σχεδιάγραμμα (Michel Croughey, Dan Galai, Robert Mark, 2006,σελ.26), όπου μπορούμε να δούμε διαγραμματικά τα διαφορετικά είδη του κινδύνου, καθώς και τις τυχόν υποκατηγορίες αυτών.



ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.1
Η ΤΥΠΟΛΟΓΙΑ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

3.2 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΑΓΟΡΑΣ

Ο κίνδυνος αγοράς θα προκύψει από αλλαγές σε παράγοντες - δείκτες της αγοράς. Τέτοιοι είναι οι αλλαγές στο επίπεδο των επιτοκίων, στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, στο επίπεδο τιμών των προϊόντων και στο επίπεδο τιμών των μετοχών στη χρηματιστηριακή αγορά. Ο κίνδυνος αγοράς λοιπόν αναλύεται κυρίως σε τέσσερις επιμέρους κινδύνους (Michel Crougny, Dan Galai, Robert Mark, 2006, σελ.27):

- Ø Ο κίνδυνος που προέρχεται από το επίπεδο τιμών των μετοχών.
- Ø Ο κίνδυνος που προέρχεται από το επίπεδο των επιτοκίων.
- Ø Ο κίνδυνος που προέρχεται από το επίπεδο των συναλλαγματικών ισοτιμιών.
- Ø Ο κίνδυνος που προέρχεται από το επίπεδο των τιμών των προϊόντων.

3.2.1 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΑΠΟ ΤΟ ΕΠΙΠΕΔΟ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

Αυτός ο κίνδυνος σχετίζεται με την αστάθεια των τιμών των μετοχών στη χρηματιστηριακή αγορά. Ο γενικός κίνδυνος των μετοχών αναφέρεται στην ευαισθησία της αξίας ενός χαρτοφυλακίου σε αλλαγές στο επίπεδο του γενικού χρηματιστηριακού δείκτη, ενώ ο ειδικευμένος κίνδυνος των μετοχών αναφέρεται στην αστάθεια της συγκεκριμένης τιμής της μετοχής επιχείρησης που καθορίζεται από συγκεκριμένα χαρακτηριστικά της επιχείρησης όπως η διοικητική της δομή, η ποιότητα της διοίκησης, η παραγωγική της δυνατότητα, οι πωλήσεις της, οι στρατηγική της κτλ. Σύμφωνα με τη θεωρία του χαρτοφυλακίου ο γενικός κίνδυνος της χρηματιστηριακής αγοράς δεν μπορεί να ελαττωθεί μέσα από τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου, ενώ ο συγκεκριμένος κίνδυνος μπορεί να διαφοροποιηθεί, αλλά αυτά είναι θέματα που θα αναλύσουμε σε επόμενα κεφάλαια.

3.2.2 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΤΟΥ ΕΠΙΠΕΔΟΥ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ

Η πιο απλή μορφή κινδύνου επιτοκίου είναι ο κίνδυνος πως η αξία κάποιου σταθερής απόδοσης χρεογράφου θα μειωθεί ως αποτέλεσμα της αύξησης του επιπέδου των επιτοκίων. Όμως σε σύνθετα χαρτοφυλάκια που περιέχουν στοιχεία ευαίσθητα στη

μεταβολή των επιτοκίων πολλές και διαφορετικές εκθέσεις σε κίνδυνο μπορεί να προκύψουν διαφορές στην ονομαστική αξία, στις ταμειακές ροές κ.τ.λ.

Ο κίνδυνος του επιπέδου των επιτοκίων επηρεάζει κυρίως τις αξίες των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων μιας επιχείρησης, τραπεζών καθώς και ιδιωτών (Michel Crougny, Dan Galai, Robert Mark, 2006 σελ.26). Όσον αφορά τους ιδιώτες χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα με την συνεχή αύξηση του επιπέδου του ευρωεπιτοκίου (Euribor) για τα στεγαστικά δάνεια το οποίο ύστερα από τις συνεχείς αυξήσεις των τελευταίων δύο χρόνων δημιούργησε αβεβαιότητα τόσο για τους δανειολήπτες για το εάν θα μπορούν να καλύψουν τις αυξημένες πλέον υποχρεώσεις που έχουν, όσο και για την τράπεζα αφού δεν γνωρίζει αν οι πελάτες της θα μπορέσουν να εκπληρώσουν τις νέες αυξανόμενες υποχρεώσεις τους. Οι τελευταίες βέβαια μειώσεις του επιπέδου του ευρωεπιτοκίου, λόγω της οικονομικής κρίσης, μπορεί να λειτούργησαν ευεργετικά για τους δανειολήπτες όμως οι τράπεζες πιθανόν να αναγκάστηκαν να μειώσουν τις προβλέψεις τους για τα προϋπολογισθέντα έσοδα τους. Κατανοούμε λοιπόν πως η αβεβαιότητα γύρω από το επίπεδο των επιτοκίων επηρεάζει το οικονομικό κύκλωμα.

3.2.3 ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

Ο κίνδυνος συναλλάγματος ασχολείται με τον κίνδυνο που προκύπτει από μη αναμενόμενες μεταβολές στο επίπεδο των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Αποτελείται από 2 στοιχεία, ένα εσωτερικό όπου εξαρτάται από τις επιχειρηματικές δραστηριότητες της επιχείρησης και ένα εξωτερικό που είναι ανεξάρτητο από την οικονομική δραστηριότητα της επιχείρησης και έχει να κάνει με τη διακύμανση στις συναλλακτικές ισοτιμίες που επικρατούν σε μια χώρα. Η αστάθεια των συναλλαγματικών ισοτιμιών μπορεί να παρασύρει την απόδοση από ακριβές διασυννοριακές επενδύσεις που την ίδια στιγμή τοποθετούν την επιχείρηση σε ανταγωνιστικά μειονεκτική θέση σε σχέση με τους ανταγωνιστές της. Η αστάθεια αυτή μπορεί επίσης να δημιουργήσει μεγάλες λειτουργικές ζημιές και μέσω της αβεβαιότητας που προκαλεί, να εμποδίσει την επένδυση. Οι κύριοι οδηγοί του κινδύνου των συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι οι ατελείς συσχετισμοί που υπάρχουν στις αξίες των νομισμάτων και στις διακυμάνσεις των βαθμών του επιπέδου των διεθνών επιτοκίων. Αν και είναι σημαντικό να θεωρούμε τις συναλλαγματικές ισοτιμίες ως ένα ξεχωριστό στοιχείο του κινδύνου της αγοράς, η

αξιολόγηση των συναλλαγών συναλλάγματος απαιτεί τη γνώση της συμπεριφοράς των εσωτερικών και ξένων επιτοκίων, για τα οποία μιλήσαμε παραπάνω (Michel Crougny, Dan Galai, Robert Mark 2006, σελ.28).

3.2.4 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΑΠΟ ΤΟ ΕΠΙΠΕΔΟ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΑΓΑΘΩΝ

Ο κίνδυνος από την αύξηση του επιπέδου τιμών των προϊόντων διαφοροποιείται σε σχέση με το κίνδυνο του επιπέδου των επιτοκίων και από τον κίνδυνο των συναλλαγματικών ισοτιμιών, καθώς τα περισσότερα αγαθά εμπορεύονται σε αγορές όπου η προμήθεια αυτών συγκεντρώνεται στα χέρια λίγων προμηθευτών οι οποίοι μπορούν να επηρεάσουν τη μεταβολή της τιμής των αγαθών.

Μεταβολές σε παράγοντες στην αγορά του εμπορίου όπως η ρευστότητα της αγοράς συχνά προκαλούν και υψηλά επίπεδα αστάθειας των τιμών. Άλλα στοιχεία που επηρεάζουν την τιμή ενός αγαθού είναι η ευκολία και το κόστος αποθήκευσης, το οποίο ποικίλλει ανάλογα με την αγορά του αγαθού (π.χ. χρυσός, ηλεκτρισμός, σιτάρι). Τα αγαθά μπορούν να τμηματοποιηθούν ανάλογα με τα χαρακτηριστικά τους όπως: η φθαρτότητα τους και έτσι έχουμε άφθαρτα προϊόντα, οι αγορές των οποίων χωρίζονται σε πολύτιμα μέταλλα (π.χ. χρυσός, ασήμι, πλατίνα) που έχουν υψηλή σχέση αξίας και τιμής και τα βασικά μέταλλα χαλκός, ψευδάργυρος, και κασσίτερος και τα φθαρτά προϊόντα αυτά δηλαδή που έχουν ορισμένο χρόνο ζωής και είναι δύσκολο να αποθηκευτούν, όπου πρόκειται κυρίως για αγροτικά προϊόντα όπως σιτάρι, ζάχαρη και καφές και αγαθά ενέργειας που αποτελούνται από υπηρεσίες πετρελαίου, φυσικού αερίου, ηλεκτρισμού και άλλων ενεργειακών προϊόντων.

Ως αποτέλεσμα αυτών των παραγόντων οι τιμές των αγαθών έχουν υψηλή αστάθεια και πολλά σκαμπανεβάσματα στις τιμές των αγαθών ακόμα και πιο πολύ και από τα πιο εμπορικά χρεόγραφα. (Michel Crougny, Dan Galai, Robert Mark, 2006, σελ.28).

3.3 ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

Ο πιστωτικός κίνδυνος ασχολείται με τους κινδύνους που σχετίζονται με την αναβάθμιση ή τον υποβιβασμό της δανειοληπτικής ικανότητας ενός οφειλέτη. Υπάρχουν πολλοί ορισμοί του πιστωτικού κινδύνου, οι οποίοι εξαρτώνται από τις

πιθανές πηγές του κινδύνου, από το ποιος είναι ο πελάτης και από το ποιος θα το χρησιμοποιήσει (Charles Tapiero, σελ.12, 2004).

Οι τράπεζες ειδικότερα ως χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αφιερώνουν ένα ιδιαίτερα σημαντικό χρονικό διάστημα στον καθορισμό και στη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου. Υπάρχουν βασικά δύο πηγές αβεβαιότητας στον πιστωτικό κίνδυνο: η αποχώρηση ενός συμμετέχοντα από μια οικονομική σύμβαση και μια αλλαγή στην παρούσα αξία (PV) των μελλοντικών ταμειακών ροών (που προκύπτει από τις αλλαγές στις χρηματοοικονομικές συνθήκες της αγοράς, αλλαγές στο οικονομικό περιβάλλον, στο επίπεδο των επιτοκίων κ.λπ.) και μπορεί να κάνει το δανειολήπτη ανέκανο να τηρήσει την οφειλή του. Παραδείγματος χάριν η εμφάνιση πιστωτικού κινδύνου μπορεί να λάβει τη μορφή χρημάτων που δανείσαμε και δεν επέστρεψαν ποτέ, είτε λόγω αποχώρησης του ενός μέρους από τη σύμβαση είτε λόγω ανικανότητας πληρωμής της οφειλής. Σε αυτήν την περίπτωση αυτός που δανείζει χάνει, είτε ολόκληρη την τοποθέτηση του, είτε το τμήμα αυτής που οφείλεται ακόμη. Οι εκτιμήσεις πιστωτικού κινδύνου υποβόσκουν κάτω από τους κύριους κανονισμούς επάρκειας κεφαλαιακών απαιτήσεων που απαιτούνται από τα οικονομικά ιδρύματα. Ομοίως, οι όροι πιστώσεων που καθορίζουν τον οικονομικό δανεισμό και τις συναλλαγές δανεισμού είναι ευαίσθητοι στον πιστωτικό κίνδυνο.

Για να προστατευθούν, οι εταιρίες και οι ιδιώτες στρέφονται σε διεθνείς οίκους και πρότυπα κατά του πιστωτικού κινδύνου για να λάβουν μια αξιολόγηση των κινδύνων των ομολόγων, των μετοχών και γενικότερα των χρεογράφων και οικονομικών στοιχείων, υλικών και άυλων, που έχουν στην κατοχή τους ή μπορούν να αποκτήσουν (Charles Tapiero, 2004 σελ.12).

Επιπλέον, ακόμα και μετά από μια προσεκτική ανάγνωση αυτών των εκτιμήσεων, οι επενδυτές, οι τράπεζες και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα προσπαθούν να μειώσουν αυτούς τους κινδύνους μέσα από εργαλεία διαχείρισης κινδύνου. Ο αριθμός τέτοιων εργαλείων είναι φυσικά πολύ μεγάλος. Για παράδειγμα, μπορούμε να αναφέρουμε κάποια, όπως ο περιορισμός του επιπέδου των υποχρεώσεων, η επιδίωξη της επιβοηθητικής εγγύησης, η επιδίωξη ασφάλειας, η προσπάθεια κοινής ανάληψης κινδύνου μέσω κοινοπραξιών, η διαφοροποίηση του κινδύνου και άλλες προσεγγίσεις

είναι μερικά από τα εργαλεία που μια εταιρία οικονομικών υπηρεσιών ή μια τράπεζα ή ακόμη και κάποιος ιδιώτης μπορεί να χρησιμοποιήσει.

Υπάρχουν περιπτώσεις όπου ανάλογα με τον κλάδο έχουν τεθεί κανονισμοί όσον αφορά τις απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας ώστε να αντιμετωπίζεται αποτελεσματικά η οποιαδήποτε έκθεση στον πιστωτικό κίνδυνο. Για παράδειγμα στον κλάδο των τραπεζών έχουν εισαχθεί οι κανόνες της συμφωνίας της Βασιλείας για την προστασία όπου ορίζουν τις κεφαλαιακές απαιτήσεις των τραπεζών ανάλογα με το χαρτοφυλάκιο τους. Το πρόβλημα που μπορεί να δημιουργηθεί, είναι να τεθούν υπερπροστατευτικά όρια όσον αφορά το πιστωτικό κίνδυνο, τα οποία μπορεί να αποτελέσουν τροχοπέδη για την οικονομική δραστηριότητα, όμως και η λήψη μη αυστηρών κανόνων για τον πιστωτικό κίνδυνο μπορεί να προκαλέσει χάος στην αγορά λόγω των οφειλών που θα εκκρεμούν ακόμα και κατάρρευση του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

3.4 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Ο κίνδυνος ρευστότητας ασχολείται με τη δυνατότητα μιας επιχείρησης να καλύψει τις τρέχουσες ανάγκες της για τις οποίες απαιτείται άμεση εκταμίευση χρημάτων και με τη δυνατότητα μια επιχείρηση να μπορεί να ρευστοποιήσει τα περιουσιακά της στοιχεία (Michel Crougny, Dan Galai, Robert Mark, 2006, σελ.30).

Συγκεκριμένα, όσον αφορά την κάλυψη τρεχουσών αναγκών, αναφερόμαστε σε τυχόν υποχρεώσεις τοκοχρεολυτικών δόσεων δανείων και προς προμηθευτές, σε τυχόν καταβολές εγγυήσεων, στα απαιτούμενα χρήματα που πρέπει να υπάρχουν στο ταμείο για την κάλυψη του περιθωρίου ασφαλείας για την ομαλή λειτουργία της επιχείρησης και για τυχόν κεφαλαιακή ενίσχυση. Στην περίπτωση της ρευστοποίησης περιουσιακών στοιχείων ο κίνδυνος έγκειται στο γεγονός του εάν η επιχείρηση μπορεί να πουλήσει στοιχεία του ενεργητικού της, τη στιγμή που επιθυμεί και στην τιμή που θέλει και εάν το άλλο μέρος θα ανταποκριθεί στα δεδομένα της συμφωνίας. Η επιθυμητή χρονική στιγμή όπως και η τιμή ρευστοποίησης καθορίζεται από τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης, οι οποίες είναι απροσδιόριστες συνεπώς εύκολα κατανοούμε τη μεγάλη σημασία του κινδύνου στη συγκεκριμένη περίπτωση, πράγμα που κάνει την μέτρηση

του συγκεκριμένου είδους κινδύνου πολύ δύσκολη (Michel Crougny, Dan Galai, Robert Mark, 2006, σελ.30).

Φυσικά μια επιχείρηση όπου το ενεργητικό της αποτελείται κυρίως από μετρητά και απαιτήσεις έχει μικρότερο κίνδυνο ρευστότητας σε σχέση με μια επιχείρηση της οποίας το ενεργητικό αποτελείται κυρίως από πάγια και αποθέματα τα οποία δεν ρευστοποιούνται εύκολα.

3.5 ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

Ο λειτουργικός κίνδυνος προκύπτει από πιθανές ζημιές που μπορεί να οφείλονται σε αποτυχίες της διοίκησης, σε λανθασμένα συστήματα ελέγχου, σε πιθανές απάτες ή ακόμα και σε ανθρώπινο λάθος (Michel Crougny, Dan Galai, Robert Mark, 2006, σελ.30). Η επιτροπή της Βασιλείας όρισε το λειτουργικό κίνδυνο ως: «τον κίνδυνο αρνητικού αποτελέσματος που μπορεί να προκύψει από μη επαρκής ή αποτυχημένες εσωτερικές διαδικασίες, ανθρώπους και συστήματα, ή εξωτερικά γεγονότα» (Basel Committee for Banking Supervision, σελ. 6, July 2002).

Ο λειτουργικός κίνδυνος περιλαμβάνει απάτες, όπως για παράδειγμα όταν ένας υπάλληλος αποκρύψει ηθελημένα τους κινδύνους μιας συναλλαγής, ή όταν πλαστογραφήσει μια υπογραφή. Ο κίνδυνος τεχνολογίας που κυρίαρχα αναφέρεται στη λειτουργία των συστημάτων ηλεκτρονικών υπολογιστών, επίσης ανήκει στην κατηγορία του λειτουργικού κινδύνου. Ο κίνδυνος ανθρώπινου παράγοντα είναι μια ειδική μορφή του λειτουργικού κινδύνου και σχετίζεται με ζημιές που οφείλονται σε ανθρώπινα λάθη όπως το να πατήσεις λάθος κουμπί στον υπολογιστή, το να καταστρέψεις άθελα σου ένα αρχείο, ή να εισάγεις λάθος στοιχεία σε μια διαδικασία.

Κατανοούμε λοιπόν, πόσο σημαντική είναι η δημιουργία αυστηρών συστημάτων ελέγχου καθώς και η εφαρμογή τους εάν μια επιχείρηση θελήσει να αποφύγει μεγάλες ζημιές εξαιτίας του λειτουργικού κινδύνου.

3.6 ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

Ο επιχειρηματικός κίνδυνος αναφέρεται στους κλασσικούς παραδοσιακούς κινδύνους που υπάρχουν στον παγκόσμιο χώρο των επιχειρήσεων, όπως η αβεβαιότητα για τη ζήτηση των προϊόντων, η τιμή στην οποία αυτά εμπορεύονται ή το κόστος παραγωγής και διάθεσης των προϊόντων (Michel Crougny, Dan Galai, Robert Mark, 2006, σελ.32).

Οι παραπάνω επιχειρηματικοί κίνδυνοι μπορούν να οφείλονται και σε πολιτικοοικονομικές αναταραχές οι οποίες θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη. Αύξηση των πολιτικών και οικονομικών κινδύνων που διατρέχουν οι πολυεθνικοί οργανισμοί παρατηρείτε σε περισσότερες από 25 από τις σημαντικότερες διεθνείς οικονομικές δυνάμεις. Ο κίνδυνος διακοπής εργασιών φαίνεται να είναι ο πλέον ενισχυμένος όλων κυρίως λόγω πολεμικών, τρομοκρατικών ή πολιτικών αναταραχών, σύμφωνα τα αποτελέσματα σχετικής μελέτης της Aon και η οποία έγινε σε 209 χώρες. Τα αποτελέσματα για όλες τις χώρες παρουσιάζονται αναλυτικά στον Παγκόσμιο Χάρτη Πολιτικών και Οικονομικών Κινδύνων για το 2008 που εξέδωσε πρόσφατα η Aon Trade Credit Global. (www.kathimerini.gr, «Αύξηση των κινδύνων που διατρέχουν το 2008 οι πολυεθνικές το 2008», 22 Ιανουαρίου 2008).

Όπως χαρακτηριστικά δήλωσε ο κύριος Σταύρος Παπαγιαννόπουλος, CEO της Aon Hellas, ο προβληματισμός των Διευθυνόντων Συμβούλων και των Οικονομικών τους Συμβούλων για τους κινδύνους που μπορεί να επηρεάσουν τα αναπτυξιακά τους πλάνα βαίνει αυξανόμενος παγκοσμίως. Γεωπολιτικοί κίνδυνοι όπως οι πολιτικο - οικονομικές αναταραχές στην Νιγηρία και το Ιράν, η οικονομική ύφεση στις Η.Π.Α., ο κρατικός προστατευτισμός στην Ρωσία αλλά και οι κίνδυνοι εφοδιαστικής αλυσίδας στην ευρύτερη Ασία είναι θέματα που φαίνεται να επηρεάζουν πλέον τις επιχειρηματικές αποφάσεις, απαιτώντας προσεκτική μελέτη και ανάλυση των σεναρίων καταστροφής για κάθε παράκτια επένδυση (www.kathimerini.gr, «Αύξηση των κινδύνων που διατρέχουν το 2008 οι πολυεθνικές το 2008», 22 Ιανουαρίου 2008).

Στον κατασκευαστικό τομέα, το επιχειρηματικό ρίσκο διαχειρίζεται κυρίως μέσω κύριων εργασιών της διοίκησης όπως οι επιλογές για τα κανάλια διανομής, για τις

προμήθειες, για την παραγωγή και για τον τρόπο με τον οποίο τα προϊόντα θα προωθηθούν στην αγορά.

Αν και οι επιχειρηματικοί κίνδυνοι χρειάζεται να αξιολογούνται και να παρακολουθούνται δεν είναι εμφανές πως θα γίνει αυτό με ένα τρόπο που να συμπληρώνει τον τραπεζικό τομέα στη διαχείριση των κλασικών πιστωτικών κινδύνων και κινδύνων αγοράς.

Στη νέα συμφωνία της Βασιλείας αποκλείεται ο επιχειρηματικός κίνδυνος από τους παράγοντες - ρυθμιστές καθορισμού του λειτουργικού κινδύνου αν και κάποιοι μελετητές πιστεύουν ότι αποτελεί παράγοντα μεγαλύτερης αστάθειας στα τραπεζικά έσοδα από ότι ο λειτουργικός κίνδυνος που το σύμφωνο περιλαμβάνει.

Ο επιχειρηματικός κίνδυνος επηρεάζεται από παράγοντες όπως η στρατηγική της επιχείρησης και η φήμη της. Εάν το εγχείρημα δεν είναι επιτυχημένο τότε θα υποφέρουμε οικονομικά αλλά και θα δημιουργηθεί άσχημη φήμη ανάμεσα στους επενδυτές.

Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα επιχειρηματικού ρίσκου είναι η Αμερικάνικη επιχείρηση Palm (Michel Croughy, Dan Galai, Robert Mark, The Essentials of Risk Management 2006, σελ.32) όπου ήταν πρωτοπόρος τη δεκαετία του 1990 στην κατασκευή φορητών υπολογιστών τσέπης. Το Δεκέμβριο του 2000 οι πωλήσεις παρουσίασαν αύξηση 165% σε σχέση με τον προηγούμενο χρόνο ενώ το Μάρτη του 2001 παρουσιάστηκαν τα πρώτα σημάδια πτώσης των πωλήσεων. Η διοίκηση της επιχείρησης αποφάσισε ότι η καλύτερη αντίδραση θα ήταν να λανσάρει το νέο της μοντέλο φορητού υπολογιστή.

Ο γενικός διευθυντής λοιπόν έλαβε εγγυήσεις από τους υφισταμένους του πως το νέο προϊόν θα είναι έτοιμο για κυκλοφορία σε δύο εβδομάδες. Η επιχείρηση λοιπόν αποκάλυψε στις 19 Μαρτίου του 2001 πως θα κυκλοφορήσει το νέο της μοντέλο και από εκείνο το σημείο και μετά οι πωλήσεις του παλαιού μοντέλου παρουσίασαν πτώση καθώς οι πελάτες αποφάσισαν να περιμένουν να αγοράσουν το νέο μοντέλο. Το πρόβλημα ήταν πως δεν υπήρξε καθυστέρηση πάνω από δύο εβδομάδες για την κυκλοφορία του νέου μοντέλου. Η εταιρεία δεν είχε το χρόνο να ελέγξει το προϊόν της

κατά τη μεταφορά του προϊόντος από το στάδιο του σχεδιασμού σε αυτό της παραγωγής και έτσι παρουσιάστηκαν αρκετά σκάρτα κατά την παραγωγή του προϊόντος, έτσι η επιχείρηση δεν μπορούσε να βγάλει το προϊόν της στην αγορά στους όγκους που επιθυμούσε και έτσι το προϊόν κυκλοφόρησε όχι σε δύο αλλά σε έξι βδομάδες σε σχέση με αυτό που είχε προγραμματίσει η ανώτερη διοίκηση.

Αποτέλεσμα αυτού ήταν να συγκεντρωθεί ένας τεράστιος όγκος αποθέματος του παλιού προϊόντος στις αποθήκες της εταιρείας πράγμα που οδήγησε σε εκτεταμένες ζημιές την εταιρεία, η μετοχή της ξεκίνησε να καταρρέει ενώ μια εξαγορά που αποτελούσε κύριο παράγοντα στην στρατηγική της Palm ενώ η εταιρεία αναγκάστηκε να απολύσει 250 υπαλλήλους της.

3.7 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΦΗΜΗΣ

Ο κίνδυνος φήμης ασχολείται με γεγονότα - πράξεις μιας επιχείρησης τα οποία χάλασαν την εταιρική της εικόνα και παίρνει σημαντική διάσταση αν σκεφτούμε τα λογιστικά σκάνδαλα που έπληξαν τους μετόχους, τους πελάτες και τους εργαζομένους των μεγαλύτερων επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια της έκρηξης στην χρηματιστηριακή αγορά στα τέλη του 1990.

Σε έρευνα που διεξήχθη τον Αύγουστο του 2004 από την εταιρία συμβούλων Price Waterhouse Coopers το 34% από 134 διεθνείς τράπεζες εξήχθη το συμπέρασμα πως ο κίνδυνος της φήμης είναι ο σημαντικότερος για τον τραπεζικό τομέα ενώ ο κίνδυνος αγοράς και ο πιστωτικό κίνδυνος τοποθετήθηκαν πολύ χαμηλότερα. Δύσκολα μπορούν να σβηστούν από τη μνήμη του καθενός τα οικονομικά σκάνδαλα εταιρειών όπως η Enron και η WorldCom και τι αποτέλεσμα είχαν στη φήμη των εταιριών αυτών. Επίσης, ειδικοί της τραπεζικής αγοράς διατείνονται πως το συγκεκριμένο είδος κινδύνου αποτελεί ένα αναδυόμενο ζήτημα όσον αφορά τη διαχείριση του κινδύνου και μάλιστα πιστεύουν πως μέσω της νέας Συμφωνίας της Βασιλείας η προσοχή τραπεζιτών και επενδυτών θα στραφεί μακριά από ποσοτικά προσδιοριζόμενους κινδύνους όπως τον κίνδυνο αγοράς και πίστωσης και θα προσεγγίσει το στρατηγικό και τον επιχειρηματικό κίνδυνο (Michel Croughy, Dan Galai, Robert Mark, 2006 σελ.34).

Ο κίνδυνος φήμης αποτελεί ειδική περίπτωση κινδύνου για τα οικονομικά ιδρύματα καθώς η φύση της δουλειάς τους απαιτεί εμπιστοσύνη από τους πελάτες, τους πιστωτές, τις ρυθμιστικές αρχές και το γενικότερους παίκτες της αγοράς.

Τα οικονομικά ιδρύματα λειτουργούν επίσης κάτω από την αυξανόμενη πίεση να καταδειχθεί η ηθική, κοινωνική, και περιβαλλοντική ευθύνη τους, τομείς δηλαδή όπου μια μη πρόποσα συμπεριφορά από μεριά της επιχείρησης μπορεί να δημιουργήσει άσχημο αντίκτυπο στην εταιρική εικόνα της επιχείρησης.

Σαν αμυντικό μηχανισμό, τον Ιούνιο του 2003 δέκα διεθνείς τράπεζες από επτά χώρες ανήγγειλαν την υιοθέτηση συγκεκριμένων αρχών για τη διοίκηση κοινωνικών και περιβαλλοντικών ζητημάτων που σχετίζονται με τη χρηματοδότηση προγραμμάτων σε αναπτυσσόμενες χώρες. Οι συγκεκριμένες αρχές είναι βασισμένες στην πολιτική και τις οδηγίες της Παγκόσμιας Τράπεζας και της Διεθνούς Εταιρίας Χρηματοδότησης (IFC) και απαιτούν από αυτόν που θα δανειστεί κεφάλαια να διεξάγει μια περιβαλλοντική εκτίμηση για τα υψηλού κινδύνου προγράμματα για να αντιμετωπιστούν ζητήματα, όπως η βιώσιμη ανάπτυξη, η χρήση των ανανεώσιμων φυσικών πόρων, η προστασία της ανθρώπινης υγείας, η πρόληψη ρύπανσης και η ελαχιστοποίηση αποβλήτων, τα οποία έχουν μεγάλο κοινωνικοοικονομικό αντίκτυπο.

Επιπρόσθετα σε έρευνα που διεξήγαγε η εταιρεία παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών διαχείρισης κινδύνων AON βασίστηκε σε πληροφορίες που δόθηκαν από διευθυντικά στελέχη 300 και πλέον επιχειρήσεων, σε 29 χώρες συμπεριλαμβανομένης και της Ελλάδας και το πιο αξιοσημείωτο αποτέλεσμα που αποκάλυψε η έρευνα, ήταν η απόλυτη συμφωνία που διαπιστώθηκε ως προς τον υπ' αριθμό "1" κίνδυνο όλων των συμμετεχόντων, όπου οι επιχειρήσεις κατέταξαν στην πρώτη θέση την απώλεια φήμης (www.insurancedaily.gr, Aon Corporation Ενδιαφέρουσα και Πολύτιμη Έρευνα «Η Διεθνής Τάσεις Διαχείρισης Κινδύνων», 2007).

Το κυρίαρχο πρόβλημα του κινδύνου που σχετίζεται με τη φήμη της επιχείρησης είναι η δυσκολία της μέτρησης του, τόσο όσον αφορά το νόημα του συγκεκριμένου κινδύνου όσο και στο κόστος για τη μέτρηση αυτού, καθώς και η μη δυνατότητα μετακύλισης του (www.insurancedaily.gr, Aon Corporation Ενδιαφέρουσα και Πολύτιμη Έρευνα «Η Διεθνής Τάσεις Διαχείρισης Κινδύνων», 2007).

3.8 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

Ο στρατηγικός κίνδυνος αναφέρεται στον κίνδυνο συγκεκριμένων επενδύσεων για τις οποίες υπάρχει σημαντικός βαθμός αβεβαιότητας όσον αφορά την επιτυχία τους και την κερδοφορία τους. Εάν το εγχείρημα δεν είναι επιτυχές η επιχείρηση θα υποστεί ένα πολύ σημαντικό οικονομικό πλήγμα και η φήμη της ανάμεσα στους επίδοξους επενδυτές θα καταστραφεί (Michel Croughey, Dan Galai, Robert Mark, 2006 σελ.33).

Το 1999 η εταιρεία Nokia αποφάσισε να αναπτύξει την αγορά κινητών τηλεφώνων που δίνουν τη δυνατότητα στο χρήστη να βλέπει ταινίες, να μπαίνει στο διαδίκτυο, και να παίζει ηλεκτρονικά παιχνίδια από το τηλέφωνο του. Η Nokia λοιπόν ξόδεψε τεράστια ποσά για τη συγκεκριμένη αγορά των «έξυπνων» τηλεφώνων κατανέμοντας το 80% του προϋπολογισμού για έρευνα και ανάπτυξη λογισμικού που θα χρησιμοποιηθεί σε αυτά τα κινητά τηλέφωνα. Η Nokia είχε στόχο να μπει πρώτη στη συγκεκριμένη αγορά προλαβαίνοντας τη Microsoft.

Η Nokia λοιπόν εμφανίστηκε να εστιάζει στο συγκεκριμένο τομέα όμως αποδείχθηκε πως μπήκε σε μια μάχη άνευ ουσίας και ουσιαστικά σε μια αγορά όπου δεν είχε αντίπαλο. Τα συγκεκριμένα έξυπνα τηλέφωνα είχαν μικρή παρουσία στην αγορά καθώς ήταν πολύ ογκώδη και ακριβά για τους περισσότερους καταναλωτές.

Επιπρόσθετα, η Nokia επικεντρώνοντας το ενδιαφέρον της στο συγκεκριμένο τομέα έδωσε το δικαίωμα σε ανταγωνιστές της όπως η Samsung και η Motorola να της κλέψουν μερίδιο αγοράς από αγορές ραγδαία αναπτυσσόμενες, όπως αυτή των τηλεφώνων με κάμερες. Το στοίχημα της δημιουργίας τηλεφώνων τα οποία θα μπορούσαν να λειτουργήσουν και ως ηλεκτρονικοί υπολογιστές ήταν ακόμη πολύ ανώριμο.

Αποτέλεσμα όλων των παραπάνω ήταν η Nokia να χάσει 6% από το παγκόσμιο μερίδιο που κατείχε στην αγορά των κινητών τηλεφώνων και έτσι από το 35% το 2003 έπεσε στο 29%, επίσης οι στόχοι των πωλήσεων ως προς τα έξυπνα τηλέφωνα άγγιξαν μόλις και μετά βίας το 50% των προβλέψεων της και ενώ η αγορά των κινητών τηλεφώνων με

κάμερα αναπτυσσόταν με ρυθμό 40% η επιχείρηση έχασε 2% των πωλήσεων της (Michel Croughy, Dan Galai, Robert Mark, 2006 σελ.33).

3.9 ΝΟΜΙΚΟΣ - ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

Μιλάμε για τον κίνδυνο που απορρέει από παραβίαση νομικών και κανονιστικών αρχών. Εμφανίζονται σε περιπτώσεις μη τήρησης συμβολαίων και συμβάσεων. Αφορούν καταστάσεις που είναι αντίθετες με το νομικό πλαίσιο της χώρας στην οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση (Κέφης Βασίλειος, Διοικητική Ενημέρωση, Τεύχος 34, Ιούλιος 2005). Όσον αφορά την παραβίαση νομικών αρχών αναφερόμαστε σε περιπτώσεις μη εκπλήρωσης υποχρεώσεων που έχουν προκύψει από συμφωνία η οποία έχει λάβει τη μορφή νόμιμου εγγράφου δηλαδή σύμβασης ή συμβολαίου. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η μη τήρηση χρονοδιαγραμμάτων, η κοστολόγηση έργου πέρα του συμφωνηθέντος κ.τ.λ. Όσον αφορά την παραβίαση κανονιστικών αρχών μιλάμε για καταστρατήγηση κρατικών αρχών όπως οι κανόνες ανταγωνισμού, η δημιουργία καρτέλ όταν μιλάμε για περίπτωση ολιγοπωλίου, η μη σωστή ανταπόκριση σε φορολογικούς νόμους κ.τ.λ (Michel Croughy, Dan Galai, Robert Mark, 2006 σελ.31).

Είναι χαρακτηριστικό πως η έρευνα της AON ως προς τους κινδύνους κλειδιά για το 2008 βαθμολόγησε το νομικό και ρυθμιστικό κίνδυνο ως το πλέον κρίσιμο, βαθμολογημένο με 90 μονάδες σε μια κλίμακα 0 – 100. (2008 Political and Economic Risk Map, Results and Analysis, Ιανουάριος 2008)

3.10 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ

Ο πληθωρισμός είναι ένα φαινόμενο που παρουσιάζεται όταν αυξάνονται οι τιμές των αγαθών. Αυτό συμβαίνει για πολλούς και διαφορετικούς λόγους. Για παράδειγμα καταναλωτές, έμποροι, πωλητές κ.τ.λ. ,μπορεί να διαφωνήσουν στην αξία προϊόντων και υπηρεσιών όσον αφορά την αγορά ή την πώληση αντίστοιχα και αυτή η διαφωνία οδηγεί σε αύξηση των τιμών. Εάν δεν υπήρχε πληθωρισμός η προεξόφληση θα ήταν

σταθερή καθώς θα υποθέταμε πως οι μελλοντικές τιμές θα έμεναν στο σημερινό τους επίπεδο. Σε αυτήν την περίπτωση η προεξόφληση θα αντανakλούσε μόνο τη διαχρονική αξία των χρημάτων και όχι τις μη προβλέψιμες και αβέβαιες μεταβολές των τιμών. Ο πληθωρισμός όμως υπάρχει και η αβεβαιότητα όσον αφορά το ύψος του μας δημιουργεί επιπλέον κινδύνους (Charles Tapiero, 2004, σελ.14)

Ο πληθωρισμός επηρεάζει τον οικονομικό, τον χρηματοοικονομικό και τον ασφαλιστικό κλάδο. Συγκεκριμένα, όσον αφορά τον κλάδο των ασφαλειών, μπορούμε να πούμε πως οι υπολογισμοί των ασφαλιστρών επηρεάζονται από το επίπεδο των τιμών και δυστυχώς το επίπεδο του πληθωρισμού είναι δύσκολο να καθοριστεί. Αυτές οι διακυμάνσεις στις τιμές μεταβάλλουν, με το πέρασμα του χρόνου, τις αξίες των ασφαλιστήριων συμβολαίων δημιουργώντας έναν κίνδυνο όσον αφορά τη συγκεκριμένη γνώση για την οικονομική δραστηριότητα και το επίπεδο των τιμών. Την ίδια στιγμή αλλαγές στην αξία των απαιτήσεων των πελατών των ασφαλιστικών εταιρειών, το αυξανόμενο κόστος ζωής και καθυστερήσεις ανάμεσα στις απαιτήσεις των πελατών και στις πληρωμές αυτών κάνουν όλο και πιο επικίνδυνη τη ζωή των ασφαλιστικών εταιρειών. Για παράδειγμα, θα έπρεπε ένα συμφωνημένο ασφαλιστήριο συμβόλαιο να περιλαμβάνει προτάσεις ευαίσθητες στον πληθωρισμό; Εάν όχι ποιες θα ήταν οι συνέπειες όσον αφορά την προστασία του καταναλωτή, το χρονικό διάστημα για την συμφωνία του συμβολαίου και φυσικά την πολιτική των ασφαλιστρών; Σε αυτή την περίπτωση ο ασφαλισμένος θα αντιμετωπίσει μειωμένη ανταπόδοση και επίσης μειωμένη προστασία.

Στην περίπτωση υψηλού επιπέδου πληθωρισμού ο ασφαλισμένος θα ψάξει για μια νέα διαπραγμάτευση όσον αφορά το συμβόλαιο του. Η ασφαλιστική εταιρεία θα αποκτήσει μια ασταθή ροή εισπρακτέων δόσεων και ένα υψηλό κόστος λειτουργίας εξαιτίας των επαναδιαπραγματεύσεων που θα προκύψουν σε πολλά συμβόλαια. Εάν οι ασφαλισμένοι δεν κοιτούν κοντόφθαλμα αλλά αναγνωρίζουν τον κίνδυνο του πληθωρισμού σίγουρα θα επιλέξουμε κάποια νέα μορφή προστασίας ώστε να μπορέσουν να αποζημιωθούν από τις αλλαγές του επιπέδου των τιμών από τη μία και από την άλλη από την αβεβαιότητα όσον αφορά το ύψος των τιμών αυτών. Με άλλα λόγια οι ασφαλισμένοι θα απαιτήσουν και η ασφαλιστική εταιρεία θα παρέχει πολιτικές ευαίσθητες στον πληθωρισμό.

Κατανοούμε λοιπόν καθαρά πως ο πληθωρισμός επηρεάζει και τα δύο μέρη δηλαδή τον ασφαλιστή και τον ασφαλιζόμενο. Χρειάζεται λοιπόν να γίνει μια κατανομή του κινδύνου του πληθωρισμού ανάμεσα στον πελάτη και στην εταιρεία και για να γίνει αυτό απαιτείται σωστή κατανόηση του κινδύνου, των συμπεριφορών απέναντι σε αυτόν και σωστή μέτρηση του κόστους του ρίσκου από τη μεριά της ασφαλιστικής εταιρείας αλλά και του ασφαλισμένου.

3.11 ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

Ο νομισματικός κίνδυνος ασχολείται με διακυμάνσεις στις νομισματικές αγορές και στις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Ένα νόμισμα δεν είναι επικίνδυνο επειδή είναι πιθανή η υποτίμηση του. Εάν ήμασταν σίγουροι πως θα υποτιμηθεί ένα νόμισμα και δεν υπήρχε καμία αβεβαιότητα όσον αφορά το μέγεθος της υποτίμησης και το χρονικό σημείο που θα γινόταν δεν θα υπήρχε κανένας κίνδυνος. Κατανοούμε λοιπόν πως ένα αδύνατο νόμισμα μπορεί να είναι λιγότερο επικίνδυνο από ένα δυνατό. Αυτό λοιπόν που έχουν να κάνουν οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές είναι να μετρήσουν το νομισματικό κίνδυνο και να τον διαχειριστούν. Οι νομισματικοί κίνδυνοι συνήθως σχετίζονται με μακροοικονομικές μεταβλητές όπως το εμπορικό ισοζύγιο, η πολιτική σταθερότητα, η νομισματική πολιτική, ο πληθωρισμός, η ανεργία κ.τ.λ. Επιπλέον εξαιτίας του μεγέθους των νομισματικών αγορών κερδοσκοπικές τοποθετήσεις που μπορεί να γίνουν από ανθρώπους του εμπορίου, μπορεί να οδηγήσουν σε σημαντικά κέρδη που σχετίζονται με πολύ μικρές μετακινήσεις στις νομισματικές αξίες, όπως επίσης και σε ζημιές. Είναι σύνηθες σε ανώτερο επίπεδο, επιχειρήσεις που λειτουργούν σε μια χώρα να μεταφέρουν τις αξίες των συμβολαίων και των κερδών τους σε μια άλλη ώστε να αποφύγουν νομισματικές μεταβολές (Charles Tapiero, 2004, σελ.12).

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 3

1. **Michel Crougny, Dan Galai, Robert Mark**, *The Essentials of Risk Management*, 2006, Mc-Graw Hill Editions, σελ. 26-28, 30 - 34.
2. **Charles Tapiero**, *Risk and Financial management*, 2004, John Wiley and Sons Editions, σελ.12, 14.
3. **Michel Crougny, Dan Galai, Robert Mark**, *The Essentials of Risk Management*, 2006, Mc-Graw Hill Editions, σελ. 30 - 32.
4. **Basel Committee for Banking Supervision**, «*Sound Practices for the Management and Supervision of Operational Risk*», July 2002, σελ.6.
5. www.kathimerini.gr, «Αύξηση των κινδύνων που διατρέχουν το 2008 οι πολυεθνικές το 2008», 22 Ιανουαρίου 2008
6. **Michel Crougny, Dan Galai, Robert Mark**, *The Essentials of Risk Management*, 2006, Mc-Graw Hill Editions, σελ. 34.
7. www.insurancedaily.gr, «Aon Corporation, Ενδιαφέρουσα και Πολύτιμη Έρευνα, Η Διεθνής Τάσεις Διαχείρισης Κινδύνων», Ιανουάριος 2007
8. **Κέφης Βασίλειος**, «Ανάλυση και Διαχείριση Κινδύνου στις Σύγχρονες Επιχειρηματικές Μονάδες», **Διοικητική Ενημέρωση**, Εκδόσεις Ειδική Εκδοτική, Τεύχος 34, Ιούλιος 2005, σελ. 47
9. **Σημειώσεις Παρουσίασης Έρευνας Aon**, «*2008 Political and Economic Risk Map, Results and Analysis*», Ιανουάριος 2008.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Ο ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΣΤΙΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ

4.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΣΕ ΚΙΝΔΥΝΟ

Μια επένδυση θεωρείται ότι ενέχει κίνδυνο όταν έχει περισσότερα από ένα οικονομικά αποτελέσματα. Πιο αναλυτικά, με κίνδυνο επένδυσης εννοούμε μια κατάσταση όπου όλα τα δυνατά οικονομικά αποτελέσματα της επένδυσης και οι αντίστοιχες πιθανότητες είναι γνωστά εκ των προτέρων. Οι πιθανότητες υπολογίζονται αντικειμενικά, εάν η επένδυση έχει πραγματοποιηθεί αρκετές φορές κατά το παρελθόν, ή υποκειμενικά (Καραθανάσης Γ, 1999, σελ 162).

Η υπόθεση ότι οι υπεύθυνοι για την αξιολόγηση και πρόκριση επενδύσεων είναι απολύτως βέβαιοι σχετικά με την πραγματοποίηση των ταμειακών ροών, που έχουν υπολογίσει από την ανάληψη των συγκεκριμένων επενδύσεων, δεν είναι δεδομένη. Ο κίνδυνος υπάρχει λοιπόν σχετικά με τις μελλοντικές ταμειακές ροές και ο βαθμός του κινδύνου ποικίλει από επένδυση σε επένδυση.

Για να κατανοήσουμε καλύτερα την έννοια κίνδυνος σε μια επένδυση ας χρησιμοποιήσουμε το παρακάτω παράδειγμα με την επένδυση X.

Το κόστος επένδυσης λοιπόν είναι $K_0=1000$ € και υπάρχουν δύο δυνατές ταμειακές ροές για τον πρώτο χρόνο με πιθανότητες πραγματοποίησης ίδιες, οι οποίες φαίνονται στον παρακάτω πίνακα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1
ΠΙΘΑΝΕΣ ΚΑΘΑΡΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ

ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑ	50%	50%
ΚΑΘΑΡΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ	1000 €	2000 €

Παρατηρούμε λοιπόν πως η επένδυση θα μας αποδώσει 1.000 € με πιθανότητα 50% και 2.000 € με πιθανότητα 50%, καλούμαστε λοιπόν να βρούμε τρόπους για το πως θα πρέπει να αξιολογήσουμε τη συγκεκριμένη επένδυση.

4.2 ΙΕΡΑΡΧΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΠΟΥ ΕΝΕΧΟΥΝ ΚΙΝΔΥΝΟ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ ΚΑΤΑΝΟΜΗΣ ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΩΝ ΤΩΝ ΚΤΡ, ΤΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗ ΤΩΝ ΔΥΝΑΤΩΝ ΚΤΡ ΚΑΙ ΤΟ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Από την πρώτη στιγμή που μιλήσαμε για την έννοια κίνδυνος, αναφερθήκαμε σε πιθανότητες καθώς η απόδοση που περιμένει ο επενδυτής από μια επένδυση δεν είναι και αυτή η οποία τελικά θα λάβει. Μπορούμε λοιπόν να φανταστούμε το αποτέλεσμα μιας επένδυσης ως μία τυχαία μεταβλητή έστω X , είτε διακριτή είτε συνεχής ανάλογα με το είδος της επένδυσης, η οποία φυσικά θα διαθέτει μια συνάρτηση πιθανότητας $PC(x)$ με πεδίο ορισμού τις τιμές της X και πεδίο τιμών τις πιθανότητες των τιμών αυτών (James C. Van Horne & John M. Wachowicz, JR, 2001, σελ. 97). Η συνάρτηση πιθανότητας λοιπόν θα μας δώσει την πιθανότητα με την οποία η τυχαία μεταβλητή X παίρνει την τιμή x .

Με βάση το παραπάνω παράδειγμα που θέσαμε έχουμε:

X = οι Καθαρές Ταμειακές Ροές της επένδυσης

$$PC(x) = \begin{cases} 50\% \text{ για } x = 1000 \text{ €} \\ 50\% \text{ για } x = 2000 \text{ €} \end{cases}$$

Μπορούμε λοιπόν να υπολογίσουμε τη μέση τιμή κατανομής των πιθανοτήτων των

Καθαρών Ταμειακών Ροών όπου ο τύπος είναι: $\bar{X} = \sum_{i=1}^n X_i \Pi_i$

όπου: X_i = είναι οι Καθαρές Ταμειακές Ροές αν επικρατήσει το συμβάν $i = 1 \dots n$

και Π_i = είναι η πιθανότητα για την πραγματοποίηση του συμβάντος i .

Κατανοούμε λοιπόν πως η αναμενόμενη τιμή των Καθαρών Ταμειακών Ροών (ΚΤΡ) είναι ο σταθμικός μέσος όρος των πιθανών ταμειακών ροών με βάση τις πιθανότητες πραγματοποίησης των διαφόρων ενδεχομένων όσον αφορά τις ΚΤΡ.

Άλλη μια παράμετρος που χρειαζόμαστε όσον αφορά τον κίνδυνο της επένδυσης είναι η διακύμανση των δυνατών ΚΤΡ όπου ο σχετικός τύπος είναι:

$$S^2 = \sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2 \Pi_i$$

Μέσα από τον οποίο μπορούμε να υπολογίσουμε την τυπική απόκλιση που είναι ρίζα της διακύμανσης, δηλαδή $S = \sqrt{S^2}$ και αντιπροσωπεύει την διακύμανση των ΚΤΡ γύρω από την αναμενόμενη τιμή τους, δηλαδή τον κίνδυνο της επένδυσης, συνεπώς όσο πιο μεγάλη είναι η τιμή του σ τόσο πιο μεγάλος είναι και ο κίνδυνος της επένδυσης.

Πολλές φορές και ειδικότερα όταν πρόκειται για τη σύγκριση επενδυτικών έργων η τυπική απόκλιση δεν αποτελεί αξιόπιστο δείκτη του κινδύνου της επένδυσης. Για να ξεπεράσουμε λοιπόν αυτόν το σκόπελο χρησιμοποιούμε έναν εναλλακτικό δείκτη του κινδύνου που είναι ο συντελεστής μεταβλητότητας ($\frac{S}{\bar{X}}$). Με το δείκτη αυτό εκφράζουμε τον κίνδυνο της επένδυσης σε σχέση με την αναμενόμενες ΚΤΡ. Ουσιαστικά είναι μια μέτρηση του κινδύνου ανά μονάδα αναμενόμενων ΚΤΡ. Όσο μεγαλύτερος είναι ο συντελεστής μεταβλητότητας τόσο μεγαλύτερος είναι και ο κίνδυνος της αντίστοιχης επένδυσης.

Για να γίνουν πιο κατανοητά αυτά που αναφέραμε παραπάνω μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε το παρακάτω παράδειγμα:

Ας υποθέσουμε πως έχουμε δυο αμοιβαία αποκλειόμενες επενδύσεις Α και Β.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.2
ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ, ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ, ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ
ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑΣ (Α)

	A	B
\bar{X}	2.000 (€)	2.000 (€)
Σ	353,55	1.414,21
$\frac{S}{\bar{X}}$	0,177	0,707

(Καραθανάσης Γ, 1999, σελ 164).

Στην συγκεκριμένη περίπτωση και οι δυο επενδύσεις έχουν την ίδια αναμενόμενη τιμή ΚΤΡ όμως με βάση τον κίνδυνο (σ) η Α είναι λιγότερο επικίνδυνη ($404,7 < 1.353$), ενώ αν συγκρίνουμε και τους αντίστοιχους βαθμούς μεταβλητότητας πάλι καταλήγουμε στο αποτέλεσμα πως η Α επένδυση είναι λιγότερο επικίνδυνη ($0,203 < 0,409$).

Αν όμως ισχύουν τα παρακάτω αποτελέσματα:

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.3
ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ, ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ, ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ
ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑΣ (B)

	A	B
\bar{X}	12.000 (€)	20.000 (€)
Σ	9.000	10.000
$\frac{s}{\bar{X}}$	0,75	0,50

(Καραθανάσης Γ, 1999, σελ 164).

Τότε παρατηρούμε πως με βάση τον κίνδυνο (σ) η επένδυση Α ($9.000 < 10.000$) ενέχει λιγότερο κίνδυνο ενώ με βάση το συντελεστή μεταβλητότητας ($\frac{s}{\bar{X}}$) η Β ενέχει μικρότερο κίνδυνο ($0,5 < 0,75$), βλέπουμε λοιπόν πως εάν είχαμε εμμένει μόνο στον βαθμό κινδύνου που ορίζεται από το σ τότε θα καταλήγαμε σε λάθος αποτέλεσμα.

Συμπεραίνουμε λοιπόν πως :

- Ø Οι διαστάσεις που χαρακτηρίζουν τις επενδύσεις είναι η απόδοση και ο κίνδυνος.
- Ø Όταν αξιολογούμε επενδυτικά έργα πρέπει να συνεκτιμούμε τις αναμενόμενες ΚΤΡ (\bar{X}), τον κίνδυνο (σ) και το συντελεστή μεταβλητότητας ($\frac{s}{\bar{X}}$).
- Ø Για δεδομένη απόδοση \bar{X} όσο πιο μεγάλη είναι η τιμή του σ τόσο πιο μεγάλος είναι ο κίνδυνος της επένδυσης.
- Ø Για τη σύγκριση επενδυτικών έργων ο συντελεστής μεταβλητότητας είναι πιο αξιόπιστος από το δείκτη κινδύνου (σ).

4.3 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Υπάρχουν τρεις κατηγορίες επενδυτών (Καραθανάσης Γ, 1999, σελ 166) :

- Ø Κατηγορία: Α. Επενδυτές που δεν αναλαμβάνουν κίνδυνο ποτέ συνεπώς δεν επενδύουν καθόλου σε επενδύσεις που ενέχουν κίνδυνο.
- Ø Κατηγορία: Β. Επενδυτές που αποφεύγουν τον κίνδυνο αλλά επενδύουν σε επενδύσεις με κίνδυνο όταν η αναμενόμενη απόδοση είναι αρκετά υψηλή.
- Ø Κατηγορία: Γ. Επενδυτές που αγνοούν τον κίνδυνο.

4.3.1 ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ ΠΟΥ ΟΥΔΕΠΟΤΕ ΕΠΕΝΔΥΟΥΝ ΣΕ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΠΟΥ ΕΝΕΧΟΥΝ ΚΙΝΔΥΝΟ

Στην κατηγορία αυτή υπάγονται όλοι εκείνοι οι επενδυτές οι οποίοι ουδέποτε εξετάζουν επενδύσεις με κίνδυνο. Τέτοιου είδους επενδυτές επενδύουν μόνο σε ασφαλείς επενδύσεις όπως τα Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου, Τραπεζικά Ομόλογα κ.τ.λ. Άτομα που επιδεικνύουν τέτοια συμπεριφορά είναι συνήθως άνθρωποι με χαμηλά εισοδήματα από μισθούς και συντάξεις για τους οποίους οι σίγουρες αποδόσεις είναι σημαντικές για τη συμπλήρωση των χαμηλών εισοδημάτων τους, τα οποία επειδή είναι χαμηλά δεν τολμούν να αναλάβουν τον κίνδυνο να τα χάσουν.

4.3.2 ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ ΠΟΥ ΑΠΟΦΕΥΓΟΥΝ ΤΟΝ ΚΙΝΔΥΝΟ ΑΛΛΑ ΕΠΕΝΔΥΟΥΝ ΣΕ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΜΕ ΚΙΝΔΥΝΟ ΟΤΑΝ Η ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΙΝΑΙ ΑΡΚΕΤΑ ΥΨΗΛΗ

Υπάρχει μια μεγάλη κατηγορία επενδυτών, οι οποίοι αγοράζουν αξιόγραφα γνωρίζοντας πως οι αποδόσεις των οποίων δεν είναι σίγουρες. Ακόμα αγοράζουν μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων, οικόπεδα, μετοχές ιδιωτικών εταιριών κ.λ.π. Κατανοούμε λοιπόν, πως η συμπεριφορά αυτών των επενδυτών είναι πολύ διαφορετική σε σχέση με αυτή των ατόμων που ανήκουν στην πρώτη κατηγορία.

Ας εξετάσουμε λοιπόν τη συμπεριφορά τους μέσα από συγκεκριμένα παραδείγματα.

Έστω λοιπόν πως υπάρχει ένας επενδυτής της συγκεκριμένης κατηγορίας που εξετάζει τις δύο παρακάτω αμοιβαία αποκλειόμενες επενδύσεις A και B.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.4
ΜΕΤΡΙΟΠΑΘΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ (A)

	A	B
$\bar{E}B A$	0,4	0,4
Σ	0	0,2

Παρατηρούμε λοιπόν πως οι δύο αμοιβαία αποκλειόμενες επενδύσεις έχουν τον ίδιο αναμενόμενο $\bar{E}B A$ όμως η B ενέχει κίνδυνο ενώ η A όχι. Είναι φυσιολογικό λοιπόν να σκεφτούμε πως ο επενδυτής μας θα επιλέξει την επένδυση A αφού του δίνει την ίδια απόδοση με τη B όμως ακίνδυνα.

Ας υποθέσουμε τώρα πως ο αναμενόμενος $\bar{E}B A$ αλλάζει ενώ τα επίπεδα κινδύνου παραμένουν ως έχουν όπως στο παρακάτω παράδειγμα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.5
ΜΕΤΡΙΟΠΑΘΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ (B)

	A	B
$\bar{E}B A$	0,3	0,4
Σ	0	0,2

Η επένδυση B έχει μεγαλύτερη απόδοση όμως περιέχει και μεγαλύτερο κίνδυνο. Σε αυτήν την περίπτωση ο επενδυτής της κατηγορίας μας θα επιλέξει την A επένδυση καθώς πιστεύει πως η επιπλέον απόδοση που δίνει η επένδυση B δεν αντισταθμίζει τον επιπλέον κίνδυνο που θα πρέπει να αναλάβει.

Ας υποθέσουμε τώρα πως ο αναμενόμενος $\bar{E}B A$ αλλάζει τόσο ώστε η απόδοση της B επένδυσης να είναι αισθητά υψηλότερη από της A με τα επίπεδα κινδύνου να παραμένουν σταθερά τι θα πράξει ο επενδυτής της κατηγορίας μας;

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.6
ΜΕΤΡΙΟΠΑΘΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ (Γ)

	A	B
$\bar{E}BA$	0,2	0,4
Σ	0	0,2

Η απάντηση που θα δώσουμε δεν είναι απλή καθώς εξαρτάται από διάφορες υποκειμενικές / προσωπικές σχέσεις κινδύνου και απόδοσης, οι οποίες σχέσεις είναι συνάρτηση των διαθέσιμων κεφαλαίων, των αναγκών και των ιδιαιτεροτήτων των επενδυτών.

Έτσι λοιπόν, κάποιιοι θα θεωρήσουν πως η επιπλέον απόδοση που δίνει η B επένδυση δεν είναι αρκετή ώστε να εξουδετερώσει τον επιπλέον κίνδυνο που θα αναλάβει ο επενδυτής. Κάποιοι άλλοι την επιπλέον απόδοση της B (0,4 – 0,2) που σε χρηματοοικονομικούς όρους είναι γνωστή ως πριμ κινδύνου θα την έβρισκαν υπεραρκετή ώστε να αναλάβουν τον κίνδυνο της συγκεκριμένης επένδυσης, ενώ κάποιοι άλλοι ίσως θεωρούσαν πως οι δύο επενδύσεις είναι ισοδύναμες δηλαδή ότι η επιπλέον απόδοση της B ισοσκελίζει τον επιπλέον κίνδυνο που καλείται να αναλάβει ο επενδυτής.

Στη χρηματοοικονομική διοίκηση πιστεύεται πως οι περισσότεροι επενδυτές τις περισσότερες φορές συμπεριφέρονται όπως οι επενδυτές της συγκεκριμένης κατηγορίας, δηλαδή αποφεύγουν τον κίνδυνο αυτόν καθ' αυτόν όμως δεν αποφεύγουν τις επενδύσεις με ρίσκο και επενδύουν σε αυτές όπως είπαμε παραπάνω ανάλογα με τις προσωπικές σχέσεις απόδοσης κινδύνου όπως αναφέραμε παραπάνω.

Οι σχέσεις στην αγορά ανάμεσα στην απόδοση και στον κίνδυνο καθορίζονται από τις δυνάμεις της ζήτησης και της προσφοράς για κάθε επένδυση. Έτσι οι δυνάμεις ζήτησης και προσφοράς για τα έντοκα γραμμάτια δημοσίου τα οποία δεν διατρέχουν κίνδυνο καθορίζουν το χωρίς κίνδυνο επιτόκιο στην αγορά, αντίστοιχα στην αγορά κεφαλαίου οι επενδυτές που συμμετέχουν καθορίζουν διάφορα προσαρμοσμένα για κίνδυνο επιτόκια για το κάθε διαφορετικό είδος κεφαλαίου ανάλογα με τον κίνδυνο που διατρέχουν τα προς ζήτηση κεφάλαια.

4.3.3 ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ ΠΟΥ ΑΓΝΟΟΥΝ ΤΟΝ ΚΙΝΔΥΝΟ

Στην τρίτη και τελευταία κατηγορία επενδυτών ανήκουν εκείνοι, οι οποίοι αγνοούν τον κίνδυνο και επιλέγουν επενδύσεις χρησιμοποιώντας ως μοναδικό κριτήριο την αναμενόμενη απόδοση της επένδυσης. Αν λοιπόν προσφέρουμε σε έναν επενδυτή αυτής της κατηγορίας τις παρακάτω αμοιβαία αποκλειόμενες επενδύσεις Α και Β ποια θα ήταν η επιλογή του;

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.7
ΡΙΨΟΚΙΝΔΥΝΟΣ ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ

	A	B
EBA	0,2	0,2
Σ	0	0,2

Αυτό λοιπόν που θα δηλώσει ο δυνητικός επενδυτής της κατηγορίας μας είναι αδιαφορία καθώς και οι δύο έχουν την ίδια αναμενόμενη απόδοση που είναι το μοναδικό κριτήριο ενώ ο κίνδυνος αγνοείται.

4.4 ΛΗΨΗ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ ΚΑΤΩ ΑΠΟ ΚΙΝΔΥΝΟ

Τα βασικά στοιχεία για τη λήψη μιας ορθολογικής απόφασης σύμφωνα με τον Bayes είναι τα ακόλουθα (Charles Tapiero, Risk and Financial management, σελ.22, 2004) :

- Η απόφαση θα πρέπει να ληφθεί αφότου ελέγξουμε όλες τις εναλλακτικές λύσεις.
- Η αβεβαιότητα καθορίζεται σε όρους γεγονότων με σχετικά γνωστές πιθανότητες πραγματοποίησης αυτών.
- Υποθετικές συνέπειες προκύπτουν από την επιλογή μιας απόφασης και την πραγματοποίηση ενός συγκεκριμένου γεγονότος.
- Η προτίμηση όσον αφορά τις συνέπειες των διαφόρων εναλλακτικών θα μας οδηγήσουν στη λήψη μιας απόφασης.

4.4.1 ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΤΗΣ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ

Με βάση αυτό το κριτήριο, οι προτιμήσεις των εναλλακτικών αποφάσεων εκφράζονται κατατάσσοντας τους κατά αύξουσα σειρά με βάση το προσδοκώμενο αποτέλεσμα. Τώρα, για νομισματικές αξίες μπορούμε να υπολογίσουμε την αναμενόμενη νομισματική αξία και να επιλέξουμε την υψηλότερη. Για παράδειγμα, έστω ότι έχουμε μια επένδυση με κόστος επένδυσης 3 εκατομμύρια € η οποία παράγει τις παρακάτω ταμειακές ροές που φαίνονται στον παρακάτω πίνακα, ενώ το επιτόκιο προεξόφλησης ισούται με 7%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.8
ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ (Α)

ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑ	10%	20%	30%	15%	15%	10%
ΚΤΡ (ΣΕ ΕΚΑΤΟΜΜΥΡΙΑ ΕΥΡΩ)	-4	-1	5	7	8	10

(Charles Tapiero, Risk and Financial management, p.26, 2004)

Αναμενόμενη αξία Καθαρών Ταμειακών Ροών:

$$ΚΤΡ = (-4 \times 10\%) + (-1 \times 20\%) + (5 \times 30\%) + (7 \times 15\%) + (8 \times 15\%) + (10 \times 10\%) = 4,15$$

$$ΚΠΑ = \frac{ΚΤΡ}{(1+i)^n} - K_0 = \frac{4,15}{1,07} - 3 = 0,878$$

Έστω ότι έχουμε μια επένδυση με κόστος επένδυσης 1 εκατομμύριο € η οποία παράγει τις παρακάτω ταμειακές ροές που φαίνονται στον παρακάτω πίνακα, ενώ το επιτόκιο προεξόφλησης ισούται με 7%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.9
ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ (Β)

ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑ	10%	20%	30%	15%	15%	10%
ΚΤΡ (ΣΕ ΕΚΑΤΟΜΜΥΡΙΑ ΕΥΡΩ)	-8	-3	5	3	4	8

(Charles Tapiero, Risk and Financial management, p.27, 2004)

Αναμενόμενη αξία Καθαρών ταμειακών ροών:

$$ΚΤΡ = (-8 \times 10\%) + (-3 \times 20\%) + (5 \times 30\%) + (3 \times 15\%) + (4 \times 15\%) + (8 \times 10\%) = 1,95$$

$$ΚΠΑ = \frac{ΚΤΡ}{(1+i)^n} - K_0 = \frac{1,95}{1,07} - 1 = 0,822$$

Έτσι με το κριτήριο της αναμενόμενης αξίας η πρώτη εναλλακτική φαίνεται και ως η πιο συμφέρουσα, παρόλο που και οι δύο εναλλακτικές είναι συμφέρουσες οικονομικά.

Μπορεί να υπάρχουν και άλλες σκέψεις όπως ότι το κόστος επένδυσης της πρώτης είναι πολύ μεγαλύτερο από ότι της δεύτερης για αβέβαιο αποτέλεσμα, όμως τέτοιες σκέψεις απαιτούν την εφαρμογή άλλων κριτηρίων τα οποία θα αναλύσουμε αργότερα.

4.4.2 ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΤΗΣ ΑΡΧΗΣ ΤΟΥ LAPLACE

Η συγκεκριμένη αρχή στηρίζεται στην υπόθεση πως όταν δεν είναι γνωστές οι πιθανότητες για την πραγματοποίηση κάποιων γεγονότων τότε οι πιθανότητες πραγματοποίησης των γεγονότων αυτών είναι ίσες. Έτσι λοιπόν μπορούμε να πούμε πως μια κατάσταση άγνοιας μπορεί να μετατραπεί σε δυνητικές καταστάσεις οι οποίες έχουν την ίδια πιθανότητα πραγματοποίησης. (Charles Tapiero, Risk and Financial management, p.27, 2004)

Μπορούμε λοιπόν να χρησιμοποιήσουμε τον πίνακα του πρώτου παραδείγματος οποίος διαμορφώνεται ως εξής:

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.10
ΜΕΘΟΔΟΣ LAPLACE

ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑ	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%
ΚΤΡ (ΣΕ ΕΚΑΤΟΜΜΥΡΙΑ ΕΥΡΩ)	-4	-1	5	7	8	10

Αναμενόμενη αξία Καθαρών ταμειακών ροών:

$$ΚΤΡ = (-4 \times 16,6\%) + (-1 \times 16,6\%) + (5 \times 16,6\%) + (7 \times 16,6\%) + (8 \times 16,6\%) + (10 \times 16,6\%) = 5$$

$$ΚΠΑ = \frac{ΚΤΡ}{(1+i)^n} - K_0 = \frac{5}{1,07} - 3 = 1,672$$

Το συγκεκριμένο κριτήριο μας αναφέρει πως είναι συμφέρουσα οικονομικά η συγκεκριμένη επένδυση όμως ενέχει υψηλό κίνδυνο αφού οι πιθανότητες που υποθέσαμε δεν είναι και οι πραγματικές. Η συγκέντρωση πληροφοριών σε μια τέτοια περίπτωση μπορεί να μειώσει τις πιθανότητες μελλοντικών ζημιών.

4.4.3 ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΤΟΥ ΧΑΜΗΛΟΤΕΡΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ

Το συγκεκριμένο κριτήριο στηρίζεται στην επιλογή της απόφασης που παρέχει τη μικρότερη δυνατή ζημιά. Είναι ένα κριτήριο που εφαρμόζεται όταν αναζητούμε προστασία από τα πιθανά χειρότερα γεγονότα και εκφράζει μια συμπεριφορά απαισιοδοξίας. (Charles Tapiero, Risk and Financial management, p.28, 2004)

Για να γίνουν πιο κατανοητά αυτά που λέμε μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε το παρακάτω παράδειγμα:

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.11

ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΧΑΜΗΛΟΤΕΡΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ

ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑ	10%	20%	30%	15%	15%	10%
ΚΤΡ 1 (ΣΕ ΕΚΑΤΟΜΜΥΡΙΑ ΕΥΡΩ)	-4	-1	-5	-7	8	10
ΚΤΡ 2 (ΣΕ ΕΚΑΤΟΜΜΥΡΙΑ ΕΥΡΩ)	-8	-1	5	7	8	10

(Charles Tapiero, Risk and Financial management, p.28, 2004)

Παρατηρούμε λοιπόν πως το χειρότερο σενάριο για την πρώτη επένδυση είναι οι ΚΤΡ = -7.000.000 € ενώ για τη δεύτερη οι ΚΤΡ = -8.000.000 €. Ο επενδυτής μας λοιπόν με βάση το συγκεκριμένο κριτήριο θα επιλέξει αυτό το επενδυτικό σχέδιο που θα του προσφέρει τη μικρότερη δυνατή ζημιά και για αυτό θα επιλέξει το πρώτο σχέδιο καθώς έχει μικρότερο αρνητικό πιθανό αποτέλεσμα σε σχέση με το δεύτερο ($7 < 8$).

Το συγκεκριμένο κριτήριο είναι συνυφασμένο με την έννοια της ασφαλούς επένδυσης καθώς προσπαθούμε να διασφαλίσουμε το κεφάλαιο μας και ο επενδυτής δεν είναι τουλάχιστον δυσαρεστημένος. Ο συγκεκριμένος τρόπος σκέψης ανήκει σε άτομα της πρώτης κατηγορίας επενδυτών όπως αναφέραμε παραπάνω, δηλαδή σε άτομα που αποστρέφονται το ρίσκο. Ο συγκεκριμένος επενδυτής είναι ευτυχισμένος στην περίπτωση που επιλέξει το καλύτερο από τα χειρότερα αποτελέσματα που έχει να επιλέξει.

4.4.4 ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΤΟΥ ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΟΥ ΟΦΕΛΟΥΣ

Το συγκεκριμένο κριτήριο είναι πολύ αισιόδοξο και βασίζεται στην άποψη / πίστη του να κυνηγάς να κερδίζεις όσο το δυνατόν περισσότερα έχεις τη δυνατότητα, σύμφωνα με την πιθανότητα επιθυμητών γεγονότων. (Charles Tapiero, Risk and Financial management, p.28, 2004)

Για να γίνουν πιο κατανοητά αυτά που λέμε μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε το παρακάτω παράδειγμα:

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.12

ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΟΥ ΟΦΕΛΟΥΣ

ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑ	10%	20%	30%	15%	15%	10%
ΚΤΡ 1 (ΣΕ ΕΚΑΤΟΜΜΥΡΙΑ ΕΥΡΩ)	-4	-1	-5	-7	8	10
ΚΤΡ 2 (ΣΕ ΕΚΑΤΟΜΜΥΡΙΑ ΕΥΡΩ)	-8	-1	5	7	8	12

(Charles Tapiero, Risk and Financial management, p.28, 2004)

Παρατηρούμε λοιπόν πως το καλύτερο σενάριο για την πρώτη επένδυση είναι οι ΚΤΡ = 10.000.000 € ενώ για τη δεύτερη οι ΚΤΡ = 12.000.000 €. Ο επενδυτής μας λοιπόν με βάση το συγκεκριμένο κριτήριο θα επιλέξει αυτό το επενδυτικό σχέδιο που μπορεί να του προσφέρει το μεγαλύτερο δυνατό κέρδος και για αυτό θα επιλέξει το δεύτερο σχέδιο καθώς έχει μεγαλύτερο θετικότερο πιθανό αποτέλεσμα σε σχέση με το πρώτο ($12 < 10$).

4.4.5 ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΤΗΣ ΜΕΤΑΝΟΙΑΣ ΜΙΑΣ ΛΑΘΟΣ ΑΠΟΦΑΣΗΣ

Όλα τα προηγούμενα κριτήρια στηρίζονται σε στοιχεία, τόσο για τις πιθανότητες όσο και για τις αποδόσεις, τα οποία είναι εκ των προτέρων υπολογισμένα, πράγμα το οποίο σπάνια ισχύει στην πράξη. Τα προηγούμενα λοιπόν κριτήρια στηρίζονται σε μια φιλοσοφική βάση παρά σε μια αντικειμενική.

Κάθε απόφαση που λαμβάνουμε κρύβει από πίσω της μια μετανόηση όσον αφορά τη συγκεκριμένη απόφαση, που παράγεται από τη διαφορά ανάμεσα στο κέρδος που αποκόμισε ένας επενδυτής από μια επένδυση και τα κέρδη που θα είχε αποκομίσει εάν είχε κάνει την καλύτερη επιλογή. Ο επενδυτής λοιπόν θα επιδιώξει να ελαχιστοποιήσει τη συγκεκριμένη διαφορά.

Το συγκεκριμένο κόστος που προέρχεται από το ότι επενδυτής μετάνιωσε για την απόφαση που πήρε λόγω του ότι δεν έκανε την αρτιότερη για αυτόν επιλογή, αντιπροσωπεύει τη διαφορά ανάμεσα στην εκ των προτέρων απόδοση που επέλεξε να λάβει ο επενδυτής σε σχέση με την εκ των υστέρων μέγιστη απόδοση που θα είδε ότι θα μπορούσε να λάβει. (Charles Tapiero, Risk and Financial management, p.29, 2004)

Το συγκεκριμένο κριτήριο θα λέγαμε πως αναφέρεται σε ανθρώπους που είναι προσκολλημένοι στο παρελθόν τους. Τα λάθη του παρελθόντος, τους κυνηγούν και έτσι αυτό που κοιτάνε να κάνουν είναι να αποφύγουν αυτά στο μέλλον. Για να γίνουμε λίγο πιο συγκεκριμένοι, μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε το παρακάτω παράδειγμα, όπου εκφράζονται οι συνέπειες αντίστοιχων αποφάσεων όταν εκ των υστέρων το γεγονός λαμβάνει χώρα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.13

ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΤΗΣ ΜΕΤΑΝΟΙΑΣ ΜΙΑΣ ΛΑΘΟΣ ΑΠΟΦΑΣΗΣ

	ΓΕΓΟΝΟΣ Α	ΓΕΓΟΝΟΣ Β	ΓΕΓΟΝΟΣ Γ	ΓΕΓΟΝΟΣ Δ	ΓΕΓΟΝΟΣ Ε	ΓΕΓΟΝΟΣ ΣΤ
ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑ	10%	20%	30%	15%	15%	10%
ΑΠΟΔΟΣΗ Ι	-3	-1	-5	-7	8	10
ΑΠΟΔΟΣΗ ΙΙ	-8	1	6	7	8	12

(Charles Tapiero, Risk and Financial management, p.29, 2004)

Κάθε λοιπόν απόφαση θα δημιουργήσει μια μετάνοια για μια καλύτερη απόφαση που ο επενδυτής θα μπορούσε να είχε λάβει. Έστω λοιπόν ότι επιλέγουμε την απόδοση I, θα αναρωτηθούμε αν αυτή ήταν η καλύτερη απόφαση, καθώς αντιπροσωπεύει το κόστος ευκαιρίας, αφού θα είχαμε κέρδος αν γνωρίζαμε ποια γεγονότα θα πραγματοποιηθούν και σαφώς θα παίρναμε διαφορετική απόφαση. Παραδείγματος χάριν, εάν γνωρίζαμε πως το δεύτερο γεγονός θα λάμβανε χώρα τότε θα επιλέγαμε την απόδοση II. Εάν οι κάθε είδους αποφάσεις μας ήταν αναστρέψιμες τότε αλλάζοντας την απόφαση μας θα μπορούσαμε να αποζημιωθούμε για κάποιο λάθος μας, όμως αυτό δεν ισχύει. Για να το πετύχουμε όμως αυτό χρειάζεται να πληρώσουμε κάποια χρήματα. Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα της απόφασης του να αυξήσουμε τη δυναμικότητα στις εγκαταστάσεις μας όταν περιμένουμε αύξηση της ζήτησης, όμως όταν η πρόβλεψη δεν επιβεβαιωθεί μετανιώνουμε για την απόφαση που πήραμε και κάνουμε προσπάθειες να περισώσουμε ότι μπορούμε από τη λάθος μας απόφαση. Τα ασφαλιστικά προγράμματα είναι χαρακτηριστικό παράδειγμα μιας τέτοιας προσπάθειας του να μειώσουμε τις συνέπειες από μια απόφαση για την οποία μετανιώσαμε.

4.5 ΔΕΝΤΡΑ ΚΑΙ ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ

Οι πίνακες και τα δέντρα αποφάσεων είναι χρήσιμα εργαλεία που μας βοηθούν στο να δομήσουμε προβλήματα αποφάσεων, τα οποία ενέχουν αβεβαιότητα, καθώς και να τα λύσουμε.

4.5.1 ΔΕΝΤΡΑ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ

Τα δέντρα αποφάσεων είναι μια μεθοδολογία που εφαρμόζεται για τη μείωση του κινδύνου μιας πρότασης επένδυσης, όταν το κόστος της επένδυσης δεν αναλαμβάνεται εφάπαξ, αλλά τμηματικά κατά τη διάρκεια μιας ορισμένης χρονικής περιόδου. Η τμηματική πραγματοποίηση του κόστους της επένδυσης δίνει τη δυνατότητα στα στελέχη της επιχείρησης να επανεκτιμήσουν τις αποφάσεις τους και είτε να επενδύσουν επιπρόσθετα κεφάλαια είτε να εγκαταλείψουν την πρόταση επένδυσης (Αρτίκης Γ, 2002, σελ. 158).

Για να γίνουμε πιο κατανοητοί μπορούμε να παρουσιάσουμε το παρακάτω παράδειγμα. Η επιχείρηση Α μελετά την παραγωγή ενός προϊόντος X . Το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης είναι 12%, ενώ το κόστος της επένδυσης θα πραγματοποιηθεί σε τρεις δόσεις.

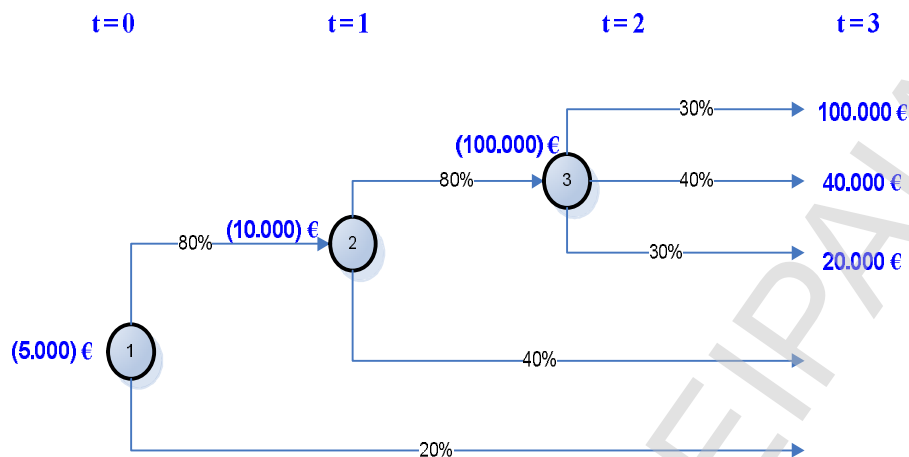
Στο χρόνο 0 η επιχείρηση αναλαμβάνει μια έρευνα αγοράς προκειμένου να υπολογίσει την πρόβλεψη για το προϊόν X. Η έρευνα αυτή υπολογίζεται πως θα κοστίσει στην επιχείρηση 5.000 €. Η επιχείρηση θεωρεί ότι υπάρχει πιθανότητα 80% η έρευνα αγοράς να δώσει ευνοϊκά αποτελέσματα και 20% να δώσει δυσμενή αποτελέσματα.

Στο χρόνο 1, αν η ζήτηση για το προϊόν X θεωρηθεί ικανοποιητική, η επιχείρηση θα δαπανήσει 10.000 € για το σχεδιασμό και την κατασκευή ορισμένων δειγμάτων του προϊόντος Α. Τα συγκεκριμένα δείγματα θα αξιολογηθούν από συγκεκριμένα target groups δυνητικών πελατών και η επιχείρηση θεωρεί ότι υπάρχει πιθανότητα 60% και 40% οι αντιδράσεις των δυνητικών πελατών να είναι θετικές και αρνητικές αντίστοιχα.

Στο χρόνο 2, αν οι αντιδράσεις των δυνητικών πελατών είναι θετικές τότε η επιχείρηση θα δαπανήσει 100.000 € για την κατασκευή του εργοστασίου παραγωγής του προϊόντος X.

Η επιχείρηση υπολογίζει ότι η πρόταση επένδυσης θα δημιουργήσει στα επόμενα 4 χρόνια ίσες με εκείνες του τρίτου χρόνου δηλαδή 100.000 €, 40.000 €, 20.000 € με αντίστοιχες πιθανότητες πραγματοποίησης 30%, 40%, 30% αντίστοιχα.

Το κόστος επένδυσης λοιπόν και οι καθαρές ταμειακές ροές μαζί με τις αντίστοιχες πιθανότητες πραγματοποίησης φαίνονται στο παρακάτω διάγραμμα.



ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.1
ΔΕΝΤΡΟ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ
 (Αρτίκης Γ, 2002, σελ. 160)

Από το παραπάνω σχεδιάγραμμα κατανοούμε πως υπάρχουν 5 δυνατές αποφάσεις και μπορούμε να τις ονομάσουμε όπως φαίνεται παρακάτω.

- Ø Πλέον απαισιόδοξη
- Ø Λιγότερο απαισιόδοξη
- Ø Αισιόδοξη
- Ø Πολύ αισιόδοξη
- Ø Πλέον αισιόδοξη

Αν η επιχείρηση Α αποφασίσει να προχωρήσει την πρόταση επένδυσης στο σημείο απόφασης 1, τότε θα πρέπει να δαπανήσει 5.000 € για την έρευνα αγοράς. Αν η πρόταση επένδυσης εγκαταλειφθεί τώρα, η επιχείρηση θα υποστεί ζημιές ύψους 5.000 €. Ανάλογα, μπορούμε να υπολογίσουμε την Καθαρή Παρούσα Αξία (ΚΠΑ) για καθεμία από τις 5 δυνατές αποφάσεις.

Ξεκινάμε λοιπόν με το πλέον απαισιόδοξο σενάριο, όπου θα γίνει η έρευνα αγοράς όμως τα ευρήματα της θα δείξουν πως δεν θα πρέπει να συνεχιστεί η επενδυτική πρόταση, το οποίο έχει πιθανότητα πραγματοποίησης 20%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.14
ΠΛΕΟΝ ΑΠΑΙΣΙΟΔΟΞΟ ΣΕΝΑΡΙΟ

ΧΡΟΝΙΑ	ΚΤΡ (€)	ΣΠΑ _{12%,n}	ΚΠΑ (€)
0	-5000	1	-5000

Συνεχίζουμε με το απαισιόδοξο σενάριο, όπου τα αποτελέσματα της έρευνας αγοράς είναι θετικά όμως οι αντιδράσεις των δυνητικών πελατών ήταν αρνητικές και έτσι απορρίφθηκε η πρόταση επένδυσης στο δεύτερο στάδιο. Το συγκεκριμένο σενάριο έχει πιθανότητα πραγματοποίησης $80\% * 40\% = 3,2\%$.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.15
ΑΠΑΙΣΙΟΔΟΞΟ ΣΕΝΑΡΙΟ

ΧΡΟΝΙΑ	ΚΤΡ (€)	ΣΠΑ _{12%,n}	ΚΠΑ (€)
0	-5.000	1	-5.000
1	-10.000	0,8929	-8.929
ΣΥΝΟΛΟ:			-13.929

Το επόμενο σενάριο είναι το αισιόδοξο κατά το οποίο, τα αποτελέσματα της έρευνας αγοράς όπως και της αξιολόγησης των δειγμάτων είχαν θετικά αποτελέσματα και η επιχείρηση πέτυχε για τα επόμενα τέσσερα χρόνια έσοδα της τάξης των 20.000 € Το συγκεκριμένο σενάριο έχει πιθανότητα πραγματοποίησης $80\% * 60\% * 30\% = 14,4\%$.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.16
ΑΙΣΙΟΔΟΞΟ

ΧΡΟΝΙΑ	ΚΤΡ (€)	ΣΠΑ _{12%,n}	ΚΠΑ(€)
0	-5.000	1	-5.000
1	-10.000	0,8929	-8.929
2	-100.000	0,7972	-79.720
3	20.000	0,7118	14.236
4	20.000	0,6355	12.710
5	20.000	0,5674	11.348
6	20.000	0,5066	10.132
ΣΥΝΟΛΟ:			-45.223

Το επόμενο σενάριο είναι το πολύ αισιόδοξο κατά το οποίο, τα αποτελέσματα της έρευνας αγοράς όπως και της αξιολόγησης των δειγμάτων είχαν θετικά αποτελέσματα και η επιχείρηση πέτυχε για τα επόμενα τέσσερα χρόνια έσοδα της τάξης των 40.000 € Το συγκεκριμένο σενάριο έχει πιθανότητα πραγματοποίησης $80\% * 60\% * 40\% = 19,2\%$.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.17
ΠΟΛΥ ΑΙΣΙΟΔΟΞΟ

ΧΡΟΝΙΑ	ΚΤΡ (€)	ΣΠΑ _{12%,n}	ΚΠΑ(€)
0	-5.000	1	-5.000
1	-10.000	0,8929	-8.929
2	-100.000	0,7972	-79.720
3	40.000	0,7118	28.472
4	40.000	0,6355	25.420
5	40.000	0,5674	22.696
6	40.000	0,5066	20.264
ΣΥΝΟΛΟ:			3.203

Το επόμενο σενάριο είναι το πλέον αισιόδοξο κατά το οποίο, τα αποτελέσματα της έρευνας αγοράς όπως και της αξιολόγησης των δειγμάτων είχαν θετικά αποτελέσματα και η επιχείρηση πέτυχε για τα επόμενα τέσσερα χρόνια έσοδα της τάξης των 100.000 € Το συγκεκριμένο σενάριο έχει πιθανότητα πραγματοποίησης $80\% * 60\% * 30\% = 14,4\%$.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.18
ΠΛΕΟΝ ΑΙΣΙΟΔΟΞΟ

ΧΡΟΝΙΑ	ΚΤΡ (€)	ΣΠΑ _{12%,n}	ΚΠΑ (€)
0	-5.000	1	-5.000
1	-10.000	0,8929	-8.929
2	-100.000	0,7972	-79.720
3	100.000	0,7118	71.180
4	100.000	0,6355	63.550
5	100.000	0,5674	56.740
6	100.000	0,5066	50.660
ΣΥΝΟΛΟ:			148.481

Μπορούμε πλέον εύκολα να υπολογίσουμε την προσδοκώμενη Καθαρή παρούσα αξία της επενδυτικής πρότασης.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.19
ΚΑΘΑΡΗ ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΠΡΟΤΑΣΗΣ

ΣΕΝΑΡΙΟ	ΚΠΑ (€)	ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑ	Π (ΚΠΑ) (€)
ΠΛΕΟΝ ΑΠΑΙΣΙΟΔΟΞΟ	-5.000	20%	-1.000
ΑΠΑΙΣΙΟΔΟΞΟ	-13929	32 %	-4.57,28
ΑΙΣΙΟΔΟΞΟ	-45223	14,4%	-6511,96
ΠΟΛΥ ΑΙΣΙΟΔΟΞΟ	3.203	19,2%	614,97
ΠΛΕΟΝ ΑΙΣΙΟΔΟΞΟ	148.481	14,4%	21381,26
ΣΥΝΟΛΟ:		100%	10.026,99

Παρατηρούμε ότι η προσδοκώμενη καθαρή παρούσα αξία της πρότασης είναι θετική (10,026,99) άρα η επιχείρηση Α πρέπει να αποδεχθεί την πρόταση επένδυσης. Επίσης, η επιχείρηση Α μπορεί να υπολογίσει την τυπική απόκλιση της κατανομής πιθανότητας και το συντελεστή μεταβλητότητας ώστε να βελτιώσει την ποιότητα της τελικής της απόφασης.

Σε περίπτωση που η επιχείρηση διαπιστώσει κατά την πορεία υλοποίησης του επενδυτικού προγράμματος πως επικρατεί μία από τις περιπτώσεις που δίνουν αρνητική καθαρή παρούσα αξία, τότε πρέπει να εξετάσει μήπως η εγκατάλειψη της πρότασης επένδυσης σε κάποιο στάδιο είναι περισσότερο συμφέρουσα από την υλοποίηση της.

4.5.2 ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ

Οι πίνακες αποφάσεων εφαρμόστηκαν κυρίως για ανάλυση προβλημάτων πληροφοριακών συστημάτων όμως στη συνέχεια απέκτησαν εφαρμογή και στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων που ενέχουν αβεβαιότητα.

Η διαδικασία για την κατασκευή τέτοιου είδους πινάκων είναι η εξής (Charles Tapiero, Risk and Financial management, 2004, σελ.31):

- Ø Καθορισμός των πιθανών πτυχών ενός προβλήματος, πιο συγκεκριμένα η κάθε πιθανή πτυχή αντιπροσωπεύει ένα και μοναδικό γεγονός το οποίο εάν λάβει χώρα θα αλλάξει την εξέλιξη του προβλήματος.
- Ø Αναγνώριση των εναλλακτικών ενεργειών για την αντιμετώπιση της αβεβαιότητας της εξέλιξης του προβλήματος, οι οποίες φυσικά θα έχουν συνέπειες (κόστος – οφέλη) κατά την εφαρμογή τους.
- Ø Να καθορίσουμε τις πιθανότητες πραγματοποίησης καθεμίας από τις πτυχές του προβλήματος.

Τα παραπάνω δεδομένα συλλέγονται και μπαίνουν σε ένα πίνακα ο οποίος έχει την παρακάτω μορφή.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.20
ΠΙΝΑΚΑΣ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ (Α)

ΠΤΥΧΕΣ/ ΕΝΕΡΓΕΙΕΣ	X	Y	Z	K	L
1	X1	Y1	Z1	K1	L1
2	X2	Y2	Z2	K2	L2
3	X3	Y3	Z3	K3	L3
4	X4	Y4	Z4	K4	L4
5	X5	Y5	Z5	K5	L5

Για να γίνουμε καλύτερα κατανοητοί μπορούμε να παραθέσουμε το παρακάτω παράδειγμα.

Ο υπεύθυνος λοιπόν πιστωτικού ελέγχου μιας τράπεζας σκέφτεται τα πιθανά γεγονότα που μπορούν να συμβούν όταν κάποιος πελάτης έρθει και ζητήσει ένα δάνειο. Αυτά τα γεγονότα μπορεί να είναι τα εξής: α) ο πελάτης να καθυστερήσει τις δόσεις του δανείου για ένα μήνα, β) να καθυστερήσει τις δόσεις του δανείου για περισσότερους από ένα μήνα, γ) να μην καθυστερήσει καμία από τις δόσεις. Οι εναλλακτικές λύσεις του υπεύθυνου είναι οι παρακάτω: 1) να δώσει το ποσό δανείου που ζήτησε ο πελάτης, 2) να χορηγήσει στον πελάτη δάνειο μικρότερου ποσού, 3) να ζητήσει εγγυητή για τη χορήγηση του δανείου.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.21
ΠΙΝΑΚΑΣ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ (B)

ΓΕΓΟΝΟΣ / ΕΝΕΡΓΕΙΕΣ	(Α)	(Β)	(Γ)
ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΕΣ	25%	25%	50%
(1)	A1	B1	Γ1
(2)	A2	B2	Γ2
(3)	A3	B3	Γ3

Τα A1 B1 Γ1 κ.τ.λ. συμβολίζουν τις συνέπειες (κόστος - όφελος), ανάλογα με το σενάριο που λάβει χώρα και τις ενέργειες μας για αυτό. Οι συνέπειες αυτές ουσιαστικά συμβολίζουν το οικονομικό αποτέλεσμα των ενεργειών μας και για τη λήψη απόφασης θα εργαστούμε σύμφωνα με τα κριτήρια που αναφέραμε σε παραπάνω παραγράφους.

4.6 VALUE AT RISK (ΑΞΙΑ ΣΕ ΚΙΝΔΥΝΟ)

Ως αξία σε κίνδυνο- value at risk μπορούμε να ορίσουμε το μέγιστο χρηματικό ποσό που μπορεί να χαθεί από ένα συγκεκριμένο χαρτοφυλάκιο επενδύσεων κατά τη διάρκεια μιας συγκεκριμένης περιόδου με ένα δεδομένο επίπεδο εμπιστοσύνης (Best Philip, 1998, σελ. 167 - 179). Από τον ορισμό κατανοούμε πως η έννοια της «αξίας σε κίνδυνο» προέρχεται από τον τομέα των χρηματοοικονομικών επενδύσεων, όμως έχει εξελιχθεί και πλέον έχει ευρύτερη αποδοχή, ιδιαίτερα από ελεγκτικές αρχές (Holton Glyn. A., 2003, σελ. 13-18).

Σε μαθηματική μορφή έχουμε:

$$\text{VAR} = \text{Αναμενόμενα Κέρδη/ Ζημιές} - \text{Μέγιστες Ζημιές,} \\ \text{σε δεδομένο επίπεδο εμπιστοσύνης}$$

Τον Απρίλιο του 1995 η επιτροπή της Βασιλείας (Basle Committee, 1996, Amendment to the capital accord to incorporate market risks, on banking supervision, January) εισήγαγε αυτό το μέτρο για τον καθορισμό της κεφαλαιακής επάρκειας στις εμπορικές τράπεζες έναντι κινδύνων όπως η μεταβολή των συναλλαγματικών ισοτιμιών, η μεταβολή του επιπέδου των επιτοκίων και η μεταβολή της αγοραίας αξίας χρεογράφων της τράπεζας. Μπορούμε να αναφέρουμε ως παράδειγμα κάποια ευρωπαϊκή τράπεζα η οποία διαθέτει διαθέσιμα κεφάλαια σε δολάρια και έτσι σε περίπτωση που η ισοτιμία δολαρίου – ευρώ μειωθεί τότε τα κεφάλαια αυτά θα έχουν απώλειες στη αγοραία αξία τους, η μέγιστη λοιπόν απώλεια που μπορούν να έχουν σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα με δεδομένο επίπεδο εμπιστοσύνης αποτελεί την αξία σε κίνδυνο.

Αυτό δεν σημαίνει πως η αξία σε κίνδυνο μπορεί να απαντήσει στην ερώτηση ενός επενδυτή: Πόσο ποσό μπορεί να χάσω από το χαρτοφυλάκιο μου σε ένα συγκεκριμένο διάστημα, καθώς η απάντηση μπορεί να είναι και ολόκληρη την αξία του χαρτοφυλακίου εάν καταρρεύσουν όλες οι αγορές, όμως η αξία σε κίνδυνο δεν στέκεται στο πόσα θα χάσω αλλά στην πιθανότητα αυτό να συμβεί (Michel Crouhy, Dan Galai, Robert Mark, 2006, σελ. 154).

Το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα ονομάζεται ως περίοδος διακράτησης και όσο μεγαλύτερη είναι αυτή η περίοδος τόσο μεγαλύτερη είναι και η αξία σε κίνδυνο ενώ και το διάστημα εμπιστοσύνης παίζει πολύ σημαντικό ρόλο αφού π.χ σε διάστημα εμπιστοσύνης 99% σημαίνει ότι υπάρχει πιθανότητα 1 μέρα στις 100 να εμφανιστεί κάποια μορφή κινδύνου η οποία να προκαλέσει μεγαλύτερη ζημιά στην επένδυση από αυτή που ορίζει η αξία σε κίνδυνο.

Οι μέθοδοι υπολογισμού της αξίας σε κίνδυνο είναι συνήθως ιστορικές παρατηρήσεις και μέθοδοι προσομοίωσης για τις οποίες θα μιλήσουμε στο επόμενο κεφάλαιο. Αυτό που συμπεραίνουμε για την αξία σε κίνδυνο είναι πως αποτελεί μια μέθοδο που δρα προληπτικά ώστε να προστατέψει τον επενδυτή από ακραίες καταστάσεις κινδύνου αφού του αναλύει τις ακραίες αυτές περιπτώσεις και τις πιθανότητες εμφάνισής τους,

ώστε αυτός να κρίνει και να πάρει τα απαραίτητα προληπτικά μέτρα, όπως η κεφαλαιακή επάρκεια στην περίπτωση του Συμφώνου της Βασιλείας. Επίσης εάν το δούμε στο επίπεδο της επιχείρησης μπορεί να βοηθήσει τη διεύθυνση στην αξιολόγηση εισαγωγής νέων προϊόντων ή υπηρεσιών όπως και στην εσωτερική αξιολόγηση των κινδύνων των διαφόρων τμημάτων της επιχείρησης και πως αυτά συνεισφέρουν στο συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης και έτσι οδηγούμαστε σε μια ορθολογική λήψη αποφάσεων (Michel Crougny, Dan Galai, Robert Mark, 2006, σελ. 158-159).

4.7 ΕΝΣΩΜΑΤΩΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΣΤΗΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Γνωρίζουμε πως σε καθεστώς βεβαιότητας, η απαιτούμενη απόδοση ισούται με τη χωρίς κίνδυνο απόδοση, το ύψος της οποίας διαμορφώνεται από τις δυνάμεις προσφοράς και ζήτησης για τα χωρίς κίνδυνο κεφάλαια, όπως τα ομόλογα του δημοσίου.

Αντίθετα σε καθεστώς κινδύνου η απαιτούμενη απόδοση είναι συνάρτηση της χωρίς κίνδυνο απόδοση και του κινδύνου της επένδυσης. Κατανοούμε λοιπόν πως ο κίνδυνος της επένδυσης αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα δεδομένα που απαιτούνται για τον προσδιορισμό της απαιτούμενης απόδοσης.

Ο κίνδυνος της επένδυσης καθορίζει την επιπλέον απόδοση, πάνω από αυτήν τη χωρίς κίνδυνο, που λειτουργεί ως ένα είδος αμοιβής που απαιτούν οι επενδυτές για να αναλάβουν τον κίνδυνο. Χρειαζόμαστε λοιπόν τις αναμενόμενες καθαρές ταμειακές ροές καθώς και την απόκλιση αυτών για να προσδιορίσουμε το μέγεθος της απαιτούμενης απόδοσης για την επένδυση.

Υποστηρίζεται πως οι υπεύθυνοι αξιολόγησης επενδύσεων αξιολογούν τις επενδύσεις με τον ίδιο τρόπο με τον οποίο συμμετέχοντες στην αγορά κεφαλαίου αξιολογούν τις μετοχές των εταιριών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών. Αν η αγορά κεφαλαίου λειτουργεί αποτελεσματικά και οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο αξιών εταιρείες αντιπροσωπεύουν όλες τις οικονομικές δραστηριότητες της οικονομίας τότε ο καλύτερος και αντικειμενικότερος τρόπος υπολογισμού της απαιτούμενης απόδοσης

είναι η χρησιμοποίηση στοιχείων από την αγορά κεφαλαίου (Καραθανάσης Γ, 1999, σελ 171).

Στο Χρηματιστήριο Αξιών οι επενδυτές προεξοφλούν τα κέρδη ανά μετοχή με ένα επιτόκιο το οποίο αποτελείται από το χωρίς κίνδυνο επιτόκιο και την απόδοση που απαιτεί η αγορά για τον κίνδυνο κάθε μετοχής. Όσο πιο μεγάλος είναι ο κίνδυνος της οικονομικής δραστηριότητας η οποία αντιπροσωπεύεται στην αγορά κεφαλαίου από τις μετοχές συγκεκριμένων εταιρειών τόσο πιο υψηλή είναι η απόδοση που απαιτεί η αγορά.

Αν θέλαμε να βάλουμε κάποια στάδια στον υπολογισμό της απαιτούμενης απόδοσης αυτά θα ήταν τα επόμενα (Καραθανάσης Γ, 1999, σελ 172):

- Ø Υπολογισμός των αναμενόμενων καθαρών ταμειακών ροών της επένδυσης και ταξινόμηση της στον κλάδο της οικονομίας που ανήκει.
- Ø Μέτρηση της απόδοσης που απαιτεί η αγορά για επενδύσεις αυτής της κατηγορίας. Αυτό γίνεται πράξη ακολουθώντας τα κατάλληλα υποδείγματα αποτίμησης μετοχών και ομολογιών ή το κατάλληλο υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων.
- Ø Υπολογισμός της καθαρής παρούσας αξίας της επένδυσης χρησιμοποιώντας ως επιτόκιο προεξόφλησης το προσαρμοσμένο για κίνδυνο επιτόκιο , όπως το υπολογίσαμε στο δεύτερο στάδιο, χρησιμοποιώντας στοιχεία από την αγορά κεφαλαίου.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 4

1. **Καραθανάσης Γεώργιος**, *Χρηματοοικονομική διοίκηση και Χρηματιστηριακές αγορές*, Εκδόσεις Μπένου, 1999, σελ 162.
2. **James C. Van Horne & John M. Wachowicz**, *Fundamentals of Financial Management*, Prentice Hall, 2001, σελ. 97.
3. **Καραθανάσης Γεώργιος**, *Χρηματοοικονομική διοίκηση και Χρηματιστηριακές αγορές*, Εκδόσεις Μπένου, 1999, σελ. 164.
4. **Καραθανάσης Γεώργιος**, *Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές αγορές*, Εκδόσεις Μπένου, 1999, σελ. 164.
5. **Καραθανάσης Γεώργιος**, *Χρηματοοικονομική διοίκηση και Χρηματιστηριακές αγορές*, Εκδόσεις Μπένου, 1999, σελ 166-167.
6. **Charles Tapiero**, *Risk and Financial management*, John Willey and Sons, 2004, σελ.26-29.
7. **Αρτίκης Γεώργιος**, *Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις επενδύσεων*, Εκδόσεις Interbooks, 2002, σελ. 158.
8. **Αρτίκης Γεώργιος**, *Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις Επενδύσεων*, Εκδόσεις Interbooks, 2002, σελ. 160.
9. **Charles Tapiero**, *Risk and Financial Management*, John Willey and Sons, 2004, σελ. 31.
10. **Καραθανάσης Γεώργιος**, *Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές*, Εκδόσεις Μπένου, 1999, σελ 171-172.
11. **Holton Glyn. A.**, *Value at Risk, Theory and Practise*, Elsevier Academic Press, 2003, σελ. 13-18.
12. **Best Philip W**, *Implementing Value at Risk*, John Wiley & Sons, 1998, σελ. 167 – 179.
13. **Basle Committee**, «Amendment to the capital accord to incorporate market risks, on banking supervision», 1996 January.
14. **Michel Croughy, Dan Galai, Robert Mark**, *The Essentials of Risk Management*, 2006, Mc-Graw Hill Editions , σελ. 154.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΚΑΘΕΣΤΩΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

5.1 ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΤΗΣ ΜΕΓΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ

Όπως αναφέραμε και στο προηγούμενο κεφάλαιο, η αναμενόμενη αξία μίας επένδυσης είναι ο σταθμικός μέσος όρος των πιθανών ταμειακών ροών με βάση τις πιθανότητες πραγματοποίησης των διαφόρων ενδεχομένων όσον αφορά τις Καθαρές Ταμειακές Ροές.

Σύμφωνα λοιπόν με αυτό το κριτήριο συγκρίνουμε την αναμενόμενη αξία των Καθαρών Ταμειακών Ροών της επένδυσης με το κόστος του κεφαλαίου που απαιτείται για την απόκτησή της. Η αναμενόμενη αξία των Καθαρών Ταμειακών Ροών της επένδυσης αντιπροσωπεύει το μέγιστο κεφάλαιο το οποίο οι επενδυτές, σύμφωνα με το κριτήριο αυτό είναι διατεθειμένοι να καταβάλλουν για την απόκτηση μιας επένδυσης.

Σύμφωνα λοιπόν με το κριτήριο της μεγιστοποίησης της αναμενόμενης αξίας της επένδυσης (AAE) έχουμε (Καραθανάσης Γ, 1999, σελ. 177):

- Ø Αν $AAE > K_0$, η επένδυση γίνεται αποδεκτή.
- Ø Αν $AAE = K_0$, η επένδυση είναι οριακή.
- Ø Αν $AAE < K_0$, η επένδυση απορρίπτεται.

Μπορούμε να παραθέσουμε το παρακάτω παράδειγμα για να γίνει καλύτερα κατανοητό το παραπάνω κριτήριο:

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.1
ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α, Β

Α			Β		
K_0 (€)	ΚΤΡ (€)	ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΕΣ	K_0 (€)	ΚΤΡ (€)	ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΕΣ
(1.000)	1.000	50%	(1.000)	1.000	60%
	2.000	50%		2.000	40%

Έτσι έχουμε: AAE της Α επένδυσης = $1.000 * 50\% + 2.000 * 50\% = 1.500$ €

AAE της Β επένδυσης = $1.000 * 60\% + 2.000 * 40\% = 1.400$ €

Σύμφωνα με το κριτήριο της ΑΑΕ ο επενδυτής επιλέγει την επένδυση με τη μεγαλύτερη αναμενόμενη αξία, συνεπώς επιλέγει την Α ($1.500 > 1.400$).

Το κύριο μειονέκτημα του κριτηρίου της ΑΑΕ είναι ότι αγνοεί τον παράγοντα κίνδυνο και κατά συνέπεια είναι δυνατόν να μας οδηγήσει σε λάθος αποφάσεις.

5.2 ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΤΗΣ ΜΕΓΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗΣ ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑΣ

Όπως προαναφέραμε και παραπάνω όταν το μοναδικό κριτήριο αποφάσεων που ενέχουν κίνδυνο είναι η αναμενόμενη αξία των καθαρών ταμειακών ροών τότε μπορεί να καταλήξουμε σε λάθος αποτελέσματα καθώς ουσιαστικά λαμβάνουμε υπόψιν μας μόνο την μέση τιμή της κατανομής των πιθανοτήτων και όχι την απόκλιση αυτών από το μέσο που δηλώνει τον κίνδυνο της επένδυσης. Υπάρχουν πολλά είδη επενδύσεων όπου η αναμενόμενη αξία της επένδυσης είναι αρνητική όμως οι επενδυτές επιλέγουν τέτοιου είδους αποφάσεις.

Για να γίνουμε πιο κατανοητοί θα αναφέρουμε ένα παράδειγμα επένδυσης με αρνητική αναμενόμενη αξία. Όταν λοιπόν ποντάρουμε σε ένα αριθμό στο καζίνο 100 € τότε έχουμε πιθανότητα $1/37$ να κερδίσουμε $100 \cdot 36 = 3.600$ € και πιθανότητα $36/37$ να χάσουμε τα 100 €. Η αναμενόμενη λοιπόν αξία της «επένδυσης» στο καζίνο είναι : $3.600 \text{ €} \cdot 1/37 + (-100 \text{ €} \cdot 36/37) = 3.600 \text{ €} \cdot 20,7 \% - 100 \text{ €} \cdot 97,3\% = 97,2 - 97,3 = -0,1$ €. Παρατηρούμε λοιπόν πως ο επενδυτής επιλέγει μια επένδυση όπου η αναμενόμενη αξία της είναι αρνητική, έτσι θα προσπαθήσουμε να εξηγήσουμε αυτή τη μη λογική συμπεριφορά του επενδυτή μέσα από τη θεωρία της χρησιμότητας.

Η χρησιμότητα ενός αγαθού ή μιας υπηρεσίας πηγάζει από τη δυνατότητα που έχει να ικανοποιήσει μια ανθρώπινη ανάγκη, δηλαδή να προσφέρει ικανοποίηση στο χρήστη του. Η χρησιμότητα οφείλεται σε κάποια πραγματικά χαρακτηριστικά του προϊόντος αλλά σε μεγάλο βαθμό επηρεάζεται από υποκειμενικούς παράγοντες, όπως είναι οι προτιμήσεις του εκάστοτε καταναλωτή, τα στοιχεία της προσωπικότητας του κ.τ.λ. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα, να μπορεί να πει κάποιος πως η χρησιμότητα που παρέχει ή

φαίνεται να παρέχει ένα αγαθό ή μια υπηρεσία εξαρτάται σε πολύ μεγάλο βαθμό από εκείνον που το χρησιμοποιεί ή το κατέχει (Κώττη Γ & Πετράκη Κώττη Α, 2000, σελ. 186). Πιο συγκεκριμένα, στο παράδειγμα μας με το καζίνο, η ικανοποίηση που θα απολαύσει ο επενδυτής από το ενδεχόμενο να κερδίσει 3.600 € με 100 € σε ένα δευτερόλεπτο, τον καλύπτει ώστε να αναλάβει τον κίνδυνο, αν και γνωρίζει πως οι πιθανότητες επιτυχίας δεν είναι υπέρ του.

Εδώ θα πρέπει να λάβουμε υπόψιν μας τη θεωρία της οριακής χρησιμότητας του χρήματος, η οποία είναι φθίνουσα, το οποίο σημαίνει πως καθώς το εισόδημα ενός ατόμου αυξάνεται, η χρησιμότητα που αποκομίζει εκείνο από κάθε πρόσθετη χρηματική μονάδα γίνεται συνεχώς μικρότερη. Έτσι, η πρώτη ποσότητα χρημάτων θα δαπανηθεί σε βασικά καταναλωτικά αγαθά τα οποία ικανοποιούν τις πιο βασικές μας ανάγκες, όπως τροφή κατοικία, θέρμανση κ.τ.λ., η δεύτερη διαθέσιμη ποσότητα χρημάτων θα δώσουν επιπλέον χρησιμότητα, αλλά η χρησιμότητα αυτή θα είναι μικρότερη από αυτή που έδωσε η πρώτη διαθέσιμη ποσότητα χρημάτων. Εάν πάμε λοιπόν στο παράδειγμα μας με το καζίνο η οριακή χρησιμότητα των 100 € είναι μικρή για τον επενδυτή αφού έχει καλύψει τις βασικές του ανάγκες και το συγκεκριμένο ποσό το έχει απλά για να ικανοποιήσει την ανάγκη της διασκέδασης του, έτσι το να χάσει αυτό το ποσό στη ρουλέτα δεν αποτελεί μεγάλη ζημιά και σίγουρα για αυτόν η οριακή χρησιμότητα των 100 € που παίζει στο καζίνο είναι μικρότερη από την οριακή χρησιμότητα των 3.600 € που θα τα κερδίσει σε ένα δευτερόλεπτο και για αυτό προχωρά και στην «επένδυση».

Αν συλλογιστούμε πως περνάμε στον κόσμο των επενδύσεων, μπορούμε να θεωρήσουμε μια επένδυση όπου με ένα δεδομένο κόστος κεφαλαίου π υπάρχει η πιθανότητα να κερδίσουμε ένα δεδομένο ποσό R , όπως επίσης υπάρχει και η πιθανότητα p να χάσουμε το κόστος του κεφαλαίου μας. Σε αυτή την περίπτωση, η $AXE = p(R - \pi) - (1 - p) * \pi$. Εάν θέλαμε να δημιουργήσουμε μια συνάρτηση της αναμενόμενης χρησιμότητας αυτή θα στηριζόταν στη χρησιμότητα των δύο ποσών μας δηλαδή του κερδισμένου ποσού R με πιθανότητα p και του κόστους κεφαλαίου μας που είναι π με πιθανότητα $1 - p$. Η συνάρτηση αυτή λοιπόν θα μπορούσε να πάρει την παρακάτω μορφή (Charles Tapiero 2004, σελ. 41) :

$AXE = p * U(R - \pi) - (1 - p) * U(-\pi)$. Αυτό σημαίνει πως:

Ø Αν $AXE = 0$ τότε η επένδυση είναι αδιάφορη.

Ø Αν $AXE > 0$ τότε η επένδυση είναι αποδεκτή.

Ø Αν $AXE < 0$ τότε η επένδυση απορρίπτεται.

Κατανοούμε λοιπόν πως μέσα από το κριτήριο της αναμενόμενης χρησιμότητας ο επενδυτής μπορεί να συγκρίνει διαφορετικές ταμειακές ροές και αποδόσεις γνωρίζοντας όμως πως αυτές διαθέτουν μια δεδομένη χρησιμότητα της οποίας γνωρίζουν το μέγεθος.

Ένα γενικό συμπέρασμα που προκύπτει είναι πως οι επενδυτές των οποίων οι αποφάσεις διέπονται από το κριτήριο της αναμενόμενης χρησιμότητας θεωρούνται ότι αποφεύγουν τον κίνδυνο και αυτό στηρίζεται στην αρχή την φθίνουσας οριακής χρησιμότητας που αναφέραμε παραπάνω καθώς τέτοιου είδους επενδυτές θα τείνουν να κάνουν επιλογές που συνεπάγονται αβεβαιότητα αποτελέσματος μόνο αν η πιθανότητα να κερδίσουν ένα ορισμένο ποσό είναι ή πιστεύουν πως είναι μεγαλύτερη από την πιθανότητα να χάσουν αυτό το ποσό, ή όταν οι πιθανότητες κέρδους ή ζημιάς είναι ίσες όμως το ποσό του πιθανού κέρδους θα είναι μεγαλύτερο από το ποσό της πιθανής ζημιάς. Κατανοούμε λοιπόν πως ο κίνδυνος του να χάσουν ένα ποσό χρησιμότητας μεγαλύτερο από αυτό που θα κερδίσουν τους κάνουν διστακτικούς όσον αφορά τον κίνδυνο.

Κάποια πιο συγκεκριμένα συμπεράσματα για τους επενδυτές των οποίων οι αποφάσεις ακολουθούν το κριτήριο της αναμενόμενης χρησιμότητας είναι τα εξής (Καραθανάσης Γ, 1999, σελ. 180):

- Ø Ουδέποτε θα καταβάλλουν για την αγορά μιας επένδυσης ένα χρηματικό ποσό ίσο με την αναμενόμενη αξία των καθαρών χρηματικών ροών της επένδυσης, καθώς η οριακή χρησιμότητα που θα αντλήσουν αν κερδίσουν θα είναι μικρότερη από την οριακή χρησιμότητα που θα θυσιάσουν αν χάσουν.
- Ø Αν έχουν να επιλέξουν ανάμεσα σε δυο επενδύσεις με την ίδια αναμενόμενη αξία Καθαρών Ταμειακών Ροών αλλά με διαφορετικούς κινδύνους, θα επιλέξουν την επένδυση με το μικρότερο κίνδυνο, πράγμα το οποίο είναι αποτέλεσμα του ότι η πιθανότητα να κερδίσουν ένα ορισμένο ποσό είναι μεγαλύτερη από την πιθανότητα να χάσουν αυτό το ποσό.
- Ø Αν έχουν να επιλέξουν μεταξύ δυο επενδύσεων με ίδιο κίνδυνο αλλά με διαφορετικές αναμενόμενες αξίες, θα επιλέξουν την επένδυση με τη μεγαλύτερη αναμενόμενη αξία, πράγμα το οποίο είναι αποτέλεσμα του ότι όταν οι πιθανότητες κέρδους ή ζημιάς είναι μεν ίσες όμως το ποσό του πιθανού κέρδους θα είναι μεγαλύτερο από το ποσό της πιθανής ζημιάς.

- Ø Αν έχουν να διαλέξουν μεταξύ δυο επενδύσεων με διαφορετικούς κινδύνους και διαφορετικές αναμενόμενες αξίες, θα επιλέξουν την επένδυση με τη μεγαλύτερη χρησιμότητα.

5.3 Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΟΥ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΟΥ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ

Όπως ήδη γνωρίζουμε ο συντελεστής προεξόφλησης, δηλαδή η ελάχιστη απόδοση την οποία απαιτούν από μια επιχείρηση οι επενδυτές της, χρησιμοποιείται για την προεξόφληση των ταμειακών ροών της κάθε επένδυσης μιας επιχείρησης. Με τη μέθοδο του προσαρμοσμένου για κίνδυνο επιτοκίου ο συντελεστής προεξόφλησης μας πρέπει να προσαρμοστεί έτσι ώστε να αντανακλά τον κίνδυνο των διαφόρων προτάσεων επενδύσεων. Γνωρίζοντας ότι το επιτόκιο προεξόφλησης είναι θετική συνάρτηση του κινδύνου της επένδυσης, η συγκεκριμένη μέθοδος προτείνει πως οι προτάσεις επενδύσεων που ενέχουν κίνδυνο πρέπει να προεξοφλούνται με υψηλότερο συντελεστή σε σχέση με επενδύσεις που δεν ενέχουν κίνδυνο.

Ο σχετικός τύπος για τον προσδιορισμό της προσαρμοσμένης για κίνδυνο Καθαρής Παρούσας Αξίας είναι (Καραθανάσης Γ, 1999, σελ. 181):

$$\text{ΚΠΑ} = \sum_{t=1}^v \frac{\overline{X}_t}{(1+k)^t} - K_0$$

Όπου: \overline{X}_t = είναι οι αναμενόμενες ΚΤΡ σε έτος t.

K_0 = είναι το κεφάλαιο που απαιτείται για την απόκτηση της επένδυσης την παρούσα χρονική στιγμή.

k = είναι η προσαρμοσμένη για κίνδυνο απαιτούμενη απόδοση.

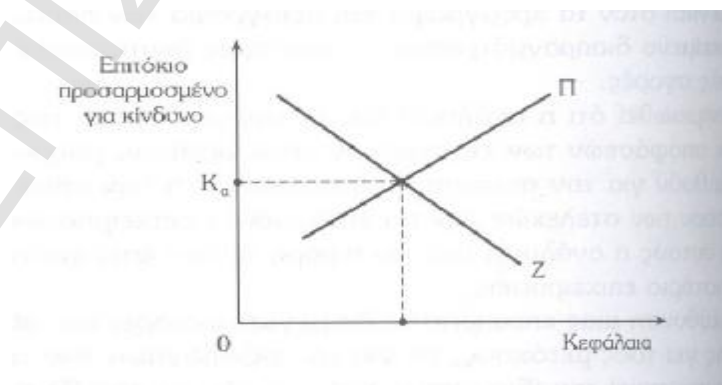
Το πρόβλημα πλέον εστιάζεται στον υπολογισμό του προσαρμοσμένου συντελεστή προεξόφλησης.

Η αξιολόγηση των επενδύσεων μιας επιχείρησης κρίνεται ορθολογική όταν οι επενδύσεις της προεξοφλούνται με την ίδια απαιτούμενη απόδοση που θα χρησιμοποιούσαν οι μέτοχοι της, αν αυτοί ήταν άμεσα υπεύθυνοι για τις επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις της εταιρείας. Παρόλα αυτά, οι επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο αξιών έχουν συνήθως χιλιάδες μετόχους, με

διαφορετικές συναρτήσεις χρησιμότητας, συνεπώς δημιουργείται πρόβλημα για τον υπολογισμό του απαιτούμενου επιτοκίου προεξόφλησης. Τη λύση σε αυτό το πρόβλημα θα μας τη δώσει η αγορά κεφαλαίου.

Στην αγορά κεφαλαίου δεν υπάρχει ένα επιτόκιο αλλά διαφορετικά επιτόκια, το μέγεθος των οποίων εξαρτάται από τον κίνδυνο των επενδύσεων, οι οποίες χρηματοδοτούνται από κεφάλαια τα οποία παρέχονται στις εταιρείες από την αγορά κεφαλαίου. Έτσι λοιπόν, για κάθε κατηγορία επιχειρηματικών κεφαλαίων υπάρχει ένα προσαρμοσμένο για κίνδυνο επιτόκιο, το οποίο εξισώνει την προσφερόμενη με τη ζητούμενη ποσότητα κεφαλαίων. Το επιτόκιο ισορροπίας υπολογίζεται ανάλογα όπως και η τιμή ενός αγαθού ή μιας υπηρεσίας στις αντίστοιχες αγορές τους δηλαδή μέσα από τις δυνάμεις της αγοράς και της ζήτησης.

Στο διάγραμμα λοιπόν που ακολουθεί, υπάρχει η ποσότητα κεφαλαίου μιας συγκεκριμένης κατηγορίας κινδύνου στον οριζόντιο άξονα, ενώ στον κάθετο υπάρχει η τιμή του κεφαλαίου, δηλαδή το προσαρμοζόμενο για κίνδυνο επίπεδο του επιτοκίου. Η καμπύλη της ζήτησης κεφαλαίου μας δείχνει το ποσό κεφαλαίου που η αγορά είναι διατεθειμένη να αντλήσει, για κάθε συγκεκριμένο επίπεδο επιτοκίου, αντίστοιχα η καμπύλη προσφοράς κεφαλαίου μας δείχνει τη προσφερόμενη ποσότητα κεφαλαίου για κάθε συγκεκριμένο επίπεδο επιτοκίου. Στο σημείο λοιπόν που οι δυο καμπύλες συνενώνονται μας δίνει το επιτόκιο ισορροπίας της αγοράς, δηλαδή το επιτόκιο με το οποίο θα γίνουν οι συναλλαγές στην αγορά.



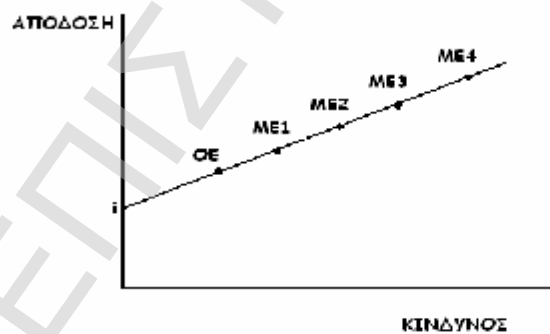
ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.1

ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΟ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟ

(Καραθανάσης Γ, 1999, σελ. 192)

Τώρα εάν το επιτόκιο είναι διαφορετικό από την τιμή ισορροπίας της αγοράς υπάρχουν δυο περιπτώσεις. Πρώτα το επιτόκιο k_a να είναι μικρότερο από την τιμή ισορροπίας και τότε η προσφερόμενη ποσότητα θα είναι μικρότερη από τη ζητούμενη και συνεπώς θα υπάρχει τάση για ανατίμηση του κεφαλαίου, δεύτερον το επιτόκιο να είναι μεγαλύτερο από k_a και τότε η προσφερόμενη ποσότητα θα είναι μεγαλύτερη από τη ζητούμενη και συνεπώς θα υπάρχει τάση για μείωση του επιτοκίου μέχρι να φτάσει τα επίπεδα ισορροπίας.

Στην αγορά κεφαλαίου υπάρχουν διαφορετικά προσαρμοσμένα για κίνδυνο επιτόκια ανάλογα με το επίπεδο κινδύνου που ενέχουν οι διάφορες επενδύσεις. Υπάρχουν επενδύσεις που δεν ενέχουν καθόλου κίνδυνο, όπως τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, υπάρχουν ομολογίες σταθερού εισοδήματος που έχουν εκδώσει διάφορες εταιρείες που ενέχουν διαφορετικούς κινδύνους και συνεπώς διαφορετικές αποδόσεις, όπως υπάρχουν και μετοχές εταιρειών με υψηλότερα επίπεδα κινδύνου. Στο παρακάτω διάγραμμα μπορούμε να δούμε καθαρά τη σχέση μεταξύ απόδοσης και κινδύνου για διαφορετικού είδους επενδύσεις.



ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.2
ΣΧΕΣΗ ΜΕΤΑΞΥ ΑΠΟΔΟΣΗΣ - ΚΙΝΔΥΝΟΥ
(Καραθανάσης Γ, 1999, σελ. 193)

Έτσι λοιπόν το i αντιστοιχεί σε μια απόδοση επένδυσης η οποία δεν ενέχει κίνδυνο και είναι τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου. Το σημείο OE αντιπροσωπεύει την απόδοση από ομολογίες σταθερού εισοδήματος και φαίνεται καθαρά πως ενέχει μεγαλύτερο κίνδυνο, από τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου. Το σημείο ME_1 , αντιπροσωπεύει την απόδοση που απαιτεί η αγορά από τις μετοχές μιας συγκεκριμένης ομάδας εταιρειών με τον αντίστοιχο κίνδυνο και το σημείο ME_2 αντιπροσωπεύει την απαιτούμενη απόδοση από μετοχές εταιρειών με μεγαλύτερο κίνδυνο και ούτω καθεξής συμβαίνει με τα σημεία ME_3 , ME_4 κ.τ.λ. Η απόδοση i , όπως προείπαμε αντικατοπτρίζει την απόδοση επένδυσης χωρίς κίνδυνο συνεπώς η διαφορά των υπολοίπων αποδόσεων των παραπάνω σημείων δείχνουν την αμοιβή του κινδύνου.

Οι παραπάνω λοιπόν αποδόσεις αποτελούν τις ελάχιστες αποδόσεις που απαιτεί η αγορά με βάση τον κίνδυνο των χρεογράφων και των αξιόγραφων των εταιρειών που τα έχουν εκδώσει. Συνεκτιμώντας ότι τα αξιόγραφα και τα χρεόγραφα που διακινούνται στη χρηματιστηριακή αγορά εκφράζουν τα περιουσιακά στοιχεία των εταιρειών, οι αποδόσεις που απαιτεί η αγορά κεφαλαίου πρέπει να αντιπροσωπεύουν τις ελάχιστες αποδόσεις που η εταιρεία πρέπει να αναμένει από τα περιουσιακά της στοιχεία, ο κίνδυνος των οποίων είναι ίδιος με τα χρεόγραφα και τα αξιόγραφα που διακινούνται στην αγορά κεφαλαίου.

Οι οργανωμένες αγορές κεφαλαίου καθορίζουν για κάθε επίπεδο κινδύνου την απαιτούμενη απόδοση και αφού όλοι οι επενδυτές αντιμετωπίζουν τις ίδιες ευκαιρίες στην αγορά κεφαλαίου το κόστος ευκαιρίας για κάθε μονάδα κινδύνου είναι το ίδιο για κάθε επενδυτή. Άμεσο αποτέλεσμα αυτού είναι το ότι οι διευθύνσεις των εταιρειών δεν χρειάζεται να ενδιαφέρονται για την συνάρτηση χρησιμότητας του καθενός επενδυτή, αφού η αγορά καθορίζει ένα μοναδικό κόστος ευκαιρίας για κάθε μονάδα κινδύνου, το οποίο είναι το ίδιο για όλους τους επενδυτές και το οποίο πρέπει η επιχείρηση να χρησιμοποιήσει ως προεξοφλητικό επιτόκιο για την αξιολόγηση των επενδύσεων της.

Μια άλλη μέθοδο για τον υπολογισμό του προσαρμοσμένου για κίνδυνο συντελεστή προεξόφλησης είναι η κατατομή κινδύνου που βασίζεται σε υποκειμενική κρίση.

Αυτό που κάνουμε λοιπόν είναι να καθορίζουμε τα συστατικά και τις τάξεις του κινδύνου της πρότασης επένδυσης. Οι τάξεις κινδύνου κυμαίνονται από 1 έως 5 με το 5 να αποτελεί τον υψηλότερο βαθμό κινδύνου. Η εκάστοτε επιχείρηση ή επενδυτής έχει καθορίσει αμοιβές επένδυσης για κάθε τάξη κινδύνου, οι οποίες αντανακλούν την κρίση της επιχείρησης σχετικά με την επιπρόσθετη απόδοση, η οποία απαιτείται για προτάσεις επενδύσεων που ενέχουν κίνδυνο. Το γινόμενο της αμοιβής επένδυσης επί το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης αποτελούν τον προσαρμοσμένο συντελεστή προεξόφλησης. Μπορούμε να συνεχίσουμε με ένα παράδειγμα (Αρτίκης Γ. 2002, σελ 153).

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.2
ΤΑΞΕΙΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

ΣΥΣΤΑΤΙΚΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	ΤΑΞΕΙΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ
Κόστος επένδυσης	3
Προοπτικές πελατών	1
Νομικές δυσχέρειες	5
Εποχικοί παράγοντες	5
Επιχειρηματικές συνθήκες	4
Αποτυχία εξοπλισμού	2
Περιβαλλοντικοί παράγοντες	1
Εξειδικευμένο προσωπικό	3
Σύνολο :	24

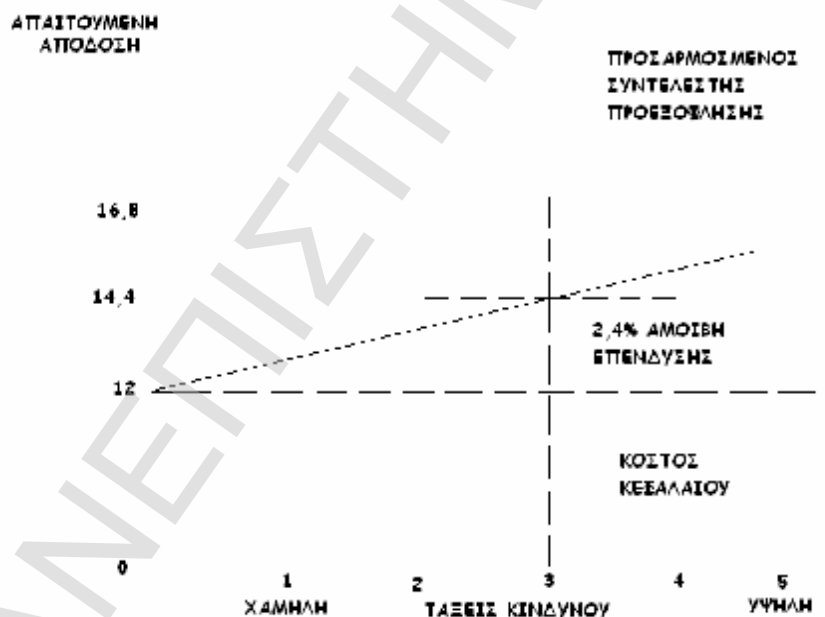
Η μέση τάξη κινδύνου, λοιπόν της επένδυσης είναι το πηλίκο της συνολικής βαθμολογίας των συστατικών του κινδύνου προς τον αριθμό των συστατικών κινδύνου, δηλαδή στην περίπτωση μας είναι: $24/8 = 3$.

Στην συνέχεια θα παρουσιάσουμε τον προσαρμοσμένο συντελεστή προεξόφλησης για κάθε τάξη κινδύνου, με επιτόκιο προεξόφλησης

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.3
ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΟΣ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ

ΤΑΞΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	ΑΜΟΙΒΗ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ	ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΟΣ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ (αμοιβή επένδυσης * 12%)
1	1	12 %
2	1,1	13,2 %
3	1,2	14,4 %
4	1,3	15,6 %
5	1,4	16,8 %

Αφού όπως υπολογίσαμε παραπάνω, η μέση τάξη του κινδύνου για την εξεταζόμενη επένδυση είναι 3 συνεπώς ο προσαρμοσμένος συντελεστής προεξόφλησης είναι: $12\% * 1,2 = 14,4\%$.



ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.3
ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΟΣ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ

Φαίνεται λοιπόν καθαρά πως η αμοιβή του κινδύνου της επένδυσης ισούται με 2,4 %. Παρακάτω μπορούμε να υπολογίσουμε την καθαρή παρούσα αξία της επένδυσης, με τη γνωστή μας μέθοδο χρησιμοποιώντας όμως ως συντελεστή προεξόφλησης το

προσαρμοσμένο για κίνδυνο επιτόκιο προεξόφλησης (14,4%) που υπολογίσαμε και αν η ΚΠΑ είναι θετική θα δεχθούμε την επένδυση ενώ εάν είναι αρνητική θα την απορρίψουμε.

5.4 Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΙΣΟΔΥΝΑΜΙΑΣ ΜΕ ΤΗ ΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ

Η μέθοδος της ισοδυναμίας με τη βεβαιότητα προτείνει την προσαρμογή των προβλεπόμενων καθαρών ταμειακών ροών σε επίπεδο ισοδύναμο των καθαρών ταμειακών ροών σε συνθήκες βεβαιότητας, προκειμένου να αντανakλούν τον κίνδυνο της επένδυσης. Με βέβαιο ισοδύναμο εννοούμε εκείνο το χωρίς κίνδυνο χρηματικό ποσό, το οποίο έχει την ίδια αξία με την αναμενόμενη αξία των ΚΤΡ σε έτος t . Ο σχετικός τύπος λοιπόν είναι (Καραθανάσης Γ, 1999, σελ. 182):

$$\text{ΚΠΑ} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{ΒΙ}_t}{(1+i)^t} - \text{Κ}_0$$

Όπου: ΒΙ_t = είναι το βέβαιο ισοδύναμο των αναμενόμενων ΚΤΡ σε έτος t .

Κ_0 = είναι το κεφάλαιο που απαιτείται για την απόκτηση της επένδυσης την παρούσα χρονική στιγμή.

i = είναι το χωρίς κίνδυνο επιτόκιο.

Με τη διαδικασία αυτή ο κίνδυνος λαμβάνεται υπόψιν στον αριθμητή της ΚΠΑ. Οι προβλεπόμενες καθαρές ταμειακές ροές μειώνονται ανάλογα με το βαθμό του κινδύνου τους, πράγμα που σημαίνει πως ο επενδυτής έχει λάβει υπόψιν του τον κίνδυνο, μειώνοντας τις Καθαρές Ταμειακές Ροές της επένδυσης. Παρατηρούμε πως η προεξόφληση των βέβαιων ισοδύναμων των αναμενόμενων ΚΤΡ γίνεται με τον απαλλαγμένο κινδύνου συντελεστή προεξόφλησης καθώς αν χρησιμοποιούσαμε το κόστος κεφαλαίου ως συντελεστή προεξόφλησης θα υπολογίζαμε διπλά την έννοια του κινδύνου καθώς το κόστος κεφαλαίου περιλαμβάνει ήδη μέσα του τον κίνδυνο.

Σε αυτό το σημείο μπορούμε αν μιλήσουμε για το συντελεστή ισοδυναμίας με τη βεβαιότητα a_t που λαμβάνει τιμές από 0 έως 1, ανάλογα τον κίνδυνο των καθαρών ταμειακών ροών. Αν πρόκειται για πλήρη αβεβαιότητα η τιμή του θα είναι 0 ενώ αν μιλάμε για βεβαιότητα η τιμή του θα είναι 1. Τιμές μεταξύ του 0 και του 1 εκφράζουν

διάφορους βαθμούς εμπιστοσύνης για την πραγματοποίηση των καθαρών ταμειακών ροών. Ο σχετικός τύπος είναι (Καραθανάσης Γ, 1999, σελ. 183):

$$a_t = \frac{BI_t}{\bar{X}_t},$$

όπου \bar{X}_t = είναι οι αναμενόμενες ΚΤΡ σε έτος t.

BI_t = είναι το βέβαιο ισοδύναμο των αναμενόμενων ΚΤΡ σε έτος t.

Σε αυτό το σημείο μπορούμε να αναφέρουμε ένα παράδειγμα της εφαρμογής αυτής της μεθόδου.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.4
ΜΕΘΟΔΟΣ ΙΣΟΔΥΝΑΜΙΑΣ ΜΕ ΤΗ ΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ
(Αρτίκης Γ , 2002, σελ. 158)

ΧΡΟΝΙΑ	ΚΤΡ	ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΙΣΟΔΥΝΑΜΙΑΣ	ΙΣΟΔΥΝΑΜΕΣ ΚΤΡ	ΣΠΑ _{8%,5}	ΙΣΟΔΥΝΑΜΗ ΚΠΑ
0	(10.000)	1	(10.000)	1	(10.000)
1	5.000	0,9	4.500	0,9259	4.166
2	6.000	0,8	4.800	0,8573	4.115
3	7.000	0,7	4.900	0,7938	3.889
4	4.000	0,6	2.400	0,7350	1.764
5	3.000	0,4	1.200	0,6806	816

Παρατηρούμε λοιπόν πως οι ταμειακές ροές κάθε έτους ενέχουν κίνδυνο και όσο μικρότερος είναι ο συντελεστής ισοδυναμίας, τόσο μειώνεται το ποσό των ταμειακών ροών. Το μόνο που δεν ενέχει κίνδυνο είναι το κόστος επένδυσης και για αυτό υπολογίζεται με συντελεστή ισοδυναμίας ίσο με 1. Αφού υπολογίσαμε τις ισοδύναμες καθαρές ταμειακές ροές μπορούμε να υπολογίσουμε την καθαρή παρούσα της επένδυσης, η οποία θα έχει λάβει υπόψιν της τον κίνδυνο.

5.5 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΜΕΘΟΔΩΝ ΤΟΥ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΟΥ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ ΚΑΙ ΤΗΣ ΙΣΟΔΥΝΑΜΙΑΣ ΜΕ ΤΗ ΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ

Αποτελεί συμπέρασμα των παραπάνω ότι και οι δυο μέθοδοι λαμβάνουν υπόψιν τους τον κίνδυνο, στην πρώτη περίπτωση ο κίνδυνος λαμβάνεται υπόψιν αυξάνοντας το προεξοφλητικό επιτόκιο και στη δεύτερη μειώνοντας την τιμή της αναμενόμενης αξίας των Καθαρών Ταμειακών Ροών.

Η μέθοδος του προσαρμοσμένου για κίνδυνο επιτοκίου ενσωματώνει τη διαχρονική αξία χρήματος, η οποία αντιπροσωπεύεται από τον απαλλαγμένο κινδύνου συντελεστή προεξόφλησης, στον κίνδυνο της εξεταζόμενης επένδυσης, ο οποίος αντιπροσωπεύεται από το πριμ κινδύνου στο προσαρμοσμένο επιτόκιο προεξόφλησης. Από τη μεριά της η μέθοδο των ισοδύναμων καθαρών ταμειακών ροών διαχωρίζει τον κίνδυνο και τη διαχρονική αξία χρήματος αφού ο κίνδυνος ενσωματώνεται στον αριθμητή και όχι στον παρανομαστή της εξίσωσης της καθαρής παρούσας αξίας. Αυτός ο διαχωρισμός αποτελεί πλεονέκτημα για τη μέθοδο των ισοδύναμων καθαρών ταμειακών ροών.

Το ότι η μέθοδος της μεθόδου των ισοδύναμων καθαρών ταμειακών ροών πλεονεκτεί μπορεί να φανεί και αλγεβρικά (Καραθανάσης Γ, 1999, σελ. 184). Αν σκεφτούμε πως κατά τον υπολογισμό της καθαρής παρούσας αξίας και οι δυο μέθοδοι βγάζουν το ίδιο αποτέλεσμα, τότε θα ισχύει η σχέση (1) = (2), όπου:

$$\text{ΚΠΑ} = \sum_{t=1}^v \frac{\overline{X}_t}{(1+k)^t} - K_0 \quad (1) \quad \text{και} \quad \text{ΚΠΑ} = \sum_{t=1}^t \frac{a_t \overline{X}_t}{(1+i)^t} \quad (2)$$

$$\text{Συνεπώς θα έχουμε πως: } \frac{\overline{X}_t}{(1+k)^t} = \frac{a_t \overline{X}_t}{(1+i)^t} \quad (3)$$

$$\text{Έτσι λύνοντας την (3) ως προς } a_t \text{ έχουμε: } a_t = \frac{(1+i)^t}{(1+k)^t} \quad (4)$$

Στη σχέση (4) παρατηρούμε ότι i , k είναι σταθερά και $k > i$ καθώς $k = i + \text{risk premium}$, συνεπώς η τιμή του a_t θα μειώνεται με τη πάροδο του χρόνου. Μικρότερο a σημαίνει και μεγαλύτερο κίνδυνο, άρα συμπεραίνουμε πως ο κίνδυνος των καθαρών ταμειακών ροών είναι αύξουσα συνάρτηση του χρόνου. Αποτέλεσμα αυτού είναι η μέθοδος του προσαρμοσμένου για κίνδυνο επιτοκίου να υποεκτιμά την καθαρή παρούσα αξία των επενδύσεων, αφού θεωρούμε το k σταθερό, όμως πριν αποδείξουμε πως ο κίνδυνος είναι αύξουσα συνάρτηση του χρόνου. Για να βγάλουν οι δυο μέθοδοι ίδιο αποτέλεσμα θα πρέπει το προσαρμοσμένο για κίνδυνο επιτόκιο να υπολογίζεται μέσα από τη σχέση (4) με βάση κάποιο συντελεστή ισοδυναμίας με τη βεβαιότητα.

Συμπεραίνουμε λοιπόν πως η μέθοδος της ισοδυναμίας με τη βεβαιότητα είναι θεωρητικά πιο σωστή από τη μέθοδο προσαρμογής του προεξοφλητικού επιτοκίου, όμως η μέθοδος που εφαρμόζεται στην πράξη είναι αυτή του προσαρμοσμένου για κίνδυνο επιτοκίου.

5.6 ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ

Με την ανάλυση ευαισθησίας μελετάται η συμπεριφορά της καθαρής παρούσας αξίας ή του εσωτερικού βαθμού απόδοσης μιας επένδυσης στις μεταβολές των πιο σημαντικών στοιχείων τα οποία προσδιορίζουν τις καθαρές ταμειακές ροές ενός επενδυτικού έργου. Ως σημαντικά στοιχεία εννοούμε τις πωλήσεις, το κόστος εργασίας, τις πρώτες ύλες, τα υλικά, την ενέργεια κ.τ.λ. Εναλλακτικά μπορούμε να μελετήσουμε την ευαισθησία της καθαρής παρούσας αξίας σε μεταβολές των καθαρών ταμειακών ροών και του επιτοκίου προεξόφλησης.

Για παράδειγμα, μπορεί να θέλουμε να γνωρίζουμε την τιμή της καθαρής παρούσας αξίας μιας επένδυσης όταν πιθανά μεταβληθεί κάποιο στοιχείο (π.χ. πρώτες ύλες), κατά 5%, 10%, 20% κ.τ.λ. Αν μικρές αποκλίσεις από την αναμενόμενη τιμή ενός στοιχείου έχουν σημαντικές επιδράσεις στην καθαρή παρούσα αξία, τότε η επένδυση θεωρείται ότι είναι πολύ ευαίσθητη στο συγκεκριμένο στοιχείο και αυτό μπορεί να οδηγήσει σε πιθανά λάθη στην εκτίμηση των καθαρών ταμειακών ροών, αφού η παραμικρή μεταβολή του συγκεκριμένου στοιχείου επηρεάζει τις αναμενόμενες ταμειακές ροές. Σε περίπτωση όμως που σημαντικές αποκλίσεις μιας μεταβλητής (π.χ. πρώτες ύλες), δεν

έχουν σημαντικές επιδράσεις στην καθαρή παρούσα αξία, τότε η καθαρή παρούσα αξία δεν θεωρείται ότι είναι ευαίσθητη στο συγκεκριμένο στοιχείο και αυτό δεν μπορεί να οδηγήσει σε πιθανά λάθη στην εκτίμηση των καθαρών ταμειακών ροών, αφού μικρές μεταβολές του συγκεκριμένου στοιχείου δεν επηρεάζουν τις αναμενόμενες ταμειακές ροές.

Η συγκεκριμένη μέθοδος αποτελεί έναν τρόπο εκτίμησης της σημασίας των στοιχείων που προσδιορίζουν την τιμή των καθαρών ταμειακών ροών της υπό εξέταση επένδυσης, όμως με αυτό τον τρόπο ο κίνδυνος της επένδυσης δεν ενσωματώνεται άμεσα στη διαδικασία αξιολόγησης της επένδυσης (Καραθανάσης Γ, 1999, σελ. 187).

5.7 ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΣΟΜΕΙΩΣΗΣ «MONTE CARLO»

Η μέθοδος προσομοίωσης θα λέγαμε πως είναι μια εξελιγμένη μορφή της ανάλυσης ευαισθησίας. Αυτό που κάνει είναι να δημιουργεί ένα υπόδειγμα το οποίο αναπαριστά τη λειτουργία της πραγματικής κατάστασης που εξετάζεται. Το υπόδειγμα είναι μια μαθηματική συνάρτηση που αποτελείται από διαφορετικές μεταβλητές οι οποίες συνδέονται μέσω υποθέσεων και σχέσεων που ορίζει ο χρήστης και έτσι δίνοντας πιθανές τιμές σε αυτές τις παραμέτρους και τις κατανομές πιθανότητας αυτών θα παίρνουμε και τα ανάλογα πιθανά αποτελέσματα.

Αν θέλουμε να μιλήσουμε με όρους αξιολόγησης επενδύσεων μπορούμε να πούμε πως μέσω αυτής της μεθόδου δίνεται η δυνατότητα υπολογισμού της κατανομής πιθανότητας της καθαρής παρούσας αξίας μιας επενδυτικής πρότασης. Έτσι, η προσομοίωση δημιουργεί τεράστιο αριθμό σεναρίων για τα οποία η αξία της μεταβλητής που εξετάζεται, υπολογίζεται και καταγράφεται ώστε να προκύψει η κατανομή πιθανότητας (Charles Tapiero 2004, σελ. 324).

Υπάρχουν συγκεκριμένα βήματα όσον αφορά τη μεθοδολογία της προσομοίωσης και συγκεκριμένα αυτά είναι (Αρτίκης Γ, 2002, σελ. 162) :

1. Καθορίζονται οι σημαντικές μεταβλητές της επένδυσης, δηλαδή τα στοιχεία τα οποία μπορούν να μεταβάλλουν την τιμή της καθαρής παρούσας αξίας της επένδυσης

2. Οι διάφορες μεταβλητές που ορίστηκαν στο παραπάνω βήμα παίρνουν τη μορφή μαθηματικών εξισώσεων ώστε να δημιουργηθεί το κατάλληλο μαθηματικό υπόδειγμα
3. Διαχωρίζονται οι σημαντικές μεταβλητές σε βέβαιες και τυχαίες και έτσι για τις μεν βέβαιες ορίζονται οι τιμές τους ενώ για τις τυχαίες καθορίζεται το εύρος των τιμών τους και η πιθανότητα πραγματοποίησης αυτών. Η κατανομή πιθανοτήτων μπορεί να στηριχτεί σε ιστορικά στοιχεία αν υπάρχουν ή να στηριχτεί σε δεδομένα ευρέως αποδεκτά
4. Βάσει των παραπάνω δημιουργείται το λογικό διάγραμμα του προγράμματος προσομοίωσης που θα χρησιμοποιηθεί για τον υπολογισμό ενός τυχαίου αριθμού με βάση κάποιο μαθηματικό αλγόριθμο, ο οποίος αριθμός χρησιμοποιείται για να επιλεγεί μια τιμή από κάθε κατανομή πιθανότητας των σημαντικών τυχαίων μεταβλητών, της οποίας η αθροιστική πιθανότητα περιλαμβάνει τον αριθμό. Οι τιμές αυτές αντικαθίστανται στο μαθηματικό υπόδειγμα και υπολογίζεται η καθαρή παρούσα αξία. Η διαδικασία αυτή επαναλαμβάνεται τόσες φορές ώστε να υπολογιστούν οι διάφορες τιμές της καθαρής παρούσας αξίας με βάση όλους τους δυνατούς συνδυασμούς των σημαντικών τυχαίων μεταβλητών.
5. Τελικά σύμφωνα με τους υπολογισμούς του προηγούμενου βήματος δημιουργείται η κατανομή πιθανότητας της καθαρής παρούσας αξίας της υπό εξέταση επένδυσης και ο επενδυτής αντλεί σημαντικές πληροφορίες όπως η μέση τιμή, το εύρος, την επικρατούσα τιμή, την τυπική απόκλιση της καθαρής παρούσας αξίας, όπως και την αξία σε κίνδυνο (VAR), πληροφορίες που δεν θα μπορούσε να έχει με βάση τη μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας χωρίς προσομοίωση και που του δίνουν τη δυνατότητα να λάβει όσο το δυνατόν καλύτερες αποφάσεις επενδύσεων.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 5

1. **Καραθανάσης Γεώργιος**, *Χρηματοοικονομική διοίκηση και Χρηματιστηριακές αγορές*, Εκδόσεις Μπένου, 1999, σελ 177.
2. **Κώττη Γεωργίου. & Πετράκη Κώττη Αθηνά**, *Σύγχρονη Μικροοικονομική*, Εκδόσεις Μπένου, 2000, σελ 186.
3. **Charles Tapiero**, *Risk and Financial Management*, **John Willey and Sons**, 2004, σελ. 41.
4. **Καραθανάσης Γεώργιος**, *Χρηματοοικονομική διοίκηση και Χρηματιστηριακές αγορές*, Εκδόσεις Μπένου, 1999, σελ 180-181.
5. **Καραθανάσης Γεώργιος**, *Χρηματοοικονομική διοίκηση και Χρηματιστηριακές αγορές*, Εκδόσεις Μπένου, 1999, σελ 192-193.
6. **Αρτίκης Γεώργιος**, *Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις επενδύσεων*, Εκδόσεις Interbooks, 2002, σελ. 153-155.
7. **Καραθανάσης Γεώργιος**, *Χρηματοοικονομική διοίκηση και Χρηματιστηριακές αγορές*, Εκδόσεις Μπένου, 1999, σελ 182-183.
8. **Αρτίκης Γεώργιος**, *Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις επενδύσεων*, Εκδόσεις Interbooks, 2002, σελ. 158.
9. **Καραθανάσης Γεώργιος**, *Χρηματοοικονομική διοίκηση και Χρηματιστηριακές αγορές*, Εκδόσεις Μπένου, 1999, σελ 184.
10. **Καραθανάσης Γεώργιος**, *Χρηματοοικονομική διοίκηση και Χρηματιστηριακές αγορές*, Εκδόσεις Μπένου, 1999, σελ 187.
11. **Αρτίκης Γεώργιος**, *Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις επενδύσεων*, Εκδόσεις Interbooks, 2002, σελ. 162.
12. **Charles Tapiero**, *Risk and Financial Management*, **John Willey and Sons**, 2004, σελ. 324.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

6.1 ΟΡΙΣΜΟΣ, ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ, ΚΟΙΝΗ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΚΙΝΔΥΝΩΝ

Θα ξεκινήσουμε την ανάλυση του τι είναι ένα αμοιβαίο κεφάλαιο με έναν ορισμό που μπορούμε εύκολα να βρούμε σε ένα χρηματοοικονομικό λεξικό. Έτσι λοιπόν, αμοιβαίο κεφάλαιο είναι (Καραθανάσης Γ & Λυμπερόπουλου Γ, 2002, σελ. 36): ένα χαρτοφυλάκιο αξιών με διασπορά, εγγεγραμμένο ως μια ανοιχτού τύπου εταιρεία επενδύσεων, το οποίο πουλά μερίδια στο ευρύτερο κοινό σε μια συγκεκριμένη τιμή και τα επαναγοράζει τη στιγμή που αυτό απαιτηθεί, στην πραγματική λογιστική τους αξία. Ο συγκεκριμένος ορισμός όμως επειδή είναι πολύ σύνθετος με πιο απλά λόγια, θα μπορούσαμε να πούμε, πως αμοιβαίο κεφάλαιο είναι ένα μεγάλο πορτοφόλι γεμάτο με αξιόγραφα δηλαδή μετοχές, έντοκα γραμμάτια κ.τ.λ. και μετρητά, δηλαδή λογαριασμούς σε τράπεζες σε δραχμές και σε ξένα νομίσματα. Το χαρτοφυλάκιο αυτό έχει σχηματιστεί με κεφάλαια ενός μεγάλου αριθμού ατόμων και το διαχειρίζονται επαγγελματικά άτομα τα οποία διαθέτουν γνώσεις, πληροφορίες και εμπειρία. Έτσι λοιπόν, αν προσπαθήσουμε να συγκεντρώσουμε τα κύρια χαρακτηριστικά ενός αμοιβαίου κεφαλαίου αυτά είναι τα παρακάτω (Καραθανάσης Γ & Λυμπερόπουλου Γ, 2002, σελ. 36):

- Ø Ένας συγκεκριμένος επενδυτικός σκοπός
- Ø Μια ποικιλία μετοχών, ομολογιών και άλλων αξιογράφων καθώς και μετρητών
- Ø Μια ομάδα ατόμων που ασκεί επαγγελματική διαχείριση του πιο πάνω χαρτοφυλακίου
- Ø Ένας συγκεκριμένος τρόπος υπολογισμού της αξίας των επενδύσεων σε καθημερινή βάση
- Ø Ένας συγκεκριμένος τρόπος εισόδου και αποχώρησης των επενδυτών από το αμοιβαίο κεφάλαιο
- Ø Ένα συγκεκριμένο νομικό πλαίσιο που θα θεσμοθετεί τα παραπάνω.

Η βάση στην οποία στηρίζονται τα αμοιβαία κεφάλαια είναι η έννοια της κοινής περιουσίας που έχει εμφανιστεί από την Αρχαία Ελλάδα (Καραθανάσης Γ & Λυμπερόπουλου Γ, 2002, σελ. 27). Η πρώτη μορφή λοιπόν, μορφή συλλογικής περιουσίας υπό κοινή διαχείριση συναντάται στην Αθηναϊκή συμμαχία, την οποία συγκρότησε η Αρχαία Αθήνα τον 5^ο π.Χ. αιώνα. Την περίοδο αυτή είναι αποδεδειγμένο ότι υπήρχε κοινή περιουσία και κανόνες διαχείρισης αυτής, έστω και για πολεμικούς λόγους. Επιπλέον, υπήρχαν διαχειριστές που θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι έπαιζαν το ρόλο της σημερινής εταιρείας διαχείρισης και της σημερινής επενδυτικής επιτροπής. Είναι ακόμα σχεδόν βέβαιο ότι εάν ερευνήσουμε τον αρχαίο αυτό θεσμό θα βρούμε και αυτούς που έπαιζαν τότε το ρόλο του σημερινού θεματοφύλακα της κοινής περιουσίας. Αν θέλουμε να εμβαθύνουμε περισσότερο στο ιστορικό φαινόμενο θα ανακαλύψουμε και την έννοια της παραβίασης του κανονισμού που είχαν θεσπίσει οι αρχαίοι σύμμαχοι με τους Αθηναίους, οι οποίοι χρησιμοποίησαν την κοινή περιουσία προς ίδιο όφελος. Δυστυχώς όμως, δεν υπήρχε τότε επιτροπή κεφαλαιαγοράς για να επιβάλει κυρώσεις και έτσι ο θεσμός παρήκμασε.

Με την ανάπτυξη του εμπορίου και των συναλλαγών μεταξύ των κρατών δημιουργήθηκαν θεσμοί που συναντώνται ακόμη και σήμερα, όπως οι εμπορικές συμφωνίες, οι ρήτρες σε περίπτωση μη ανταπόκρισης στους όρους της συμφωνίας, η διατήρηση μιας σταθερής τιμής με παράδοση στο μέλλον κ.τ.λ. Η δημιουργία αμοιβαίων κεφαλαίων όπως τα συναντάμε σήμερα ασφαλώς δεν συναντώνται στην εποχή εκείνη και ο λόγος είναι ότι δεν υπήρχαν τότε αγορές αξιών. Υπήρχε όμως προχωρημένη αντίληψη του κοινού συμφέροντος και της διαχείρισης της κοινής περιουσίας μέσα από μια δημοκρατική καθιέρωση κανόνων διαχείρισης.

Τα αμοιβαία κεφάλαια δεν είναι νομικά πρόσωπα αλλά χρηματικές δεξαμενές που συγκεντρώνουν χρηματικούς πόρους από ένα πλήθος επενδυτών. Σκοπός των επενδυτών και κατά συνέπεια των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι η επένδυση των συγκεκριμένων ποσών σε επιλεγμένες ευκαιρίες με τρόπο ώστε να επιδιώκεται η μέγιστη δυνατή απόδοση. Με την τοποθέτηση των χρημάτων του σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο κάθε επενδυτής εκχωρεί το δικαίωμα στην ομάδα διαχείρισης του αμοιβαίου κεφαλαίου να επενδύσει εκ μέρους του κατά το δοκούν και εφόσον ικανοποιούνται οι όροι επίτευξης της μέγιστης δυνατής απόδοσης για τον κίνδυνο που διατρέχει η επένδυση. Σε αντίθετη περίπτωση, ο επενδυτής έχει την επιλογή να αποσύρει τα χρήματά του από το αμοιβαίο

κεφάλαιο που απέτυχε στο στόχο του και να τα τοποθετήσει σε κάποιο άλλο αμοιβαίο κεφάλαιο που εμφανίζει καλύτερες πιθανότητες επιτυχίας. (Μυλωνάς Ν 1999, σελ. 59)

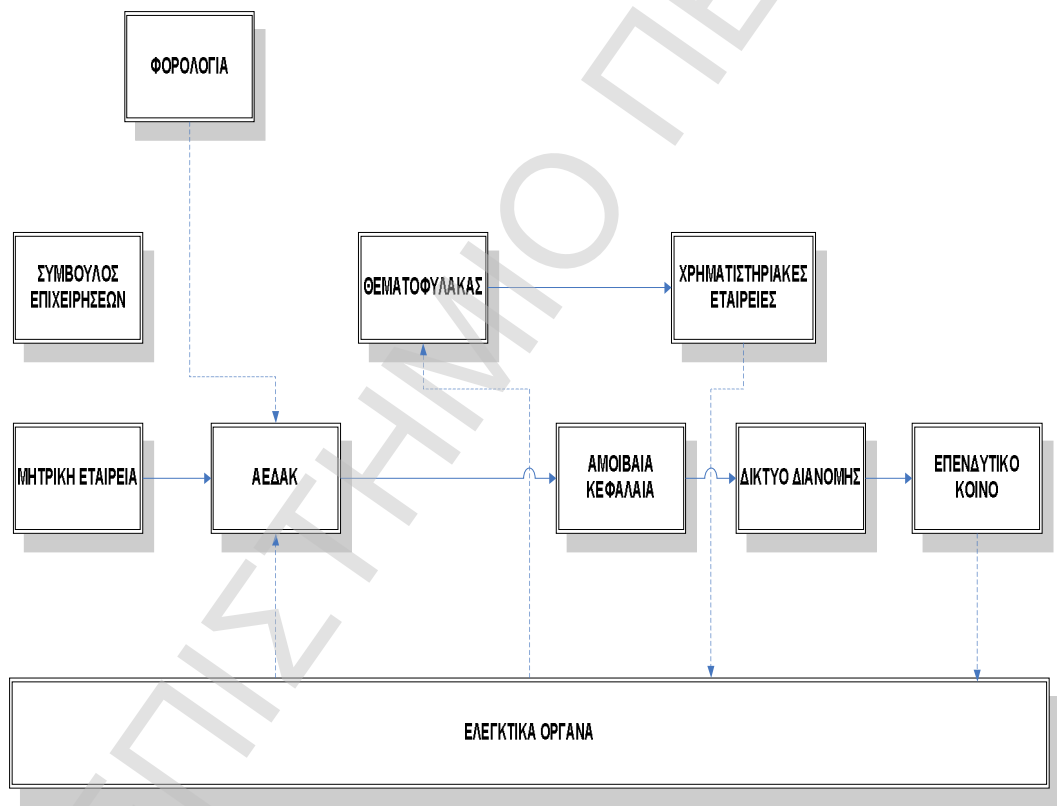
Ένα αμοιβαίο κεφάλαιο μπορεί να περιέχει βραχυπρόθεσμες ή μακροπρόθεσμες επενδύσεις, ακίνδυνες ή κινδυνοφόρες, σταθερού εισοδήματος ή υπεραξίας, επιτοκιακού χαρακτήρα ή μετοχικές, ελληνικές ή διεθνείς. Το είδος των επενδύσεων που επιλέγεται από τα αμοιβαία κεφάλαια είναι γνωστό εκ των προτέρων και διατηρείται χωρίς ουσιαστική μεταβολή και συνήθως χωρίς μετατροπή σε άλλη κατηγορία ώστε να συνεχίσει να ανταποκρίνεται στους αρχικούς στόχους των επενδυτών.

Τα αμοιβαία κεφάλαια ανήκουν στην κατηγορία των συλλογικών επενδύσεων οι οποίες στηρίζονται στη συγκέντρωση κεφαλαίων από το ευρύτερο επενδυτικό κοινό, με στόχο να προσφέρουν επενδυτική διαχείριση και κοινή εκμετάλλευση ευκαιριών τις οποίες δεν θα μπορούσε να εκμεταλλευτεί ο μεμονωμένος επενδυτής. (Καραθανάσης Γ & Λυμπερόπουλου Γ, 2002, σελ. 37). Αν θέλαμε να γίνουμε πιο συγκεκριμένοι θα λέγαμε πως τα αμοιβαία κεφάλαια ανήκουν στις ανοικτού τύπου επενδύσεις που έχουν ως κύριο χαρακτηριστικό τη ρευστότητα, δηλαδή την ευκολία με την οποία μπορεί κάποιος να αγοράσει και να πουλήσει μερίδια ενός αμοιβαίου κεφαλαίου και την τιμή του μεριδίου η οποία εξαρτάται από την αγοραία τιμή των αξιογράφων και γενικότερα όλων των επενδυτικών στοιχείων που περιλαμβάνονται σε ένα αμοιβαίο και τον αριθμό των μεριδίων στα οποία διαιρείται το συγκεκριμένο αμοιβαίο. Η έννοια αυτής της «ανοικτότητας» έγκειται στο ότι ο αριθμός των κυκλοφορούντων μεριδίων διακυμαίνεται καθημερινά, ανάλογα με το αν υπάρχουν επενδυτές που αγοράζουν νέα μερίδια ή και επενδυτές που αποφασίζουν να πουλήσουν τα μερίδια που έχουν ήδη στην κατοχή τους και στο ότι η τιμή του μεριδίου διακυμαίνεται καθημερινά βάσει των δύο παραγόντων που αναφέραμε πιο πάνω.

Η έννοια της κοινής αντιμετώπισης των κινδύνων έγκειται στο ότι τα αμοιβαία κεφάλαια είναι μια έκφραση κοινής προσπάθειας πολλών ατόμων να αντιμετωπίσουν τους επενδυτικούς κινδύνους που τους περιβάλλουν. Η εξασφάλιση που επιτυγχάνουν συνίσταται στο γεγονός ότι ο οποιοσδήποτε κίνδυνος που εμφανίζεται, επιβαρύνει όλους και μάλιστα κατά το βαθμό συμμετοχής του καθενός στο κοινό κεφάλαιο. Αυτή η αντιμετώπιση των κινδύνων δεν αποτελεί εφεύρεση του εικοστού αιώνα αλλά είναι πολύ παλαιότερη. Εμφανίζεται με την ανάγκη του ανθρώπου να προστατευθεί από τα φυσικά

φαινόμενα, τις εχθρικές επιδρομές και τις οικονομικές συνέπειες από τις θεομηνίες. Η συνάθροιση σε κοινωνίες, η υπογραφή συνθηκών για συνδρομή της μιας κοινωνίας στην άλλη σε περίπτωση πολέμου, θεομηνιών ή έλλειψης στοιχειωδών αγαθών αποτέλεσε τις πρώτες μορφές έκφρασης αλληλεγγύης και επιδίωξης κοινών στόχων. (Μυλωνάς Ν 1999, σελ. 35)

Εάν θέλαμε να ορίσουμε τους ρόλους που παίζουν στο κύκλωμα της λειτουργίας των αμοιβαίων κεφαλαίων θα ήταν οι εξής: οι μεριδιούχοι, ο θεματοφύλακας, οι χρηματιστηριακές εταιρείες και τα ελεγκτικά όργανα. Οι σχέσεις αυτών και οι αλληλεξαρτήσεις τους μπορούν να φανούν από το παρακάτω διάγραμμα.



ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.1

ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΚΥΚΛΩΜΑΤΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

(Καραθανάσης Γ & Λυμπερόπουλος Γ 2002, σελ. 69)

6.2 ΜΕΡΙΔΙΟΥΧΟΙ

Η περιουσία του αμοιβαίου κεφαλαίου διαιρείται σε ισάξια μερίδια ή κλάσματα μεριδίου. Οι κάτοχοι αυτών των μεριδίων ονομάζονται μεριδιούχοι. Ο αριθμός των

μεριδίων ενός αμοιβαίου κεφαλαίου αυξάνεται καθώς νέοι επενδυτές αγοράζουν μερίδια και μειώνεται όταν μεριδιούχοι αποχωρούν από αυτό (Καραθανάσης Γ & Λυμπερόπουλος Γ 2002, σελ. 74)

Ο αριθμός των μεριδίων που κατέχει ένας επενδυτής προσδιορίζει και το ποσοστό ιδιοκτησίας του στο αμοιβαίο κεφάλαιο. Τα μερίδια αποκτώνται με την πληρωμή της αξίας για κάθε ένα τη συγκεκριμένη ημέρα αγοράς. Η αξία αυτή μεταβάλλεται καθημερινά καθώς οι κινητές αξίες πάνω στις οποίες είναι επενδεδυμένα τα αμοιβαία κεφάλαια, είναι αντικείμενο συνεχούς διαπραγματεύσεως συνεπώς και αυξομειώσεων.

Ο αριθμός των μεριδίων που κατέχει ένας επενδυτής προσδιορίζει και το ποσοστό ιδιοκτησίας του στο αμοιβαίο κεφάλαιο. Στα αμοιβαία κεφάλαια αντίθετα με τα επενδυμένα κεφάλαια σε θεσμικούς επενδυτές (τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες) η απόδοση που επιτυγχάνουν αποτελεί το μοναδικό στοιχείο διατήρησης ή περαιτέρω προσέλκυσης πελατών και αυτό οφείλεται στο ότι στην περίπτωση των θεσμικών επενδυτών υπάρχει σαφής διαχωρισμός μεταξύ των πελατών και των μετόχων και οι πελάτες συνήθως απολαμβάνουν κάποια σταθερή απόδοση που τους έχει υποσχεθεί εξαρχής, ενώ οι μέτοχοι απολαμβάνουν τα οφέλη από μια καλή διαχείριση και υφίστανται τη ζημιά από μια κακή, ενώ στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων πελάτες και μέτοχοι είναι ένα και το αυτό και συνεπώς οι επιπτώσεις μιας καλής ή μιας κακής διαχείρισης που αντικατοπτρίζονται στις αποδόσεις επηρεάζουν όλους τους μεριδιούχους κατά το ίδιο ποσοστό και ανάλογα με τον αριθμό μεριδίων που κατέχουν κατά απόλυτο μέγεθος. (Μυλωνάς 1999, σελ. 62)

6.3 ΜΕΡΙΔΙΑ

Τα μερίδια αποτελούν ονομαστικούς τίτλους ιδιοκτησίας πάνω στο καθαρό ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου που επενδύει ο μεριδιούχος εκδίδονται από την ΑΕΔΑΚ και η τιμή του μεριδίου ισούται με το συνολικό καθαρό ενεργητικό διαιρεμένο με τον αριθμό των μεριδίων. Οι τίτλοι αυτοί αποκτώνται με την καταβολή της τιμής διάθεσης στο αμοιβαίο κεφάλαιο και εξαγοράζονται μόνο από το ίδιο το αμοιβαίο κεφάλαιο. Η τιμή διάθεσης δεν ισούται με την τιμή του μεριδίου αφού είναι προσαυξημένη με το ποσό της

προμήθειας διάθεσης, ενώ η τιμή εξαγοράς ισούται με την καθαρή τιμή μειωμένη κατά την προμήθεια εξαγοράς. (Καραθανάσης Γ & Λυμπερόπουλος Γ 2002, σελ. 75)

Ο αριθμός των μεριδίων κατά τη δημιουργία του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι συνάρτηση του μεγέθους του μετοχικού κεφαλαίου και της ονομαστικής αξίας κάθε μεριδίου και προκύπτει από τη διαίρεση του πρώτου από το δεύτερο. Λόγω του γεγονότος πως τα αμοιβαία κεφάλαια είναι ανοιχτού τύπου επένδυση ο αριθμός των μεριδίων δεν παραμένει σταθερός.

6.4 ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ / ΠΑΘΗΤΙΚΟ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Ενεργητικό αμοιβαίου κεφαλαίου ονομάζεται η συνολική περιουσία του αμοιβαίου σε τρέχουσες τιμές. Καθημερινά υπολογίζονται οι τιμές των ομολόγων, των μετοχών, οι τόκοι, τα μετρητά, το συνάλλαγμα κ.τ.λ. και αθροίζονται για να προκύψει το ενεργητικό. (www.agii.gr, Ένωση Θεσμικών Επενδυτών)

Η αξία των μετοχών και των κινητών αξιών γενικότερα που διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια αξιών προσδιορίζεται με βάση την τιμή κλεισίματος των χρηματιστηριακών συναλλαγών της ίδιας ημέρας. Εάν δεν έχει πραγματοποιηθεί χρηματιστηριακή συναλλαγή της ημέρας της αποτίμησης λαμβάνεται υπόψη η τιμή της αμέσως προηγούμενης συνεδρίασης. Η αποτίμηση της αξίας των κινητών αξιών που δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο γίνεται με βάση τους κανόνες που θεσπίζονται με απόφαση της επιτροπής κεφαλαιαγοράς.

Για να υπολογίσουμε την καθαρή τιμή του ενεργητικού θα αφαιρέσουμε από το σύνολο του ενεργητικού τις αμοιβές της ΑΕΔΑΚ, του θεματοφύλακα και των μελών του χρηματιστηρίου, τις δαπάνες που βαρύνουν το αμοιβαίο κεφάλαιο, καθώς και τα κέρδη που διανέμονται στους μεριδιούχους, όμως δεν αφαιρούνται οι προμήθειας διάθεσης ή εξαγοράς των μεριδίων του ενεργητικού.

Το παθητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν περιέχει μακροπρόθεσμα δάνεια καθώς δεν επιτρέπεται δανεισμός με σκοπό την επένδυση. Μόνο μικρού μεγέθους βραχυπρόθεσμα δάνεια επιτρέπονται για την αντιμετώπιση πρόσκαιρων αναγκών πληρωμών προς

τρίτους για υπηρεσίες που έχουν προσφέρει ή για απρόβλεπτα αυξημένες εξαγορές. Άλλα στοιχεία του παθητικού αποτελούν οι υποχρεώσεις που έχουν τα αμοιβαία κεφάλαια για τις αμοιβές προς την ΑΕΔΑΚ, το θεματοφύλακα και τους επενδυτικούς συμβούλους. Ακόμη, υποχρεώσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου προς τρίτους είναι και οι προμήθειες που έχουν υπολογιστεί αλλά δεν έχουν ακόμα καταβληθεί στις χρηματιστηριακές εταιρείες. (Μυλωνάς Ν 1999, σελ.65)

6.5 ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (Α.Ε.Δ.Α.Κ.)

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι ουσιαστικά αυτό ακριβώς που λέει ο ρόλος της δηλαδή αποτελεί το διαχειριστή του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η εταιρεία αυτή, η οποία πρέπει να έχει την έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για να λειτουργήσει, είναι ανώνυμη εταιρεία και διαχειρίζεται συνήθως τα αμοιβαία κεφάλαια διαφόρων κατηγοριών και έχει αποκλειστικό σκοπό τη λειτουργία και τη διαχείριση ενός ή περισσότερων αμοιβαίων κεφαλαίων.

Πέρα από τα στελέχη που χαράζουν και εφαρμόζουν τις επενδυτικές στρατηγικές, υπάρχει μια επενδυτική επιτροπή που εκτός από τα βασικά στελέχη της Α.Ε.Δ.Α.Κ. διευρύνεται με άτομα που έχουν θεωρητική και πρακτική κατάρτιση και προσαρμόζουν την επενδυτική πολιτική στα τεκταινόμενα της αγοράς αλλά και των διεθνών τάσεων. Το διοικητικό συμβούλιο της Α.Ε.Δ.Α.Κ. επιβλέπει τις επενδυτικές στρατηγικές που εφαρμόζονται και προτείνει κατευθυντήριες γραμμές. Προκειμένου να συσταθεί μια Α.Ε.Δ.Α.Κ. θα πρέπει να πληρούνται μια σειρά από προϋποθέσεις που έχουν σκοπό να εξασφαλίσουν την ικανότητα αυτών των εταιρειών να επενδύουν αλλά και τους υποψήφιους επενδυτές και ορίζονται από τα άρθρα 26 και 27 του νόμου Ν. 1969/91.

Η εταιρεία διαχείρισης λοιπόν όπως κατανοούμε είναι το Α και το Ω για την επίτευξη ικανοποιητικής απόδοσης και ευθύνεται για κάθε διαχειριστική αμέλεια. Σε μεγάλο βαθμό η επιτυχία μιας Α.Ε.Δ.Α.Κ. στηρίζεται στα άτομα της διαχειριστικής ομάδας και την εμπειρία και το ταλέντο που διαθέτουν στη διαχείριση. Για αυτό το λόγο και πολλές

φορές επώνυμοι επιτυχημένοι διαχειριστές στο εξωτερικό μπορούν να μεταφέρουν πολλούς χρηματικούς πόρους όταν μετακινούνται από την μία εταιρεία διαχείρισης στην άλλη.

6.6 ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΑΣ

Ένας ακόμα πρωταγωνιστής του κυκλώματος που ονομάζεται αμοιβαία κεφάλαια είναι ο θεματοφύλακας. Πρόκειται για μια τράπεζα η οποία λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα (ελληνική ή ξένη), η οποία φροντίζει για τη φύλαξη της περιουσίας, για τις εισπράξεις και πληρωμές και για τη σωστή εκτέλεση των συναλλαγών. Ο θεματοφύλακας είναι εντεταλμένος για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο και έτσι εγγυάται τη διαφάνεια των χρηματικών συναλλαγών και την εξασφάλιση των τίτλων των επενδεδυμένων χρημάτων, έτσι ουσιαστικά εγγυάται την ασφάλεια των χρημάτων των μεριδιούχων. Αναλαμβάνει λοιπόν, την ευθύνη ύπαρξης τόκων και μερισμάτων καθώς και τις χρηματοροές από πωλήσεις μετοχών ή άλλων αξιογράφων ενώ πραγματοποιεί τις πληρωμές για αγορά κινητών αξιών.

Το ότι το ρόλο του θεματοφύλακα τον παίζει συνήθως τράπεζα δεν είναι τυχαίο καθώς αυτός ο ρόλος εμπίπτει στη φύση των εργασιών τους καθώς έχουν εμπειρία από ελεγκτικές εργασίες ενώ διευκολύνονται από το υπάρχον σύστημα πληρωμών και εισπράξεων. Γενικότερα, ο θεματοφύλακας αναλαμβάνει καθήκοντα ταμιά και ευθύνεται απέναντι στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. και τους μεριδιούχους για κάθε αμέλεια ως προς την εκπλήρωση των υποχρεώσεων τους. Ο θεματοφύλακας υποχρεούται να εκτελεί τις εντολές τις Α.Ε.Δ.Α.Κ. εκτός εάν είναι παράνομες ή αντιβαίνουν τον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου. Παράλληλα η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι υποχρεωμένη να παρακολουθεί το θεματοφύλακα για την ορθή εκτέλεση των εντολών της. Με τις υποχρεώσεις αυτές, ο θεματοφύλακας και η Α.Ε.Δ.Α.Κ. οφείλουν να λειτουργούν ανεξάρτητα μεταξύ τους και με γνώμονα το συμφέρον των μεριδιούχων.

Εάν θέλαμε να ομαδοποιήσουμε τα καθήκοντα του θεματοφύλακα (Καραθανάσης Γ. & Λυμπερόπουλος Γ 2002, σελ. 87) θα καταλήγαμε στα παρακάτω:

- Ø Η φύλαξη της περιουσίας του αμοιβαίου κεφαλαίου
- Ø Η εκτέλεση των εντολών της Α.Ε.Δ.Α.Κ

- Ø Η εξασφάλιση της νομιμότητας των διαδικασιών πώλησης, έκδοσης, εξαγοράς, εξόφλησης και ακύρωσης των μεριδίων
- Ø Η εξασφάλιση της νομιμότητας του τρόπου υπολογισμού της αξίας των μεριδίων
- Ø Η εξασφάλιση της νομότυπης διανομής των κερδών
- Ø Η συνυπογραφή, από κοινού με την Α.Ε.Δ.Α.Κ., των εκθέσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων.

6.7 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ

Πρόκειται για τις εταιρείες που αναλαμβάνουν τη διεκπεραίωση των εντολών του θεματοφύλακα, ο οποίος στην ουσία μεταβιβάζει εντολές της Α.Ε.Δ.Α.Κ. Συνεπώς η Α.Ε.Δ.Α.Κ. αποτελεί πελάτη των χρηματιστηριακών εταιρειών και μάλιστα λόγω του αριθμού και του μεγέθους των εντολών πρόκειται για έναν καλό πελάτη. Τα τελευταία χρόνια οι τραπεζικοί οίκοι στην Ελλάδα έχουν προχωρήσει στη δημιουργία θυγατρικών χρηματιστηριακών εταιρειών, αποτέλεσμα αυτής της εξέλιξης είναι μια τράπεζα να διαθέτει με τη μορφή θυγατρικών και Α.Ε.Δ.Α.Κ. και χρηματιστηριακή εταιρεία. Επομένως, η μεν Α.Ε.Δ.Α.Κ. εξασφαλίζει ουσιαστικά χρηματιστηριακή εταιρεία που θα της προσφέρει τις υπηρεσίες της σε σχετικά χαμηλές τιμές η δε χρηματιστηριακή εταιρεία έχει εξασφαλισμένο κύκλο εργασιών.

6.8 ΕΛΕΓΚΤΙΚΑ ΟΡΓΑΝΑ

Τα όργανα που άμεσα ασκούν εποπτεία και έλεγχο των δραστηριοτήτων μιας Α.Ε.Δ.Α.Κ. και συνεπώς και των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι το σώμα ορκωτών ελεγκτών και η επιτροπή κεφαλαιαγοράς. Ο σκοπός του ελέγχου είναι η εξέταση της τήρησης των νόμων και των κανονισμών προκειμένου να προστατεύονται οι μεριδιούχοι των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Το σώμα ορκωτών ελεγκτών είναι αρμόδιο για τον έλεγχο της τήρησης των λογιστικών αρχών της νομοθεσίας και του κανονισμού του αμοιβαίου κεφαλαίου. Επίσης, εξετάζει εάν οι εκθέσεις παρέχουν την πραγματική εικόνα του ενεργητικού. Τα πορίσματα από αυτούς τους ελέγχους τίθενται στη διάθεση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς η οποία έχει και την άμεση αρμοδιότητα για τον έλεγχο των Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Ο έλεγχος τώρα της λειτουργίας των αμοιβαίων κεφαλαίων από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς έχει διαρκή χαρακτήρα. Κατ' αρχήν οι ΑΕΔΑΚ έχουν την υποχρέωση να κοινοποιούν στην επιτροπή τα δημοσιεύματα και τα στοιχεία που αφορούν τα αμοιβαία κεφάλαια που διαχειρίζονται. Παράλληλα, η νομοθεσία παρέχει στην επιτροπή κεφαλαιαγοράς το δικαίωμα παρέμβασης κάθε φορά που αυτή θα το κρίνει σκόπιμο. Η παρέμβαση μπορεί να λάβει τη μορφή αίτησης παροχής πληροφοριών ή επιβολής μέτρων ή κυρώσεων.

6.9 ΕΙΔΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Το αμοιβαίο κεφάλαιο αποτελεί ένα επενδυτικό προϊόν και όπως όλα τα προϊόντα ικανοποιεί συγκεκριμένες ανάγκες. Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά ενός προϊόντος είναι αυτά τα οποία παρέχουν χρησιμότητα στον καταναλωτή και για αυτό δημιουργούνται ιδιαίτερες κατηγορίες προϊόντων ώστε να καλύπτουν τις εξειδικευμένες ανάγκες του κάθε ενός καταναλωτή. Κάτι ανάλογο επικρατεί και με τα αμοιβαία κεφάλαια και έτσι έχουμε διαφορετικές κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων. Έτσι λοιπόν ο επενδυτής θα βρεθεί μπροστά στο δίλημμα της επιλογής μεταξύ των διαφόρων κατηγοριών των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Η διαφοροποίηση των αμοιβαίων κεφαλαίων έγκειται στην επενδυτική πολιτική που ακολουθεί το κάθε αμοιβαίο. Η πολιτική αυτή καθορίζει την τοποθέτηση των κεφαλαίων σε διάφορων ειδών κινητές αξίες, ουσιαστικά δηλαδή καθορίζει τη σύσταση του ενεργητικού, δηλαδή του χαρτοφυλακίου κάθε αμοιβαίου.

Με τη σειρά της η επενδυτική πολιτική κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου είναι συνάρτηση των στόχων αυτού. Οι στόχοι ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι: α) η δημιουργία μιας σχετικά σταθερής ροής ρευστών προς τους μεριδιούχους μέσω της καταβολής μερισμάτων, β) η αύξηση της αξίας του ενεργητικού δηλαδή η κεφαλαιοποίηση των κερδών που επιτυγχάνεται με την αύξηση της αξίας των κινητών αξιών που συμπεριλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο και γ) ο συνδυασμός των δυο παραπάνω. Κατανοούμε λοιπόν πως οι συγκεκριμένοι στόχοι είναι αλληλοσυγκρουόμενοι σε κάποιο βαθμό και η προσπάθεια επίτευξης του ενός επηρεάζει αρνητικά το βαθμό επίτευξης του άλλου.

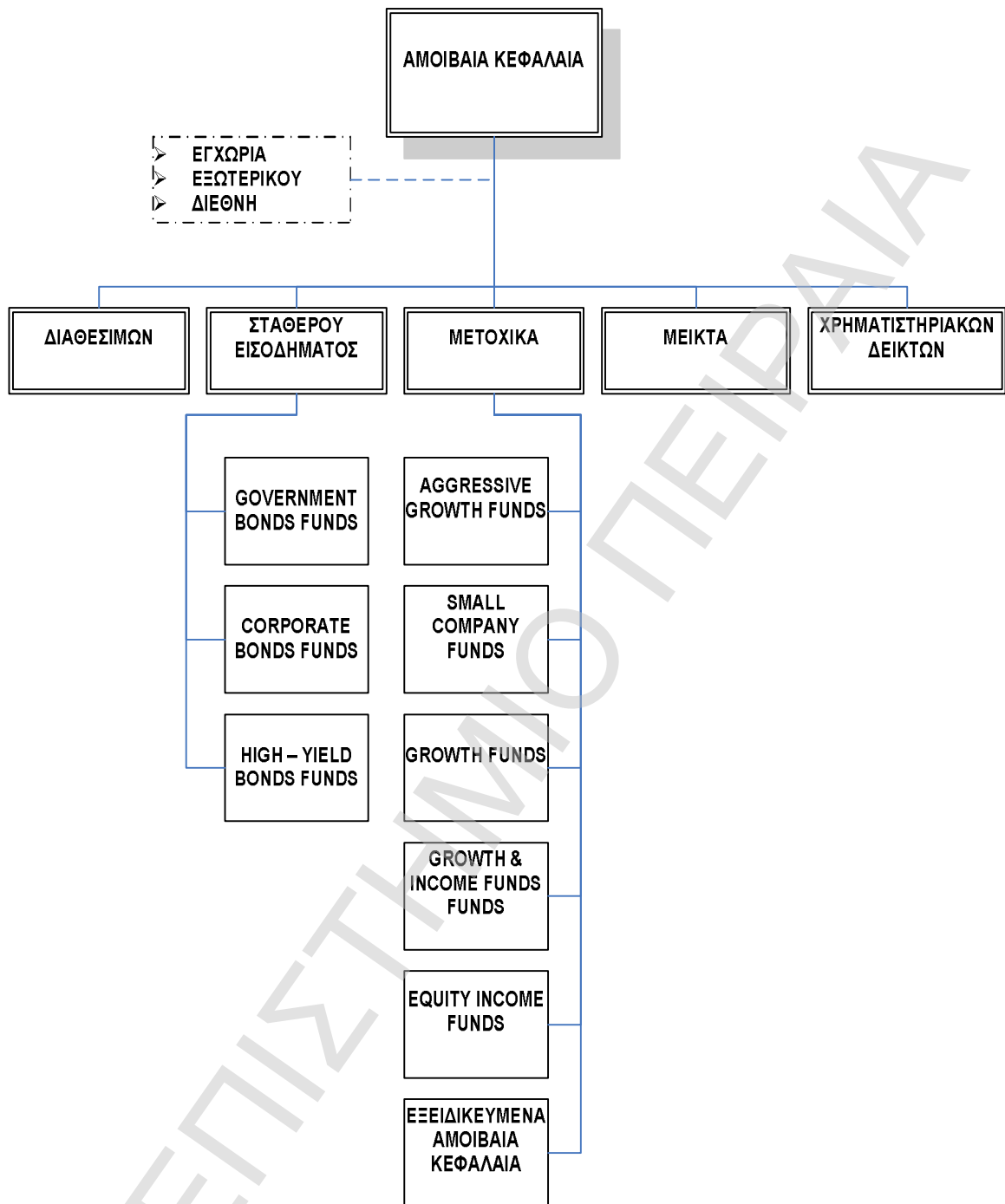
Η δεδηλωμένη και συγκεκριμένη επενδυτική στρατηγική που ακολουθεί κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο γίνεται γνωστή μέσω των ενημερωτικών εντύπων που προωθεί για την προσέλκυση εκείνων των υποψηφίων που επενδύουν που έχουν παρόμοιους επενδυτικούς στόχους. Η στρατηγική αυτή ακολουθείται πιστά για να αποτρέψει πιθανή αποχώρηση των επενδυτών προς άλλα αμοιβαία κεφάλαια που ακολουθούν με μεγαλύτερη συνέπεια τους συγκεκριμένους επενδυτικούς τους στόχους.

Τα αμοιβαία κεφάλαια λοιπόν με βάση την επενδυτική τους στρατηγική μπορούμε να τα χωρίσουμε στις παρακάτω κατηγορίες:

- Διαχείρισης διαθεσίμων
- Ομολόγων ή Σταθερού εισοδήματος
- Μετοχικά
- Μεικτά
- Χρηματιστηριακών δεικτών

Τώρα καθεμία από αυτές τις κατηγορίες μπορεί να περιέχει αμοιβαία κεφάλαια εγχώρια, εξωτερικού και διεθνή. Εγχώρια ονομάζουμε αυτά τα οποία επενδύουν σε κινητές αξίες του εσωτερικού, δηλαδή της χώρας μας. Αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού ονομάζονται αυτά τα οποία επενδύουν σε κινητές αξίες μιας ή περισσότερων ξένων χωρών, τέλος, διεθνή ονομάζονται αυτά που επενδύουν σε κινητές αξίες τόσο εσωτερικού όσο και άλλων χωρών.

Παρακάτω παρουσιάζουμε ένα σχεδιάγραμμα που περιγράφει την παραπάνω κατηγοριοποίηση των αμοιβαίων κεφαλαίων.



ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.2

ΕΙΔΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

(Καραθανάσης Γ & Λυμπερόπουλος Γ 2002, σελ. 123)

6.9.1 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ

Τα αμοιβαία κεφάλαια αυτού του είδους επενδύουν κυρίως στην αγορά χρήματος και σε κάποιο μικρό ποσοστό σε ομόλογα. Για να χαρακτηριστεί ένα αμοιβαίο ως διαχείρισης διαθεσίμων θα πρέπει να επενδύει το 65% τουλάχιστον του ενεργητικού του σε προϊόντα της χρηματαγοράς και δευτερευόντως σε τίτλους εισοδήματος. (Καραθανάσης Γ & Λυμπερόπουλος Γ 2002, σελ. 69)

Αυτού του είδους οι τοποθετήσεις απαρτίζονται από επενδυτικά εργαλεία που έχουν πολύ μικρή διάρκεια, όπως γeros, λήγοντα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, πιστοποιητικά καταθέσεων, καταθέσεις προθεσμίας καθώς και στη διατραπεζική αγορά δανεισμού και συναλλάγματος δηλαδή τα κεφάλαια βρίσκονται κάθε φορά επενδυμένα για σχετικά περιορισμένο χρονικό διάστημα, έτσι έχουν χαμηλό επενδυτικό κίνδυνο. Αυτό το συμπέρασμα ενισχύεται από το ότι επενδύουν σε υψηλής ποιότητας χρεόγραφα, δηλαδή χρεόγραφα που εκδίδονται από οργανισμούς που παρουσιάζουν τη μεγαλύτερη δυνατή αξιοπιστία, όπως το ελληνικό δημόσιο και οι κρατικοί οργανισμοί ξένων χωρών. Ένας άλλος λόγος που μειώνει τον επενδυτικό κίνδυνο είναι η διαφοροποίηση που επιτυγχάνουν επενδύοντας σε πολλά και διαφορετικού εκδότη χρεόγραφα.

Παρόλο που το συγκεκριμένο είδος αμοιβαίων επενδύει σε βραχυχρόνια επενδυτικά προϊόντα οι διαχειριστές τους έχουν την δυνατότητα να επιτυγχάνουν σχετικά υψηλές αποδόσεις, όταν διαφαίνεται τάση αύξησης των επιτοκίων περιορίζοντας το μέσο χρόνο λήξης των επενδύσεων του χαρτοφυλακίου, τοποθετώντας δηλαδή το κεφάλαιο σε μικρότερης χρονικής διάρκειας επενδύσεις. Με αυτό τον τρόπο οι επενδύσεις λήγουν γρηγορότερα και συνεπώς οι διαχειριστές είναι σε θέση να επενδύουν τα χρήματα σε συνεχώς υψηλότερης απόδοσης επενδύσεις. Αντίθετα όταν υπάρχει τάση για μείωση του επιπέδου των επιτοκίων οι διαχειριστές προσπαθούν να αυξήσουν το μέσο χρόνο λήξης των επενδύσεων.

Κύριοι πελάτες των αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων αποτελούν επενδυτές που εναλλακτικά θα τοποθετούσαν τα χρήματα τους σε τραπεζικές καταθέσεις ενώ μέσω των αμοιβαίων κεφαλαίων έχουν την ευκαιρία επωμιζόμενοι κάποιο κίνδυνο να έχουν συνήθως υψηλότερες αποδόσεις από αυτές των τραπεζικών καταθέσεων. Επίσης, τέτοιου είδους αμοιβαία είναι αποδοτικά για άτομα που προτίθενται να

χρησιμοποιήσουν τα κεφάλαια τους σε σύντομο χρονικό διάστημα. Από τη στιγμή της επένδυσης και επίσης μπορούν να αποτελέσουν χώρο στάθμευσης των κεφαλαίων των επενδυτών έως ότου βεβαιωθούν για τη μορφή των επενδύσεων στις οποίες θέλουν να τα κατευθύνουν. Από την άλλη πλευρά, αμοιβαία τέτοιας κατηγορίας δεν ενδείκνυται για μακροχρόνιες τοποθετήσεις χρημάτων αφού προσφέρουν αποδόσεις που είναι λίγο πάνω από τον πληθωρισμό και αποτέλεσμα αυτού είναι ότι η αγοραστική αξία των κεφαλαίων που επενδύονται σε αυτά να αυξάνεται οριακά ή να παραμένει στάσιμη, δηλαδή τα κεφάλαια να εκτίθενται στον κίνδυνο του πληθωρισμού.

Συνοψίζοντας μπορούμε αν πούμε πως τα αμοιβαία κεφάλαια διαθέσιμων προσφέρουν στους επενδυτές: (Φίλιππας Ν. 1999, σελ. 117)

- Ø Ελάχιστο κίνδυνο,
- Ø Ασφάλεια και
- Ø Ρευστότητα

6.9.2 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

Τα χρήματα τα οποία επενδύονται σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων ομολογιών χρησιμοποιούνται για την αγορά ομολογιών πράγμα που σημαίνει πως χρησιμοποιούνται για μακροπρόθεσμα δάνεια , τα οποία έχουν εκδοθεί από το κράτος, από δημόσιες εταιρείες ή από μεγάλες ιδιωτικές εταιρείες. Κάθε ομολογία φέρει ένα συγκεκριμένο επιτόκιο το οποίο πρέπει να πληρωθεί σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Τα συγκεκριμένα αμοιβαία κεφάλαια ονομάζονται και σταθερού εισοδήματος καθώς επενδύοντας σε ομόλογα και ομολογίες καταφέρνουν να εξασφαλίζουν μια σχετική σταθερή ροή εισοδήματος στους κατόχους των μεριδίων.

Παρατηρώντας τα στοιχεία που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο των ομολογιακών αμοιβαίων κατανοούμε πως και αυτή η κατηγορία περιλαμβάνει ένα μέγεθος κινδύνου. Η διακύμανση λοιπόν της απόδοσης των συγκεκριμένων αμοιβαίων κεφαλαίων είναι συνάρτηση του πιστωτικού κινδύνου και του κινδύνου της διακύμανσης των επιτοκίων.

Ο πιστωτικός κίνδυνος έγκειται στην ικανότητα των εκδοτών των ομολογιών, είτε είναι το κράτος είτε οι επιχειρήσεις, να πραγματοποιεί τις περιοδικές πληρωμές που απαιτούνται και ότι στη λήξη της ομολογίας θα αποπληρώσει την ονομαστική της αξία.

Ο πιστωτικός λοιπόν κίνδυνος γίνεται κατανοητός αν σκεφτούμε το νόημα των ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων , αφού αυτός που επενδύει σε αυτά δανείζει τους εκδότες των ομολογιών. Ο κίνδυνος ποικίλει ανάλογα με το ποιος είναι ο εκδότης, αφού αυτός εγγυάται τη φερεγγυότητα ή μη της εκπλήρωσης της υποχρέωσης του.

Ο συγκεκριμένος κίνδυνος κατηγοριοποιεί τα ομόλογα και τις ομολογίες και έτσι έχουμε (Καραθανάσης Γ & Λυμπερόπουλος Γ, σελ. 126, 2002): α) ομόλογα του δημοσίου, που θεωρούνται οι ασφαλέστερες τοποθετήσεις χρημάτων και ουσιαστικά δεν ενσωματώνουν κανένα κίνδυνο, αφού η πιθανότητα να δηλώσει κάποια κυβέρνηση αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεων της στους κατόχους των ομολογιών είναι μηδαμινή, β) ομόλογα κρατικών οργανισμών που εκδίδονται από οργανισμούς και επιχειρήσεις του ευρύτερου δημόσιου τομέα, αλλά όμως δεν απολαμβάνουν πάντα την πλήρη υποστήριξη της κυβέρνησης της χώρας στην οποία εκδίδονται, γ) ομόλογα ιδιωτικών επιχειρήσεων στα οποία σημαντικό ρόλο παίζει η αξιοπιστία της επιχείρησης και έτσι όσο μεγαλώνει ο κίνδυνος χρεοκοπίας της επιχείρησης τόσο αυξάνει και το επιτόκιο που προσφέρουν τα ομόλογα που αυτή εκδίδει, δ) ομόλογα τοπικής αυτοδιοίκησης, τα οποία εκδίδονται από δήμους και η αδυναμία πληρωμών για τέτοια ομόλογα είναι σπάνια και ε) ομόλογα εταιρειών υψηλού κινδύνου, δηλαδή ομόλογα που εκδίδονται από εταιρείες που αντιμετωπίζουν οξύ πρόβλημα επιβίωσης προκειμένου να χρηματοδοτήσουν την επιβίωση τους προκειμένου να χρηματοδοτήσουν την αναδιάρθρωση τους.

Από τη μεριά του ο κίνδυνος της μεταβολής του επιπέδου των επιτοκίων έγκειται στη διακύμανση της αγοραίας τιμής της ομολογίας. Εάν τα επιτόκια αυξηθούν ενώ κάποιος έχει ήδη αγοράσει μια ομολογία με συγκεκριμένο επιτόκιο, η τρέχουσα τιμή των παλαιών ομολογιών θα μειωθεί, αφού οι επενδυτές θα μπορούν να αγοράσουν νέες ομολογίες με υψηλότερο επιτόκιο. Από την άλλη μεριά, εάν τα επιτόκια μειωθούν, η τρέχουσα τιμή των παλαιών ομολογιών θα αυξηθεί. Η διάρκεια των ομολογιών αποτελεί μια διάσταση που επιδεινώνει ή αμβλύνει τις επιδράσεις των μεταβολών των επιτοκίων στην αξία των ομολόγων, ανάλογα με το αν είναι μεγαλύτερη ή μικρότερη αντίστοιχα. Όσο μεγαλύτερη είναι η διάρκεια μέχρι τη λήξη της ομολογίας τόσο πιο έντονη θα είναι η μεταβολή της αξίας της, όταν μεταβληθούν τα επιτόκια και αντίστροφα.

Κύριοι πελάτες αυτής της κατηγορίας αμοιβαίων κεφαλαίων αποτελούν επενδυτές που επιθυμούν να έχουν ένα σταθερό εισόδημα αφού οι μεριδιούχοι των συγκεκριμένων αμοιβαίων μπορούν να λαμβάνουν μέρος ακόμα και σε μηνιαία βάση, άρα τους δίνεται η δυνατότητα να εισπράττουν ένα σταθερό εισόδημα που θα τους καλύπτει ένα μέρος ή όλα τα έξοδα διαβίωσης. Επίσης αποτελούν μια καλή τοποθέτηση χρημάτων για άτομα που σε σύντομο χρονικό διάστημα θα χρειαστούν τα κεφάλαια που θα επενδύσουν σήμερα, αφού η διακύμανση των αποδόσεων τους είναι μικρότερη από τα μετοχικά αμοιβαία, συνεπώς ενδείκνυται η τοποθέτηση σε μερίδια ομολογιακών αμοιβαίων. Τέλος, λόγω της μεγαλύτερης σταθερότητας που παρουσιάζουν οι αποδόσεις των ομολογιακών αμοιβαίων έναντι των μετοχικών, χρησιμοποιούνται για μια συνδυασμένη επένδυση μαζί με μερίδια μετοχικών, ώστε να περιοριστεί η μεταβλητότητα των αποδόσεων του ευρύτερου χαρτοφυλακίου που έχει σχηματιστεί.

Αν θέλαμε να κατηγοριοποιήσουμε τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια σε κάποιες γενικές κατηγορίες αυτές θα ήταν:

- ⊗ Αμοιβαία κεφάλαια κρατικών ομολόγων που παρέχουν τις μικρότερες αποδόσεις γιατί έχουν το μικρότερο δυνατό πιστωτικό κίνδυνο.
- ⊗ Αμοιβαία κεφάλαια ομολογιών επιχειρήσεων, που επενδύουν σε επιχειρήσεις με υψηλή πιστοληπτική ικανότητα και μικρή πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεων της, όμως επειδή δεν είναι τόσο αξιόπιστες όσο το κράτος αποζημιώνουν τους επενδυτές με υψηλότερες ονομαστικές αποδόσεις.
- ⊗ Αμοιβαία κεφάλαια επιχειρήσεων υψηλού κινδύνου, οι οποίες έχουν περιορισμένη πιστοληπτική ικανότητα και ο κίνδυνος αθέτησης των υποχρεώσεων τους είναι μεγάλος, συνεπώς, οι ομολογίες αυτές εκδίδονται με υψηλό ονομαστικό επιτόκιο προκειμένου οι επενδυτές να αποζημιωθούν για τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν.

6.9.3 ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Ως μετοχικό χαρακτηρίζεται ένα αμοιβαίο κεφάλαιο που το 65% του ενεργητικού του, κατά μέσο όρο τριμήνου, είναι επενδυμένο σε μετοχές διαφόρων εταιριών, συνήθως εισηγμένων σε χρηματιστηριακές αγορές. Αυτής της κατηγορίας τα αμοιβαία κεφάλαια παρέχουν υψηλότερες αποδόσεις από τα ομολογιακά όπως και σημαντικά υψηλότερο κίνδυνο. Η αξία των μεριδίων των μετοχικών κεφαλαίων παρουσιάζει τη μεγαλύτερη

διακύμανση από όλες τις άλλες κατηγορίες αμοιβαίων καθώς οι μετοχές, καθημερινά διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια αξιών και ανάλογα με τη ζήτηση και την προσφορά τους οι τιμές τους διαμορφώνονται σε ένα συγκεκριμένο επίπεδο συνήθως διαφορετικό από αυτό της προηγούμενης μέρας.

Τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια χωρίζονται σε κατηγορίες ως προς το σκοπό τους, ο οποίος στηρίζεται στην επενδυτική πολιτική του κάθε αμοιβαίου. Έτσι έχουμε: (Καραθανάσης Γ & Λυμπερόπουλος Γ σελ. 132, 2002)

- Ø Επιθετικά υπεραξίας αμοιβαία κεφάλαια
- Ø Αμοιβαία κεφάλαια υπεραξίας
- Ø Αμοιβαία κεφάλαια εισοδήματος
- Ø Αμοιβαία κεφάλαια υπεραξίας και εισοδήματος
- Ø Κλαδικά αμοιβαία κεφάλαια

Τα επιθετικά υπεραξίας αμοιβαία κεφάλαια έχουν ως επενδυτικό σκοπό την επίτευξη μέγιστων κεφαλαιακών κερδών (υπεραξία), αναλαμβάνοντας ταυτόχρονα υψηλούς επενδυτικούς κινδύνους. Για την επίτευξη αυτού του στόχου, οι διαχειριστές επενδύουν σε μετοχές υψηλού κινδύνου όπως: κερδοσκοπικές μετοχές, μετοχές αναπτυσσόμενων εταιρειών, μετοχές εταιρειών οι οποίες περνούν προσωρινά δύσκολες στιγμές κ.λ.π. Το κριτήριο για την επένδυση σε μια εταιρεία δεν είναι το μέγεθος της αλλά ο ρυθμός αύξησης των κερδών της.

Τα αμοιβαία κεφάλαια της κατηγορίας αυτής προσφέρουν όπως είναι φυσιολογικό, χαμηλές μερισματικές αποδόσεις και σε γενικές γραμμές παρουσιάζουν ικανοποιητική συμπεριφορά όταν οι χρηματιστηριακές αγορές είναι ανοδικές, ενώ υποφέρουν από σημαντικές ζημιές σε περιόδους όπου οι αγορές είναι καθοδικές. Επίσης, το μέγεθος τους είναι σχετικά μικρό καθώς όσο μικρότερο είναι το μέγεθος του τόσο πιο ευέλικτο είναι. Αρκετές φορές αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια για να δώσουν μεγαλύτερη ώθηση στο ενεργητικό τους ακολουθούν επικίνδυνες πολιτικές όπως η λήψη δανείων και η επένδυση των δανειζόμενων κεφαλαίων, η πώληση μετοχών που δεν έχουν στην κατοχή τους ελπίζοντας πως η τιμή αυτών των μετοχών θα μειωθεί στο άμεσο μέλλον οπότε θα μπορέσουν να την αγοράσουν σε χαμηλότερη τιμή από αυτή στην οποία την πούλησαν συνεπώς θα πραγματοποιήσουν σημαντικά κέρδη.

Τα αμοιβαία κεφάλαια αυτού του τύπου προτείνονται σε επενδυτές με μακροπρόθεσμο ορίζοντα (άνω της πενταετίας), οι οποίοι δέχονται να αναλάβουν υψηλούς κινδύνους με την προοπτική να αποκομίσουν υψηλές υπεραξίες. Επιπρόσθετα προτείνονται σε επενδυτές οι οποίοι έχουν την ικανότητα να προβλέπουν την κίνηση της χρηματιστηριακής αγοράς.

Τα αμοιβαία κεφάλαια υπεραξίας έχουν ως αντικειμενικό σκοπό τη μακροπρόθεσμα αύξηση των κεφαλαιακών κερδών, όμως σε αντίθεση με τα επιθετικά, δεν χρησιμοποιούν κερδοσκοπικές τακτικές. Οι διαχειριστές των συγκεκριμένων αμοιβαίων αναζητούν μετοχές εταιρειών που έχουν κυρίαρχη θέση στον κλάδο τους και διακρίνονται για την ποιότητα της διοίκησης τους. Στοχεύουν εταιρείες που έχουν υψηλά περιθώρια κέρδους και μπορούν να επιτύχουν υψηλές αποδόσεις για μια σειρά ετών. Κατανοούμε λοιπόν, πως απευθύνονται σε επενδυτές οι οποίοι αποβλέπουν σε μακροχρόνια κεφαλαιακά κέρδη και αδιαφορούν σχετικά με τις τρέχουσες μερισματικές αποδόσεις.

Από την πλευρά τους τα αμοιβαία κεφάλαια εισοδήματος είναι πιο γνωστά ως αμοιβαία κεφάλαια εισοδήματος από μετοχές και το μεγαλύτερο μέρος του χαρτοφυλακίου τους αποτελείται από μετοχές εταιρειών, οι οποίες διανέμουν το υψηλότερο ποσοστό των κερδών τους με τη μορφή μερισμάτων.

Αναφερόμενοι στα αμοιβαία κεφάλαια εισοδήματος και υπεραξίας μπορούμε να πούμε πως επενδύουν σε κοινές μετοχές εταιρειών, οι οποίες έχουν δείξει σημαντικές παρελθούσες αυξήσεις στις τιμές των μετοχών τους, αλλά και ταυτόχρονα μια σταθερή μερισματική πολιτική. Αυτός ο τύπος επένδυσης προσπαθεί να συνδυάσει μακροπρόθεσμα κεφαλαιακά κέρδη και ταυτόχρονα μια σταθερή ροή εισοδήματος υπό τη μορφή μερισμάτων.

Τέλος, τα κλαδικά αμοιβαία κεφάλαια είναι αυτά τα οποία εξειδικεύονται σε συγκεκριμένους κλάδους όπως ενέργεια, τεχνολογία, νοσοκομειακή περίθαλψη κ.τ.λ.

6.9.4 ΜΙΚΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Η βασική αρχή ότι η διαφοροποίηση ελαχιστοποιεί τον κίνδυνο βρίσκει την πιο κατάλληλη εφαρμογή της στα μικτά αμοιβαία κεφάλαια. Το χαρτοφυλάκιο αυτού του είδους επένδυσης περιλαμβάνει κοινές μετοχές, προνομιούχες μετοχές, ομόλογα και ομολογίες. Στόχος τους είναι η εξασφάλιση ενός ικανοποιητικού εισοδήματος για τους μεριδιούχους, ενώ η πραγματοποίηση κεφαλαιακών κερδών δεν παραβλέπεται εντελώς.

Ως αποτέλεσμα του είδους των επενδύσεων που πραγματοποιούν αλλά και του βαθμού διαφοροποίησης που επιτυγχάνουν ο κίνδυνος περιορίζεται σε ανεκτά επίπεδα. Οι αποδόσεις των μικτών αμοιβαίων παρουσιάζουν συνήθως μικρότερες διακυμάνσεις από αυτές των μετοχικών αλλά μεγαλύτερες από αυτές των ομολογιακών. Αυτά τα χαρακτηριστικά κινδύνου και απόδοσης τα καθιστούν ιδιαίτερα ελκυστικά στους νέους επενδυτές που θέλουν να επενδύσουν σε μετοχικούς τίτλους αλλά δεν έχουν την εμπειρία και ψυχολογία να επενδύσουν σε αμιγή μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια.

6.9.5 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΔΕΙΚΤΩΝ

Ένα αμοιβαίο δεικτών είναι ένα αμοιβαίο το οποίο αντιγράφει σε μεγάλο βαθμό τη διάρθρωση ενός χρηματιστηριακού δείκτη. Τα αμοιβαία κεφάλαια που ανήκουν σε αυτήν την κατηγορία ανήκουν σε αυτή την κατηγορία έχουν μια πολύ σαφή επενδυτική πολιτική. Συγκεκριμένα, επενδύουν τα κεφάλαια τους στο χαρτοφυλάκιο των χρηματιστηριακών τίτλων που συνθέτουν ένα δείκτη, δηλαδή ο διαχειριστής του συγκεκριμένου αμοιβαίου επιλέγει τα είδη των μετοχών όπως και την ποσόστωση τους στο χαρτοφυλάκιο ώστε αυτό να μιμείται το δείκτη αναφοράς που επιθυμεί (www.mutualfundsresource.com). Οι υπάρχοντες δείκτες απαρτίζονται από συγκεκριμένο είδος τίτλων όπως μετοχές, ομολογίες ή εμπορεύματα. Επιπλέον οι δείκτες αυτοί μπορεί να αφορούν συγκεκριμένους κλάδους της οικονομίας (βιομηχανία, ενέργεια, μεταφορές, υψηλή τεχνολογία κ.τ.λ.) ή συγκεκριμένα εμπορεύματα (σιτηρά, έλαια, πολύτιμα μέταλλα κ.τ.λ.). Η επενδυτική στρατηγική στηρίζεται στην αγορά των τίτλων που απαρτίζουν το συγκεκριμένο δείκτη κατά το ποσοστό συμμετοχής του καθενός στον υπολογισμό του δείκτη. Οποιαδήποτε αλλαγή τίτλων και ποσοστού συμμετοχής στο δείκτη καθιστά υποχρεωτική παρόμοια αλλαγή στις επενδύσεις

αμοιβαίου κεφαλαίου. Η υποχρεωτική αυτή σύμπλευση της επενδυτικής στρατηγικής του αμοιβαίου κεφαλαίου με τη δομή του δείκτη είναι το μεγαλύτερο πλεονέκτημα αυτού του είδους αμοιβαίου κεφαλαίου (Μυλωνάς Ν, 1999, σελ.72). Αυτό συμβαίνει γιατί η επενδυτική στρατηγική συγκεντρώνεται στην παρακολούθηση του δείκτη. Στόχος λοιπόν του συγκεκριμένου αμοιβαίου είναι να επιτυγχάνει τις αποδόσεις του γενικού δείκτη με τον οποίο είναι συνδεδεμένο. Επίσης δεν υπάρχει η ανάγκη συνεχούς αναθεώρησης του χαρτοφυλακίου στα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών. Αποτέλεσμα των παραπάνω είναι να ελαχιστοποιείται το κόστος που προέρχεται από την αμοιβή συμβούλων επένδυσης και άλλων αναλυτών.

Η συγκεκριμένη επενδυτική επιλογή θα λέγαμε πως ταιριάζει σε άτομα με αποστροφή στον κίνδυνο αφού θα λέγαμε πως ακολουθεί μια αμυντική πολιτική. Παρόλο αυτό, η ύπαρξη πολλών δεικτών που εκπροσωπούν διάφορα είδη μετοχών, ομολογιών ή εμπορευμάτων δίνει τη δυνατότητα και στους επιθετικούς επενδυτές μέσω μιας επιθετικής κατανομής των κεφαλαίων μέσω της αυξομείωσης κατοχής μεριδίων στα αντίστοιχα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών ανάλογα με τις προβλέψεις του επενδυτή.

6.10 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ – ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Όπως κάθε επενδυτικός θεσμός έχει τα θετικά και τα αρνητικά του στοιχεία έτσι και τα αμοιβαία κεφάλαια δεν θα μπορούσαν να αποτελέσουν εξαίρεση και διαθέτουν πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα.

6.10.1 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Ένα σημαντικό πλεονέκτημα που προσφέρει ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι η ρευστότητα και με τον όρο αυτό εννοούμε το να μπορεί ο επενδυτής να τοποθετεί τα χρήματά του σε μια επένδυση και να μπορεί να τα αποσύρει εύκολα και γρήγορα χωρίς κάποια ποινή (Φίλιππας Ν. σελ. 130, 1999). Επιπρόσθετα, μια επένδυση θεωρείται εύκολα ρευστοποιήσιμη όταν η ικανότητα της να αγορασθεί ή να πωληθεί είναι υψηλή. Κατανοούμε λοιπόν πως η επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια είναι υψηλά ρευστοποιήσιμη επένδυση. Ο επενδυτής των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν δεσμεύει τα

χρήματα του για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και μπορεί οποτεδήποτε να ρευστοποιήσει τα μερίδια του, δεν υπάρχει ελάχιστο χρονικό όριο πώλησης των μεριδίων και βάσει του ισχύοντος νόμου η εξαγορά των μεριδίων μπορεί να γίνει ανά πάσα στιγμή κατόπιν αίτησης του κομιστή του τίτλου, στην τιμή εξαγοράς της επόμενης εργάσιμης ημέρας από τη λήψη της αίτησης. Το αντίτιμο καταβάλλεται στο δικαιούχο εντός πέντε ημερών.

Ένα ακόμη πλεονέκτημα των αμοιβαίων κεφαλαίων αποτελεί η μείωση του επενδυτικού κινδύνου μέσω της διαφοροποίησης των επενδύσεων. Αυτό που οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων κάνουν είναι να επενδύουν τα χρήματα που τους εμπιστεύονται οι μεριδιούχοι σε διάφορες κινητές αξίες, επιτυγχάνοντας με αυτό τον τρόπο μεγάλη διασπορά. Μέσα από την επένδυση σε διάφορα επενδυτικά στοιχεία ο επενδυτικός κίνδυνος που αντιμετωπίζει ο μεριδιούχος μειώνεται, καθώς η άσχημη πορεία ενός ή περισσότερων επενδυτικών στοιχείων θα αντισταθμιστεί από τη θετική πορεία κάποιων άλλων επενδυτικών στοιχείων που περιλαμβάνονται στο εν λόγω χαρτοφυλάκιο. Η διαφοροποίηση αποτελεί το πιο σημαντικό πλεονέκτημα των αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς δίνει τη δυνατότητα στους επενδυτές με σχετικά περιορισμένους πόρους να εκμεταλλεύονται τη διαφοροποίηση σε τέτοιο βαθμό που δεν θα ήταν εφικτό αγοράζοντας με μονωμένες μετοχές (John Haslem 2003, σελ. 25).

Όπως αναφέραμε και στην αρχή της εργασίας ο συνολικός κίνδυνος μιας μεμονωμένης επένδυσης μπορεί να χωριστεί σε δύο μέρη, το συστηματικό κίνδυνο ή κίνδυνο αγοράς και το μη συστηματικό ή ειδικό κίνδυνο. Σύγχρονες μελέτες (Φίλιππας Ν. Αμοιβαία Κεφάλαια & Χρηματιστηριακό Περιβάλλον, 1999 σελ. 128) δείχνουν πως ο συνολικός κίνδυνος της μέσης μετοχής αποτελείται από 30% από το συστηματικό κίνδυνο και κατά 70% από το μη συστηματικό κίνδυνο, πράγμα που σημαίνει πως το 30% της συνολικής μεταβλητότητας της τιμής μιας μετοχής οφείλεται στη μεταβλητότητα της χρηματιστηριακής αγοράς και 70% σε παράγοντες που σχετίζονται με την αντίστοιχη εταιρεία στην οποία ανήκει η μετοχή. Ο μη συστηματικός κίνδυνος μπορεί να εξαλειφθεί μέσω της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου, έτσι οι κάτοχοι καλά διαφοροποιημένων χαρτοφυλακίων και συνεπώς καλά διαφοροποιημένων αμοιβαίων κεφαλαίων θα κερδίσουν αποδόσεις οι οποίες θα αντιστοιχούν σε αποδόσεις περιουσιακών στοιχείων υψηλού κινδύνου ενώ ταυτόχρονα αναλαμβάνουν το 1/3 του κινδύνου.

Διασπορά των επενδύμενων κεφαλαίων επιτυγχάνεται από τα αμοιβαία κεφάλαια κάθε τύπου ακόμα και από αυτά των οποίων η ονομασία δηλώνει μια πιο περιορισμένη διασπορά των επενδύσεων. Έτσι ακόμα και σε ένα κλαδικό αμοιβαίο κεφάλαιο επιτυγχάνεται κάποια διαφοροποίηση καθώς αφού επενδύουν σε ένα μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου, εξαλείφουν εν μέρει το μη συστηματικό κίνδυνο όμως τα αμοιβαία κεφάλαια που τοποθετούν τα χρήματα των μεριδιούχων σε περισσότερους από ένα κλάδους επιτυγχάνουν καλύτερη διαφοροποίηση.

Ένα άλλο εξίσου σημαντικό πλεονέκτημα που προσφέρουν τα αμοιβαία κεφάλαια στους επενδυτές, είναι η ύπαρξη συνεχούς επαγγελματικής διαχείρισης των χρημάτων τους. Η ποιότητα της διοίκησης που ασκείται αποτελεί το σημαντικότερο στοιχείο στην επιτυχία κάθε επιχειρηματικής δραστηριότητας, συνεπώς κατανοούμε πόσο σημαντική είναι η επαγγελματική διαχείριση που παρέχουν τα αμοιβαία κεφάλαια (John Haslem 2003, σελ. 58).

Οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι εξειδικευμένα στελέχη με μεγάλη εμπειρία και υψηλό επίπεδο γνώσεων και έτσι οι επενδυτές απαλλάσσονται από το άγχος της συνεχούς παρακολούθησης των επενδύσεων. Τα στελέχη αυτά εργάζονται αποκλειστικά για το συμφέρον των μεριδιούχων. Τα στελέχη αυτά έχουν ως κύρια αποστολή, όσα ο μεριδιούχος δεν έχει την ικανότητα, το χρόνο ή τη διάθεση να κάνει από μόνος του, όπως την παρακολούθηση των αγορών, την ανάλυση των οικονομικών εξελίξεων, την έρευνα και ανάλυση εταιρειών, την αναζήτηση ευκαιριών στις αγορές ομολόγων και τη λήψη αποφάσεων για τις κινητές αξίες που θα αγοραστούν ή θα πουληθούν (Καραθανάσης Γ & Λυμπερόπουλος Γ, 2002, σελ. 110).

Παράλληλα, μέσω της εμπειρίας τους στην αγορά έχουν αποκτήσει επαρκείς γνώσεις αναφορικά με τις ιδιομορφίες που παρουσιάζουν τόσο η ελληνική όσο και η διεθνής αγορά.

Κατανοούμε από όλα τα παραπάνω πως τα αμοιβαία κεφάλαια είναι η κατάλληλη επένδυση για επενδυτές μικρών και μεσαίων οικονομικών δυνατοτήτων, πράγμα που αποτελεί πλεονέκτημα για αυτού του είδους την επένδυση. Ο λόγος είναι ότι η επένδυση σε αμοιβαία προσφέρει πρόσβαση σε υψηλής ποιότητα τεχνογνωσία και επαγγελματική διαχείριση με ελάχιστο ποσό χρημάτων. Αξίζει να τονιστεί πως παρέχεται η δυνατότητα

στον μεριδιούχο ακόμα και με ένα πολύ μικρό ποσό χρημάτων να γίνει συμμετοχος σε χαρτοφυλάκιο με ικανοποιητική διασπορά πράγμα που δεν μπορεί να γίνει με άλλο είδος επένδυσης. Τα περισσότερα αμοιβαία κεφάλαια στην Ελλάδα έχουν κατώτερο όριο τα 750 με 1500 € ποσό σημαντικά χαμηλότερο από τα χρήματα που θα έπρεπε να διαθέσει ένα άτομο προκειμένου να αναλάβει την επένδυση τους κάποιος επενδυτικός σύμβουλος. Επιπλέον, μέσω των προγραμμάτων συνεχούς επένδυσης, οι επενδυτές συμφωνούν σε τακτά χρονικά διαστήματα να τοποθετούν ένα συγκεκριμένο ποσό χρημάτων ανάλογα με τις δυνατότητες τους. Σε αυτές τις περιπτώσεις δεν ισχύει το προηγούμενο ελάχιστο όριο που αναφέραμε και υπάρχουν αμοιβαία κεφάλαια που με 150 € παρέχουν τη δυνατότητα στο επενδυτικό κοινό να έχει πρόσβαση στις εγχώριες και διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Αξίζει να τονίσουμε ότι για αυτό το επίπεδο χρημάτων πολλές τράπεζες δεν παρέχουν καν τόκο.

Ένα ακόμα πολύ σημαντικό πλεονέκτημα της επένδυσης σε αμοιβαία κεφάλαια είναι η ευκολία παρακολούθησης της εξέλιξης των χρημάτων που έχουν επενδυθεί σε αυτά, που αποτελεί άλλωστε μία από τις βασικές απαιτήσεις των επενδυτών αφού επιθυμούν να γνωρίζουν κάθε στιγμή την πορεία των επενδύσεων τους. Η παρακολούθηση της πορείας των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι απλή καθώς μετά το κλείσιμο του χρηματιστηρίου, υπολογίζονται σε ελάχιστο χρόνο οι καθαρές τιμές, οι τιμές εξαγοράς, και οι τιμές διάθεσης των μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων. Οι τιμές αυτές την επόμενη μέρα δημοσιεύονται σε όλες τις οικονομικές και πολιτικές εφημερίδες, αυξάνοντας έτσι τη διαφάνεια του θεσμού.

Η σημαντικότητα αυτού του στοιχείου των αμοιβαίων κεφαλαίων φαίνεται αν φανταστούμε έναν επενδυτή που κατέχει ένα χαρτοφυλάκιο με 20-30 μετοχές και έτσι τα προβλήματα αλλά και τα κόστη παρακολούθησης της απόδοσης των αξιόγραφων είναι σημαντικά.

Επιπλέον τα αμοιβαία κεφάλαια, λόγω του σημαντικού μεγέθους τους μπορούν να επιτύχουν χαμηλές χρηματιστηριακές προμήθειες ως προς ένα ατομικό και μεμονωμένο επενδυτή μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων.

Δεν πρέπει να ξεχνάμε πως η επιτυχία κάθε προϊόντος κρίνεται από τις πωλήσεις του συνεπώς κατανοούμε πως το δίκτυο διανομής είναι πολύ κρίσιμο σημείο για κάθε

προϊόν. Σε αυτό τον τομέα λοιπόν το αμοιβαίο κεφάλαιο υπερνικά τα άλλα μεμονωμένα επενδυτικά στοιχεία, μετοχές και ομόλογα, καθώς διαθέτουν ένα ευρύτερο δίκτυο πώλησης καθώς η διάθεση των αμοιβαίων κεφαλαίων γίνεται μέσω των ΑΕΔΑΚ, μέσω των τραπεζών και των υποκαταστημάτων τους, των οποίων η ΑΕΔΑΚ είναι θυγατρική εταιρεία, καθώς και μέσω των ασφαλιστικών εταιριών. Αντίθετα όταν ένας επενδυτής θέλει να επενδύσει σε μετοχές θα πρέπει να αποτανθεί σε κάποια από τις χρηματιστηριακές εταιρείες ενώ όταν θέλει να επενδύσει σε ομόλογα θα πρέπει να αποτανθεί σε κάποιες συγκεκριμένη τράπεζα που διαθέτει το συγκεκριμένο ομόλογο που επιθυμεί.

Τέλος τα αμοιβαία κεφάλαια θεωρούνται από τις πιο ασφαλείς επενδύσεις από πλευράς νομικής κάλυψης αφού η λειτουργία του συγκεκριμένου θεσμού διέπεται από ολοκληρωμένη νομοθεσία και το θεσμικό πλαίσιο καθορίζεται τόσο από την Ευρωπαϊκή νομοθεσία όσο και από τις σχετικές νομοθετικές ρυθμίσεις της χώρας μας. Επιπρόσθετα, η ύπαρξη των μητρικών εταιριών των ΑΕΔΑΚ εξασφαλίζουν την ομαλή λειτουργία του θεσμού και την απόλυτη φερεγγυότητα του. (Καραθανάσης Γ & Λυμπερόπουλος Γ, 2002 σελ. 115)

6.10.2 ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Ο συνετός επενδυτής θα πρέπει να γνωρίζει ότι πάντα για κάθε επενδυτικό προϊόν που υπάρχει στην αγορά υπάρχουν μια σειρά από άλλα ανταγωνιστικά επενδυτικά προϊόντα τα οποία ενδέχεται να ικανοποιούν καλύτερα τις συγκεκριμένες ανάγκες του. Είναι φυσικό πως τα αμοιβαία κεφάλαια δεν μπορούν να προσφέρουν τα πάντα.

Πρώτα από όλα υπάρχουν επενδυτές οι οποίοι δεν επιθυμούν επαγγελματική διαχείριση, καθώς διαθέτουν γνώσεις και εμπειρία ώστε να δημιουργήσουν το δικό τους χαρτοφυλάκιο πιστεύοντας πως η επιλογή και η διαχείριση του από μεριάς τους είναι η πλέον αποδοτική. Συνεπώς δεν χρειάζεται να αποταθούν σε κάποιο αμοιβαίο κεφάλαιο όπου ουσιαστικά αποκτούν μερίδιο σε ένα χαρτοφυλάκιο που έχει δημιουργήσει κάποιος άλλος και επιπλέον βαρύνονται με μια σειρά εξόδων. Το φαινόμενο αυτό έχει ονομασθεί διεθνώς ως «η γοητεία του ξεχωριστού λογαριασμού». (Φίλιππας Ν. 1999, σελ. 132).

Επίσης, ένα σημαντικότατο μειονέκτημα των αμοιβαίων κεφαλαίων αποτελούν τα διάφορα έξοδα τα οποία συνοδεύουν τη λειτουργία του. Αυτά είναι οι προμήθειες εξαγοράς και διάθεσης του αμοιβαίου κεφαλαίου, οι αμοιβές διαχείρισης που αντιπροσωπεύουν τα άτομα, τα οποία, διαχειρίζονται τα κεφάλαια των μεριδιούχων, οι λειτουργικές δαπάνες, και οι αμοιβές και οι προμήθειες του θεματοφύλακα. Ειδικότερα, τα έξοδα αυτά επιβαρύνουν την καθαρή τιμή του αμοιβαίου κεφαλαίου, συνεπώς μειώνουν και την επίδοση του.

Τα παραπάνω λεγόμενα έρχονται να τα επιβεβαιώσουν και έρευνες που διεξήχθησαν ώστε να φανερωθεί η σχέση εξόδων των αμοιβαίων κεφαλαίων και της επίδοσης τους. Έτσι ο Malkie μέσω μιας παλινδρόμησης όπου θεώρησε ως ανεξάρτητες μεταβλητές τα έξοδα που έχουν σχέση με την επενδυτική διαχείριση και τα έξοδα που δεν έχουν σχέση με την επενδυτική πολιτική (π.χ. έξοδα μάρκετινγκ) και ως εξαρτημένη την επίδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου απόδειξε πως υπάρχει αρνητική σχέση της επίδοσης με τα έξοδα που δεν συνδέονται με τη διαχείριση ενώ θετική με τα έξοδα τα οποία διατίθενται για επενδυτικές δραστηριότητες, πράγμα φυσιολογικό. Μάλιστα, εκτίμησε πως για κάθε ένα δολάριο που διατίθεται για μη επενδυτικές δραστηριότητες η μέση επίδοση πέφτει κατά τρία δολάρια (Malkie 1995). Επιπρόσθετα, σε παρόμοια συμπεράσματα κατέληξε και ο Carhart και εκτίμησε ότι κάθε αύξηση 1% των εξόδων καταλήγει σε μείωση της επιπλέον επίδοσης κατά 1,54%, όπως και ότι κάθε αύξηση του κόστους συναλλαγών κατά 1% μειώνει την επιπλέον απόδοση κατά 0,95% (Carhart 1997), πράγμα που σημαίνει πως τα αμοιβαία κεφάλαια αδυνατούν να επωφεληθούν από στρατηγικές στιγμιαίας επένδυσης καθώς οι συναλλαγές μειώνουν την αποδοτικότητα.

Ένα άλλο μειονέκτημα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι το ότι δεν καλύπτουν τον επενδυτή ο οποίος επιθυμεί να αναλάβει μεγάλους κινδύνους επενδύοντας τα χρήματα του σε μερικούς μόνο τίτλους. Βέβαια αυτού του είδους ο επενδυτής δεν επιθυμεί διαφοροποίηση όμως τα αμοιβαία κεφάλαια έγιναν γνωστά ακριβώς για τη διαφοροποίηση την οποία αποτυγχάνουν ως αντίβαρο των ζημιών που υπέστησαν πολλοί μεμονωμένοι επενδυτές οι οποίοι αρνήθηκαν να διαφοροποιήσουν τις επενδύσεις τους.

Επιπρόσθετα, η ανοιχτή δομή των αμοιβαίων κεφαλαίων, για την οποία μιλήσαμε στην αρχή του κεφαλαίου, εγκυμονεί προβλήματα στο διαχειριστή επενδύσεων σε περιόδους

έντονων ψυχολογικών διακυμάνσεων. Έχει παρατηρηθεί παγκοσμίως (Φίλιππας Ν.1999, σελ. 132) πως σε περιόδους ανόδους της αγοράς οι επενδυτές έχουν την τάση να τοποθετούν τα κεφάλαια τους σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια όπου οι διαχειριστές τα επενδύουν σε υψηλές τιμές. Αντίθετα, όταν η αγορά είναι καθοδική οι μεριδιούχοι προβαίνουν σε εξαγορές αναγκάζοντας τους διαχειριστές να ρευστοποιούν πρόωρα μέρος του χαρτοφυλακίου τους και να υφίστανται το κόστος από την πώληση μετοχών καθώς και από την προεξόφληση άλλων αξιογράφων σε τιμή χαμηλότερη από την τιμή αγοράς. Αποτέλεσμα αυτού είναι οι διαχειριστές να διατηρούν ένα υψηλό επίπεδο ρευστών διαθεσίμων, ώστε σε περιόδους ύφεσης της αγοράς να μπορούν να καλύψουν ένα μεγάλο αριθμό εξαγορών, αφού το αμοιβαίο κεφάλαιο οφείλει να εξαγοράζει όσα μερίδια επιθυμούν οι μεριδιούχοι του. Συνεπακόλουθο των παραπάνω, είναι οι διαχειριστές να καταστρατηγούν τις προσωπικές τους επιλογές και να προβαίνουν σε λανθασμένες επενδυτικές αποφάσεις όπως το να αγοράζουν σε υψηλές τιμές, να πωλούν σε χαμηλές και να κρατούν μεγάλα ποσά χωρίς να τα επενδύουν αποτελεσματικά.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 6

1. Καραθανάσης Γεώργιος & Λυμπερόπουλος Γεώργιος, *Αμοιβαία Κεφάλαια*, Εκδόσεις Μπένου, 2002, σελ. 36-37.
2. Καραθανάσης Γεώργιος & Λυμπερόπουλος Γεώργιος, *Αμοιβαία Κεφάλαια*, Εκδόσεις Μπένου, 2002, σελ 27
3. Μυλωνάς Νικόλαος, *Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια*, Εκδόσεις Σάκκουλα, 1999, σελ. 59
4. Μυλωνάς Νικόλαος, *Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια*, Εκδόσεις Σάκκουλα, 1999, σελ. 35
5. Καραθανάσης Γεώργιος & Λυμπερόπουλος Γεώργιος, *Αμοιβαία Κεφάλαια*, Εκδόσεις Μπένου, 2002, σελ 69
6. Μυλωνάς Νικόλαος, *Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια*, Εκδόσεις Σάκκουλα, 1999, σελ. 62
7. Καραθανάσης Γεώργιος. & Λυμπερόπουλος Γεώργιος, *Αμοιβαία Κεφάλαια*, Εκδόσεις Μπένου, 2002, σελ.73- 75
8. www.agii.gr, Ένωση Θεσμικών Επενδυτών
9. Μυλωνάς Νικόλαος, *Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια*, Εκδόσεις Σάκκουλα, 1999, σελ. 65
10. Καραθανάσης Γεώργιος. & Λυμπερόπουλος Γεώργιος, *Αμοιβαία Κεφάλαια*, Εκδόσεις Μπένου, 2002, σελ. 87
11. Καραθανάσης Γεώργιος. & Λυμπερόπουλος Γεώργιος, *Αμοιβαία Κεφάλαια*, Εκδόσεις Μπένου, 2002, σελ. 123-124
12. Φίλιππας Νικλόλαος, *Αμοιβαία Κεφάλαια & Χρηματιστηριακό Περιβάλλον*, Εκδόσεις Globus Invest, 1999 σελ. 117.
13. Καραθανάσης Γεώργιος & Λυμπερόπουλος Γεώργιος, *Αμοιβαία Κεφάλαια*, Εκδόσεις Μπένου, 2002σελ. 126,
14. Καραθανάσης Γεώργιος & Λυμπερόπουλος Γεώργιος, *Αμοιβαία Κεφάλαια*, Εκδόσεις Μπένου, 2002, σελ. 132.
15. www.mutualfundsresource.com , Types of Mutual Funds.
16. Μυλωνάς Νικόλαος, *Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια*, Εκδόσεις Σάκκουλα, 1999, σελ. 72

17. **Φίλιππος Νικόλαος**, *Αμοιβαία Κεφάλαια & Χρηματιστηριακό Περιβάλλον*, Εκδόσεις **Globus Invest**, 1999σελ. 128-130.
18. **John A. Haslem**, *Mutual Funds: Risk and Performance Analysis for Decision Making*, **Blackwell Publishing**, σελ. , 2003.
19. **Καραθανάσης Γεώργιος & Λυμπερόπουλος Γεώργιος**, *Αμοιβαία Κεφάλαια*, Εκδόσεις **Μπένου**, 2002, σελ. 110.
20. **Καραθανάσης Γεώργιος & Λυμπερόπουλος Γεώργιος**, *Αμοιβαία Κεφάλαια*, Εκδόσεις **Μπένου**, 2002 σελ. 115.
21. **Malkiel, Burton G**, «*Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971-1991*», 1995, **Journal of Finance**, Τόμος 50, σελ. 549 – 572.
22. **Chachart Mark**, «*On Persistence in Mutual Fund Performance*», **Journal of Finance**, Τόμος 52, Μάρτιος 1997 σελ. 57 – 82.
23. **Φίλιππος Νικόλαος**, *Αμοιβαία Κεφάλαια & Χρηματιστηριακό Περιβάλλον*, Εκδόσεις **Globus Invest**, 1999, σελ. 132.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 : ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

7.1 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ, ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΙΜΟΛΟΓΗΣΕΩΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

Όπως έγινε κατανοητό από το προηγούμενο κεφάλαιο το αμοιβαίο κεφάλαιο ουσιαστικά είναι ένα πλήρες χαρτοφυλάκιο επενδύσεων και για αυτό η ανάλυση μας ως προς τον κίνδυνο και την απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων θα στηριχτεί στη σύγχρονη θεωρία πάνω στην επιλογή και στη διαχείριση χαρτοφυλακίου.

Η σύγχρονη θεωρία της ανάλυσης χαρτοφυλακίου βασίστηκε σε μια πρωτοποριακή εργασία του Harry Markowitz που δημοσιεύτηκε το 1952 βασισμένη στη διδακτορική του διατριβή στο πανεπιστήμιο του Σικάγο και στον οποίο απονεμήθηκε το νόμπελ οικονομικών για αυτή του την έρευνα.

Ο Markowitz έδειξε πως οι ορθολογικοί επενδυτές επιλέγουν την επένδυση τους στηριζόμενοι σε δυο παράγοντες, οι οποίοι είναι το αναμενόμενο κέρδος και ο κίνδυνος (H. Markowitz 1952). Το κέρδος μετριέται με βάση τη μέση απόδοση της επένδυσης, ενώ ο κίνδυνος μετριέται με βάση τη διακύμανση που παρουσιάζουν οι αποδόσεις μιας επένδυσης από τη μέση απόδοση. Όσο μεγαλύτερη είναι η διακύμανση των αποδόσεων τόσο μεγαλύτερο κίνδυνο διαθέτει το συγκεκριμένο χαρτοφυλάκιο.

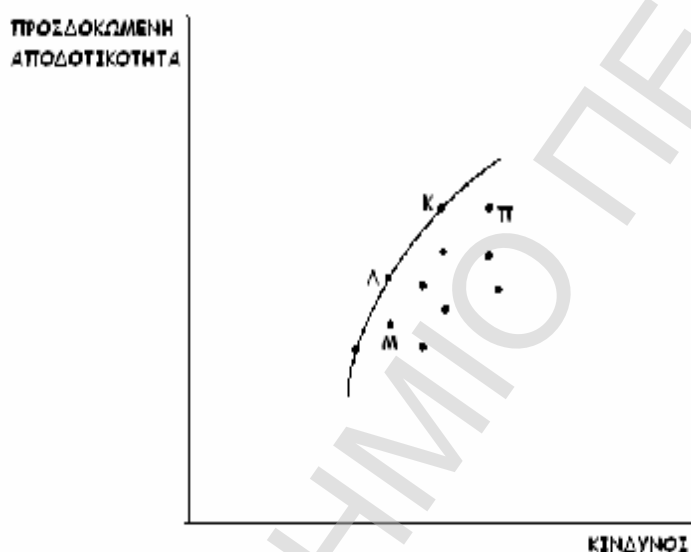
Σύμφωνα με το Markowitz ένα χαρτοφυλάκιο θεωρείται αποδοτικό όταν δεν υπάρχει κανένα άλλο το οποίο: α) με δεδομένη προσδοκώμενη απόδοση να έχει μικρότερο κίνδυνο και β) με δεδομένο κίνδυνο να έχει μεγαλύτερη προσδοκώμενη απόδοση.

Μεθοδολογικά το υπόδειγμα που χρησιμοποιείται και σήμερα, συνίσταται από τις παρακάτω ενέργειες:

- Ø Ανάλυση των προοπτικών των υπό εξέταση μετοχών.
- Ø Δημιουργία όλων των πιθανών χαρτοφυλακίων

- Ø Επιλογή των πιο αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων
- Ø Επιλογή του μοναδικού χαρτοφυλακίου που θεωρείται ως το άριστο για έναν επενδυτή από απόψεως αποδόσεως και κινδύνου.

Οι επενδυτές λοιπόν ακολουθώντας την παραπάνω διαδικασία μπορούν να φτάσουν στο πιο αποδοτικό μέτωπο των στοιχείων όπως φαίνεται και από το παρακάτω σχήμα.



ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.1
ΜΕΤΩΠΟ ΑΠΟΔΟΤΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ

(Michel Crougny, Dan Galai, Robert Mark, 2006, σελ.111)

Είναι φανερό από το παραπάνω σχήμα πως ορισμένα στοιχεία ή χαρτοφυλάκια υπερτερούν από άλλα είτε γιατί σε δεδομένο επίπεδο κινδύνου παρουσιάζουν την ύψιστη αποδοτικότητα από τα υπόλοιπα είτε γιατί σε δεδομένο επίπεδο επίδοσης παρουσιάζουν τον ελάχιστο κίνδυνο. Αν συνδέσουμε λοιπόν τα σημεία δημιουργείται το μέτωπο αποδοτικών χαρτοφυλακίων. Τα υπόλοιπα χαρτοφυλάκια που βρίσκονται κάτω από την καμπύλη όπως το Μ απορρίπτονται καθώς ένας ορθολογικός επενδυτής δεν θα επέλεγε ένα χαρτοφυλάκιο το οποίο του δίνει μικρότερη απόδοση σε δεδομένο κίνδυνο, ενώ θα μπορούσε να επιλέξει ένα χαρτοφυλάκιο με τον ίδιο κίνδυνο αλλά με μεγαλύτερη απόδοση όπως το Α, επίσης θα απορρίπτονταν και η επιλογή ενός

χαρτοφυλακίου όπως το Π το οποίο θα απαιτούσε μεγαλύτερο κίνδυνο για μια δεδομένη απόδοση, την οποία αντιπροσωπεύει το σημείο Κ.

Οι επενδυτές όταν δημιουργούν ένα χαρτοφυλάκιο επιλέγουν να μειώσουν τη διακύμανση διαφοροποιώντας τις επενδύσεις τους. Για να το πούμε πιο καθαρά «αποφεύγουν να βάζουν πολλά αυγά στο ίδιο καλάθι». (Haslem 2003, σελ. 25) Διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου ονομάζεται η πρόσθεση επενδυτικών στοιχείων σε αυτό που έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση του κινδύνου του. Όταν το χαρτοφυλάκιο αποτελείται από αρκετά στοιχεία σημαίνει πως η μη πιθανή καλή απόδοση ενός στοιχείου μπορεί να καλυφθεί από την αντίστοιχη καλή απόδοση ενός άλλου στοιχείου κ.τ.λ. Τη διαφοροποίηση μπορούμε να τη δούμε και ως στρατηγική επιλογή επιχειρήσεων όπως παραδείγματος χάριν κάποια επιχείρηση που παράγει προϊόντα για το χειμερινό σκι παράζει και προϊόντα για το τένις, ώστε εάν δεν πάνε καλά οι πωλήσεις των προϊόντων χειμερινού σκι οι πωλήσεις των προϊόντων ενός άλλου αθλήματος όπως εν προκειμένω του τένις να λειτουργήσουν ως αντίβαρο.

Υπάρχουν τέσσερις (Φίλιππας Ν, 1999, σελ. 37) βασικές προσεγγίσεις όσον αφορά την επίτευξη διαφοροποιημένων χαρτοφυλακίων:

- Ø Απλή διαφοροποίηση
- Ø Διαφοροποίηση μεταξύ κλάδων
- Ø Περιττή διαφοροποίηση
- Ø Διαφοροποίηση κατά Markowitz

Ο τύπος της απλής διαφοροποίησης είναι γνωστός στο ευρύ επενδυτικό κοινό και τον υιοθετούν πολλοί επενδυτές αλλά και διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων. Η απλή διαφοροποίηση υποστηρίζει πως ένα χαρτοφυλάκιο το οποίο αποτελείται από 50-100 διαφορετικές μετοχές είναι καλύτερα διαφοροποιημένο από ένα χαρτοφυλάκιο το οποίο αποτελείται από 15-20 μετοχές όμως όπως θα δούμε παρακάτω αυτή η άποψη είναι λανθασμένη.

Στη διαφοροποίηση μεταξύ κλάδων γίνεται επιλογή μετοχών από διαφορετικούς βιομηχανικούς ή άλλους κλάδους ώστε να επιτύχουν καλύτερη διαφοροποίηση. Είναι προφανές ότι είναι καλύτερο να ακολουθήσει κάποιος τη διαφοροποίηση μεταξύ κλάδων παρά να επιλέξει μετοχικούς τίτλους εταιρειών που ανήκουν στον ίδιο κλάδο.

Παρόλα αυτά, η διαφοροποίηση μεταξύ κλάδων δεν παρέχει σημαντικά ικανοποιητικότερα αποτελέσματα από την τυχαία επιλογή καθώς, μελέτες (L. Fisher-J.Lorie-1970) έχουν δείξει ότι οι αποδόσεις των μετοχών σε πολλούς βιομηχανικούς κλάδους συσχετίζονται ισχυρά μεταξύ τους.

Περιττή διαφοροποίηση (Φίλιππας Ν, 1999, σελ. 38) ονομάζεται η επιπρόσθετη τυχαία είσοδος νέων μετοχών σε ένα χαρτοφυλάκιο, που μπορεί να προκαλέσει πολλά επιπρόσθετα προβλήματα. Τα κυριότερα είναι πως η τοποθέτηση ενός υπερβολικού αριθμού μετοχών σε ένα χαρτοφυλάκιο θα οδηγήσει αναπόφευκτα σε λανθασμένες επιλογές, ο διαχειριστής είναι αδύνατο να παραμένει ενημερωμένος για ένα σημαντικό αριθμό μετοχών, η ύπαρξη πολλών μετοχών σε ένα χαρτοφυλάκιο οδηγεί σε υψηλά κόστη έρευνας για τη διατήρηση πρόσφατων πληροφοριών για καθεμία από αυτές, τέλος οι συχνές αγορές μικρών ποσοτήτων μετοχών, οδηγούν σε μεγαλύτερες χρηματιστηριακές προμήθειες από ότι λιγότερο συχνές αγορές μεγαλύτερων ποσοτήτων.

Η διαφοροποίηση του Markowitz στηρίζεται στην επιλογή και στο συνδυασμό διαφόρων περιουσιακών στοιχείων, που όμως έχουν ένα σημαντικό χαρακτηριστικό: τα στοιχεία που επιλέγουν θα παρουσιάζουν υψηλό αρνητικό βαθμό συνδιακύμανσης. Στο χώρο τώρα των χρηματοοικονομικών, η συνδιακύμανση μεταξύ δυο επενδύσεων υποδηλώνει την τάση των αποδόσεων των δύο αυτών επενδύσεων να αυξάνονται και να μειώνουν μαζί καθώς και το μέγεθος αυτών των κινήσεων. Ειδικότερα αν σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα η απόδοση ενός στοιχείου Α αυξάνεται η απόδοση ενός στοιχείου Β, στο ίδιο χρονικό διάστημα, μειώνεται, τότε υπάρχει αρνητική συνδιακύμανση μεταξύ των αποδόσεων των δύο στοιχείων. Αντίστοιχα υπάρχει θετική συνδιακύμανση όταν οι αποδόσεις των δυο στοιχείων κινούνται προς την ίδια κατεύθυνση στο δεδομένο χρονικό διάστημα.

Κατανοούμε λοιπόν πως όταν συνδυάσουμε επενδύσεις με αρνητικό βαθμό συνδιακύμανσης θα δημιουργήσουμε ένα χαρτοφυλάκιο με χαμηλότερη διασπορά αποδόσεων σε σχέση με ένα άλλο χαρτοφυλάκιο το οποίο θα αποτελείται από στοιχεία που έχουν υψηλό βαθμό συνδιακύμανσης μεταξύ τους. Άμεσο αποτέλεσμα των παραπάνω είναι, πως η συνδιακύμανση μεταξύ των αποδόσεων των επενδύσεων ενός χαρτοφυλακίου θα πρέπει να ληφθεί υπόψη στη διαδικασία υπολογισμού του κινδύνου

του χαρτοφυλακίου, πράγμα που θα φανεί και αλγεβρικά στη συνέχεια όταν παραθέσουμε τον τύπο υπολογισμού του κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου.

Η προσδοκώμενη αποδοτικότητα για ένα χαρτοφυλάκιο επενδυτικών στοιχείων είναι ο σταθμικός μέσος όρος των προσδοκώμενων αποδοτικότητων από τα επιμέρους στοιχεία που αυτό περιλαμβάνει. Τους συντελεστές σταθμίσεως αποτελούν τα ποσοστά που αντιπροσωπεύουν οι αξίες των στοιχείων στη συνολική αξία του χαρτοφυλακίου.

Ο τύπος λοιπόν για τον προσδιορισμό της προσδοκώμενης απόδοσης χαρτοφυλακίου

είναι ο παρακάτω (Αποστολόπουλος 2004, σελ. 739): $E(R_p) = \sum_{i=1}^n W_i E(R_i)$

όπου : $E(R_p)$ = Η απόδοση του χαρτοφυλακίου

W_i = Το ποσοστό που αντιπροσωπεύει η αξία του στοιχείου αυτού στη συνολική αξία του χαρτοφυλακίου

$E(R_i)$ = Η αναμενόμενη απόδοση του στοιχείου i

n = Ο συνολικός αριθμός των στοιχείων που έχουν περιληφθεί στο χαρτοφυλάκιο

επίσης : $\sum_{i=1}^n W_i = W_1 + W_2 + \dots + W_n = 1$

Όσον αφορά τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου αντίθετα με τη προσδοκώμενη απόδοση για ένα χαρτοφυλάκιο επενδυτικών στοιχείων δεν είναι ο σταθμικός μέσος όρος των επενδυτικών στοιχείων που περιλαμβάνονται σε αυτόν. Αυτό οφείλεται στο ότι το χαρτοφυλάκιο αποτελείται από επενδυτικά στοιχεία που το καθένα έχει το δικό του κίνδυνο έτσι λοιπόν εκτός από τη μέτρηση του κινδύνου του κάθε μεμονωμένου στοιχείου χρειάζεται να γνωρίζουμε και την αλληλεπίδραση του κινδύνου, τη συνδιακύμανση δηλαδή, μεταξύ των επενδυμένων στοιχείων.

Ο τύπος λοιπόν που υπολογίζει τον κίνδυνο ενός χαρτοφυλακίου είναι ο παρακάτω

(Αποστολόπουλος 2004, σελ. 741): $s_p = \sqrt{\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n W_i W_j r_{ij} s_i s_j}$

Όπου $n = 0$ συνολικός αριθμός των στοιχείων που έχουν περιληφθεί στο χαρτοφυλάκιο

$W_i =$ Το ποσοστό που αντιπροσωπεύει η αξία του στοιχείου i στη συνολική αξία του χαρτοφυλακίου

$W_j =$ Το ποσοστό που αντιπροσωπεύει η αξία του στοιχείου j στη συνολική αξία του χαρτοφυλακίου

$r_{ij} =$ Η αναμενόμενη συσχέτιση μεταξύ αποδόσεων των στοιχείων i και j .

$s_i =$ Η μέση απόκλιση τετραγώνου των τιμών από την αναμενόμενη απόδοση του στοιχείου j .

$s_{ij} =$ Η συνδιακύμανση μεταξύ i και j .

Κατανοούμε λοιπόν πως ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου εξαρτάται από τη συσχέτιση μεταξύ αναμενόμενης απόδοσης των διαφόρων περιουσιακών στοιχείων που αποτελούν το χαρτοφυλάκιο, τη μέση απόκλιση τετραγώνου κάθε περιουσιακού στοιχείου και την ποσοστιαία αναλογία των επενδυμένων κεφαλαίων σε κάθε περιουσιακό στοιχείο.

Η συνδιακύμανση που στα αγγλικά ονομάζεται covariance υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο: $Cov = r_{ij} \times s_i s_j$

Όπου $r_{ij} =$ Η αναμενόμενη συσχέτιση μεταξύ αποδόσεων των στοιχείων i και j .

$s_i =$ Η μέση απόκλιση τετραγώνου των τιμών από την αναμενόμενη απόδοση του στοιχείου j .

$s_{ij} =$ Η συνδιακύμανση μεταξύ i και j .

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονιστεί ότι η συνδιακύμανση ερμηνεύεται δύσκολα (Αρτίκης Γ. 2002, σελ.199) και προκειμένου να αποφευχθεί αυτό το πρόβλημα μπορούμε να αντικαταστήσουμε τις συνδιακυμάνσεις με τους αντίστοιχους συντελεστές

συσχέτισης και έτσι θα έχουμε $P_{ij} = \frac{s_{ij}}{s_i s_j}$

Τα όρια των τιμών του συντελεστή συσχέτισης βρίσκονται στο διάστημα $[-1,+1]$. Συντελεστής συσχέτισης κοντά στη μονάδα υποδηλώνει ισχυρή παράλληλη και ομόρροπη κίνηση μεταξύ των εξεταζόμενων μεταβλητών, ενώ αντίστοιχος κοντά στο -1 ,

δείχνει ισχυρή παράλληλη αλλά αντίθετης κατεύθυνσης κίνηση. Τέλος τιμές του συντελεστή συσχέτισης κοντά στο μηδέν, υποδηλώνουν ότι οι δύο υπό εξέταση μεταβλητές κινούνται ανεξάρτητα. (Αρτίκης Γ. 2002, σελ.200)

Σύμφωνα με το Markowitz οι επενδυτές επιλέγουν επενδυτικά στοιχεία όπως μετοχές και ομόλογα με βάση τη συμβολή που αυτά έχουν στη συνολική απόδοση και στο συνολικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου. Αυτό σημαίνει πως πρέπει να υπολογίζουμε τον κίνδυνο του κάθε στοιχείου όχι με βάση την ατομική του διακύμανση αλλά με βάση την αλληλεπίδραση που θα έχει με τα άλλα στοιχεία του χαρτοφυλακίου.

Είναι αλήθεια πως η διαφοροποίηση μπορεί να οδηγήσει σε χαμηλότερο επίπεδο αποδόσεων, όμως εάν η διαφοροποίηση γίνει με προσοχή και επιλεγούν τα κατάλληλα επενδυτικά στοιχεία τότε οι επενδυτές θα είναι σε θέση να πετύχουν υψηλότερες αποδόσεις για ένα δεδομένο επίπεδο κινδύνου.

Έτσι λοιπόν όταν ο συντελεστής συσχέτισης μεταξύ δυο επενδύσεων είναι ίσος με τη μονάδα, δηλαδή όταν ανάμεσα στα δύο στοιχεία υπάρχει τέλεια θετική συσχέτιση αναφορικά με τις αναμενόμενες αποδόσεις τους τότε ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου είναι ίσος με το σταθμικό μέσο όρο των επί μέρους κινδύνων, η επένδυση σε περισσότερα από ένα επενδυτικά στοιχεία δεν έχει ευνοϊκά αποτελέσματα αφού εάν θα θέλουμε μεγαλύτερη απόδοση θα πρέπει να δεχθούμε και μεγαλύτερο κίνδυνο, συνεπώς η διαφοροποίηση δεν μπορεί να μας ωφελήσει αφού δεν υπάρχει διασπορά του κινδύνου. Αυτό μπορεί να φανεί και αλγεβρικά καθώς ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου αποτελούμενου από δυο επενδύσεις A και B δίνεται από τον τύπο:

$$s_r^2 = W_A^2 s_A^2 + W_B^2 s_B^2 + 2W_A W_B \text{cov}_{AB}$$
, όπου $\text{cov}_{AB} = r_{AB} \times s_A s_B$, άρα όταν ο συντελεστής συσχέτισης είναι ίσος με την μονάδα τότε $s_r = W_A s_A + W_B s_B$. Τώρα όταν

ο συντελεστής συσχέτισης ισούται με το μηδέν τότε $s_r^2 = W_A^2 s_A^2 + W_B^2 s_B^2$ δηλαδή

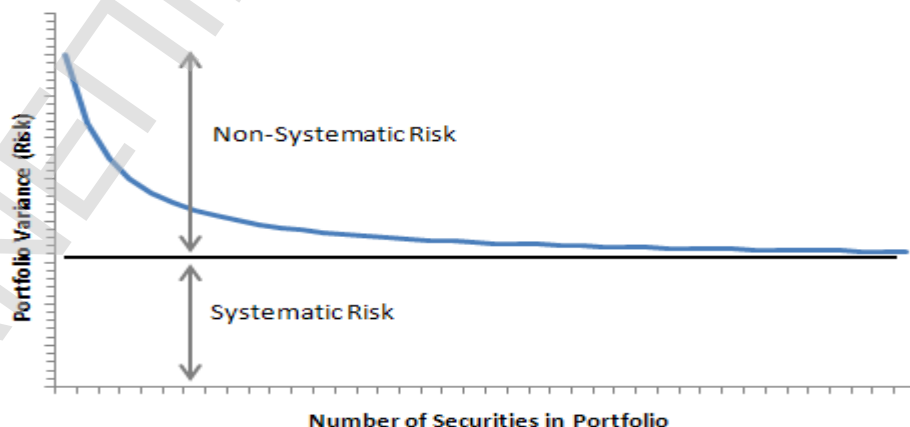
$s_r = \sqrt{W_A^2 s_A^2 + W_B^2 s_B^2}$ παρατηρούμε πως όταν $r_{AB} = 0$ ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου είναι μικρότερος από ότι όταν ο $r_{AB} = 1$ άρα στην περίπτωση αυτή η διαφοροποίηση επιφέρει ευνοϊκά αποτελέσματα. Τέλος όταν ο συντελεστής συσχέτισης είναι ίσος με -1

τότε έχουμε ότι $s_r^2 = W_A^2 s_A^2 + W_B^2 s_B^2 - 2W_A W_B \text{cov}_{AB} = s_r = W_A s_A - W_B s_B$ δηλαδή ο κίνδυνος θα ελαττωθεί περισσότερο από ότι στις δύο άλλες περιπτώσεις και αυτό

συμβαίνει γιατί όταν υπάρχει τέλεια αρνητική συσχέτιση μεταξύ των δύο επενδύσεων A και B, τότε τη στιγμή που η πραγματική απόδοση της A είναι μικρότερη από την αναμενόμενη απόδοση της, την ίδια ακριβώς στιγμή η πραγματική απόδοση της B θα είναι μεγαλύτερη από αυτή που αναμενόταν. Πρέπει να πούμε πως όταν $r_{AB} = -1$ μπορούμε να φτάσουμε στην ακραία περίπτωση, να δημιουργήσουμε χαρτοφυλάκιο με κίνδυνο ίσο με το μηδέν.

Στα μέσα του 1960 οι William Sharpe (Sharpe, Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, 1965) και John Lintner (Lintner, "Security Prices, Risk and Maximal Gains from Diversification, 1965) εξέλιξαν το μοντέλο διαχείρισης κινδύνου του χαρτοφυλακίου σε ολόκληρη την αγορά κεφαλαίου και βασιζόμενοι στο μοντέλο του Markowitz, κατέληξαν στο συμπέρασμα πως ο κίνδυνος ενός μεμονωμένου στοιχείου διαιρείται σε δυο κατηγορίες (Michel Crougny, Dan Galai, Robert Mark, 2006, σελ.112) :

- Ø Στον κίνδυνο της αγοράς ή συστηματικός, ο οποίος εκφράζει τη διακύμανση ενός αμοιβαίου σχετικά με το δείκτη που αντιπροσωπεύει τη χρηματιστηριακή αγορά και δεν μπορεί να διαφοροποιηθεί και
- Ø Στον κίνδυνο του ίδιου του στοιχείου ή μη συστηματικό που εκφράζει την απόκλιση όλων των δυνατών αποδόσεων από τη μέση απόδοση που παρουσιάζει το στοιχείο και μπορεί να διαφοροποιηθεί, αφού σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο αντισταθμίζεται από το μη συστηματικό κίνδυνο των άλλων στοιχείων.



ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.2

ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΣ ΚΑΙ ΜΗ ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

(www.executivefinancialplanning.com)

Η διάκριση μεταξύ ειδικού (μη συστηματικού) κινδύνου και κινδύνου της αγοράς (συστηματικού) είναι σημαντική για τρεις λόγους (Αποστολόπουλος 2004, σελ. 753):

- Ø Για τον τρόπο με τον οποίο θα γίνει η διαφοροποίηση των στοιχείων που θα σχηματίσουν τα χαρτοφυλάκια. Οι επενδυτές ενδιαφέρονται τελικά περισσότερο για τα χαρτοφυλάκια και όχι ειδικά για τα στοιχεία που τα απαρτίζουν, γιατί με τη διαφοροποίηση μειώνεται ο ειδικός κίνδυνος.
- Ø Για τις επιλογές που κάνουν οι επενδυτές για τα χαρτοφυλάκια τους αξιοποιώντας διάφορες ειδικεύσεις, γνώσεις και πληροφορίες που τους οδηγούν να κάνουν διαφοροποιημένες προβλέψεις για την πορεία της αγοράς. Επιλέγοντας συγκεκριμένους κλάδους και επιχειρήσεις οι επενδυτές προσαρμόζουν κατά βούληση τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου τους.
- Ø Για τη σύνδεση που υπάρχει μεταξύ κινδύνων και αποδόσεων, καθώς όσο μεγαλύτερη είναι η συμμετοχή των μετοχών στο χαρτοφυλάκιο και όσο μεγαλύτερος ο συντελεστής κινδύνου των μετοχών τόσο μεγαλύτερος θα είναι ο κίνδυνος που εμπεριέχεται στο χαρτοφυλάκιο τους. Επενδυτές που είναι διατεθειμένοι να αποδεχτούν μεγαλύτερους κινδύνους προσδοκώντας μεγαλύτερες αποδόσεις μπορούν να το κάνουν διαφοροποιώντας ανάλογα το χαρτοφυλάκιο τους. Ο μόνος λόγος για να αποδεχτεί ένας επενδυτής μεγαλύτερο κίνδυνο από εκείνο της αγοράς είναι να γνωρίζει ή να πιστεύει ότι γνωρίζει κάτι που η υπόλοιπη αγορά αγνοεί.

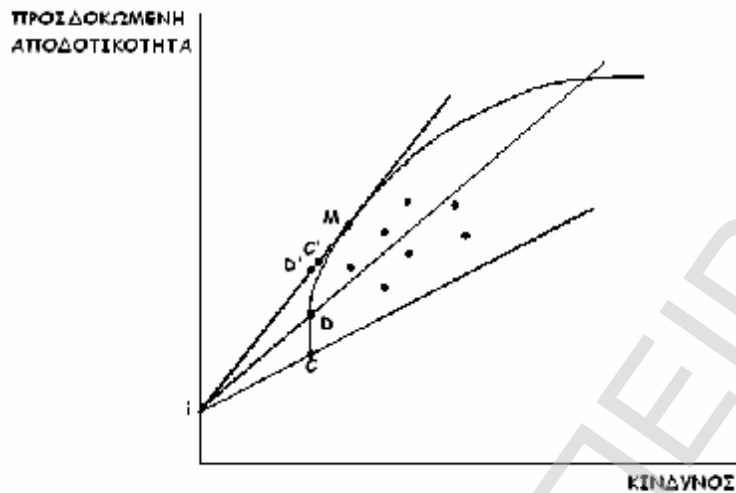
Οι William Sharpe και John Lintner λοιπόν υπέθεσαν πως η απόδοση κάθε επενδύσεως μπορεί να συσχετιστεί με το επίπεδο του γενικού δείκτη αγοράς. Όταν προσδιοριστεί η σχέση κάθε επενδύσεως προς το δείκτη αγοράς τότε οι συνδιακυμάνσεις κάθε επενδύσεως με όλες τις άλλες μπορούν να υπολογιστούν εύκολα. Η απόδοση της αγοράς ως σύνολο μπορεί να προσδιοριστεί εύκολα με τη χρήση κάποιου χρηματιστηριακού δείκτη.

Η συμβολή των William Sharpe και John Lintner στη διαφορετική αντιμετώπιση του κινδύνου έδωσε τη δυνατότητα μέτρησης του κινδύνου ενός αξιόγραφου, όταν το επιτόκιο της αγοράς είναι γνωστό. Το υπόδειγμα που προέκυψε για την ανάλυση της σχέσης ανάμεσα στην προσδοκώμενη αποδοτικότητα και το κίνδυνο κάθε στοιχείου ή

χαρτοφυλακίου κάτω από συνθήκες ισορροπίας της κεφαλαιαγοράς ονομάζεται υπόδειγμα τιμολογήσεως κεφαλαιακών στοιχείων. Αποτέλεσμα των παραπάνω είναι το αντί να υπολογίσουμε τη συσχέτιση μεταξύ αποδόσεων για ένα στοιχείο και όλων των στοιχείων (προσέγγιση Markowitz), κάποιος μπορεί να υπολογίσει τη συσχέτιση μεταξύ της απόδοσης ενός συγκεκριμένου στοιχείου και αυτής που προέρχεται από κάποιο εδραιωμένο και γνωστό δείκτη της αγοράς, όπως για παράδειγμα ο Standard and Poor's 500 stock index.

Αν στην αγορά των περιουσιακών στοιχείων υπάρχει και ένα που δεν περιέχει κίνδυνο, τότε το μέτωπο των πιο αποτελεσματικών έργων μεταβάλλεται. Στο παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζεται η καμπύλη των πιο αποδοτικών έργων. Στον κάθετο άξονα το σημείο i αντιπροσωπεύει το στοιχείο χωρίς κίνδυνο δεδομένου ότι η μέση απόκλιση τετραγώνου της απόδοσης στην περίπτωση αυτή είναι ίση με μηδέν.

Αφού λοιπόν παρουσιάστηκε στην αγορά στοιχείο χωρίς κίνδυνο τότε ο επενδυτής καλείται να επιλέξει ανάμεσα σε συνδυασμούς για την τοποθέτηση του κεφαλαίου του ανάμεσα στο στοιχείο που δεν διαθέτει κίνδυνο και σε κάποιο χαρτοφυλάκιο με κίνδυνο της καμπύλης. Οι συνδυασμοί μεταξύ του στοιχείου χωρίς κίνδυνο και καθενός από τα διάφορα χαρτοφυλάκια με κίνδυνο θα βρίσκονται κάπου κατά μήκος της ευθείας γραμμής που συνδέει τα δύο. Τέτοιες γραμμές είναι οι iC, iD, iM που αντιπροσωπεύουν τους συνδυασμούς που μπορούν να γίνουν (σε ποσοστά συμμετοχής στην αξία του νέου χαρτοφυλακίου) ανάμεσα στο στοιχείο χωρίς κίνδυνο i και τα αντίστοιχα χαρτοφυλάκια C, D και M (Αποστολόπουλος 2004, σελ. 746).



ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.3

ΓΡΑΜΜΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΜΕ ΤΗΝ ΥΠΑΡΞΗ ΣΤΟΙΧΕΙΟΥ ΧΩΡΙΣ ΚΙΝΔΥΝΟ

(Αποστολόπουλος 2004, σελ. 746)

Πιο συγκεκριμένα, αν ένας επενδυτής προτιμά το επίπεδο κινδύνου στο σημείο C, τότε θα μπορούσε να αγοράσει το χαρτοφυλάκιο C επί του αποδοτικού μετώπου ή εναλλακτικά να τοποθετήσει μέρος του κεφαλαίου του στο M και να επενδύσει το υπόλοιπο σε ένα ακίνδυνο στοιχείο όπως το i , ώστε να καταλήξει στο σημείο C' που βρίσκεται επί της ευθείας iM . Το σημείο C' αντιπροσωπεύει τον ίδιο κίνδυνο με το C αλλά παρέχει μεγαλύτερη απόδοση όπως φαίνεται από το σχήμα. Παρόμοια δρα ο επενδυτής εάν προτιμά το επίπεδο κινδύνου στο σημείο D και καταλήγουμε στο σημείο D'.

Όλα λοιπόν τα χαρτοφυλάκια που επιλέχθηκαν όπως τα C' και D' βρίσκονται πάνω σε μια ευθεία γραμμή που τέμνει τον κάθετο άξονα στο επίπεδο της απόδοσης του ακίνδυνου στοιχείου και εφάπτεται της καμπύλης αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων στο σημείο M. Στο σημείο M η ευθεία γραμμή από το σημείο R_E εφάπτεται της AB. Πάνω από το M δεν υπάρχει διαθέσιμο περιουσιακό στοιχείο, συνεπώς, η ευθεία γραμμή iM γίνεται το νέο μέτωπο των αποδοτικών στοιχείων, γιατί τα χαρτοφυλάκια που

βρίσκονται πάνω της υπερτερούν από άποψη αποδοτικότητας και κινδύνου από τα χαρτοφυλάκια που βρίσκονται στο αρχικό μέτωπο.

Αν ο επενδυτής τοποθετούσε το σύνολο του κεφαλαίου του στο στοιχείο που είναι ελεύθερο από κίνδυνο τότε το χαρτοφυλάκιο του θα αντιπροσωπευόταν από το στοιχείο i . Η άλλη ακραία περίπτωση είναι να τοποθετηθεί το σύνολο του κεφαλαίου στο μοναδικό χαρτοφυλάκιο με κίνδυνο M που έχει απομείνει στο μέτωπο των πιο αποδοτικών στοιχείων μετά την παρουσία του i .

Τα ενδιάμεσα στοιχεία της γραμμής iM αντιπροσωπεύουν τα ποσοστά του συνολικού κεφαλαίου του επενδυτή, που έχουν τοποθετηθεί στο i και στο M .

Το χαρτοφυλάκιο M αντιπροσωπεύει το σύνολο των επενδυτικών έργων με κίνδυνο που υπάρχουν στην αγορά στη δεδομένη χρονική περίοδο. Επειδή το M είναι το άριστο χαρτοφυλάκιο με στοιχεία που περιέχουν κίνδυνο, που προσφέρεται και στο οποίο όλοι οι επενδυτές θα θέλουν να τοποθετήσουν το σύνολο ή μέρος του κεφαλαίου τους, όλα τα στοιχεία με κίνδυνο θα πρέπει να έχουν συμπεριληφθεί σε αυτό γιατί διαφορετικά δεν θα υπάρχει ζήτηση για αυτά. Το M συνεπώς είναι ένα τέλεια διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο που περιλαμβάνει κάθε στοιχείο που υπάρχει στην κεφαλαιαγορά σε αναλογία με την αγοραία του αξία (Αποστολόπουλος 2004, σελ. 747).

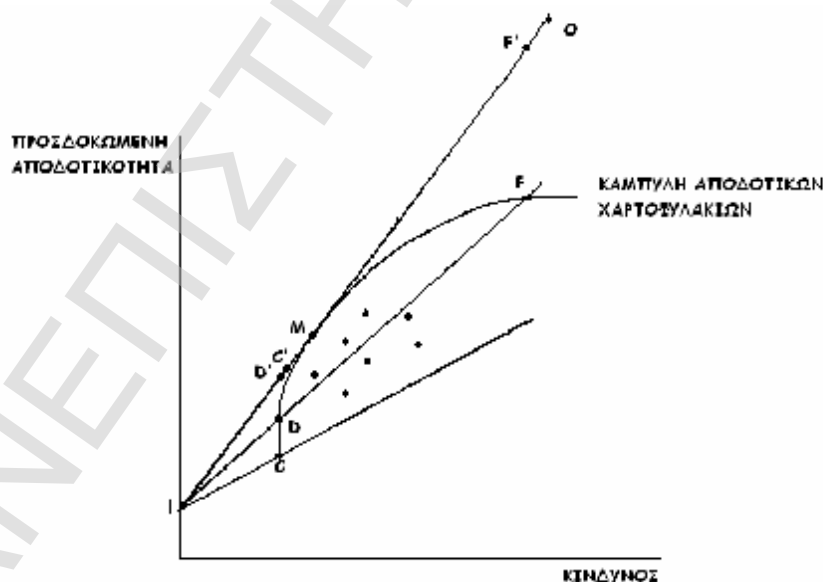
Με βάση λοιπόν ότι το M αντιπροσωπεύει το χαρτοφυλάκιο της αγοράς, η γραμμή iM περιγράφει την ανταλλαγή που είναι εφικτή με βάση τις συνθήκες της αγοράς που επικρατούν σε μια δεδομένη περίοδο ανάμεσα σε προσδοκώμενη αποδοτικότητα και κίνδυνο για διάφορους συνδυασμούς ανάμεσα στο στοιχείο που είναι ελεύθερο από κίνδυνο και το χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Η γραμμή αυτή είναι γνωστή ως «γραμμή κεφαλαιαγοράς». Η κλίση της γραμμής αυτής αντιπροσωπεύει την αγοραία τιμή του κινδύνου, δηλαδή προσδιορίζει την επιπρόσθετη αποδοτικότητα που απαιτείται για μια αύξηση κατά μια μονάδα στον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου (στη μέση απόκλιση τετραγώνου της αποδοτικότητας) του χαρτοφυλακίου που αποτελείται από ένα συνδυασμό του ακίνδυνου στοιχείου και του χαρτοφυλακίου των στοιχείων της αγοράς που περιλαμβάνουν κίνδυνο. Η κλίση της γραμμής μπορεί να υπολογιστεί από

οποιαδήποτε δυο σημεία της ευθείας iM και θα ισούται με το λόγο: $\frac{R_M - i}{S_M}$ και μας

δείχνει τον επιπλέον κίνδυνο που πρέπει να αναλάβουμε για να επιτύχουμε μία επιπλέον μονάδα απόδοσης, δηλαδή ουσιαστικά αντιπροσωπεύει την αγοραία τιμή του κινδύνου. Αλγεβρικά λοιπόν η απαιτούμενη απόδοση για ένα αποδοτικό χαρτοφυλάκιο είναι η

$$\text{εξής: } K_p = i + \left(\frac{R_M - i}{S_M} \right) \times S_p$$

Αν τώρα ο επενδυτής μπορεί να δανεισθεί κεφάλαιο με επιτόκιο i και το επενδύσει στο χαρτοφυλάκιο M , τότε αποκτά χαρτοφυλάκια με μεγαλύτερο κίνδυνο και αποδοτικότητα που αντιπροσωπεύονται από σημεία κατά μήκος της προεκτάσεως της γραμμής iM , όπως το F' . Εάν ο επενδυτής προτιμά το επίπεδο κινδύνου στο σημείο F θα μπορούσε αν αγοράσει το χαρτοφυλάκιο F επί του αποδοτικού μετώπου ή εναλλακτικά να τοποθετήσει όλο το κεφάλαιο του στο M και επιπλέον να δανειστεί με επιτόκιο i , για να επενδύσει το ποσό του δανείου επίσης στο M . Θα κατέληγε λοιπόν στο F' όπου αντιπροσωπεύει τον ίδιο κίνδυνο με το F όμως δίνει μεγαλύτερη απόδοση από το F .



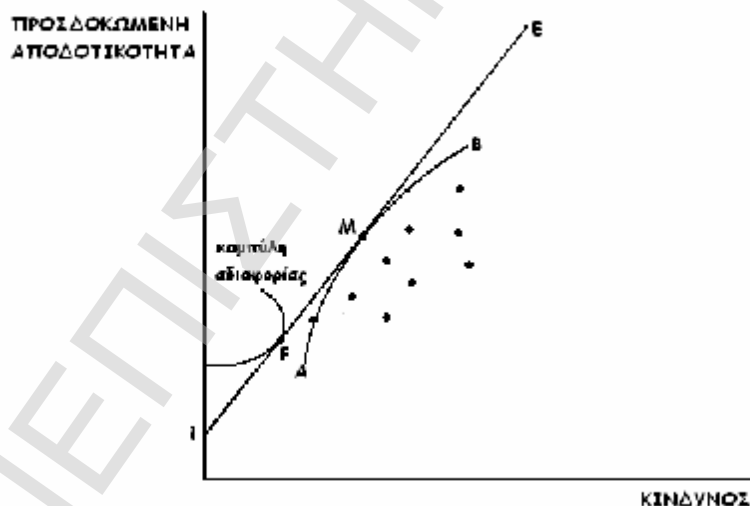
ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.4

ΓΡΑΜΜΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΜΕ ΤΗ ΛΗΨΗ ΔΑΝΕΙΟΥ

(Αποστολόπουλος 2004, σελ. 746)

Στην περίπτωση λοιπόν, που οι συνθήκες της κεφαλαιαγοράς είναι τέτοιες που ο επενδυτής μπορεί να δανείζει ή να δανείζεται κεφάλαιο με το ίδιο επιτόκιο i , τότε γραμμή κεφαλαιαγοράς γίνεται η iO . Έτσι οι επενδυτές διαφοροποιούν τα χαρτοφυλάκια τους από το άριστο χαρτοφυλάκιο, αν οι επενδυτές επιθυμούν μηδενικό κίνδυνο τότε δεν θα αγοράσουν μετοχές αν όχι θα επιλέξουν το χαρτοφυλάκιο M και ανάλογα με τη συμπεριφορά τους θα λειτουργήσουν επιθετικά ή συντηρητικά με ή χωρίς να δανείζουν ή να δανείζονται, ώστε να προσαρμόσουν το χαρτοφυλάκιο τους στο επιθυμητό για αυτούς επίπεδο κινδύνου.

Τώρα όσον αφορά την τελική επιλογή χαρτοφυλακίου από τον επενδυτή ανάμεσα σε όσα χαρτοφυλάκια υπάρχουν στη γραμμή κεφαλαιαγοράς προσδιορίζεται από την καμπύλη αδιαφορίας του ανάμεσα σε κίνδυνο και αποδοτικότητα. Το χαρτοφυλάκιο με τη μέγιστη δυνατή χρησιμότητα για τον επενδυτή προσδιορίζεται από το σημείο στο οποίο η καμπύλη αδιαφορίας του εφάπτεται της γραμμής κεφαλαιαγοράς. Στο σχήμα μας αυτό είναι το F .



ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.5

ΕΠΙΛΟΓΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

(Αποστολόπουλος 2004, σελ. 749)

Σχετικά με την επιλογή του άριστου χαρτοφυλακίου πρέπει να σημειώσουμε ότι οι προτιμήσεις του επενδυτή ανάμεσα σε αποδοτικότητα και κίνδυνο επηρεάζουν μόνο την ποσότητα του κεφαλαίου που θα δανείσει ή θα δανεισθεί, δηλαδή οι προτιμήσεις αυτές θα καθορίσουν κατά πόσο το χαρτοφυλάκιο που επιλεγεί θα βρίσκεται στη γραμμή κεφαλαιαγοράς μεταξύ των σημείων R_E και M (περίπτωση δανειοδοτήσεως) ή μεταξύ των σημείων M και D (περίπτωση δανειοληψίας).

Οι προτιμήσεις του επενδυτή δεν επηρεάζονται στη διαδικασία που καθόρισε το M ως άριστο χαρτοφυλάκιο με στοιχεία που περιέχουν κίνδυνο, αυτό έχει προσδιορισθεί από τις γενικότερες συνθήκες της κεφαλαιαγοράς και την ύπαρξη του στοιχείου που είναι ελεύθερο από κίνδυνο.

Κατανοούμε λοιπόν πως η επιλογή άριστου χαρτοφυλακίου από έναν επενδυτή έχει δυο στάδια (Τζωάννος I, 1996 σελ. 213):

- Ø Πρώτα εντοπίζεται με τα δεδομένα της κεφαλαιαγοράς το άριστο χαρτοφυλάκιο με τα στοιχεία που έχουν κίνδυνο,
- Ø Δεύτερο προσδιορίζεται σύμφωνα με τις προτιμήσεις του επενδυτή ο πιο επιθυμητός συνδυασμός ανάμεσα στο χαρτοφυλάκιο αυτό και στο ελεύθερο από κίνδυνο στοιχείο.

Ο Sharpe λοιπόν έκανε την υπόθεση πως οι επενδυτές έχουν να επιλέξουν ανάμεσα σε συνδυασμούς ενός ακίνδунου επενδυτικού στοιχείου και του χαρτοφυλακίου της αγοράς που περιλαμβάνει όλα τα επενδυτικά στοιχεία με κίνδυνο. Ο επενδυτής για να επενδύσει σε επενδυτικά στοιχεία με κίνδυνο θα πρέπει να αναλάβει κάποια αμοιβή και αυτή υπολόγισαν πως δεν είναι άλλη από τη διαφορά της προσδοκώμενης απόδοσης της αγοράς και της απόδοσης του χωρίς κίνδυνο επενδυτικού στοιχείου (Michel Crougny, Dan Galai, Robert Mark, 2006, σελ.113).

Τώρα όταν η αγορά είναι σε ισορροπία η προσδοκώμενη αποδοτικότητα ενός επενδυτικού στοιχείου αντανακλά την αντίστοιχη συνεισφορά αυτού του στοιχείου στο συνολικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Αυτή η συνεισφορά εκφράζεται με την βοήθεια ενός παράγοντα που ονομάζεται βήτα (b) (beta). Ο συντελεστής αυτός ουσιαστικά αποτελεί έναν δείκτη συνδιακύμανσης ανάμεσα στην προσδοκώμενη

απόδοση του στοιχείου και στην απόδοση της αγοράς. Από τη μεριά τώρα του επενδυτή ο συντελεστής βήτα αντιπροσωπεύει το ποσοστό του συνολικού στοιχείου το οποίο δεν μπορεί να διαφοροποιηθεί (συστηματικός κίνδυνος) και συνεπώς για το οποίο ο επενδυτής θα ζητήσει μια επιπλέον αμοιβή.

Ας δούμε όμως αλγεβρικά τη λειτουργία του συντελεστή βήτα (Καραθανάση Γ, 1999, σελ 467). Η σχέση μεταξύ απόδοσης και στοιχείου για οποιοδήποτε επενδυτικό στοιχείο είναι:

$$K_j = i + \left(\frac{R_M - i}{S_M} \right) \times S_j \times P_{jM}, \text{ όπου:}$$

K_j = η απαιτούμενη απόδοση από το στοιχείο j

i = το χωρίς κίνδυνο επιτόκιο

R_M = η αναμενόμενη απόδοση από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς

P_{jM} = ο συντελεστής συσχέτισης ανάμεσα στο στοιχείο j και το χαρτοφυλάκιο

της αγοράς

S_M = ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου της αγοράς

S_j = ο κίνδυνος του επενδυτικού στοιχείου.

Η παραπάνω σχέση μπορεί να γραφτεί και ως εξής: $K_j = i + \left(\frac{R_M - i}{S^2_M} \right) \times \text{cov}_{jM}$

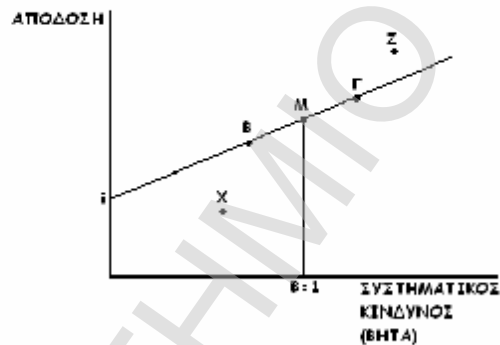
Ο λόγος $\frac{\text{cov}_{jM}}{S^2_M}$ αποτελεί το γωνιακό συντελεστή βήτα που προκύπτει όταν παλινδρομήσουμε την απόδοση του επενδυτικού στοιχείου στην απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς και έτσι καταλήγουμε στο ότι: $K_j = i + (R_M - i) \times B$.

Φτάσαμε λοιπόν στο συμπέρασμα πως η απαιτούμενη απόδοση συνδέεται γραμμικά και θετικά με το συστηματικό κίνδυνο του επενδυτικού στοιχείου, πράγμα που επαληθεύει αυτά που είπαμε παραπάνω δηλαδή το ότι οι επενδυτές θα αναλάβουν επενδύσεις με κίνδυνο απαιτώντας κάποια αμοιβή με τη μορφή επιπρόσθετης απόδοσης.

Το χαρτοφυλάκιο της αγοράς έχει συντελεστή βήτα ίσο με τη μονάδα. Οι μετοχές με βήτα > 1 ονομάζονται επιθετικές καθώς θα αποφέρουν σημαντικές αποδόσεις όταν η

αγορά χαρακτηρίζεται από συνεχή άνοδο των τιμών., ενώ αντίθετα όταν η αγορά θα έχει πτώση τότε θα επιτυγχάνουν αποδόσεις μικρότερες από της αγοράς πράγμα που σημαίνει πως θα έχουν μεγάλες ζημιές. Από τη μεριά τους οι μετοχές που έχουν βήτα μικρότερο της μονάδας ονομάζονται αμυντικές αφού θα έχουν μικρότερες ζημιές σε καταστάσεις συνεχούς πτώσεις των τιμών ενώ όταν η αγορά θα βρίσκεται σε άνοδο θα πετυχαίνουν αυξήσεις μικρότερες από αυτές των τιμών της αγοράς.

Παρακάτω μπορούμε να δούμε διαγραμματικά τη σχέση μεταξύ απόδοσης και συστηματικού κινδύνου.



ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.6

ΣΧΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΚΑΙ ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

(Michel Croughey, Dan Galai, Robert Mark, 2006, σελ.114)

Στο παραπάνω διάγραμμα παρατηρούμε πως επί της γραμμής iM , που ονομάζεται γραμμή αξιογράφων βρίσκονται όλα τα περιουσιακά στοιχεία οι τιμές των οποίων είναι σε ισορροπία και μπορούμε να μάθουμε την απόδοση που πρέπει να αναμένουμε από κάθε περιουσιακό στοιχείο με βάση το επίπεδο συστηματικού κινδύνου του. Έτσι το στοιχείο Γ έχει μεγαλύτερη απόδοση από το B αφού έχει και αντίστοιχα μεγαλύτερο συστηματικό κίνδυνο.

Βέβαια όπως παρατηρούμε υπάρχουν και στοιχεία, όπως τα X, Z , τα οποία δεν βρίσκονται πάνω στην γραμμή αξιογράφων και έτσι θεωρούνται πως δεν βρίσκονται σε

κατάσταση ισορροπίας. Όταν η κεφαλαιαγορά λειτουργεί τέλεια όλα τα επενδυτικά στοιχεία θα πρέπει να έχουν συντεταγμένες αποδοτικότητας και συστηματικού κινδύνου που να βρίσκονται πάνω στη γραμμή αγοράς χρεογράφων. Πολλές φορές όμως οι διαθέσιμες πληροφορίες για διάφορα στοιχεία δεν αντανακλώνται πλήρως στις αξίες που διαμορφώνονται στην κεφαλαιαγορά, με συνέπεια η προσδοκώμενη αποδοτικότητα τους να είναι υψηλότερη ή χαμηλότερη από το επίπεδο που καθορίζει η γραμμή αγοράς χρεογράφων για το συγκεκριμένο επίπεδο συστηματικού κινδύνου.

Πιο συγκεκριμένα, το στοιχείο Z είναι υποτιμημένο καθώς η αναμενόμενη απόδοση είναι μεγαλύτερη από την απαιτούμενη, δηλαδή η αξία του στην αγορά είναι χαμηλότερη από ότι δικαιολογεί ο συνδυασμός αποδοτικότητας και κινδύνου τους και έτσι η τιμή του Z θα αυξάνεται έως ότου η αναμενόμενη εξισωθεί με την απαιτούμενη. Αντίθετα, το στοιχείο X είναι υπερτιμημένο καθώς η αναμενόμενη απόδοση του είναι μικρότερη από την απαιτούμενη, δηλαδή η αξία του στην αγορά είναι χαμηλότερη από ότι δικαιολογεί ο συνδυασμός αποδοτικότητας και κινδύνου τους και έτσι η τιμή του θα μειώνεται έως ότου επέλθει εξίσωση ανάμεσα στην αναμενόμενη και απαιτούμενη απόδοση.

Οι επενδυτές επιδιώκουν να εντοπίζουν και να εκμεταλλευτούν καταστάσεις, όπου η κεφαλαιαγορά δεν λειτουργεί τέλεια και υπάρχουν υποτιμημένα ή υπερτιμημένα στοιχεία, αγοράζοντας τα πρώτα και πουλώντας έγκαιρα τα δεύτερα, με την ιδέα ότι η αγορά θα αναγνωρίσει το λάθος της και θα προσαρμόσει τις αξίες των στοιχείων προς τα επίπεδα ισορροπίας που προσδιορίζει η γραμμή αγοράς χρεογράφων.

Όταν η κεφαλαιαγορά λειτουργεί τέλεια όλα τα επενδυτικά στοιχεία θα πρέπει να έχουν συντεταγμένες αποδοτικότητας και συστηματικού κινδύνου που να βρίσκονται πάνω στη γραμμή αγοράς χρεογράφων. Πολλές φορές όμως οι διαθέσιμες πληροφορίες για διάφορα στοιχεία δεν αντανακλώνται πλήρως στις αξίες που διαμορφώνονται στην κεφαλαιαγορά, με συνέπεια η προσδοκώμενη αποδοτικότητα τους να είναι υψηλότερη ή χαμηλότερη από το επίπεδο που καθορίζει η γραμμή αγοράς χρεογράφων για το συγκεκριμένο επίπεδο συστηματικού κινδύνου.

7.2 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Το 1996, ο ICI (Investment Company Institute) διεξήγαγε έρευνα σε επενδυτές αμοιβαίων κεφαλαίων, όσον αφορά το τι σημαίνει κίνδυνος. Η πλειοψηφία των ερωτηθέντων απάντησε πως κίνδυνος είναι η πιθανότητα του να χάσεις κάποιο ποσοστό από το κεφάλαιο της επένδυσης, ενώ άλλοι ισχυρίστηκαν είτε πως κίνδυνος είναι η μείωση της αξίας του χαρτοφυλακίου, είτε το να μη συμβαδίζει η αξία της επένδυσης με το επίπεδο πληθωρισμού, είτε η πιθανότητα μη επίτευξης μακροχρόνιων επενδυτικών στόχων (Haslem 2003, σελ. 166).

Εάν θέλαμε να δώσουμε έναν ορισμό στον κίνδυνο των αμοιβαίων κεφαλαίων θα λέγαμε πως είναι η διακύμανση που παρουσιάζουν οι αποδόσεις τους. Τώρα εάν θέλαμε να κατηγοριοποιήσουμε τους παράγοντες που σε γενικές γραμμές επηρεάζουν τη μεταβλητότητα των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων αυτοί είναι (Καραθανάση Γ, Λυμπερόπουλου Γ, 2002, σελ. 153):

- Ø Το είδος των κινητών αξιών που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο. Οι τιμές των μετοχών των μικρών εταιρειών παρουσιάζουν μεγαλύτερη μεταβλητότητα από ότι οι τιμές ομολόγων.
- Ø Ο βαθμός διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου. Ένα χαρτοφυλάκιο που περιλαμβάνει μόνο τρεις μετοχές θα παρουσιάζει μεγαλύτερη μεταβλητότητα από κάποιο άλλο που περιλαμβάνει πάνω από είκοσι. Επιπλέον, σημαντικό παράγοντα αποτελεί και η συνδιακύμανση των διαφόρων στοιχείων. Όσο μεγαλύτερη είναι η συνδιακύμανση μεταξύ των κινητών αξιών που περιλαμβάνονται σε ένα αμοιβαίο, τόσο μεγαλύτερος θα είναι και ο κίνδυνος του συγκεκριμένου αμοιβαίου.
- Ø Ο βαθμός στον οποίο δανείζεται το αμοιβαίο κεφάλαιο. Ο δανεισμός για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου και η επένδυση των δανειζόμενων κεφαλαίων προκειμένου να επιτευχθεί χρηματοοικονομική μόχλευση προκαλεί μεγαλύτερη διακύμανση στις αποδόσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Μεταξύ των επιμέρους επενδυτικών πολιτικών που έχει στη διάθεσή του, ο επενδυτής θα πρέπει να επιλέξει εκείνη που ανταποκρίνεται στους επενδυτικούς του στόχους και στον κίνδυνο που είναι διατεθειμένος να αναλάβει βάσει της απόδοσης που προσδοκά

να επιτύχει. Θα πρέπει να γνωρίζει ότι ισχύει η εξής επενδυτική αρχή: η επίτευξη μιας μεγάλης απόδοσης ισούται με την ανάληψη ενός υψηλότερου επιπέδου επενδυτικού κινδύνου.

Γενικότερα, υπάρχουν πολλοί διαφορετικοί τύποι κινδύνου, οι οποίοι μπορούν να επηρεάσουν την αξία της επένδυσης σε ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο. Για παράδειγμα (Κακούρη Α. Μειωτέρη Α, 2007), αναφορικά με τα ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια, εντοπίζεται μεγάλος βαθμός πιστοληπτικού κινδύνου, πληθωρισμού, κινδύνων επιτοκίων, ενώ στα μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια υπάρχει, σε μεγάλο βαθμό, κίνδυνος μερισμάτων, κίνδυνος της αγοράς και, όσον αφορά τις ξένες μετοχές, ο κίνδυνος συναλλάγματος και οι οικονομικοί κίνδυνοι που προκύπτουν από τις πολιτικές καταστάσεις της κάθε χώρας.

Ο κίνδυνος διαφέρει για τον κάθε επενδυτή, αφού εξαρτάται από το είδος των περιουσιακών στοιχείων που επιλέγει να συμπεριλάβει στο χαρτοφυλάκιο του (τίτλοι σταθερής απόδοσης ή τίτλοι μεταβλητής απόδοσης). Για παράδειγμα, ένα ομολογιακό Αμοιβαίο Κεφάλαιο με ρίσκο κάτω του μέσου όρου δεν μπορεί να συγκριθεί με ένα μετοχικό Αμοιβαίο Κεφάλαιο με ρίσκο κάτω του μέσου όρου.

Παρ' όλο που και τα δύο έχουν χαμηλό επίπεδο κινδύνου για την κατηγορία στην οποία ανήκουν, τα μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια γενικότερα εμπεριέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο, άρα και μεγαλύτερη απόδοση από ό,τι τα ομολογιακά. Οι τίτλοι σταθερής απόδοσης αναφέρονται στα ομόλογα Δημοσίου, σε καταθέσεις σε τραπεζικούς λογαριασμούς και στην αγορά έντοκων γραμματίων του Δημοσίου. Από την άλλη, οι τίτλοι μεταβλητής απόδοσης αναφέρονται σε μετοχές, στην αγορά συναλλάγματος, σε παράγωγα και ομόλογα με ρήτρα ξένο νόμισμα.

Βασικό χαρακτηριστικό των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι ότι σε βάθος χρόνου μειώνουν το επίπεδο κινδύνου, το οποίο αναλαμβάνει ο επενδυτής μέσω της διασποράς των κεφαλαίων του.

7.3 ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Σημαντικοί παράγοντες οι οποίοι διαδραματίζουν βασικό ρόλο στην πορεία μίας επένδυσης σε ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο, είναι ο χρονικός ορίζοντας της επένδυσης, το μέγεθος του χαρτοφυλακίου, η απόδοση και ο κίνδυνος που ενσωματώνει η κάθε επένδυση. Αναμφισβήτητα, όμως, το κυριότερο στοιχείο που μπορεί να χαρακτηρίσει την επιτυχία της επένδυσής μας σε ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι αυτό της αποδοτικότητας, η οποία θα μπορούσε να οριστεί (Κακούρη Α. Μειωτέρη Α, 2007) ως η απόδοση που επιτυγχάνει ένα χαρτοφυλάκιο σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα.

Ο κίνδυνος και η απόδοση του είναι ικανά για να περιγράψουν τη θέση του στο ευρύ φάσμα των διαφορετικών επενδύσεων και να καθορίσουν την ελκυστικότητα του από την πλευρά των επενδυτών.

Η δυνατότητα διαφοροποίησης του κινδύνου ανάμεσα σε διάφορα αξιόγραφα, ο διαχωρισμός του κινδύνου σε συστηματικό και μη καθώς και η ανάπτυξη του υποδείγματος αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων σημάδεψαν την ανάπτυξη διαφορετικών τρόπων μέτρησης της απόδοσης τη δεκαετία του 1960.

7.3.1 ΔΕΙΚΤΗΣ TREYNOR

Ο Jack Treynor (Treynor J 1965, σελ.63-75)δημιούργησε ένα δείκτη αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων λαμβάνοντας υπόψη τόσο το μακροοικονομικό όσο και το μικροοικονομικό περιβάλλον στο οποίο λειτουργούν. Αλγεβρικά ο τύπος είναι:

$$T_{A/K} = \frac{A_{A/K} - A_{ΕΓΕΔ}}{b_{A/K}}$$

Όπου $A_{A/K}$: Η απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

$A_{ΕΓΕΔ}$: Η ακίνδυνη απόδοση που προκύπτει από τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου για την ίδια χρονική περίοδο.

$b_{A/K}$: Ο συστηματικός κίνδυνος βήτα του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Κατανοούμε λοιπόν πως από την απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου αφαιρούμε την απόδοση μιας ακίνδυνης επένδυσης και η επιπλέον απόδοση που δημιουργείται προσαρμόζεται ανάλογα με το συστηματικό κίνδυνο στον οποίο εκτίθεται. Το αποτέλεσμα της παραπάνω πράξης είναι ένα ποσοστό (η επιπλέον απόδοση) πράγμα το οποίο φαίνεται και αλγεβρικά αφού ο αριθμητής του δείκτη αποτελείται από ποσοστά ενώ ο παρανομαστής είναι καθαρός αριθμός.

Ο δείκτης Treynor χρησιμοποιεί μόνο το συστηματικό κίνδυνο βήτα για να προσαρμόσει την απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου θεωρώντας πως το συγκεκριμένο αμοιβαίο αποτελεί ένα πλήρες διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο συνεπώς ο μόνο κίνδυνος που εμφανίζει είναι ο συστηματικός.

7.3.2 ΔΕΙΚΤΗΣ SHARPE

Ο William Sharpe (Sharpe W, 1966, σελ. 119-138) πρότεινε από μεριάς του ένα δείκτη αποδοτικότητας αμοιβαίων κεφαλαίων ο οποίος διαφέρει από τον αντίστοιχο δείκτη του Treynor μόνο στον παρανομαστή όπου αντικατέστησε τη μέτρηση του συστηματικού κινδύνου βήτα με το συνολικό κίνδυνο ενός χαρτοφυλακίου. Στη περίπτωση που τα αμοιβαία κεφάλαια είναι πλήρως διαφοροποιημένα τα αποτελέσματα των δυο δεικτών θα συμπίπτουν, στην περίπτωση όμως που δεν θα είναι καλά διαφοροποιημένα τα αποτελέσματα τους θα διαφέρουν καθώς ο δείκτης Sharpe θα λάβει υπόψη του και το μη συστηματικό κίνδυνο της ατελής διαφοροποίησης. Κατανοούμε λοιπόν πως μέσω της σύγκρισης των δύο αυτών δεικτών για μια συγκεκριμένη περίοδο εξετάζεται ο βαθμός διαφοροποίησης που επιτυγχάνουν τα αμοιβαία κεφάλαια.

Αλγεβρικά ο τύπος του Sharpe είναι ο παρακάτω:

$$S_{A/K} = \frac{A_{A/K} - A_{ΕΓΕΔ}}{S_{A/K}}$$

Όπου $A_{A/K}$: Η απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

$A_{ΕΓΕΔ}$: Η ακίνδυνη απόδοση που προκύπτει από τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου για την ίδια χρονική περίοδο.

$S_{A/K}$: Ο συνολικός κίνδυνος του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Ο William Sharpe υπολόγισε τους δείκτες Sharpe και Treynor σε ένα δείγμα 34 αμοιβαίων κεφαλαίων (Μυλωνάς Θ. 1999, σελ. 133) την περίοδο 1954-63 και έβγαλε χρήσιμα συμπεράσματα. Πρώτον, παρατήρησε ότι αμοιβαία κεφάλαια με μεγάλες αποδόσεις χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερη διακύμανση σε σχέση με αμοιβαία κεφάλαια με μικρότερες αποδόσεις και μάλιστα η σχέση κινδύνου – απόδοσης είναι γραμμική. Δεύτερον, η σειρά κατάταξης της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων των δύο δεικτών δεν είναι διαφορετική πράγμα που δηλώνει πως τα αμοιβαία κεφάλαια ακολουθούν πολιτική ικανής διαφοροποίησης. Τρίτον, συμπέρανε πως η αποδοτικότητα στο παρελθόν αναδεικνύεται ως σημαντική παράμετρος πρόβλεψης για το μέλλον. Συγκεκριμένα επειδή ο δείκτης Sharpe χρησιμοποιεί το συνολικό κίνδυνο επιδείκνυε μεγαλύτερη ικανότητα μέτρησης του κινδύνου σε ιστορικές τιμές καθώς κάποια προσωρινά γεγονότα μπορεί να έχουν επιφέρει αποκλίσεις στις αποδόσεις που δεν εξηγούνται από το συστηματικό κίνδυνο αλλά αντικατοπτρίζονται στο συνολικό και συνεπώς ο δείκτης Treynor διαθέτει μεγαλύτερη ικανότητα να προβλέπει μελλοντικές τιμές της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Η αδυναμία των παραπάνω δεικτών έγκειται στο γεγονός ότι τα μεγέθη που χρησιμοποιούνται για την κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι μέσα μεγέθη και η σύγκριση που γίνεται με το δείκτη του χρηματιστηρίου αλλά και μεταξύ τους στερείται της δυνατότητας στατιστικού ελέγχου πράγμα που αντιμετωπίστηκε από το δείκτη του Jensen.

Οι δείκτες λοιπόν Treynor και Sharpe έχουν τη δυνατότητα να κατατάσσουν χαρτοφυλάκια όμως δεν αναφέρουν σε όρους αποδόσεων πόσο τις εκατό (%) ένα συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο υπερέρχει ή όχι από μια επένδυση σε ακίνδυνα αξιόγραφα ή από την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς ανάλογα με τον κίνδυνο που εμφανίζει.

7.3.3 ΔΕΙΚΤΗΣ JENSEN

Ο Jensen (Jensen M. 1968, σελ. 389-416) λοιπόν στηρίχτηκε στο υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων λαμβάνοντας υπόψη όχι μέσα μεγέθη όπως οι προηγούμενοι αλλά ιστορικές παρατηρήσεις του μακροοικονομικού περιβάλλοντος όπως τα επιτόκια και ο δείκτης τιμών του χρηματιστηρίου. Ο βασικός σκοπός αυτής της προσέγγισης

είναι ο υπολογισμός της απόδοσης που θα πρέπει να έχει το αμοιβαίο κεφάλαιο με βάση τον κίνδυνο που περιέχει, η οποία ονομάζεται φυσιολογική απόδοση, έπειτα ο υπολογισμός της διαφοράς της πραγματοποιηθείσας από τη φυσιολογική απόδοση. Ειδικότερα η μέθοδος αυτή εξετάζει εάν η απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου διαφοροποιείται από την απόδοση ενός ακίνδυνου αξιόγραφου και από την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς για τον δεδομένο κίνδυνο που αντιμετωπίζει.

Σε μαθηματικούς όρους έχουμε:

$$N_{A/K} = i + b_{A/K} (A_{\Gamma\Delta\chi\alpha} - i) \quad (1) \quad \text{και} \quad a_{A/K} = A_{A/K} - N_{A/K} \quad (2)$$

Όπου: $N_{A/K}$ = Η φυσιολογική απόδοση του A/K

i = το χωρίς κίνδυνο επιτόκιο

$A_{\Gamma\Delta\chi\alpha}$ = η απόδοση του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου

$a_{A/K}$ = η μη φυσιολογική απόδοση του A/K

$A_{A/K}$ = η πραγματοποιηθείσα απόδοση του A/K

Εάν συνδέσουμε τις (1) και (2) έχουμε την παρακάτω εξίσωση παλινδρόμησης:

$$A_{A/K} - i = a_{A/K} + b_{A/K} (A_{\Gamma\Delta\chi\alpha} - i) + e$$

Στην παραπάνω παλινδρόμηση λοιπόν το $a_{A/K}$ μετρά την ικανότητα των διαχειριστών να επιτύχουν αποδόσεις οι οποίες υπερβαίνουν την αναμενόμενη απόδοση για τον κίνδυνο που εμφανίζουν και τα επιτόκια που επικρατούν. Σύμφωνα με το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων η αναμενόμενη απόδοση είναι αυτή που προσδιορίζεται από τη γραμμή αξιογράφων στο επίπεδο κινδύνου που αντιμετωπίζει το συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο. Συνεπώς, εάν ο συντελεστής $a_{A/K}$ είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός τότε ο διαχειριστής πέτυχε καλύτερη απόδοση από αυτή που περίμενε με βάση το συστηματικό κίνδυνο που ανέλαβε, εάν ο συντελεστής είναι στατιστικά ίσος με το μηδέν τότε ο διαχειριστής επέτυχε την αναμενόμενη απόδοση με βάση το συστηματικό κίνδυνο που ανέλαβε, ενώ τέλος εάν ο συντελεστής $a_{A/K}$ είναι μικρότερος του μηδέν τότε ο διαχειριστής επικρίνεται για τη διαχείρισή του.

Αναλύοντας παραπάνω το δείκτη του Jensen κατανοούμε τη μεγάλη σημασία που έχουν οι ικανότητες των διαχειριστών όσον αφορά την αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων. Σίγουρα η αποδοτικότητα που επιτυγχάνουν τα αμοιβαία κεφάλαια είναι ένα πρώτο στοιχείο που δηλώνει την ικανότητα ή όχι των διαχειριστών να εφαρμόσουν επενδυτική πολιτική, όμως δεν πρέπει να ξεχνάμε πως η καλή αποδοτικότητα ενός έτους μπορεί να οφείλεται σε τυχαίους παράγοντες και εξελίξεις της κεφαλαιαγοράς συνεπώς η ικανότητα των διαχειριστών θα αποδειχθεί από μια χρονικά συνεχή καλή αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων τους.

Έτσι εάν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο έχει επιτύχει καλή αποδοτικότητα το ένα έτος αναμένεται να συνεχίσει παρόμοια και στο μέλλον αντίθετα εάν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο δεν παρουσιάζει καλή αποδοτικότητα είτε για λόγους τυχαίους ή επενδυτικής πολιτικής τότε στα επόμενα έτη θα πρέπει να αναστρέψει την εικόνα του αλλιώς θα υπάρχει αμφιβολία για τις ικανότητες του διαχειριστή του.

Οι επόμενες λοιπόν μέθοδοι αξιολόγησης των αμοιβαίων κεφαλαίων στηρίχτηκαν στην ικανότητα των διαχειριστών τους.

Στο πρωτοποριακό άρθρο του «Components of investment performance», ο Fama (Fama 1972) υποστήριξε ότι η ικανότητα πρόβλεψης ενός διαχειριστή χαρτοφυλακίου μπορεί να διαχωριστεί σε δύο επιμέρους παράγοντες: α) στην επιλεκτικότητα (selectivity) ή μικροπροβλέψεις που αναφέρεται στην ικανότητα των διαχειριστών να προβλέπουν τις κινήσεις μεμονωμένων μετοχών ως προς την κίνηση του συνόλου της χρηματιστηριακής αγοράς και β) στο συγχρονισμό (market timing) ή μακροπροβλέψεις, που αναφέρεται στην ικανότητα πρόβλεψης της πορείας των τιμών των μετοχών γενικά ως προς την πορεία των επιτοκίων των τίτλων σταθερού εισοδήματος.

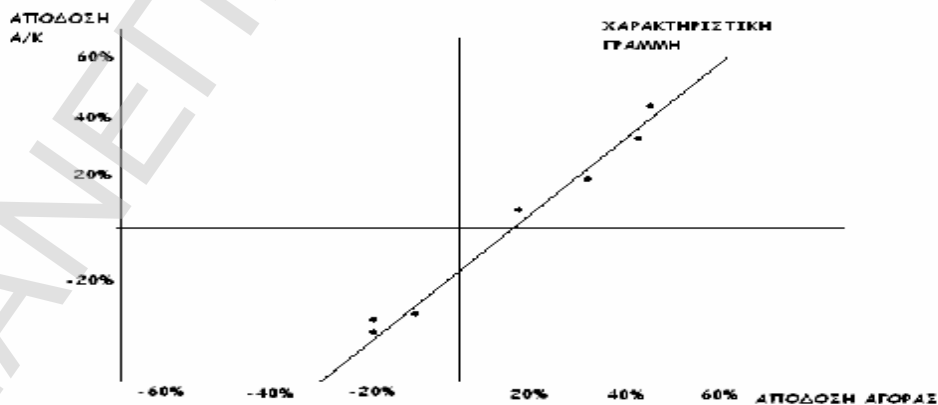
Οι δυο λοιπόν αυτοί παράγοντες δεν εμφανίζονται ανεξάρτητα ο ένας από τον άλλον αφού εάν ένας διαχειριστής αμοιβαίου κεφαλαίου κάνει σωστές προβλέψεις όσον αφορά τις κινήσεις της αγοράς (συγχρονισμός) τότε θα πρέπει να έχει και τη δυνατότητα να αλλάξει τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου του αμοιβαίου κεφαλαίου επιλέγοντας επενδυτικά στοιχεία (επιλεκτικότητα) σύμφωνα με τις νέες εξελίξεις της αγοράς. Έτσι όταν ένας διαχειριστής αμοιβαίου κεφαλαίου προβλέπει άνοδο της αγοράς τότε θα επέλεγε μετοχές υψηλών αποδόσεων και κατ'επέκταση και υψηλού κινδύνου ώστε να

αυξήσει το συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου του δηλαδή το συντελεστή βήτα δημιουργώντας ένα επιθετικό χαρτοφυλάκιο ώστε να έχει παραπάνω κέρδη. Αντίθετα, αν προέβλεπε καθοδική αγορά θα προσπαθούσε αν μειώσει το συντελεστή βήτα επιλέγοντας μετοχές χαμηλού κινδύνου και τοποθετώντας κεφάλαια σε άλλες βραχυπρόθεσμες και πιο ασφαλείς επενδύσεις.

7.3.4 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ TREYNOR – MAZUY

Το υπόδειγμα των Treynor και Mazuy (Treynor J. και Mazuy K, 1966, σελ. 131-136). αποτελεί έναν τρόπο μέτρησης της ικανότητας συγχρονισμού μέσω της σύγκρισης των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων με τις αποδόσεις της αγοράς με τη βοήθεια της χαρακτηριστικής γραμμής.

Η κλίση της γραμμής είναι σταθερή και η χαρακτηριστική γραμμή είναι ευθεία όταν ο διαχειριστής δεν μεταβάλλει την επικινδυνότητα του χαρτοφυλακίου ανεξάρτητα από το εάν η αγορά είναι ανοδική ή καθοδική. Επίσης για τέτοια είδους αμοιβαία κεφάλαια ο τρόπος που είναι κατανομημένα τα νέφη των σημείων γύρω από τη χαρακτηριστική γραμμή μας δείχνει το πόσο καλά διαφοροποιημένα είναι τα χαρτοφυλάκια που διαχειρίζονται και όσο περισσότερο διαφοροποιημένο είναι το χαρτοφυλάκιο του αμοιβαίου κεφαλαίου τόσο μικρότερη θα είναι η κατανομή του νέφους των σημείων γύρω από τη χαρακτηριστική γραμμή. Παράδειγμα αμοιβαίου κεφαλαίου με σταθερή επικινδυνότητα μπορούμε να δούμε στο παρακάτω διάγραμμα.

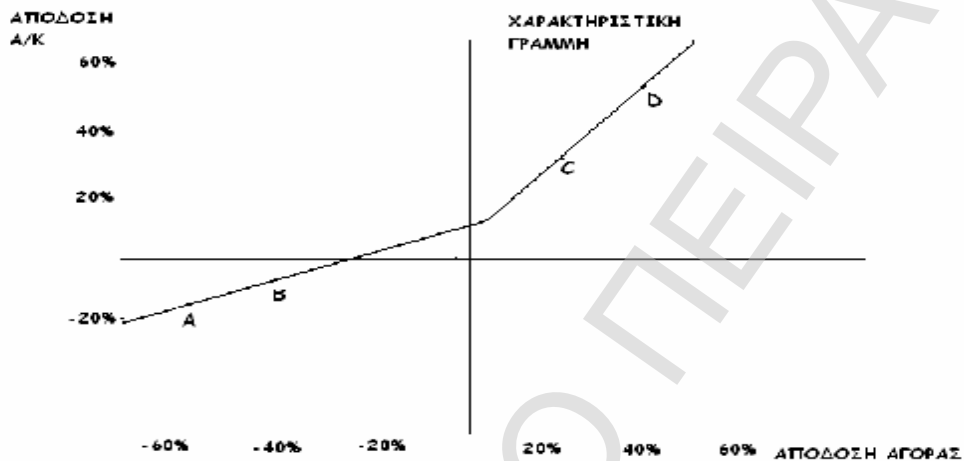


ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.7

Α/Κ ΜΕ ΣΤΑΘΕΡΗ ΕΠΙΚΙΝΔΥΝΟΤΗΤΑ

(Φίλιππας Ν, 1999, σελ. 187)

Στην ακραία περίπτωση όπου ο διαχειριστής του αμοιβαίου κεφαλαίου έχει τη δυνατότητα να προεξοφλεί όλες τις κινήσεις της αγοράς θα διαμορφώνει το χαρτοφυλάκιο του ανάλογα. Καταλήγουμε λοιπόν στην καμπύλη του παρακάτω σχεδιαγράμματος.



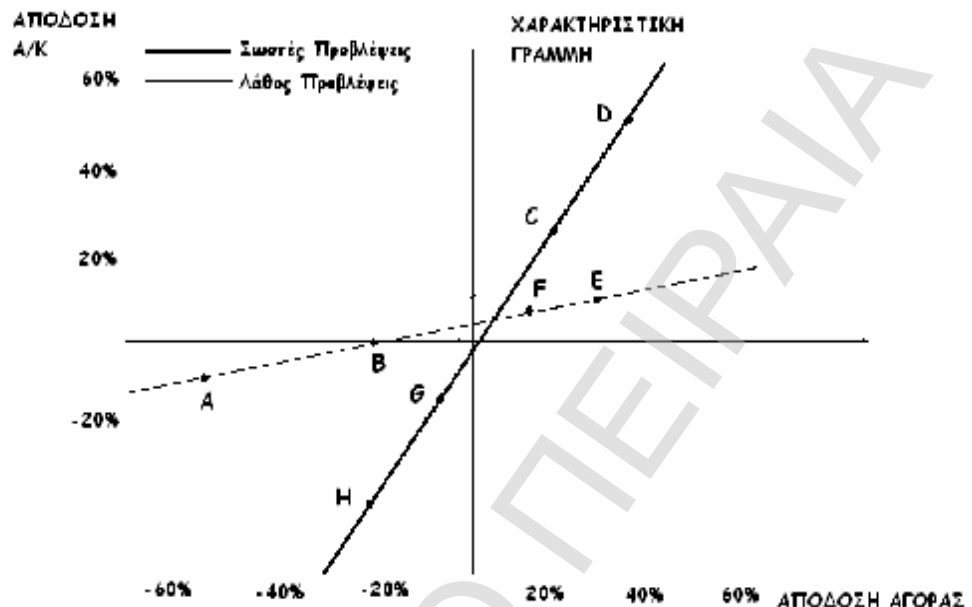
ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.8

Α/Κ ΠΟΥ Ο ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΗΣ ΤΟΥ ΕΧΕΙ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΕΙ ΤΕΛΕΙΑ ΤΗΝ ΑΓΟΡΑ

(Φίλιππας Ν, 1999, σελ. 188)

Έτσι όταν ο διαχειριστής προβλέπει ανοδική αγορά επιλέγει να συνθέσει ένα χαρτοφυλάκιο υψηλής μεταβλητότητας άρα και επικινδυνότητας που παρουσιάζεται από τη χαρακτηριστική γραμμή CD ενώ όταν προβλέπει το αντίθετο θα επιλέγει τη χαρακτηριστική γραμμή AB. Παρατηρούμε πως η γραμμή CD είναι πιο απότομη από την AB και αυτό γιατί έχει μεγαλύτερο συντελεστή διεύθυνσης συνεπώς και μεγαλύτερο βήτα και μεγαλύτερο κίνδυνο. Έτσι βλέπουμε πως ο διαχειριστής λειτουργεί σωστά αφού σε περιόδους άνθησης θα αυξήσει τα κέρδη του από ότι εάν δεν μετέβαλε την επικινδυνότητα του χαρτοφυλακίου ενώ σε περίπτωση κάμψης της αγοράς θα προσπαθήσει να μειώσει τις ζημιές του.

Επειδή όμως οι προβλέψεις του διαχειριστή δεν είναι πάντα σωστές τότε η χαρακτηριστική γραμμή του αμοιβαίου κεφαλαίου παίρνει τη μορφή που φαίνεται στο παρακάτω διάγραμμα.

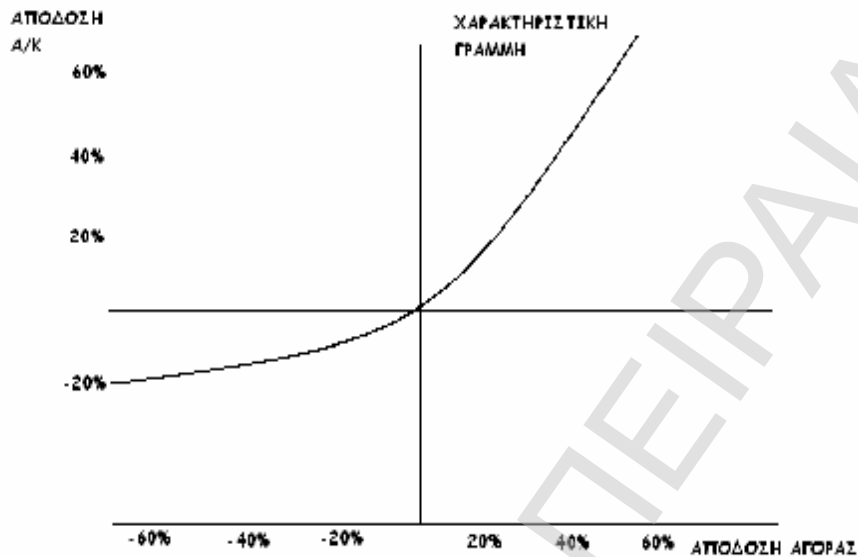


ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.9

Α/Κ ΠΟΥ Ο ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΗΣ ΤΟΥ ΕΧΕΙ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΕΙ ΣΩΣΤΕΣ ΚΑΙ
ΛΑΝΘΑΣΜΕΝΕΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΟΣΟΝ ΑΦΟΡΑ ΤΗΝ ΠΟΡΕΙΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

(Φίλιππας Ν, 1999, σελ. 188)

Συνήθως κανένας διαχειριστής δεν μπορεί να προεξοφλεί πλήρως τις μεταβολές της αγοράς απλά υποθέτουμε πως κάποιος επαγγελματίας διαχειριστής έχει ικανότητες πρόβλεψης. Αποτέλεσμα αυτού θα είναι να αλλάξει η επικινδυνότητα του Α/Κ και έτσι η χαρακτηριστική γραμμή θα έχει μια πλατιά κλίση στο αριστερό της άκρο και θα καταλήγει απότομη στο δεξί της άκρο, ενώ στο μέσο της θα μεταβάλλεται συνεχώς ανάλογα με τις προβλέψεις επιτυχείς ή μη παίρνοντας τη μορφή καμπύλης. Κατανοούμε λοιπόν πως αν οι προβλέψεις του διαχειριστή αναφορικά με τις κινήσεις της αγοράς είναι στην πλειοψηφία τους σωστές τότε η χαρακτηριστική γραμμή θα έχει τη μορφή καμπύλης και ο βαθμός της καμπυλότητας εξαρτάται από το βαθμό αλλαγής της μεταβλητότητας του χαρτοφυλακίου ανάλογα με τις προσδοκίες για την πορεία της αγοράς.



ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7.10

Α/Κ ΠΟΥ Ο ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΗΣ ΤΟΥ ΕΧΕΙ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΕΙ ΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΜΕ
ΜΑΓΑΛΥΤΕΡΗ ΑΠΟ ΤΟ ΜΕΣΟ ΟΡΟ ΕΠΙΤΥΧΙΑ

(Φίλιππας Ν, 1999, σελ. 189)

Το υπόδειγμα λοιπόν των Treynor και Mazuy για τον έλεγχο της καμπύλης της χαρακτηριστικής γραμμής του αμοιβαίου κεφαλαίου στηρίζεται στην παρακάτω δευτεροβάθμια εξίσωση παλινδρόμησης:

$$A_{A/K} - i = a_{A/K} + b_{A/K} (A_{ΓΔΧΑ} - i) + g_{A/K} (A_{ΓΔΧΑ} - i)^2 + e$$

$A_{A/K}$ = η πραγματοποιηθείσα απόδοση του Α/Κ

i = το χωρίς κίνδυνο επιτόκιο

$A_{ΓΔΧΑ}$ = η απόδοση του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου

$a_{A/K}$, $b_{A/K}$, $g_{A/K}$ = παράμετροι που θα εκτιμηθούν από την εξίσωση

παλινδρόμησης

Το υπόδειγμα αυτό είναι μια παραλλαγή του υποδείγματος του Jensen με τη διαφορά ότι έχει προστεθεί ένας δεύτερος παράγοντας του τετραγώνου της επιπλέον απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Ο παράγοντας $a_{A/K}$ αντιπροσωπεύει την ικανότητα των

διαχειριστών να επιλέγουν μεμονωμένα επενδυτικά στοιχεία, συνεπώς αξιολογεί τους διαχειριστές ως προς την επιλεκτικότητα, ο παράγοντας $b_{A/K}$ μετρά το συστηματικό κίνδυνο του αμοιβαίου κεφαλαίου και ο παράγοντας $g_{A/K}$ αποτελεί κριτήριο της ύπαρξης ικανότητας συγχρονισμού από πλευράς των διαχειριστών καθώς θετικές τιμές αυτού του παράγοντα υποδηλώνουν πως η χαρακτηριστική γραμμή θα πάρει την μορφή της καμπύλης όπως στο παραπάνω διάγραμμα ενώ μηδενική τιμή αυτού του παράγοντα θα οδηγήσει σε ευθεία χαρακτηριστική γραμμή και θα δηλώσει την απραξία του διαχειριστή στις μεταβολές της αγοράς πράγμα που δηλώνει ανικανότητα συγχρονισμού.

Σε έρευνα που διεξήγαγε ο Παναγιώτης Αρτίκης (Αρτίκης Π, 2003) σε 30 ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια την περίοδο 1999-2001 στην ελληνική αγορά εφαρμόζοντας το μοντέλο των Treynor – Mazuy κατέληξε στο συμπέρασμα πως το 90% των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων ομολογούν έχουν την ικανότητα να επιλέγουν υποτιμημένα αξιόγραφα για το χαρτοφυλάκιο τους, 20% των διαχειριστών έχουν την ικανότητα να προβλέπουν την πορεία της αγοράς ώστε να πράξουν προς όφελος των επενδύσεων τους, ενώ τέλος μόνο το 20% αυτών συνδυάζουν την ικανότητα της επιλεκτικότητας με αυτήν του συγχρονισμού.

7.3.5 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ HENRIKSSON – MERTON

Στο υπόδειγμα τους οι Henriksson και Merton (Henriksson και Merton, 1981, σελ. 513-534) υπέθεσαν πως η τιμή του συστηματικού κινδύνου των αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί να πάρει δυο τιμές ανάλογα με το εάν η χρηματιστηριακή αγορά είναι ανοδική ή καθοδική. Ο διαχειριστής από την πλευρά του εάν είναι ικανός στις προβλέψεις του τότε εάν η χρηματιστηριακή αγορά βρίσκεται σε άνοδο θα μειώσει τα διαθέσιμα του και θα αυξήσει το ποσοστό των μετοχών του στο χαρτοφυλάκιο αυξάνοντας έτσι το συντελεστή βήτα, ενώ αν η αγορά είναι σε πτώση ο διαχειριστής θα περιορίσει το ποσοστό των μετοχών στο χαρτοφυλάκιο αυξάνοντας παράλληλα το ποσοστό των διαθέσιμων ή χρεογράφων σταθερής απόδοσης μειώνοντας έτσι το συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου του.

Οι Henriksson και Merton δημιούργησαν λοιπόν δυο εξισώσεις παλινδρόμησης για να υποστηρίξουν το υπόδειγμα τους.

$$A_{A/K} - i = a_{A/K} + b_{A/K} (A_{\Gamma\Delta\chi\alpha} - i) + e \text{ με } A_{\Gamma\Delta\chi\alpha} - i > 0$$

$$A_{A/K} - i = a_{A/K} + b'_{A/K} (A_{\Gamma\Delta\chi\alpha} - i) + e \text{ με } A_{\Gamma\Delta\chi\alpha} - i < 0,$$

Οι οποίες μπορούν να γίνουν μία:

$$A_{A/K} - i = a_{A/K} + b_{A/K} (A_{\Gamma\Delta\chi\alpha} - i) + b''_{A/K} (A_{\Gamma\Delta\chi\alpha} - i) D_u + e$$

Όπου: $A_{A/K}$ = η πραγματοποιηθείσα απόδοση του A/K

i = το χωρίς κίνδυνο επιτόκιο

$A_{\Gamma\Delta\chi\alpha}$ = η απόδοση του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου

D_u = μια ψευδομεταβλητή η οποία λαμβάνει την τιμή 1 εάν $A_{\Gamma\Delta\chi\alpha} - i > 0$ και την τιμή μηδέν αν $A_{\Gamma\Delta\chi\alpha} - i < 0$

$b_{A/K}$ = η τιμή του συντελεστή του συστηματικού κινδύνου του αμοιβαίου κεφαλαίου όταν $A_{\Gamma\Delta\chi\alpha} - i > 0$

$b'_{A/K}$ = η τιμή του συντελεστή του συστηματικού κινδύνου του αμοιβαίου κεφαλαίου όταν $A_{\Gamma\Delta\chi\alpha} - i < 0$

$$b''_{A/K} = b_{A/K} - b'_{A/K}$$

Αντίστοιχα όπως και στα προηγούμενα υποδείγματα το $a_{A/K}$ μετρά την ικανότητα επιλεκτικότητας του διαχειριστή, ενώ στατιστικά σημαντικές θετικές τιμές του $b''_{A/K}$ δηλώνουν ότι ο διαχειριστής άλλαξε τη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου του με αποτέλεσμα να είναι πιο επικίνδυνο στις και πιο επιθετικό στις ανοδικές αγορές και λιγότερο επικίνδυνο και πιο αμυντικό στις καθοδικές αγορές, πράγμα που δηλώνει θετική ικανότητα συγχρονισμού. Σε περίπτωση που $b''_{A/K} = 0$ τότε ο συντελεστής συστηματικού κινδύνου θα είναι ιδίως σε περιπτώσεις ανόδου ή καθόδου της αγοράς πράγμα που δηλώνει πως ο διαχειριστής δεν έλαβε υπόψιν του τις μεταβολές της αγοράς και η διάρθρωση του χαρτοφυλακίου του παρέμεινε ίδια, ενώ εάν $b''_{A/K} < 0$ τότε σημαίνει πως ο διαχειριστής όχι μόνο δεν έλαβε υπόψη του τις μεταβολές της αγοράς αλλά διάρθρωσε το χαρτοφυλάκιο του αμοιβαίου κεφαλαίου του σε αντίθετη

κατεύθυνση από αυτήν της αγοράς αφού η τιμή του συντελεστή συστηματικού κινδύνου του αμοιβαίου για καθοδικές αγορές είναι μεγαλύτερος από την τιμή του συντελεστή συστηματικού κινδύνου του αμοιβαίου για ανοδικές αγορές.

Το εργαστήριο Συστημάτων Χρηματοοικονομικής Διοίκησης διεξήγαγε έρευνα στο θέμα της αξιολόγησης της επίδοσης των διαχειριστών των Ελληνικών Α/Κ (Ζοπουνίδη Κ, Πενταράκη Κ 2001). Η έρευνα αυτή βασίστηκε σε ένα δείγμα μηνιαίων στοιχείων 33 μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων εσωτερικού την περίοδο 1/1/1999 έως 31/12/2000 με βάση το υπόδειγμα Henriksson και Merton. Τα συμπεράσματα που βγήκαν ήταν ότι, ένας μικρός αριθμός διαχειριστών από το σύνολο των εξεταζόμενων Α/Κ παρουσιάζουν (α) ικανότητα επιλογής αξιογράφων, και (β) ικανότητα επιλογής χρονικής τοποθέτησης (οι υπό εκτίμηση παράμετροι είναι στατιστικά μη σημαντικοί). Επίσης, οι διαχειριστές των Α/Κ αντιδρούν καλύτερα σε ανοδικές αγορές σε αντίθεση με τις καθοδικές αγορές.

Τα αποτελέσματα της έρευνας αυτής επιβεβαιώνονται και από μελέτες της διεθνούς βιβλιογραφίας με διαφορετικά στοιχεία και μεθοδολογίες καθώς δείχνουν μερικές μονάχα ενδείξεις για την ύπαρξη ανώτερης επίδοσης των διαχειριστών

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 7

1. **Harry. M. Markowitz**, «*Portfolio Selection*», **Journal of Finance**, Τόμος 7, Μάρτιος 1952, σελ. 77–91.
2. **Michel Crougny, Dan Galai, Robert Mark**, *The Essentials of Risk Management*, **Mc Graw Hill Editions**, 2006, σελ.112-114, 2006.
3. **Haslem A. John**, *Mutual Funds*, **Blackwell Publishing**, 2003, σελ. 166.
4. **Φίλιππος Νικόλαος**, *Αμοιβαία Κεφάλαια & Χρηματοπιστηριακό Περιβάλλον*, Εκδόσεις **Globus Invest**, 1999 σελ. 37-38.
5. **Αποστολόπουλος Ιωάννης**, *Ειδικά Θέματα Χρηματοδοτικής Διοικήσεως*, Εκδόσεις **Σταμούλη**, 2004, σελ 739-741.
6. **Αρτίκης Γεώργιος**, *Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Αποφάσεις επενδύσεων*, Εκδόσεις **Interbooks**, 2002, σελ 199-200.
7. **William. F. Sharpe**, «*Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*», **Journal of Finance**, Τόμος 39, 1966, σελ. 119-138.
8. **John Lintner**, «*Security Prices, Risk and Maximum Gains from Diversification*», **Journal of Finance**, Τεύχος 20, Δεκέμβριος 1965, σελ. 587-615.
9. www.executivefinancialplanning.com
10. **Αποστολόπουλος Ιωάννης**, *Ειδικά Θέματα Χρηματοδοτικής Διοικήσεως*, Εκδόσεις **Σταμούλη**, 2004, σελ 753
11. **Αποστολόπουλος Ιωάννης**, *Ειδικά Θέματα Χρηματοδοτικής Διοικήσεως*, Εκδόσεις **Σταμούλη**, 2004, σελ 746-747
12. **Αποστολόπουλος Ιωάννης**, *Ειδικά Θέματα Χρηματοδοτικής Διοικήσεως*, Εκδόσεις **Σταμούλη**, 2004, σελ 749

13. Τζωάννου Ιωάννη, *Χρηματοδοτική Διοίκηση*, Εκδόσεις Το Οικονομικό, 1966, σελ. 213
14. Καραθανάσης Γεώργιος, *Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές*, Εκδόσεις Μπένου 1999, σελ 467.
15. Haslem A. John, *Mutual Funds*, Blackwell Publishing, 2003, σελ. 166.
16. Καραθανάσης Γεώργιος, Λυμπερόπουλος Γεώργιος, *Αμοιβαία Κεφάλαια*, Εκδόσεις Μπένου, 2002, σελ. 153.
17. Μειωτέρη Ασπασία, Κακούρης Ανδρέας, «Διαχείριση Κινδύνου στα Αμοιβαία Κεφάλαια : Βασικοί λόγοι για την επιτυχία της επένδυσης» , Τα Νέα, 12 Νοεμβρίου 2007.
18. Treynor L. Jack, «How to Rate Managements of Investment Funds», Harvard Business Review, January-February 1965, σελ. 63-75.
19. Μυλωνάς Θ. Νικόλαος, *Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια*, Εκδόσεις Σάκκουλα, 1999, σελ 133.
20. Jensen C. Michael, «The Performance of Mutual Funds in The Period 1945-64», Journal of Finance, Τόμος 23, 1968, σελ.389-416.
21. Fama F. Eugene. «Components of Investment Performance», Journal of Finance, 1972, σελ. 551-567.
22. Treynor L. Jack and Mazuy K. Kay, «Can mutual Funds Outguess the Market?», Harvard Business Review, Τόμος 43,1965, σελ. 131-136.
23. Φίλιππας Νικόλαος, *Αμοιβαία Κεφάλαια & Χρηματιστηριακό Περιβάλλον*, Εκδόσεις Globus Invest, 1999 σελ. 187-189.
24. Αρτίκης Γ. Παναγιώτης, *Bond Mutual Fund Managers Performance in Greece*, Βάση Emerald, 2003.

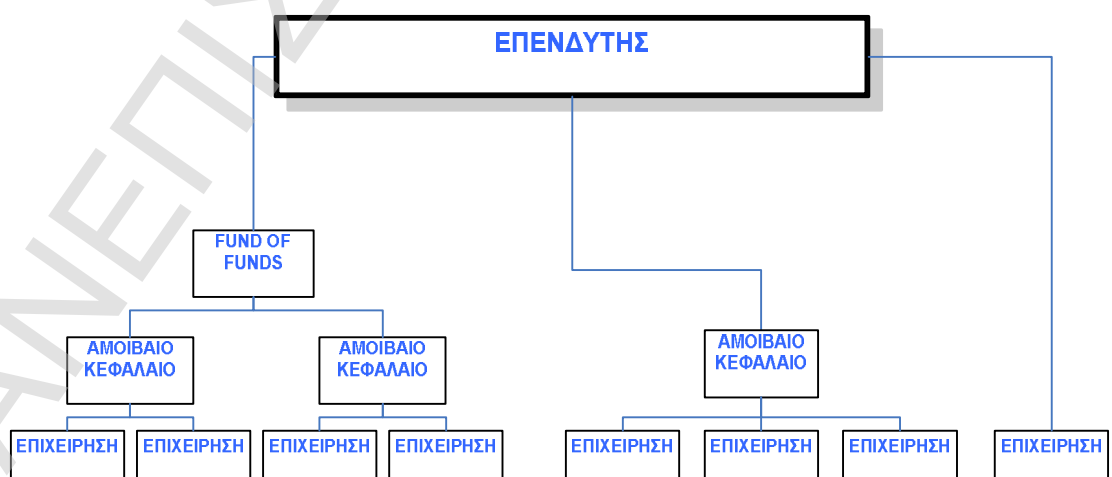
25. **Henricksson D. Roy, and Merton R.E**, «*On Market Timing Investment PerformanceII: Statistical Procedures For Evaluating Forecasting Skills*», **Journal of Business**, Τόμος 54, 1981, σελ. 513-534.
26. **Ζοπουνίδη Κ. Πενταράκη Κ**, «*Η επίδοση των διαχειριστών Αμοιβαίων Κεφαλαίων*», **Ελευθεροτυπία**, Οκτώβριος 2001.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8 : ΝΕΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

8.1 FUND OF FUNDS

8.1.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ

Τα fund of funds είναι Αμοιβαία Κεφάλαια, τα οποία επενδύουν το ενεργητικό τους σε μερίδια άλλων Αμοιβαίων Κεφαλαίων της ίδιας ή διαφορετικής εταιρείας διαχείρισης (www.interamerican.gr). Όπως ένα αμοιβαίο κεφάλαιο επενδύει σ' έναν αριθμό διαφορετικών μετοχών, έτσι ένα fund of funds επενδύει σε μερίδια διαφορετικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Τέτοιου είδους αμοιβαία δημιουργούνται συνήθως από μεγάλες ανώνυμες εταιρείες διαχείρισης, οι οποίες, εκτός των άλλων αμοιβαίων που διαθέτουν, δημιουργούν και ένα ή περισσότερα αμοιβαία που περιλαμβάνουν μερίδια των υπολοίπων που περιλαμβάνονται στη διαχείρισή τους. Συνήθως τα fund of funds αποτελούνται κατά 60% - 70% από μερίδια μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων και το υπόλοιπο από μερίδια αμοιβαίων ομολογίων και χρηματαγορών, συνεπώς κατανοούμε πως η διαφοροποίηση που επιτυγχάνει το συγκεκριμένο αμοιβαίο είναι μεγαλύτερη από κάθε άλλο (Καραθανάσης Γ & Λυμπερόπουλου Γ 2002, σελ. 139). Η λειτουργία τους μπορεί να γίνει πιο κατανοητή μέσα από το παρακάτω σχεδιάγραμμα.



ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8.1

ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΕΝΟΣ FUND OF FUNDS

(www.ca-privateequity.com)

Μέσω των fund of funds ο κάθε επενδυτής αντί να αγοράζει διαφορετικού είδους αμοιβαία κεφάλαια για να χτίσει το χαρτοφυλάκιο που ταιριάζει στο επενδυτικό του προφίλ και στους στόχους της επένδυσής του μπορεί να αποκτήσει μερίδια από ένα συγκεκριμένο fund of funds αμοιβαίο κεφάλαιο που να καλύπτει τις απαιτήσεις του σε απόδοση και κίνδυνο.

Τα fund of funds αποτελούν μορφή ενεργητικής διαχείρισης, έτσι έχουν ως στόχο την επίτευξη αποδόσεων μεγαλύτερων από των αντιστοίχων της αγοράς ή κάποιου γνωσμένου δείκτη αναφοράς, ο εντοπισμός υποτιμημένων στοιχείων της χρηματαγοράς, η εκμετάλλευση ανισορροπιών στην αγορά συναλλάγματος και η πρόβλεψη των τάσεων των χρηματαγορών.

Από την μεριά τους, οι διαχειριστές των fund of funds, λειτουργούν ταυτόχρονα σαν «καταναλωτές» αλλά και ως «παραγωγοί», αφού ως «καταναλωτές» επιλέγουν από την αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων αυτά τα οποία τηρούν τις προϋποθέσεις που θέτει η «παραγωγή» ενός συγκεκριμένου επενδυτικού στόχου fund of funds. Η επιλογή αυτή περιλαμβάνει την εξέταση κριτηρίων όπως η απόδοση των απλών αμοιβαίων κεφαλαίων, η επαναληπτικότητα τους, οι ικανότητες των διαχειριστών τους, η συσχέτιση των διαχειριστών τους με άλλους διαχειριστές της αγοράς και η συσχέτιση των διαχειριστών με την αγορά.

Τα Fund of Funds ξεκίνησαν από τις Η.Π.Α. στα τέλη της δεκαετίας του 1960, αλλά παρουσίασαν μια μεγάλη ανάπτυξη μέσα στην δεκαετία του ενενήντα, όπου και εμφανίσθηκαν στην Ευρώπη, με μεγαλύτερη συγκέντρωση στην Μ. Βρετανία και στην Αυστρία. Το πιο γνωστό παγκοσμίως fund of funds είναι το Vanguard Star (Καραθανάσης Γ & Λυμπερόπουλου Γ 2002, σελ. 139) που ιδρύθηκε το 1985 και επενδύει σε έξι διαφορετικά ομολογιακά, διαθεσίμων και μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, ενώ στη χώρα μας τα fund of funds έκαναν την εμφάνιση τους το δεύτερο εξάμηνο του 2005. Αυτή τη στιγμή στη χώρα μας δραστηριοποιούνται 31 fund of funds τα οποία ομαδοποιούνται ανάλογα με τη σύσταση του ενεργητικού τους σε τρεις κατηγορίες, αυτές των μικτών, μετοχικών και ομολογιακών, ενώ ανάλογα με τη γεωγραφική κατανομή τους σε fund of funds εσωτερικού και εξωτερικού. Τέλος εάν ένα fund of funds επενδύει σε αμοιβαία κεφάλαια της μητρικής διαχειριστικής εταιρείας τότε

χαρακτηρίζεται ως *fettered* ενώ αν επενδύει σε αμοιβαία κεφάλαια άλλης διαχειριστικής εταιρείας τότε χαρακτηρίζεται ως *unfettered* (Αϊβαλής Γ, 2004).

8.1.2 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ – ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ FUND OF FUNDS

Εάν θέλαμε να ομαδοποιήσουμε τα πλεονεκτήματα των *fund of funds* θα λέγαμε πως αυτά είναι:

- Ø Η μεγαλύτερη διαφοροποίηση του επενδυτικού κινδύνου, αφού επενδύουν σε ήδη διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια.
- Ø Τα *fund of funds* αποτελούν ένα εύχρηστο επενδυτικό εργαλείο, αφού ο επενδυτής παρατηρεί μόνο την απόδοση του *fund of funds* και όχι τα επιμέρους στοιχεία του.
- Ø Υπάρχει δυνατότητα επένδυσης σε μεγαλύτερη ποικιλία αμοιβαίων κεφαλαίων και συνεπώς καλύτερη επιλογή.
- Ø Παρέχεται επαγγελματική διαχείριση καθώς ο διαχειριστής ενός *fund of funds* μπορεί να εξισορροπήσει χαρτοφυλάκια τα οποία αποτελούνται από καλά επενδυτικά προϊόντα.
- Ø Τα *fund of funds* παρέχουν μεγάλη διαφοροποίηση όσον αφορά το διαχειριστικό κίνδυνο αφού παρέχουν ποικιλομορφία όσον αφορά τους διαχειριστές, το στυλ διαχείρισης, τις αγορές και τους διάφορους κλάδους αυτών.

Εκτός όμως από τα παραπάνω σημαντικά πλεονεκτήματα τα *fund of funds* κρύβουν και αρκετά μειονεκτήματα που είναι τα παρακάτω:

- Ø Οι υψηλοί δείκτες εξόδων που διατηρούν, οι οποίοι κατά συνέπεια επηρεάζουν αρνητικά και τις αποδόσεις των *fund of funds* αφού ο επενδυτής επωμίζεται τα κόστη του *fund of funds* αλλά και των υποκείμενων αυτού αμοιβαίων κεφαλαίων, εξαίρεση αποτελούν τα *fettered fund of funds* τα οποία αποτελούνται από κεφάλαια της ίδιας της διαχειρίστριας εταιρείας, η οποία συνήθως αποφεύγει τη διαδικασία της διπλής χρέωσης.
- Ø Οι περιορισμένες επιλογές επένδυσης σε ελληνικά *fund of funds* αμοιβαία κεφάλαια, αφού αποτελούν στη σύνθεση της ελληνικής αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων κατέχουν το μικρότερο ποσοστό με βάση το συνολικό ενεργητικό τους.

8.1.3 ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΚΑΙ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ FUND OF FUNDS

Η ιδέα των fund of funds αποτέλεσε το ερέθισμα για το εργαστήριο ανάλυσης δεδομένων στο οικονομικό τμήμα του Πανεπιστημίου της Κρήτης ώστε να εξετάσουν την επίδοση όσον αφορά την αποδοτικότητα και τον κίνδυνο ενός χαρτοφυλακίου το οποίο βασίζεται αποκλειστικά σε χαρτοφυλάκια με όλα τα διαθέσιμα αμοιβαία κεφάλαια των εταιρειών διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων του χρηματιστηρίου Αθηνών.

Αυτό λοιπόν που έκαναν ήταν να δημιουργήσουν ένα χαρτοφυλάκιο από την αρχή του 2006 και να μελετήσουν την επίδοση του για το πρώτο εξάμηνο της ζωής του χρησιμοποιώντας δοκιμασμένες τεχνικές δημιουργίας ενός χαρτοφυλακίου με τη συμμετοχή όλων των 14 fund of funds που υπήρχαν στην ελληνική αγορά, εκείνη τη χρονική περίοδο (Τσερκέζος Δ, 2006, Καθημερινή). Η επιλογή και οι σταθμίσεις των fund of funds που χρησιμοποιήθηκαν στο χαρτοφυλάκιο προέκυψαν χρησιμοποιώντας την όποια διαθέσιμη πληροφόρηση που κατείχαν πριν από τις αρχές του 2006. Ακολουθώντας λοιπόν παθητική διαχείριση αφού διατηρήσανε την αρχική διάρθρωση του χαρτοφυλακίου καθ' όλη την περίοδο διαχείρισης, συγκρίνανε τις συνολικές αποδόσεις του χαρτοφυλακίου και τις αποδόσεις του Γενικού Δείκτη από την αρχή του 2006.

Το χαρτοφυλάκιο με Fund of Funds παρουσίασε συνολικές αποδόσεις γύρω στο 5,07% τη στιγμή που ο Γενικός Δείκτης είχε συνολική απόδοση κοντά στο 0,5% από την αρχή του χρόνου. Επίσης το χαρτοφυλάκιο που δημιουργήθηκε είχε μικρότερο κίνδυνο σε σχέση με τον αντίστοιχο της αγοράς καθώς οι αποδόσεις του έχουν μικρότερη μεταβλητότητα σε σχέση με τη μεταβλητότητα των αποδόσεων του Γενικού Δείκτη. Επίσης, παρόλο που αρκετά Fund of Funds μεμονωμένα κατέγραψαν αρνητικές αποδόσεις στην περίοδο που μελετήθηκε, αυτές αντισταθμίστηκαν με τη δημιουργία του χαρτοφυλακίου με Fund of Funds και όλα αυτά με τον μικρότερο δυνατό κίνδυνο.

Σε αντίστοιχη μελέτη (Τσερκέζος Δ, Σορτίκου Κ, Αργυρόπουλος Γ 2008, Καθημερινή) που έγινε δυο χρόνια αργότερα από τη ίδια ερευνητική ομάδα μελετήθηκε η διαχρονική πορεία ενός επενδυτή, ο οποίος διαλέγει οκτώ εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων του χρηματιστηρίου Αθηνών και για κάθε μια από αυτές δημιουργεί ένα

χαρτοφυλάκιο με όλα τα διαθέσιμα αμοιβαία κεφάλαια μετοχών εσωτερικού, επιπλέον με βάση αυτά τα χαρτοφυλάκια δημιουργεί ένα τελευταίο χαρτοφυλάκιο που περιλαμβάνει αυτά τα επιμέρους χαρτοφυλάκια και το ζητούμενο είναι να αξιολογήσουμε την απόδοση και το βαθμό κινδύνου του τελικού χαρτοφυλακίου, με βάση ημερήσια δεδομένα μεταξύ των ετών 2000-2008.

Η αξιολόγηση αυτή έγινε μέσω της σύγκρισης με διάφορες εναλλακτικές επενδυτικές επιλογές όπως με τα χαρτοφυλάκια των οκτώ εταιρειών διαχείρισης, το γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου Αθηνών και το δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE – 20.

Το αποτέλεσμα όπως φαίνεται και από τον παρακάτω πίνακα είναι πως το τελικό χαρτοφυλάκιο που δημιουργήθηκε αποτελεί μια επενδυτικά αποτελεσματική λύση αφού οι αποδόσεις του κυμαίνονται μεταξύ των αντιστοίχων χαρτοφυλακίων των επιμέρους εταιρειών διαχείρισης με το μικρότερο δυνατό κίνδυνο, επιπλέον σε σχέση με το γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου Αθηνών και το δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE – 20 παρατηρούμε ότι πετυχαίνει παρόμοιες αποδόσεις με χαμηλότερα επίπεδα κινδύνου.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.1

ΣΕΙΡΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΤΩΝ ΜΕΣΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΑΝΑΛΟΓΩΝ ΚΙΝΔΥΝΩΝ ΤΩΝ ΕΝΕΛΛΑΚΤΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΕΠΙΛΟΓΩΝ

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΕΠΙΛΟΓΕΣ	ΜΕΓΙΣΤΗ ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	ΜΕΓΙΣΤΗ ΜΑΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	ΕΛΑΧΙΣΤΟΣ ΣΥΝΟΛΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ
ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ	8	9	13
ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ 1	1	1	11
ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ 2	11	11	4
ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ 3	5	6	9
ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ 4	14	14	7

ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ 5	17	17	5
ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ 6	6	7	6
ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ 7	13	13	8
ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ 8	12	12	10
ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ	9	8	13
ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ ΔΕΙΚΤΗ FTSE 20	10	10	15

(Τσερκέζος Δ, Σορτίκου Κ, Αργυρόπουλος Γ, 2008 Καθημερινή)

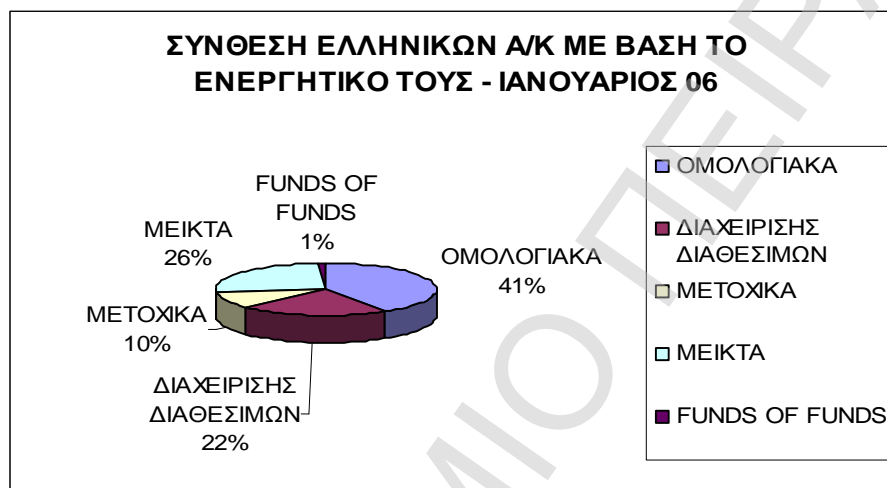
Οι παραπάνω μελέτες καταδεικνύουν πως τα fund of funds έχουν μέλλον στην ελληνική αγορά αφού προσφέρουν ικανοποιητικές αποδόσεις με χαμηλό κίνδυνο ενώ το όλο σκεπτικό γύρω από τη δημιουργία αμοιβαίων κεφαλαίων τα οποία αποτελούνται από μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί να μας προσφέρει νέα προϊόντα στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, όπως προϊόν που να αποτελείται από fund of funds, πράγμα που δεν έχει ακόμα θεσμοθετηθεί όμως δεν ξέρουμε τι μας επιφυλάσσει το μέλλον.

Ο επενδυτής σήμερα αλλά και στο άμεσο μέλλον έχει τη δυνατότητα να δημιουργήσει ένα χαρτοφυλάκιο με fund of funds, μειώνοντας σε μεγάλο βαθμό τους κινδύνους της αγοράς. Υπάρχει μια πληθώρα από επιλογές, ιδιαίτερα αν ληφθεί υπ' όψιν ότι την περίοδο αυτή υπάρχουν διαθέσιμα πάνω από 1.200 Fund of Funds που είναι άμεσα προσβάσιμα στην ευρωπαϊκή αγορά και που επιπλέον εξασφαλίζουν και τη γεωγραφική διασπορά του χαρτοφυλακίου από τους όποιους κινδύνους.

Για την επιλογή των fund of funds, τις σταθμίσεις τους στο χαρτοφυλάκιο αλλά και συμβουλές για τη διαχείρισή τους υπάρχουν αξιόλογοι διαχειριστές στις ελληνικές ΑΕΔΑΚ. Τα χαρτοφυλάκια με fund of funds εξασφαλίζουν σχετικά υψηλές αποδόσεις με χαμηλό κίνδυνο, χωρίς απαραίτητα πάντοτε σε τακτά χρονικά διαστήματα να

χρειάζονται κάποια ενεργητική και εξειδικευμένη διαχείριση με σημαντικές αλλαγές στη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου.

Εάν μελετήσουμε τη διαχρονική πορεία των fund of funds στην ελληνική αγορά θα δούμε πως ξεκίνησαν κατέχοντας ένα πολύ μικρό μερίδιο αγοράς το 2006 το οποίο ύστερα από κάποιες αυξομειώσεις αποτελεί ένα μικρό όμως εδραιωμένο μερίδιο των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων.

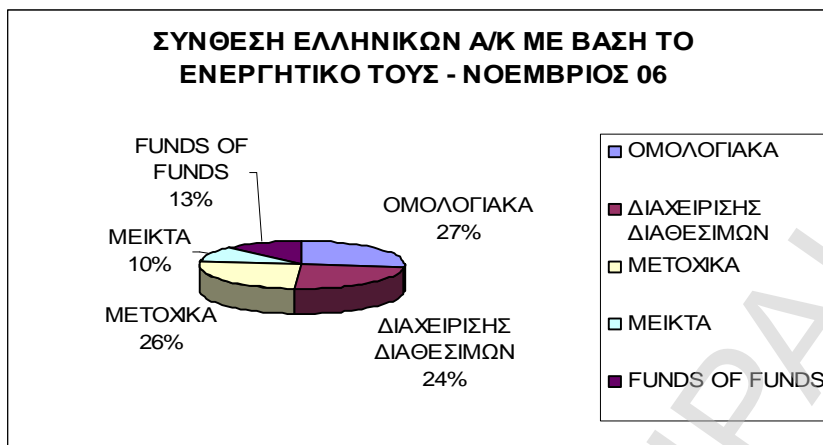


ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8.2

ΣΥΝΘΕΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΤΟΥΣ – ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 06

(www.agii.gr)

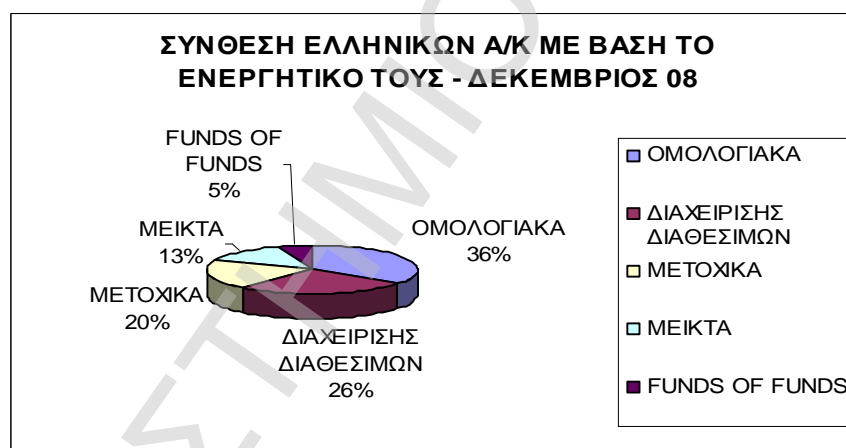
Έτσι, τα fund of funds ξεκίνησαν με ενεργητικό της τάξης των 2,2 εκατομμυρίων ευρώ στα μέσα του 2006, με σύνολο 19 διαφορετικών επιλογών, και στο τέλος του 2008 αυτό άγγιξε τα 0,5 εκατομμύρια ευρώ με σύνολο 31 διαφορετικών επιλογών όμως η υποχώρηση αυτή οφείλεται περισσότερο στην υποτίμηση των αξιών στις χρηματιστηριακές αγορές παρά στις προτιμήσεις των επενδυτών, είναι χαρακτηριστικό πως το τελευταίο τετράμηνο του 2008 παρουσιάστηκε υποχώρηση κατά 65,50% του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών (Καθημερινή 2009). Επειδή μιλάμε όμως για ένα νέο προϊόν στην ελληνική αγορά πρέπει διαχρονικά να μελετήσουμε την απόδοση και το κίνδυνο που ενέχει καθώς και τις ικανότητες των διαχειριστών των fund of funds, ώστε να έχουμε μια εμπειριστατωμένη άποψη.



ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8.3

ΣΥΝΘΕΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΤΟΥΣ – ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 06

(www.intermf.gr/, Μηνιαίο στατιστικό δελτίο, International ΑΕΔΑΚ)



ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8.4

ΣΥΝΘΕΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΤΟΥΣ– ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 08

(www.kathimerini.gr, www.alphamutual.gr)

8.2 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΣ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΙΜΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

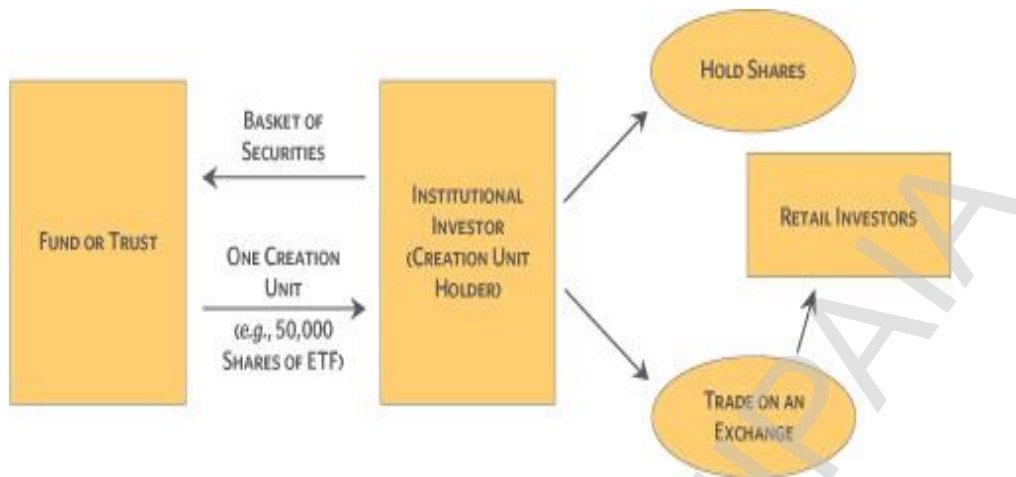
Το 2001, ο τότε πρόεδρος του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης κ. Ντικ Γκράσο επισκεπτόταν την Ελλάδα και διαπιστώνοντας (τότε) ότι στη Σοφοκλέους, όπως και στις αγορές των ΗΠΑ, η παρουσία των μικροεπενδυτών ήταν εντονότερη από άλλες αγορές, έφερε για πρώτη φορά στα στελέχη του ελληνικού χρηματιστηρίου την ιδέα για τα Exchange Traded Funds (ETFs), τα οποία θα μπορούσαν να βάλουν σε άλλη ρότα τα εγχώρια χρηματιστηριακά δρώμενα. Τα χρόνια πέρασαν και η εισαγωγή ενός νέου προϊόντος-επενδυτικού εργαλείου υπό την ονομασία Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (ΔΑΚ), που είναι διεθνώς γνωστό ως ETFs, αποτελεί πλέον πραγματικότητα στο χρηματιστήριο της Αθήνας (Μαντικίδης Τ. 2007, Το Βήμα)

8.2.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΩΝ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΙΜΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Τα Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (ΔΑΚ) είναι μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων τα οποία εκδίδονται από Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ) και εισάγονται προς διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο. Ουσιαστικά είναι χαρτοφυλάκια μετοχών, σχεδιασμένα ώστε να παρακολουθούν την κίνηση ενός συγκεκριμένου δείκτη ή μιας συγκεκριμένης ομάδας μετοχών («καλάθι» μετοχών). Τα ΔΑΚ αγοράζονται και πωλούνται κατά τη διάρκεια των επίσημων ωρών διαπραγμάτευσης του χρηματιστηρίου, μέσω των μελών του, όπως ακριβώς οι μετοχές. Ένα ΔΑΚ δίνει τη δυνατότητα στον επενδυτή να πραγματοποιήσει διασπορά του κινδύνου της επένδυσής του μέσω της έκθεσης σε διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών, ενώ έχει ως κύριο επενδυτικό στόχο την αναπαραγωγή της απόδοσης ενός συγκεκριμένου δείκτη. Τα ΔΑΚ είναι επενδυτικά προϊόντα που συνδυάζουν ταυτόχρονα χαρακτηριστικά τοποθέτησης τόσο σε μετοχικούς δείκτες όσο και σε Αμοιβαία Κεφάλαια. Μοιάζουν με «δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια» (index funds), τα οποία με διαφορετικά καλάθια μετοχών προσομοιάζουν την απόδοση των βασικών δεικτών αναφοράς στα χρηματιστήρια (Σαρρής Κ 2004, Ελευθεροτυπία). Η βασική διαφορά τους από τα αμοιβαία κεφάλαια είναι ότι τα ΔΑΚ είναι χρηματιστηριακά προϊόντα. Αυτό σημαίνει πως, αγοράζονται και πωλούνται σαν να είναι μετοχές, στην τιμή που

«τρέχουν» στο χρηματιστηριακό ταμπλό, σε αντίθεση με τα αμοιβαία κεφάλαια, όπου τα μερίδια αγοράζονται αφού έχει κλείσει η υποκείμενη αγορά, με βάση τις τιμές κλεισίματος. Εύκολα κατανοούμε πως διαπραγματεύονται όπως ακριβώς και οι μετοχές, συνδυάζοντας την ευελιξία των χρηματιστηριακών συναλλαγών με τα οφέλη ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου (Μάρκου Α, 2008, Το Βήμα).

Η λειτουργία της αγοράς των ΔΑΚ λαμβάνει δύο στάδια. Αρχικά, στην πρωτογενή αγορά ο επενδυτής, όπου συνήθως μιλάμε για θεσμικό επενδυτή, απευθύνεται απευθείας στον εκδότη για να λάβει ή να πουλήσει μερίδια ΔΑΚ, είτε με καταβολή μετρητών είτε σε είδος με την καταβολή μετοχών, δηλαδή το καλάθι μετοχών που αναφέραμε παραπάνω που δημιουργούν τον υποκείμενο δείκτη. Τα κυριότερα κριτήρια με βάση τα οποία θα επιλεγεί ένας εκδότης για τη δημιουργία και την έκδοση και διάθεση των ΔΑΚ στο ελληνικό χρηματιστήριο αφορούν το μέγεθος ενεργητικού κεφαλαίου του ΔΑΚ, την αναμενόμενη αύξησή του, τον σχεδιασμό και προϋπολογισμό του κόστους προώθησης του προϊόντος, την προμήθεια διαχείρισης και το κόστος θεματοφυλάκων, το δίκτυο διανομής σε θεσμικούς επενδυτές και ιδιώτες και το ενδιαφέρον ανάπτυξης και εισαγωγής των ΔΑΚ και άλλους δείκτες. Η δημιουργία/ εξαγορά μεριδίων ΔΑΚ πραγματοποιείται σε μεγάλα πακέτα και πολλαπλάσια αυτών, γνωστά ως Creation Units (συνήθως 1 Creation Unit = 50.000 μερίδια ΔΑΚ) (Μαντικίδης Τ 2007, Το Βήμα), ενώ η συχνότητα της συγκεκριμένης διαδικασίας εξαρτάται από τη ζήτηση μεριδίων στην αγορά. Στη συνέχεια στη δευτερογενή αγορά έχουμε αγοροπωλησίες των μεριδίων στη χρηματιστηριακή αγορά.. Οι δευτερογενείς συναλλαγές μπορούν να γίνουν και για ένα ακόμη μερίδιο, κατά συνέπεια αφορούν τόσο θεσμικούς όσο και ιδιώτες επενδυτές. Ο επενδυτής αγοράζει ή πουλά μερίδια ΔΑΚ μέσω της χρηματιστηριακής με την οποία συνεργάζεται. Η λειτουργία του κυκλώματος ενός ΔΑΚ φαίνεται από το παρακάτω σχεδιάγραμμα.



ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8.5
ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΕΝΟΣ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΙΜΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ
 (Investment Company Fact Book, 2008)

8.2.2 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΙΜΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΟΥΣ ΜΕ ΤΙΣ ΠΑΡΑΔΟΣΙΑΚΕΣ ΜΟΡΦΕΣ

Θα συνεχίσουμε την αναφορά μας στα Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια με τα πλεονεκτήματα τα οποία διατηρούν. Πρώτα από όλα τα ΔΑΚ αποτελούν μια επένδυση σε ένα καλάθι μετοχών (π.χ. δείκτη), άρα όπως και στα απλά αμοιβαία κεφάλαια επιτυγχάνεται διασπορά κινδύνου μέσω της διατήρησης ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου, σε σύγκριση με την επένδυση σε μια μεμονωμένη μετοχή (Μαντικίδης T 2007, Το Βήμα). Επίσης ο επενδυτής εκτίθεται σε χαμηλότερες διακυμάνσεις αποφεύγοντας παράλληλα τον κίνδυνο η θέση του να μην ακολουθεί τη γενικότερη τάση του χρηματιστηρίου.

Το δεύτερο πλεονέκτημα, έχει να κάνει με τα κόστη που διατηρούν σε σχέση με τα απλά αμοιβαία κεφάλαια. Η αγορά και η πώληση ενός ΔΑΚ έχει μικρότερο κόστος από την αγορά ή πώληση των μεμονωμένων μετοχών που απαρτίζουν έναν συγκεκριμένο δείκτη, αφού λόγω παθητικής διαχείρισης υπάρχει μικρότερος αριθμός εντολών, κατά συνέπεια λιγότερες προμήθειες κ.ο.κ (Μαντικίδης T 2007, Το Βήμα). Οι ετήσιες αναλογίες δαπάνης ενός ΔΑΚ είναι πολύ χαμηλές και μερικές φορές τα έξοδα διάθεσης, μάρκετινγκ, διανομής και λειτουργίας για ένα μετοχικό ΔΑΚ είναι αρκετά χαμηλότερα από τα αντίστοιχα έξοδα που χρεώνουν πολλά "παραδοσιακά" μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια (www.euro2day.gr, 2006). Αποτέλεσμα αυτού του πλεονεκτήματος είναι τα

ΔΑΚ να αποτελούν ελκυστικό επενδυτικό προϊόν τόσο στους ιδιώτες επενδυτές όσο και για θεσμικούς όπως τα ασφαλιστικά ταμεία.

Ένα ακόμα σημείο που τα ΔΑΚ πλεονεκτούν έναντι των κλασικών αμοιβαίων κεφαλαίων είναι το ότι προσφέρουν άμεση ρευστότητα καθώς διαπραγματεύονται παράλληλα με τους μετοχικούς τίτλους στο χρηματιστήριο και η τιμή αγοράς και πώλησης διαμορφώνεται στιγμιαία από την προσφορά και τη ζήτηση. Έχουμε δηλαδή συνεχή και online αποτίμησή του και δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης ή αγοράς του όπως σε μια μετοχή, σε αντίθεση με τα Αμοιβαία Κεφάλαια, στα οποία οι συναλλαγές μπορούν να γίνουν μόνο στο τέλος της ημέρας και αφού πρώτα καθοριστούν οι καθαρές τιμές, όπως μιλήσαμε παραπάνω, των επιμέρους μεριδίων τους (www.euro2day.gr, 2006). Στην περίπτωση των κλασικών Α/Κ ο επενδυτής δεν γνωρίζει με ακρίβεια την τιμή ρευστοποίησης των μεριδίων του, αφού αυτή υπολογίζεται στο τέλος της ημέρας μετά το κλείσιμο των αγορών σε αντίθεση με τα ΔΑΚ όπου έχει τη δυνατότητα να προβεί σε αγοραπωλησία μεριδίων κατά τη διάρκεια μίας χρηματιστηριακής συνεδρίασης.

Τέλος, ένα ακόμα πλεονέκτημα των ΔΑΚ είναι η ευκολία που προσφέρουν καθώς οι ιδιώτες επενδυτές, οι οποίοι από μόνοι τους δεν θα είχαν πιθανώς την κατάλληλη γνώση ή τα κεφάλαια για να διαμορφώσουν ένα σωστά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών, το οποίο είναι βασισμένο σε ένα τοπικό ή σε ένα διεθνή δείκτη. Σημαντική, επίσης, κρίνεται η δυνατότητα που δίνουν στον επενδυτή να αποκτήσει μεγάλη ποικιλία από ΔΑΚ με τα επιθυμητά κάθε φορά χαρακτηριστικά, με τη μεσολάβηση του ίδιου πάντοτε χρηματιστηριακού οίκου, χωρίς να απαιτείται η προσφυγή σε διαφορετικούς διαχειριστές κεφαλαίων με διαφορετικούς όρους αγοράς και εκκαθάρισης για τον καθένα. Αν, υποθετικά, πιστεύει ο επενδυτής ότι ο κλάδος υγείας θα έχει σημαντική ανάπτυξη, αρκεί να εντοπίσει το κατάλληλο ΔΑΚ και να απευθυνθεί στο χρηματιστή του (www.saxobank.com).

Τα χαρακτηριστικά των Διαπραγματεύσιμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων αναφέραμε πως αποτελούν ένα συνδυασμό δύο επενδυτικών μέσων των μετοχών και των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων για αυτό κρίναμε σκόπιμο μια σύγκριση ανάμεσα σε αυτές τις μορφές επενδύσεων, που παρουσιάζεται στο παρακάτω πίνακα, ώστε να δούμε ομοιότητες και διαφορές.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.2
ΣΥΓΚΡΙΣΗ Δ.Α.Κ – Α/Κ - ΜΕΤΟΧΩΝ

ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ	ΔΑΚ	ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΜΕΤΟΧΕΣ
ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΟΧΙ
ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗ ΣΤΗΝ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΗ ΑΓΟΡΑ	ΝΑΙ	ΟΧΙ	ΝΑΙ
ΠΑΡΑΚΟΛΟΥΘΗΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	ΟΧΙ
ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ - ΔΙΑΧΥΣΗ ΤΙΜΗΣ	ΣΥΝΕΧΗΣ1	ΤΕΛΟΣ ΗΜΕΡΑΣ	ΣΥΝΕΧΗΣ 2
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ	ΠΑΘΗΤΙΚΗ	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΗ	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΗ
ΚΟΣΤΟΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ	ΜΙΚΡΟ	ΜΕΓΑΛΟ	ΑΝΑΛΟΓΑ
ΚΟΣΤΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΗΣ (ΑΓΟΡΑ/ ΠΩΛΗΣΗ)	ΜΙΚΡΟ	ΜΕΓΑΛΟ	ΜΙΚΡΟ
ΔΥΝΑΤΟΤΗΤΑ ΡΕΥΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ	ΜΙΚΡΟ	ΜΕΓΑΛΟ	ΝΑΙ
ΑΝΟΙΚΤΕΣ ΠΩΛΗΣΕΙΣ/ ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ ΤΙΤΛΩΝ	ΝΑΙ	ΟΧΙ	ΝΑΙ

www.saxobank.com.

Αποτέλεσμα των παραπάνω συγκρίσεων είναι να ακούγεται έντονα το σενάριο πως η ταχεία ανάπτυξη των ΔΑΚ θα επιφέρει προβλήματα στην αγορά των παραδοσιακών αμοιβαίων κεφαλαίων ενώ πιθανή κρίνεται και η απορρόφηση πολλών οικογενειών μικρών αμοιβαίων κεφαλαίων από μεγαλύτερες με σκοπό τη συγκέντρωση κεφαλαίων ικανών να αντεπεξέλθουν στην ανάγκη για χαμηλότερα έξοδα. Ο κίνδυνος πλέον για τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια είναι υπαρκτός συνεπώς θα πρέπει να δράσουν (π.χ. μείωση εξόδων, καλύτερες αποδόσεις, αποτελεσματικότερη διαχείριση) για να αντιμετωπίσουν τον ανταγωνισμό και ίσως αυτό να αποβεί προς όφελος του επενδυτή.

Επιπρόσθετα κρίνουμε σκόπιμο να σημειώσουμε ότι τα διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια αναπτύσσονται ταχύτατα ως αποτέλεσμα των πλεονεκτημάτων που παρουσιάζουν και τα οποία αναφέραμε παραπάνω, έτσι σύμφωνα με στοιχεία του Δεκεμβρίου 2008 (Ενωση Θεσμικών Επενδυτών: Παρουσίαση του θεσμού των ETFs - Exchange Traded Funds- 2009) λειτουργούν διεθνώς 1.590 ΔΑΚ σε 42 χρηματιστήρια με κεφάλαια υπό διαχείριση US\$ 711 δις και εκτιμάται ότι μέχρι το τέλος του 2011 τα υπό διαχείριση κεφάλαια θα ξεπεράσουν τα US\$ 2 τρις διεθνώς. Η τεράστια αυτή αποδοχή έγινε με μέσο ρυθμό ανάπτυξης περίπου 40% την τελευταία δεκαετία και τα ETFs αποτελούν πλέον benchmarks για τις περισσότερες αγορές πραγματοποιώντας

όγκους συναλλαγών που αγγίζουν το 1/3 του συνολικού όγκου των χρηματιστηρίων που διαπραγματεύονται.

8.2.3 ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΙΜΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Στις αρχές του Ιανουαρίου του 2008 ξεκίνησε η διαπραγμάτευση του πρώτου ελληνικού διαπραγματεύσιμου αμοιβαίου κεφαλαίου που είναι το Alpha ETF FTSE ATHEX 20 Μετοχικό Εσωτερικού, το οποίο επενδύει στις εταιρίες που απαρτίζουν το Δείκτη FTSE Athex 20 του Χρηματιστηρίου Αθηνών και έχει ως στόχο την αναπαραγωγή της αποδόσεως του παραπάνω χρηματιστηριακού δείκτη αναφοράς. Αποτελεί λοιπόν ένα νέο επενδυτικό όχημα που απευθύνεται σε επενδυτές, οι οποίοι επιθυμούν να αποκτήσουν έκθεση στην ελληνική μετοχική αγορά μέσω ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου των εκάστοτε 20 μεγαλύτερων ελληνικών μετοχών και που επιτρέπει την έμμεση συμμετοχή στη δυναμική ανάπτυξη της Ν.Α. Ευρώπης, λόγω της δραστηριοποίησης των ελληνικών εταιριών στη συγκεκριμένη περιοχή. (www.alphamutual.gr)

Οι δυνατότητες που προσφέρονται μέσω των ΔΑΚ στους ιδιώτες επενδυτές αποτέλεσαν το ερέθισμα για το εργαστήριο ανάλυσης δεδομένων του οικονομικού τμήματος του πανεπιστημίου της Κρήτης για τη δημιουργία ενός νέου επενδυτικού προϊόντος που στηρίζεται στα ΔΑΚ και το ονόμασαν Ευέλικτα Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (Γκίλας Κ, Τσερκέζος Δ 2008, Το Βήμα).

Οι διαφορές που έχει από το συνηθισμένο ΔΑΚ έγκειται στο ότι ο δημιουργός τους δεν θα είναι κάποιος θεσμικός επενδυτής, αλλά ο ίδιος ο επενδυτής. Τα «Ευέλικτα» Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια θα «εκδίδονται» (ή, αν θέλετε, «δηλώνονται») από τον ίδιο τον επενδυτή κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης. Ο επενδυτής θα μπορεί να δημιουργεί και να τοποθετείται σε ένα «ακριβό» χαρτοφυλάκιο από μετοχές, αγοράζοντας μόνο ένα «μερίδιο» του συνολικού κόστους του χαρτοφυλακίου, αγοράζοντας δηλαδή μικρά μερίδια από την κάθε μετοχή, έστω το 10%-80% της τρέχουσας της τιμής των μετοχών που έχει επιλέξει να συμμετάσχουν στο χαρτοφυλάκιο του. Αποτέλεσμα αυτού θα είναι το ότι ο επενδυτής με πολύ λίγα χρήματα θα έχει τη δυνατότητα να συμμετέχει στις εξελίξεις της αγοράς με ένα φθινό χαρτοφυλάκιο έχοντας κάνει τη διασπορά του κινδύνου και εφόσον έχει κάνει και τη σωστή επιλογή

ίσως επιτύχει υψηλότερες αποδόσεις. Το χαρτοφυλάκιο αυτό θα διακινείται στην αγορά διαμορφώνοντας την τιμή του τόσο σε σχέση με τη διαμορφούμενη ζήτηση για το συγκεκριμένο «Ευέλικτο» Διαπραγματεύσιμο Αμοιβαίο Κεφάλαιο όσο και από τις διαμορφούμενες τιμές των μετοχών που συμμετέχουν στο χαρτοφυλάκιο. Ο κάθε μικροεπενδυτής λοιπόν κάνοντας χρήση ενός τέτοιου είδους αμοιβαίου κεφαλαίου θα μπορούσε να επιλέξει τις μετοχές που θέλει, να δηλώσει τις σταθμίσεις τους στο χαρτοφυλάκιο που θα δημιουργήσει και να δηλώσει το ποσό που διαθέτει για αρχικό κεφάλαιο. Για παράδειγμα θα μπορεί με 21 ευρώ να συμμετάσχει στις χρηματιστηριακές εξελίξεις στην αγορά έχοντας για παράδειγμα στο χαρτοφυλάκιο και τη μετοχή της Εθνικής Τράπεζας, όταν σε αντίθετη περίπτωση με τα 21 ευρώ δεν θα μπορούσε να αγοράσει ούτε μία μετοχή αυτής της τράπεζας (Γκίλας Κ, Τσερκέζος Δ 2008, Το Βήμα)

Στη συνέχεια με μεθόδους προσομοίωσης μελετήθηκε η συμπεριφορά ενός ευέλικτου διαπραγματεύσιμου αμοιβαίου κεφαλαίου, σε ένα διάστημα επτά ετών, τόσο όσον αφορά την απόδοση του αλλά και όσον αφορά τον κίνδυνο. Μελετήθηκαν τρία σενάρια: α) ένας επενδυτής να έχει τη δυνατότητα να μπορεί να προβλέπει τις εξελίξεις και να τοποθετείται ανάλογα στην αγορά β) ένας επενδυτής που του συμβαίνει ό,τι χειρότερο θα μπορούσε να του συμβεί με τα «Ευέλικτα» Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια και τέλος γ) ένας επενδυτής που παραμένει στην ασφάλεια του μοναδικού Exchange Traded Fund στον δείκτη FTSE-20. Τα αποτελέσματα έδειξαν πως τα ευέλικτα διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια μπορεί να επιτύχουν πολύ υψηλότερες αλλά και πολύ χαμηλότερες αποδόσεις σε σχέση με το Exchange Traded Fund στον δείκτη FTSE-20. Οι κίνδυνοι όμως είναι πολύ υψηλότεροι, χωρίς όμως και να αποκλείονται και περιπτώσεις που συνοδεύονται με πολύ υψηλές αποδόσεις και με ακόμη πιο ελάχιστους κινδύνους.

Κατανοούμε πως για στοιχεία όπως η απόδοση και ο κίνδυνος της νέας προτεινόμενης μορφής διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων δεν μπορούμε να είμαστε σίγουροι αλλά το σίγουρο συμπέρασμα που λαμβάνουμε από την παραπάνω έρευνα είναι πως μέσω των ευέλικτων διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων παρέχεται η δυνατότητα σε κάποιον μικροεπενδυτή με λίγα ευρώ να τοποθετείται και να διαπραγματεύεται με αξιώσεις στη χρηματιστηριακή αγορά. Οι μικροεπενδυτές που ακόμη και σήμερα θεωρούν «ακριβό» το ελληνικό χρηματιστήριο θα μπορούν με πολύ

λίγα χρήματα να συμμετέχουν στις εξελίξεις της χρηματιστηριακής αγοράς όπως αυτοί θα ήθελαν.

Ο ανταγωνισμός πλέον θα γίνεται πιο έντονος στο πεδίο του συγκεκριμένου είδους αμοιβαίων κεφαλαίων συνεπώς οι κινήσεις των εταιρειών διαχείρισης θα ταχθούν προς τη δημιουργία νέων ΔΑΚ τα οποία θα καλύπτουν περισσότερους δείκτες είτε θα έχουν νέες μορφές όπως τα ΔΑΚ ενεργητικής διαχείρισης. Το Χρηματιστήριο Αθηνών (ΕΘΕ: Παρουσίαση του θεσμού των ETFs 2009) έδωσε πληροφορίες για τα επόμενα βήματα ανάπτυξης της αγοράς αυτής στην Ελλάδα τα οποία περιλαμβάνουν την πρωτογενή εισαγωγή νέων ΔΑΚ καθώς και την δευτερογενή εισαγωγή ήδη εισηγμένων ΔΑΚ σε άλλες αγορές. Έτσι για τα επόμενα χρόνια, αναμένεται η έκδοση πρόσκλησης εκδήλωσης ενδιαφέροντος για την δημιουργία ΔΑΚ με βάση τον Γενικό δείκτη Χ.Α., ο οποίος απεικονίζει την τάση των μετοχών των εισηγμένων εταιρειών που διαπραγματεύονται στην Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης του Χ.Α. Εν συνεχεία και εκτιμώντας βέβαια τις εξελίξεις στις κεφαλαιαγορές, το Χ.Α. προσανατολίζεται στην δημιουργία ETF στον FTSE/Χ.Α. Liquid Mid, ο οποίος απεικονίζει την τάση των μετοχών των 20 μεγαλύτερων σε όρους αξίας συναλλαγών εταιριών του δείκτη FTSE/Athex Mid 40 και στον FTSE/Χ.Α.-Χ.Α.Κ, τραπεζικός δείκτης, ο οποίος είναι ο κοινός δείκτης που δημιουργήθηκε σε συνεργασία με το Χρηματιστήριο της Κύπρου. Τέλος ήδη έχει γίνει γνωστή η πρόθεση δημιουργίας του ETF GT30, ο οποίος είναι ο κοινός δείκτης των χρηματιστηρίων της Κωνσταντινούπολης και της Αθήνας.

8.3 HEDGE FUNDS

8.3.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΚΥΡΙΑ ΧΑΡΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ HEDGE FUNDS

Μπορούμε να ξεκινήσουμε την αναφορά μας στα hedge funds δίνοντας έναν ορισμό, έτσι θα μπορούσαμε να πούμε πως αποτελούν επενδυτικά σχήματα, τα οποία έχουν οργανωθεί με τη μορφή συνεταιρισμών, τη διαχείριση των οποίων έχουν αναλάβει επαγγελματίες διαχειριστές που επενδύουν σε ένα ευρύτατο φάσμα στοιχείων, όπως μετοχές, ομόλογα, παράγωγα, νομίσματα, πολύτιμα μέταλλα και δεν είναι διαθέσιμα στον καθένα επενδυτή. Αποτελούν ιδιωτικά αμοιβαία κεφάλαια τα οποία δεν

ελέγχονται από τις εποπτικές αρχές και στα οποία επενδύουν κυρίως εύποροι ιδιώτες. Κύριος σκοπός τους είναι μειώσουν τις διακυμάνσεις στις αποδόσεις τους και να πετυχαίνουν θετικές αποδόσεις ανεξάρτητα από το εάν η αγορά ανεβαίνει ή πέφτει, σε αντίθεση με τα αμοιβαία κεφάλαια των οποίων η απόδοση κρίνεται με βάση το αν επέτυχαν αποδόσεις μεγαλύτερες από αυτές του δείκτη στο οποίο τις αξίες επενδύουν (www.reporter.gr). Για να το επιτύχουν αυτό κάνουν χρήση επενδυτικών στρατηγικών που δεν παρουσιάζονται στα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια.

Βέβαια σίγουρα θα αναρωτιέστε γιατί προέκυψε ο όρος hedge funds, δηλαδή κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου. Αυτό οφείλεται όπως υποδηλώνει και το όνομα, στο ότι τα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου συχνά χρησιμοποιούνται για να αντιμετωπίσουν πιθανές ζημιές στις κύριες αγορές στις οποίες επενδύουν οι επενδυτές τους.

Εάν θέλαμε να επικεντρωθούμε στα κύρια χαρακτηριστικά των hedge funds αυτά είναι τα παρακάτω:

- Ø Οι επενδυτές τους είναι μια περιορισμένη ομάδα, είτε θεσμικοί, είτε ασφαλιστικά ταμεία, είτε οικογένειες πολύ υψηλού εισοδήματος, αξίζει να σημειώσουμε χαρακτηριστικά πως οι περισσότερες εταιρείες που τα διαθέτουν έχουν ορίσει ως ελάχιστο αρχικό ποσό επένδυσης τα 100.000 δολάρια
- Ø Η πληθώρα χρηματοοικονομικών εργαλείων που χρησιμοποιούνε, όπως η μόχλευση, τα παράγωγα και το short selling, δηλαδή το να δανειστούν ένα αξιόγραφο το οποίο δεν τους ανήκει και να το πουλήσουν. Φυσικά, κάποια στιγμή θα χρειαστεί να επιστρέψουν το δανεισμένο αξιόγραφο στον αρχικό του κάτοχο. Τότε θα το αγοράσουν από τις χρηματαγορές, ευελπιστώντας ότι η τιμή αγοράς του θα είναι μικρότερη απ' αυτή στην οποία το πούλησαν (Βασσάλου Μ 2006).
- Ø Οι επενδυτές των hedge funds δεν μπορούν να εξαγοράσουν την επένδυση τους όποτε θελήσουν αφού στην πλειοψηφία των περιπτώσεων είναι αναγκασμένοι να διατηρήσουν την επένδυση τους για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα (www.naftemporiki.gr), συνήθως ένα χρόνο, το λεγόμενο lock-up period. Αυτό συμβαίνει για να περιοριστούν πιθανές ρευστοποιήσεις που θα δημιουργούσαν προβλήματα στην επενδυτική πολιτική των διαχειριστών.

- Ø Οι διαχειριστές των hedge funds είναι έμπειροι, επαγγελματίες και επιμελείς και μάλιστα υποχρεούνται να επενδύσουν δικά τους χρήματα στο κεφάλαιο, ενώ υπάρχει και το επίδομα κινήτρου το οποίο αντιστοιχεί σε 20% των καθαρών κερδών και δίνεται στους διαχειριστές όταν υπερβούν κάποιο συγκεκριμένο επίπεδο που έχει προκαθοριστεί.
- Ø Οι αποδόσεις τους υπερβαίνουν τις αντίστοιχες της αγοράς μετοχών και ομολόγων με μικρότερο κίνδυνο για μεγάλο χρονικό διάστημα ενώ πολλά έχουν την ικανότητα να επιφέρουν αποδόσεις μη θετικά συσχετισμένες με αυτές της αγοράς.

8.3.2 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ HEDGE FUNDS

Αφού αναφερθήκαμε στα κύρια χαρακτηριστικά των hedge funds μπορούμε να κάνουμε μια σύγκριση με τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια και να καταλήξουμε σε κάποια πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα αυτών σε σχέση με την παραδοσιακή μορφή των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Θα ξεκινήσουμε από τα πλεονεκτήματα των αντισταθμιστικών κεφαλαίων:

- Ø Τα hedge funds έχουν μεγαλύτερη ευελιξία (www.reporter.gr) καθώς διαθέτουν στη φαρέτρα τους όπλα όπως το να επενδύουν κεφάλαια περισσότερα από αυτά που έχουν στη διάθεσή τους, μέσω δανειοδότησης, έχουν δηλαδή τη δυνατότητα της μόχλευσης, όπως το να κάνουν χρήση παραγώγων καθώς και του short selling πράγματα τα οποία δεν διαθέτουν τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια. Αυτά λοιπόν τα εργαλεία αντιστάθμισης του κινδύνου προστατεύουν τα hedge funds από τον κίνδυνο πτώσης των χρηματιστηριακών δεικτών ενώ αντίθετα τα αμοιβαία κεφάλαια συμπαρασύρονται από τις αποδόσεις των δεικτών των οποίων τις αξίες επενδύουν, καθώς το βέλτιστο που μπορούν να κάνουν είναι να εκμηδενίσουν το μη συστηματικό κίνδυνο και να περιοριστούν στον κίνδυνο της αγοράς.
- Ø Στην περίπτωση των hedge funds οι στόχοι διαχειριστών και επενδυτών ταυτίζονται καθώς η αμοιβή των διαχειριστών βασίζεται στη επίδοση του συγκεκριμένου κεφαλαίου προς επένδυση, μέσω της προμήθειας κινήτρου και της συμμετοχής του διαχειριστή στο προς επένδυση κεφάλαιο, πρακτικές που δεν χρησιμοποιούνται στα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια.

Ø Τα περισσότερα hedge funds παρέχουν δυνατότητα περιορισμού της ρευστοποίησης και άλλων εσπευσμένων κινήσεων μέσω της lock up περιόδου και της δυνατότητας που παρέχεται στους επενδυτές να αποσύρουν τα κεφάλαιά τους σε προκαθορισμένα χρονικά διαστήματα, π.χ. ανά μήνα ή ανά τρίμηνο και όχι ανά πάσα στιγμή καθεστώς που δεν ισχύει στα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια και έτσι παρέχεται στους διαχειριστές των hedge funds ένα σταθερό κεφάλαιο στο οποίο θα μπορούν να ασκήσουν ανενόχλητοι την επενδυτική πολιτική που θα αποφασίσουν.

Τώρα θα περάσουμε στα μειονεκτήματα των hedge funds τα οποία αναλύονται παρακάτω:

Ø Στα hedge funds παρατηρείται έλλειψη διαφάνειας σε σχέση με τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια καθώς στα δεύτερα ο διαχειριστής του είναι υποχρεωμένος βάσει νομοθεσίας να δημοσιεύει στον ημερήσιο τύπο την καθαρή αξία του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου, τον αριθμό των μεριδίων, την αξία αυτών και την τιμή διάθεσης και εξαγοράς. Επίσης καθημερινά γίνεται παρουσίαση στα περιουσιακά στοιχεία στα οποία έχουν επενδύσει τα αμοιβαία κεφάλαια, η ποσόστωση τους καθώς και οι μεταβολές που πιθανά γίνονται στη διάρθρωση του αμοιβαίου κεφαλαίου. Αντίθετα στα hedge funds δεν είναι γνωστή στους επενδυτές η σύσταση του χαρτοφυλακίου επενδύσεων και που ακριβώς έχει επενδύσει τα περιουσιακά του στοιχεία, ενώ δεν υπάρχει και κάποια ελεγκτική επιτροπή.

Ø Στα hedge funds η δυνατότητα της μόχλευσης, εργαλείο που δεν υπάρχει στα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια, μπορεί να λειτουργήσει και ως δίκικο μαχαίρι καθώς όταν καλούνται να επιστρέψουν στους μεριδιούχους τα χρήματά τους χωρίς να έχουν επαρκή ρευστότητα, αναγκάζονται να ρευστοποιήσουν στοιχεία του ενεργητικού τους για να ικανοποιήσουν τα αιτήματα εξαγορών (www.naftemporiki.gr 2008, Όμηροι της Μόχλευσης τα Hedge Funds).

Ø Τα hedge funds δανείζονται με εξασφάλιση το χαρτοφυλάκιο τους και η μόχλευση αυξάνει τα κέρδη όταν τα πράγματα βαίνουν καλώς, αντίθετα σε συνθήκες πτωτικής αγοράς αυτή οδηγεί σε διόγκωση των ζημιών ακριβώς τη στιγμή που οι επενδυτές σπεύδουν να εξαγοράσουν τα μερίδιά τους. Οι διαχειριστές που δεν έχουν αρκετά ρευστά διαθέσιμα για να ικανοποιήσουν όλα τα αιτήματα εξαγορών εξωθούνται σε πωλήσεις στοιχείων ενεργητικού σε μια

αγορά στην οποία οι τιμές μεταβάλλονται εις βάρος τους. Εάν αναγκαστούν να πωλήσουν στοιχεία ενεργητικού μειωμένης ρευστότητας, ενδέχεται να αντιμετωπίσουν μεγάλες δυσκολίες ακόμη και για την εξεύρεση αγοραστών. Επιπλέον, οι δανειστές ενός αμοιβαίου κεφαλαίου που χρησιμοποιεί μόχλευση είναι πιθανό να απαιτήσουν περισσότερες εξασφαλίσεις όταν η αγορά –και κατ' επέκταση και η αξία των υφιστάμενων εξασφαλίσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου– ακολουθεί πτωτική πορεία. Χαρακτηριστική (Παπαδοπούλου Κ 2008) είναι η πίεση που ασκήθηκε από τις τράπεζες που είχαν δανείσει πολλούς διαχειριστές και ζητούσαν εν μέσω της πιστωτικής κρίσης τα κεφάλαιά τους πίσω, λόγω της έλλειψης ρευστότητας που παρουσίαζαν και οι ίδιες.

- Ø Στα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια μπορεί ο καθένας να επενδύσει ενώ αντίθετα στα hedge funds υπάρχει το υψηλό όριο των 1.000.000 δολαρίων, παρατηρείται δηλαδή μια επιλεκτικότητα επενδυτών.
- Ø Είναι ακριβά και χρεώνουν υψηλές προμήθειες. Οι διαχειριστές των hedge funds όταν ακούν την παραπάνω φράση απαντούν ως εξής (www.reporter.gr), (Πως να επενδύσετε σε hedge fund από την Ελλάδα, 2006) «Θα προτιμούσατε να πληρώνατε προμήθεια 1%-2% για ένα αμοιβαίο κεφάλαιο για το οποίο δεν έχετε εξασφαλισμένη απόδοση ή να πληρώσετε 1,5% συν μια αμοιβή ανάλογα με την απόδοση που επιτυγχάνεται για να επενδύσετε σε hedge funds με πολύ μεγαλύτερες αποδόσεις;».

8.3.3 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ HEDGE FUNDS

Περίπου το 70% των υπό διαχείριση κεφαλαίων των hedge funds επενδύονται σε στρατηγικές μετοχών, πράγμα που οφείλεται στη συγκέντρωση των κεφαλαίων στην κατηγορία των επενδύσεων μετοχών έχει να κάνει με το εύρος των ευκαιριών υψηλής απόδοσης στις χρηματιστηριακές επενδύσεις, σε σχέση με αυτές των κρατικών ομολόγων. Βέβαια, οι ευκαιρίες αυτές υπάρχουν γιατί η αποτίμηση μετοχών είναι δυσκολότερη και λιγότερο ακριβής, με βάση τα υπάρχοντα οικονομικά υποδείγματα, απ' αυτή των κρατικών ομολόγων (Βασάλλου Μ. 2006).

Συγκεκριμένα ακολουθούν δύο είδη στρατηγικών:

- Ø Πρώτο, στρατηγικές που στηρίζονται στις ικανότητες των διαχειριστών να κερδίσουν σε απόδοση επενδύοντας σε χαρτοφυλάκια υψηλής απόδοσης και

αντίστοιχου κινδύνου, παράγοντες κινδύνου, τους οποίους οι διαχειριστές θεωρούν ότι μπορούν να εκτιμήσουν και να ελέγξουν σε σημαντικό βαθμό.

- Ø Δεύτερον, στρατηγικές που στοχεύουν να εκμεταλλευτούν κάποια δυσλειτουργία ή αναποτελεσματικότητα της αγοράς ώστε να επιλέξουν υποτιμημένα αξιόγραφα. Πράγμα που κάνουν όλοι οι διαχειριστές επενδυτικών χαρτοφυλακίων.

8.3.4 ΤΑ HEDGE FUNDS ΣΗΜΕΡΑ

Τα hedge funds υπάρχουν εδώ και 50 χρόνια ωστόσο η μεγάλη τους διάδοση έγινε το 1990 και έτσι σήμερα υπάρχουν 5.735 hedge funds έναντι μόλις 610 το 1990 (Παπαδόπουλος Κ, 2008). Τα τελευταία χρόνια τα hedge funds γιγαντώθηκαν και τα κεφάλαια υπό διαχείριση έφτασαν τα 1,9 τρισεκατομμύρια δολάρια και δεδομένου ότι είναι και μοχλευμένα το μέγεθος των επενδύσεων είναι δυνητικά μεγαλύτερο. Στην Ελλάδα, λόγω της έλλειψης νομοθετικού πλαισίου και της ύπαρξης διαφόρων περιορισμών, οι ιδιώτες επενδυτές δεν έχουν τη δυνατότητα άμεσης επένδυσης σε hedge funds μπορούν, όμως, έμμεσα να επενδύσουν σε αυτά με τρεις τρόπους (www.reporter.gr, Πως να επενδύσετε σε hedge funds από την Ελλάδα, 2006):

- Ø Μέσω των τραπεζών, οι οποίες μπορούν να δημιουργήσουν προϊόντα εγγυημένου κεφαλαίου, η απόδοση των οποίων να είναι συνδεδεμένη με την απόδοση ενός hedge fund. Ήδη δύο ξένες τράπεζες που δραστηριοποιούνται στην ελληνική αγορά έχουν διαθέσει κατά το παρελθόν τέτοια προϊόντα.
- Ø Μέσω του private banking των τραπεζών, στην προκειμένη περίπτωση, ωστόσο, απαιτείται υψηλό αρχικό κεφάλαιο.
- Ø Απευθείας επένδυση στο εξωτερικό μέσω ενός διαχειριστή.

Παρά την ανοδική τάση που παρατηρήθηκε τα τελευταία χρόνια το 2008 μπορεί να χαρακτηριστεί ως χρονιά καταστροφή για τα hedge funds καθώς το ενεργητικό τους μειώθηκε στη διάρκεια της περυσινής χρονιάς συνολικά κατά 350 δισ. δολάρια από 2 τρισεκατομμύρια δολάρια που ήταν το καταγεγραμμένο υψηλό στα μέσα της χρονιάς στα 1,65 τρισεκατομμύρια δολάρια (Καταστρεπτικό για τα Hedge Funds το 2008 ,Το Βήμα, 2009).

Η σημαντική υποχώρηση των μετοχών και των εμπορευμάτων όπου είναι τοποθετημένο το μεγαλύτερο μέρος του χαρτοφυλακίου επηρέασε σημαντικά τα κερδοσκοπικά κεφάλαια, τα οποία προσγειώθηκαν στη μιζέρια των αρνητικών αποδόσεων. Πρώτοι σε απώλειες ήταν οι διαχειριστές που ήταν πιο επιθετικοί και είχαν καταγράψει τα υψηλότερα κέρδη τα προηγούμενα χρόνια. Είναι χαρακτηριστικό της σφοδρότητας υποχώρησης των αξιών το γεγονός ότι το 90% των απωλειών που καταγράφησαν σημειώθηκε το τελευταίο τρίμηνο του 2008, καθώς στην προσπάθειά τους να συγκεντρώσουν ρευστότητα συνωστίστηκαν στην «έξοδο» των αγορών, πολλαπλασιάζοντας την πτώση (Παπαδόπουλος Κ. 2008).

Πολλοί είναι αυτοί που κατηγορούν τα hedge funds ότι οφείλονται σε μεγάλο μέρος για προβλήματα της αγοράς όπως, για τη πρόσφατη χρηματιστηριακή κρίση καθώς πίεση ασκήθηκε από τις τράπεζες που είχαν δανείσει πολλούς διαχειριστές και ζητούσαν εν μέσω της πιστωτικής κρίσης τα κεφάλαιά τους πίσω, λόγω της έλλειψης ρευστότητας που παρουσίαζαν και οι ίδιες και τη εκτόξευση της τιμής του πετρελαίου στην αρχή του 2008 στα 147 δολάρια καθώς τα hedge funds αγόραζαν ενέργεια και εμπορεύματα και πωλούσαν τράπεζες (Παπαδόπουλος Κ. 2008).

Αν θέλαμε να καταλήξουμε σε κάποιο τελικό συμπέρασμα θα μπορούσαμε να πούμε πως τα hedge funds αποτελούν ένα δομικό στοιχείο της οικονομικής δραστηριότητας και σίγουρα αν μετριάσουν τον κερδοσκοπικό τους χαρακτήρα μπορούν να δράσουν προληπτικά στη διαχείριση κινδύνων της παγκόσμιας οικονομίας λόγω της οικονομικής δύναμης που διαθέτουν.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ 8

1. www.interamerican.gr
2. www.ca-privateequity.com
3. **Καραθανάσης Γεώργιος & Λυμπερόπουλος Γεώργιος**, *Αμοιβαία Κεφάλαια*, Εκδόσεις Μπένου, 2002, σελ. 139.
4. **Αϊβαλής Γεώργιος**, «Fund of Funds Εμπειρική Μελέτη Προσομείωσης», *Διπλωματική εργασία*, 2004, σελ.2
5. **Τσερκέζος Δικαίος**, «*Αμείβουν τα χαρτοφυλάκια με Αμοιβαία Αμοιβαίων Κεφαλαίων*», **Καθημερινή**, 17 Ιουνίου 2006
6. **Τσερκέζος Δικαίος, Σορτίκου Κατερίνα, Αργυρόπουλος Γιάννης**, «*Θετικές αποδόσεις ενός fund of fund ελληνικής προέλευσης και έμπνευσης*», **Καθημερινή – Οικονομική Εβδομάδα**, 10 Μαΐου 2008, σελ.12.
7. www.agii.gr , Ένωση Θεσμικών Επενδυτών
8. **Καθημερινή**, «*Πτωτικά κινήθηκε η εγχώρια αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων το τελευταίο τετράμηνο του 2008*»,www.kathimerini.gr, 13 Ιανουαρίου 2009
9. www.intermf.gr/, Μηνιαίο στατιστικό δελτίο, International ΑΕΔΑΚ
10. www.kathimerini.gr,
11. www.alphamutual.gr
12. **Μαντικίδης Τ.**, «*Ερχονται τα Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια*», **Το Βήμα**, 8 Ιουλίου 2007
13. **Σαρρής Κώστας**, «*Η νέα μόδα των ETFs*», **Ελευθεροτυπία - Οικονομία**, 14 Μαρτίου 2004
14. **Μάρκου Α**, «*Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια*», **Το Βήμα**, 27 Απριλίου 2008

15. **Investment Company Fact Book**, «Exchange Traded Funds and Index Mutual Funds», May 2008
16. www.euro2day.gr, «Τα Πλεονεκτήματα των ETFs», 1 Σεπτεμβρίου 2006
17. www.saxobank.com
18. **Γκίλας Κ, Τσερκέζος Δίκαιος**, ««Ευέλικτα» Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια», **Το Βήμα**, 11 Μαΐου 2008
19. **ΕΘΕ** «Παρουσίαση του θεσμού των ETFs», **Καθημερινή**, 22 Ιανουαρίου 2009
20. www.reporter.gr, «Πως να επενδύσετε σε hedge fund από την Ελλάδα», 10 Μαρτίου 2006
21. **Γκιόκεζας Δ**, Αμείωτες οι Εισροές στα Hedge Funds παρά τις Χαμηλές Αποδόσεις, 28 Μαρτίου 2004
22. **Βασάλλου Μ**, «Hedge Funds: Προϊόντα για Ριψοκίνδυνους Επενδυτές», **Καθημερινή**, 13 Οκτωβρίου 2006
23. **Ναυτεμπορική**, «Ομηροι της Μόχλευσης τα Hedge Funds», www.naftemporiki.gr, 27 Νοεμβρίου 2008
24. **Παπαδόπουλος Κλέων**, «Ο Ρόλος των Hedge Funds στη Χρηματιστηριακή Κρίση», 19 Οκτωβρίου 2008
25. **Το Βήμα**, «Καταστρεπτικό για τα Hedge Funds το 2008», www.tovima.gr, 21 Ιανουαρίου 2009

ΚΕΦΑΛΑΙΟ: 9 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ

9.1 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Πρώτα από όλα, συμπεράναμε πραγματικά ότι κίνδυνος είναι κάθε κατάσταση η οποία περιλαμβάνει κάποια γεγονότα για τα οποία δεν υπάρχει βεβαιότητα ότι θα πραγματοποιηθούν, επίσης ότι η διαχείριση του κινδύνου είναι μια διαδικασία καθημερινή για τον καθένα μας αφού σε όλες τις εκφάνσεις της ζωής μας υπάρχει ο κίνδυνος και δυστυχώς το μόνο που μπορούμε να κάνουμε είναι να διαχειριστούμε τον κίνδυνο ώστε να μειώσουμε τις συνέπειες του ή και να τις εξαφανίσουμε, σπανιότερα, αφού δεν μπορούμε να τον εξαφανίσουμε. Επιπρόσθετα, καταλήξαμε στο ότι η διαχείριση του κινδύνου αποτελείται από στάδια τα οποία ομαδοποιούνται σε προληπτικές ενέργειες (ex- ante risk management) και κατασταλτικές (ex- post risk management) και στο ότι η Διοίκηση Ολικής Ποιότητας ουσιαστικά με τις πράξεις και τις ενέργειες της βοηθά στη διαχείριση και στην ελαχιστοποίηση του κινδύνου, τόσο προληπτικά όσο και κατασταλτικά.

Όσον αφορά τον κίνδυνο στις επενδύσεις καταλήξαμε στο ότι μια επένδυση θεωρείται ότι ενέχει κίνδυνο όταν έχει περισσότερα από ένα οικονομικά αποτελέσματα, καθορίσαμε τη μέση τιμή κατανομής πιθανοτήτων των ΚΤΡ, τη διακύμανση των δυνατών ΚΤΡ και το συντελεστή μεταβλητότητας ως τους πλέον ικανούς δείκτες ιεράρχησης επενδύσεων που ενέχουν κίνδυνο ενώ καταλήξαμε στο ότι ο πιο ασφαλής δείκτης είναι ο συντελεστής μεταβλητότητας, επίσης, κατηγοριοποιήσαμε τις συμπεριφορές των επενδυτών απέναντι στον κίνδυνο σε τρεις ομάδες, σε αυτούς που δεν αναλαμβάνουν κινδύνους, σε αυτούς που αποφεύγουν και σε αυτούς που αγνοούν τον κίνδυνο. Επιπρόσθετα φτάσαμε στο συμπέρασμα πως η λήψη αποφάσεων κάτω από κίνδυνο έχει πέντε συγκεκριμένα κριτήρια, το κριτήριο της αναμενόμενης αξίας, το κριτήριο της αρχής του Laplace, το κριτήριο του χαμηλότερου κόστους, το κριτήριο του μεγαλύτερου οφέλους και το κριτήριο της μετάνοιας μιας λάθος απόφασης και πως οι πίνακες και τα δέντρα αποφάσεων είναι χρήσιμα εργαλεία για τη λήψη αποφάσεων σε απλά προβλήματα με την παρουσία κινδύνου, καθώς για πιο σύνθετα θέματα είναι

απαραίτητη η λύση της τεχνικής των προσομοιώσεων. Δεν θα πρέπει να ξεχάσουμε τη σημαντική βοήθεια που προσφέρει το εργαλείο VAR - αξία σε κίνδυνο, τόσο στην αξιολόγηση ενός χαρτοφυλακίου όσο και σε ελεγκτικούς μηχανισμούς στον υπολογισμό των απαραίτητων διαθεσίμων.

Επιπλέον, είναι αναγκαίο να τονίσουμε πως όλα τα διαφορετικά κριτήρια αξιολόγησης επενδύσεων που ενέχουν κίνδυνο έχουν θετικά και αρνητικά σημεία και έτσι ένας επενδυτής θα μπορούσε να φτάσει σε μια ορθολογική αξιολόγηση επένδυσης εάν συνδύαζε τα αποτελέσματα από κάθε κριτήριο. Έτσι ξεκινώντας από το κριτήριο της μεγιστοποίησης της αναμενόμενης αξίας καταλήγουμε στο ότι μπορεί να μας οδηγήσει σε λάθος αποφάσεις καθώς δεν ενσωματώνει τον κίνδυνο απλά μας δίνει μια αναμενόμενη μέση τιμή βάσει των κατανομών πιθανοτήτων των διαφόρων γεγονότων, το κριτήριο της αναμενόμενης χρησιμότητας θα λέγαμε πως δεν είναι ένα καθαρά χρηματοοικονομικό κριτήριο καθώς μέσω της θεωρίας της χρησιμότητας κάποιος επενδυτής μπορεί να επιλέξει μια επένδυση που η αναμενόμενη απόδοση της είναι αρνητική καθώς η χρησιμότητα ενός αγαθού ή μιας υπηρεσίας πηγάζει από τη δυνατότητα που έχει να ικανοποιήσει το χρήστη του, έτσι ο επενδυτής μπορεί να συγκρίνει διαφορετικές ταμειακές ροές και αποδόσεις γνωρίζοντας όμως πως αυτές διαθέτουν μια δεδομένη χρησιμότητα της οποίας γνωρίζουν το μέγεθος και να λάβει την τελική του απόφαση, βασιζόμενος περισσότερο σε οικονομικά παρά χρηματοοικονομικά κριτήρια. Τώρα μιλώντας για τη μέθοδο του προσαρμοσμένου επιτοκίου προεξόφλησης και τη μέθοδο της ισοδυναμίας με τη βεβαιότητα καταλήγουμε στο συμπέρασμα πως και οι δυο μέθοδοι λαμβάνουν υπόψιν τους τον κίνδυνο, στην πρώτη περίπτωση ο κίνδυνος λαμβάνεται υπόψιν αυξάνοντας το προεξοφλητικό επιτόκιο και στη δεύτερη μειώνοντας την τιμή της αναμενόμενης αξίας των Καθαρών Ταμειακών Ροών, όμως η μέθοδος του προσαρμοσμένου για κίνδυνο επιτοκίου ενσωματώνει τη διαχρονική αξία χρήματος στον κίνδυνο της εξεταζόμενης επένδυσης, ενώ από τη μεριά της η μέθοδο των ισοδύναμων καθαρών ταμειακών ροών διαχωρίζει τον κίνδυνο και τη διαχρονική αξία χρήματος και αυτός ο διαχωρισμός μας οδηγεί στο να πούμε πως η μέθοδος της ισοδυναμίας με τη βεβαιότητα υπερισχύει, πράγμα που αποδεικνύουμε και αλγεβρικά. Για την ανάλυση ευαισθησίας μπορούμε να πούμε πως είναι πολύ χρήσιμη καθώς μελετάται η συμπεριφορά της καθαρής παρούσας αξίας ή του εσωτερικού βαθμού απόδοσης μιας επένδυσης στις μεταβολές εξαιτίας της αβεβαιότητας, των πιο σημαντικών στοιχείων τα οποία προσδιορίζουν τις καθарές ταμειακές ροές ενός

επενδυτικού έργου, και μάλιστα εάν αυτό το στοιχείο είναι οι πωλήσεις τότε μπορούμε να βρούμε το βαθμό λειτουργικής μόχλευσης της επένδυσης μας, όμως με αυτό τον τρόπο ο κίνδυνος της επένδυσης δεν ενσωματώνεται άμεσα στη διαδικασία αξιολόγησης της επένδυσης. Κλείνοντας το κομμάτι των μεθόδων αξιολογήσεων, μπορούμε να πούμε πως η μέθοδος προσομοίωσης Monte Carlo αν και θεωρείται σχετικά νέα μπορεί να οδηγήσει σε χρήσιμα αποτελέσματα αφού μέσω της χρήσης ηλεκτρονικού υπολογιστή μπορούμε να ερευνήσουμε εκατομμύρια πιθανά σενάρια μιας επενδυτικής πρότασης και έτσι ο επενδυτής αντλεί σημαντικές πληροφορίες για τη μέση τιμή, το εύρος, την επικρατούσα τιμή και την τυπική απόκλιση της καθαρής παρούσας αξίας, όπως και για την αξία σε κίνδυνο (VAR), πληροφορίες που δεν θα μπορούσε να έχει με βάση τη μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας χωρίς προσομοίωση.

Περνώντας στο κομμάτι των αμοιβαίων κεφαλαίων εύκολα συμπεραίνουμε πως ουσιαστικά αποτελούν ένα πλήρες χαρτοφυλάκιο επενδύσεων και πως πηγή έμπνευσής τους αποτέλεσε η κοινή αντιμετώπιση επενδυτικών κινδύνων με στόχο να προσφέρουν επαγγελματική διαχείριση και κοινή εκμετάλλευση ευκαιριών, τις οποίες δεν θα μπορούσε να εκμεταλλευτεί ο μεμονωμένος επενδυτής. Επίσης, τα κύρια όργανα στο κύκλωμα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι οι μεριδιούχοι, ο θεματοφύλακας, οι χρηματιστηριακές εταιρείες και τα ελεγκτικά όργανα, ενώ τα είδη των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι τα Διαχείρισης διαθεσίμων, Ομολόγων ή Σταθερού εισοδήματος, τα Μετοχικά, τα Μεικτά, και τα A/K Χρηματιστηριακών δεικτών. Έτσι τα A/K Διαχείρισης διαθεσίμων προσφέρουν ελάχιστο κίνδυνο, ασφάλεια και ρευστότητα και κύριοι πελάτες τους είναι επενδυτές που εναλλακτικά θα τοποθετούσαν τα χρήματά τους σε τραπεζικές καταθέσεις ενώ μέσω των αμοιβαίων κεφαλαίων έχουν την ευκαιρία επωμιζόμενοι κάποιο κίνδυνο να έχουν συνήθως υψηλότερες αποδόσεις από αυτές των τραπεζικών καταθέσεων, στα A/K Ομολογιών η διακύμανση της απόδοσής τους είναι συνάρτηση του πιστωτικού κινδύνου και του κινδύνου της διακύμανσης των επιτοκίων και έχουν ως πελάτες επενδυτές που επιθυμούν να έχουν ένα σταθερό εισόδημα αφού οι μεριδιούχοι των συγκεκριμένων αμοιβαίων μπορούν να λαμβάνουν μέρος ακόμα και σε μηνιαία βάση, άρα τους δίνεται η δυνατότητα να εισπράττουν ένα σταθερό εισόδημα που θα τους καλύπτει ένα μέρος ή όλα τα έξοδα διαβίωσης. Επίσης, αποτελούν μια καλή τοποθέτηση χρημάτων για άτομα που σε σύντομο χρονικό διάστημα θα χρειαστούν τα κεφάλαια που θα επενδύσουν σήμερα, αφού η διακύμανση των αποδόσεών τους είναι μικρότερη από τα μετοχικά αμοιβαία, συνεπώς ενδείκνυται η τοποθέτηση σε μερίδια

ομολογιακών αμοιβαίων. Από μεριάς τους τα Μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια απευθύνονται κυρίως σε επενδυτές που επιθυμούν υψηλότερες αποδόσεις από αυτές των ομολογιακών και είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν ένα σημαντικά υψηλότερο επίπεδο κινδύνου και χωρίζονται σε κατηγορίες ως προς το σκοπό τους, ο οποίος στηρίζεται στην επενδυτική πολιτική του κάθε αμοιβαίου και έτσι έχουμε επιθετικά υπεραξίας αμοιβαία κεφάλαια, αμοιβαία κεφάλαια υπεραξίας, αμοιβαία κεφάλαια εισοδήματος, αμοιβαία κεφάλαια υπεραξίας και εισοδήματος, κλαδικά αμοιβαία κεφάλαια, ενώ τα μεικτά A/K ακολουθούν την αρχή ότι η διαφοροποίηση ελαχιστοποιεί τον κίνδυνο και με τη σειρά τους τα A/K δεικτών αντιγράφουν σε μεγάλο βαθμό τη διάρθρωση ενός χρηματιστηριακού δείκτη και η υποχρεωτική αυτή σύμπλευση της επενδυτικής στρατηγικής του αμοιβαίου κεφαλαίου με τη δομή του δείκτη είναι το μεγαλύτερο πλεονέκτημα αυτού του είδους αμοιβαίων κεφαλαίων.

Ένα ακόμα συμπέρασμα που βγάζουμε είναι πως τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα σε σχέση με τις παραδοσιακές μορφές επενδύσεων, με τη δυνατότητα της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου να αποτελεί τη ναυαρχίδα των πλεονεκτημάτων και να ακολουθούν η δυνατότητα ρευστοποίησης, η επαγγελματική διαχείριση και η ευκολία παρακολούθησης της εξέλιξης των χρημάτων που έχουν επενδυθεί, ενώ τα αμοιβαία κεφάλαια θεωρούνται από τις πιο ασφαλείς επενδύσεις από πλευράς νομικής κάλυψης αφού η λειτουργία του συγκεκριμένου θεσμού διέπεται από ολοκληρωμένη νομοθεσία και το θεσμικό πλαίσιο καθορίζεται τόσο από την Ευρωπαϊκή νομοθεσία όσο και από τις σχετικές νομοθετικές ρυθμίσεις της χώρας μας, όμως έχουν και μειονεκτήματα από τα οποία προεξέχουν τα διάφορα έξοδα τα οποία συνοδεύουν τη λειτουργία του και έχουν σημαντικές επιπτώσεις στην απόδοση του όπως καταδεικνύουν έρευνες και το ότι ο διαχειριστής αποφασίζει μόνος του χωρίς να γνωρίζει τις ατομικές ανάγκες του μεμονωμένου επενδυτή.

Συνεχίζοντας με το κομμάτι της απόδοσης και του κινδύνου των A/K, καταλήγουμε πως, σύμφωνα με το Markowitz ένα χαρτοφυλάκιο, άρα και ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, θεωρείται αποδοτικό όταν δεν υπάρχει κανένα άλλο το οποίο: α) με δεδομένη προσδοκώμενη απόδοση να έχει μικρότερο κίνδυνο και β) με δεδομένο κίνδυνο να έχει μεγαλύτερη προσδοκώμενη απόδοση, επίσης κατανοούμε το διαχωρισμό του επενδυτικού κινδύνου, σύμφωνα με το Sharpe και το Litner, στον κίνδυνο της αγοράς ή συστηματικό, ο οποίος εκφράζει τη διακύμανση ενός αμοιβαίου σχετικά με το δείκτη

που αντιπροσωπεύει τη χρηματιστηριακή αγορά και δεν μπορεί να διαφοροποιηθεί και στον κίνδυνο του ίδιου του στοιχείου ή μη συστηματικό που εκφράζει την απόκλιση όλων των δυνατών αποδόσεων από τη μέση απόδοση που παρουσιάζει το στοιχείο και μπορεί να διαφοροποιηθεί, αφού σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο αντισταθμίζεται από το μη συστηματικό κίνδυνο των άλλων στοιχείων και έτσι κατανοούμε τη σημασία της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου που μας προσφέρουν τα A/K και ότι όταν επιλέγουμε στοιχεία για ένα χαρτοφυλάκιο, θα πρέπει να εξεταστούν όχι μόνο ως προς την επίδοση και τον κίνδυνο που διατρέχουν αλλά και ως προς τη συσχέτιση που έχουν μεταξύ τους ώστε η διαφοροποίηση να είναι πλήρης. Επίσης, με το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων αντί να υπολογίσουμε τη συσχέτιση μεταξύ αποδόσεων για ένα στοιχείο και όλων των στοιχείων (προσέγγιση Markowitz), κάποιος μπορεί να υπολογίσει τη συσχέτιση μεταξύ της απόδοσης ενός συγκεκριμένου στοιχείου και αυτής που προέρχεται από κάποιο δείκτη της αγοράς και ο επενδυτής μπορεί να λάβει μια ορθολογική απόφαση αφού πρώτα εντοπίζεται με τα δεδομένα της κεφαλαιαγοράς το άριστο χαρτοφυλάκιο με τα στοιχεία που έχουν κίνδυνο και έπειτα προσδιορίζεται σύμφωνα με τις προτιμήσεις του επενδυτή ο πιο επιθυμητός συνδυασμός ανάμεσα στο χαρτοφυλάκιο αυτό και στο ελεύθερο από κίνδυνο στοιχείο.

Συγκεκριμένα, για τον κίνδυνο των αμοιβαίων κεφαλαίων καταλήγουμε στο ότι οι παράγοντες που συντελούν στη μεταβλητότητα των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι: α) το είδος των κινητών αξιών που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο, β) ο βαθμός διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου και γ) ο βαθμός στον οποίο δανείζεται το αμοιβαίο κεφάλαιο.

Από την άλλη μεριά, για την επίδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων έχουν δημιουργηθεί αρκετά υποδείγματα με πρώτα αυτά του Treynor και του Sharpe όπου έχουν τη δυνατότητα να κατατάσσουν χαρτοφυλάκια όμως δεν αναφέρουν σε όρους αποδόσεων πόσο τις εκατό (%) ένα συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο υπερέρχει ή όχι από μια επένδυση σε ακίνδυνα αξιόγραφα ή από την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς ανάλογα με τον κίνδυνο που εμφανίζει, επίσης μπορεί να χαρακτηριστεί ως μειονέκτημα του δείκτη Sharpe το ότι χρησιμοποιεί μόνο το συστηματικό κίνδυνο βήτα για να προσαρμόσει την απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου θεωρώντας πως το συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο αποτελεί ένα πλήρες διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, πράγμα που δεν ισχύει πάντα. Το υπόδειγμα του Jensen χρησιμοποιεί για πρώτη φορά την ικανότητα

των διαχειριστών ως μέτρο επίδοσης A/K και μάλιστα μετρά την ικανότητα των διαχειριστών να επιτύχουν αποδόσεις οι οποίες υπερβαίνουν την αναμενόμενη απόδοση για τον κίνδυνο που εμφανίζουν και τα επιτόκια που επικρατούν, έτσι οι επόμενες μέθοδοι αξιολόγησης των αμοιβαίων κεφαλαίων στηρίχτηκαν στην ικανότητα των διαχειριστών τους και καταλήξαμε μέσω της θεωρίας του Fama πως η ικανότητα ενός διαχειριστή χαρτοφυλακίου μπορεί να διαχωριστεί σε δύο επιμέρους παράγοντες: α) στην επιλεκτικότητα (selectivity) ή μικροπροβλέψεις που αναφέρεται στην ικανότητα των διαχειριστών να προβλέπουν τις κινήσεις μεμονωμένων μετοχών ως προς την κίνηση του συνόλου της χρηματιστηριακής αγοράς και β) στο συγχρονισμό (market timing) ή μακροπροβλέψεις, που αναφέρεται στην ικανότητα πρόβλεψης της πορείας των τιμών των μετοχών γενικά ως προς την πορεία των επιτοκίων των τίτλων σταθερού εισοδήματος και έτσι δημιουργήθηκαν αντίστοιχα μοντέλα αξιολόγησης του συγχρονισμού και της επιλεκτικότητας, τα υποδείγματα Treynor – Mazuy και Henriksson – Merton, ενώ έρευνες στην ελληνική αγορά, δείχνουν πως μόνο μια μικρή μειοψηφία των διαχειριστών πετυχαίνει το συνδυασμό του συγχρονισμού και της επιλεκτικότητας.

Ένα από τα τελευταία συμπεράσματα τα οποία βγαίνουν από τη συγκεκριμένη εργασία είναι πως οι νέες μορφές αμοιβαίων κεφαλαίων δηλαδή τα fund of funds, τα χρηματιστηριακά διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια και τα hedge funds μπήκαν στη ζωή μας και σίγουρα θα μας απασχολήσουν στο μέλλον. Ειδικότερα, τα fund of funds πλεονεκτούν έναντι των παραδοσιακών μορφών A/K καθώς παρέχουν μεγαλύτερη διαφοροποίηση του επενδυτικού κινδύνου και δυνατότητα επένδυσης σε μεγαλύτερη ποικιλία αμοιβαίων κεφαλαίων, συνεπώς καλύτερη επιλογή, αν και διατηρούν υψηλούς δείκτες εξόδων που επηρεάζουν αρνητικά και τις αποδόσεις τους αφού ο επενδυτής επωμίζεται τα κόστη του fund of funds αλλά και των υποκείμενων αυτού αμοιβαίων κεφαλαίων. Παρόλο όμως το συγκεκριμένο μειονέκτημα τους, έρευνες στην ελληνική αγορά δείχνουν πως τα fund of funds αποτελούν μια καλή επενδυτική λύση τόσο από πλευράς κινδύνου αλλά και επίδοσης. Συνεχίζοντας με τα χρηματιστηριακά διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια θα μπορούσαμε να πούμε πως αποτελούν ένα επενδυτικό προϊόν που βρίσκεται στην εμβρυϊκή ηλικία στη χώρα μας όμως η ανάπτυξη του παγκοσμίως δείχνει πως αποτελεί απειλή ακόμα και για την ίδια την ύπαρξη των αμοιβαίων κεφαλαίων, αφού συνδυάζουν τα πλεονεκτήματα της επένδυσης σε μετοχές και σε αμοιβαία κεφάλαια και έτσι παρέχουν διαφοροποίηση

χαρτοφυλακίου αφού αντικατοπτρίζουν την απόδοση συγκεκριμένου δείκτη, παρέχουν μεγαλύτερες δυνατότητες ρευστοποίησης αφού διαπραγματεύονται στη χρηματιστηριακή αγορά όπως μια μετοχή, ενώ παρουσιάζουν και λιγότερα κόστη καθώς υπάρχουν λιγότερες συναλλαγές αφού ακολουθούν παθητική διαχείριση. Τέλος τα hedge funds δεν προορίζονται να καλύψουν ανάγκες του απλού μέσου μεμονωμένου επενδυτή αφού οι επενδυτές τους είναι μια περιορισμένη ομάδα, είτε θεσμικοί, είτε ασφαλιστικά ταμεία, είτε οικογένειες πολύ υψηλού εισοδήματος, οι οποίοι χρησιμοποιούν τα αντισταθμιστικά αυτά κεφάλαια για να αντιμετωπίσουν πιθανές ζημιές στις κύριες αγορές στις οποίες επενδύουν. Αυτό το πετυχαίνουν τα hedge funds μέσω των πλεονεκτημάτων που κατέχουν και αυτά είναι η μεγάλη ευελιξία που τους παρέχουν χρηματοοικονομικά εργαλεία όπως η δυνατότητα της μόχλευσης, η χρήση παραγώγων καθώς και το short selling, πράγματα τα οποία δεν διαθέτουν τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια. Αυτά λοιπόν τα εργαλεία αντιστάθμισης του κινδύνου προστατεύουν τα hedge funds από τον κίνδυνο πτώσης των χρηματιστηριακών δεικτών ενώ αντίθετα τα αμοιβαία κεφάλαια συμπαρασύρονται από τις αποδόσεις των δεικτών στον οποίων τις αξίες επενδύουν, καθώς το βέλτιστο που μπορούν να κάνουν είναι να εκμηδενίσουν το μη συστηματικό κίνδυνο και να περιοριστούν στον κίνδυνο της αγοράς. Επίσης, άλλα δύο πλεονεκτήματα που συμβάλλουν στην ανάπτυξη των hedge funds είναι το ότι οι στόχοι διαχειριστών και επενδυτών ταυτίζονται καθώς η αμοιβή των διαχειριστών βασίζεται στη επίδοση του συγκεκριμένου κεφαλαίου προς επένδυση, μέσω της προμήθειας κινήτρου και της συμμετοχής του διαχειριστή στο προς επένδυση κεφάλαιο και ο περιορισμός της ρευστοποίησης και άλλων εσπευσμένων κινήσεων μέσω της lock up περιόδου, που είναι η χρονική περίοδος, όπου οι επενδυτές είναι αναγκασμένοι να διατηρήσουν την επένδυση τους, όπως και μέσω της δυνατότητας που παρέχεται στους επενδυτές να αποσύρουν τα κεφάλαιά τους μόνο σε προκαθορισμένα χρονικά διαστήματα. Βέβαια, τα hedge funds όπως και κάθε επενδυτικός θεσμός έχει και μειονεκτήματα όπως η έλλειψη διαφάνειας, η δυσκολία ρευστοποίησης και οι υψηλές προμήθειες που χρεώνουν, ενώ δεν είναι λίγες οι φορές όπου τα hedge funds κατηγορούνται ότι δημιουργούν προβλήματα στις χρηματιστηριακές αγορές και σε όλο τον οικονομικό κύκλο λόγω του κερδοσκοπικού τους χαρακτήρα.

9.2 ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ

Αρκετά είναι τα θέματα για τα οποία μας γεννιούνται ενδιαφέροντα που θα μπορούσαν να ερευνηθούν περαιτέρω. Αρχικά θα μπορούσε να γίνει μια έρευνα που θα εξετάζει εάν οι ελληνικές εταιρείες παροχής επενδυτικών και χρηματοοικονομικών συμβουλών πραγματικά εφαρμόζουν τις αρχές της διαχείρισης κινδύνου κατά την άσκηση των καθηκόντων τους, επίσης κρίνεται σκόπιμο τα επόμενα χρόνια να γίνει μια προσπάθεια αξιολόγησης των επιδόσεων των νέων μορφών αμοιβαίων κεφαλαίων, των fund of funds και των χρηματιστηριακώς διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων, τόσο των ίδιων όσο και των διαχειριστών τους, καθώς δειλά δειλά κάνουν αισθητή την παρουσία τους στην ελληνική χρηματαγορά, ενώ χρήσιμο θα ήταν να παρακολουθήσουμε την αυτόνομη πορεία των διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων για να διαπιστώσουμε εάν είναι ικανά να πάρουν μεγάλο μερίδιο της πίτας της αγοράς που έως τώρα ανήκει στις παραδοσιακές μορφές αμοιβαίων κεφαλαίων. Τέλος, ενδιαφέρον θα παρουσίαζε η εξέταση των συνεπειών της λειτουργίας των hedge funds στην ομαλή λειτουργία του οικονομικού κυκλώματος καθώς έχουν κατηγορηθεί πολλές φορές ότι προκαλούν προβλήματα στις αγορές.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. **Basle Committee**, «*Amendment to the capital accord to incorporate market risks, on banking supervision*», 1996 January.
2. **Basel Committee for Banking Supervision**, «*Sound Practices for the Management and Supervision of Operational Risk*», July 2002, σελ.6.
3. **Best Philip W**, *Implementing Value at Risk*, **John Wiley & Sons**, 1998, σελ. 167 – 179.
4. **Burton Malkiel, G**, «*Returns from Investing in Equity Mutuals Funds 1971-1991*», 1995, **Journal of Finance**, Τόμος 50, σελ. 549 – 572.
5. **Chachart Mark**, «*On Persistence in Mutual Fund Performance*», **Journal of Finance**, Τόμος 52, Μάρτιος 1997 σελ. 57 – 82.
6. **Chavas Jean – Paul**, *Risk Analysis in Theory & Practice*, 2004, **Elsevier Academic Press Editions**, σελ.5-8.
7. **Chong Yen Yee**, *Investment Risk Management*, 2004, **John Wiley and Sons Editions**, σελ. 13
8. **Crougny Michel, Galai Dan, Mark Robert**, *The Essentials of Risk Management*, 2006, **Mc-Graw Hill Editions**, σελ. 2,4,5.
9. **Fama F. Eugene**. «*Components of Investment Performance*», **Journal of Finance**, 1972, σελ. 551-567.
10. **Haslem John A.**, *Mutual Funds: Risk and Performance Analysis for Decision Making*, **Blackwell Publishing**, σελ. , 2003.
11. **Henricksson D. Roy, and Merton R.E**, «*On Market Timing Investment PerformanceII: Statistical Procedures For Evaluating Forecasting Skills*», **Journal of Business**, Τόμος 54, 1981, σελ. 513-534.

12. **Holton Glyn. A.**, *Value at Risk, Theory and Practise*, **Elsevier Academic Press**, 2003, σελ. 13-18.
13. **Investment Company Fact Book**, «Exchange Traded Funds and Index Mutual Funds», May 2008
14. **Jensen C. Michael**, «*The Performance of Mutual Funds in The Period 1945-64*», **Journal of Finance**, Τόμος 23, 1968, σελ.389-416.
15. **Lintner John**, «*Security Prices, Risk and Maximum Gains from Diversification*», **Journal of Finance**, Τεύχος 20, Δεκέμβριος 1965, σελ. 587-615.
16. **Markowitz Harry. M.**, «*Portfolio Selection*», **Journal of Finance**, Τόμος 7, Μάρτιος 1952, σελ. 77-91.
17. **Sharpe William. F.**, «*Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*», **Journal of Finance**, Τόμος 39, 1966, σελ. 119-138.
18. **Tapiero Charles**, *Risk and Financial management*, 2004, John Wiley and Sons Editions, σελ. 23.
19. **The Institute of Risk Management**, *A Risk Management Standard*, 2007, IRM Editions, σελ.23
20. **Treynor L. Jack**, «*How to Rate Managements of Investment Funds*», **Harvard Business Review**, January-February 1965, σελ. 63-75.
21. **Treynor L. Jack and Mazuy K. Kay**, «*Can mutual Funds Outguess the Market?*», **Harvard Business Review**, Τόμος 43,1965, σελ. 131-136.
22. **James C. Van Horne & John M. Wachowicz**, *Fundamentals of Financial Management*, **Prentice Hall**, 2001, σελ. 97.

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. **Αθανασόγλου Παναγιώτης**, *Οργάνωση και λειτουργία της Ελληνικής αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων*, 2004, **Εκδόσεις Το Οικονομικόν**, σελ.153.
2. **Αιβαλής Γεώργιος**, «Fund of Funds Εμπειρική Μελέτη Προσομείωσης», **Διπλωματική εργασία**, 2004, σελ.2
3. **Αποστολόπουλος Ιωάννης**, *Ειδικά Θέματα Χρηματοδοτικής Διοικήσεως*, **Εκδόσεις Σταμούλη**, 2004, σελ 739-741.
4. **Αρτίκης Γεώργιος**, *Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις επενδύσεων*, **Εκδόσεις Interbooks**, 2002, σελ. 158.
5. **Αρτίκης Γ. Παναγιώτης**, *Bond Mutual Fund Managers Performance in Greece*, **Βάση Emerald**, 2003.
6. **Βασάλλου Μ**, «*Hedge Funds: Προϊόντα για Ριψοκίνδυνους Επενδυτές*», **Καθημερινή**, 13 Οκτωβρίου 2006
7. **Γκίλας Κ, Τσερκέζος Δίκαιος**, ««Ενέλικτα» Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια», **Το Βήμα**, 11 Μαΐου 2008
8. **Γκιόκεζας Δ**, *Αμείωτες οι Εισροές στα Hedge Funds παρά τις Χαμηλές Αποδόσεις*, 28 Μαρτίου 2004
9. **ΕΘΕ** «*Παρουσίαση του θεσμού των ETFs*», **Καθημερινή**, 22 Ιανουαρίου 2009
10. **Ζοπουνίδη Κ. Πενταράκη Κ**, «*Η επίδοση των διαχειριστών Αμοιβαίων Κεφαλαίων*», **Ελευθεροτυπία**, Οκτώβριος 2001.
11. **Καθημερινή**, «*Πτωτικά κινήθηκε η εγχώρια αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων το τελευταίο τετράμηνο του 2008*», 13 Ιανουαρίου 2009
12. **Καθημερινή**, «*Αύξηση των κινδύνων που διατρέχουν το 2008 οι πολυεθνικές το 2008*», 22 Ιανουαρίου 2008

13. **Καραθανάσης Γεώργιος**, *Χρηματοοικονομική διοίκηση και Χρηματιστηριακές αγορές*, Εκδόσεις Μπένου, 1999, σελ 162.
14. **Κέφης Βασίλειος**, «Ανάλυση και Διαχείριση Κινδύνου στις Σύγχρονες Επιχειρηματικές Μονάδες», **Διοικητική Ενημέρωση**, Εκδόσεις Ειδική Εκδοτική, Τεύχος 34, Ιούλιος 2005, σελ. 47
15. **Κώττης Γεώργιος. & Πετράκη Κώττη Αθηνά**, *Σύγχρονη Μικροοικονομική*, Εκδόσεις Μπένου, 2000, σελ 186.
16. **Λαγοδήμος Α**, *Συστήματα Διασφάλισης Ποιότητας – Διαφάνειες Παραδόσεων*, 2007.
17. **Μαντικίδης Τ.**, «*Ερχονται τα Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια*», **Το Βήμα**, 8 Ιουλίου 2007
18. **Μάρκου Α**, «*Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια*», **Το Βήμα**, 27 Απριλίου 2008
19. **Μειωτέρη Ασπασία, Κακούρης Ανδρέας**, «*Διαχείριση Κινδύνου στα Αμοιβαία Κεφάλαια : Βασικοί λόγοι για την επιτυχία της επένδυσης*» , **Τα Νέα**, 12 Νοεμβρίου 2007.
20. **Μυλωνάς Νικόλαος**, *Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια*, Εκδόσεις Σάκκουλα, 1999, σελ. 59
21. **Ναυτεμπορική**, «*Ομηροί της Μόχλευσης τα Hedge Funds*» ,27 Νοεμβρίου 2008
22. **Παπαδόπουλος Κλέων**, «*Ο Ρόλος των Hedge Funds στη Χρηματιστηριακή Κρίση*», 19 Οκτωβρίου 2008
23. **Σαρρής Κώστας**, «*Η νέα μόδα των ETFs*», **Ελευθεροτυπία - Οικονομία**, 14 Μαρτίου 2004
24. **Σημειώσεις Παρουσίασης Έρευνας Αοη**, «*2008 Political and Economic Risk Map, Results and Analysis*», Ιανουάριος 2008.

25. **Το Βήμα**, «Καταστρεπτικό για τα *Hedge Funds* το 2008», 21 Ιανουαρίου 2009
26. **Τζωάννου Ιωάννη**, *Χρηματοδοτική Διοίκηση*, Εκδόσεις **Το Οικονομικό**, 1966, σελ. 213
27. **Τσερκέζος Δικαίος, Σορτίκου Κατερίνα, Αργυρόπουλος Γιάννης**, «Θετικές αποδόσεις ενός *fund of fund* ελληνικής προέλευσης και έμπνευσης», **Καθημερινή – Οικονομική Εβδομάδα**, 10 Μαΐου 2008, σελ.12.
28. **Τσερκέζος Δικαίος**, «Αμείβουν τα χαρτοφυλάκια με *Αμοιβαία Αμοιβαίων Κεφαλαίων*», **Καθημερινή**, 17 Ιουνίου 2006
29. **Φίλιππας Νικόλαος**, *Αμοιβαία Κεφάλαια & Χρηματιστηριακό Περιβάλλον*, Εκδόσεις **Globus Invest**, 1999 σελ. 117.

INTEPNET

1. www.agii.gr, Ένωση Θεσμικών Επενδυτών
2. www.alphamutual.gr
3. www.ca-privateequity.com
4. www.euro2day.gr, «Τα Πλεονεκτήματα των ETFs», 1 Σεπτεμβρίου 2006
5. www.executivefinancialplanning.com
6. www.insurancedaily.gr, «Aon Corporation, Ενδιαφέρουσα και Πολύτιμη Έρευνα, Η Διεθνής Τάσεις Διαχείρισης Κινδύνων», Ιανουάριος 2007
7. www.interamerican.gr
8. www.intermf.gr/, Μηνιαίο στατιστικό δελτίο, International ΑΕΔΑΚ
9. www.kathimerini.gr
10. www.mutualfundsresource.com, Types of Mutual Funds.
11. www.naftemporiki.gr
12. www.npd-solutions.com
13. www.reporter.gr, «Πως να επενδύσετε σε hedge fund από την Ελλάδα», 10 Μαρτίου 2006
14. www.saxobank.com

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ