



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ
«ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ» ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ**

ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**Αποτελεσματικότητα Αμοιβαίων Κεφαλαίων
Εμπειρικές μελέτες**

**Επιβλέπων
ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΔΙΑΚΟΓΙΑΝΝΗΣ
Καθηγητής Πανεπιστημίου Πειραιώς**

**Μεταπτυχιακή φοιτήτρια
Σιδέρη Ευαγγελία**

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2005

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΦΟΡΑ ΣΤΗ ΜΕΛΕΤΗ

- 1.1 Εισαγωγή
- 1.2 Σκοπός μελέτης
- 1.3 Περίγραμμα εργασίας

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

- 2.1 Ιστορία των αμοιβαίων κεφαλαίων
- 2.2 Ιστορία των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα και οι τρέχουσες εξελίξεις
- 2.3 Διάκριση των μορφών επενδύσεων
 - 2.3.1 Ανοικτού τύπου επενδύσεις
 - 2.3.2 Κλειστού τύπου επενδύσεις
- 2.4 Γενικά χαρακτηριστικά αμοιβαίων κεφαλαίων
- 2.5 Μορφές αμοιβαίων κεφαλαίων
- 2.6 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα αμοιβαίων κεφαλαίων
- 2.7 Κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων
- 2.8 Θεσμικό πλαίσιο αμοιβαίων κεφαλαίων
- 2.9 Επιλογή κατάλληλου αμοιβαίου κεφαλαίου
- 2.10 Κίνδυνος αμοιβαίων κεφαλαίων
- 2.11 Εξελίξεις στις ευρωπαϊκές αγορές αμοιβαίων κεφαλαίων

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. ΘΕΩΡΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

- 3.1 Θεωρία του Markowitz
- 3.2 Μια επέκταση της θεωρίας χαρτοφυλακίου
- 3.3 Ανάλυση χαρακτηριστικών επενδυτικών στοιχείων
 - 3.3.1 Απόδοση επενδυτικού στοιχείου
 - 3.3.2 Κίνδυνος επενδυτικού στοιχείου
- 3.4 Ανάλυση χαρακτηριστικών χαρτοφυλακίου
 - 3.4.1 Απόδοση χαρτοφυλακίου
 - 3.4.2 Κίνδυνος χαρτοφυλακίου
- 3.5 Συντελεστής βήτα

- 3.6 Θεωρία της Κεφαλαιαγοράς
 - 3.6.1 Γραμμή αγοράς αξιογράφων
 - 3.6.2 Γραμμή απόδοσης αξιογράφων
- 3.7 Υπόδειγμα της αγοράς
- 3.8 Υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων
- 3.9 Υπόδειγμα arbitrage
- 3.10 Μέτρα απόδοσης των χαρτοφυλακίων
- 3.11 Συγχρονισμός και Επιλεκτικότητα

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

- 4.1 Εμπειρικές μελέτες με τα μέτρα Sharpe, Treynor Jensen
 - 4.1.1. William F. Sharpe – “Mutual Fund Performance”
 - 4.1.2 Jensen C. Michael - “The performance of mutual funds in the period 1945-1964”
 - 4.1.3 Cumby E. Robert-Glen D. Jack – “Evaluating the performance of International Mutual Funds”
 - 4.1.4 Norman E. Mains - Risk, the Pricing of Capital Assets and Evaluation of Investment Portfolios: Comment
 - 4.1.5 Lee Cheng-Few – Rahman Shafiqur “Market Timing, Selectivity and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation”
 - 4.1.6 Φίλιππας Νικόλαος – «Κατασκευή και Ανάλυση Δείκτη Συνολικής Απόδοσης για την Χρηματιστηριακή Αγορά των Αθηνών»
 - 4.1.7 Eric R. Sirri and Peter Tufano - “Costly Search and Mutual Fund Flows”
 - 4.1.8 Ippolito A. Richard – “Efficiency with costly information: A study of mutual fund performance, 1965-1984”
 - 4.1.9 Συμπεράσματα μελετών
- 4.2 Εμπειρικές μελέτες που χρησιμοποίησαν το υπόδειγμα Henriksson-
 - 4.2.1 Eric C. Chang-Wilbur G. Lewellen “Market Timing and Mutual Fund Investment Performance”
 - 4.2.2 Roy D. Henriksson “Market Timing and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation”

- 4.2.3 Henrikson Roy and Robert C. Merton (1981) "On Market Timing and Investment Performance"
- 4.2.4 Larry J. Lockwood-K. Rao Kadiyala "Measuring Investment performance with a stochastic parameter Regression Model"
- 4.2.5 Blabe R. Christopher, Elton J. Edwin & Gruber J. Martin – "The performance of Bond mutual funds"
- 4.2.6 Συμπεράσματα μελετών
- 4.3 Εμπειρικές μελέτες που χρησιμοποίησαν τον συστηματικό κίνδυνο
 - 4.3.1 Kon J. Stanley and Jen C. Frank – "The Investment performance of mutual funds: An empirical investigation of Timing, Selectivity and market efficiency"
 - 4.3.2 Mark Grinblatt-Sheridan Titman "A study of Monthly Mutual Fund Returns and Performance Evaluation Techniques"
 - 4.3.3 Mark Grinblatt and Sheridan Titman - "The Persistence of Mutual Fund Performance"
 - 4.3.4 Kent Daniel, Mark Grinblatt, Sheridan Titman and Russ Wermers "Measuring Mutual Fund Performance with characteristic-Based benchmarks"
 - 4.3.5 Συμπεράσματα μελετών
- 4.4 Εμπειρικές μελέτες βάση το Υπόδειγμα Εξισορρόπησης Αγοραπωλησίας
 - 4.4.1 Lehmann N. Bruce and Modest M. David – "Mutual fund performance evaluation: A comparison of Benchmarks and Benchmark comparisons"
 - 4.4.2 Συμπεράσματα μελετών
- 4.5 Εμπειρικές μελέτες βάση το Υπόδειγμα Απότιμησης Περιουσιακών Στοιχείων
 - 4.5.1 Burton G. Malkiel – "Returns from Investing in Equity Mutual Fund 1973 to 1991"
 - 4.5.2 Συμπεράσματα μελετών
- 4.6 Εμπειρικές μελέτες σύμφωνα με το υπόδειγμα των Fabozzi- Francis
 - 4.6.1 Frank J. Fabozzi and Jack C. Francis – "Mutual Fund Systematic Risk for Bull and Bear Markets: An Empirical Examination"

- 4.6.2 Συμπεράσματα μελετών
- 4.7 Έμπειρες μελέτες χρησιμοποιώντας δεσμευμένα υποδείγματα αξιολόγησης
 - 4.7.1 Ferson E. Wayne and Schadt W. Rudi – “Measuring fund strategy and performance in changing economic conditions”
 - 4.7.2 Συμπεράσματα μελετών
- 4.8 Εμπειρικές μελέτες σύμφωνα με το υπόδειγμα Treynor-Black
 - 4.8.1 Hendricks Darryll, Patel Jayendu and Zeckhauser Richard – “Hot hand in mutual funds: Short-Run persistence of relative performance, 1974-1988”

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΚΑΙ ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

- 5.1.1 Miranda Lam Detzler – “The performance of global bond mutual funds”
- 5.1.2 Stefan Engrstrom – “Costly information, diversification and international mutual fund performance”
- 5.1.3 Riccardo Cesari & Fabio Panetta – “The performance of Italian equity funds”
- 5.1.4 Ravi K. Shukla & Gregory B. van Inwegen – “Do Locals perform better than Foreigners: An analysis of UK and US mutual fund managers”
- 5.1.5 Pei-Gi Shu, Yin-Hua Yeh & Takeshi Yamada – “The behavior of Taiwan mutual fund investors – performance and fund flows”
- 5.1.6 Shukla Ravi & Singh Sandeep – “A performance evaluation of Global equity mutual funds: Evidence from 1988-1995”
- 5.1.7 William G. Droms & David A. Walker – “Performance persistence of international mutual funds”
- 5.1.8 Gallo G. John, Lockwood J. Larry and Swanson E. Peggy – “The performance of international bond funds”
- 5.1.9 Gallo G. John and Swanson E. Peggy – “Comparative measures of performance for US – based international equity mutual funds”
- 5.1.10 Xinge Zhao – Why are some mutual funds closed to new investors?
- 5.1.11 Wei Jiang – “A nonparametric test of market timing”

5.1.12 Φίλιππας Νικόλαος & Νικολαΐδου Έλενα - «Αξιολόγηση της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων: Μια εμπειρική εφαρμογή της αξιολόγησης της επίδοσης των ελληνικών μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων σύμφωνα με την προσέγγιση της Morningstar»

5.1.13 Antonella Basso & Stefania Funari – “A data envelopment analysis approach to measure the mutual fund performance”

5.1.14 Morey R. Matthew – Should you carry the load? A comprehensive analysis of load and no-load mutual fund out-of-sample performance

5.1.15 Patro K. Dilip – “Measuring performance of international closed-end funds”

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

6.1 Συμπεράσματα μελέτης

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΦΟΡΑ ΣΤΗΝ ΜΕΛΕΤΗ



1.1 Εισαγωγή

Τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν έναν από τους ταχύτερα αναπτυσσόμενους τομείς στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Πολλοί είναι οι παράγοντες που μετατοπίζουν το ενδιαφέρον των επενδυτών προς τα αμοιβαία κεφάλαια, οι οποίοι αναλύονται στην εργασία. Οι πιο σημαντικοί είναι ότι προσφέρουν ανταγωνιστικές αποδόσεις στο πελάτη και χαμηλά κόστη συναλλαγών λόγω του υψηλού αριθμού αγοραπωλησιών που πραγματοποιούν, ελαχιστοποιούν το κίνδυνο μέσω διαφοροποίησης και παρέχουν επαγγελματική διαχείριση η οποία εκφράζεται με την επιλεκτικότητα των κατάλληλων χρεογράφων.

Στις μέρες μας μεγάλα ποσά επενδύονται σε μετοχές από αμοιβαία κεφάλαια και άλλους επενδυτικούς οργανισμούς. Στο μακροοικονομικό επίπεδο είναι σημαντικό να γνωρίζουμε εάν οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων προσθέτουν αξία στα χαρτοφυλάκια που διαχειρίζονται ή απλώς δημιουργούν κόστη συναλλαγών για τους επενδυτές. Από την άλλη πλευρά, σε μικροοικονομικό επίπεδο, είναι χρήσιμο να γνωρίζουμε πως θα επιλέξουμε εκείνο τον διαχειριστή ο οποίος έχει τη ικανότητα να αυξάνει την αξία του χαρτοφυλακίου που διαχειρίζεται. Για το θέμα της αξιολόγησης της επίδοσης υπάρχει μια πλούσια συλλογή άρθρων από σημαντικούς ανθρώπους, κάποια από αυτά θα αναφερθούν στην εργασία αυτή. Η προσπάθεια που έγινε είναι να παρουσιαστούν πολλά άρθρα που αναφέρονται σε καθαρά εμπειρικές μελέτες. Τα θεωρητικά άρθρα πάνω στο θέμα της αξιολόγησης των αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί να μη αναφέρονται ωστόσο πολλά είναι αυτά που έχουν ληφθεί υπόψη για να γίνουν κατανοητές κάποιες έννοιες.

1.2 Σκοπός της εργασίας

Ο σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να παρουσιάσει τα κυριότερα μέτρα αποτελεσματικότητας και υποδείγματα αξιολόγησης των αμοιβαίων κεφαλαίων και τα άρθρα εμπειρικών μελετών για τις αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων. Το υλικό που υπάρχει για το θέμα αυτό είναι πολύ πλούσιο. Στην εργασία αυτή έγινε μια προσπάθεια να παρουσιαστούν τα πιο γνωστά άρθρα ερευνητών που ανέπτυξαν εμπειρικές μελέτες χρησιμοποιώντας διάφορα μέτρα αξιολόγησης των επιδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ενδιαφέρον παρουσιάζουν τα άρθρα εκείνα που ξεκίνησαν με τα βασικά μέτρα αποτελεσματικότητας και στην συνέχεια τα τροποποίησαν, τα επεκτείνανε, τα διόρθωσαν και τα προσάρμοσαν γενικά στα δικά τους δεδομένα. Υπάρχουν μελέτες παλιότερων χρόνων και μελέτες πιο σύγχρονες, μελέτες που αναφέρονται στην αγορά την Αμερικής αλλά και άλλων αγορών, όπως της Ελλάδας, της Ιταλίας, της Ιαπωνίας. Υπάρχουν μελέτες που έχει χρησιμοποιηθεί μικρό δείγμα αλλά και μελέτες που αναφέρονται σε μεγάλες περιόδους, με ετήσια, μηνιαία, εβδομαδιαία ακόμα και ημερήσια δεδομένα.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός ότι στις περισσότερες μελέτες χρησιμοποιούνται περισσότερα από ένα μέτρα για την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ο αναγνώστης λοιπόν των άρθρων αυτών έχει την δυνατότητα να βγάλει διάφορα χρήσιμα συμπεράσματα κάνοντας διάφορες συγκρίσεις μεταξύ των μέτρων. Επιπλέον τα άρθρα αυτά δίνουν την δυνατότητα στους ενδιαφερόμενους να προβληματιστούν και ερεθίσματα να κινήσουν τις δικές τους μελέτες σε διαφορετικές κατευθύνσεις.

Η προσπάθεια που έγινε στην εργασία αυτή είναι για να παρουσιαστούν όσα περισσότερα άρθρα εμπειρικών καθαρά μελετών γινόταν, με σύντομο και εύστοχο τρόπο και να διεξαχθούν συγκεντρωτικά συμπεράσματα. Ένας ερευνητής που θα επιθυμούσε να κάνει μια εμπειρική μελέτη θα μπορούσε να στηριχθεί στην εργασία αυτή και να πάρει ίδιες για το πιο υπόδειγμα αξιολόγησης είναι πιο κοντά σε αυτό που θέλει να κάνει και να συγκρίνει τα αποτελέσματα που θα προκύψουν

1.3 Περιγραφή της εργασίας

Στο κεφάλαιο 2 παρατίθενται γενικές πληροφορίες που αφορούν τα αμοιβαία κεφάλαια. Εδώ γίνεται μια προσπάθεια να παρουσιαστεί η έννοια του αμοιβαίου κεφαλαίου, να δει ο επενδυτής πως λειτουργούν τα αμοιβαία κεφάλαια και ποια είναι τα στοιχεία εκείνα που το κάνουν προσιτό προς το ευρύ επενδυτικό κοινό. Έτσι παρουσιάζονται τα πλεονεκτήματα του, το θεσμικό πλαίσιο μέσα στο οποίο λειτουργεί, τις κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων που μπορεί να βρει κάποιος που ενδιαφέρεται να επενδύσει σε αμοιβαία κεφάλαια και θέλει να δε ποιο είναι πιο κοντά στις δικές του ανάγκες. Ωστόσο παρουσιάζονται και τα μειονεκτήματα που παρουσιάζει για να ξέρει ο επενδυτής τι πρέπει να φοβάται από την επένδυση αυτή. Η ιστορική αναδρομή στις εξελίξεις των αμοιβαίων κεφαλαίων γίνεται για να παρουσιάσει περισσότερες πληροφορίες για τα αμοιβαία κεφάλαια.

Το κεφάλαιο 3 αποτελεί μια ανασκόπηση της βιβλιογραφίας της σύγχρονης θεωρίας του χαρτοφυλακίου. Πιο συγκεκριμένα αναφέρεται στον τρόπο υπολογισμού της απόδοσης και του κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου και δίνει έμφαση στα μέτρα απόδοσης προσαρμοσμένα στον κίνδυνο που προτάθηκαν από τους Sharpe, Treynor και Jensen. Επίσης αναφέρονται τα υποδείγματα του Henriksson και Merton, της αγοράς της αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων, arbitrage καθώς επίσης και άλλα υποδείγματα τα οποία αποτελούν διορθώσεις και επεκτάσεις των βασικών μέτρων. Γίνεται αναφορά σε βασικές έννοιες όπως της γραμμής της κεφαλαιαγοράς, του συντελεστή βήτα, της ικανότητας συγχρονισμού και επιλεκτικότητας των διαχειριστών.

Στο κεφάλαιο 4 και 5 παρουσιάζονται οι εμπειρικές μελέτες. Οι πιο παλιές εμπειρικές μελέτες είναι του Sharpe William (1966), του Mc Donald G. John (1974), των Fabozzi Frank G. and Jack C. Francis (1979), οι πιο σύγχρονες εμπειρικές μελέτες είναι του Engstrom Stefan (2003), των Cesari Riccardo and Panetta Fabio (2002), των Basso Antonella and Funari Stefania (2001). Συνολικά οι εμπειρικές μελέτες που παρουσιάζονται είναι 40. Όλες διαπραγματεύονται την επίδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων κάτω από διάφορες συνθήκες και προϋποθέσεις.

Το κεφάλαιο 6 δίνει μια συνοπτική εικόνα των αποτελεσμάτων και τα συμπεράσματα της μελέτης. Λίγα στοιχεία δίνονται για περισσότερη μελέτη πάνω στο θέμα αυτό.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ



2.1 Ιστορία των αμοιβαίων κεφαλαίων

Η έννοια της κοινής περιουσίας που αποτελεί και την βάση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων μπορεί να αναζητηθεί πολύ μακριά μέσα στον άπλετο χρόνο της ιστορίας. Η πρώτη μορφή συλλογικής περιουσίας υπό κοινή διαχείριση εμφανίζεται στην Αθηναϊκή Συμμαχία, που συγκρότησε η Αρχαία Αθήνα τον 5^ο αιώνα π.χ. Τότε υπήρχε κοινή περιουσία και κανόνες διαχείρισης αυτής, έστω και αν ήταν για συγκεκριμένους λόγους (πολεμικούς, θρησκευτικούς κ.α.). Επιπλέον υπήρχαν διαχειριστές που θα μπορούσαμε να πούμε ότι είχαν την θέση της σημερινής Εταιρίας Διαχείρισης. Αν εκβαθύνουμε ακόμα περισσότερο στην ιστορία θα ανακαλύψουμε την ύπαρξη της έννοιας «παραβίασης του κανονισμού» που είχαν θεσπίσει οι αρχαίοι Αθηναίοι προς τους συμμάχους τους οι οποίοι χρησιμοποίησαν την κοινή περιουσία προς ίδιο όφελος. Άλλο φαινόμενο που φανερώνει της κοινής περιουσίας με κανόνες διαχείρισης είναι η Δελφική Αμφικτιονία, όπου η κοινή περιουσία δημιουργήθηκε σε θρησκευτική βάση και την διαχείριση την είχαν αναλάβει οι ιερείς, με την προστασία των γειτονικών πόλεων.

Ωστόσο τα αμοιβαία κεφάλαια με την μορφή που υπάρχουν σήμερα είναι μια πρόσφατη εξέλιξη στην ιστορία των χρηματιστηριακών αγορών. Το πρώτο οργανωμένο αμοιβαίο κεφάλαιο εμφανίζεται στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής το 1924 και δημιουργήθηκε από την εταιρία επενδύσεων Massachusetts Investors Trust. Η πρωτοτυπία που είχε αυτό το επενδυτικό προϊόν ήταν ότι οι επενδυτές μπορούσαν να πουλήσουν και να αποχωρήσουν όποια στιγμή το επιθυμούσαν, μέσω σχετικά απλών διαδικασιών. Η επιτυχία αυτού του επενδυτικού εργαλείου ώθησε στη δημιουργία νέων αμοιβαίων κεφαλαίων.

Το υπεραισιόδοξο κλίμα της δεκαετίας του 1920 προκάλεσε στρεβλώσεις στη λειτουργία των συλλογικών επενδύσεων. Τα κλειστού τύπου (close-end) αμοιβαία κεφάλαια τα οποία δημιουργήθηκαν, αποτέλεσαν περισσότερο ένα κερδοσκοπικό φαινόμενο παρά κάποιο επενδυτικό μέσο. Η κρίση του 1929 προκάλεσε τρομακτικές οικονομικές καταστροφές στο επενδυτικό κοινό. Οι επενδυτές κοίταζαν τα αμοιβαία κεφάλαια με δυσπιστία τώρα πια ενώ η αμερικάνικη επιτροπή προσπαθούσε να βρει τρόπους να ανασκευάσει την υπόνοια αυτή. Ουσιαστική εξέλιξη ήρθε το 1940 από το αμερικάνικο Κογκρέσο που ενέκρινε έναν νόμο ο οποίος υποχρέωνε την πλήρη και τακτική ενημέρωση των επενδυτών-πελατών, ενώ ταυτόχρονα περιόριζε τις δυνατότητες καταχρήσεων των επενδυτικών κεφαλαίων.

Την δεκαετία του '50 οι επενδυτές άρχισαν να στρέφονται πάλι στα αμοιβαία κεφάλαια. Πραγματική όμως επενδυτική στροφή προς τα αμοιβαία κεφάλαια έχουμε το '60. Πολλές επενδυτικές ευκαιρίες πραγματοποιήθηκαν την δεκαετία αυτή (όπως από τον Fred Carr, τον Gerry Tsai). Η ύφεση που έπληξε την Wall Street δεν επηρέασε κατά πολύ τα αμοιβαία κεφάλαια που είχαν εδραιωθεί για τα καλά στην συνείδηση του αμερικάνικου κοινού. Οι εταιρίες διαχείρισης διαθεσίμων προσπάθησαν να γίνουν πιο ανεξάρτητες από το Χρηματιστήριο και να επενδύουν σε τίτλους της χρηματαγοράς όταν τα τραπεζικά επιτόκια ήταν υψηλά. Αντίθετα όταν τα επιτόκια μειώνονται, οι διαχειριστές προτιμούν τις επενδύσεις σε κρατικά ομόλογα. Εκείνη την περίοδο δημιουργήθηκαν τα πρώτα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων (Money Market Funds).

Κατά τα τέλη της δεκαετίας του 1970 επικρατούσε έξαρση στις αγορές των μετάλλων (ιδίως του χρυσού), εμφανίστηκαν αμοιβαία κεφάλαια που επένδυαν σε χρυσό και σε άλλα πολύτιμα μέταλλα. Στη συνέχεια, έκαναν την εμφάνιση τους τα αμοιβαία κεφάλαια, τα οποία επένδυαν σε μετοχές και ομόλογα χρηματιστηρίων άλλων χωρών (διεθνή αμοιβαία κεφάλαια), καθώς επίσης και σε συγκεκριμένους κλάδους (κλαδικά αμοιβαία κεφάλαια).

2.2 Ιστορία των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα και οι τρέχουσες εξελίξεις

Ο θεσμός των Α/Κ εισήχθη στην Ελλάδα από το 1970 με το Ν.Δ. 608/1970. Η παρουσία των Α/Κ στην Ελλάδα ξεκίνησε από το 1972 με την ίδρυση των Α.Ε.Δ.Α.Κ (Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων) ΕΡΜΗΣ και ΔΙΕΘΝΙΚΗ από την Εμπορική και Εθνική Τράπεζα αντίστοιχα. Πρωταρχική επιδίωξη της πρωτοβουλίας των 2 τραπεζών ήταν η δημιουργία πόλων συγκέντρωσης ενός σημαντικού αριθμού αποταμιευτών, ώστε τα διαθέσιμα κεφάλαια των τραπεζών να διοχετεύονται σε τίτλους κυμαινόμενης απόδοσης και να τονωθεί με αυτό τον τρόπο η λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Από το 1974 και για 15 χρόνια εμφανίστηκε μια στασιμότητα σε ότι αφορά την εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Το 1989 έχουμε άνθηση του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων. Η ασφαλιστική εταιρία INTERAMERICAN δημιούργησε το δικό της αμοιβαίο κεφάλαιο με θεματοφύλακα την Εθνική Τράπεζα. Η πρωτοβουλία αυτή σε συνδυασμό με την αξιοποίηση του ευρύτατου δικτύου πώλησης που διέθετε η εταιρία και την πολιτική της έντονης διαφημιστικής παρουσίας, χάρισε γρήγορα στο αμοιβαίο κεφάλαιο της INTERTRUST ΑΕΔΑΚ την κυριαρχία της αγοράς.

Σήμερα, στην ελληνική αγορά κυκλοφορούν δεκάδες Αμοιβαία Κεφάλαια, το καθένα από τα οποία έχει έναν απόλυτα συγκεκριμένο επενδυτικό στόχο. Ο στόχος αυτός αποτελεί τον κυριότερο οδηγό όσον αφορά το είδος των επενδύσεων, τις οποίες θα επιλέξει ο διαχειριστής του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Ο επενδυτικός στόχος του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι ένα από τα κυριότερα στοιχεία που πρέπει να γνωρίζει ο επενδυτής -μεριδιούχος. Είναι το στοιχείο εκείνο που αποσαφηνίζει το πού και σε τι ποσοστά θα επενδυθούν τα χρήματα που συγκεντρώνει το Αμοιβαίο Κεφάλαιο.

Σε όλο τον κόσμο ολοένα και περισσότερα άτομα και επιχειρήσεις ανακαλύπτουν και εμπιστεύονται αυτό τον τρόπο επένδυσης, σαν μέσο υψηλής απόδοσης των αποταμιεύσεών τους. Οι περισσότεροι από τους εν δυνάμει επενδυτές δεν έχουν τις κατάλληλες γνώσεις γύρω από τη λειτουργία των αγορών, ώστε να επενδύουν μόνοι τους, αλλά ούτε και το ύψος των προς

επένδυση κεφαλαίων τους είναι τέτοιο, ώστε να τους επιτρέπεται να απευθύνονται σε εξειδικευμένο επενδυτικό σύμβουλο. Και ακόμη, ίσως τα κεφάλαια τους να μην είναι αρκετά, για να δημιουργηθεί ένα χαρτοφυλάκιο με ικανοποιητικό βαθμό διασποράς σε μετοχές, ομόλογα και άλλους τίτλους.

Όμως, όσα δε μπορούν να κάνουν από μόνοι τους οι επενδυτές μπορεί να τα κάνει ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο, συγκεντρώνοντας κεφάλαια από πολλά άτομα, με παρόμοιους οικονομικούς στόχους. Τα κεφάλαια αυτά τα διαχειρίζονται επαγγελματίες, οι οποίοι έχουν την απαραίτητη εξειδίκευση, κάνουν τις αναγκαίες μελέτες και έρευνες, ώστε να μπορούν να παίρνουν τις καλύτερες αποφάσεις. Πρόκειται για επαγγελματίες που μπορούν να διακρίνουν πότε είναι σωστό να επενδύσουν σε τίτλους ομολόγων αλλά και ποιες από τις αγορές του εξωτερικού δείχνουν να έχουν θετικές προοπτικές.

Τα αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα έχουν τα εξής χαρακτηριστικά:

- Επαγγελματική διαχείριση του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου που εξασφαλίζει την ορθολογική λήψη επενδυτικών αποφάσεων.
- Διασπορά των επενδύσεων σε αγορές αξιόγραφων διαφορετικού τύπου.
- Καθημερινή παρακολούθηση της αξίας των επενδύσεων του από τις σχετικές στήλες του Τύπου στον οποίο υποχρεωτικά δημοσιεύεται η ημερήσια αποτίμηση του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- Δυνατότητα αμέσου ρευστοποιήσεως της συμμετοχής τους (μέσα σε πέντε μέρες).
- Πρόσβαση στις μεγαλύτερες αγορές της Ελλάδας και του εξωτερικού.
- Διαπραγματευτική δύναμη που παρέχει ο όγκος του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- Διαφάνεια διαχείρισεως για την οποία μεριμνά η σχετική νομοθεσία και οι έλεγχοι των επενδυτικών οργάνων.
- Διασφάλιση και φύλαξη της περιουσίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου από τον Θεματοφύλακα.
- Κοινός λογαριασμός. Τα μερίδια μπορούν να εκδίδονται σε «κοινό λογαριασμό» δύο ή περισσότερων προσώπων.

- Κληρονομούνται και μεταβιβάζονται μεταξύ συζύγων ή συγγενών πρώτου και δεύτερου βαθμού σε ευθεία γραμμή.

- Είναι δυνατή η ενεχυρίαση των μεριδίων για λήψη δανείου.

- Η φορολογική υποχρέωση του επενδυτή περιορίζεται στο φόρο 3% που επιβάλλεται επί του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Σήμερα τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν πλέον ένα μεγάλο τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στη χώρα μας, με διαχειριζόμενα κεφάλαια που ξεπερνούν τα 9 τρις δραχμές. Οι εντυπωσιακοί ρυθμοί μεγέθυνσης των ελληνικών Α/Κ που καταγράφηκαν από το 1985 μέχρι σήμερα παρουσιάζονται στον πίνακά 1.

Πίνακας 1				
Εξελίξεις στην αγορά των Ελληνικών Α/Κ, Περίοδος 1985-2003				
Ημερομηνία	Εταιρίες Διαχείρισης Α/Κ	Αριθμός Α/Κ	Κεφάλαια (σε δις Δρχ.)	ΓΔΧΑΑ
31.12.85	2	2	4,0	70,95
31.12.86	2	2	4,9	103,86
31.12.87	2	2	7,6	272,47
31.12.88	2	2	10,5	279,65
31.12.89	3	3	20,8	459,43
31.12.90	7	7	146,7	932,00
31.12.91	11	18	166,9	809,71
31.12.92	20	39	216,6	672,31
31.12.93	21	73	858,0	958,66
31.12.94	24	96	1.337,9	868,91
31.12.95	25	116	2.376,0	914,15
31.12.96	29	150	3.789,0	933,48
31.12.97	29	161	7.319,0	1.479,63
31.12.98	30	178	8.990,6	2.709,18
31.12.99	30	208	11.933,5	5.477,96
31.12.00	25	265	10.524,9	3.382,35
31.12.01	27	269	9.130,4	2.591,56
31.12.02	28	263	8.985,3	2.203,21
31.12.03	29	265	8.125,20	2.012,14

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Με βάση και τα στοιχεία του Πίνακα 1 διαπιστώνουμε ότι η περίοδος από την έναρξη της λειτουργίας των αμοιβαίων κεφαλαίων έως το τέλος της δεκαετίας του 1980 χαρακτηρίζεται από μηδαμινή ανάπτυξη του θεσμού. Ουσιαστικά, ο θεσμός παρέμενε άγνωστος την περίοδο αυτή στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Η ύφεση της κεφαλαιαγοράς και ιδιαίτερα της χρηματιστηριακής αγοράς συνδέονται στενά με την πορεία ανάπτυξης των αμοιβαίων κεφαλαίων το συγκεκριμένο διάστημα.

Η ουσιαστική ανάπτυξη της αγοράς των αμοιβαίων κεφαλαίων ξεκινά το 1989 και κυρίως πραγματοποιείται τη δεκαετία του 1990. Η δεκαετία ξεκίνησε με μια μόνο κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων, των μικτών. Στη συνέχεια, εντός του 1990 σχηματίστηκαν τα μετοχικά και τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια, ενώ το 1991 προστέθηκαν τα διεθνή και τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισεως διαθεσίμων. Με την εμφάνιση των ομολογιακών, αλλά κυρίως των αμοιβαίων κεφαλαίων διαχείρισεως διαθεσίμων ξεκίνησε και η ποσοτική εξάπλωση των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Οι θεσμικές μεταρρυθμίσεις στο χώρο της κεφαλαιαγοράς σε συνδυασμό με την άνοδο των τιμών των μετοχών που ήταν εισηγμένες στο ΧΑΑ οδήγησαν σε επταπλάσιο των υπό διαχείριση κεφαλαίων τη χρονιά 1989-1990. Κατά τη διάρκεια αυτή δημιουργούνται αρκετές μη κρατικές ΑΕΔΑΚ (Intertrust, Alpha, Ευρωπαϊκή Πίστη, Ασπίς Πρόνοια) και επεκτείνεται το εύρος των παρεχόμενων αμοιβαίων κεφαλαίων. Η αγορά μεγεθύνεται ποσοτικά εντυπωσιακά σε όλη την διάρκεια της δεκαετίας. Το ενδιαφέρον των επενδυτών στρέφεται στα τέλη της περιόδου και στην κατηγορία των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων λόγω της ενίσχυσης του ρόλου του ελληνικού χρηματιστηρίου.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει η κατανομή των επενδεδυμένων κεφαλαίων μεταξύ των διαφόρων κατηγοριών αμοιβαίων κεφαλαίων τα τελευταία χρόνια. Τα στοιχεία που δείχνουν την εξέλιξη παρουσιάζονται στον πίνακα 2. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφέρουμε ότι για κάποιες χρονολογίες δεν έχουμε ακριβή στοιχεία σχετικά με τα διεθνή αμοιβαία κεφάλαια λόγω των συγχωνεύσεων κάποιων αμοιβαίων κεφαλαίων.

Πίνακας 2						
Μερίδιο Αγοράς ανά τύπο Α/Κ με βάση το Ενεργητικό για την περίοδο 31.12.89-31.12.03						
Ημερομηνία	Διαχείρισης Διαθεσίμων	Μικτά	Μετοχικά	Ομολογιακά	Διεθνή	Σύνολο
31.12.89	-	100%	-	-	-	100%
31.12.90	2,9%	86,2%	10,9%	-	-	100%
31.12.91	10,4%	63,6%	19,10%	5%	1,9%	100%
31.12.92	20,4%	31,4%	33,23%	8,97%	6,0%	100%
31.12.93	23,7%	15,5%	45,80%	11%	4,0%	100%
31.12.94	29,6%	4,35%	47,80%	8,4%	9,85%	100%
31.12.95	51,3%	1,84%	41,30%	2,02%	3,54%	100%
31.12.96	59,1%	1,23%	36,25%	1,6%	1,82%	100%
31.12.97	60,1%	8,05%	28,54%	1,23%	2,08%	100%
31.12.98	66,1%	8,40%	24,25%	1,25%	-	100%
31.12.99	38,4%	8,58%	50,14%	2,88%	-	100%
31.12.00	49,7%	9,5%	39,45%	1,35%	-	100%
31.12.01	36,2%	22,6%	40,95%	0,25%	-	100%
31.12.02	31,27%	14,25%	54,25%	0,23%	-	100%
31.12.03	28,87%	20,91%	48,98%	1,24%	-	100%

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Από τον παραπάνω πίνακα φαίνεται ότι η έκρηξη της αγοράς των αμοιβαίων κεφαλαίων και η ανάπτυξη των περισσότερων ΑΕΔΑΚ (ιδιαίτερα των τραπεζικών) στηρίχθηκε κυρίως στα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων και κατά δεύτερο ρόλο στα ομολογιακά. Μέχρι τότε δεν υπήρχε αγοραστικό ενδιαφέρον στην αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων λόγω έλλειψης ποικιλίας προϊόντων, οργανωμένης αγοράς, κανόνων λειτουργίας της χρηματιστηριακής αγοράς, της οικονομικής και νομισματικής πολιτικής και της ασταθούς πορεία του Χ.Α.Α.

Το 1991 έγινε η εισαγωγή των αμοιβαίων κεφαλαίων διαχείρισης διαθεσίμων και σταθερού εισοδήματος (ομολογιακά), σε μια αγορά που μέχρι τότε είχε κυρίως μετοχικά και μικτά αμοιβαία κεφάλαια. Το 1992 τα αμοιβαία διαχείρισης διαθεσίμων και τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια προσέλκυαν το 49% των κεφαλαίων, το ποσοστό αυξήθηκε σημαντική στο πέρασμα του

χρόνου. Η ισχυροποίηση των δύο ειδών αμοιβαίων κεφαλαίων συμβαδίζει με τις επικρατούσες συνθήκες στην κεφαλαιαγορά.

Την δεκαετία του '80 οι Έλληνες αποταμιευτές αντιμετώπιζαν αρνητικά τα πραγματικά επιτόκια, στην αρχή της δεκαετίας του '90 όμως παρατηρούμε ότι στράφηκαν στα Έντοκα Γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου (ΕΓΕΔ) ως ένα εναλλακτικό τρόπο αποταμίευσης που προσέφερε ικανοποιητικά υψηλά επιτόκια. Παρά την εισαγωγή αμοιβαίων κεφαλαίων διαχείρισης διαθεσίμων και σταθερού εισοδήματος στο ίδιο διάστημα, οι αποταμιευτές δεν στράφηκαν προς αυτά. Οι αποταμιευτές διέθεταν λίγες γνώσεις για τα αμοιβαία κεφάλαια γεγονός που τους προκαλούσε φόβο για να επενδύσουν μεγάλα αποταμιευτικά κεφάλαια σ' αυτά.

Από το 1990 έως το τέλος του 1992 αρχίζουν να μπαίνουν τα θεμέλια για την ανάπτυξη των αμοιβαίων κεφαλαίων, έχουμε την εμφάνιση πολλών ΑΕΔΑΚ, την δημιουργία νέων αμοιβαίων κεφαλαίων, την επιμόρφωση των στελεχών που ασχολούνται με τα αμοιβαία κεφάλαια. Σε όλο αυτό το διάστημα ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων ισχυροποιήθηκε μέσα από 1 Νοεμβρίου 1991, καθώς και από τροποποιήσεις και συμπληρώσεις του νόμου αυτού από το Προεδρικό Διάταγμα 433/1993 (ΦΕΚ 183/Α) προκειμένου το θεσμικό πλαίσιο να συμβαδίζει με τις κοινοτικές οδηγίες 85/611/ΕΟΚ και 88/220/ΕΟΚ.

Η περίοδος του 1993 και του 1994 ήταν καθοριστική για την ποσοτική μεγένθυση του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων. Τότε έχουμε την φορολόγηση των μερισμάτων κατά 15% και την νομισματική κρίση (Μάιος 1994). Η επίτευξη αποδόσεων μεγαλύτερων των ΕΓΕΔ σε μια αγορά με πτωτικά επιτόκια επέτρεψε στα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων και σταθερού εισοδήματος να προσελκύσουν νέους μεριδιούχους οι οποίοι προσέβλεπαν σε εναλλακτικούς αποταμιευτικούς μηχανισμούς και όχι κατ' ανάγκη σε επενδυτικούς. Η τάση αυτή ισχυροποιήθηκε περισσότερο από το 1993 και μετά όταν οι αποδόσεις των μετοχικών, μικτών και διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων ήταν συνεχώς μικρότερες των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων διαχείρισης διαθεσίμων και σταθερού εισοδήματος.

Αυτή η τάση επικράτησε μέχρι τα τέλη του 1996. Στην συνέχεια το συνολικό μερίδιο των αμοιβαίων κεφαλαίων διαχείρισης διαθεσίμων και των

ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων αρχίζει να μειώνεται. Το πρώτο εξάμηνο του 1997 ο αριθμός των ελληνικών εταιριών που διαχειρίζονται αμοιβαία κεφάλαια (ΑΕΔΑΚ) να ανέρχεται σε 29 ενώ ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων έφθασε τα 153 με επενδύσεις που ξεπερνούν τα 5,41 τρις δραχμές. Πρωταγωνιστικό ρόλο έχουν τα αμοιβαία κεφάλαια των ομολογιών και διαχείρισης διαθεσίμων. Το 95% του συνόλου των κεφαλαίων που ήταν επενδεδυμένο σε αμοιβαία κεφάλαια αφορούσε αυτές τις δυο κατηγορίες αμοιβαίων. Η διατήρηση του πληθωρισμού σε υψηλά επίπεδα στο πρώτο μισό της δεκαετίας του 1990 και η ύπαρξη υψηλού ελλείμματος στο εμπορικό ισοζύγιο ανάγκαζε τις νομισματικές αρχές της χώρας να ακολουθήσουν πολιτική διατήρησης υψηλών επιτοκίων.

Από το 1998 και πέρα παρατηρείται μεγάλη στροφή προς τα μικτά και κυρίως τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια. Η πτωτική πορεία του πληθωρισμού, η σταθερή ευρωπαϊκή προοπτική, η εξυγίανση και ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας, η μείωση των επιτοκίων και άλλοι μακροοικονομικοί παράγοντες που είναι συνδεδεμένοι με την καλή πορεία του χρηματιστηρίου και την άνοδο των τιμών των μετοχών καθώς και οι σημαντικές θεσμικές μεταρρυθμίσεις της κεφαλαιαγοράς και η εξοικείωση και ωρίμανση των επενδυτών, έστρεψαν το ενδιαφέρον των επενδυτών στα μικτά και μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια.

Το 1999 υπήρξε ένα ιδιαίτερα σημαντικό έτος όσον αφορά τη σύγκλιση της ελληνική οικονομίας προς αυτές των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης αλλά και μια εξαιρετική χρονιά για το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών παρουσίασε σε ετήσια βάση άνοδο κατά 102,19%. Τη μεγαλύτερη απόδοση παρουσίασε ο κλάδος της παράλληλης αγοράς και ακολούθησαν οι κλάδοι των κατασκευών και των εταιρειών leasing. Το 1999 ήταν μια εξαιρετική χρονιά για την ελληνική αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων, των οποίων το συνολικό καθαρό ενεργητικό στις 31.12.1999 διαμορφώθηκε στα 11,8 τρις δρχ σημειώνοντας αύξηση κατά 2,9 τρις ή 32,7% από την 31.12.1998. Ο συνολικός αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων έφθασε τα 208, τα οποία διαχειρίζονται 30 ΑΕΔΑΚ.

Το 2002 αποτέλεσε μια δύσκολη χρονιά των αμοιβαίων κεφαλαίων. Το συνολικό ενεργητικό της μειώθηκε κατά 17% από την αρχή του 2002, με

αποτέλεσμα να διαμορφωθεί στα 22,4 δις ευρώ. Σημειώνεται ότι η συνολική πτώση της αγοράς, σε σχέση με τα επίπεδα του 1999, όταν είχε ξεπεράσει τα 35 δις ευρώ, αγγίζει το 36%. Η πορεία της αγοράς κατά το 2002 οφείλεται στην περαιτέρω πτώση του ελληνικού χρηματιστηρίου κατά 27,6%, η οποία παρέσυρε το ενεργητικό των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων εσωτερικού, στις εκροές από τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισεως διαθεσίμων ως αποτέλεσμα της συρρίκνωσης των επιτοκίων και στις εκροές από τα αμοιβαία κεφάλαια ομολογιών, αποτέλεσμα των κραδασμών που παρατηρήθηκαν στις αγορές ομολόγων στις αρχές του έτους. Το 2002 χαρακτηρίζεται επίσης από την τάση των συγχωνεύσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων που συνδέεται τόσο με τις αντίστοιχες συγχωνεύσεις κάποιων ΑΕΔΑΚ, όσο και με περιορισμένη ανάπτυξη της αγοράς των διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων

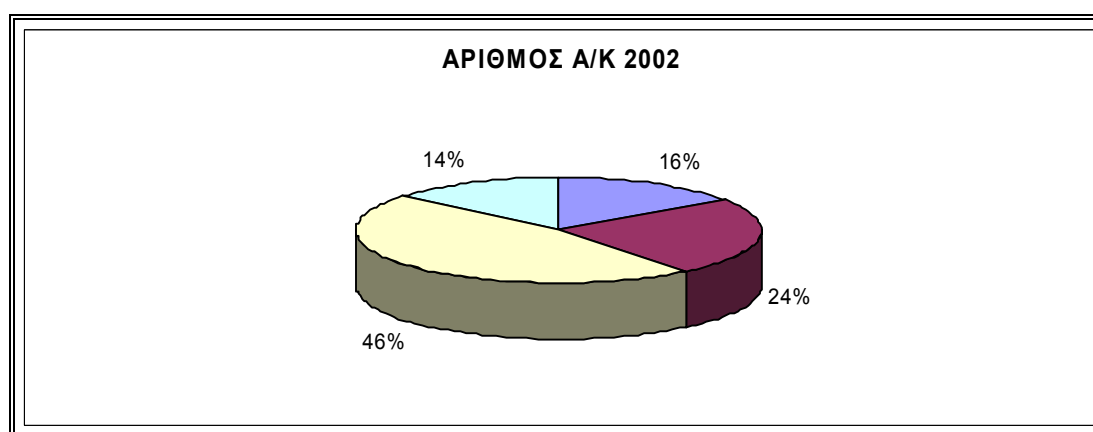
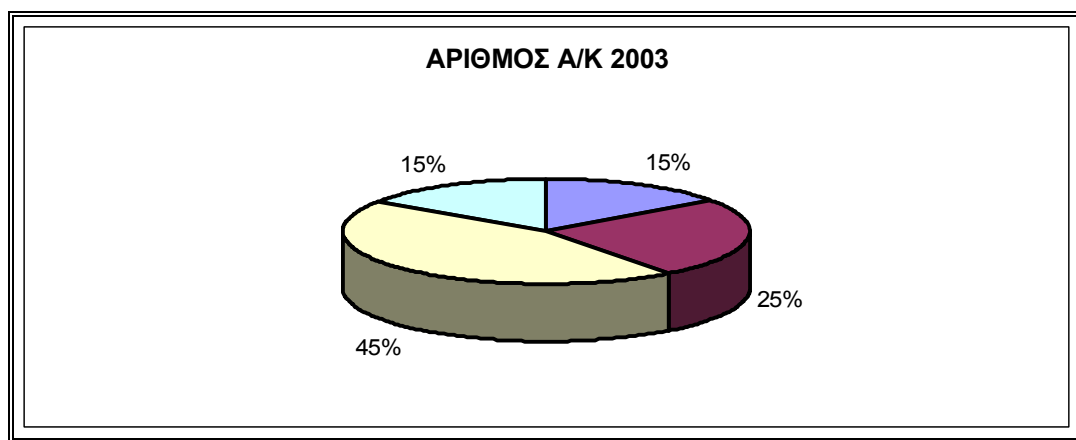
Το 2003 χαρακτηρίζεται από ανάκαμψη των χρηματιστηριακών αγορών παγκοσμίως. Το γεγονός αυτό ευνόησε ιδιαίτερα την εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων τόσο στη παγκόσμια όσο και στην ελληνική χρηματαγορά. Το συνολικό ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα σημείωσε ετήσια αύξηση κατά 19,75 %.

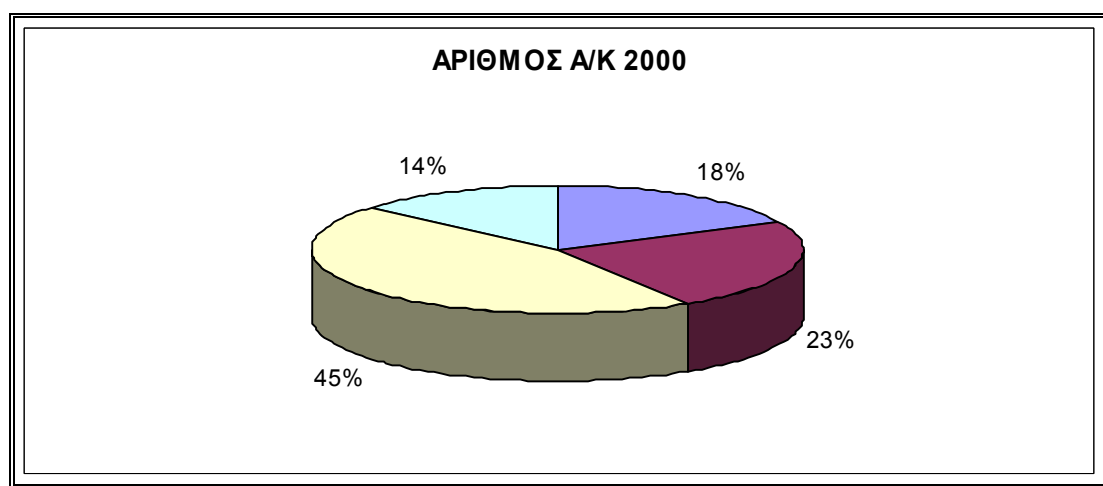
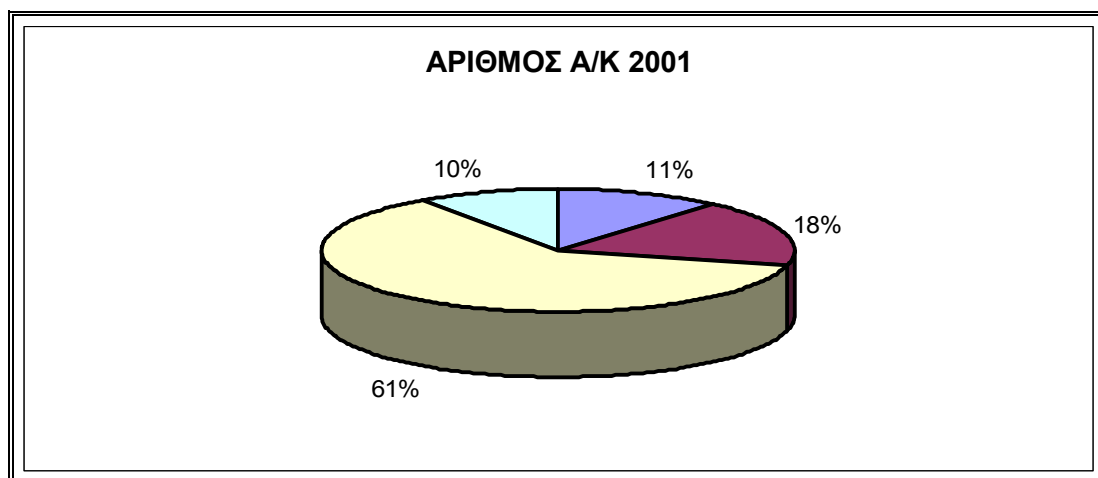
2003

Το 2002 ο αριθμός των ΑΕΔΑΚ είναι 28 και ο συνολικός αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι 265. Στο τέλος του 2003 έχουμε 29 ΑΕΔΑΚ (έχουμε την εμφάνιση δυο νέων ΑΕΔΑΚ, μια εταιρία έκανε παύση λειτουργίας και τρεις εταιρίες άλλαξαν επωνυμία) και ο συνολικός αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων έφτασε τα 263. Η σύνθεση των αμοιβαίων κεφαλαίων αναφορικά προς τον επενδυτικό σκοπό τους περιλάμβανε στο τέλος του έτους 40 αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων, 65 ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια, 119 μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια και 41 μικτά αμοιβαία κεφάλαια (Πίνακας 3).

Πίνακας 3								
Αριθμός και αξία ενεργητικού αμοιβαίων κεφαλαίων, 2000-2003								
Κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων	31.12.2003		31.12.2002		31.12.2001		31.12.2000	
	(εκ. ευρώ)	Αριθ. Α/Κ	(εκ. ευρώ)	Αριθ. Α/Κ	(εκ. ευρώ)	Αριθ. Α/Κ	(εκ. ευρώ)	Αριθ. Α/Κ
Διαχείρισης Διαθεσίμων	15.787,39	40	10.747,44	40	9.692,96	42	15.339,99	47
Ομολογιακά	6.549,82	65	5.121,93	61	5.586,55	65	4.736,61	62
Μετοχικά	4.852,77	119	3.711,26	121	5.470,21	228	7.972,63	120
Μικτά	3.228,33	41	5.804,52	36	6.045,38	36	3.938,22	36
Σύνολο	30.358,81	265	25.385,15	263	26.794,90	246	30.897,45	265

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς





Συνολικά κατά το 2003 σημειώθηκε καθαρή εισροή κεφαλαίων στα αμοιβαία κεφάλαια της ελληνικής αγοράς ύψους 3.559,6 εκατ. ευρώ, σε ποσοστό μικρότερο της αύξησης του συνολικού ενεργητικού τους. Καθαρές εισροές κεφαλαίων πραγματοποιήθηκαν σε όλες τις κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων εκτός από τα διεθνή μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού, τα μικτά αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού και τα διεθνή μικτά αμοιβαία κεφάλαια. Η σημαντικότερη καθαρή εισροή κεφαλαίων πραγματοποιήθηκε στα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων εσωτερικού και ήταν 4.637,6 εκατ. ευρώ, ενώ σημαντική καθαρή εκροή πραγματοποιήθηκε από τα μικτά αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού και ήταν 2.782,6 εκατ. ευρώ.

Στο τέλος του 2003 η διάρθρωση της αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων είχε ως εξής: Τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων αυξήθηκαν σημαντικά το μερίδιο αγοράς τους σε 52,66% έναντι 42,34% το 2002, σημειώνοντας ετήσια αύξηση του ενεργητικού τους κατά 46,89%. Η μεγαλύτερη μηνιαία αύξηση

του ενεργητικού παρατηρήθηκε τον Ιανουάριο και ήταν 11,80%. Από τα 40 αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθέσιμων στο τέλος του έτους, τα 36 ήταν κεφάλαια εσωτερικού και 4 ήταν διεθνή κεφάλαια.

Συνεπώς, η ετήσια αύξηση του συνολικού ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων αποδίδεται στην εισροή νέων κεφαλαίων στα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθέσιμων και στα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια αλλά και στην ανάκαμψη των χρηματιστηριακών τιμών των μετοχών από τον Μάρτιο 2003 που επηρέασαν θετικά το ενεργητικό των μετοχικών και μικτών αμοιβαίων κεφαλαίων.

Κατά το 2003, ο βαθμός συγκέντρωσης της αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων αυξήθηκε. Στο τέλος του έτους οι τρεις μεγαλύτερες Α.Ε.Δ.Α.Κ. είχαν υπό την διαχείριση τους κεφάλαια ύψους 20,05 δις ευρώ, τα οποία αντιστοιχούσαν στο 65,96% του συνολικού ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων, έναντι 60,29% το 2002. Το ίδιο έτος, οι πέντε μεγαλύτερες Α.Ε.Δ.Α.Κ. είχαν υπό την διαχείριση τους κεφάλαια, τα οποία αντιστοιχούσαν στο 80,06% του συνολικού ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων, έναντι 76,27% για το 2002.

Κατά το 2003, έξι αλλοδαποί Ο.Σ.Ε.Κ.Α. γνωστοποίησαν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς την πρόθεση τους να διαθέσουν στην ελληνική αγορά μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων μέσω αντιπροσώπων (ΠΙΝΑΚΑΣ 4). Η λειτουργία τεσσάρων εξ αυτών διέπεται από τις διατάξεις της Ευρωπαϊκής Οδηγίας 85/611/ΕΟΚ. Κατά το 2003 εγκρίθηκε από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς η διάθεση μεριδίων 117 αλλοδαπών αμοιβαίων κεφαλαίων.

Από την αρχή του 2004 οι συνολικές εκροές των μετοχικών εσωτερικού ανέρχονται στα 270 εκατομμύρια ευρώ, ενώ από τις αρχές Ιουλίου μέχρι σήμερα, οι εκροές ξεπερνούν τα 170 εκατ. ευρώ. Με άλλα λόγια μέχρι τον Ιούλιο η σχέση εκροών-εισροών στα μετοχικά εσωτερικού 5 ρευστοποιήσεις/1 εισροή, και στις τελευταίες 69 εργάσιμες μέρες οι εκροές είναι το μόνιμο σκηνικό. Οι Έλληνες επενδυτές, καθώς δεν μπαίνουν και στα ομολογιακά εσωτερικού που έχουν εκροές από την αρχή του έτους 152 εκατ. ευρώ, φαίνεται ότι επιλέγουν είτε να αποταμιεύσουν κεφάλαια, είτε να αγοράσουν ξένα αμοιβαία και ομόλογα, τα οποία έχουν σημαντική άνοδο.

Συγκεκριμένα τα μετοχικά εξωτερικού από την αρχή του έτους σημειώνουν εισροές 181 εκατ. ευρώ, τα ομολογιακά διεθνή σημειώνουν επίσης εισροές 340 εκατ. ευρώ και τα ομολογιακά εξωτερικού 156 εκατ. ευρώ. Συνολικά όμως με όλες τις κατηγορίες αμοιβαίων, διαχείρισης διαθεσίμων, μετοχικά, ομολογιακά και μικτά, το ισοζύγιο εισροών και εκροών είναι θετικό κατά 220 εκατ. ευρώ από την αρχή του έτους.

Το βασικό συμπέρασμα λοιπόν των παραπάνω στοιχείων είναι ότι οι Έλληνες επενδυτές φεύγουν από τα εγχώρια θεσμικά προϊόντα, προφανώς γιατί η εμπιστοσύνη τους έχει κλονιστεί και παράλληλα φοβούνται τις οικονομικές επιπτώσεις της μετά-Ολυμπιάδας εποχής, σε αντίθεση με τους ξένους που αγοράζουν εγχώρια θεσμικά προϊόντα, αφού μετοχές του FTSE/ASE-20 έχουν ζήτηση από ξένα χαρτοφυλάκια. Και ίσως γι' αυτό η αγορά διατηρεί μια ισορροπία παρά τις μεγάλες και συνεχείς εκροές των μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Συμπεράσματα για την κατάσταση της αγοράς των Αμοιβαίων Κεφαλαίων μπορεί κάποιος να βγάλει επίσης και από μερίδια αγοράς των μεγάλων ΑΕΔΑΚ-θυγατρικών τραπεζών- στο εννεάμηνο του 2004, όπου η κατάσταση έχει ως εξής-και μάλλον δεν έχει αλλάξει τίποτα από το τέλος του 2003: την πρώτη θέση στο 9μηνο με 28% κατέχει η EFG, ακολουθούν με 27,5% η Διεθνική και με 15% η Alpha, η Ερμής με 6,8% και Intertrust με 6%.

Στο τέλος του 2004 τα μερίδια των συγκεκριμένων ΑΕΔΑΚ, που συγκεντρώνουν το 83,3% των συνολικών κεφαλαίων, ποσοστό που μας κάνει να αναφωνούμε για ποια αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων μιλάμε, είχαν τα εξής μερίδια: η EFG 25,6%, η Διεθνική 25,2%, η Alpha 15%, η Ερμής 5,4% και η Intertrust 7,35%. Μόνο η τελευταία ΑΕΔΑΚ που εξαγοράστηκε από την EFG, έχασε ένα μερίδιο 1,30%, πολύ λιγότερο από αυτό που όλοι εκτιμούσαν ότι θα γίνει τελικά.

Όλες οι άλλες μεγάλες εταιρείες διαχείρισης κεφαλαίων αύξησαν τα ποσοστά τους, γεγονός που σημαίνει ότι ή πήραν τα κεφάλαια από τα μετοχικά εσωτερικού και τα έβαλαν αλλού ή η συρρίκνωση και οι εκροές έρχονται από τις μικρότερες εταιρίες. Αρκετές από αυτές τις μικρές εταιρείες οδηγούνται σε συρρίκνωση ή σε αδράνεια, με προοπτική να μετατραπούν σε dealers των

μεγάλων. Αυτές οι ανακατατάξεις σίγουρα δεν ευνοούν το εγχώριο θεσμικό κεφάλαιο και τους διαχειριστές του, οι οποίοι υποχωρούν συνεχώς στην εκτίμηση της επενδυτικής κοινότητας. Ποιο είναι το μέλλον της συγκεκριμένης αγοράς κανείς δεν ξέρει. Όλοι περιμένουν εκείνο το γύρισμα της αγοράς προς τη θετική κατεύθυνση που θα κάνει τους επενδυτές να ξεχάσουν τις κακές μέρες και να ξαναγυρίσουν ενεργά στην αγορά.

Η ΚΙΝΗΣΗ ΣΤΑ Α/Κ ΑΝΑ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ	
ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ	ΕΙΣΡΟΕΣ-ΕΚΡΟΕΣ 21/9-28/9/04
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	
ΔΙΕΘΝΗ	2.318.301,09
ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-94.260.460,16
ΣΥΝΟΛΟ	-91.942.159,07
ΜΕΤΟΧΙΚΑ	
ΔΙΕΘΝΗ	31.709,38
ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	380.542,58
ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-15.139.948,17
ΣΥΝΟΛΟ	-14.727.696,20
ΜΙΚΤΑ	
ΔΙΕΘΝΗ	-221.688,06
ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	1.184.651,82
ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-213.684,47
ΣΥΝΟΛΟ	749.279,29
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	
ΔΙΕΘΝΗ	36.723.857,92
ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	12.084.472,26
ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	22.979.494,87
ΣΥΝΟΛΟ	71.787.825,05
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ	-34.132.750,93

3. Διάκριση των μορφών επενδύσεων

Σήμερα στην Ελλάδα και σε ολόκληρο τον κόσμο, υπάρχουν δυο βασικές μορφές «συλλογικών επενδύσεων»:

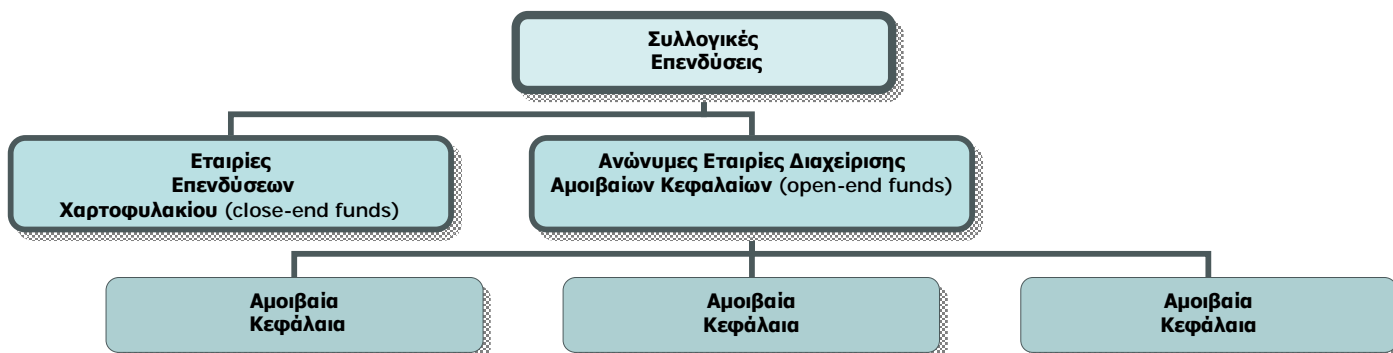
- ↳ Τα αμοιβαία κεφάλαια (open-funds) και
- ↳ Οι εταιρίες Επενδύσεων (close-end funds)

Αν και η βασική φιλοσοφία και των δυο στηρίζεται στη συγκέντρωση κεφαλαίων από το ευρύτερο επενδυτικό κοινό, με στόχο να προσφέρουν επενδυτική διαχείριση και κοινή εκμετάλλευση ευκαιριών τις οποίες δε θα μπορούσε να εκμεταλλευθεί ο μεμονωμένος επενδυτής. Ωστόσο υπάρχουν μερικές σημαντικές διαφορές.

3.1 Ανοικτού τύπου επενδύσεις

Το αμοιβαίο κεφάλαιο είναι γνωστό ως ανοικτού τύπου μορφή συλλογικής επένδυσης (open-end fund). Οι εταιρίες που διαθέτουν αμοιβαία κεφάλαια είναι υποχρεωμένες από το νόμο να δημιουργούν νέα μερίδια όταν υπάρξουν επενδυτές που θέλουν να αγοράσουν, αλλά και να εξαγοράζουν τα μερίδια από τους επενδυτές-μεριδιούχους όταν αυτοί θέλουν να τα πουλήσουν. Επομένως, 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. Ανάλογα με την διακύμανση των τιμών των τίτλων που περιέχονται στο χαρτοφυλάκιο του αμοιβαίου κεφαλαίου διακυμαίνεται καθημερινά η «καθαρή τιμή» του μεριδίου. Δυο είναι τα βασικά χαρακτηριστικά των επενδύσεων αυτών:

- ↳ Η ρευστότητα, η οποία μπορεί να κάποιος να αγοράσει/πουλήσει μερίδια ενός αμοιβαίου κεφαλαίου.
- ↳ Η τιμή του μεριδίου, η οποία εξαρτάται από την αγοραία τιμή των αξιόγραφων και τον αριθμό των μεριδίων.



3.2 Κλειστού τύπου επενδύσεις

Στην χώρα μας, κλειστού τύπου επενδύσεις αποτελούν ουσιαστικά οι Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (Ε.Ε.Χ.) το νομικό πλαίσιο των οποίων καθορίζεται με σαφήνεια στα άρθρα 1 έως και 16 του Ν. 1969/91. Πρόκειται, ουσιαστικά, ανώνυμες εταιρίες με αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση χαρτοφυλακίου κινητών αξιών. Η βασική διαφορά μιας Ε.Ε.Χ. - στην οποία οφείλει και το χαρακτηρισμό της ως επένδυση «κλειστού τύπου» - από ένα αμοιβαίο κεφάλαιο έγκειται στο ότι εκδίδει ένα συγκεκριμένο αριθμό μετοχών, οι οποίες αποτιμώνται και διαπραγματεύονται όπως ακριβώς και οι μετοχές οποιασδήποτε άλλης ανώνυμης εταιρίας που είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο.

Η βασική διαφορά μιας Ε.Ε.Χ. από ένα αμοιβαίο κεφάλαιο έγκειται στο ότι εκδίδει ένα συγκεκριμένο αριθμό μετοχών, οι οποίες αποτιμώνται και διαπραγματεύονται όπως και οποιαδήποτε άλλη μετοχή. Συνεπώς για να μπορέσει κάποιος να αγοράσει μετοχές μιας Ε.Ε.Χ. θα πρέπει να υπάρχουν κάποιοι που θέλουν να την πουλήσουν. Η τιμή της μετοχής μιας Ε.Ε.Χ. διαμορφώνεται καθημερινά στο χρηματιστήριο αξιών βάσει των δυνάμεων της προσφοράς και ζήτησης. Η τιμή αυτή είναι διαφορετική από την εσωτερική αξία της μετοχής (η τρέχουσα αξία του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων της Ε.Ε.Χ. μειωμένη κατά τις υποχρεώσεις της, δια τον αριθμό των μετοχών της).

- ↪ Οι Ε.Ε.Χ. ανάλογα με την επενδυτική πολιτική που ακολουθούν διακρίνονται στις ακόλουθες κατηγορίες:
- ↪ Εταιρίες κλειστού τύπου που επενδύουν σε ένα σχετικά μικρό αριθμό αυστηρά επιλεγμένων επιχειρήσεων.
- ↪ Ε.Ε.Χ. που επενδύουν σε μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων επιτυγχάνοντας μεγαλύτερη διασπορά.
- ↪ Εταιρίες που επενδύουν σε επιχειρήσεις μικρού μεγέθους.
- ↪ Ε.Ε.Χ. οι οποίες προσφέρουν δυο τύπους μετοχών: τις μετοχές κεφαλαίου και τις μετοχές εισοδήματος.

4. Γενικά χαρακτηριστικά των αμοιβαίων κεφαλαίων

Αν ανοίξουμε ένα χρηματοοικονομικό λεξικό για να βρούμε την έννοια του αμοιβαίου κεφαλαίου θα διαβάσαμε τον ακόλουθο ορισμό:

Χαρτοφυλάκιο αξιών με διασπορά, εγγεγραμμένο ως μια «ανοικτού τύπου» εταιρία επενδύσεων, το οποίο πουλά μερίδια στο ευρύτερο κοινό σε μια συγκεκριμένη τιμή και τα επαναγοράζει τη στιγμή που αυτό απαιτηθεί, στην λογιστική τους αξία.

Πιο απλά το Α/Κ είναι ένα κεφάλαιο το οποίο ανήκει «Αμοιβαία» σε πολλούς επενδυτές, στους οποίους προσφέρονται επενδυτικές δυνατότητες και ευκαιρίες που απολαμβάνουν μόνον οι θεσμικοί επενδυτές. Τα Α/Κ αφορούν οποιονδήποτε έχει χρήματα και θέλει να τα επενδύσει με σκοπό την καλύτερη απόδοση. Για να έχουμε αρκετά χρήματα, δεν φτάνει μόνο να κερδίζουμε όσο πιο πολλά μπορούμε. Πρέπει να φροντίσουμε, να μεγιστοποιήσουμε αυτά που έχουμε κερδίσει στο παρελθόν.

Ένα Α/Κ είναι μια Εταιρία Επένδυσης που συγκεντρώνει τα χρήματα πολλών επενδυτών με κοινό επενδυτικό προφίλ σε ένα κοινό ταμείο και χρησιμοποιεί αυτά τα χρήματα για να αγοράσει μετοχές, ομόλογα, Ε.Γ.Ε.Δ., συνάλλαγμα κ.λ.π. Είναι μια συλλογική μέθοδος επένδυσης, όπου πολλοί επενδυτές απολαμβάνουν υψηλή απόδοση, επαγγελματική διαχείριση, διαπραγματευτική δύναμη, και χαμηλό κόστος, με όρους που δεν μπορούν να έχουν ο καθένας χωριστά. Το Α/Κ, δηλαδή η κοινή περιουσία, διαιρείται σε μερίδια. Όλα τα μερίδια ενός συγκεκριμένου Α/Κ έχουν την ίδια τιμή. Η κοινή περιουσία ανήκει

εξ' αδιαιρέτου σε όσους συμμετέχουν σε αυτή (μεριδιούχους) ανάλογα με τον αριθμό των μεριδίων που έχει ο καθένας

Το όνομα του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, συχνά, αποτελεί προσδιοριστικό παράγοντα της επενδυτικής του φιλοσοφίας και των επενδυτικών του στόχων. Αυτό βέβαια δεν συμβαίνει πάντα. Όταν γίνεται μία επένδυση σε ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο, ο επενδυτής αγοράζει μερίδια σε μια τιμή, η οποία επανυπολογίζεται και μεταβάλλεται στο τέλος κάθε εργάσιμης ημέρας. Το τμήμα της λογιστικής παρακολούθησης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου καθημερινά υπολογίζει την αξία του συνόλου των επενδύσεων του. Αυτό αποτελεί και το συνολικό ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Στη συνέχεια, αφού αφαιρεθούν τα λειτουργικά έξοδα καθώς και άλλες υποχρεώσεις του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, διαιρείται το τελικό ποσό δια του αριθμού των κυκλοφορούντων μεριδίων και το αποτέλεσμα είναι η αξία του μεριδίου ή πιο συγκεκριμένα η καθαρή τιμή του κάθε μεριδίου.

Όλα σχεδόν τα Αμοιβαία Κεφάλαια χρεώνουν ένα ποσοστό επί της τιμής του μεριδίου τόσο για την αγορά του όσο και για την πώληση του. Το ποσοστό αυτό αποτελεί την προμήθεια διάθεσης και εξαγοράς και βαρύνει τον επενδυτή. Η πρακτική αυτή δεν είναι ελληνική, συνηθίζεται σε όλες σχεδόν τις χώρες του κόσμου. Για το λόγο αυτό, στις οικονομικές στήλες των εφημερίδων, δίπλα από τη στήλη της καθαρής τιμής, θα δούμε τις στήλες: τιμή διάθεσης και τιμή εξαγοράς. Η τιμή διάθεσης δείχνει την τιμή που θα πληρώσει ο επενδυτής, όταν αποφασίσει για την αγορά ενός μεριδίου, ενώ η τιμή εξαγοράς δείχνει την τιμή, την οποία θα εισπράξει ο επενδυτής, όταν αποφασίσει να πωλήσει, δηλαδή, να ρευστοποιήσει το μερίδιό του. Οι κανονισμοί λειτουργίας του κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου αναφέρουν με σαφήνεια το ύψος των προμηθειών που χρεώνουν κατά την αγορά και την πώληση των μεριδίων καθώς επίσης και το ύψος της διακύμανσής τους, σε περίπτωση που οι προμήθειες είναι κυμαινόμενες ή διαπραγματεύσιμες.

Σύμφωνα με ρυθμίσεις του Υπουργείου Οικονομικών, τα κέρδη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων υπόκεινται σε φορολογία. Ο φόρος υπολογίζεται με βάση τα εισοδήματα που προέρχονται από τους κρατικούς τίτλους που υπάρχουν στο χαρτοφυλάκιο του και παρακρατείται στην πηγή, δηλαδή από την Α.Ε.Δ.Α.Κ.,

η οποία στη συνέχεια τον αποδίδει στο κράτος. Ο φόρος αφαιρείται από το μέρισμα που αποστέλλεται στο μεριδιούχο.

Συνοψίζοντας τα απαραίτητα συστατικά στοιχεία ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι:

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

Σημαντικό είναι να τονίσουμε ότι στην πράξη κανένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο δεν έχει εγγυημένη απόδοση. Φυσικά, μετριάζουν τις διακυμάνσεις, αλλά πάντα ακολουθούν τους κανόνες και τη λογική των κεφαλαιαγορών στις οποίες επενδύουν. Και βέβαια η λειτουργία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων γίνεται υπό την αιγίδα και τους αυστηρούς κανόνες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και των μεγάλων χρηματοπιστωτικών οργανισμών, που ελέγχουν τις Α.Ε.Δ.Α.Κ..

5. Μορφές αμοιβαίων κεφαλαίων

Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο (Α/Κ) είναι μία δεξαμενή χρημάτων πολλών επενδυτών ή αλλιώς το κοινό ταμείο πολλών επενδυτών που εμπιστεύονται τη διαχείριση των χρημάτων τους σε ένα διαχειριστή και μάλιστα του δίνουν την εντολή να τα μοιράσει σε διαφορετικά είδη επενδύσεων (να τα διασπείρει δηλαδή), να παρακολουθεί την εξέλιξη των επενδύσεων αυτών και να τους ενημερώνει ανά τακτά χρονικά διαστήματα για την πορεία της επένδυσής τους.

Σε περίπτωση που κάποιος από τους συνδικαιούχους θελήσει να φύγει από το κοινό αυτό ταμείο προβλέπεται ότι μπορεί άμεσα να το κάνει, με απλές διαδικασίες αναλαμβάνοντας το μέρος των χρημάτων που τη στιγμή εκείνη

του αναλογούν και να αποχωρήσει, φυσικά χωρίς να διαταραχθούν ο επενδύσεις αυτών που παραμένουν.

Επίσης, υπάρχει εκ των προτέρων συμφωνία ότι αν στην πορεία του χρόνου εμφανιστούν και άλλοι επενδυτές και θελήσουν να συμμετάσχουν στο κοινό αυτό ταμείο, θα μπορούν να το κάνουν με εύκολες πάλι διαδικασίες και χωρίς φυσικά με κανένα τρόπο να επιβαρύνουν τους υφιστάμενους επενδυτές.

Αν όλες τις πιο πάνω κινήσεις τις εντάξουμε σε ένα πλαίσιο κανονισμών και ελέγχων (τις «κανονικοποιήσουμε» δηλαδή), θα έχουμε δημιουργήσει τη μορφή επένδυσης που ονομάζεται Αμοιβαίο Κεφάλαιο.

Υπάρχουν πολλοί τύποι (κατηγορίες) αμοιβαίων κεφαλαίων (όπως θα δούμε παρακάτω). Καθοριστικός παράγοντας για την κατάταξή τους είναι το είδος των επενδύσεων που πραγματοποιούν. Ο συνδυασμός των Α/Κ και οι μικρές αποκλίσεις του ενός από το άλλο δημιουργούν την πληθώρα αμοιβαίων κεφαλαίων που παρέχονται σήμερα στην ελληνική και στη διεθνή αγορά.

Το Α/Κ δεν είναι Νομικό Πρόσωπο. Ο Νόμος το ορίζει ως «μια αδιάσπαστη ομάδα περιουσία πολλών δικαιούχων υπό κοινή διαχείριση τρίτου». Η περιουσία (ενεργητικό) του Α/Κ αποτελείται από κινητές αξίες και μετρητά και ανήκει εξ αδιαιρέτου στους μεριδιούχους, ανάλογα με τον αριθμό των μεριδίων τους. Με την ενεργοποίηση του υφιστάμενου Νόμου θα επιτραπεί στο άμεσο μέλλον η δημιουργία Α/Κ που θα επενδύουν σε ακίνητα.

Από το Νόμο καθορίζονται οι εξής αρχές που διέπουν τη λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων:

- ⌘ *Η αρχή του αδιάσπαστου*, Η περιουσία δηλαδή του Α/Κ δεν διαιρείται, αλλά το κάθε της στοιχείο ανήκει αδιαιρέτα και αναλογικά σε κάθε ένα δικαιούχο. Ο διαχειριστής ενός Α/Κ ενεργεί ενιαία και το ίδιο για όλους του μεριδιούχους και όχι για κάθε έναν από αυτούς ξεχωριστά.
- ⌘ *Η αρχή της εξαγοράς*, Ο κάθε επενδυτής που συμμετέχει στο Α/Κ έχει δικαίωμα να αποχωρήσει, όταν αυτός θελήσει.
- ⌘ *Η αρχή του ανοικτού αριθμού*, Στο Α/Κ έχουν δυνατότητα να εισέλθουν νέα μέλη, ακολουθώντας συγκεκριμένες διαδικασίες εισαγωγής.

⇒ Η αρχή του *αδιανέμητου*, η οποία είναι παράγωγο των ποιο πάνω αρχών, η οποία αναφέρει ότι δεν είναι δυνατή η διανομή της κοινής περιουσίας καθ' οιονδήποτε τρόπο εκτός από αυτόν της εξαγοράς.

Τα αμοιβαία κεφάλαια διακρίνονται σε δυο βασικές κατηγορίες:

(α) Αμοιβαία Κεφάλαια επιβάρυνσης (load funds): Είναι τα κεφάλαια εκείνα που χρεώνουν προμήθεια διάθεσης (sales fee) στους αγοραστές των μεριδίων τους γιατί χρησιμοποιούν ένα εκτεταμένο δίκτυο πωλήσεων από χρηματιστές, ασφαλιστικές εταιρίες, τράπεζες κ.α. Στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων επιβάρυνσης η τιμή διάθεσης των μεριδίων είναι ίση με την καθαρή τιμή συν το ποσοστό το οποίο είναι το ύψος 7,5-8% της καθαρής τιμής. Σε τέτοιες καταστάσεις συνήθως δεν υπάρχει προμήθεια εξαγοράς γεγονός που σημαίνει ότι ο μεριδιούχος μπορεί να εξαγοράσει τα μερίδια του στην καθαρή τιμή.

(β) Αμοιβαία Κεφάλαια μη επιβάρυνσης (no-load funds): Είναι εκείνα τα κεφάλαια τα οποία δεν χρεώνουν προμήθεια διάθεσης διότι δεν χρησιμοποιούν sales force αλλά διαφημίσεις στις εφημερίδες. Οι αγορές και εξαγορές των μεριδίων τους γίνονται ταχυδρομικά ή τηλεφωνικά απευθείας από την ΑΕΔΑΚ. Τα κεφάλαια αυτά χρησιμοποιούν δηλαδή direct marketing. Σε μερικές περιπτώσεις, στα αμοιβαία κεφάλαια μη επιβάρυνσης υπάρχει μια μικρή προμήθεια εξαγοράς η οποία δεν ξεπερνά το 1%.

Ο διαχωρισμός μεταξύ των δυο κατηγοριών έχει ατονήσει τα τελευταία χρόνια με την είσοδο νέων μεθόδων πώλησης (π.χ. τηλέφωνο, internet). Ωστόσο τα περισσότερα αμοιβαία κεφάλαια εμπίπτουν αρκετά ξεκάθαρα σε μια από τις δυο κατηγορίες που αναφέρονται παραπάνω.

Στην ελληνική αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν υφίσταται διάκριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων επιβάρυνσης και Αμοιβαίων Κεφαλαίων μη επιβάρυνσης. Τα αμοιβαία κεφάλαια προωθούνται μέσω των υποκαταστημάτων των τραπεζών και των ασφαλιστικών δικτύων ζωής. Οι προμήθειες που χρεώνουν τα τραπεζικά δίκτυα είναι ελαφρά χαμηλότερες από τις αντίστοιχες των ασφαλιστικών ταμείων. Ο ανταγωνισμός που υφίσταται στην αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων έχει καταστήσει τις προμήθειες, οι οποίες κυμαίνονται ανάλογα το ποσό της επένδυσης.

6. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα αμοιβαίων κεφαλαίων

Η επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια έχει τα εξής πλεονεκτήματα:

6.1 Ανταγωνιστικές αποδόσεις σε Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν μέσο για την επίτευξη ικανοποιητικών αποδόσεων με την ταυτόχρονη πραγματοποίηση ευρύτερων οικονομικών στόχων. Η μεγάλη κεφαλαιακή βάση των Α/Κ, επιτρέπει την τοποθέτηση σε μορφές επένδυσης διαφορετικού τύπου και χαρακτηριστικών, έτσι ώστε να επιτυγχάνονται αξιόλογες αποδόσεις και μείωση του επενδυτικού κινδύνου. Τα αμοιβαία κεφάλαια απευθύνονται σε όλες τις κατηγορίες επενδυτών. Οι επενδυτές που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν τους κινδύνους και να έχουν ικανοποιητικές αποδόσεις τότε μπορούν να τοποθετήσουν τα χρήματά τους σε μετοχικά κεφάλαια. Οι επενδυτές που επιθυμούν κάποιες τακτικές απολαβές, χωρίς ιδιαίτερο κίνδυνο μπορούν να επενδύσουν σε αμοιβαία κεφάλαια σταθερού εισοδήματος και μικτού τύπου.

6.2 Επαγγελματική διαχείριση των κεφαλαίων

Η διαχείριση του χαρτοφυλακίου των αμοιβαίων κεφαλαίων πραγματοποιείται από μια ειδικευμένη εταιρία διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ). Η ΑΕΔΑΚ προσλαμβάνει στελέχη πεπειραμένα σε θέματα επενδύσεων τα οποία είναι γνώστες της αγοράς. Τόσο με την επιστημονική τους κατάρτιση και εμπειρία όσο και με τα απαραίτητα μέσα διαχειρίζονται αποτελεσματικά το χαρτοφυλάκιο των Α/Κ επενδύοντας σε ποικίλα αξιόγραφα. Η επαγγελματική διαχείριση σε συνδυασμό με τη διασπορά των επενδύσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων τους προσδίδει μια αυξημένη αντοχή σε περιόδους κάμψης των χρηματιστηριακών αξιών. Ταυτόχρονα, η δυνατότητα επενδύσεων σε αλλοδαπά χρηματιστήρια παρέχει στους μεριδιούχους μια αυξημένη προστασία από τυχόν διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Ο απλός επενδυτής αφ' ενός λόγω έλλειψης χρόνου και ειδικών γνώσεων, αφ' ετέρου λόγω της μικρής οικονομικής του επιφάνειας, δεν είναι σε θέση να επιτύχει μόνος του μια ικανοποιητική διασπορά στο χαρτοφυλάκιο του, στο βαθμό που μπορεί να

επιτύχει ένα αμοιβαίο κεφάλαιο λόγω του μεγάλου ύψους του ενεργητικού του. Έτσι, ο επενδυτής μειώνει τον κίνδυνο απώλειας μέρους των χρημάτων του από μια αποτυχημένη επενδυτική επιλογή.

6.3 Τα Μερισμάτα των Α/Κ

Οι Εταιρίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων στο τέλος κάθε έτους μέχρι την χρήση 1996, (Νόμος 1969/91) ήταν υποχρεωμένες να διανέμουν μέρος των κερδών που είχαν ήδη ενσωματωθεί στην ΤΙΜΗ του Α/Κ μέσα στο χρόνο, για εκείνα τα Α/Κ που εμφάνιζαν έσοδα από Έντοκα Γραμμάτια, κουπόνια ομολόγων και υψηλότοκες προθεσμιακές καταθέσεις (Repos, Swaps κλπ).

Το ποσό που διανέμεται λέγεται ΜΕΡΙΣΜΑ και υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας τον αριθμό μεριδίων επί το μέρισμα ανά μερίδιο. Το μέρισμα δεν αντιπροσωπεύει την απόδοση του Α/Κ ή του μεριδιούχου. Απλά, δίνεται η ευκαιρία στους πελάτες, να εισπράξουν μια φορά τον χρόνο ένα μέρος των χρημάτων τους, εάν επιθυμούν να έχουν ένα εισόδημα από την επένδυσή τους. Οι τίτλοι των μεριδίων μπορούν να ενεχυριάσθουν σε εξασφάλιση απαιτήσεων. Ένα πλεονέκτημα ακόμα είναι ότι τα μερίδια των αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί να ανήκουν σε περισσότερους του ενός δικαιούχους, εφόσον οι διατάξεις του Νόμου περί καταθέσεως σε κοινό λογαριασμό εφαρμόζονται και επί μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων.

Σημειώνεται ότι η ενότητα του νόμου 1969/91 που καθόριζε την μερισματική πολιτική των Α/Κ τροποποιήθηκε και πλέον με βάση το Νόμο 2533/97 όλα τα Αμοιβαία Κεφάλαια έχουν την δυνατότητα να μην διανέμουν μέρισμα.

6.4 Μικρά κεφάλαια για επένδυση

Το ποσό για την επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια είναι χαμηλότερο από τα χρήματα που θα έπρεπε να διαθέσει ένα άτομο προκειμένου να αναλάβει την επένδυση του κάποιος επενδυτικός σύμβουλος. Επιπλέον, ο συνεχώς αυξανόμενος ανταγωνισμός μεταξύ των αμοιβαίων κεφαλαίων οδηγεί στην συνεχή προσφορά νέων υπηρεσιών. Οι επενδυτές μπορούν να ακολουθήσουν

προγράμματα επένδυσης για να μπορούν να τοποθετούν τα χρήματα τους ανάλογα τις δυνατότητες τους και τους σκοπούς τους.

6.5 Σημαντικές Φορολογικές Απαλλαγές

Δεν ισχύει το «Πόθεν έσχες». Επίσης με το νέο φορολογικό πλαίσιο, τα Α/Κ φορολογούνται επί της συνολικής τους περιουσίας, με αποτέλεσμα οι υπεραξίες ή τα μερίσματα που διανέμονται, να μην έχουν επιπλέον επιβάρυνση. Φορολογικά τα Αμοιβαίων Κεφαλαίων καθορίζεται από το άρθρο 48 του Ν. 1969/91, καθώς και από τον εκάστοτε ισχύοντα φορολογικό νόμο (σήμερα Ν2238/94, όπως ισχύει). Η πράξη σύστασης Αμοιβαίου Κεφαλαίου, η διάθεση και η εξαγορά μεριδίων, απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση, υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικά τρίτων.

Κατά την είσπραξη τόκων στο όνομα και για λογαριασμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, ενεργείται από τον καταβάλλοντα παρακράτηση φόρου εισοδήματος, σύμφωνα με τα προβλεπόμενα από τα άρθρα 12 και 54 του Ν«2238/1994, κατά περίπτωση. Με την παρακράτηση αυτή, εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση των μεριδιούχων για τα εισοδήματα αυτά.

Η Α.Ε. Διαχείρισης υποχρεούται σε καταβολή φόρου 3% ετησίως, στο όνομα και για λογαριασμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Ο φόρος υπολογίζεται καθημερινά και αποδίδεται στην αρμόδια δημόσια οικονομική υπηρεσία, με ευθύνη της Α.Ε Διαχείρισης, μέσα στο πρώτο δεκαπενθήμερο των μηνών Ιουλίου και Ιανουαρίου του επόμενου εξαμήνου από τον υπολογισμό. Με την καταβολή του φόρου εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και των μεριδιούχων, επιφυλασσομένων των διατάξεων της προηγούμενης παραγράφου. Η πρόσθετη αξία που προκύπτει έπ' ωφελεία των μεριδιούχων από την εξαγορά μεριδίων σε τιμή ανώτερης της τιμής κτίσεως, απαλλάσσεται από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικών τρίτων.

6.6 Μείωση του επενδυτικού κινδύνου μέσω της διασποράς των επενδύσεων

Τα αμοιβαία κεφάλαια ακολουθούν την σοφή λαϊκή ρήση «Μη κρατάς ποτέ όλα τα αυγά στο ίδιο καλάθι». Οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων επενδύουν τα χρήματα των μεριδιούχων σε διάφορες κινητές αξίες (μετοχές, ομόλογα, έντοκα κ.α.) επιτυγχάνοντας με τον τρόπο αυτό μεγάλη διασπορά. Με την διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου μειώνεται ο επενδυτικός κίνδυνος. Τα αμοιβαία κεφάλαια παρέχουν την δυνατότητα στο μεριδιούχο να γίνει συμμετοχος σε χαρτοφυλάκια με ικανοποιητική διασπορά. Η διασπορά επιτυγχάνεται από τα αμοιβαία κεφάλαια κάθε τύπου.

6.7 Άλλα πλεονεκτήματα

Συνοπτικά άλλα πλεονεκτήματα είναι τα παρακάτω:

- ↪ Ο επενδυτής σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο έχει την δυνατότητα να ρευστοποιήσει άμεσα την επένδυσή του. Βάσει του ισχύοντος νόμου, η εξαγορά των μεριδίων μπορεί να γίνει από την ΑΕΔΑΚ μέσα σε πέντε ημέρες. Επιπλέον η περιουσία των επενδυτών διασφαλίζεται με Νόμο.
- ↪ Οι μόνιμοι εξωτερικού έχουν τη δυνατότητα να επανεξάγουν το συνάλλαγμα που εισήγαγαν για την απόκτηση μεριδίων καθώς επίσης και τα μερίσματα και τυχόν κέρδη από πώληση των μεριδίων σε τιμή ανώτερη από την τιμή της απόκτησής τους.
- ↪ Δίνεται η δυνατότητα στους επενδυτές να αποκτήσουν μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων με ανταλλαγή κινητών αξιών που έχουν στην κατοχή τους.
- ↪ Στα αμοιβαία κεφάλαια υπάρχει πλήρη ενημέρωση και διαφάνεια. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. εκδίδει καθημερινό Ισολογισμό για τα Α/Κ και ενημερώνει το επενδυτικό κοινό, μέσω των εφημερίδων, για την αξία των μεριδίων. Αυτό επιτρέπει στον μεριδιούχο να γνωρίζει καθημερινά την τρέχουσα αξία του κεφαλαίου του.

- ↪ Εάν ο επενδυτής είναι δικαιούχος λογαριασμού σε συνάλλαγμα και επενδύσει μέσω αυτού σε Α/Κ, δικαιούται να εξαγοράσει όποτε το θελήσει, όλο το ποσό (Κεφάλαιο μαζί με τα κέρδη) σε συνάλλαγμα.
- ↪ Μπορεί να χρησιμοποιηθεί ο τίτλος του Α/Κ, σαν εγγύηση για την χορήγηση δανείου ή σαν άλλη μορφή εγγυήσεως.
- ↪ Οι επενδυτές μπορούν να επανεπένδυσουν το μέρος σε προνομιακή τιμή, χωρίς καταβολή προμήθειας διάθεσης.
- ↪ Τα αμοιβαία κεφάλαια προσφέρουν ευελιξία και δυνατότητα μεταφοράς των επενδεδυμένων κεφαλαίων μεταξύ Α/Κ καταβάλλοντας την διαφορά των προμηθειών διάθεσης.
- ↪ Ο Νόμος 1969/91 δίνει τη δυνατότητα να αγοραστούν ονομαστικοί τίτλοι μεριδίων, σε κοινό λογαριασμό με πρόσωπα της επιλογής του μεριδιούχου.

6.8 Μειονεκτήματα αμοιβαίων κεφαλαία

Ως μειονεκτήματα μπορούν να θεωρηθούν τα παρακάτω:

- Υψηλές προμήθειες διάθεσης και εξαγοράς και αμοιβές για τους διαχειριστές και τον θεματοφύλακα.
- Υπερβολική Διαφοροποίηση. Μερικά αμοιβαία κεφάλαια έχουν υπερβολικό αριθμό χρεογράφων στο χαρτοφυλάκιο τους. Έχουν, δηλαδή, περισσότερα χρεόγραφα από ότι χρειάζεται για να εξαλείψουν τον κίνδυνο της αγοράς. Κατά συνέπεια η καλή πορεία ορισμένων μετοχών εξουδετερώνεται από την κακή πορεία άλλων μετοχών, οδηγώντας την απόδοση του χαρτοφυλακίου σε παράλληλη πορεία άλλων με το μέσο όρο της αγοράς. Οι επενδυτές όμως αναμένουν καλύτερη απόδοση από το μέσο όρο.
 - Υπερβολικό κόστος λόγω της ενεργούς διαχείρισης. Εάν η ΑΕΔΑΚ κινεί το χαρτοφυλάκιο της πολλές φορές προσπαθώντας να αγοράσει υποτιμημένες μετοχές και να πουλήσει υπερτιμημένες τότε μπορεί να δημιουργήσει υψηλά έξοδα λόγω χρηματιστηριακών προμηθειών.

7. Κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων

Κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο έχει πλήρη αυτονομία και ανεξαρτησία ακόμη και αν η εταιρία που το διαχειρίζεται είναι η ίδια που διαχειρίζεται και άλλα. Η αυτονομία έγκειται στο γεγονός ότι οποιεσδήποτε επενδυτικές αποφάσεις αναληφθούν αφορούν το ενεργητικό ενός συγκεκριμένου αμοιβαίου κεφαλαίου. Η διαφορά που υπάρχει μεταξύ των αμοιβαίων κεφαλαίων αφορά την επενδυτική στρατηγική που ακολουθούν. Η συγκεκριμένη επενδυτική στρατηγική που ακολουθεί κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο γίνεται γνωστή μέσω των ενημερωτικών εντύπων που προωθεί για την προσέλκυση εκείνων των υποψηφίων επενδυτών 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 στόχους. Οι γενικότεροι στόχοι κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου περιλαμβάνονται στις τρεις ακόλουθες φράσεις:

- ⇒ Εισόδημα. Δημιουργείται μια σταθερή ροή ρευστών προς τους μεριδιούχους μέσω της καταβολής μερισμάτων.
- ⇒ Κεφαλαιακά Κέρδη. Επικεντρώνεται στην αύξηση της αξίας του ενεργητικού που πραγματοποιείται με την αύξηση της αξίας των κινητών αξιών.
- ⇒ Εισόδημα και Κεφαλαιακά κέρδη. Συνδυάζει και τα δυο.

Βάσει των διαφόρων επενδυτικών στρατηγικών που εφαρμόζονται μπορούμε να κατατάξουμε τα αμοιβαία κεφάλαια στις εξής κατηγορίες: διαχείρισης διαθεσίμων, σταθερού εισοδήματος, ομολογιών, μετοχών, μικτά, διεθνή, εμπορευμάτων, δεικτών, ειδικών κατηγοριών. Στην συνέχεια παρουσιάζουμε κάθε κατηγορία αμοιβαίου κεφαλαίου ξεχωριστά.

7.1 Αμοιβαία Κεφάλαια Χρηματαγοράς ή Διαχείρισης Διαθεσίμων

Τα Α/Κ αυτού του είδους επενδύουν σε *repos*, Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου, πιστοποιητικά καταθέσεων, καταθέσεις προθεσμίας καθώς και στη διατραπεζική αγορά δανεισμού και συναλλάγματος, δηλαδή σε επενδυτικούς τίτλους της χρηματαγοράς μικρής διάρκειας λήξης (*maturity*). Η απόδοση των επενδύσεων αυτών προσδιορίζεται από τα επιτόκια που ισχύουν στην αγορά.

Τα Α/Κ διαχείρισης διαθέσιμων προτείνονται στους επενδυτές με βραχυπρόθεσμους επενδυτικούς ορίζοντες που επιθυμούν να έχουν πρόσβαση στα μετρητά τους με το πλεονέκτημα όμως να επιτυγχάνουν μεγαλύτερες αποδόσεις από τις απλές καταθέσεις. Συνοψίζοντας τα Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων προσφέρουν στους επενδυτές ελάχιστο κίνδυνο, ασφάλεια και ρευστότητα.

7.2 Αμοιβαία Κεφάλαια Σταθερού Εισοδήματος

Τα Α/Κ σταθερού εισοδήματος επενδύουν σε επενδυτικά εργαλεία που προσφέρουν συνήθως μια σταθερή και βέβαιη απόδοση ετησίως. Η απόδοση των τίτλων αυτών είναι με την μορφή τόκου. Ο σταθερός αυτός τόκος αποδίδεται στους κατόχους των αμοιβαίων κεφαλαίων από την εταιρία που εκδίδει αυτά τα αμοιβαία. Οι τόκοι διαμορφώνονται ανάλογα με την συμμετοχή του κάθε μεριδιούχου στο κεφάλαιο του Α/Κ. Αυτό σημαίνει ότι οι μεριδιούχοι διασφαλίζουν ένα σταθερό εισόδημα. Τέτοιοι τίτλοι είναι τα ομόλογα δημοσίου, ομόλογα κρατικών εταιριών ή τραπεζών καθώς και ομολογίες επιλεγμένων ελληνικών και ξένων εταιριών με υψηλή πιστοληπτική ικανότητα.

7.3 Αμοιβαία Κεφάλαια Ομολογιών

Τα Α/Κ ομολογιών ειδικεύονται σε επενδύσεις με μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες ομολογίες που εκδίδονται από το κράτος ή κρατικούς οργανισμούς καθώς και ομολογίες εταιριών. τα Α/Κ ομολογιών θεωρούνται ως μια επένδυση χαμηλού κινδύνου. Έχουμε αμοιβαία κεφάλαια ομολογιών υψηλής απόδοσης (high yield bond funds), αφορολόγητα, Α/Κ βραχυπρόθεσμων δημοτικών ομολογιών (short term municipal bond funds), Α/Κ μακροπρόθεσμων δημοτικών ομολογιών (long term municipal bond funds), βραχυπρόθεσμα πολιτειακά Α/Κ ομολογιών (state municipal bond funds-short term) και μακροπρόθεσμα πολιτειακά δημοτικά Α/Κ ομολογιών (state municipal bond-long term).

Οι κίνδυνοι που απορρέουν από την επένδυση σε ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια διακρίνονται σε:

Κίνδυνος φερεγγυότητας – μετρά την πιθανότητα αθέτησης της υπόσχεσης του εκδότη ότι θα πραγματοποιεί τις περιοδικές πληρωμές που απαιτούνται και στη λήξη του χρεογράφου θα αποπληρώσει την ονομαστική αξία και ποικίλει ανάλογα με το ποιος είναι ο εκδότης. Για την εκτίμηση του κινδύνου φερεγγυότητας που ενέχουν οι διάφορες ομολογίες, οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων βασίζονται στην ανάλυση και την αξιολόγηση που γίνεται από ιδιωτικές εταιρείες διαβάθμισης του κινδύνου, όπως είναι η Standard & Poor, η Moody's κ.ά..

Διακύμανση των επιτοκίων – επιδρά στην απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων. Νέα, υψηλότερα επιτόκια πιθανόν να οδηγήσουν σε μείωση της τιμής παλαιών ομολόγων και αντίστροφα. Όσο μεγαλύτερη είναι η διάρκεια μέχρι τη λήξη μιας ομολογίας τόσο πιο έντονη θα είναι η μεταβολή της αξίας της, όταν μεταβληθούν τα επιτόκια και αντίστροφα.

7.4 Αμοιβαία Κεφάλαια Μικτού Τύπου

Τα αμοιβαία κεφάλαια μικτού τύπου επενδύουν σε χαρτοφυλάκια που απαρτίζονται από μετοχές (κοινές, προνομιούχες), ομόλογα, ομολογίες και άλλα εργαλεία της αγοράς χρήματος. Τα αμοιβαία κεφάλαια αυτού του τύπου είναι ελκυστικά για επενδυτές που δεν επιθυμούν να αναλάβουν μεγάλο κίνδυνο και για νέους επενδυτές που δεν διαθέτουν την κατάλληλη εμπειρία στις επενδύσεις. Η επένδυση σε διάφορους επενδυτικούς τίτλους επιτυγχάνει τη συνολική διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου του αμοιβαίου κεφαλαίου με αποτέλεσμα τη μείωση του επενδυτικού κινδύνου. Οι επενδυτικοί σκοποί των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι να διατηρήσουν το αρχικό κεφάλαιο, να διανείμουν ένα μέρος στους επενδυτές για την κάλυψη των τρεχουσών αναγκών τους και να συμβάλουν αποφασιστικά στη μακροπρόθεσμα αύξηση, τόσο του αρχικού κεφαλαίου του επενδυτή όσο και του εισοδήματός του.

7.5 Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια

Πρόκειται για αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν κυρίως σε μετοχές διάφορων εταιρειών, συνήθως εισηγμένων σε χρηματιστηριακές αγορές και θεωρούνται αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου. Τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια απευθύνονται σε επενδυτές, οι οποίοι επιθυμούν υψηλότερες αποδόσεις από

αυτές των ομολογιακών αμοιβαίων και είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν υψηλό κίνδυνο. Οι επενδυτές επενδύουν σε μετοχές διαφόρων εταιρειών, τουλάχιστον το 65% του ενεργητικού τους.

Η καθαρή αξία του ενεργητικού και των μεριδίων μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα από όλες τις άλλες κατηγορίες αμοιβαίων. Τούτο οφείλεται στο ότι καθημερινά οι μετοχές διαμορφώνουν τιμή, αφού διαπραγματεύονται σε χρηματιστηριακές αγορές.

Η κατηγορία αυτή των αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί να χωριστεί σε μια σειρά από επιμέρους κατηγορίες, κάθε μια από τις οποίες έχει διαφορετική πολιτική από την άλλη και επενδύει σε διαφορετικού είδους μετοχές. Ποιο αναλυτικά, τα επιμέρους είδη αμοιβαίων κεφαλαίων που περιλαμβάνονται στην κατηγορία των μετοχικών είναι:

- Επιθετικά υπεραξίας (aggressive growth funds). Επενδύουν σε μετοχές εταιρειών, οι οποίες επιτυγχάνουν σταθερά και για μεγάλα χρονικά διαστήματα υψηλούς ρυθμούς αύξησης των εσόδων και των κερδών τους. Είναι Α/Κ κατάλληλα για επενδυτές που έχουν τη δυνατότητα να επενδύσουν για μεγάλο χρονικό διάστημα και είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν υψηλό κίνδυνο.
- Υπεραξίας ή αναπτυξιακά (growth funds). Επενδύουν σε μετοχές που κυριαρχούν στον κλάδο τους και μπορούν να επιτύχουν υψηλές αποδόσεις. Είναι Α/Κ κατάλληλα για επενδυτές που εμπιστεύονται τις συγκεκριμένες εταιρείες και αναζητούν σταθερές αποδόσεις.
- Εισοδήματος (income funds). Επενδύουν σε μετοχές με καλές προοπτικές και εξασφαλίζουν στον επενδυτή ένα εισόδημα. Συχνά, τα χαρτοφυλάκιά τους περιλαμβάνουν και μετατρέψιμες ομολογίες.
- Υπεραξίας και εισοδήματος (growth and income funds). Επενδύουν σε μετοχές εταιρειών που έχουν καλές προοπτικές και σε μετοχές εταιρειών που δίνουν μέρισμα. Είναι Α/Κ κατάλληλα για τους επενδυτές που επιθυμούν να έχουν κάποιο εισόδημα με χαμηλό κίνδυνο.
- Κλαδικά (sector funds). Επενδύουν σε συγκεκριμένους τομείς της οικονομίας και σε περισσότερες από μια επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου

με στόχο να μειώσουν τον κίνδυνο. Εάν ο συγκεκριμένος κλάδος που επενδύουν πάει καλά επιτυγχάνουν ικανοποιητικές αποδόσεις.

7.6 Διεθνικά Αμοιβαία Κεφάλαια

Η παγκοσμιοποίηση των αγορών και των οικονομιών έχουν οδηγήσει σε αλληλεξάρτηση χρηματιστηρίων και οικονομιών παγκοσμίως. Καθίσταται έτσι απαραίτητη η συμμετοχή επενδυτικών κεφαλαίων της χώρας σε χρηματιστηριακούς τίτλους άλλων χωρών. Στην κατηγορία αυτή έχουμε τα διεθνικά Α/Κ ομολογιών τα οποία επενδύουν σε χρεόγραφα άλλων χωρών και τα διεθνικά Α/Κ μετοχικών τίτλων τα οποία επενδύουν σε μετοχές που διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια πολλών άλλων χωρών.

Ο κίνδυνος ενός διεθνούς αμοιβαίου κεφαλαίου διαφέρει ανάλογα το είδος τους τίτλου. Η τοποθέτηση σε ένα διεθνές Α/Κ μπορεί να αντιμετωπίσει με επιτυχία τον συναλλαγματικό κίνδυνο.

7.7 Δεικτοποιημένα Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα Α/Κ που ανήκουν σε αυτήν τη κατηγορία επενδύουν τα κεφάλαια τους στο χαρτοφυλάκιο των χρηματιστηριακών τίτλων που συνθέτουν ένα δείκτη. Μπορούμε να έχουμε δείκτες μετοχών, ομολόγων, πολυτίμων μετάλλων και άλλων ειδών επενδυτικών εργαλείων που αφορούν διάφορους κλάδους της οικονομίας. Ο επενδυτής ενός τέτοιου είδους αμοιβαίου κεφαλαίου συμμετέχει με ένα ποσοστό τίτλων που απαρτίζουν τον δείκτη.

Το 1971 πρωτοεμφανίστηκε η τεχνική της δεικτοποίησης στα συνταξιοδοτικά ιδρύματα και στη συνέχεια το 1976 στη βιομηχανία των Α/Κ των Ηνωμένων Πολιτειών. Το πρώτο δεικτοποιημένο αμοιβαίο κεφάλαιο δημιουργήθηκε πάνω στο δείκτη Standard & Poor's 500, στη συνέχεια έχουμε το Wilshire 5000, το Wilshire 4500 κ.α. Το 1986 έχουμε και την δημιουργία του πρώτου δεικτοποιημένου αμοιβαίου κεφαλαίου ομολογιών το οποί βασίστηκε πάνω στον Lehman Brothers Aggregate Bond Index.

Οι δείκτες μπορούν να υποστούν πολλές αλλαγές. Οποιαδήποτε αλλαγή τίτλων και ποσοστού συμμετοχής στο κάθε δείκτη καθιστά υποχρεωτική παρόμοια αλλαγή στις επενδύσεις του Α/Κ. Η υποχρεωτική αυτή σύμπλευση της

επενδυτικής στρατηγικής του Α/Κ με τη δομή του δείκτη είναι το μεγαλύτερο πλεονέκτημα αυτού του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η συνεχής αναθεώρηση του χαρτοφυλακίου πια δεν είναι υποχρεωτική, με τον τρόπο αυτό επιτυγχάνεται η ελαχιστοποίηση του κόστους διαχείρισης.

7.8 Άλλα Αμοιβαία Κεφάλαια

Ενδιαφέροντα είναι επίσης τα κλαδικά αμοιβαία κεφάλαια που η στρατηγική τους είναι η επένδυση σε συγκεκριμένους κλάδους βιομηχανιών (π.χ. υψηλής τεχνολογίας, κατασκευών, ενέργειας). Από κατασκευή τους αυτά τα Α/Κ επενδύουν σε μετοχές ενός ευρύτερου κλάδου. Ο κίνδυνος λοιπόν που αντιμετωπίζουν προέρχεται από τις διακυμάνσεις της οικονομικής κατάστασης του κλάδου με τον οποί συσχετίζεται τα αμοιβαία κεφάλαια. Υπάρχουν ακόμα τα ευέλικτα αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν 100% ή σε μετοχικούς τίτλους ή ομολογίες ή σε διάφορα άλλα χρεόγραφα της χρηματαγοράς, ανάλογα με τις οικονομικές συνθήκες που επικρατούν. Εξειδικευμένα είναι τα αμοιβαία κεφάλαια πολυτίμων μετάλλων που επενδύουν σε πολύτιμα μέταλλα όπως χρυσός ή άργυρος αλλά και σε μετοχές εκμετάλλευσης ορυχείων των πολυτίμων αυτών μετάλλων. Ο κίνδυνος αυτών των αμοιβαίων είναι χαμηλός. Συνοπτικά, οι κατηγορίες των αμοιβαίων κεφαλαίων και τα χαρακτηριστικά τους, παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

	ΜΕΤΟΧΙΚΟ	ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ	ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	ΜΙΚΤΟ
	Επενδύει κυρίως μετοχές	Επενδύει κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος και όχι άνω του 10% σε μετοχές	Επενδύει κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος και όχι άνω του 10% σε μετοχές.	Συνδυασμός επενδύσεων προηγούμενων κατηγοριών. Ποσοστό έως 65% σε μετοχές
ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	Επενδύει κυρίως μετοχές εσωτερικού	Επενδύει κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος εσωτερικού	Επενδύει κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος εσωτερικού	Επενδύει το ενεργητικό του κατά κύριο λόγο στο εσωτερικό
ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	Επενδύει κυρίως μετοχές εξωτερικού	Επενδύει κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος εξωτερικού	Επενδύει κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος εξωτερικού	Επενδύει το ενεργητικό του κατά κύριο λόγο στο εξωτερικό
ΔΙΕΘΝΗ	Επενδύει κυρίως μετοχές εσωτερικού / εξωτερικού	Επενδύει κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος εσωτερικού / εξωτερικού	Επενδύει κυρίως σε προϊόντα χρηματαγοράς δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος εσωτερικού / εξωτερικού	Επενδύει το ενεργητικό τους κατά κύριο λόγο στο εσωτερικό / εξωτερικό

8. Θεσμικό πλαίσιο των αμοιβαίων κεφαλαίων

Η εισαγωγή του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων έγινε το 1970 με την θέσπιση του Ν.Δ. 608/70 με τον οποίο τέθηκαν σε εφαρμογή τα πρώτα αμοιβαία κεφάλαια στην Ελλάδα, Ερμής Δυναμικό και Δήλος Μικτό. Ο νόμος αυτός όμως καταργήθηκε από τον Νόμο 1969/1991 που αφορά και διέπει την λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων και εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου σήμερα.

Συμφώνα λοιπόν με τον Νόμο 1969/91 για την δημιουργία Α/Κ χρειάζεται:

α) Μια μητρική ανώνυμη εταιρία, ο κύριος μέτοχος, με μετοχικό κεφάλαιο τουλάχιστον 500 εκατομμύρια δρχ., η οποία ιδρύει μια Α.Ε. Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ). Η μητρική εταιρία πρέπει να κατέχει τουλάχιστον το 40%, δηλαδή, τα 2/5 του μετοχικού κεφαλαίου της ΑΕΔΑΚ, ενώ κανένας (νομικό ή φυσικό πρόσωπο) δεν μπορεί να κατέχει ποσοστό που υπερβαίνει το μισό του μετοχικού της κεφαλαίου. Για να εγκριθεί η ΑΕΔΑΚ απαιτείται να έχει ελάχιστο ύψος μετοχικού κεφαλαίου ίσο με 100 εκατομμύρια δρχ. Αποκλειστικός της σκοπός είναι η διαχείριση των αμοιβαίων κεφαλαίων (Στο άρθρο 33 στην παράγραφο 1 παρουσιάζονται οι περιορισμοί ως προς τις δυνατότητες επένδυσης της ΑΕΔΑΚ). Η ΑΕΔΑΚ έχει ευθύνη απέναντι στους μεριδιούχους για τυχόν αμέλεια στην άσκηση των καθηκόντων της.

Για να μπορεί η εταιρεία να διαχειρίζεται με ευελιξία, ταχύτητα και αμεσότητα τα κεφάλαια των μεριδιούχων ο νόμος προέβλεψε τρεις βασικές κατηγορίες διατάξεων:

- Η πρώτη αφορά την αποκλειστική εκπροσώπηση των μεριδιούχων από την εταιρεία διαχείρισης. Αυτό σημαίνει αποκλειστική αρμοδιότητα ενεργειών από την εταιρεία για όφελος των μεριδιούχων βάσει των κανόνων της χρηστής διοίκησης. Δεν ήταν δυνατόν να γίνεται η διαχείριση του χαρτοφυλακίου αν η εταιρεία δεν είχε την ευχέρεια λήψης αποφάσεων άνευ της συμπράξεως των μεριδιούχων.
- Η δεύτερη αφορά τη θέσπιση αυστηρών κανόνων και περιορισμών βάσει των οποίων είναι υποχρεωμένη η εταιρεία διαχείρισης να ενεργεί κατά την εκτέλεση πράξεων διαχείρισης και ανέθεσε την ορθή τήρηση

στον θεματοφύλακα που πρέπει να εκτελεί μόνο τις νόμιμες εντολές της εταιρείας διαχείρισης.

- ☛ Η τρίτη είναι θέσπιση οργάνων ελέγχου όπως η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς που έχει επιφορτισθεί με την παρακολούθηση εφαρμογής τόσο του νόμου όσο και του Κανονισμού Λειτουργίας του Α/Κ.

β) Ένα αμοιβαίο κεφάλαιο. Σύμφωνα με τον νόμο 1969/91 είναι μια ομάδα περιουσίας που αποτελείται από κινητές αξίες και μετρητά, της οποίας τα επιμέρους στοιχεία ανήκουν εξ αδιαιρέτου σε περισσότερα πρόσωπα. Πιο συγκεκριμένα σύμφωνα με το άρθρο 32 παράγραφο 1 του ίδιου νόμου το ενεργητικό που αμοιβαίου κεφαλαίου επιτρέπεται να επενδύεται: σε κινητές αξίες εισηγμένες σε χρηματιστήρια της Ευρωπαϊκής Ένωσης ή και άλλων χωρών όπως ορίζεται με απόφαση από το ΥΠΕΘΟ, σε νεοεκδιδόμενες κινητές αξίες που θα εισαχθούν σε χρηματιστήρια εντός ενός έτους, σε άλλες κινητές αξίες και πιστωτικού τίτλους εφόσον δεν υπερβαίνουν το 10% του καθαρού ενεργητικού και σε μετρητά, τραπεζικές καταθέσεις και άμεσα ρευστοποιήσιμους πιστωτικούς τίτλους.

γ) Ένας θεματοφύλακας, το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου κατατίθεται προς φύλαξη σε μια τράπεζα η οποία ασκεί καθήκοντα θεματοφύλακα. Ο θεματοφύλακας εκτός από τη φύλαξη εκτελεί καθήκοντα ταμία, φροντίζει την παραλαβή, τον έλεγχο και την παράδοση των τίτλων και συνυπογράφει τις καταστάσεις και εκθέσεις (μαζί με την ΑΕΔΑΚ) που δημοσιεύονται. Ο θεματοφύλακας ευθύνεται για κάθε αμέλεια που αφορά εκπλήρωση των υποχρεώσεων ως σύνολο και είναι συνυπεύθυνος με την ΑΕΔΑΚ για κάθε παρατυπία ή κακή διαχείριση. Για τις υπηρεσίες που προσφέρει ο θεματοφύλακας εισπράττει νόμιμη αμοιβή, η οποία αναγράφεται στον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Συνοπτικά λοιπόν βασικά καθήκοντα του θεματοφύλακα είναι τα εξής :

- Η φύλαξη των στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου.
- Η εκτέλεση των εντολών της Α.Ε.Δ.Α.Κ.
- Η εξασφάλιση της νομιμότητας των διαδικασιών πώλησης, έκδοσης, εξαγοράς, εξόφλησης και ακύρωσης μεριδίων.

- Η εξασφάλιση της νομιμότητας του τρόπου υπολογισμού της αξίας των μεριδίων.
- Η εξασφάλιση της νομότυπης διανομής κερδών.
- Η συνυπογραφή, από κοινού με την Α.Ε.Δ.Α.Κ., των εκθέσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων.

δ) Είναι οι επενδυτές του Αμοιβαίου Κεφαλαίου στους οποίους ανήκει εξ αδιαιρέτου η κοινή περιουσία, ανάλογα με τον αριθμό των μεριδίων που έχει ο καθένας.

Όπως αναφέραμε παραπάνω με τον όρο αμοιβαίο κεφάλαιο, εννοούμε ένα σύνολο περιουσίας που σχηματίζεται από τις εισφορές αποταμιευτών – επενδυτών. Οι εισφορές αυτές διαχειρίζονται αποτελεσματικά, επενδύόμενες σε μετρητά και αξιόγραφα διαφόρων τύπων που κυκλοφορούν τόσο στην Ελλάδα όσο και σε ξένα χρηματιστήρια αξιών. Τα ρευστά διαθέσιμα ενός αμοιβαίου κεφαλαίου επιτρέπεται να επενδύονται μόνο σε:

- Κινητές αξίες εισηγμένες στην κύρια και παράλληλη αγορά Χ.Α.Α.
- Κινητές αξίες εισηγμένες στην κύρια αγορά χρηματιστηρίου αξιών ή διαπραγματεύσιμες σε άλλη ελεγχόμενη αγορά κράτους – μέλους της Ε.Ε.
- Κινητές αξίες εισηγμένες στην κύρια αγορά χρηματιστηρίου αξιών τρίτου – εκτός Ε.Ε. – κράτους ή σε κινητές αξίες που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε άλλη αγορά τρίτου, εκτός Ε.Ε. κράτους.
- Νεοεκδιδόμενες κινητές αξίες, εφόσον πληρούνται οι όροι που ορίζει το άρθρο 32 του Ν. 1969/91.
- Λοιπές κινητές αξίες και πιστωτικούς τίτλους, με την προϋπόθεση ότι το άθροισμα αυτών των αξιών δεν υπερβαίνει το 10% της καθαρής αξίας του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Όμως, υπάρχουν και συγκεκριμένοι, σαφείς περιορισμοί ως προς τις επενδυτικές τοποθετήσεις που μπορεί να πραγματοποιήσει ένα αμοιβαίο κεφάλαιο. Σκοπός αυτών των περιορισμών είναι η αποφυγή απόκτησης πλήρους εξάρτησης του αμοιβαίου κεφαλαίου, με απώτερο στόχο την προστασία των υποψήφιων επενδυτών. Αναλυτικότερα – βάσει του 433

Προεδρικού Διατάγματος (άρθρο 33 & 34) – για ένα αμοιβαίο κεφάλαιο δεν επιτρέπεται:

1. Η τοποθέτηση άνω του 10% της καθαρής αξίας του αμοιβαίου κεφαλαίου σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη.
2. Η τοποθέτηση άνω του 40% της καθαρής αξίας του σε κινητές αξίες εκδοτών, σε κάθε έναν από τους οποίους έχει επενδύσει ποσοστό μεγαλύτερο του 5% της καθαρής του αξίας.
3. Η τοποθέτηση άνω του 35% της καθαρής αξίας του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη, όταν οι κινητές αξίες, έχουν εκδοθεί από κράτος – μέλος της Ε.Ε. από οργανισμό τοπικής αυτοδιοίκησης κράτους – μέλους, από τρίτο εκτός Ε.Ε. κράτος, ή από δημόσιο διεθνή οργανισμό, στον οποίο συμμετέχουν περισσότερα κράτη-μέλη, καθώς και όταν οι κινητές αξίες τελούν υπό την εγγύηση των παραπάνω προσώπων. Ο περιορισμός αυτός αίρεται στην περίπτωση που ισχύουν μια σειρά αυστηρών όρων και προϋποθέσεων.
4. Η απόκτηση μεριδίων αμοιβαίου κεφαλαίου που διαχειρίζεται η ίδια Α.Ε. διαχείρισης ή Α.Ε. διαχείρισης που είναι συνδεδεμένη με την Α.Ε. διαχείρισης του πρώτου αμοιβαίου κεφαλαίου.
5. Η απόκτηση μεριδίων λοιπών οργανισμών συλλογικών επενδύσεων ανοικτού τύπου ανεξαρτήτως της μορφής τους, εκτός κι εάν πρόκειται για Ο.Σ.Ε.Κ.Α. έτσι όπως αυτές ορίζονται στην παράγραφο 2 του άρθρου 17 οπότε και επιτρέπεται η απόκτηση μεριδίων υπό την προϋπόθεση να μην υπερβαίνει το 5% της καθαρής αξίας του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου.
6. Η τοποθέτηση άνω του 25% της καθαρής αξίας του ενεργητικού ενός αμοιβαίου σε ομόλογα του ίδιου εκδότη που εκδίδονται από πιστωτικό ίδρυμα που έχει την έδρα σε κράτος – μέλος της Ε.Ε.
7. Η απόκτηση άνω του 10% των μετοχών – χωρίς δικαίωμα ψήφου της ίδιας εταιρίας.

Ένας περιορισμός που αφορά τις Α.Ε.Δ.Α.Κ. και συνεπώς και τα αμοιβαία κεφάλαια, δεν επιτρέπεται η απόκτηση άνω του 10% των μετοχών – με δικαίωμα ψήφου – μιας εταιρίας.

9. Η επιλογή κατάλληλου αμοιβαίου κεφαλαίου

Μέσα σε ένα μεγάλο πλήθος αμοιβαίων κεφαλαίων που προσφέρονται στους επενδυτές είναι δύσκολο να επιλεγεί αυτό με την μεγαλύτερη δυνητικότητα που θα μεγιστοποιήσει τον πλούτο τους. Για τον λόγο αυτό θα πρέπει να ακολουθηθούν κάποιοι βασικοί κανόνες επιλογής. Οι κανόνες αυτοί προκύπτουν από την συμπεριφορά ενός λογικού οικονομικού ατόμου και τα φυσικά κίνητρα που αυτός έχει να μεγιστοποιήσει τον πλούτο του. Υπό την προϋπόθεση αυτή δημιουργούνται κάποιοι κανόνες που κατευθύνουν την συμπεριφορά των επενδυτών.

Οι κανόνες αυτοί αφορούν την επιλογή του αμοιβαίου κεφαλαίου που πρέπει να γίνει όσον αφορά το είδος της επένδυσης, το βαθμό επενδυτικού κινδύνου, το μέγεθος του επενδυτικού ορίζοντα, την επιλογή κόστους διάθεσης και εξαγοράς και το επίπεδο ιστορικής αποδοτικότητας. Οι επενδυτές θα πρέπει να ακολουθήσουν τους κανόνες αυτούς αλλά και να επιδείξουν προσοχή σε ορισμένα θέματα που χαρακτηρίζουν τους κανόνες επιλογής. Θα πρέπει δηλαδή οι επενδυτικοί σκοποί του κεφαλαίου να είναι απολύτως σαφείς και να συμπίπτουν κατά το δυνατόν με τους επενδυτικούς σκοπούς του επενδυτή, να αναζητηθεί το μέγεθος και η ποιότητα των προσφερόμενων υπηρεσιών και ποια άλλα κεφάλαια προσφέρονται από την ίδια εταιρία διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ).

10. Κίνδυνος αμοιβαίων κεφαλαίων

Στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων ο συνολικός κίνδυνος ορίζεται ως η διακύμανση που παρουσιάζουν οι αποδόσεις τους. Οι παράγοντες που σε γενικές γραμμές επηρεάζουν τη μεταβλητότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι:

⇒ Ο βαθμός διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου. Μέσω της διαφοροποίησης εξαλείφεται ο μη συστηματικός κίνδυνος ο οποίος οφείλεται σε μοναδικούς για κάθε εταιρία παράγοντες. Ο κίνδυνος αυτός είναι ανεξάρτητος των οικονομικών, πολιτικών και άλλων παραγόντων που επηρεάζουν κατά συστηματικό τρόπο τις επενδύσεις. Ενώ δηλαδή ο

συντελεστής βήτα που παρουσιάζεται παρακάτω μιας συγκεκριμένης μετοχής μπορεί να μεταβάλλεται έντονα διαχρονικά, ο αντίστοιχος συντελεστής ενός καλά διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίων μετοχών εμφανίζει ικανοποιητική σταθερότητα.

⇒ Το είδος των κινητών αξιών που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο. Για παράδειγμα, οι τιμές των μετοχών μικρών εταιριών παρουσιάζουν μεγαλύτερη διακύμανση από ότι οι τιμές των ομολόγων.

⇒ Ο βαθμός δανεισμού του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η επένδυση των δανειζόμενων κεφαλαίων ευνοεί το αμοιβαίο κεφάλαιο μέσω της χρηματοοικονομικής μόχλευσης αλλά και προκαλεί μεγαλύτερη μεταβλητότητα στις αποδόσεις του.

Ο συστηματικός κίνδυνος του αμοιβαίου κεφαλαίου (το βήτα) αποτελεί μέτρο της ευαισθησίας της καθαρής τιμής του αμοιβαίου κεφαλαίου στις μεταβολές του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Το χαρτοφυλάκιο της αγοράς είναι ένα θεωρητικό χαρτοφυλάκιο το οποίο συνήθως προσεγγίζεται από το Γενικό δείκτη του υπό εξέταση Χρηματιστηρίου. Ο συντελεστής αυτός στα αμοιβαία κεφάλαια στη χώρα μας λαμβάνει τιμές που υπερβαίνουν ελαφρά τη μονάδα. Στην πρώτη περίπτωση παρατηρούμε τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθέσιμων και τα αμοιβαία κεφάλαια ομολογιών εσωτερικού, ενώ στη δεύτερη τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια τα οποία περιλαμβάνουν στα χαρτοφυλάκια τους αξιόγραφα υψηλής επικινδυνότητας π.χ. επιθετικές μετοχές.

Η ερμηνεία και η σημασία του δείκτη είναι η παρακάτω. Ένα αμοιβαίο κεφάλαιο με συντελεστή βήτα 0,5% θα μεταβληθεί κατά μέσον όρο (είτε ανοδικά είτε καθοδικά) κατά 5% σε μια μεταβολή του Γενικού δείκτη κατά 10%. Αντίθετα ένα αμοιβαίο κεφάλαιο με συντελεστή βήτα κοντά στη μονάδα θα συμπεριφέρεται όπως και ο Γενικός δείκτης του Χ.Α.Α. Τα αμοιβαία κεφάλαια αυτού του επιπέδου κινδύνου θα αποφέρουν σημαντικά κέρδη σε καταστάσεις όπου η αγορά χαρακτηρίζεται από συνεχή άνοδο των τιμών (bull market) αλλά συνήθως θα υπόκεινται σε μεγάλες απώλειες, όταν η αγορά ακολουθεί πτωτική πορεία (bear market).

Η εκτίμηση και η γνώση του συστηματικού κινδύνου των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι αναγκαία για τους παρακάτω λόγους:

- α) την κατανόηση της σχέσης κινδύνου-απόδοσης στην αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων.
- β) την αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων
- γ) την επιλογή των πιο αποτελεσματικών αμοιβαίων κεφαλαίων.

11. Εξελίξεις στις ευρωπαϊκές αγορές αμοιβαίων κεφαλαίων

Σύμφωνα με τα στατιστικά στοιχεία της (F.E.F.S.I.) κατά το 2003, το συνολικό ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων (ΟΣΕΚΑ και μη ΟΣΕΚΑ) στις ευρωπαϊκές αγορές σημείωσε αύξηση κατά 8,7%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4				
Αλλοδαποί Ο.Σ.Ε.Κ.Α. στην ελληνική κεφαλαιγορά, 2001-2003				
ΕΤΟΣ	ΟΣΕΚΑ εντός Οδηγίας 85/611/ΕΟΚ		ΟΣΕΚΑ εντός Οδηγίας 85/611/ΕΟΚ	
	Αριθμός ΟΣΕΚΑ	Αριθμός Α/Κ	Αριθμός ΟΣΕΚΑ	Αριθμός Α/Κ
2003	4	115	2	2
2002	6	261	0	0
2001	18	316	3	11
Σύνολο	28	695	5	13

Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Οι μεταβολές ενεργητικού κατά το 2003 δεν επέφεραν σημαντική διαφοροποίηση των μεριδίων αγοράς για τα ευρωπαϊκά αμοιβαία κεφάλαια των Ο.Σ.Ε.Κ.Α. Μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών, η Γαλλία, το Λουξεμβούργο και η Ιταλία κυριαρχούν στην ευρωπαϊκή αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων καταλαμβάνοντας συνολικά μερίδιο αγοράς 58,9% και ακολούθως το Ηνωμένο Βασίλειο και η Ιρλανδία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΘΕΩΡΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

3.1. Θεωρία Markowitz

Η θεωρία χαρτοφυλακίου αναφέρεται στην επιλογή των άριστων χαρτοφυλακίων από τους «λογικούς» επενδυτές (rational investors). Ο «λογικός» ή ορθολογικός επενδυτής είναι εκείνος που προσπαθεί:

- ⌘ Να μεγιστοποιήσει την απόδοση με δεδομένο το επίπεδο κινδύνου, ή
- ⌘ Να ελαχιστοποιήσει τον κίνδυνο για δεδομένο επίπεδο απόδοσης.

Η θεωρία χαρτοφυλακίου αρχικά προτάθηκε από τον Markowitz το 1952 (Portfolio Selection-Journal of Finance, March 1952, pp77-91). Στην συνέχεια η θεωρία επεκτάθηκε και συμπληρώθηκε από τους Markowitz, Sharpe, Lintner και Treynor και διαμορφώθηκε στη θεωρία που σήμερα είναι γνώστη ως "capital market theory".

Τη δεκαετία του 1950 και στις αρχές της δεκαετίας του 1960 η έννοια του κινδύνου απασχολούσε σοβαρά τον κόσμο των επενδύσεων αλλά και δεν υπήρχε κάποιος συγκεκριμένος τρόπος μέτρησης της έννοιας. Η συμβολή του Harry Markowitz πάνω στο θέμα αυτό ήταν καθοριστική. Αρχικά η πρόθεση του ήταν να ασχοληθεί με την προώθηση τεχνικών προγραμματισμού. Διαπίστωσε όμως γρήγορα πως το πρόβλημα της άριστης επιλογής ενός χαρτοφυλακίου παρουσίαζε όχι μόνο μια δυσκολία συνδυαστικής δομής, αλλά έπρεπε να ληφθεί σαφώς υπόψη και η αβεβαιότητα του μέλλοντος.

Η αντιμετώπιση από τον Markowitz των δυσκολιών αυτών έγινε χρησιμοποιώντας κατάλληλες τεχνικές βελτιστοποίησης που προσδιορίζουν τη σύνθεση αλλά και τη στάθμιση των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο. Τα χαρτοφυλάκια που είναι προσδιορισμένα είναι αποτελεσματικά με την έννοια ότι παρέχουν την

υψηλότερη απόδοση, σε κάθε επίπεδο κινδύνου, σε συνάρτηση με την χρησιμότητα κάθε επενδυτή.

Το υπόδειγμα του Markowitz στηρίζεται παρακάτω προϋποθέσεις οι οποίες έχουν σχέση με τα χρεογράφα και τη συμπεριφορά των επενδυτών:

1. Κάθε επενδυτής παίρνει κάποιες αποφάσεις κάτω από συνθήκες κινδύνου.

Η ωφέλεια ενός χρεογράφου για κάθε μελλοντική περίοδο, είναι μια τυχαία μεταβλητή η οποία ακολουθεί την κανονική κατανομή. Δηλαδή:

$\mu = E(R_i)$ η μαθηματική αναμενόμενη απόδοση

$\sigma = \sigma(R_i)$ η τυπική απόκλιση της κατανομής πιθανοτήτων της απόδοσης

Η κατανομή πιθανοτήτων της απόδοσης:

είτε μια αντικειμενική κατανομή πιθανοτήτων η οποία προκύπτει από τις σχετικές συχνότητες των παρατηρούμενων αποδόσεων,

είτε μια υποκειμενική κατανομή πιθανοτήτων.

2. Οι αποδόσεις των διαφόρων μετοχών δεν μεταβάλλονται ανεξάρτητα η μια από την άλλη, αλλά συσχετίζονται, δηλαδή έχουν μη μηδενικά συνδιακύμανση. Δηλαδή:

$$\text{Cov}(R_i, R_j) = \rho_{ij} \times \sigma(R_i) \times \sigma(R_j) \neq 0$$

3. Οι επενδυτές είναι ορθολογικοί. Η συμπεριφορά αυτή προσδιορίζεται από δυο βασικές παραδοχές:

- Ο επενδυτής προτιμά τις μεγαλύτερες αποδόσεις από τις μικρότερες για συγκεκριμένο επίπεδο κινδύνου.

- Ο επενδυτής με συγκεκριμένο επίπεδο απόδοσης προτιμά μικρότερο επίπεδο κινδύνου.

Ο κίνδυνος αυτός μετράται από την τυπική απόκλιση της κατανομής της απόδοσης κάθε χρεογράφου.

4. Οι επενδυτές έχουν ένα συγκεκριμένο και μεμονωμένο επενδυτικό ορίζοντα.

Σύμφωνα με τις υποθέσεις αυτές, η θεωρία χαρτοφυλακίου επιχειρεί να προσδιορίσει το βέλτιστο χαρτοφυλάκιο κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας. Πιο συγκεκριμένα, η θεωρία Markowitz ασχολείται με τις δυνατότητες συνδυασμού μεμονωμένων μετοχών σε χαρτοφυλάκια με ποσοτικά προσδιορισμένα χαρακτηριστικά κινδύνου και απόδοσης και με την επιλογή ενός χαρτοφυλακίου, το οποίο μεγιστοποιεί την αναμενόμενη ωφελιμότητα του επενδυτή.

Η μεθοδολογία του Markowitz για την κατάρτιση ενός χαρτοφυλακίου προβλέπει τρία στάδια ενεργειών:

1^ο Στάδιο

Την ανάλυση των μετοχών. Στο στάδιο αυτό εκτιμώνται η προσδοκώμενη απόδοση και ο κίνδυνος της μετοχής.

2^ο Στάδιο

Την ανάλυση του χαρτοφυλακίου. Στο στάδιο αυτό χρησιμοποιούνται τα αποτελέσματα της πρώτης ανάλυσης για να προσδιοριστούν οι συνδυασμοί των μετοχών που είναι αποτελεσματικοί. Αυτό γίνεται κάτω από τις παρακάτω προϋποθέσεις:

- ✓ Όποιος άλλος συνδυασμός έχει την ίδια προσδοκώμενη απόδοση είναι πιο ριψοκίνδυνος,
- ✓ Όποιος άλλος συνδυασμός έχει τον ίδιο κίνδυνο εκτιμάται ότι θα έχει μικρότερη απόδοση.

3^ο Στάδιο

Αξιολόγηση των αποτελεσμάτων του δεύτερου σταδίου και επιλογή από τους αποτελεσματικούς συνδυασμούς μετοχών εκείνου που μεγιστοποιεί την αναμενόμενη ωφελιμότητα του επενδυτή ή διαφορετικά εκείνου που ταιριάζει πιο πολύ στη συνάρτηση ωφελιμότητας «*utility function*» του επενδυτή. Ο επενδυτής θα προβεί στην επιλογή ενός επενδυτικού χαρτοφυλακίου που θα ταιριάζει περισσότερο στις προσωπικές του προτιμήσεις απέναντι στον συνδυασμό απόδοσης κινδύνου. Για παράδειγμα, ένας ριψοκίνδυνος επενδυτής αναζητά μια υψηλή αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου του και είναι πρόθυμος να αναλάβει σημαντικό κίνδυνο προκειμένου να την επιτύχει. Αντίθετα, ένας επενδυτής που αποστρέφεται τον κίνδυνο θα

προτιμήσει έναν πιο ασφαλή συνδυασμό θυσιάζοντας την αναμενόμενη απόδοση.

3.2. Μια επέκταση της θεωρίας χαρτοφυλακίου

Στη θεωρία χαρτοφυλακίου έγινε μια σημαντική επέκταση από τον Tobin, ο οποίος εισήγαγε την ελεύθερη κινδύνου επένδυση, τη λεγόμενη ακίνδυνη επένδυση. Η καινοτομία αυτή δίνει την δυνατότητα στον επενδυτή να διαθέσει ένα μέρος του κεφαλαίου του σε μια επικίνδυνη και το υπόλοιπο σε μια ακίνδυνη επένδυση.

Έστω R , η αποδοτικότητα, $E(R)$ η αναμενόμενη αποδοτικότητα και $V(R) = \sigma^2$ ο κίνδυνος της επικίνδυνης επένδυσης και R_a η αποδοτικότητα, $E(R_a)$ η αναμενόμενη αποδοτικότητα και $V(R_a)$ ο κίνδυνος της ακίνδυνης επένδυσης και $X = (x, 1-x)$ το χαρτοφυλάκιο που περιλαμβάνει τις δυο αυτές επενδύσεις. Η αναμενόμενη αποδοτικότητα $E(R_x)$ και ο κίνδυνος $V(R_x)$ του χαρτοφυλακίου αυτού θα είναι:

$$E(R_x) = xE(R_a) + (1-x)E(R) \quad (1)$$

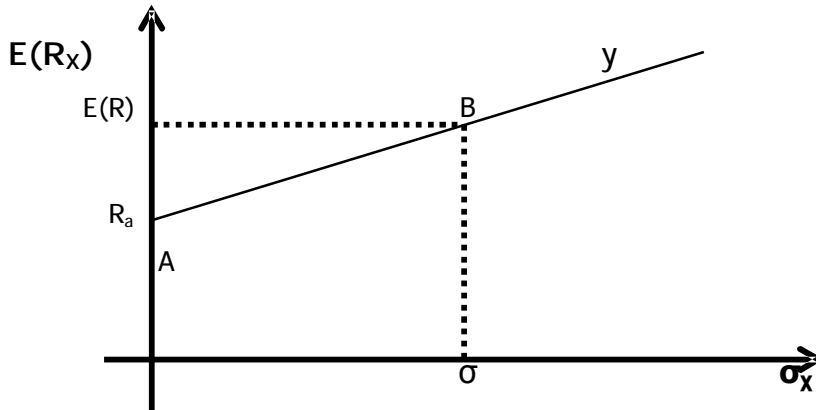
ή

$$E(R_x) = R_a + \frac{E(R) - R_a}{S} S_x \quad (2)$$

και

$$V(R_x) = S_x^2 = (1-x)^2 V(R) \quad (3)$$

Η αναμενόμενη αποδοτικότητα $E(R_x)$ και ο κίνδυνος σ_x του χαρτοφυλακίου $X=(x,1-x)$ συνδέονται με την γραμμική σχέση (2) της οποίας η γραφική παράσταση δίνεται στο παρακάτω σχήμα.



Τα σημεία της ημιευθείας Ay παριστάνουν τα χαρτοφυλάκια που προκύπτουν για τις διάφορες τιμές του x . Πιο συγκεκριμένα, όταν $x=0$, τότε από τις σχέσεις (2) και (3) προκύπτει το σημείο $B(\sigma, E(R))$, που παριστάνει την επικίνδυνη επένδυση με κίνδυνο σ και αναμενόμενη αποδοτικότητα $E(R)$. Όταν $x=1$ από τις ίδιες σχέσεις προκύπτει το σημείο $A(0, R_a)$ που παριστάνει την ακίνδυνη επένδυση με κίνδυνο $\sigma=0$ και αποδοτικότητα R_a .

☞ Αν $0 < x < 1 \Rightarrow$ ευθεία AB

☞ Αν $x > 1 \Rightarrow$ ευθεία εκτός AB πάνω στην Ay .

3.3 Ανάλυση χαρακτηριστικών επενδυτικών στοιχείων

3.3.1 Απόδοση επενδυτικού στοιχείου

Η μέτρηση της απόδοσης ενός επενδυτικού στοιχείου είναι πολύ σημαντικός παράγοντας για την επιλογή ή όχι της επένδυσης. Η συνολική απόδοση μιας επένδυσης (π.χ. μιας μετοχής) είναι το άθροισμα της κεφαλαιακής και της μερισματικής απόδοσης. Η εκτίμηση της αναμενόμενης απόδοσης ενός επενδυτικού στοιχείου γίνεται με την βοήθεια μιας κατανομής πιθανοτήτων και δίνεται από τον τύπο:

$$E(R_i) = \sum_{k=1}^n p_k R_k$$

Όπου

$E(R_i)$ = η αναμενόμενη απόδοση του περιουσιακού στοιχείου i

p_i = η πιθανότητα να πραγματοποιηθεί η απόδοση

R_i = η απόδοση του περιουσιακού στοιχείου σε κάθε χρονική στιγμή i .

3.3.2 Κίνδυνος επενδυτικού στοιχείου

Την στιγμή που πραγματοποιείται η επένδυση, ο επενδυτής δεν μπορεί να γνωρίζει με απόλυτη βεβαιότητα την μελλοντική της εξέλιξη. Ο επενδυτικός κίνδυνος είναι λοιπόν η αβεβαιότητα (uncertainty) για το μέλλον. Η αβεβαιότητα μπορεί να προέλθει από τις διακυμάνσεις των τιμών διαχρονικά και από την χαμηλή ρευστότητα. Ο συνολικός κίνδυνος μιας επένδυσης μπορεί να διαχωριστεί σε δυο επιμέρους κατηγορίες:

⇒ τον κίνδυνο της αγοράς ή συστηματικό κίνδυνο (market or systematic risk)

⇒ τον ειδικό ή διαφοροποιήσιμο ή μη συστηματικό κίνδυνο (specific or diversifiable or unsystematic risk)

Ο συστηματικός κίνδυνος ή συντελεστής β ενός επενδυτικού στοιχείου οφείλεται σε παράγοντες όπως η πολιτική και οικονομική κατάσταση της χώρας, οι διεθνείς πολιτικοοικονομικές εξελίξεις, η φορολογική πολιτική, ο ρυθμός πληθωρισμού, η νομισματική πολιτική, το μέγεθος των επιτοκίων και γενικότερα οι προοπτικές οικονομικής ανάπτυξης της χώρας. Ο κίνδυνος αυτός δεν μπορεί να εξαλειφθεί. Ο συστηματικός κίνδυνος παρουσιάζεται αναλυτικά παρακάτω.

Ο μη συστηματικός κίνδυνος προκαλείται από τυχαία γεγονότα ή συμπεριφορές που αφορούν το συγκεκριμένο επενδυτικό στοιχείο. Ο μη συστηματικός κίνδυνος μπορεί να εξαλειφθεί με την απαραίτητη διαφοροποίηση.

Ο κίνδυνος ενός επενδυτικού στοιχείου μετριέται με την τυπική απόκλιση των αποδόσεων του. Ο τύπος είναι ο παρακάτω:

$$s(R_i) = \sqrt{s^2(R_i)}$$

Όπου

$$s^2 = \sum_{i=1}^n r_k (R_{ik} - E(R_i))^2$$

σ^2 = συνδιακύμανση επενδυτικού στοιχείου

r_k = η πιθανότητα να επιτευχθεί η απόδοση R_{ik}

Κάθε επενδυτής έχει ιδιαίτερη στάση απέναντι στον κίνδυνο, που καθορίζεται από τις δυνατότητες, τους στόχους αλλά και την ιδιοσυγκρασία του. Σε γενικές γραμμές, μπορούμε να διαχωρίσουμε τους επενδυτές σε τρεις κατηγορίες ανάλογα με τον κίνδυνο που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν:

- Εκείνοι που αποφεύγουν τον κίνδυνο. Οι επενδυτές αυτοί δέχονται να αναλάβουν κάποιον βαθμό κινδύνου μόνο εάν έχουν μεγαλύτερη απόδοση. Αντίστοιχα δέχονται τη μείωση της απόδοσης τους αν μειωθεί και το επίπεδο του κινδύνου. Αυτό που τελικά επιθυμούν, είναι να μεγιστοποιήσουν το ελάχιστο δυνατό κέρδος.
- Εκείνοι που επιζητούν τον κίνδυνο. Οι επενδυτές αυτοί δέχονται τον παραπάνω κίνδυνο ακόμα και αν η απόδοση δεν είναι αντίστοιχα μεγάλη. Επιθυμούν δηλαδή να μεγιστοποιήσουν το μέγιστο δυνατό κέρδος.
- Κείνοι που είναι αδιάφοροι απέναντι στον κίνδυνο. Οι επενδυτές αυτοί συνυπολογίζουν την απόδοση και τον κίνδυνο επιθυμώντας να μεγιστοποιήσουν το προσδοκώμενο κέρδος.

3.4 Ανάλυση χαρακτηριστικών χαρτοφυλακίου

Εάν οι αποδόσεις των επενδύσεων ήταν εγγυημένες, τότε κάθε επενδυτής θα επενδυτής θα επένδυε όλα τα χρήματα του σε μια συγκεκριμένη επένδυση που θα είχε τη μεγαλύτερη απόδοση. Επειδή όμως οι επενδύσεις έχουν κίνδυνο οι επενδυτές προσπαθούν να ελαχιστοποιήσουν τον κίνδυνο με το να επενδύουν τα χρήματα τους σε διαφορετικές επενδύσεις. Δημιουργούν, δηλαδή, ένα «χαρτοφυλάκιο» (portfolio) επενδύσεων με κόπο να πετύχουν τη μεγαλύτερη δυνατή απόδοση με το μικρότερο δυνατό κίνδυνο. Κάνουν διαφοροποίηση ή διασπορά (diversification) των επενδύσεων για να ελαχιστοποιήσουν τον κίνδυνο.

Η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου ενός επενδυτή εξαρτάται από τις οικονομικές συνθήκες που επικρατούν κάθε φορά, οι οποίες επηρεάζουν τις αποδόσεις αλλά και την επικινδυνότητα των διαφόρων επενδύσεων.

3.4.1 Απόδοση χαρτοφυλακίου

Η προσδοκώμενη (ή αναμενόμενη) απόδοση ενός επενδυτικού χαρτοφυλακίου είναι ο σταθμικός μέσος όρος των προσδοκόμενων αποδόσεων των επιμέρους επενδυτικών στοιχείων που απαρτίζεται το χαρτοφυλάκιο. Οι συντελεστές στάθμισης είναι τα ποσοστά που αντιπροσωπεύουν οι αξίες των μεμονωμένων στοιχείων του χαρτοφυλακίου. Ο τύπος που μας δίνει την προσδοκώμενη απόδοση είναι ο εξής:

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n w_i E(R_i)$$

Όπου

$E(R_p)$ = η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου

w_i = η στάθμιση του επενδυτικού στοιχείου i

$E(R_i)$ = η αναμενόμενη απόδοση του επενδυτικού στοιχείου i

n = ο συνολικός αριθμός των επενδυτικών στοιχείων που απαρτίζουν το χαρτοφυλάκιο

3.4.2 Κίνδυνος χαρτοφυλακίου

Ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου μετριέται με την τυπική απόκλιση σ_p της κατανομής πιθανοτήτων της συνολικής απόδοσης τους. Δηλαδή:

$$\sigma_r = \left(\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j r_{ij} s_i s_j \right)^{1/2}$$

Όπου

r_{ij} = ο συντελεστής συσχέτισης των χρεογράφων i, j

$s_i s_j$ = οι τυπικές αποκλίσεις των δυο χρεογράφων i, j

$w_i w_j$ = τα ποσοστά συμμετοχής των δυο χρεογράφων i, j

Όπως φαίνεται και από τους παραπάνω τύπους, οι παράγοντες που καθορίζουν τη διακύμανση της απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου επενδυτικών στοιχείων είναι:

◆ Οι διακυμάνσεις της απόδοσης των επιμέρους επενδυτικών στοιχείων.

Όσο μεγαλύτερες είναι αυτές τόσο πιο ριψοκίνδυνο καθίσταται το χαρτοφυλάκιο.

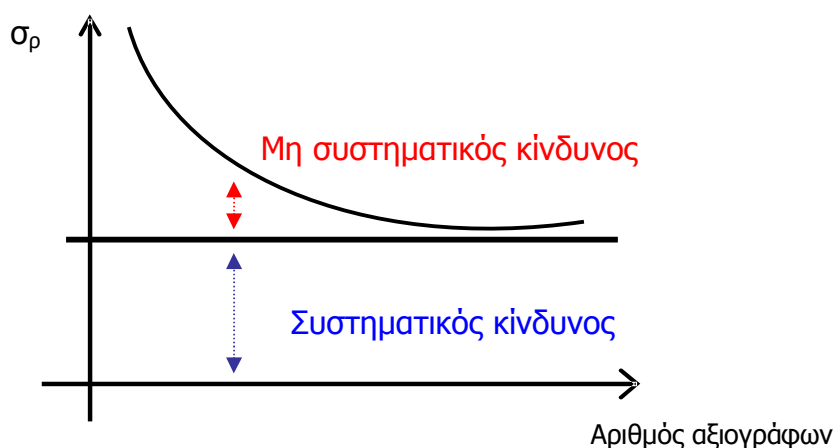
◆ Ο αριθμός N των περιεχομένων στο χαρτοφυλάκιο. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των επενδυτικών στοιχείων που συμμετέχει στο χαρτοφυλάκιο, τόσο μειώνεται ο κίνδυνος του, μέχρι ενός σημείου, πέραν του οποίου είναι αδύνατη η περαιτέρω μείωση.

◆ Τα ποσοστά συμμετοχής κάθε επενδυτικού στοιχείου στο χαρτοφυλάκιο. Είναι λογικό ότι διαφορετικές συνθέσεις του χαρτοφυλακίου, προκαλούν διαφορετικά αποτελέσματα, τα οποία σε τελευταία ανάλυση καθορίζουν και την αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου.

◆ Οι συντελεστές συσχέτισης των αποδόσεων. Ως γνωστό ο συντελεστής συσχέτισης δυο αποδόσεων A και B εκφράζει τον βαθμό σύγκλισης (όταν $\rho_{\alpha\beta} > 0$) ή απόκλισης (όταν $\rho_{\alpha\beta} < 0$) των δυο αποδόσεων.

Οι τιμές που μπορεί να λάβει ο συντελεστής συσχέτισης κυμαίνονται μεταξύ $-1 < \rho < 1$. Όσο πιο μικροί είναι οι συντελεστές $\rho_{\alpha\beta}$, τόσο πιο βέβαιη (σταθερή) είναι η απόδοση του χαρτοφυλακίου.

Ο συνολικός κίνδυνος του χαρτοφυλακίου απαρτίζεται όπως αναφέραμε παρακάτω από τον συστηματικό και μη συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου. Διαγραμματικά ο συνολικός κίνδυνος παρουσιάζεται παρακάτω.



3.5 Συντελεστής βήτα

Ο συντελεστής βήτα (β) είναι ο συστηματικός κίνδυνος μιας επένδυσης και δίνεται από την σχέση:

$$b_i = \frac{S_{Mi}}{S_M^2}$$

όπου

S_{Mi} = συνδιακύμανση των αποδόσεων του μεμονωμένου περιουσιακού στοιχείου ή του χαρτοφυλακίου

S_M^2 = διακύμανση του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Με άλλα λόγια, ο συστηματικός κίνδυνος ενός περιουσιακού στοιχείου ή χαρτοφυλακίου ισούται με την συνδιακύμανση των αποδόσεων του περιουσιακού στοιχείου ή του χαρτοφυλακίου με τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου αγοράς (S_{Mi}), δια την διακύμανση του χαρτοφυλακίου της αγοράς (S_M^2). Ο συντελεστής μας δείχνει πόσο ευαίσθητη είναι ή ένα χαρτοφυλάκιο στις μεταβολές όλης της αγοράς. Δηλαδή εάν ένα περιουσιακό στοιχείο έχει $\beta=2$ αυτό σημαίνει ότι κάθε φορά που όλη η αγορά μεταβάλλεται κατά 1% η μετοχή θα μεταβληθεί κατά 2%.

Έτσι ένας τρόπος για να διαλέγουμε μετοχές είναι να συγκρίνουμε τους συστηματικούς κινδύνους τους. Το χαρτοφυλάκιο της αγοράς έχει $\beta=1$. Ο λόγος είναι ότι η συνδιακύμανση του χαρτοφυλακίου της αγοράς με τον εαυτό του ισούται με την διακύμανση του: $\sigma_{MM} = \sigma_M^2$. Άρα $\beta_M = (\sigma_{MM} / \sigma_M^2) = 1$.

- Εάν ένα χαρτοφυλάκιο (ή μετοχή) έχει $\beta_x=1$ τότε ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου αυτού είναι ίσος με τον κίνδυνο της αγοράς, ή εναλλακτικά, το χαρτοφυλάκιο είναι μεσαίου κινδύνου.
- Εάν ένα χαρτοφυλάκιο (ή μετοχή) έχει $\beta_x < 1$ τότε ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου αυτού είναι μικρότερος του κινδύνου της αγοράς, ή εναλλακτικά, το χαρτοφυλάκιο είναι χαμηλού κινδύνου.
- Εάν ένα χαρτοφυλάκιο (ή μετοχή) έχει $\beta_x > 1$ τότε ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου αυτού είναι μεγαλύτερος του κινδύνου της αγοράς, ή εναλλακτικά, το χαρτοφυλάκιο είναι υψηλού κινδύνου.

Εάν ξέρουμε τους συστηματικούς κινδύνους των μετοχών που αποτελούν το χαρτοφυλάκιο μας μπορούμε πολύ εύκολα να υπολογίσουμε τον συστηματικό κίνδυνο όλου του χαρτοφυλακίου. Ο συντελεστής β όλου του χαρτοφυλακίου θα είναι ένας σταθμισμένος μέσος όρος των συντελεστών β των μεμονωμένων περιουσιακών στοιχείων.

3.6 Θεωρία της Κεφαλαιαγοράς

Η θεωρία αγοράς κεφαλαίου χρησιμοποιεί τις υποθέσεις της θεωρίας χαρτοφυλακίου, οι οποίες αναφέρθηκαν παραπάνω, ως σημείο εκκίνησης. Κατά συνέπεια οι υποθέσεις της θεωρίας χαρτοφυλακίου ισχύουν επίσης στη θεωρία αγοράς κεφαλαίου. Οι επιπρόσθετες υποθέσεις της θεωρίας αγοράς κεφαλαίου εμφανίζονται λιγότερο πραγματικές από τις υποθέσεις της θεωρίας χαρτοφυλακίου.

Συγκεκριμένα η θεωρία αγοράς κεφαλαίου βασίζεται στις παρακάτω υποθέσεις:

1. Όλοι οι επενδυτές επιδιώκουν να μεγιστοποιούν συναρτήσεις χρησιμότητας προσδοκώμενης απόδοσης και κινδύνου, δηλαδή όλοι οι επενδυτές προσπαθούν να βρίσκονται στο σύνορο βέλτιστων επιλογών.
2. Δεν υπάρχουν περιορισμοί αναφορικά με το ύψος των κεφαλαίων τα οποία οι επενδυτές μπορούν να δανειστούν ή να δανείσουν. Η λήψη και η χορήγηση δανείων γίνονται με το ίδιο απαλλαγμένο κινδύνου επιτόκιο.
3. Όλοι οι επενδυτές έχουν ταυτόσημες προσδοκίες αναφορικά με τις αποδόσεις και τους κινδύνους των επενδύσεων και χαρτοφυλακίων. Δηλαδή όλοι οι επενδυτές έχουν ομογενείς προσδοκίες.
4. Όλοι οι επενδυτές έχουν κοινό επενδυτικό χρονικό ορίζοντα. Ο επενδυτικός αυτός ορίζοντας μπορεί να έχει οποιαδήποτε διάρκεια.
5. Όλες οι επενδύσεις και όλα τα χαρτοφυλάκια είναι απεριόριστα διαιρετές και εμπορεύσιμες, δηλαδή οι επενδυτές μπορούν να αγοράσουν ή να πουλήσουν οποιαδήποτε αναλογία μιας επένδυσης ή ενός χαρτοφυλακίου.

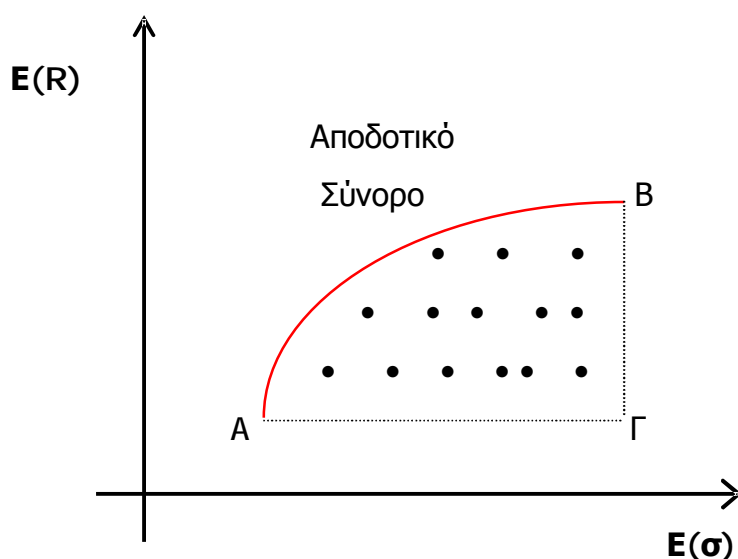
6. Δεν υπάρχουν φόροι, κόστη συλλογής πληροφοριών και κόστος συναλλαγών. Με άλλα λόγια δεν υπάρχουν επιδράσεις φορολογίας, κόστους συλλογής πληροφοριών ή κόστους συναλλαγών στην αγορά ή στην πώληση επενδύσεων. Οι αγορές είναι ανταγωνιστικές, δηλαδή όλοι οι επενδυτές έχουν ίδιες ευκαιρίες επενδύσεων.
7. Δεν προβλέπονται μεταβολές στο δείκτη πληθωρισμού και στο επίπεδο των επιτοκίων. Με άλλα λόγια ο πληθωρισμός και τα επιτόκια παραμένουν αμετάβλητα σε όλη την διάρκεια του επενδυτικού ορίζοντα.
8. Η θεωρία αγοράς κεφαλαίου υποθέτει ότι οι αγορές κεφαλαίου βρίσκονται σε κατάσταση ισορροπίας ή τουλάχιστον κινούνται προς την κατεύθυνση επίτευξη ισορροπίας.

Φυσικά στην πράξη είναι δύσκολο να ισχύουν όλες αυτές οι υποθέσεις. Πολλοί οικονομολόγοι εξέτασαν τι γίνεται στις περιπτώσεις όπου οι υποθέσεις δεν ισχύουν και ανέλυσαν όλα τα θεωρητικά ενδεχόμενα. Για παράδειγμα, ο Brennan (1970) εξέτασε την θεωρία σε περιβάλλον με διαφορετικούς φορολογικούς συντελεστές πάνω στα κεφαλαιακά κέρδη και στην μερισματική απόδοση, και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η μόνη αλλαγή που χρειάζεται στο θεωρητικό υπόδειγμα είναι η πρόθεση ενός όρου που εκφράζει την μερισματική απόδοση. Έτσι η μελλοντική απόδοση δεν εξαρτάται μόνον από τον συστηματικό κίνδυνο αλλά και από την μερισματική απόδοση. Επίσης ο Myers (1972) έδειξε ότι η παράβλεψη της υπόθεσης ότι όλα τα αξιόγραφα μπορούν να διαιρεθούν επ' άπειρον σε αλλάζει σε μεγάλο βαθμό την θεωρία.

Ο Linter (1969) ανάλυσε την περίπτωση όπου οι επενδυτές έχουν διαφορετικές προσδοκίες, και έδειξε ότι η θεωρία δεν αλλάζει παρά μόνον στο ότι οι αποδόσεις και οι διακυμάνσεις των μετοχών γίνονται περίπλοκοι σταθμισμένοι μέσοι όροι των επενδυτικών προσδοκιών. Σε μια άλλη σημαντική μελέτη, ο Black (1972) εξέτασε την υπόθεση του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι τα βασικά συμπεράσματα της θεωρίας δεν αλλάζουν, ακόμα και εάν αυτή η υπόθεση δεν ισχύει. Απλά το επιτόκιο αυτό μπορεί να αντικατασταθεί με την αναμενόμενη απόδοση μιας επένδυσης που έχει μηδενικό συστηματικό κίνδυνο. Βλέπουμε

λοιπόν ότι παρ' όλο που οι αρχικές υποθέσεις δεν είναι καθόλου ρεαλιστικές, η θεωρία εξακολουθεί να ισχύει ακόμα και εάν καταργήσουμε τις υποθέσεις πάνω στις οποίες στηρίχθηκε.

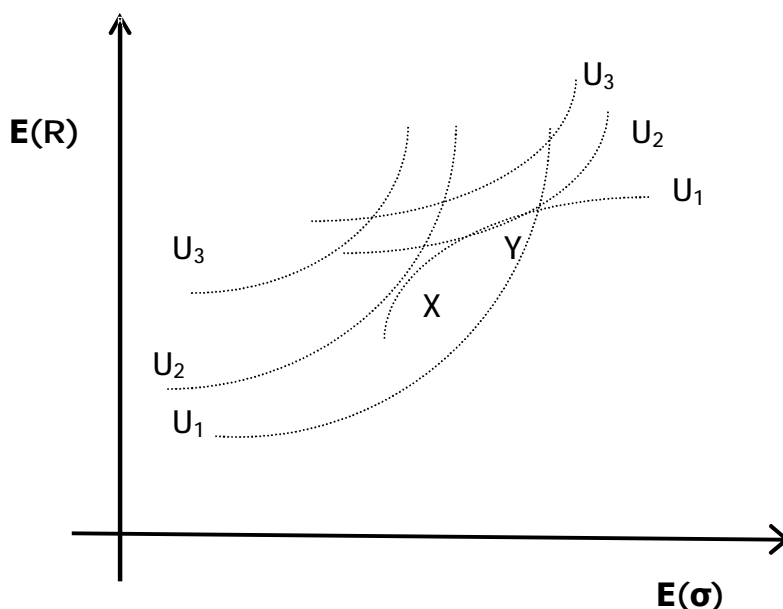
Κάθε επενδυτής επιλέγοντας ένα χαρτοφυλάκιο επενδυτικών εργαλείων κάνει στην ουσία διάφορους συνδυασμούς αποδόσεων και επενδυτικού κινδύνου. Εκείνη η ομάδα των χαρτοφυλακίων που αντιπροσωπεύουν τη μέγιστη απόδοση για κάθε δεδομένο επίπεδο κινδύνου διαμορφώνει μια καμπύλη που ονομάζεται «καμπύλη των αποτελεσματικών επενδυτικών δυνατοτήτων» (efficient frontier). Το ακόλουθο διάγραμμα παρουσιάζει τα διάφορα χαρτοφυλάκια και την καμπύλη των αποτελεσματικών δυνατοτήτων.



Κάθε σημείο της καμπύλης efficient frontier παρουσιάζει εναλλακτικά χαρτοφυλάκια με τη μέγιστη δυνατή απόδοση για κάθε επίπεδο επενδυτικού κινδύνου.

Κάθε «ορθολογικός επενδυτής» (rational investor) έχει τη δική του καμπύλη χρησιμότητας που δείχνει τους διάφορους συνδυασμούς που είναι πρόθυμος να κάνει μεταξύ αναμενόμενης απόδοσης και κινδύνου. Κάθε σημείο της καμπύλης δίνει το ίδιο επίπεδο χρησιμότητας στον επενδυτή δηλαδή η καμπύλη αδιαφορίας του. Η κλίση της καμπύλης του αποδοτικού συνόρου μειώνεται σταθερά όπως προχωράμε προς τα πάνω. Η ισορροπία του λογικού

επενδυτή καθορίζεται από την επαφή της καμπύλης χρησιμότητας του με την καμπύλη του αποδοτικού συνόρου. Ισορροπία του επενδυτή ονομάζουμε το συγκεκριμένο χαρτοφυλάκιο που θα επιλέξει ο επενδυτής και το οποίο συνδυάζει το μέγιστο δυνατό επίπεδο χρησιμότητας του επενδυτή με βάση την καμπύλη του αποδοτικού συνόρου. Το επόμενο διάγραμμα παρουσιάζει αυτό το «άριστο» χαρτοφυλάκιο του επενδυτή.

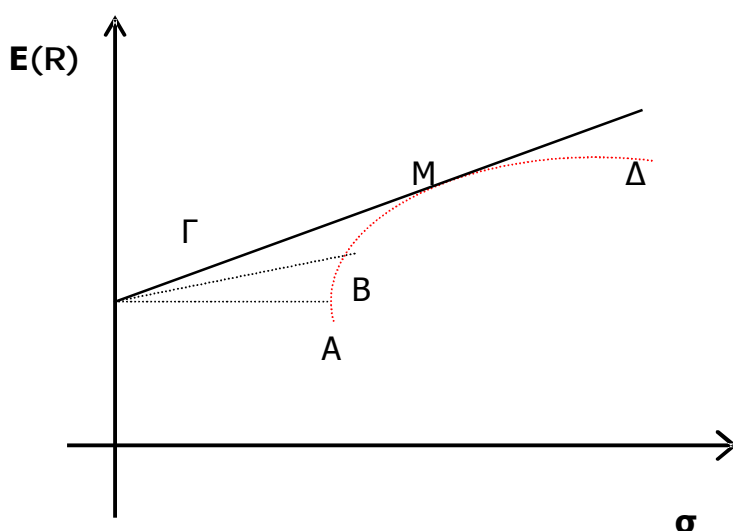


3.6.1 Γραμμή αγοράς αξιογράφων

Ο συνδυασμός της επένδυσης χωρίς κίνδυνο (risk free asset) με ανά χαρτοφυλάκιο με κάποια επικινδυνότητα παρουσιάζεται διαγραμματικά με ευθεία γραμμή διότι τόσο η αναμενόμενη απόδοση όσο και η τυπική απόδοση της απόδοσης είναι γραμμικοί συνδυασμοί. Η επένδυση χωρίς κίνδυνο έχει μηδενική διακύμανση και μηδενική συνδιακύμανση με όλες τις άλλες επενδύσεις που έχουν κάποιο κίνδυνο. Στο διάγραμμα που ακολουθεί το risk-free asset ή risk free rate (RFR) είναι πάνω στον κάθετο άξονα (αναμενόμενη απόδοση). Η ευθεία γραμμή από το σημείο RFR που εφάπτεται με την καμπύλη του αποδοτικού συνόρου (σημείο M) ονομάζεται γραμμή της κεφαλαιαγοράς (capital market line ή CML). Η γραμμή αυτή δείχνει τους

διάφορους συνδυασμούς του risk-free asset με τα χαρτοφυλάκια που βρίσκονται πάνω στην καμπύλη του αποδοτικού συνόρου. Το γραμμικό αποτελεσματικό σύνολο χαρτοφυλακίων που ονομάζεται γραμμή της αγοράς αξιογραφών δίνεται από την σχέση:

$$E(R_i) = E(RFR) + \frac{(ER_M - E(RFR))}{S_M} S_r$$



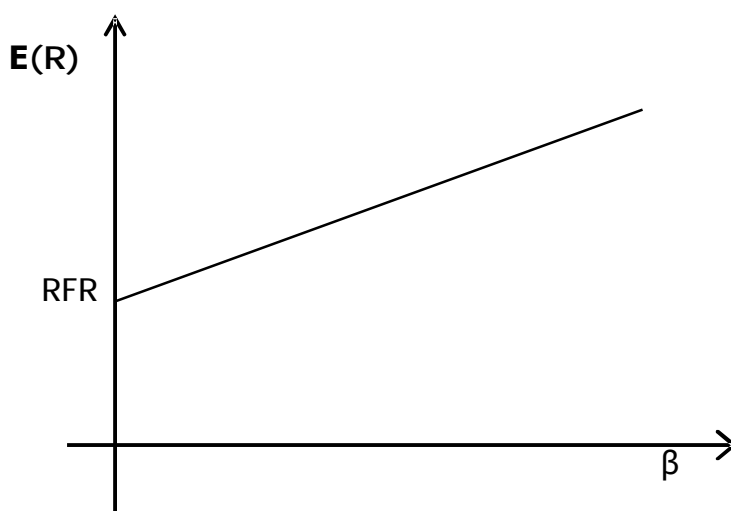
Για να πετύχει ένας επενδυτής μεγαλύτερες αποδόσεις από εκείνες που μπορεί στο σημείο M του προηγούμενου διαγράμματος φυσικά με μεγαλύτερο κίνδυνο, μπορεί να επενδύσει πάνω στην καμπύλη του αποδοτικού συνόρου (σημείο Δ) ή να προσθέσει μόχλευση στο χαρτοφυλάκιο, δηλαδή να δανειστεί χρήματα στο risk-free επιτόκιο τα οποία θα επενδύσει πάνω στην CML από το σημείο M και δεξιά.

3.6.2 Γραμμή απόδοσης αξιογράφων

Όταν γίνεται αναφορά στο «χαρτοφυλάκιο της αγοράς» (market portfolio) εννοούμε το χαρτοφυλάκιο με διάφορες επενδύσεις με κίνδυνο, πλήρως διαφοροποιημένο έτσι ώστε να εξουδετερώνεται ο μη συστηματικός κίνδυνος (unsystematic risk). Η σχέση μεταξύ του συστηματικού κινδύνου μιας μετοχής και της αναμενομένης απόδοσης της μετοχής δίνεται από την λεγόμενη

γραμμή απόδοσης αξιογράφων που φαίνεται επόμενο διάγραμμα. Το γραμμικό αποτελεσματικό σύνολο χαρτοφυλακίων που ονομάζεται γραμμή της απόδοσης αξιογράφων δίνεται από την σχέση:

$$E(R_i) = E(RFR) + (E R_M - E(RFR))b_{iM}$$



3.7 Υπόδειγμα της αγοράς

Το Υπόδειγμα της αγοράς που αναπτύχθηκε από τον William Sharpe περιγράφει μια γραμμική σχέση ανάμεσα στην απόδοση μεμονωμένων χρεογράφων και την απόδοση της συνολικής αγοράς. Βασίζεται στην υπόθεση ότι η απόδοση ενός χρεογράφου έχει την τάση να κυμαίνεται όμοια με την απόδοση του δείκτη της αγοράς. Το υπόδειγμα αυτό μπορεί να εκφραστεί μαθηματικά με την παρακάτω εξίσωση:

$$R_{it} = b_i R_{mt} + a_i + e_{it}$$

R_{it} = Η τυχαία απόδοση του χρεογράφου i κατά την περίοδο t

R_{mt} = Η τυχαία απόδοση του Γενικού Δείκτη m κατά την περίοδο t

a_i = Το συστατικό της απόδοσης του χρεογράφου i που δεν συσχετίζεται με τις διακυμάνσεις της απόδοσης του Γενικού Δείκτη m . Όταν η απόδοση του Γενικού Δείκτη m είναι ίση με το μηδέν, η απόδοση του χρεογράφου i είναι ίση με a

b_i = Ο συντελεστής βήτα του χρεογράφου i ή αλλιώς ο συστηματικός κίνδυνος του χρεογράφου i , ο οποίος μετρά την ευαισθησία της απόδοσης του χρεογράφου i στις διακυμάνσεις της απόδοσης του Γενικού Δείκτη

e_{it} = Το σφάλμα της απόδοσης του χρεογράφου i κατά την περίοδο t

Για την εκτίμηση του υποδείγματος εφαρμόζουμε την απλή μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, η χρησιμοποίηση της οποίας προϋποθέτει την υιοθέτηση αρκετά περιοριστικών υποθέσεων τις οποίες παραθέτουμε παρακάτω:

$E(e_{it}) = 0$, δηλαδή η αναμενόμενη τιμή του στοχαστικού όρου είναι μηδέν

$Cov(e_{it}, e_{it-k}) = 0$, για κάθε $k \neq 0$, όπου και είναι δύο διαφορετικές τιμές του στοχαστικού όρου. Αυτό σημαίνει ότι δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση μεταξύ των τιμών του στοχαστικού όρου e_t . Η υπόθεση αυτή είναι αναγκαία για την εκτίμηση των παραμέτρων του υποδείγματος.

$Cov(e_{it}, R_{mt}) = 0$ Η τυχαία μεταβλητή, η οποία εκφράζει την επίδραση των τυχαίων, μη συστηματικών παραγόντων, είναι ανεξάρτητη από τις μεταβολές του συστηματικού παράγοντα R_m

$Var(e_{it}) = \sigma_t^2$ η υπόθεση αυτή είναι η υπόθεση της ομοσκεδαστικότητας. Σύμφωνα με αυτήν, η διακύμανση των καταλοίπων είναι σταθερή για όλη την περίοδο του δείγματος.

Εάν οι παραπάνω υποθέσεις πληρούνται τότε οι εκτιμητές ελαχίστων τετραγώνων είναι αμερόληπτοι και έχουν την μικρότερη διακύμανση μεταξύ όλων των γραμμικών και αμερόληπτων εκτιμητών.

Σύμφωνα με το υπόδειγμα της αγοράς, η απόδοση ενός χρεογράφου διαιρείται σε δύο μέρη:

Την απόδοση που συσχετίζεται με την απόδοση του Γενικού Δείκτη και φαίνεται από το μέρος της εξίσωσης $R_{it} = b_i R_{mt} + a_i + e_{it}$

(*συστηματικό μέρος*)

Την απόδοση που είναι ανεξάρτητη από την απόδοση του Γενικού Δείκτη και φαίνεται από το μέρος της εξίσωσης $R_{it} = b_i R_{mt} + a_i + e_{it}$

(μη συστηματικό μέρος)

Το μη συστηματικό μέρος εκφράζει τη συνδυασμένη επίδραση παραγόντων οι οποίοι είναι μοναδικοί για κάθε εταιρεία και οι οποίοι θεωρούνται ότι δεν έχουν καμιά επίδραση στην απόδοση του Γενικού Δείκτη. Συνεπώς, η αναμενόμενη απόδοση ενός χρεογράφου διαιρείται σε δύο μέρη:

Την αναμενόμενη απόδοση που συσχετίζεται με την αναμενόμενη απόδοση του Γενικού Δείκτη και φαίνεται από το μέρος της εξίσωσης του συστηματικού μέρους

Την αναμενόμενη απόδοση που είναι ανεξάρτητη από την αναμενόμενη απόδοση του Γενικού Δείκτη και φαίνεται από το μέρος της εξίσωσης του μη συστηματικού μέρους

Τέλος, χρησιμοποιώντας το Υπόδειγμα της αγοράς, η διακύμανση της απόδοσης ενός χρεογράφου μπορεί να χωριστεί σε δύο μέρη. Το πρώτο μέρος του συνολικού κινδύνου του χρεογράφου i είναι ο συστηματικός κίνδυνος και δίνεται από το $\beta_i^2 \sigma_m^2$. Ο πρώτος όρος β_i^2 δείχνει πόσο ευαίσθητη είναι η απόδοση του χρεογράφου i στις κινήσεις της απόδοσης του Γενικού Δείκτη. Ο δεύτερος όρος είναι η διακύμανση της αγοράς, η οποία μετράει τη μεταβλητότητα που συνδέεται με την απόδοση του Γενικού Δείκτη. Η μαθηματική σχέση έχει ως εξής:

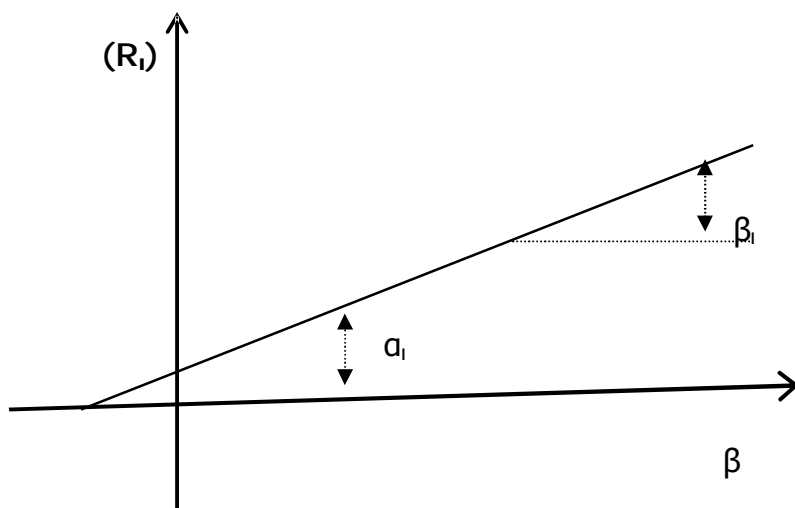
$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \sigma_m^2 + \sigma_{et}^2$$

όπου

σ_m^2 = Η διακύμανση της απόδοσης του Γενικού Δείκτη

σ_{et}^2 = Η διακύμανση του στοχαστικού όρου e_i ($i=1,2,\dots,N$)

Το υπόδειγμα της αγοράς που προϋποθέτει ότι δεν υπάρχουν άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν τα αξιόγραφα (π.χ. οικονομικοί, βιομηχανικοί κ.λ.π) παρά μόνο η απόδοση της αγοράς, μπορεί να παρουσιαστεί γραφικά με το παρακάτω διάγραμμα.



3.8 Υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων

Το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων αναπτύχθηκε δώδεκα χρόνια μετά την θεωρία του Markowitz στα άρθρα των William Sharp, John Lintner και Jan Mossin. Οι επενδυτές απαιτούν μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση, όσο μεγαλύτερο είναι ο κίνδυνος που αναλαμβάνουν. Είναι προφανές λοιπόν ότι απαιτούν μεγαλύτερη απόδοση από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς σε σχέση με τα κρατικά ομόλογα. Η διαφορά μεταξύ της απόδοσης της αγοράς και του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο είναι το πριμίου της αγοράς. Το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων αναφέρει ότι όλες οι επενδύσεις μπορούν να παρασταθούν γραφικά με μια ευθεία γραμμή, την γραμμή αγοράς αξιόγραφων, την οποία αναπτύξαμε παραπάνω.

Δεδομένου ότι το χαρτοφυλάκιο της αγοράς είναι αποδοτικό, το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων είναι μια σχέση ισορροπίας μεταξύ της αναμενόμενης απόδοσης και του κινδύνου ενός αξιόγραφου ή ενός χαρτοφυλακίου. Ο κίνδυνος αυτός μετριέται με τον συντελεστή βήτα και δείχνει το ποσοστό μεταβολής των αποδόσεων του αξιόγραφου ή του χαρτοφυλακίου σε σχέση με τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

$$E(R_i) = R_f + (E(R_M) - R_f) \beta_{iM}$$

Το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων μας βοηθά να υπολογίσουμε την αναμενόμενη απόδοση ενός αξιόγραφου, εφόσον γνωρίζουμε το συντελεστή βήτα αυτής, για κάθε αντίστοιχη κίνηση της αγοράς που εκφράζεται με την αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου τη αγοράς. Επίσης είναι χρήσιμο στις εφαρμογές που απαιτούν τη μέτρηση της αναμενόμενης απόδοσης των αξιόγραφων, όπως η εκτίμηση του κόστους κεφαλαίου και η αξιολόγηση των αποδόσεων ενός χαρτοφυλακίου.

Οι υποθέσεις πάνω στις οποίες στηρίζεται το ΥΑΚΣ είναι οι παρακάτω:

- ✓ Υπάρχουν πολλοί επενδυτές και οι πράξεις τους δεν επηρεάζουν τις τιμές των αξιόγραφων. Αυτή είναι η κλασική υπόθεση του τέλει ανταγωνισμού.
- ✓ Όλοι οι επενδυτές σχεδιάζουν με βάση την ίδια χρονική περίοδο.
- ✓ Οι επενδυτές μπορούν να δανείζονται ή να δανείζονται οποιοδήποτε ποσό στο σταθερό επιτόκιο χωρίς κίνδυνο.
- ✓ Οι επενδυτές δεν πληρώνουν καθόλου φόρους για τα κέρδη τους και δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών.
- ✓ Οι επενδυτές είναι ορθολογικοί.
- ✓ Όλοι οι επενδυτές αναλύουν τα οικονομικά προϊόντα με τον ίδιο τρόπο και έχουν την ίδια αντίληψη για το ευρύτερο οικονομικό αποτέλεσμα να έχουν τις ίδιες προσδοκίες για τις μελλοντικές ροές που απορρέουν από κάθε επένδυση.

Πολλούς οικονομικοί αναλυτές θεωρούν το ΥΑΚΣ το πιο κατάλληλο εργαλείο διαχείρισης τού κινδύνου. Όπως και πολλοί οικονομολόγοι συχνά χρησιμοποιούν το ΥΑΚΣ για να αποδείξουν σημαντικές έννοιες, ακόμα και όταν υπάρχουν άλλοι τρόποι για να το κάνουν. Αυτό δεν σημαίνει ότι το ΥΑΚΣ περιγράφει την απόλυτη αλήθεια. Υπάρχουν και άλλες εναλλακτικές θεωρίες, αλλά και περιπτώσεις όπου διαψεύδεται από τα δεδομένα εμπειρικών αναλύσεων.

3.9 Υπόδειγμα arbitrage

Το υπόδειγμα arbitrage (APT) αποτελεί μια εναλλακτική προσέγγιση του ΥΑΚΣ στη θεωρία αποτίμησης αξιογράφων. Αναπτύχθηκε από το Ross στις αρχές της δεκαετίας του '70 και δημοσιεύτηκε για πρώτη φορά το 1976. Ξεκίνησε θεωρώντας ότι η απόδοση κάθε αξιογράφου βασίζεται σε μια σειρά από μακροοικονομικές επιρροές ή παράγοντες, αλλά και από τυχαίους παράγοντες που είναι μοναδικοί για κάθε εταιρία. Η αναμενόμενη, δηλαδή απόδοση των χρεογράφων αποτελεί γραμμικό συνδυασμό των μεταβολών των παραγόντων με σταθμίσεις τους συντελεστές κάθε παράγοντα.

Οι υποθέσεις κάτω από τις οποίες υπόκειται το μοντέλο είναι οι εξής:

1. Οι αγορές χρήματος και κεφαλαίου είναι τέλεια ανταγωνιστικές.
2. Οι επενδυτές πάντα επιθυμούν, όπως είναι φυσικό, περισσότερο από λιγότερο πλούτο.
3. Η στοχαστική διαδικασία που διαμορφώνει τις αποδόσεις των χρεογράφων, είναι δυνατόν να παρασταθεί από ένα μοντέλο πολλών παραγόντων.

Παράγοντες που χρησιμοποιούνται συνήθως κατά την εφαρμογή του υποδείγματος arbitrage είναι το επίπεδο της βιομηχανικής δραστηριότητας, ο πληθωρισμός και η διαφορά μεταξύ βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων επιτοκίων. Οι Fama και French έχουν προτείνει τη χρησιμοποίηση τριών διαφορετικών παραγόντων. Αυτοί είναι το πριμίου του κινδύνου του χαρτοφυλακίου της αγοράς, η διαφορά των αποδόσεων μεταξύ των χρεογράφων μικρών και μεγάλων εταιριών και η διαφορά των αποδόσεων μεταξύ των χρεογράφων εταιριών με υψηλούς και χαμηλούς book-to-market δείκτες.

Το μοντέλο αποτίμησης arbitrage δηλώνει ότι το αναμενόμενο πριμίου κινδύνου για ένα αξιόγραφο θα έπρεπε να εξαρτάται από το αναμενόμενο πριμίου κινδύνου που σχετίζεται με κάθε παράγοντα, καθώς και από την ευαισθησία του αξιόγραφου σε κάθε από αυτούς τους παράγοντες. Αν θεωρήσουμε ότι δεν ισχύει το υπόδειγμα αποτίμησης arbitrage και ότι ο συνδυασμός ομολόγων και χαρτοφυλακίου A προσέφερε μεγαλύτερη απόδοση

από το Β, τότε οι επενδυτές θα μπορούσαν να επιτύχουν arbitrage πουλώντας το Β και επενδύοντας στο Α.

Συγκρίνοντας το ΥΑΚΣ με το ΑΡΤ παρατηρούμε ότι και τα δυο βασίζουν τις αναμενόμενες αποδόσεις των αξιόγραφων στο κίνδυνο που πηγάζει από τις γενικότερες επιρροές οι όχι από το συγκεκριμένο κίνδυνο κάθε εταιρίας. Το ΑΡΤ έχει κάποια ελκυστικά χαρακτηριστικά. Ένα από αυτά είναι ότι δεν χρειάζεται να μετρήσουμε το χαρτοφυλάκιο της αγοράς, που είναι μια πολύ δύσκολη διαδικασία, αφού μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε μεμονωμένα χρεόγραφα. Το ΥΑΚΣ βασίζεται στο χαρτοφυλάκιο αγοράς. Επίσης το ΑΡΤ διαθέτει λιγότερο περιοριστικές υποθέσεις από ότι το ΥΑΚΣ. Παρότι το ΑΡΤ απαιτεί ομοιογενείς προσδοκίες, δε βασίζεται σε υποθέσεις που αφορούν τις συναρτήσεις χρησιμότητας των επενδυτών ή στο ότι οι επενδυτές εξετάζουν μόνο το μέσο και τη διακύμανση των χαρτοφυλακίων τους.

Ωστόσο το ΑΡΤ μειονεκτεί σε κάποια σημεία σε σχέση με το ΥΑΚΣ. Η πρακτικότητα που παρουσιάζει είναι περιορισμένη. Αυτό συμβαίνει καθώς δεν αναφέρει ποιοι παράγοντες θα πρέπει να συμπεριληφθούν στο μοντέλο και έτσι κάθε φορά που χρησιμοποιείται να πρέπει να γίνεται έλεγχος κατά πόσο αυτοί οι παράγοντες είναι σημαντικοί για την διαμόρφωση της αναμενόμενης απόδοσης των χρεογράφων. Από την άλλη πλευρά το ΥΑΚΣ είναι πιο πρακτικό καθώς χρησιμοποιεί μόνο ένα παράγοντα, την αναμενόμενη απόδοση των χρεογράφων. Τέλος η θεωρία του ΑΡΤ δεν αναφέρει αν οι συντελεστές ευαισθησίας των παραγόντων παραμένουν σταθεροί διαχρονικά.

3.10 Μέτρα απόδοσης των χαρτοφυλακίων

Η αξιολόγηση της επίδοσης των χαρτοφυλακίων βασιζόταν στα πρώτα στάδια αποκλειστικά στα ποσοστά απόδοσης. Ακαδημαϊκοί και επενδυτές αν και είχαν υπόψη τους την έννοια του κινδύνου δεν γνώριζαν τον τρόπο με τον οποίο αυτός μπορεί να ποσοτικοποιηθεί και να μετρηθεί. Στις αρχές της δεκαετίας του 1960 η θεωρία του χαρτοφυλακίου πρότεινε την ποσοτικοποίηση και μέτρηση του κινδύνου σε όρους μεταβλητικότητας των αποδόσεων. Παρόλα αυτά, καθώς δεν υπήρχε κανένα μέτρο που να συνδυάζει ταυτόχρονα την απόδοση και τον κίνδυνο, οι δυο παράγοντες λαμβάνονταν υπόψιν ξεχωριστά.

Συγκεκριμένα, οι ερευνητές τοποθετούσαν τα αξιολογούμενα αμοιβαία κεφάλαια σε παρόμοιες κατηγορίες κινδύνου με βάση κάποιο μέτρο κινδύνου και στη συνέχεια συνέκριναν τις αποδόσεις των διαφόρων αμοιβαίων κεφαλαίων που υπήρχαν στην κάθε κατηγορία κινδύνου.

Μετά τη δημιουργία του Υποδείγματος Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model-CAMP) προτάθηκαν από ορισμένους ερευνητές συγκεκριμένα μέτρα απόδοσης τα οποία λαμβάνουν υπόψιν και συνδυάζουν την απόδοση και τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου. Τα εν λόγω μέτρα ονομάστηκαν για το λόγο αυτό σύνθετα μέτρα της απόδοσης των χαρτοφυλακίων (composite-risk adjusted) measures of portfolio performance). Τα τρία γνωστότερα μέτρα είναι τα ακόλουθα:

- α) το μέτρο του Treynor,
- β) το μέτρο του Sharpe,
- γ) το μέτρο του Jensen.

3.10.1 Το μέτρο του Treynor (1965)

Ο J.L. Treynor (1965) υπήρξε ο πρώτος που πρότεινε ένα σύνθετο μέτρο απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου προσαρμοσμένο στον κίνδυνο. Το μέτρο του Treynor βασίζεται στις υποθέσεις του υποδείγματος αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων και υπολογίζει την επιπλέον απόδοση (excess return) του χαρτοφυλακίου ανά μονάδα κινδύνου που αναλαμβάνει ο επενδυτής.

Η διαφορά μεταξύ της μέσης απόδοσης του χαρτοφυλακίου και μέσης απόδοσης του περιουσιακού στοιχείου χωρίς κίνδυνο κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου ορίζεται ως επιπλέον απόδοση. Ο επενδυτής θα πρέπει να έχει κάποια ανταμοιβή για τον κίνδυνο της επένδυσης που αναλαμβάνει (risk premium) και μας την δίνει η διαφορά αυτή. Ως μέτρο κινδύνου χρησιμοποιείται ο συστηματικός κίνδυνος του χαρτοφυλακίου, δηλαδή ο συντελεστής βήτα που μπορεί να εκτιμηθεί από την χαρακτηριστική γραμμή (characteristic line) του χαρτοφυλακίου. Ο δείκτης Treynor υιοθετεί την άποψη ότι καλώς διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια εμφανίζουν μόνο συστηματικό κίνδυνο καθώς μέσω της διαφοροποίησης εξαλείφεται παντελώς ο μη συστηματικός κίνδυνος.

Ο Treynor δημιούργησε ένα δείκτη αξιολόγησης της αποδοτικότητας ενός αμοιβαίου κεφαλαίου που συγκρίνεται με άλλα αμοιβαία κεφάλαια λαμβάνοντας υπόψη τόσο το μακροοικονομικό, όσο και το μικροοικονομικό επίπεδο στο οποίο λειτουργούν. Συγκεκριμένα, από την απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου αφαίρεσε την απόδοση που θα μπορούσε να είχε επιτύχει ο επενδυτής τοποθετώντας τα χρήματα του σε έντοκα γραμμάτια του δημοσίου ή άλλη ανάλογη ακίνδυνη επένδυση. Στην συνέχεια η επιπλέον απόδοση (excess return) που δημιουργείται προσαρμόζεται με το συστηματικό κίνδυνο τον οποί εμπεριέχει.

Αλγεβρικά, ο δείκτης είναι ίσος με:

$$T_i = \frac{R_i - R_f}{b_i} \quad (1)$$

R_i = η απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο

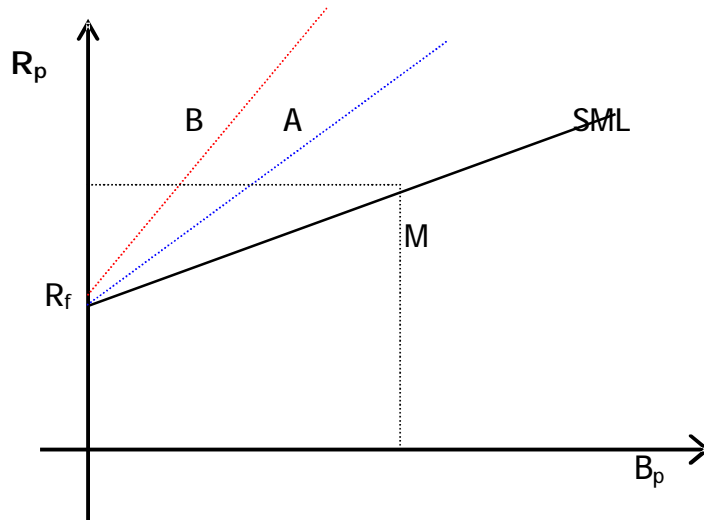
R_f = η ακίνδυνη απόδοση από επανεπένδυση σε έντοκα γραμμάτια του δημοσίου για την ίδια περίοδο

β_i = το συστηματικό κίνδυνο βήτα του αμοιβαίου κεφαλαίου

Ο δείκτης του Treynor είναι απόλυτα σύμφωνος με την επικρατούσα άποψη ότι καλώς διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια εμφανίζουν μόνο συστηματικό κίνδυνο, καθώς μέσω της διαφοροποίησης εξαλείφουν παντελώς το μη συστηματικό κίνδυνο. Άρα χρησιμοποιώντας το συστηματικό κίνδυνο βήτα επιτυγχάνεται η προσαρμογή στην απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου.

Εάν συγκρίνουμε τον δείκτη του Treynor ενός χαρτοφυλακίου με τον αντίστοιχο δείκτη του χαρτοφυλακίου της αγοράς συμπεραίνουμε αν το χαρτοφυλάκιο είχε ανώτερη απόδοση (αναλόγως του συστηματικού κινδύνου). Η σύγκριση των κλίσεων μεταξύ διαφορετικών χαρτοφυλακίων (δηλαδή των δεικτών Treynor των χαρτοφυλακίων) παρέχει τη δυνατότητα κατάταξης των χαρτοφυλακίων.

Τα παραπάνω παρουσιάζονται γραφικά στο διάγραμμα που ακολουθεί.



Τα χαρτοφυλάκια A και B παρουσιάζουν ανώτερη απόδοση από την αγορά ενώ το χαρτοφυλάκιο B υπερτερεί του χαρτοφυλακίου A.

3.10.2 Το μέτρο του Sharpe (1966)

Ο W. Sharpe τροποποίησε το δείκτη του Treynor προτείνοντας ως μέτρο απόδοσης την επιπλέον απόδοση του χαρτοφυλακίου δια της τυπικής απόκλισης των αποδόσεων του. Ο δείκτης του Sharpe έχει ως εξής:

$$S_i = \frac{R_i - R_f}{\sigma_i} \quad (2)$$

R_i = η απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο

R_f = η ακίνδυνη απόδοση από επανεπένδυση σε έντοκα γραμμάτια του δημοσίου για την ίδια περίοδο

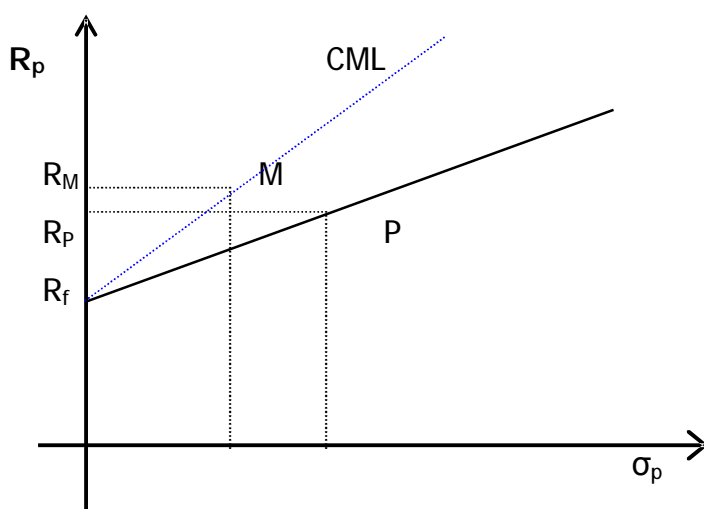
σ_i = ο συνολικός κίνδυνος του χαρτοφυλακίου i

Ο Sharpe αντικατέστησε τη μέτρηση του συστηματικού κινδύνου του αμοιβαίου κεφαλαίου, με το συνολικό κίνδυνο ενός χαρτοφυλακίου σ_i . Φυσικά εάν τα αμοιβαία κεφάλαια είναι πλήρως διαφοροποιημένα δεν αναμένεται σοβαρή διαφορά στην κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων μεταξύ των δυο δεικτών. Διαφορά θα παρουσιασθεί εάν τα αμοιβαία κεφάλαια δεν είναι καλά

διαφοροποιημένα, οπότε ο δείκτης Sharpe θα περιλάβει και το μη συστηματικό κίνδυνο που εισάγει η ατελής διαφοροποίηση με απόκλιση του από το δείκτη Treynor. Έτσι με την χρήση και των δυο δεικτών για την ίδια περίοδο, έμμεσα εξετάζεται και ο βαθμός διαφοροποίησης που επιτυγχάνουν τα αμοιβαία κεφάλαια. Εάν οι διαφορές κατάταξης των αμοιβαίων κεφαλαίων μεταξύ των δυο δεικτών είναι ελάχιστες, τότε θεωρείται ότι τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν επιτύχει μεγάλο βαθμό διαφοροποίησης.

Βέβαια στο βαθμό που εξετάζονται ιστορικές τιμές, προσωρινά γεγονότα μπορεί να έχουν επιφέρει αποκλίσεις στις αποδόσεις που δεν εξηγούνται από συστηματικό κίνδυνο, αλλά αντικατοπτρίζονται στο συνολικό κίνδυνο με μεγαλύτερη ακρίβεια. Για το λόγο αυτό ο συστηματικός κίνδυνος, δηλαδή ο δείκτης Sharpe, επιδεικνύει μεγαλύτερη ικανότητα του κινδύνου σε ιστορικές τιμές.

Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης Sharpe ή δείκτης ανταμοιβής προς μεταβλητότητα (reward to variability ratio), τόσο ελκυστικότερο είναι το αξιολογούμενο χαρτοφυλάκιο καθώς ο επενδυτής απολαμβάνει μεγαλύτερη αποζημίωση για δεδομένο επίπεδο κινδύνου. Ο δείκτης μπορεί να χρησιμοποιηθεί για σχετική κατάταξη αμοιβαίων κεφαλαίων. Ο δείκτης Sharpe αντιστοιχεί στο χαρτοφυλάκιο της αγοράς και μας δίνει την κλίση της γραμμής αγοράς αξιογράφων. Για ένα εξεταζόμενο χαρτοφυλάκιο P, ο δείκτης ισούται με την κλίση της ευθείας γραμμής που συνδέει τη θέση του P με την απόδοση χωρίς κίνδυνο περιουσιακού στοιχείου. Το μέτρο του Sharpe παρουσιάζεται γραφικά στο παρακάτω διάγραμμα.



Το χαρτοφυλάκιο P βρίσκεται κάτω από την CML και συνεπώς έχει κατώτερη απόδοση (ανάλογα με τον συνολικό κίνδυνο) από την απόδοση της αγοράς.

3.10.3 Το μέτρο του Jensen (1968)

Το μέτρο του Jensen βασίζεται όπως και τα μέτρα απόδοσης που αναφέραμε παραπάνω στην θεωρία CAMP. Γενικά ο Jensen ορίζει ως μέτρο της απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου τη διαφορά μεταξύ της πραγματοποιηθείσας απόδοσης του χαρτοφυλακίου στην περίοδο που εξετάζουμε και της απόδοσης που αναμένεται αντιστοιχεί στο συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου για την ίδια περίοδο. Ο δείκτης Jensen που ονομάζεται και δείκτης άλφα είναι ίσος με την διαφορά της απόδοσης του χαρτοφυλακίου από την απόδοση ενός χαρτοφυλακίου πάνω στη γραμμή αξιόγραφου με το ίδιο βήτα.

Ο Jensen χρησιμοποίησε το μέτρο αυτό για να αξιολογήσει την απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Πήρε λοιπόν ιστορικές παρατηρήσεις του μακροοικονομικού περιβάλλοντος (επιτόκια, δείκτης τιμών χρηματιστηρίου). Ο Jensen εξετάζει την στατιστική σημαντικότητα της απόδοσης ενός αμοιβαίου κεφαλαίου να διαφοροποιείται από την απόδοση ενός ακίνδυνου αξιόγραφου, αλλά και από την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς ανάλογα με τον κίνδυνο που εμφανίζει.

Σύμφωνα με τον Jensen η αναμενόμενη απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου i σε μια χρονική περίοδο ισούται με την παρακάτω σχέση:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f] \quad (1)$$

$E(R_i)$ = αναμενόμενη απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου που εξετάζουμε σε μια χρονική περίοδο

R_f = απόδοση του εντόκου γραμματίου ελληνικού δημοσίου

$E(R_m)$ = αναμενόμενη απόδοση του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου

β_i = ο συντελεστής βήτα του αμοιβαίου κεφαλαίου

Η παραπάνω σχέση αναφέρεται σε αναμενόμενες αποδόσεις (ex-ante). Αν υποθέσουμε ότι το CAMP ισχύει εμπειρικά, μπορούμε να την εκφράσουμε σε όρους πραγματοποιηθείσας απόδοσης (ex-post) έως εξής:

$$R_i = R_f + b_i(R_m - R_f) \quad (2)$$

ή

$$R_i - R_f = b_i(R_m - R_f)$$

Σύμφωνα με την σχέση (2) η πραγματοποιηθείσα απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου σε μια περίοδο είναι γραμμική συνάρτηση του περιουσιακού στοιχείου χωρίς κίνδυνο πλέον μιας ανταμοιβής κινδύνου που εξαρτάται από το συστηματικό κίνδυνο του αμοιβαίου κεφαλαίου για την ίδια περίοδο. Ο Jensen για να αξιολογήσει εμπειρικά την απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου χρησιμοποίησε την παρακάτω παλινδρόμηση:

$$R_i - R_f = a_i + b_i(R_m - R_f) + e_i \quad (3)$$

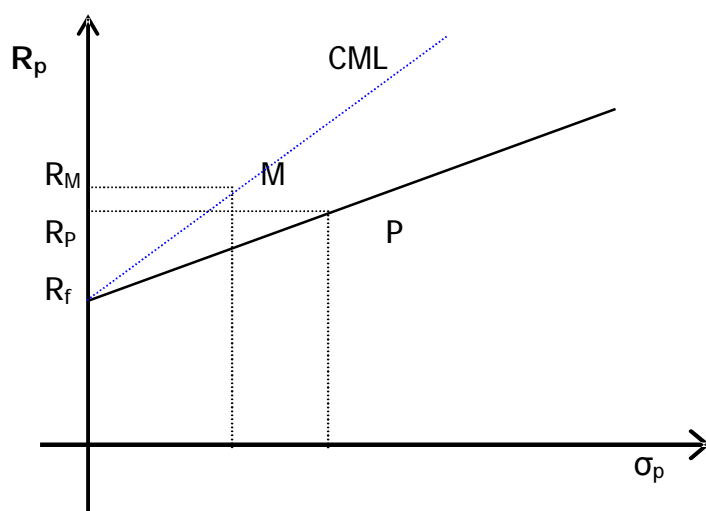
Η χρησιμότητα της τεχνικής Jensen έγκειται στην ικανότητα προσδιορισμού ενός αξιόπιστου a . Στην παλινδρόμηση αυτή το a (άλφα) μετρά την ικανότητα των διαχειριστών να επιτύχουν αποδόσεις οι οποίες υπερβαίνουν την αναμενόμενη απόδοση για τον κίνδυνο που εμφανίζουν και τα επιτόκια που επικρατούν. Σύμφωνα με το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων και στο πλαίσιο μιας αποτελεσματικής κεφαλαιαγοράς, η αναμενόμενη απόδοση των διαχειριστών είναι αυτή που προσδιορίζεται από τη γραμμή αξιόγραφων στο επίπεδο κινδύνου του αμοιβαίου κεφαλαίου. Εφόσον από τις αποδόσεις έχει αφαιρεθεί η απόδοση του ακίνδυνου αξιόγραφου, η παράμετρος a δεν θα πρέπει να διαφέρει από το μηδέν.

Υπάρχουν οι εξής περιπτώσεις:

- Εάν το a είναι στατιστικά σημαντικό και μεγαλύτερο του μηδενός, τότε οι διαχειριστές ενός αμοιβαίου κεφαλαίου έχουν ικανότητες ορθής επιλογής και επιτυγχάνουν αποδόσεις πέραν των αναμενόμενων.
- Εάν το a είναι στατιστικά σημαντικό και μικρότερο του μηδενός, τότε οι διαχειριστές ενός αμοιβαίου κεφαλαίου δεν έχουν την ικανότητα της ορθής

επιλογής των αξιόγραφων και επιτυγχάνουν αποδόσεις χαμηλότερες από τις αναμενόμενες.

Με άλλα λόγια το πρόσημο του α δίνει πληροφορίες αν η διαχείριση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι επιτυχημένη ή όχι. Η στατιστική σημαντικότητα αποτελεί στοιχείο που πιστοποιεί αν υπάρχει επιτυχία ή όχι των διαχειριστών. Ο δείκτης Jensen παρουσιάζεται στο διάγραμμα που ακολουθεί. Η αξία α δίνεται από την κάθετη απόσταση του αξιολογούμενου χαρτοφυλακίου P, από την SML. Θετική αξία α σημαίνει ότι το χαρτοφυλάκιο βρίσκεται πάνω στην SML και έχει ανώτερη επίδοση. Η χρησιμότητα του μέτρου Jensen- σε αντίθεση με το δείκτη Treynor που χρησιμοποιεί μέσα μεγέθη- λαμβάνει υπόψιν του ιστορικές παρατηρήσεις του μακροοικονομικού περιβάλλοντος και δίνει τη δυνατότητα στατιστικού ελέγχου. Σε αναλογία με τον Treynor και ο Jensen υποθέτει ότι το χαρτοφυλάκιο είναι πλήρως διαφοροποιημένο έτσι ώστε ο μοναδικός κίνδυνος που απομένει στο χαρτοφυλάκιο να είναι ο κίνδυνος της αγοράς.



3.10.4 Σύγκριση και κριτική των μέτρων απόδοσης χαρτοφυλακίων

Με την ανάλυση που παρουσιάστηκε παραπάνω τα μέτρα απόδοσης των χαρτοφυλακίων παρουσιάζουν ομοιότητες και διαφορές. Τα μέτρα του Sharpe και Treynor είναι παρόμοια, και τα δυο υπολογίζουν την απόδοση των χαρτοφυλακίων προσαρμοσμένα στον κίνδυνο. Η διαφορά που παρουσιάζουν είναι ότι το μέτρο του Sharpe χρησιμοποιεί τον σύνολο κίνδυνο (συστηματικό και μη συστηματικό κίνδυνο) ενώ το μέτρο του Treynor τον συστηματικό κίνδυνο. Επομένως ο δείκτης Sharpe αξιολογεί τα αμοιβαία κεφάλαια όχι μόνο βάση της απόδοσης αλλά και της διαφοροποίησης. Όταν λοιπόν τα αμοιβαία κεφάλαια είναι πλήρως διαφοροποιημένα δεν αναμένεται σοβαρή διαφορά στην κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων μεταξύ των δυο δεικτών. Διαφορά θα παρουσιαστεί εάν τα χαρτοφυλάκια (αμοιβαία κεφάλαια) δεν είναι καλά διαφοροποιημένα, οπότε ο δείκτης Sharpe θα περιλάβει και το μη συστηματικό κίνδυνο που εισάγει η ατελής διαφοροποίηση με αποτέλεσμα την απόκλιση του από το δείκτη Treynor. Σε αυτή την περίπτωση ο δείκτης του Treynor κατατάσσει τα χαρτοφυλάκια υψηλότερα από τον δείκτη του Sharpe. Όταν χρησιμοποιούνται ιστορικές τιμές, προσωρινά γεγονότα μπορεί να έχουν επιφέρει αποκλίσεις στις αποδόσεις. Οι αποκλίσεις αυτές εξηγούνται καλύτερα από τον συνολικό κίνδυνο και όχι τόσο από τον συστηματικό. Για τον λόγο αυτόν ο δείκτης του Sharpe που περιέχει τον συνολικό κίνδυνο επιδεικνύει μεγαλύτερη ικανότητα του κινδύνου σε ιστορικές στιγμές. Ο δείκτης του Treynor είναι πιο αποτελεσματικός στο να προβλέπει μελλοντικές τιμές και επομένως να προβλέπει την αποτελεσματικότητα των χαρτοφυλακίων (αμοιβαίων κεφαλαίων).

Και τα δυο μέτρα χρησιμοποιούνται καθώς παρέχουν διαφορετική και συμπληρωματική πληροφορία. Οι δείκτες αυτοί μας δίνουν σχετική πληροφορία για τα χαρτοφυλάκια και όχι απόλυτη. Μας πληροφορούν αν η απόδοση ενός χαρτοφυλακίου είναι μεγαλύτερη ή μικρότερη από την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς αλλά δεν μας πληροφορούν για το πόσο μεγαλύτερη ή μικρότερη είναι με βάση τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου. Επιπλέον στερούνται την δυνατότητα στατιστικού ελέγχου. Τα κενά του δείκτη του Sharpe και του Treynor ήρθε να καλύψει το μέτρο του Jensen. Το

μέτρο του Jensen που μας δίνει την απόλυτη πληροφορία για την απόδοση των χαρτοφυλακίων σε σχέση με τον κίνδυνο. Επίσης δίνει την δυνατότητα ελέγχου της στατιστικής σημαντικότητας της διαφοράς από την απόδοση της αγοράς.

Όλα τα κριτήρια έχουν υποστεί μεγάλη κριτική. Τα σύνθετα μέτρα αξιολόγησης της απόδοσης των χαρτοφυλακίων, όπως είναι το κριτήριο του Treynor και Jensen, βασίζονται στις υποθέσεις του CAMP. Ωστόσο τα αξιόγραφα μπορούν να αποτιμηθούν και με άλλα υποδείγματα όπως το APT (Arbitrage Pricing Theory). Αν λοιπόν χρησιμοποιήσουμε τα κριτήρια αυτά θα οδηγηθούμε σε λάθος συμπεράσματα. Το κριτήριο του Sharpe δεν αναφέρεται στην κριτική αυτή καθώς χρησιμοποιεί το συνολικό κίνδυνο ως μέτρο του κινδύνου.

Άλλο στοιχείο που έχει υποστεί κριτική είναι το περιουσιακό στοιχείο άνευ κινδύνου. Στα κριτήρια του Sharpe, Treynor και Jensen χρησιμοποιούμε ένα περιουσιακό στοιχείο άνευ κινδύνου για να αξιολογήσουμε την απόδοση των χαρτοφυλακίων, όπως το Έντοκό Γραμμάτιο Δημοσίου ή κάποιο κρατικό ομόλογο. Υποθέτουν λοιπόν τα κριτήρια απόδοσης ότι οι επενδυτές μπορούν να δανείζουν και να δανείζονται με επιτόκιο χωρίς κίνδυνο. Αυτή η υπόθεση δεν είναι σωστή καθώς στη πράξη οι επενδυτές μπορούν να δανειστούν με υψηλότερο επιτόκιο από αυτό από το ύψος του επιτοκίου του ΕΓΔ.

3.10.5 Το υπόδειγμα Treynor – Mazuy (1966)

Οι Treynor – Mazuy (1966), τροποποίησαν το υπόδειγμα του Jensen, προσθέτοντας έναν ακόμα συντελεστή προκειμένου να εξετάσουν τις ικανότητες χρονικής τοποθέτησης (timing ability) των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων. Έτσι η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου προσδιορίζεται πλέον έως εξής:

$$R_p - R_f = a_p + b_p(R_m - R_f) + c_p(R_m - R_f)^2 + e_p$$

Όπου

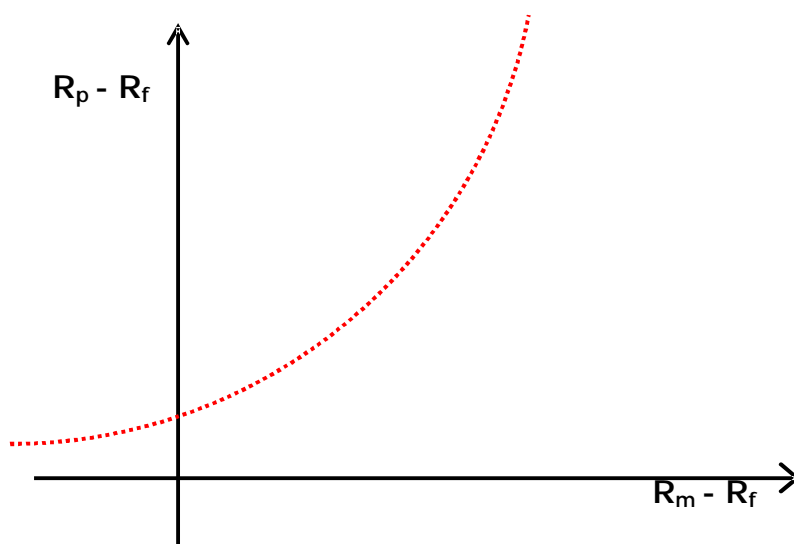
R_p = μέση απόδοση του υπό αξιολόγηση χαρτοφυλακίου p

R_f = μέση απόδοση περιουσιακού στοιχείου άνευ κινδύνου

a_p, β_p, c_p = παράμετροι προς εκτίμηση

ε_p = τυχαίο σφάλμα

Η παλινδρόμηση λοιπόν που προκύπτει είναι όμοια με εκείνου του Jensen με τη διαφορά ότι οι ερευνητές έχουν προσθέσει τον όρο $c_p(R_m - R_f)^2$ ο οποίος συμβάλλει στην καμπυλότητα του διαγράμματος.



Στατιστικά σημαντικές θετικές τιμές του a_p και c_p υποδεικνύουν την ικανότητα επιλογής και χρονικής τοποθέτησης των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων. Αντίθετα σημαντικές αρνητικές τιμές των παραμέτρων a_p και c_p υποδεικνύουν έλλειψη ικανότητας από μέρους των διαχειριστών να τοποθετήσουν χρονικά και να επιλέξουν υποτιμημένα αξιόγραφα.

Οι Treynor και Mazuy (1966) χρησιμοποίησαν ετήσιες αποδόσεις για 57 αμοιβαία κεφάλαια και διαπίστωσαν ικανότητα συγχρονισμού για ένα αμοιβαία κεφάλαια κατά την περίοδο 1953-1962.

Οι Cumby και Glen (1990) χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα των Treynor και Mazuy μελέτησαν την ικανότητα συγχρονισμού 15 διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων κανένα από τα οποία δεν εμφάνισε θετικό και στατιστικά σημαντικό συντελεστή c_p . Αντίθετα όλοι οι συντελεστές c_p ήταν αρνητικοί και

στατιστικά σημαντικοί με αποτέλεσμα οι διαχειριστές να χαρακτηρίζονται ως ανεπαρκείς να προβλέψουν σωστά την μελλοντική πορεία της αγοράς.

3.10.6 Το υπόδειγμα Henriksson-Merton (1981)

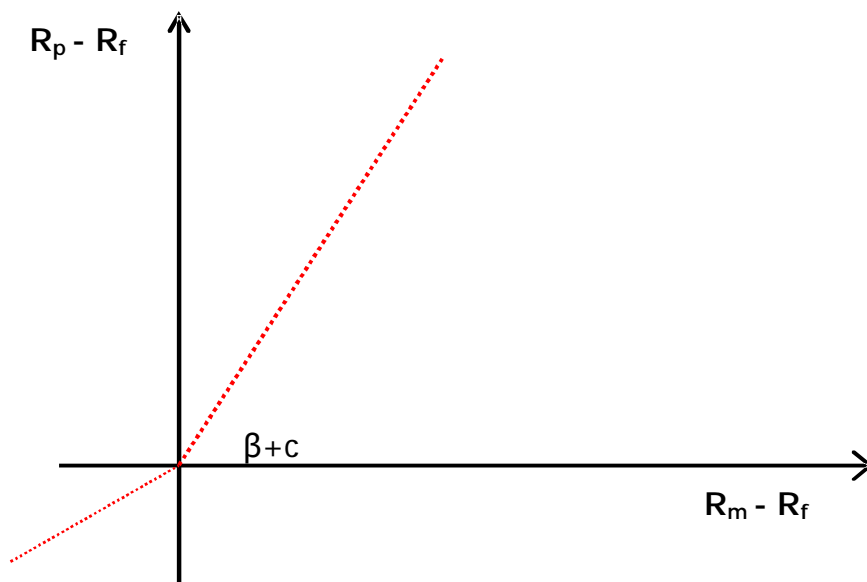
Παρόμοια μέθοδο πρότειναν οι Henriksson-Merton (1981) αλλά σε πιο απλουστευμένη μέθοδο. Η διαφορά με το υπόδειγμα Treynor-Mazuy είναι ότι η τιμή του συστηματικού κινδύνου και χαρτοφυλακίου μπορεί να πάρει δυο μόνο τιμές: μια υψηλή τιμή αν η αγορά είναι ανοδική και μια χαμηλή αν η αγορά είναι καθοδική. Αντίθετα οι Treynor και Mazuy υποθέτουν ότι η τιμή του βήτα διακυμαίνεται μεταξύ πολλών τιμών ανάλογα με το μέγεθος της διαφοράς της απόδοσης της αγοράς από το χωρίς κίνδυνο περιουσιακό στοιχείο. Σε σχέση με τον Jensen το υπόδειγμα Henriksson-Merton δίνει την δυνατότητα για διάκριση διαφορετικών μεριδίων από μικρο-προβλέψεις και από μακρο-προβλέψεις στην απόδοση του χαρτοφυλακίου.

Η παλινδρόμηση του Henriksson-Merton έχει την μορφή:

$$R_p - R_f = a_p + b_p(R_m - R_f) + c_p(R_m - R_f)D + e_p$$

$$\Leftrightarrow D=0 \text{ αν } R_m \leq R_f$$

$$\Leftrightarrow D=0 \text{ αν } R_m > R_f$$



Ο συντελεστής a_p ελέγχει την επιλεκτική ικανότητα του διαχειριστή και ο συντελεστής β_p την ικανότητα συγχρονισμού. Ένας θετικός και στατιστικά σημαντικός συντελεστής β_p δείχνει την ικανότητα μακρο-προβλέψεων των διαχειριστών. Σύμφωνα με τους Henriksson-Merton (1981) η εκτίμηση του υποδείγματος με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων δίνει εκτιμητές χωρίς τις επιθυμητές ιδιότητες εξαιτίας της ετεροσκεδαστικότητας των καταλοίπων. Όπως και στο υπόδειγμα των Treynor-Mazuy θετικά και στατιστικά σημαντική τιμή του εκτιμητή c_p συνεπάγεται ικανότητα συγχρονισμού. Αν το c_p είναι θετικό ο διαχειριστής άλλαξε τη διάθρωση του χαρτοφυλακίου του με αποτέλεσμα να είναι πιο επικίνδυνο στις ανοδικές αγορές και λιγότερο επικίνδυνο στις καθοδικές.

Ο Henriksson (1984) εκτίμησε την εξίσωση με 116 αμοιβαία κεφάλαια για την περίοδο 1968-1980 και δεν διαπίστωσε την ύπαρξη ικανότητας συγχρονισμού για την πλειοψηφία των χαρτοφυλακίων.

3.11 Συγχρονισμός και επιλεκτικότητα

Η αποδοτικότητα που επιτυγχάνουν τα αμοιβαία κεφάλαια είναι ένα πρώτο στοιχείο που υποδηλώνει την ύπαρξη ικανότητας των διαχειριστών να εφαρμόσουν κατάλληλη επενδυτική πολιτική. Όμως δε θα πρέπει να παραληφθεί το γεγονός ότι η καλή αποδοτικότητα σε ένα συγκεκριμένο έτος, μπορεί να οφείλεται σε τυχαίους παράγοντες και εξελίξεις στην αγορά και όχι στις ικανότητες των διαχειριστών. Για να διαπιστωθούν τυχόν ικανότητες που έχουν οι διαχειριστές, θα πρέπει να υπάρχει χρονική συνέχεια και συνέπεια στην αποδοτικότητα.

Η ύπαρξη διαχειριστικών ικανοτήτων σε ορισμένους διαχειριστές εξ ορισμού έχει άμεση σχέση με την επαναληπτικότητα στις σχετικές αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων. Αυτό σημαίνει ότι διαχειριστές με επαναλαμβανόμενες επιτυχίες θεωρούνται διαχειριστές με σημαντικές ικανότητες, το αντίθετο συμβαίνει για διαχειριστές που έχουν συνεχώς αποτυχίες. Βέβαια σε μια ανταγωνιστική αγορά, οι συνεχείς αποτυχίες θα πρέπει να οδηγήσουν, είτε σε διάλυση του αμοιβαίου κεφαλαίου ή σε απόρριψη των ανίκανων διαχειριστών. Επιπλέον σε μια ώριμη αγορά, η διαδικασία μάθησης βοηθά τους διαχειριστές που δεν διαθέτουν μεγάλη πείρα να βελτιώσουν τις ικανότητες τους με το πέρασμα του χρόνου.

Η ικανότητα των διαχειριστών αποτυπώνεται στην αποδοτικότητα του αμοιβαίου κεφαλαίου άσχετα με ποιο τρόπο εκφράζεται στο πλαίσιο της εφαρμογής της επενδυτικής πολιτικής. Ο Fama (1972) διχοτόμησε τις δεξιότητες πρόβλεψης των διαχειριστών χαρτοφυλακίων θα μπορούσαν να χωριστούν σε δύο ευδιάκριτες κατηγορίες: (1) ικανότητες για τις προβλέψεις των κινήσεων των τιμών για δεδομένες μετοχές (π.χ. μικρο-προβλέψεις) και (2) ικανότητες για τις προβλέψεις των κινήσεων των τιμών του χαρτοφυλακίου της αγοράς (π.χ. μακρο-προβλέψεις).

Οι μικρο-προβλέψεις ή ανάλυση αξιόγραφων (security analysis) ή επιλεκτικότητα (selectivity) αναφέρονται στον εντοπισμό συγκεκριμένων αξιόγραφων που είναι υπό ή υπερεκτιμμένα σε σχέση με την συνολική αγορά. Οι διαχειριστές στα πλαίσια θεωρίας του CAPM προσπαθούν να βρουν αξιόγραφα των οποίων οι αναμενόμενες αποδόσεις δεν βρίσκονται πάνω στην

SLM. Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίου που έχουν την ικανότητα να προβλέπουν σωστά τις εξελίξεις της αγοράς μπορούν να αλλάζουν την σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους σύμφωνα με αυτές πραγματοποιώντας υψηλές αποδόσεις.

Οι μακρο-προβλέψεις ή συγχρονισμός (market timing) αναφέρεται στην ικανότητα των διαχειριστών να προβλέπουν τις μελλοντικές αποδόσεις του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Μια μακρο-πρόβλεψη θα προσπαθήσει να ενσωματώσει κάθε προσδοκία που μπορεί να έχει σχετικά με τη συμπεριφορά της απόδοσης της αγοράς στην επόμενη περίοδο. Ο διαχειριστής προσπαθεί να προσαρμόσει τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου στις διάφορες κινήσεις της αγοράς.

Η ικανότητα των διαχειριστών αποτυπώνεται στην αποδοτικότητα του αμοιβαίου κεφαλαίου άσχετα με ποιο τρόπο εκφράζεται στο πλαίσιο της εφαρμογής της επενδυτικής πολιτικής. Μπορεί όμως να διακριθεί σε δυο βασικές διαστάσεις: ικανότητα επιλογής αξιογράφων και ικανότητα επιλογής χρονικής τοποθέτησης. Η δυνατότητα διάκρισης μεταξύ των δυο ικανοτήτων επιτρέπει την αξιολόγηση των διαχειριστών με βάση τις υπηρεσίες που προσφέρουν.

3.11.1 Ικανότητα επιλογής αξιογράφων (επιλεκτικότητα)

Ένα από τα βασικά καθήκοντα των διαχειριστών είναι η επιλογή αξιογράφων στο χαρτοφυλάκιο από ένα μεγάλο αριθμό αξιογράφων που υπάρχουν στην αγορά. Οι διαχειριστές προσπαθούν να δημιουργήσουν καλά διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια με δυνητική απόδοση μεγαλύτερη της προσδοκώμενης. Με άλλα λόγια η ανεύρεση και η αγορά χαρτοφυλακίων που είναι υποτιμημένα και η πώληση χαρτοφυλακίων που είναι υπερτιμημένα είναι δραστηριότητες που θα συνεισφέρουν στη μεγιστοποίηση των αποδόσεων και χαρακτηρίζουν την ικανότητα επιλογής αξιογράφων των διαχειριστών. Έλλειψη αυτής της ικανότητας δεν θα επιτρέψει τη μεγιστοποίηση των αποδόσεων και μπορεί να επηρεάσει αρνητικά την αποδοτικότητα του αμοιβαίου κεφαλαίου εφόσον στα άλλα αμοιβαία κεφάλαια οι διαχειριστές έχουν ικανότητα επιλογής αξιογράφων.

Ο Jensen (1968) προσπάθησε να μετρήσει μέσω του άλφα τη συνολική ικανότητα των διαχειριστών να επιτύχουν αποδόσεις πέραν των προσδοκώμενων από το επίπεδο κινδύνου στο οποίο είναι εκτεθειμένες. Με τιμές του άλφα όχι στατιστικά σημαντικά διαφορετικές από το μηδέν, ο Jensen δεν διαπίστωσε την ύπαρξη καμίας από τις δυο ικανότητες. Ωστόσο επειδή η έλλειψη μιας ικανότητας δεν υποδηλώνει την έλλειψη της άλλης, είναι πιθανόν η ύπαρξη της μιας να εξουδετερώνεται από την έλλειψη ή αδυναμία της άλλης.

Την ικανότητα επιλογής αξιογράφων των διαχειριστών μελέτησαν και οι Ferson και Schadt (1996). Υποστήριξαν ότι τα κλασικά υποδείγματα είναι ανεπαρκή και εισήγαγαν νέες μεταβλητές που αντικατοπτρίζουν την κατάσταση στο επενδυτικό περιβάλλον. Τέτοιοι παράγοντες είναι η μερισματική απόδοση, το ύψος των επιτοκίων κ.α.

3.11.2 Ικανότητα επιλογής χρονικής τοποθέτησης (συγχρονισμός)

Πέρα από την ορθή επιλογή αξιογράφων οι διαχειριστές αναμένεται να έχουν την ικανότητα να τοποθετούνται χρονικά κατάλληλα στην αγορά, την ικανότητα συγχρονισμού. Για παράδειγμα εάν ο γενικός δείκτης του χρηματιστηρίου παρουσιάζει άνοδο, οι ικανοί διαχειριστές θα πρέπει να έχουν ήδη αγοράσει αξιόγραφα. Σε αντίθετη περίπτωση, δηλαδή σε περίπτωση που ο γενικός δείκτης του παρουσιάζει κάθοδο, οι ικανοί διαχειριστές θα πρέπει να έχουν ήδη πουλήσει αξιόγραφα. Η επιλογή κατάλληλης χρονικής τοποθέτησης στην αγορά αποδίδει σημαντικά υψηλές αποδόσεις. Χαρακτηρίζεται από την πρόβλεψη της μεταβολής του δείκτη του χρηματιστηρίου και για το λόγο αυτό κυρίως χρησιμοποιείται η τεχνική ανάλυση. Στρατηγικές χρονικής τοποθέτησης εκτελούνται μόλις ο δείκτης χρηματιστηρίου φθάσει συγκεκριμένα σημεία στήριξης. Τα σημεία αυτά προσδιορίζονται από διάφορες τεχνικές ανάλυσης, αλλά συχνά καταλήγουν να είναι τα ίδια για ένα αριθμό τεχνικών αναλύσεων και διαχειριστών. Το αποτέλεσμα της ταυτόχρονης εφαρμογής παρόμοιων στρατηγικών, συχνά να επιτείνει την πτώση ή την άνοδο του χρηματιστηρίου εισάγοντας μεγάλη μεταβλητότητα και απειλώντας με αποσταθεροποίηση ολόκληρη την αγορά.

3.11.3 Επαναληπτικότητα αποδόσεων

Ένα άλλο θέμα που είναι άρρηκτα συνδεδεμένο με τις ικανότητες των διαχειριστών είναι η επαναληπτικότητα στην αποδοτικότητα που επιτυγχάνουν. Η ανάλυση αυτού του φαινομένου βοηθά στην κατανόηση των ικανοτήτων που έχουν οι διαχειριστές να επαναλαμβάνουν τις επιτυχίες τους επιλέγοντας κατάλληλα αξιόγραφα στο χαρτοφυλάκιο και αναλαμβάνοντας σωστές χρονικές θέσεις στην κεφαλαιαγορά. Είναι γεγονός ότι η καλή αποδοτικότητα σε ένα συγκεκριμένο έτος μπορεί να οφείλεται σε τυχαίους παράγοντες και εξελίξεις στην κεφαλαιαγορά και όχι στις ικανότητες που μπορεί να έχουν οι διαχειριστές. Για να διαπιστωθούν οι ικανότητες που διαθέτουν οι διαχειριστές, θα πρέπει να υπάρχει χρονική συνέχεια και συνέπεια στην αποδοτικότητα και στην κατάταξη της βαθμολογίας. Αν δηλαδή ένα αμοιβαίο κεφάλαιο έχει επιτύχει καλή αποδοτικότητα το ένα έτος αναμένεται να συνεχίσει παρόμοια αποδοτικότητα και στο μέλλον. Αντίθετα, αν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο έχει κατατάξει σε κακή αποδοτικότητα το ένα έτος είτε για λόγους τυχαίους ή κακής επενδυτικής πολιτικής, θα πρέπει στα επόμενα έτη να αντιστρέψει την εικόνα του και να οδηγηθεί σε καλή αποδοτικότητα.

Ο βαθμός της επαναληπτικότητας της απόδοσης ερευνήθηκε από τις πρώτες προσπάθειες ανάλυσης των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ο Sharpe (1996) διαπίστωσε ότι ο δείκτης Sharpe και ιδιαίτερα ο δείκτης Treynor οδηγούν σε ικανή πρόβλεψη της αποδοτικότητας για επόμενη δεκαετία με βάση την κατάταξη την προηγούμενη δεκαετία. Αντίθετα ο Jensen δεν αναγνώρισε σημαντικά πιθανότητα επανάληψης μιας καλής απόδοσης την επόμενη περίοδο. Οι Hendricks, Patel και Zeckhauser (1993), Goetzmann και Ibbotson και Brown και Goetzmann (1995) αποδίδουν την επαναληπτικότητα των αποδόσεων στο φαινόμενο της «επιτυχίας που ακολουθεί την επιτυχία» (hot hands), δηλαδή αμοιβαία κεφάλαια που έχουν πρόσφατα επιτύχει καλές αποδόσεις συνεχίζουν τις καλές αποδόσεις και στο άμεσο μέλλον.

Στην συνέχεια της εργασίας παρουσιάζονται περισσότερα για τα αποτελέσματα εμπειρικών μελετών σε σχέση με τη επαναληπτικότητα της απόδοσης των διαχειριστών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ



4.1. Εμπειρικές μελέτες με τα μέτρα Sharpe, Treynor Jensen

4.1.1. William F. Sharpe – “Mutual Fund Performance”

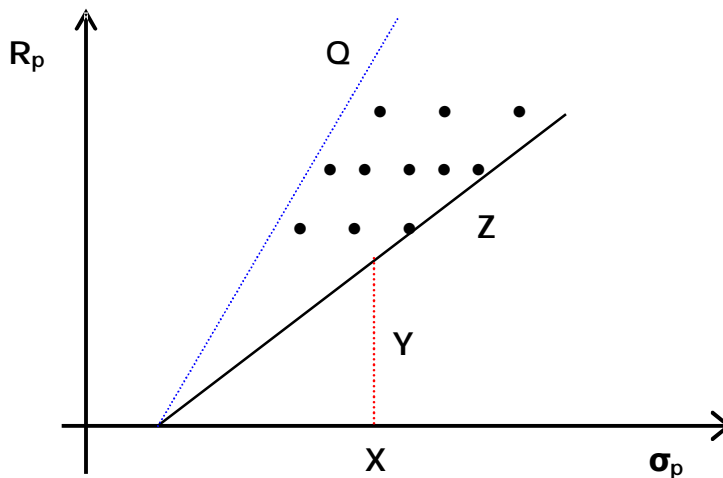
Με την θεωρία του χαρτοφυλακίου ασχολήθηκε ο Treynor ο οποίος την χρησιμοποίησε και προτείνει ένα τρόπο πρόβλεψης της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων που διέφερε από όλους τους άλλους συνδυάζοντας την διακύμανση της απόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου με έναν απλό και κατανοητό τρόπο. Αυτή η μελέτη θα προσπαθήσει να επεκτείνει την δουλειά του Treynor χρησιμοποιώντας το μέτρο του ώστε να αξιολογήσει την ικανότητα πρόβλεψης. Αλλά θα προσπαθήσει να κάνει και κάτι παραπάνω, να κάνει πιο σαφή τις σχέσεις μεταξύ των πρόσφατων επεκτάσεων στη θεωρία κεφαλαίου και τα εναλλακτικά μοντέλα της αξιολόγησης της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων και να τοποθετήσει τα εναλλακτικά μοντέλα σε πρακτικά τεστ.

Ο Sharpe εξέτασε τριάντα τρία αμοιβαία κεφάλαια ανοικτής περιόδου για την περίοδο 1954-1963. Ο ετήσιος ρυθμός της απόδοσης για ένα αμοιβαίο κεφάλαιο βασίζεται στο άθροισμα των μερισμάτων, στην διανομή των κερδών και στις αλλαγές της καθαρής αξίας του ενεργητικού, είναι δηλαδή ένα μέτρο της καθαρής απόδοσης δηλαδή ακαθάριστη απόδοση εκτός έξοδα διαχείρισης και διοίκησης. Η κλίμακα για τα έξοδα είναι από 0,25% μέχρι 1,5% του καθαρού ενεργητικού.

Ο τύπος που χρησιμοποιείται είναι:

$$A = p + \left[\frac{A_i - p}{V_i} \right] V$$

Μελετώντας το αμοιβαίο κεφάλαιο i και δανείζοντας ή πουλώντας με επιτόκιο άνευ κινδύνου p , ένας επενδυτής θα βρισκόταν πάνω σε μια γραμμή που δίνεται από την φόρμουλα αυτή. Στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής το 1953 η πιθανότητα ήταν μεγάλη στο να αγοράσει κανείς ένα ομόλογο κρατικό σε μια τιμή που θα έδινε εγγύηση για μια απόδοση 3% αν το κρατούσε μέχρι την λήξη. Χρησιμοποιώντας το 3% σαν τιμή του p για την Boston Fund, φαίνεται στο σημείο Y . Έτσι εξάγεται η γραμμή PYZ , όπως φαίνεται στο παρακάτω διάγραμμα. Η Incorporated Investors φαίνεται από το σημείο Q που μπορεί να πάρει οποιοδήποτε συνδυασμό μεταξύ PQ . Η γραμμή PYZ δίνει καλύτερα αποτελέσματα καθώς κάθε επίπεδο κινδύνου προσφέρει μεγαλύτερη κατά μέσο όρο απόδοση. Πράγματι, η κλίση της καμπύλης είναι ένα χρήσιμο μέτρο της αποδοτικότητας που περιλαμβάνει τον κίνδυνο και την απόδοση. Για το Boston Fund ο δείκτης της απόδοσης προς τον κίνδυνο είναι ίσος με την απόδοση XP , όπως φαίνεται στο διάγραμμα 1, με την απόδοση XY . Όσοι μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο μεγαλύτερη η αποδοτικότητα.



Μια εναλλακτική ερμηνεία του δείκτη είναι το R/V . Ο αριθμητής δείχνει την διαφορά ανάμεσα στην μέση ετήσια απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου και στο

καθαρό επιτόκιο, δηλαδή είναι η ανταμοιβή που δίνεται στον επενδυτή για τον κίνδυνο που παίρνει. Ο παρονομαστής έχει την τυπική διακύμανση της ετήσιας απόδοσης, δείχνει τον κίνδυνο που ενέχει. Ο δείκτης αυτός μας δίνει την ανταμοιβή για κάθε μονάδα κινδύνου (μεταβλητότητα). Ο δείκτης αυτός υπολογίστηκε για τα 34 αμοιβαία κεφάλαια. Οι τιμές ποικίλουν, από 0,78 (Boston Fund) σε 0,43 (Incorporated Investors).

Αυτοί που βλέπουν την αγορά ως τέλεια και τους διαχειριστές σαν καλούς για διαφοροποίηση θα αναφέρουν ότι οι διαφορές είναι είτε παροδικές είτε λόγω της εξόδου κάποιων αμοιβαίων κεφαλαίων από την αγορά. Άλλοι αναφέρουν ότι οι διαφοροποιήσεις είναι επίμονες και μπορούν να αποδοθούν στις διαφορές των ικανοτήτων των διαχειριστών. Στην μελέτη αυτή γίνεται μια προσπάθεια να εξεταστούν οι εναλλακτικές προτάσεις, χρησιμοποιούνται δεδομένα πριν το 1954 για να γίνουν προβλέψεις για τα έτη από το 1954 έως το 1963 και να μπορέσει ο μελετητής να κάνει συγκρίσεις με τις αποδόσεις των αξιόγραφων που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό του Dow-Jones.

Στην συνέχεια της μελέτης γίνεται μια προσπάθεια να βρεθεί κατά πόσο οι αποδόσεις διαφέρουν μέσα στον χρόνο. Για τον υπολογισμό των δεικτών R/V για την δεκαετία πριν από αυτή που εξετάζουμε (1954-1963) χρησιμοποιήθηκαν οι αποδόσεις 34 αμοιβαίων κεφαλαίων από το 1944 έως το 1953. Έτσι παράχθηκε ο παρακάτω πίνακας. Αυτό που παρατηρήθηκε είναι ότι αμοιβαία κεφάλαια που ήταν χαμηλά σε απόδοση είχαν την τάση να είναι χαμηλά και στην επόμενη περίοδο. Ο επενδυτής που επιλέγει 1 από τα 17 καλύτερα αμοιβαία κεφάλαια στην πρώτη περίοδο έχει 11/6 πιθανότητα να κρατήσει 1 από τα 17 καλύτερα στην δεύτερη περίοδο. Υπάρχουν πολλές διαφορές στις επιδόσεις, ωστόσο δεν μπορούν να βρεθούν οι πηγές των διαφορών.

χειρότερα	6	11
καλύτερα	11	6
	καλύτερα	χειρότερα

Ένα μέρος της μελέτης του Sharpe ασχολείται με τον μέτρο του Treynor. Στο δείκτη του Treynor χρησιμοποιείται όχι ο συνολικός κίνδυνος αλλά τον κίνδυνο για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο:

$$TI = \frac{A_i - p}{B_i}$$

Συγκρίνοντας τα δυο μέτρα του Sharpe και του Treynor παρατηρούμε ότι δίνουν παρόμοια αποτελέσματα.

χειρότερα	2	15
καλύτερα	15	2
	καλύτερα	χειρότερα

Καθώς τα αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος είναι καλά διαφοροποιημένα δεν είναι έκπληξη ότι έχουν παρόμοια διακύμανση. Και το κόστος χρησιμοποίησης του TI σαν μέτρο είναι σχετικά χαμηλό καθώς καθρεπτίζει τον δείκτη R/V αρκετά καλά. Ωστόσο αν δεν υπάρχει διαφοροποίηση τα αποτελέσματα είναι διαφορετικά καθώς ο TI δεν μπορεί να συλλάβει την αναλογία της μεταβλητότητας που οφείλεται σε έλλειψη διαφοροποίησης. Για το λόγο αυτό είναι κατώτερο μέτρο για παλιές αποδόσεις. Είναι όμως ανώτερο για να προβλέψει μελλοντικές αποδόσεις.

Τελικά χρησιμοποιώντας το TI για δεδομένα της χρονικής περιόδου 1944-1953 τα αποτελέσματα που βγήκαν ήταν καλύτερα από πριν. Η αναλογία έγινε 5 (11 σε 6) και συσχέτιση υψηλότερη, -0,454 αντί -0,360.

Άλλο μέρος της μελέτης είναι η παρουσίαση της σχέσης ανάμεσα στα έξοδα και την επίδοση των 34 αμοιβαίων κεφαλαίων. Για το χρονικό διάστημα που μελετήθηκε ο δείκτης των εξόδων ποικίλει από 0,27% του καθαρού ενεργητικού μέχρι 0,49%. Τα αποτελέσματα είναι κυνικά: υψηλή επίδοση συνεπάγεται χαμηλά έξοδα. Αυτό που βγαίνει σαν συμπέρασμα είναι ότι ο δείκτης εξόδων δίνει

καλύτερες εκτιμήσεις από τον δείκτη του Treynor, άλλοι βέβαια υποστηρίζουν ότι οι δυο δείκτες είναι σχεδόν το ίδιο (είναι 5 και 12). Υπάρχει και μια τρίτη υπόθεση ότι ο δείκτης εξόδων είναι φτωχός εκτιμητής σε σχέση με το TI. Η απλή παλινδρόμηση χρησιμοποιώντας αληθινές τιμές δίνει ένα βαθμό συσχέτισης - 0,3746 (ενώ ο TI +0,4008) με t-value -0,229 (από +0,247). Τελικά αποδεικνύεται σωστή στρατηγική είναι η επιλογή αμοιβαίου κεφαλαίου με χαμηλό δείκτη εξόδων.

Στο τέλος της μελέτης αυτής γίνεται μια προσπάθεια να συγκρίνει τα αμοιβαία κεφάλαια που εξετάζει με ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, όπως τα 30 αξιόγραφα που συνθέτουν τον δείκτη Dow Jones από βιομηχανικές εταιρίες. Αφού υπολογίζεται ο δείκτης R/V διαπιστώνεται ότι 19 αμοιβαία κεφάλαια ήταν καλύτερα από αυτά του δείκτη Dow Jones και 15 χειρότερα. Αν και άλλη ομάδα αμοιβαίων κεφαλαίων θα έδινε διαφορετικά αποτελέσματα, είναι πιθανόν ο μέσος όρος των αμοιβαίων κεφαλαίων να είναι χειρότερος από το χαρτοφυλάκιο Dow Jones για την περίοδο 1954-1963. Ωστόσο θα ήταν επικίνδυνο να γενικευτούν τα αποτελέσματα των 10 ετών.

4.1.2 Jensen C. Michael - "The performance of mutual funds in the period 1945-1964"

Το δείγμα που χρησιμοποίησε ο Jensen C. Michael για την μελέτη του αποτελείται από τις αποδόσεις των χαρτοφυλακίων για 115 αρχικά - τελικά αμοιβαία κεφάλαια για τα οποία τα καθαρά διαθέσιμα κεφάλαια και οι πληροφορίες σχετικά με τα μερίσματα ήταν διαθέσιμα στην Investment Companies του Wiesenberger για τη δεκαετή περίοδο 1955 – 64. Ετήσια δεδομένα συγκεντρώθηκαν για την περίοδο 1955 – 64 για όλα τα 115 κεφάλαια και όσες περισσότερες επιπρόσθετες παρατηρήσεις ήταν δυνατό συγκεντρώθηκαν επίσης για αυτά τα κεφάλαια στην περίοδο 1945 – 54. Για αυτήν την πρωτύτηρη περίοδο, 10 χρόνια ολοκληρωμένων δεδομένων αποκτήθηκαν για 56 από τα πρωτότυπα 115 κεφάλαια.

Η μελέτη παρουσιάζει (πίνακας 1) κάποιες περιληπτικές στατιστικές των κατανομών κατά συχνότητες των εκτιμήσεων της παλινδρόμησης των παραμέτρων της εξίσωσης $\bar{R}_{jt} - R_{ft} = a_j + b_j[R_{mt} - R_{ft}] + u_{jt}$ για όλα τα 115 αμοιβαία κεφάλαια χρησιμοποιώντας όλα τα δεδομένα του δείγματος που είναι διαθέσιμα για το κάθε κεφάλαιο στην περίοδο 1945 – 64.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΑ 115 Α/Κ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1945-1964					
Στοιχεία	Μέσος όρος	Μέση αξία	Ελάχιστη τιμή	Μέγιστη τιμή	Μέση τυπική απόκλιση
\hat{a}	-0,011	-0,009	-0,080	0,058	0,016
\hat{b}	0,840	0,848	0,219	1,405	0,162
\hat{r}^2	0,865	0,901	0,445	0,977	0,074
$\hat{r}(u_t, u_{t-1})$	-0,077	-0,064	-0,688	0,575	0,211
n	17,0	19,0	10,0	20,0	3,12

Ο πίνακας παρουσιάζει το μέσο, το διάμεσο, τις ακραίες τιμές, και τη μέση απόλυτη απόκλιση των 115 εκτιμήσεων των α , β , r^2 , και $\rho(u_t, u_{t-1})$ (η πρώτη αυτοσυσχέτιση των υπολειπομένων). Όπως μπορεί να διαπιστωθεί στον πίνακα η μέση σταθερά ήταν -0.011 με μία ελάχιστη τιμή του 0.078 και μία μέγιστη τιμή του 0.058. Αφήνουμε πίσω τη λεπτομερή ανάλυση των όσων απορρέουν από αυτές τις σταθερές που υπολογίσαμε, για την ώρα.

Από τη στιγμή που η μέση αξία του β ήταν μόνο 0.840, κατά μέσο όρο αυτά τα κεφάλαια έτειναν να συνιστούν χαρτοφυλάκια που ήταν λιγότερο επισφαλής εν συγκρίσει με το χαρτοφυλάκιο αγοράς. Συμπερασματικά, κάθε απόπειρα σύγκρισης των μέσων αποδόσεων αυτών των κεφαλαίων με τις αποδόσεις πάνω σε ένα δείκτη αγοράς χωρίς σαφή προσαρμογή για το διαφορικό του κινδύνου θα

ήταν αυθαίρετη εις βάρος των κεφαλαίων. Ο μέσος τετραγωνισμένος συντελεστής συσχέτισης, r^2 , ήταν 0.865 και δείχνει γενικώς ότι η εξίσωση που χρησιμοποίησαν πλησιάζει τα δεδομένα για τα περισσότερα από τα κεφάλαια αρκετά. Η μέση πρώτη συσχέτιση των υπολοίπων, -0.077, είναι αρκετά μικρή όπως και αναμενόταν.

Τα στοιχεία για την απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων που παρουσιάζονται στην μελέτη είναι ενδεικτικά όχι μόνο για το ότι αυτά τα 115 αμοιβαία κεφάλαια ήταν κατά μέσο όρο μη ικανά να προβλέψουν τις τιμές των μετοχών αρκετά καλά ώστε να επισκιάσουν μία «buy – the – market – and – hold» τακτική, αλλά επίσης, είναι ενδεικτικά και για το ότι υπάρχουν πολύ λίγες αποδείξεις για το ότι το κάθε μεμονωμένο κεφάλαιο ήταν ικανό να τα πάει σημαντικά καλύτερα από αυτό που αναμενόταν από απλές ευκαιριακές συγκυρίες. Είναι επίσης σημαντικό να σημειώσουμε ότι αυτά τα συμπεράσματα ισχύουν ακόμη και όταν μετράμε τις αποδόσεις των κεφαλαίων μεικτές των διαχειριστικών εξόδων (όπως είναι λογιστική παρακολούθηση των βιβλίων, η έρευνα, και άλλα έξοδα εκτός των εξόδων επενδυτικής διαμεσολάβησης και πρακτορείας). Συνεπώς, κατά μέσο όρο τα κεφάλαια προφανώς δεν ήταν αρκετά επιτυχή στις εμπορικές τους ενέργειες έτσι ώστε να πάρουν πίσω έστω τα έξοδα διαμεσολάβησης.

Είναι επίσης σημαντικό το γεγονός ότι δεν έχει ληφθεί υπόψη σε αυτό το κείμενο το ερώτημα της διαφοροποίησης. Αποδείξεις που παρατέθηκαν αλλού, δείχνουν ότι τα κεφάλαια κατά μέσο όρο έχουν κάνει μία θαυμάσια δουλειά όσον αφορά το να ελαχιστοποιήσουν τον κίνδυνο που γεννιέται από τους μετόχους τους. Συμπερασματικά, τα αποτελέσματα που αναφέρθηκαν εδώ δεν θα πρέπει να ερμηνεύονται ως ενδεικτικά για το ότι τα αμοιβαία κεφάλαια δεν παρέχουν μία κοινωνικά επιθυμητή υπηρεσία στους επενδυτές, αυτή η ερώτηση δεν έχει αναλυθεί εδώ. Τα στοιχεία, εντούτοις, δείχνουν μία πιεστική ανάγκη από την πλευρά των ιδίων των κεφαλαίων να αξιολογήσουν πολύ πιο ακριβέστερα τόσο τα κόστη όσο και τα οφέλη της έρευνάς τους και των εμπορικών ενεργειών τους με σκοπό να παρέχουν στους επενδυτές τα μέγιστα δυνατά κέρδη σε συνάρτηση με το επίπεδο κινδύνου που έχει αναληφθεί.

4.1.3 Cumby E. Robert-Glen D. Jack – “Evaluating the performance of International Mutual Funds”

Οι Cumby E. Robert και Glen D. Jack επέλεξαν από μία λίστα αμοιβαίων κεφαλαίων από την CDA Investment Technology, Inc., ένα σύνολο 59 κεφαλαίων με την περιγραφή «διεθνή». Δυστυχώς, τα περισσότερα από αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια ξεκίνησαν στα μέσα της δεκαετίας του 1980 και, ως εκ τούτου, δεν έχουν επαρκώς μεγάλο ιστορικό αποδόσεων που να επιτρέπει βάσιμα συμπεράσματα για την απόδοσή τους. Η επιλογή της χρονικής περιόδου του δείγματός έγινε σε μία προσπάθεια να αξιοποιηθούν όσο καλύτερα τα νούμερα των αποδόσεων σε σχέση με την έκταση του χρόνου που απαιτήθηκε για την αξιολόγησή τους. Επιλέγοντας να εξεταστούν τα κεφάλαια από τον Ιανουάριο του 1982 μέχρι τον Ιούνιο του 1988, ήθελαν να εξάγουμε ένα επαρκώς μεγάλο δείγμα μηνιαίων αποδόσεων και να αναλύσουμε 15 κεφάλαια. Αυτή η χρονική περίοδος του δείγματος έχει το πλεονέκτημα ότι περιλαμβάνει περιόδους τόσο ανατίμησης όσο και υποτίμησης του αμερικάνικου δολαρίου. Ατυχώς, έχει το μειονέκτημα του να αποτελείται πρωταρχικά από μία περίοδο αυξανόμενων τιμών των μετοχών.

Σε όλες τις μελέτες αυτού του τύπου, η αυθαιρεσία της επιλογής είναι ένα πιθανό πρόβλημα. Εντούτοις, για το σύνολο των κεφαλαίων που αναλύονται εδώ, δεν είναι πιθανό να αποτελέσει ένα σοβαρό πρόβλημα. Η ανάλυση που έχει προηγηθεί συστήνει ότι τα τελευταία χρόνια έχει υπάρξει έντονη ανάπτυξη των διεθνών κεφαλαίων μετοχών, και η διέξοδος της αγοράς είναι απίθανο να έχει υπάρξει σημαντική.

Στην μελέτη παρουσιάζονται οι μετρήσεις απόδοσης του Jensen για τα 15 κεφάλαια που αποκτήθηκαν με τον παγκόσμιο δείκτη του Morgan Stanley να χρησιμοποιείται ως σημείο ελέγχου. Όπως οι Lehmann και Modest (1987) επεσήμαναν, από τη στιγμή που η σύνθεση των υπό διαχείριση κεφαλαίων μπορεί να αλλάξει με την πάροδο του χρόνου ως αποτέλεσμα της ιδιωτικής πληροφόρησης των διαχειριστών κεφαλαίων, οι αποδόσεις πάνω σε αυτά τα

κεφάλαια μπορεί να μην παρουσιάζουν ομοσκεδάση ακόμη και αν οι αποδόσεις των μεμονωμένων μετοχών υποτίθεται ότι έχουν μία συνεχή κατανομή.

Κατά συνέπεια, οι t – ratios υπολογισμένες υπό την υπόθεση ότι οι αποδόσεις παρουσιάζουν ετεροσκεδάση όπως επίσης και υπό την υπόθεση ότι δεν παρουσιάζουν ετεροσκεδάση. Οι ετεροσκεδαστικές t – ratios υπολογίζονται με βάση τον μιτροειδή εκτιμητή συνδιακύμανσης που προτάθηκε από τον White (1980). Οι μετρήσεις του Jensen δεν παρέχουν αποδείξεις για το ότι τα διαχειριζόμενα κεφάλαια υπερβαίνουν τον παγκόσμιο δείκτη του Morgan Stanley. Μόνο 3 από τα 15 μετρήσεις είναι θετικές, και καμία, εντούτοις, στατιστικά σημαντική. Το μεγαλύτερο σημείο εκτίμησης είναι μόνο 2% το μήνα. Καθώς η πλειονότητα των σημείων εκτίμησης είναι αρνητική, κανένα δεν είναι επαρκώς ακριβές για να απορρίψει την κενή, άνευ περιεχομένου υπόθεση ότι είναι 0. Καθώς η υπόθεση, ότι τα μέτρα του Jensen είναι 0, απορρίπτεται στα σημαντικά επίπεδα ακριβώς πάνω από το 5%, αυτή η απόρριψη οφείλεται πιθανότατα στην υπεροχή των αρνητικών εκτιμήσεων.

Επίσης η μελέτη περιλαμβάνει τις μετρήσεις απόδοσης του Jensen για τα 15 κεφάλαια που ελήφθησαν με το σημείο ελέγχου των δύο χαρτοφυλακίων που περιλαμβάνεται στον παγκόσμιο δείκτη του Morgan Stanley και του ίσα σταθμισμένου χαρτοφυλακίου των Ευρωνομισματικών καταθέσεων. Πάλι, οι μετρήσεις του Jensen είναι κυρίως αρνητικές, και σε καμία περίπτωση δεν αποτελούν απόδειξη στατιστικά σημαντικής καλύτερης απόδοσης.

Γιατί τόσες από τις μετρήσεις του Jensen είναι αρνητικές; Από τη στιγμή που σφάλμα στην μέτρηση της απόδοσης του σημείου ελέγχου ωθεί αυθαίρετα τις μετρήσεις του Jensen προς τα πάνω, τα αποτελέσματα δεν μπορούν να εξηγηθούν από σφάλμα μέτρησης. Θα μπορούσε η εξήγηση να είναι η χρήση ενός αναποτελεσματικού σημείου ελέγχου; Οι Dytvig και Ross (1985) δείχνουν ότι, με μία τιμή απαλλαγμένη από κίνδυνο και χωρίς καμία χρονική πληροφορία από την πλευρά του μάνατζερ, όταν ένα αναποτελεσματικό μέτρο ελέγχου χρησιμοποιείται, κάθε αποτελεσματικό χαρτοφυλάκιο (ή κάθε χαρτοφυλάκιο αποτελεσματικό σχετικό με το σημείο ελέγχου), θα έχει μία θετική μέτρηση

Jensen. Συμπερασματικά, ενώ οι θετικές μετρήσεις του Jensen δεν αποτελούν βάσιμη απόδειξη καλύτερης απόδοσης, οι αρνητικές μετρήσεις του Jensen αποτελούν βάσιμη απόδειξη για το ότι ο μάνατζερ του κεφαλαίου δεν επιδεικνύει καλύτερη απόδοση. Τα αποτελέσματα δεν μπορούν να εξηγηθούν από την πιθανότητα της μικρής σημαντικότητας των ελέγχων της αποτελεσματικότητας των σημείων ελέγχου.

Μία άλλη πιθανότητα είναι ότι οι αρνητικές μετρήσεις του Jensen προκύπτουν λόγω της ικανότητας συγχρονισμού της αγοράς από την πλευρά των μάνατζερ κεφαλαίων. Αντίθετα από τη μέτρηση του Jensen, η θετικής περιόδου σταθμική μέτρηση που δόθηκε από τους Grinblatt και Titman (1989) θα δώσει έγκυρα συμπεράσματα όταν ο μάνατζερ του κεφαλαίου είναι ένας επενδυτής που προσπαθεί να κερδοσκοπήσει πάνω σε γενικές κινήσεις της αγοράς και όχι πάνω σε μεμονωμένα αξιόγραφα.

Οι Cumby E. Robert και Glen D. Jack παρουσίασαν επίσης τις θετικής περιόδου σταθμικές μετρήσεις για δεκαπέντε κεφάλαια, μαζί με t - ratios υπολογισμένες υπό τις υποθέσεις ομοσκεδαστικών αλλά και ετεροσκεδαστικών αποδόσεων. Οι θετικής περιόδου σταθμικές μετρήσεις είναι σημαντικά παρόμοιες με αυτές του Jensen, τόσο στην κλίμακα όσο και στη στατιστική σημαντικότητα. Σε κανένα παράδειγμα ένα κεφάλαιο με μία αρνητική μέτρηση του Jensen δεν έχει μία θετικής περιόδου σταθμική μέτρηση αντίθετης ένδειξης, δείχνοντας ότι οι αρνητικές μετρήσεις του Jensen δεν οφείλονται στην ικανότητα συγχρονισμού της αγοράς εκ μέρους των μάνατζερ κεφαλαίων. Καθώς το θέμα έχει να κάνει με τις μετρήσεις του Jensen, οι θετικής περιόδου σταθμικές μετρήσεις μετρώνται ανακριβώς, και καμία δεν είναι σημαντικά διαφορετική από το 0. Τα σχετικά μεγάλα σταθερά σφάλματα που προέκυψαν στις μετρήσεις μπορεί να είναι ενδεικτικά για το ότι και οι δύο παρουσιάζουν σχετικά μικρή ισχύ. Ευτυχώς, η ανακρίβεια δεν παρουσιάζει προβλήματα ως προς την ανίχνευση καλύτερης απόδοσης, σε αυτήν την περίπτωση, τη στιγμή που σχεδόν όλες οι άλλες εκτιμήσεις είναι αρνητικές.

Τον Οκτώβριο του 1987 όλες οι μεγάλες αγορές του κόσμου ακολούθησαν καθοδική πορεία σε σημαντικό βαθμό. Υπήρχαν, εντούτοις, σημαντικές διαφορές στις επιμέρους αγορές. Αν τα αμοιβαία κεφάλαια απλώς παρέχουν στους επενδυτές υπηρεσίες διαφοροποίησης, τότε η απόδοσή τους κατά τη διάρκεια αυτού του μήνα θα μιμείται την αντίστοιχη της συνολικής αγοράς. Αντιθέτως, αν οι μάνατζερ χαρτοφυλακίου έχουν καλύτερη πληροφόρηση και ικανότητα συγχρονισμού της αγοράς, τότε αυτό θα έπρεπε να αντικατοπτρίζεται στη δεδομένη στιγμή. Μία προσεγγιστική μέτρηση της επίδρασης της κατάρρευσης του 1987 στην απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι το να συμπεριληφθεί μία βοηθητική μεταβλητή του Οκτωβρίου 1987 σε μία παλινδρόμηση των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων στην απόδοση της παγκόσμιας αγοράς. Αυτή η βοηθητική μεταβλητή θα δώσει την αντίδραση του κάθε κεφαλαίου στη μείωση της αξίας της παγκόσμιας αγοράς. Παρόμοιες παλινδρομήσεις χρησιμοποιώντας τις αποδόσεις στους εγχώριους δείκτες συνοψίζουν τη σχετική απόδοση των δεικτών της διεθνούς αγοράς τον Οκτώβριο του 1987.

Οι μετρήσεις απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων του Jensen για τα 15 αμοιβαία κεφάλαια που ελήφθησαν σύμφωνα με το παγκόσμιο δείκτη ως σημείο ελέγχου μαζί με τους συντελεστές της βοηθητικής μεταβλητής. Σε 14 από τις 15 περιπτώσεις, η απόδοση των κεφαλαίων ήταν σημαντικά χειρότερη από τον παγκόσμιο δείκτη κατά τη διάρκεια του μήνα του Οκτωβρίου 1987. Ο αρνητικοί συντελεστές στις βοηθητικές μεταβλητές δείχνουν ότι τα περισσότερα από τα κεφάλαια υπό εξέταση είχαν μία μικρότερη αναλογία των Γιαπωνέζικων μετοχών από αυτές που ήταν στον παγκόσμιο δείκτη την περίοδο της κατάρρευσης. Όταν η βοηθητική μεταβλητή συμπεριλαμβάνεται, μόνο τρεις από τις σταθερές είναι αρνητικές, και μία είναι αξιοσημείωτα θετική. Λαμβάνοντάς τα όλα υπόψη, τα αποτελέσματα συστήνουν ότι το ενεργό μάνατζμεντ των κεφαλαίων δεν επιτρέπει καλύτερη απόδοση, αλλά αρκετή από την χαμηλή απόδοση είναι συνδεδεμένη με τα σχετικά μεγάλα ποσά κεφαλαίων τα οποία τα πήγαν σχετικά άσχημα τον Οκτώβριο του 1987.

Σε αυτήν την εργασία εξετάστηκε η απόδοση ενός δείγματος 15 βασισμένων στις Η.Π.Α. διεθνώς διεσπαρμένων αμοιβαίων κεφαλαίων ανάμεσα στο 1982 και το 1988. Δύο μετρήσεις απόδοσης χρησιμοποιούνται, η μέτρηση του Jensen (1968, 1969) και η σταθμική μέτρηση θετικής περιόδου που προτάθηκε από τους Grinblatt και Titman (1989). Διαπιστώθηκε ότι δεν υπάρχουν αποδείξεις για το ότι τα κεφάλαια, είτε μεμονωμένα είτε ως σύνολο, παρέχουν στους επενδυτές απόδοση που να ξεπερνά την αντίστοιχη ενός εκτενούς, διεθνούς δείκτη μετοχών ως προς τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

Η συμπεριφορά των κεφαλαίων κατά τη διάρκεια του Οκτωβρίου του 1987 είναι ένα θέμα που μελετήθηκε επίσης και βρήκαμε ότι τα κεφάλαια ενιαία απέδωσαν χαμηλότερα από τον παγκόσμιο δείκτη τον μήνα αυτόν. Εξέταση των αποδόσεων των δεικτών των επιμέρους εθνικών αγορών δείχνει ότι η συμπεριφορά των αποδόσεων των κεφαλαίων τον Οκτώβριο του 1987 μπορεί να οφείλεται στην υποεπένδυση των κεφαλαίων στη γιαπωνέζικη αγορά. Όταν ο Οκτώβριος του 1987 παραλείπεται από το δείγμα, η απόδοση των κεφαλαίων βελτιώνεται. Δώδεκα από τις σταθερές είναι θετικές. Λαμβάνοντάς τα όλα μαζί υπόψη, τα αποτελέσματα συστήνουν ότι η ενεργή διαχείριση των κεφαλαίων δεν επιτρέπει την καλύτερη απόδοση, αλλά μεγάλο μέρος της άσχημης απόδοσης συνδέεται με τις μεγάλες ιδιοκτησίες κεφαλαίων που τα πήγαν σχετικά άσχημα τον Οκτώβριο του 1987.

Ακόμα εξετάστηκε η απόδοση των κεφαλαίων σχετικά με τον δείκτη του Morgan Stanley για τις Η.Π.Α. και βρήκαν αποδείξεις για το ότι τα κεφάλαια υπερβαίνουν τον δείκτη. Όταν αυτά τα αποτελέσματα συγκρίνονται με άλλα αποτελέσματα, φαίνεται καθαρά ότι η σχετική με τον δείκτη των Η.Π.Α. απόδοση είναι περισσότερο πιθανή λόγω των ωφελειών της διεθνούς διασποράς παρά η καλύτερη απόδοση από τους μάνατζερ κεφαλαίου. Τέλος, διεξάχθηκαν ελέγχοι για την ικανότητα συγχρονισμού της αγοράς που προτάθηκε από του Treynor – Mazuy (1966). Βρίσκουμε αποδείξεις προφανούς έντονου συγχρονισμού της αγοράς από τους μάνατζερ κεφαλαίου.

4.1.4 Norman E. Mains - Risk, the Pricing of Capital Assets and Evaluation of Investment Portfolios: Comment

Ο Norman E. Mains χρησιμοποίησε για δεδομένα της μελέτης του 70 αμοιβαία κεφάλαια, όλα από τα οποία περιλαμβάνονταν στο δείγμα των 115 κεφαλαίων του Jensen. Ένας μηνιαίος έλεγχος της απόδοσης των κεφαλαίων έχει δύο διακριτά πλεονεκτήματα:

- (1) οι συντελεστές του συστηματικού κινδύνου προσδιορίζονται αποτελεσματικότερα από τη στιγμή που υπολογίζονται βάσει 120 μηνιαίων παρατηρήσεων παρά 10 ετησίων, και
- (2) το μικρότερο χρονικό διάστημα ελέγχου επιτρέπει στις διανομές (μερίσματα και κεφαλαιακά κέρδη) να επανεπενδυθούν στο τέλος του μήνα και όχι στο τέλος του χρόνου, και συνακολούθως μειώνεται το στοιχείο της μεροληψίας που αναφέρθηκε στην προηγούμενη ενότητα. Τα συνοπτικά αποτελέσματα παρουσιάζονται στον πίνακα 1.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

ΣΥΝΟΠΤΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΤΩΝ JENSEN ΚΑΙ MAINS

Δεδομένα	Α/Κ	Μέση ετήσια απόδοση (συνεχής ανατοκισμός)	Μέσο επίπεδο συστηματικού κινδύνου	Μέτρα αποδοτικότητας					
				Καθαρές αποδόσεις			Ακαθάριστες αποδόσεις		
				Ετήσιος μέσος όρος	N>0	N<0	Ετήσιος μέσος όρος	N>0	N<0
Jensen	115	9,55	0,840	-0,89	43	72	+0,009	60	55
Jensen	70	9,90	0,846	-0,62	31	39
Mains	70	10,08	0,797	+0,09	40	30	+1,07	55	15
Jensen	45	9,01	0,831	-1,31	12	33

Οι πρώτες δύο γραμμές στον πίνακα 1 παρουσιάζουν τις μέσες τιμές κερδών, τους συστηματικούς κινδύνους και τα μέτρα απόδοσης για ολόκληρο το δείγμα του Jensen των 115 κεφαλαίων όπως επίσης και τα 70 κεφάλαια του υπο – δείγματος. Μία σύγκριση των δύο ομάδων είναι ενδεικτική του ότι τα κεφάλαια του υπο – δείγματος κέρδισαν μία ελαφρώς υψηλότερη μέση τιμή απόδοσης

(9.90 έναντι 9.55), ήταν σε πολύ μικρό βαθμό ασταθή (0.846 έναντι 0.840), και, ως ομάδα, σημείωσαν μία ελαφρώς καλύτερη απόδοση από στατιστικής άποψης (-0.62 έναντι -0.89). Η τρίτη σειρά παρουσιάζει τα συνοπτικά στατιστικά στοιχεία για τα μηνιαία δεδομένα. Αυτά τα αποτελέσματα δείχνουν ότι τα 70 κεφάλαια παρουσιάζουν μόνο μία ελαφρώς μεγαλύτερη μέση τιμή κερδών (10.08% έναντι 9.90%).

Μία μεγάλη διαφορά φαίνεται επίσης όσον αφορά τα μέσα επίπεδα συστηματικού κινδύνου. Τα μηνιαία δεδομένα (Mains) παρουσίασαν μία μέση αστάθεια του 0.797 έναντι 0.846 όσον αφορά τα ετήσια δεδομένα (Jensen). Χαμηλότερες τιμές συντελεστών σημειώθηκαν από 39 αμοιβαία κεφάλαια, ενώ υψηλότερες τιμές συντελεστών σημειώθηκαν από 31 κεφάλαια. Ένας t – έλεγχος έδωσε μία t – τιμή του 3.19, δείχνοντας πάλι την ύπαρξη πολύ σημαντικής διαφοράς ανάμεσα στις δύο κατηγορίες δεδομένων. Σημαντικό μέρος αυτής της διαφοράς, θα πρέπει να θυμόμαστε, μπορεί να αποδοθεί στη μεγαλύτερη περίοδο μέτρησης για τους συντελεστές του Jensen.

Τέλος, ο πίνακας 1 δείχνει ότι τα μηνιαία δεδομένα έδωσαν μία μέση ετήσια απόδοση της τάξης του 0.09 (όχι σημαντικά διαφορετική από το 0) έναντι -0.62 όσον αφορά τα δεδομένα του Jensen. Θετικές μετρήσεις σημειώθηκαν για 40 αμοιβαία κεφάλαια και αρνητικές μετρήσεις για 30 κεφάλαια επίσης η μελέτη δείχνει ότι 50 από τα μηνιαία μέτρα απόδοσης ήταν υψηλότερα σε σχέση με τα αντίστοιχα ετήσια δεδομένα. Ένας t – έλεγχος έδωσε μία t – Statistic του 4.71, άλλη μία μεγάλη τιμή. Η συνολική ανοδική κίνηση στην απόδοση των στατιστικών είναι καθαρά μία λειτουργία τόσο των γενικά μεγαλύτερων τιμών των κερδών όσο και των χαμηλότερων επιπέδων συστηματικού κινδύνου.

Οι μικτές τιμές των κερδών που εμφανίζονται εκτιμήθηκαν με την πρόσθεση δύο παραμέτρων στα μηνιαία καθαρά κεφάλαια: (1) ένα δωδέκατο από την αναλογία ετήσιων εξόδων του κεφαλαίου που αφήνει περιθώριο για λειτουργικά και διαχειριστικά κόστη, και (2) ένα δωδέκατο της ετήσιας αναλογίας της προμήθειας διαμεσολάβησης, που ορίστηκαν ως ακολούθως:

$$BE_{jt} = \text{ετήσια προμήθεια μεσάζοντα}_{jt} / \text{μέσα συνολικά καθαρά κεφάλαια}_{jt}$$

Όσο αφορά τα αποτελέσματα μετρήσεων της αποτελεσματικότητας, βλέπουμε ότι ο πίνακας 1 παρουσιάζει το δείγμα των 115 κεφαλαίων του Jensen για το οποίο μετρήθηκε μία μέση ετήσια απόδοση της τάξης του +0.009, με μία εκτίμηση 60 κεφαλαίων να σημειώνουν θετικά αποτελέσματα και 55 να είναι αρνητικά. Εντούτοις, προσαρμόζοντας τις μηνιαίες αποδόσεις ως προς τα έξοδα, έδωσε μία ετήσια μέση μέτρηση της τάξης του +1.07, με 55 από τα κεφάλαια να σημειώνουν θετικά αποτελέσματα και 15 να σημειώνουν αρνητικά.

Αυτό το χωρίο προσπάθησε να δείξει ότι οι βασικές αρχές του Jensen υπήρξαν ανακριβείς ή και μεροληπτικές καθώς δόθηκε λιγότερη από την πρέπουσα βαρύτητα στη σημασία των δεικτών απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων αλλά όμως υπερεκτιμήθηκε η σημασία των επιπέδων τους ως προς τον συστηματικό κίνδυνο. Από τη στιγμή που τα δεδομένα των μηνιαίων κεφαλαίων παρουσίασαν μία αύξηση μεγέθους στις μετρήσεις απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων, τα συνολικά συμπεράσματα του Jensen πρέπει να επανεκτιμηθούν. Πρώτον, τα μηνιαία δεδομένα έδειξαν ότι κατά προσέγγιση τα τρία πέμπτα των αμοιβαίων κεφαλαίων κέρδισαν στατιστικές θετικής απόδοσης χρησιμοποιώντας καθαρά κέρδη έναντι 37% για το δείγμα των 115 κεφαλαίων του Jensen. Επιπλέον, τα αμοιβαία κεφάλαια κέρδισαν, ως ομάδα, μία ελαφρώς θετική ποσοστιαία απόδοση πάνω από την απαλλαγμένη από κίνδυνο απόδοση η οποία ήταν ενδεικτική για την ουδέτερη απόδοση, σε μία βάση καθαρής απόδοσης.

Σε μία βάση μεικτών κερδών τα μηνιαία δεδομένα έδειξαν ότι σχεδόν το 80% των αμοιβαίων κεφαλαίων σημείωσαν θετικές μετρήσεις απόδοσης με ένα ετήσιο μέσο όρο της τάξης του + 1.07. Έτσι, χρησιμοποιώντας μικτά κέρδη αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια κέρδισαν, κατά μέσο όρο, 10.7% περισσότερο εν συγκρίσει με τα «ανώριμα» χαρτοφυλάκια με τα ίδια επίπεδα συστηματικού κινδύνου για την περίοδο 10 ετών και άνω.

Αυτά τα αποτελέσματα δείχνουν ότι από το να είναι «κατώτεροι» εκτελεστές πάνω σε μία βάση καθαρών κερδών, τα αμοιβαία κεφάλαια ήταν σχεδόν ουδέτεροι εκτελεστές, με μία πλειονότητα κεφαλαίων να σημειώνουν θετικές στατιστικές απόδοσης. Συγκεκριμένα, αυτά τα αποτελέσματα απορρίπτουν την

ιδέα ότι τα αμοιβαία κεφάλαια θα έπρεπε να εγκαταλείψουν τις ενέργειες επιλογής μετοχών και συγχρονισμού της αγοράς για χάρη των «αγοράζω – και – κρατώ» πολιτικών. Ούτε και τα αποτελέσματα των μεικτών κερδών υποστηρίζουν τη «δυνατή» μορφή της υπόθεσης της αποτελεσματικής αγοράς. Η πρόσθεση ανεξόφλητων υποχρεώσεων ανέδειξε μία μεγάλη πλειονότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων που κερδίζουν άξιες λόγου ως προς το μέγεθος ποσοστιαίες αποδόσεις, κάτι που είναι ένα μικρής επίδρασης αποτέλεσμα αν οι τιμές των μετοχών αντανakλούν πλήρως όλες τις πληροφορίες τόσο γρήγορα έτσι ώστε οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων να χρησιμοποιήσουν τη γνώση αυτή αποτελεσματικά.

4.1.5 Lee Cheng-Few – Rahman Shafiqur “Market Timing, Selectivity and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation”

Για να ανιχνευτεί η ικανότητα επιλεκτικότητας και η ικανότητα συγχρονισμού της αγοράς ενός διαχειριστή αμοιβαίων κεφαλαίων, οι Lee Cheng-Few – Rahman Shafiqur χρησιμοποιήθηκαν οι μηνιαίες αποδόσεις για 87 μήνες (Ιανουάριος 1977 – Μάρτιος 1984) για ένα δείγμα 93 αμοιβαίων κεφαλαίων. Μία λίστα των κεφαλαίων στο δείγμα, συμπεριλαμβανομένων των αντικειμενικών στόχων των αμοιβαίων κεφαλαίων. Η μηνιαία τιμή απόδοσης του ισοσταθμισμένου δείκτη του Κέντρου Έρευνας των Τιμών των Μετοχών (Center for Research in Security Prices), συμπεριλαμβανομένων των μερισμάτων, χρησιμοποιήθηκε για την απόδοση της αγοράς. Οι μηνιαίες παρατηρήσεις του 91 ημερών τόκου γραμματίου του δημοσίου χρησιμοποιήθηκαν για να αντικαταστήσουν το βαθμό απαλλαγής από τον κίνδυνο. Όλες οι αποδόσεις μετρήθηκαν σαν συνεχώς συνδυασμένες τιμές απόδοσης. Για να εξακριβώσουν την ποιότητα πληροφοριών ως προς τον συγχρονισμό του μάνατζερ, χρειάστηκε μία εκτίμηση της μεταβλητής του π_t . Ο Merton (1980) παρουσίασε μία απλή τεχνική εκτίμησης της μεταβλητής π_t από τις διαθέσιμες στατιστικές εκτιμήσεις που δείχνουν τις μεταβολές της πραγματοποιηθείσας απόδοσης στην αγορά σε διαφορετικά χρονικά σημεία υπό την υπόθεση ότι το π_t ακολουθεί μία διαδικασία στασιμότητας του

Wiener. Το πλεονέκτημα αυτής της εκτίμησης είναι ότι η διακύμανση μπορεί να εκτιμηθεί χωρίς να γνωρίζουν, ή, έστω, να υπάρχει μία εκτίμηση, του μέσου. Επίσης, φυσικά, διατηρεί ένα βαθμό ανεξαρτησίας. Μία ρεαλιστική εκτίμηση του σ^2_n δόθηκε ως ακολούθως:

$$\sigma^2_n = \{ \sum [\ln (1 + R^m_t)]^2 \} / n$$

Επειδή η εκτίμηση για το σ^2_n δεν λαμβάνεται γύρω από το μέσο του δείγματος, θα υπάρξει αυθαιρεσία. Παρ'όλα αυτά, για ένα μεγάλο n , η διαφορά ανάμεσα στα δεύτερα κεντρικά και μη κεντρικά λεπτά είναι ασήμαντη. Στην περίπτωση που εξετάζεται, το σ^2_n όπως εκτιμήθηκε στην εξίσωση (21) ήταν 0,0018633, τη στιγμή που η διακύμανση του δείγματος για το π_t ήταν 0,0018444.

Με σκοπό το να ληφθούν αποτελεσματικές εκτιμήσεις σχετικά με τις παραμέτρους, χρησιμοποιείται μία γενικευμένη διαδικασία ελαχίστων τετραγώνων (GLS), με διόρθωση για ετεροσκεδάση. Η διόρθωση για την ετεροσκεδάση είναι της ακόλουθης μορφής. Πρώτα εξάγεται η διακύμανση των εσφαλμένων όρων στις εξισώσεις:

$$\sigma^2_v = \theta^2 \psi^2 \sigma^2_\varepsilon (R^m_t)^2 + \sigma^2_v \text{ και } \sigma^2_\zeta = 2\theta^4 \psi^4 (R^m_t)^4 \sigma^4_\varepsilon + 2\sigma^4_u + 4\theta^2 \psi^2 \sigma^2_\varepsilon (R^m_t)^2 \sigma^2_u$$

όπου

σ^2_v , σ^2_v και σ^2_ζ είναι μεταβλητές των ω_t , u_t και ζ_t .

Για να προβλεπτούν τα σ^2_v , και σ^2_ζ , χρειάζονται εκτιμήσεις για σ^2_v και σ^2_ε . Μία εκτίμηση του σ^2_ε λαμβάνεται από τη χρήση των εξισώσεων που ανέπτυξαν όταν μία εκτίμηση του σ^2_v .

Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης παρουσιάζονται αναλυτικά. Αυτά τα αποτελέσματα δίνουν κάποια απόδειξη επιλεκτικότητας και συγχρονισμού αγοράς στο επίπεδο του μεμονωμένου κεφαλαίου. Από τα 93 κεφάλαια, τα 24 κεφάλαια (25,81%) έχουν το α^p σημαντικά διαφορετικό από το 0 στο 0.05 επίπεδο. 14 από αυτά τα κεφάλαια (15,05%) έχουν θετικό α^p . 16 κεφάλαια (17,2%) έχουν ρ σημαντικά διαφορετικό από το 0 στο 0.05 επίπεδο. Η σχέση μεταξύ α^p και ρ είναι

0.47. Αυτό υπονοεί ότι τα κεφάλαια δεν παρουσιάζουν σημαντικό βαθμό εξειδίκευση σε μία ικανότητα πρόβλεψης. 10 κεφάλαια έχουν όλα σημαντικές επιλεκτικές και χρονικές ικανότητες. 4 κεφάλαια έχουν σημαντική επιλεκτική ικανότητα χωρίς χρονική ικανότητα ενώ 5 κεφάλαια έχουν σημαντική χρονική ικανότητα χωρίς επιλεκτική ικανότητας. Ο πίνακας 1 παρουσιάζει τα συμπερασματικά αποτελέσματα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1
Συνολικά Στατιστικά Αποτελέσματα Α/Κ

Μοντέλο	Επιλεκτικότητα			Συγχρονισμός	
	Μέση	Θετική	Αρνητική	Μέση	Θετική
Ο συγχρονισμός της αγοράς αγνοείται	-0,0005	4	9
Ο συγχρονισμός της αγοράς δεν αγνοείται:					
Χωρίς διόρθωση της ετεροσκεδαστικότητας	0,0011	15	9	0,1696	28
Με διόρθωση της ετεροσκεδαστικότητας	0,0008	14	10	0,1231	16

Για σύγκριση, παρουσιάζονται, επίσης, αποτελέσματα ληφθέντα χωρίς διόρθωση για ετεροσκεδαστική και αποτελέσματα ληφθέντα με την αυθεντική εξειδίκευση του Jensen (1968), η οποία αγνοεί το συγχρονισμό αγοράς. Προφανώς, υπάρχει κάποια διαφορά στα αποτελέσματα με και χωρίς διόρθωση για ετεροσκεδαστική. Η διόρθωση για ετεροσκεδαστική επηρεάζει σημαντικά τα αποτελέσματα. Τα συμπεράσματά μας είναι συμβατά με αυτά του Breen, Jagannathan, και Offer (1986). Οι συγγραφείς έδειξαν ότι το τεστ του συγχρονισμού της αγοράς που αγνοεί την ετεροσκεδαστική απορρίπτει την κενή υπόθεση του να μην πραγματοποιείς συγχρονισμό αγοράς πολύ συχνά, όταν, στην πραγματικότητα, η κενή υπόθεση αληθεύει. Ο πίνακας 2 έχει και άλλα ενδιαφέροντα στοιχεία. Η εκτίμηση του α^p τείνει να είναι ελαφρώς χαμηλότερη όταν ο συγχρονισμός

αγνοείται. Αυτό είναι συμβατό με τη διαφωνία του Grant (1977) ότι οι μετρήσεις απόδοσης του Jensen θα υποστούν αυθαιρεσίες που θα τις ωθήσει προς τα κάτω, όταν ο συγχρονισμός αγνοηθεί. Ένα παρόμοιο συμπέρασμα διαμορφώθηκε από τους Chang και Lewellen (1984) και Henricksson (1984).

Υπολογίστηκε ο συντελεστής ανοχής στον κίνδυνο του κάθε κεφαλαίου, που συμπληρώνει τη μέτρηση επιφυλακτικότητας απέναντι στον κίνδυνο του Pratt – Arrow. Από τη στιγμή που το κάθε κεφάλαιο διαχειρίζεται για μία ομάδα επενδυτών με ένα συγκεκριμένο συντελεστή ανεκτικότητας στον κίνδυνο, με την επιλογή ενός κεφαλαίου, οι επενδυτές παρέχουν πληροφορίες για τον βαθμό ανεκτικότητάς τους στον κίνδυνο. Ο συντελεστής ανεκτικότητας στον κίνδυνο είναι ενδεικτικός για την προθυμία των επενδυτή (ή του διαχειριστή του κεφαλαίου) να αποδεχτεί μεγαλύτερο βαθμό κινδύνου έτσι ώστε να έχει ένα μεγαλύτερο αναμενόμενο κέρδος. Όσο χαμηλότερος (υψηλότερος) είναι ο βαθμός ανεκτικότητας στον κίνδυνο, τόσο περισσότερο συντηρητικό (επιθετικό) είναι το μείγμα των κεφαλαίων. Αυτοί οι συντελεστές κυμαίνονται από 0.019152 μέχρι 2.7806 με ένα μέσο δείγματος της τάξης του 0.27479. Ο συντελεστής ανεκτικότητας στον κίνδυνο για τα μεμονωμένα κεφάλαια μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να επιβεβαιώσει το μέσο μέγεθος της με κίνδυνο επένδυσης στο κεφάλαιο, πράγμα που σημαίνει τον τρόπο τοποθέτησης των κεφαλαίων μεταξύ των χωρίς κίνδυνο κεφαλαίων και των με κίνδυνο επενδύσεων (χαρτοφυλάκιο αγοράς). Το μέσο μέγεθος της με κίνδυνο επένδυσης στο κεφάλαιο (ως ένα τμήμα των συνολικών καθαρών κεφαλαίων) δίνεται από:

$$W = (1/a) [E(R^m) / 2\sigma_m^2]$$

όπου το σ_m^2 είναι η διακύμανση της απόδοσης της αγοράς.

Επίσης η μελέτη παρουσιάζει το μέσο μέγεθος της με κίνδυνο επένδυσης που δίδεται από την παραπάνω εξίσωση.

Ακόμα παρουσιάζει το πραγματικό ποσοστό των ίδιων κεφαλαίων που έχουν επενδυθεί στα με κίνδυνο κεφάλαια (κεφάλαια άλλα πέραν των μετρητών και

κρατικών χρεογράφων) όπως δόθηκε από την Wiesenberger Investment Companies Service. Ο συντελεστής της σχέσης του μέσου μεγέθους και του πραγματικού μεγέθους είναι 0.26 με μία t – statistic του 2.32. Αυτό είναι σημαντικό στο 0.05 επίπεδο.

Αυτό το άρθρο πραγματεύεται θεωρητικά και οικονομετρικά θέματα σχετιζόμενα με την αναγνώριση των δύο συστατικών μερών της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων. Τα εμπειρικά συμπεράσματα που ελήφθησαν χρησιμοποιώντας την τεχνική που αναπτύχθηκε από τους Bhattacharya και Pfleiderer (1983) είναι ενδεικτικά του ότι στο μεμονωμένο επίπεδο υπάρχει κάποια απόδειξη καλύτερης ικανότητας προβλέψεων από την πλευρά του διαχειριστή του κεφαλαίου. Αυτό το αποτέλεσμα υπονοεί κάτι πολύ σημαντικό. Κεφάλαια τα οποία δεν έχουν ικανότητα προβλέψεων μπορεί να χρίζουν μίας τελείως παθητικής διαχειριστικής στρατηγικής και απλώς να παρέχουν υπηρεσίες διασποράς στους μετόχους τους. Τα αποτελέσματα μας δείχνουν μία σημαντική βελτίωση σε σχέση με τις προηγούμενες απόπειρες αξιολόγησης των διαχειριστών κεφαλαίων. Ο Kon (1983) εξέτασε εμπειρικά τα αμοιβαία κεφάλαια. Από αυτά τα 37 κεφάλαια, τα 14 είχαν συνολικές χρονικές εκτιμήσεις που ήταν θετικές, αλλά καμία στατιστικά σημαντική. Οι Connor και Korajczyk (1986) ανέπτυξαν μία μέθοδο μέτρησης της απόδοσης του χαρτοφυλακίου χρησιμοποιώντας μία ανταγωνιστική εκδοχή του APT. Εντούτοις, αγνόησαν κάθε δυνατό συγχρονισμό αγοράς από τους μάντζερ. Οι Lehmann και Modest (1987) συνδύασαν το APT μοντέλο αποτίμησης της απόδοσης με την τεχνική παλινδρόμησης 4^{ου} τεταρτημορίου των Treynor και Mazuy. Τα ευρήματά τους είναι συμβατά με τα αποτελέσματά μας. Βρήκαν στατιστικά σημαντική μετρημένη απόδοση επιλεκτικότητας και μη κανονικού συγχρονισμού των αμοιβαίων κεφαλαίων. Επίσης, εξέτασαν την επίδραση των εναλλακτικών σημείων ελέγχου της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων. Βρήκαν ότι οι μετρήσεις απόδοσης είναι αρκετά ευαίσθητες ως προς το σημείο ελέγχου που επιλέχθηκε. Οι συγγραφείς βρήκαν ένα μεγάλο νούμερο αρνητικών μετρήσεων επιλεκτικότητας. Επίσης, οι Con (1983) και Henricksson (1984) βρήκαν μία αρνητική σύνδεση ανάμεσα στις μετρήσεις επιλεκτικότητας και

συγχρονισμού της αγοράς. Οι Jagannathan και Korajczyk (1986) διαφώνησαν για το ότι τέτοια αποτελέσματα θα μπορούσαν να προκύψουν από το συγχρονισμό τεχνητών αγορών εξαιτίας της διαφορικής επίδρασης των επωνυμιών στους δείκτες και εκείνων που έχουν επενδύσει σε αυτά από τα αμοιβαία κεφάλαια. Θεωρητικά και εμπειρικά παρουσίασαν το πώς να δημιουργήσει κανείς ένα χαρτοφυλάκιο που θα σημείωνε θετική (αρνητική) χρονική απόδοση και αρνητική (θετική) επιλογή μετοχών όταν δεν υπάρχει αληθινός συγχρονισμός ή επιλεκτικότητας. Εντούτοις, αντίθετα από τις προβλέψεις των Jagannathan και Korajczyk (1986), Lehmann και Modest δεν βρέθηκε συστηματική απόδειξη ότι τα κεφάλαια με μεγάλους αρνητικούς όρους 4^{ου} τεταρτημορίου έχουν θετικά σημεία. Συγκεκριμένα, δεν μπόρεσαν να ανιχνεύσουν κάποια σημαντική σχέση ανάμεσα στις σταθερές και στους συντελεστές πάνω στους τετραγωνισμένους όρους.

4.1.6 Φίλιππος Νικόλαος – «Κατασκευή και Ανάλυση Δείκτη Συνολικής Απόδοσης για την Χρηματιστηριακή Αγορά των Αθηνών»

Ο Ν. Φίλιππος ξεκίνησε την μελέτη του αρχικά (1991) εξετάζοντας την απόδοση τριών αμοιβαίων κεφαλαίων για το έτος 1990. Τα μέτρα που χρησιμοποίησε είναι τα παραδοσιακά του Sharpe, Treynor και Jensen. Κατέληξε λοιπόν στο εμπειρικό αποτέλεσμα ότι μόνο το ένα από τα τρία αμοιβαία κεφάλαια που εξέτασε είχε σημαντικά μεγαλύτερη απόδοση από την αντίστοιχη απόδοση του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηριακού Αξιών Αθηνών.

Με το θέμα της αξιολόγησης της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα ασχολήθηκε εκτενέστερα το 1998. Μελέτησε λοιπόν τις εβδομαδιαίες αποδόσεις από 19 αμοιβαία κεφάλαια μικτού και μετοχικού χαρακτήρα από το 1993 έως το 1996. Τα μέτρα που χρησιμοποίησε στην μελέτη του είναι του Sharpe, Treynor και Jensen. Βρήκε λοιπόν ότι για την περίοδο 1993-1994 τα περισσότερα από τα αμοιβαία κεφάλαια παρουσίασαν καλύτερες αποδόσεις από τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Πιο συγκεκριμένα σύμφωνα με το μέτρο του Sharpe 16 από τα 19 αμοιβαία κεφάλαια είχαν μεγαλύτερες αποδόσεις από τον Γενικό Δείκτη, με το μέτρο του Treynor 15 και του Jensen 17.

Τα αποτελέσματα αυτά προέκυψαν χρησιμοποιώντας αποδόσεις απαλλαγμένες από μερίσματα. Στην ίδια μελέτη αλλά χρησιμοποιώντας αποδόσεις με μερίσματα βρήκε ότι 11 αμοιβαία κεφάλαια και στα τρία μέτρα παρουσίασαν μεγαλύτερη απόδοση από τον Γενικό Δείκτη.

Για την περίοδο 1995-1996 η μελέτη έδειξε ότι λιγότερα αμοιβαία κεφάλαια παρουσίασαν απόδοση υψηλότερη από του Γενικού Δείκτη. Σύμφωνα με το κριτήριο του Sharpe 5 από τα 19 αμοιβαία κεφάλαια είχαν μεγαλύτερες αποδόσεις από τον Γενικό Δείκτη, με το μέτρο του Treynor 5 και του Jensen 7. Αυτό έδειξε η μελέτη χρησιμοποιώντας αποδόσεις χωρίς μερίσματα. Η ίδια μελέτη με τη χρησιμοποίηση του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών με μερίσματα έδειξε την υπεροχή ενός αμοιβαίου κεφαλαίου και με τα τρία παραπάνω κριτήρια. Για την περίοδο 1993-1996 σύμφωνα με τα ίδια κριτήρια επέτυχαν καλύτερες αποδόσεις από τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών χωρίς μερίσματα 11, 11 και 13 αμοιβαία κεφάλαια αντίστοιχα. Η ίδια μελέτη με αποδόσεις που περιλάμβαναν τα μερίσματα έδειξε την υπεροχή 5 αμοιβαίων κεφαλαίων.

4.1.7 Eric R. Sirri and Peter Tufano - “Costly Search and Mutual Fund Flows”

Αυτή η μελέτη των καθοριστικών παραγόντων των ροών στα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια (equity mutual funds) για πάνω από δύο δεκαετίες συνιστά ένα νούμερο ευρημάτων που χρίζουν ενδιαφέροντος. Βρέθηκε ότι οι καταναλωτές των κεφαλαίων αυτών επικεντρώνονται δυσανάλογα στα κεφάλαια που έχουν υψηλές αποδόσεις την ίδια στιγμή που αποτυγχάνουν να αποφύγουν τα χαμηλότερης απόδοσης κεφάλαια της ίδιου ρυθμού. Οι ροές είναι ευαίσθητες όσον αφορά τα διάφορα κόστη, αλλά η αντίδραση των καταναλωτών σε αυτά είναι ασυμμετρική, όπως επίσης είναι και στις αυξήσεις και μειώσεις τους. Εντέλει, υπάρχει απόδειξη ότι οι καταναλωτές αντιδρούν στον κίνδυνο των χαρτοφυλακίων τους, το οποίο μπορεί να παραμερίζει – αλλά ίσως όχι

απομακρύνει – τις προθέσεις των μάνατζερ να αυξήσουν την αστάθεια της απόδοσης.

Ο Gruber (1996) βρίσκει αποδείξεις για το ότι το συνολικό υπόδειγμα προς μίμηση της επενδυτικής συμπεριφοράς των καταναλωτών είναι λογικό. Βρίσκει ότι επενδυτές που επένδυσαν σε κεφάλαια λαμβάνοντας εισροές, και που απεπένδυσαν από εκείνα που σημείωσαν εκροές, θα κέρδιζαν μία προσαρμοσμένη στον κίνδυνο απόδοση η οποία αντιμετωπίζει ικανοποιητικά τους παθητικούς δείκτες των κεφαλαίων, ακόμη και έπειτα από τα διάφορα κόστη, έξοδα κ.λ.π.. Στην έκταση κατά την οποία οι επενδυτές αμοιβαίων κεφαλαίων επιτυγχάνουν ως ενεργοί μάνατζερ, τμήμα των κερδών πρέπει να πάει στο μάρκετινγκ, κάτι το οποίο δείχνει να σχετίζεται με την προαναφερθείσα ευαισθησία απόδοσης – ροών των καταναλωτών. Παρόλο που μπορούμε να μη λάβουμε υπόψη κόστη έρευνας και να θεωρήσουμε ότι οι καταναλωτές είναι πλήρως ενημερωμένοι για τις τρέχουσες και εν δυνάμει επενδύσεις, εμπειρικά στοιχεία όπως είναι αυτά του Caron (1996) και άλλων, δείχνουν ότι αυτή είναι μία μάλλον εξωπραγματική υπόθεση. Παρέχουμε στοιχεία συμβατά με την υπόθεση ότι οι ροές αμοιβαίων κεφαλαίων επηρεάζονται από παράγοντες που σχετίζονται με κόστη έρευνας που οι καταναλωτές πρέπει να υποστούν. Διαπιστώνουν ότι τα κεφάλαια υψηλού κόστους, τα οποία πιθανότατα ξοδεύουν πολύ περισσότερα στο μάρκετινγκ παρά στους αντιπάλους τους, απολαμβάνουν μία πολύ πιο δυνατή σχέση απόδοσης – ροών σε σχέση με τους αντιπάλους τους. Καθώς τα ποσοστά εξόδων προμηθειών ,κόστους τείνουν να μειώνονται καθώς τα κεφάλαια μεγαλώνουν, αυτό δεν αποτελεί ένα αποτέλεσμα το οποίο έχει προκληθεί από το μέγεθος του κεφαλαίου. Πιστεύουμε ότι αυτό δείχνει το ότι η επικέντρωση σε σημαντικά σημεία των αμοιβαίων κεφαλαίων με προεκτάσεις μάρκετινγκ, μπορεί να εξηγήσει γιατί οι καταναλωτές συγκεντρώνονται γύρω από τους νικητές. Είναι επίσης λογικό το ότι αυτά τα κεφάλαια παρουσιάζουν σχετικά μικρότερη ευαισθησία ως προς την απόδοση, εξαιτίας του ότι το μάρκετινγκ σπανίως δίνει έμφαση σε μικρότερες αποδόσεις.

Μελετάμε την κάλυψη των ΜΜΕ όσον αφορά τα αμοιβαία κεφάλαια και βρίσκουμε στοιχεία τα οποία δείχνουν ότι η συγκέντρωση μεγαλύτερου μεριδίου παραγόντων των ΜΜΕ σχετίζεται με την ταχύτερη τρέχουσα ανάπτυξη. Παρόλο που δεν μπορούμε να προσδιορίσουμε εύκολα σε διάστημα ενός χρόνου την προέλευση της αιτιολογίας αυτού του φαινομένου, αυτά τα αποτελέσματα είναι ενδεικτικά του ότι τα ΜΜΕ και οι ροές των κεφαλαίων σχετίζονται, κάτι το οποίο θα μπορούσε να αποτελέσει τη βάση μελλοντικής έρευνας. Ξεκινάμε την ανάλυση αναλύοντας τους αποφασιστικούς παράγοντες που προκαλούν την προσοχή των ΜΜΕ, διαπιστώνοντας ότι η κάλυψη του οικονομικού τύπου ως προς τα κεφάλαια προσανατολίζεται κυρίως στα μεγαλύτερα κεφάλαια, κεφάλαια από μεγαλύτερα σχήματα, και περισσότερο ασταθή κεφάλαια. Ακόμη, βλέπουμε ότι η κάλυψη των ΜΜΕ σημαίνει κατά κύριο λόγο την κάλυψη της απόδοσης. Κεφάλαια των οποίων η απόδοση είναι είτε πολύ σημαντική είτε πολύ ασήμαντη, δείχνουν να είναι σημαντικά (όσων αφορά τα πλαίσια δημοσιότητας και ΜΜΕ), παρά το ότι τα ενδιάμεσα κεφάλαια αποσπούν λιγότερη προσοχή. Καθώς τα ΜΜΕ παίζουν αποφασιστικό ρόλο στις αποφάσεις των καταναλωτών, πιθανότατα χαίρουν πολύ περισσότερης προσοχής στην οικονομική φιλολογία από ότι οι απλές ιστορίες και παραδείγματα 20 ετών και άνω.

Τελικά, παρόλο που οι περισσότερες μελέτες αμοιβαίων κεφαλαίων τα αντιμετωπίζουν σαν ξεχωριστές οικονομικές οντότητες, η έρευνά αναγνωρίζει το ότι τα κεφάλαια είναι τυπικά μέρος ενός μεγαλύτερου κεφαλαιακού σχήματος, όπως είναι η Fidelity Investments, Vanguard Group, ή η Merrill Lynch Asset Management. Διαπιστώσαμε ότι η συμμετοχή σε ένα μεγάλο σχήμα, σύμπλεγμα, είναι ένας αποφασιστικός παράγοντας των ροών των κεφαλαίων στην προ – 1990 περίοδο, και η ερμηνεία αυτού του αποτελέσματος είναι το ότι τα μεγαλύτερα σχήματα μειώνουν τα κόστη έρευνας κεφαλαίων στα οποία υπόκεινται οι καταναλωτές. Μία εξίσου λογική ερμηνεία αυτών των γεγονότων θα μπορούσε να είναι το ότι η παροχή σύνθετων υπηρεσιών είναι ένας αποφασιστικός παράγοντας διαμόρφωσης των οικονομικών αποφάσεων των καταναλωτών. Σε κάθε περίπτωση, πιστεύουν ότι η μελλοντική έρευνα πρέπει να αναγνωρίσει ότι η δομή

και η οργάνωση των επιχειρήσεων δύναται να έχει μεγάλη επίδραση στις αποφάσεις που παίρνουν οι μεμονωμένοι επενδυτές.

4.1.8 Ippolito A. Richard – “Efficiency with costly information: A study of mutual fund performance, 1965-1984”

Ο Ippolito A. Richard είχε ως στόχο να περιλάβει στο δείγμα αμοιβαία κεφάλαια για τα οποία υπάρχουν διαθέσιμα αρκετά ιστορικά δεδομένα για να εκτιμηθούν τα σημαντικά βήτα και να ελεγχθεί η σταθερότητά τους στην πάροδο του χρόνου. Έθεσε ένα κριτήριο είκοσι χρόνων δεδομένων. Ένας τρόπος για να ικανοποιηθεί αυτό το κριτήριο είναι να συμπεριλάβουμε το κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο που εμπεριέχεται στην έκδοση του 1985 των Investment Companies του Wiesenberger με μία παρατηρηθείσα ημερομηνία απαρχής του 1964 ή νωρίτερα. Καθώς αυτή η μέθοδος ακολουθεί τη μέθοδο επιλογής που χρησιμοποιήθηκε από τον Jensen (1968), παρουσιάζει μία σαφή αυθαιρεσία, μεροληψία. Αντιθέτως, συμπεριέλαβα κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο για το οποίο δεδομένα απόδοσης εμπεριέχονταν στην έκδοση του Wiesenberger και ακολούθησαν αυτά τα κεφάλαια μέχρι το 1984. Συμπερασματικά, 143 αμοιβαία κεφάλαια εμπεριέχονταν στο δείγμα, τα οποία ήταν περίπου το 85% όλων των αμοιβαίων κεφαλαίων περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού το 1965.

Εξ αυτών, 106 κεφάλαια επιβίωσαν καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου. Δεν τερματίστηκαν αμοιβαία κεφάλαια, αλλά 37 συγχωνεύτηκαν σε άλλα αμοιβαία κεφάλαια. 14 συγχωνεύτηκαν με άλλα κεφάλαια στο δείγμα, 23 συγχωνεύτηκαν με κεφάλαια εκτός δείγματος. Σε αυτές τις περιπτώσεις, υπέθεσα ότι οι επενδύσεις στο πρωτότυπο δείγμα των κεφαλαίων μεταφέρθηκαν στα συγχωνευμένα κεφάλαια, πράγμα που σημαίνει ότι αντιμετώπισα τα συγχωνευμένα κεφάλαια σαν να ήταν συνέχειες των πρωτότυπων κεφαλαίων.

Για κάθε ένα από τα 143 κεφάλαια, εκτιμήθηκε η ακόλουθη εξίσωση του Jensen:

$$(1) R_t - R_{Ft} = a + B [R_{Mt} - R_{Ft}] + \text{σφάλμα} \quad t = 1965 - 1984$$

όπου το R_t είναι η τιμή συνολικής απόδοσης για το κεφάλαιο στον χρόνο t .

Αυτή η μεταβλητή λαμβάνεται κατευθείαν από τον Wiesenberger: Περιλαμβάνει

όλα τα έσοδα και τα κεφαλαιακά κέρδη και είναι καθαρή από όλα τα κόστη και έξοδα εκτός από τα επενδυτικά κόστη. Η μεταβλητή R_{Ft} είναι ο βαθμός απαλλαγής από τον κίνδυνο της απόδοσης στον χρόνο t , υπολογισμένη σύμφωνα με την ενός χρόνου απόδοση των τόκων γραμματίων του υπουργείου οικονομικών των Η.Π.Α. (Ibbotson, 1968), και το R_{Mt} είναι η τιμή της διαθέσιμης στον χρόνο t απόδοσης σε ένα ευρύ χαρτοφυλάκιο αγοράς. Οι συντελεστές άλφα και βήτα αναπαριστώνται ως a και B .

Η εξίσωση στην (1) εκτιμήθηκε για 143 αμοιβαία κεφάλαια κατά την περίοδο 1965 – 1984. Θυμηθείτε ότι ο Wiensenberger παραθέτει την τιμή της απόδοσης που σημειώθηκε από τους επενδυτές, είναι η απόδοση μετά την αφαίρεση των εξόδων και των διαχειριστικών κοστών από τα αμοιβαία κεφάλαια. Η πρώτη ερώτηση που τέθηκε σχετικά με τα δεδομένα είναι αν υπάρχει καμία απόδειξη για το αν τα αμοιβαία κεφάλαια είτε απέτυχαν να σημειώσουν τιμές απόδοσης διαθέσιμες σε έναν δείκτη κεφαλαίων είτε σημείωσαν αποδόσεις που «χτύπησαν» την αγορά. Αυτό βρίσκεται με το να ελέγξουμε για σημαντικά αρνητικούς ή θετικούς συντελεστές άλφα στην εξίσωση εκτίμησης.

Βασισμένος σε ένα επίπεδο αξιοπιστίας του 95%, ο Jensen (1968) βρήκε ότι από τα 115 αμοιβαία κεφάλαια που μελέτησε κατά την περίοδο 1945 – 1964, τα 98 χαρακτηρίζονταν από άλφα που ήταν ασήμαντα διάφορα του μηδενός, τα 3 από σημαντικά θετικά άλφα και τα 14 από σημαντικά αρνητικά άλφα. (δες πίνακα I, δεύτερη γραμμή). Καθώς σε αυτό το επίπεδο αξιοπιστίας αναμένονται να είναι ανάμεσα στα 5 και 6 σημαντικά θετικά άλφα και στο ίδιο νούμερο αρνητικών άλφα από λόγους τύχης, ο Jensen συμπέρανε ότι υπήρχαν κάποιες αποδείξεις για το ότι τα αμοιβαία κεφάλαια, κατά μέσο όρο, δεν μπορούσαν να σημειώσουν τιμές απόδοσης που δικαιολογούσαν τα έξοδα λειτουργίας του κεφαλαίου.

Τα αποτελέσματα που βασίστηκαν σε παρόμοια μεθοδολογία και δεδομένα για την υπό εξέταση 20 – ετή περίοδο - 1965 – 1984, δίνουν την αντίθετη εντύπωση. Από τα 143 κεφάλαια που αξιολογήθηκαν, τα 27 χαρακτηρίστηκαν από άλφα που ήταν ασήμαντα διαφορετικά από το 0, τα 4 από σημαντικά αρνητικά άλφα, και τα 12 από σημαντικά θετικά άλφα. Περίπου 7 κεφάλαια

αναμένεται να έχουν σημαντικά αρνητικά και θετικά άλφα από τυχαίους λόγους σε αυτό το μέγεθος δείγματος.

Αυτές οι εξισώσεις υπολογίζονται υπό την υπόθεση ότι τα βήτα - στόχοι σε κάθε κεφάλαιο δεν αλλάζουν συστηματικά προς τα πάνω ή προς τα κάτω με την πάροδο του χρόνου. Η υπόθεση ότι τα βήτα των κεφαλαίων είναι σταθερά για την 20 – ετή υπό μελέτη περίοδο, ελέγχθηκε διαχωρίζοντας αποτελεσματικά τη χρονική περίοδο στα δύο και με τον έλεγχο του αν υπάρχουν σημαντικά μεταβαλλόμενα βήτα. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι στα 15 από τα 143 κεφάλαια, η υπόθεση ενός σταθερού βήτα δεν μπορούσε να γίνει αποδεκτή. Για χάρη της συμβατότητας με το CAPM, οι αναλύσεις που απομένουν γίνονται χωρίς να περιλαμβάνουν αυτά τα 15 κεφάλαια, παρόλο που κανένα από τα ποιοτικά αποτελέσματα δεν μεταβλήθηκε από το συμπέρασμά τους: αυτό αφήνει 128 κεφάλαια σε εκκρεμότητα σε αυτήν την εργασία. (Μόνο ένα από αυτά τα κεφάλαια είχε ένα άλφα σημαντικά διαφορετικό από το 0 όπως αναφέρθηκε στον πίνακα I.)

Υπήρχε ανησυχία στις πρωτότερες μελέτες ότι τα έξοδα των αμοιβαίων κεφαλαίων ήταν ήδη «πολύ ψηλά» κατά το τέλος της δεκαετίας του '60. Αλλά όπως φαίνεται από τα δεδομένα που παραθέτονται στον πίνακα IV, τα συνολικά έξοδα των κεφαλαίων έχουν αυξηθεί δραματικά κατά τη διάρκεια των τελευταίων 20 χρόνων. Ο κύκλος εργασιών στην αρχή της δεκαετίας του '80, ήταν τουλάχιστον 50 % υψηλότερος από ότι ήταν στις αρχές της δεκαετίας του '70 (οι προηγούμενες ημερομηνίες για αυτά τα δεδομένα είναι διαθέσιμες). Παραδόξως, ο κύκλος εργασίας δεν αυξήθηκε σημαντικά έπειτα από τη μείωση της κρατικής παρέμβασης σε θέματα των σταθερών προμηθειών των επενδυτικών αντιπροσώπων, των πρακτόρων, στο 1975. Η δραματική του αύξηση δεν ξεκίνησε μέχρι το 1980 και έπειτα. Παρομοίως, τα διαχειριστικά κόστη και έξοδα ως ένα κομμάτι των κεφαλαίων υπό διαχείριση έχουν αυξηθεί περί το 20% από τα τέλη του '60. Είναι εύκολο να είναι καχύποπτος κανείς για το ότι αυτές τις αυξήσεις στην δραστηριότητα και τα συναφή έξοδα θα μπορούσαν να είναι

καταστροφικά για την απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων, απαλλαγμένη από έξοδα.

Η ερώτηση για το αν η απόδοση στον χώρο των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι επαρκής για να εξουδετερώσει τα έξοδα έχει απαντηθεί εν μέρει στον πίνακα II. Δεν υπάρχει απόδειξη για την περίοδο 1965 – 1984 ότι, καθαρά από κινδύνους και έξοδα, τα αμοιβαία κεφάλαια απέδωσαν χαμηλότερα από ένα πρότυπο κεφάλαιο. Εντούτοις για λόγους που συζητήθηκαν ανωτέρω, είναι επιθυμητό να πάμε πίσω από αυτό για να επαληθεύσουμε αυτά τα συμπεράσματα. Αυτό μπορεί να γίνει με το να σκεφτούμε σοβαρότερα το ρόλο του κύκλου εργασιών στην απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Αυτή η εργασία παρουσιάζει τα αποτελέσματα μίας μελέτης της απόδοσης για 143 αμοιβαία κεφάλαια κατά την περίοδο 1965 – 1984. Η τεχνολογία και τα δεδομένα είναι συγκρίσιμα με πληθώρα μελετών αμοιβαίων κεφαλαίων πρώτης γενιάς που δημοσιεύτηκαν ανάμεσα στο 1962 και το 1970. Το σημείο στο οποίο επικεντρώθηκε το κείμενο ήταν ο έλεγχος της υπόθεσης ότι οι συνθήκες που χαρακτηρίζουν τον τομέα των αμοιβαίων κεφαλαίων ικανοποιούν τις συνθήκες για τις αποτελεσματικές αγορές. Τα κύρια συμπεράσματα είναι τα ακόλουθα:

Τα αμοιβαία κεφάλαια, απαλλαγμένα από όλα τα έξοδα, εκτός από επενδυτικές δαπάνες, υπερέβησαν τα υποδειγματικά κεφάλαια σε μία προσαρμοσμένη στον κίνδυνο βάση, αυτά τα αποτελέσματα έρχονται σε αντίθεση με τις μελέτες που έτειναν να βρουν αποδείξεις αρνητικών άλφα [Friend et al., 1962, Friend, Blume, και Crockett, 1970, Jensen, 1968, Sharpe, 1966).

Ο χώρος των άλφα, παρά το ότι είναι σημαντικά θετικός, δεν είναι αρκετά εκτενής για να αντιπαρέλθει τα έξοδα επιβάρυνσης που χαρακτηρίζουν την πλειονότητα των κεφαλαίων σε αυτό το δείγμα. Συμπερασματικά, σε ισορροπία, η απόδειξη είναι συμβατή με το μήνυμα του ότι τα έξοδα και οι διάφορες χρεώσεις που συνδέονται με τα αμοιβαία κεφάλαια παραγκωνίζονται από ανώτερα και καλύτερα αποτελέσματα, μία κατάσταση που χαρακτηρίζει τις αποτελεσματικές αγορές υπό την παρουσία των κοστολογικών πληροφοριών.

Έγινε μία απόπειρα να χαρακτηριστεί η αποτελεσματική ισορροπία ως προς τα αμοιβαία κεφάλαια και στην πάροδο του χρόνου. Η υπόθεση έλεγξε το αν τα αμοιβαία κεφάλαια τα οποία ακολούθησαν περισσότερο ενεργές πολιτικές (όπως παρατηρήθηκε από τα υψηλότερα συνολικά έξοδα, τα κόστη κύκλου δραστηριοτήτων, τα διαχειριστικά κόστη, και άλλα έξοδα) οδήγησαν σε αποδόσεις επαρκώς υψηλές για να καλυφθούν τα υψηλότερα έξοδα.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι τα αμοιβαία κεφάλαια με μεγαλύτερο κύκλο εργασιών, προμηθειών, και εξόδων σημείωσαν τιμές απόδοσης επαρκώς υψηλές για να υπερκαλύψουν τα έξοδα. Αυτά τα αποτελέσματα συνδέονται με το ότι τα αμοιβαία κεφάλαια είναι αποτελεσματικά στις δραστηριότητες συναλλαγής και συλλογής πληροφοριών τους [Grossman και Stiglitz, 1980]. Επιπλέον, τα με επιβάρυνση κεφάλαια σημείωσαν τιμές απόδοσης επαρκώς υψηλές για να καλύψουν τα έξοδα πώλησής τους σε σύγκριση με τα χωρίς επιβάρυνση κεφάλαια. Αυτά τα αποτελέσματα συναντήθηκαν σε πληθώρα ορισμών, περιγραφών, μοντέλων και υπο – δειγμάτων κεφαλαίων.

Περισσότερη αξιόπιστη εμπειρική εργασία θα μπορούσε να γίνει αν τα διακινούμενα μοντέλα του πληροφορημένου εμπορίου ήταν διαθέσιμα. Προς το παρόν, δεν υπάρχει τρόπος να μάθουμε το μήκος του χρόνου ανάμεσα στην αγορά, το συνακόλουθο κεφαλαιακό κέρδος, και την πώληση του χρεογράφου. Αυτό το πρόβλημα διερευνήθηκε σε αυτήν την εργασία με βάση τα δεδομένα απόδοσης όλου του χρόνου. Η χρήση συντομότερων χρονικών περιόδων θα μπορούσε κατά βάση να επιτρέψει περισσότερες εκτιμήσεις της επίδρασης του κύκλου εργασιών. Αλλά με δεδομένο το υπόβαθρο της θεωρίας, αυτή η στρατηγική θα μπορούσε να προκαλέσει σημαντικά προβλήματα.

Δύο περιπτώσεις ισορροπίας μπορεί να βοηθήσουν να επιλυθεί η αξιοπιστία μίας τριμηνιαίας βάσης δεδομένων. Πρώτον, όταν τα αμοιβαία κεφάλαια πραγματοποιούν τις αγορές τους που έχουν βασιστεί στις πληροφορίες τους, έπειτα, αν δεν αξιοποιήσουν πλήρως τις πληροφορίες τους, οφείλουν να αγοράσουν μετοχές μέχρι να ωθήσουν την νέα τιμή μέχρι το σημείο εκείνο που

να αντικατοπτρίζει τις νέες πληροφορίες. Αυτό συστήνει ότι το αποτέλεσμα της τιμής θα έπρεπε να εμφανίζεται κατά τη διάρκεια της αγοραστικής περιόδου. Δεύτερον, αν όχι, το αρμπιτράζ θα έπρεπε να ενισχύει το αποτέλεσμα. Πράγμα που σημαίνει ότι αν τα αμοιβαία κεφάλαια αγοράζουν «πολύ λίγο» έτσι ώστε, τα ίδια, δεν αυξάνουν τις τιμές έτσι ώστε να αντικατοπτρίζουν πλήρως τις νέες πληροφορίες, αυτοί που προβαίνουν σε ενέργειες αρμπιτράζ θα μπορούσαν απλώς να περιμένουν ανακοίνωση των χαρτοφυλακίων αμοιβαίων κεφαλαίων (τα οποία θα πρέπει να δημοσιεύονται τριμηνιαίως), και να προσαρμόζουν τα χαρτοφυλακιά τους: αυτό θα είχε ως αποτέλεσμα να προσαρμοστούν πλήρως οι τιμές στο επικείμενο τρίμηνο. Αυτές οι αντιπαραθέσεις δείχνουν ότι η επίδραση του κύκλου εργασιών πρέπει να παρατηρηθεί κατά τη διάρκεια του τριμήνου που λαμβάνουν χώρα οι εμπορικές συναλλαγές, ή τουλάχιστον, στο ακόλουθο.

4.1.9 Συμπεράσματα μελετών

Με την θεωρία του χαρτοφυλακίου ασχολήθηκε ο Treynor ο οποίος την χρησιμοποίησε και προτείνει ένα τρόπο πρόβλεψης της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων που διέφερε από όλους τους άλλους συνδυάζοντας την διακύμανση της απόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου με έναν απλό και κατανοητό τρόπο. Ο Sharpe προσπάθησε να επεκτείνει την δουλειά του Treynor χρησιμοποιώντας το μέτρο του ώστε να αξιολογήσει την ικανότητα πρόβλεψης. Αλλά θα προσπάθησε να κάνει και κάτι παραπάνω, να κάνει πιο σαφή τις σχέσεις μεταξύ των πρόσφατων επεκτάσεων στη θεωρία κεφαλαίου και τα εναλλακτικά μοντέλα της αξιολόγησης της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων και να τοποθετήσει τα εναλλακτικά μοντέλα σε πρακτικά τεστ.

Ο δείκτης του Sharpe και Treynor αξιολογούν εάν ένας διαχειριστής έχει δημιουργήσει υπερβάλλουσες αποδόσεις. Οι δείκτες αυτοί είναι προσαρμοσμένοι στην απόδοση και στην επικινδυνότητα των χαρτοφυλακίων. Η διαφορά είναι ότι ο Sharpe χρησιμοποίησε την διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου ως ένα επιπλέον κριτήριο χρησιμοποιώντας έναν δείκτη ο οποίος περιλαμβάνει τόσο την μετρήσιμη όσο και την μη μετρήσιμη επικινδυνότητα.

Όσο αφορά τον δείκτη του Jensen αναφέρεται στην συχνότητα κατανομής των άλφα των αμοιβαίων κεφαλαίων. Πιο συγκεκριμένα, 76 αμοιβαία κεφάλαια από αυτά που μελετήθηκαν έχουν $\alpha < 0$ και δείχνουν ότι οι επιδόσεις τους είναι χαμηλότερες από του δείκτη Standard & Poor και 39 αμοιβαία κεφάλαια με $\alpha > 0$, δηλαδή επιδόσεις μεγαλύτερες από αυτόν. Από την εμπειρική μελέτη αυτή είναι φανερό ότι δεν θα ήταν δυνατόν να βγει ένα γενικό συμπέρασμα ότι ένα μεμονωμένο αμοιβαίο κεφάλαιο θα ήταν ικανό να επιτύχει καλύτερες αποδόσεις από ένα τυχαία επιλεγμένο χαρτοφυλάκιο.

Τα συμπεράσματα του Jensen επιβεβαιώνουν και οι Cumby και Glen (1990), ελέγχοντας 15 διεθνή αμοιβαία κεφάλαια από το 1982 μέχρι το 1988, αφού κανένα αμοιβαίο κεφάλαιο δεν βρέθηκε με θετικό και στατιστικά σημαντικό συντελεστή επιλεκτικότητας (άλφα).

Μια από τις κριτικές στο υπόδειγμα του Jensen προέρχεται από τον Mains (1977) ο οποίος θεώρησε τις αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων που χρησιμοποιήθηκαν μεροληπτικές υποτιμημένες. Ο Mains θεώρησε ότι τα μερίσματα των αμοιβαίων κεφαλαίων πληρώνονται στην αρχή, σε αντίθεση με τον Jensen που θεώρησε ότι τα μερίσματα πληρώνονται στο τέλος. Ο Mains χρησιμοποιώντας 70 αμοιβαία κεφάλαια από το δείγμα των 115 αμοιβαίων κεφαλαίων του Jensen ανακάλυψε ότι ο μέσος όρος της επίδοσης τους ήταν μηδενική. Οι μηνιαίες αποδόσεις που χρησιμοποιεί ο Mains εξαλείφουν την μεροληψία που προσκαλεί η υπόθεση για τον χρόνο καταβολής του μερίσματος και παράγουν εκτιμητές, των συντελεστών άλφα και βήτα, με τις επιθυμητές ιδιότητες.

Ο Lee και Rahman (1990) χρησιμοποιώντας μηνιαία στοιχεία 93 αμοιβαίων κεφαλαίων εξέτασαν την επίδραση των διαχειριστών μέσω του υποδείγματος των Bhattacharya και Pfleiderer. Το υπόδειγμα αυτό προέκυψε από την διόρθωση ενός λάθους του Jensen ώστε να εξαχθούν αποτελεσματικά μέτρα αξιολόγησης της επιλεκτικότητας και του συγχρονισμού των διαχειριστών. Οι Bhattacharya και Pfleiderer υπέθεσαν πως στην αρχή της περιόδου ο διαχειριστής δέχεται την εικόνα από την αγορά.

ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΟΥ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΗΣΑΝ ΤΑ ΜΕΤΡΑ SHARPE, TREYNOR, JENSEN ΚΑΙ TREYNOR ΜΑΖΟΥ					
ΣΥΓΓΡΑΦΕΑΣ	ΤΙΤΛΟΣ-ΕΚΔΟΣΗ	ΣΚΟΠΟΣ	ΔΕΔΟΜΕΝΑ	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ
Jensen Michael	"The performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964", Journal of Finance 23, p.p. 389-416 (1986)	Να μετρήσει την απόδοση των Α/Κ και να επιλέξει το πιο αποδοτικό	115 Α/Κ από 1945 έως 1964	Δείκτης Jensen	Η συχνότητα κατανομής των αντιστοιχών α είναι συμμετρική και μάλιστα με κατεύθυνση την αρνητική πλευρά του μέσου κατανομής
Sharpe F. William	"Mutual Fund Performance", Journal of Business, pp 119-138 (1966)	Να μετρήσει την απόδοση των Α/Κ και να επιλέξει το πιο αποδοτικό	34 Α/Κ από το 1944 έως το 1953	Δείκτης Sharpe και Treynor	Κατέληξε στο συμπέρασμα ότι μια καλή επίδοση συνδέεται με ένα χαμηλό δείκτη εξόδων. Επίσης κατέληξε ότι το μέγεθος του κεφαλαίου ποσοστιαία αποτελεί έναν ασήμαντο παράγοντα για την μελλοντική επίδοση ενός Α/Κ
Mains E. Norman	"Risk, the Pricing of Capital Assets, and the Evaluation of Investment Portfolios: Comment" Journal of Business, vol 50, pp 31-384 (1977)	Να μετρήσει την απόδοση των Α/Κ και να επιλέξει το πιο αποδοτικό και να κάνει συγκρίσεις με τα αποτελέσματα του Jensen	70 Α/Κ από το 1945 έως το 1964	Δείκτης Jensen	Κατά μέσο όρο η επίδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων ήταν μηδενική. Οι αποδόσεις παρουσιάζονται μεροληπτικές προς τα κάτω

<p>Cumby Robert E. and Jack D. Glen</p>	<p>“Evaluating the Performance of International Mutual Funds”, Journal of Finance 45, p.p. 497-521 (1990)</p>	<p>Να βρει αν τα διεθνικά αμοιβαία κεφάλαια εξασφαλίζουν στους επενδυτές επιδόσεις που υπερβαίνουν τον Capital International World Index</p>	<p>15 διεθνικά Α/Κ των ΗΠΑ από 1982 έως 1988</p>	<p>Δείκτης Jensen και Grinblatt-Titman (1989)</p>	<p>Τα αμοιβαία κεφάλαια αποδίδουν καλύτερα από το Morgan Stanley Index</p>
---	---	--	--	---	--

Φίλιππας Νικόλαος,	«Κατασκευή και Ανάλυση Δείκτη Συνολικής Απόδοσης για την Χρηματιστηριακή Αγορά των Αθηνών», Οικονομικό Δελτίο της Alfa Τράπεζα Πίστεως» (1998)	Να συγκρίνει τη επίδοση των Α/Κ σε σχέση με την επίδοση του Γενικού Δείκτη	19 Α/Κ μικτού και μετοχικού χαρακτήρα από το 1993 έως το 1996	Τα μέτρα που χρησιμοποίησε είναι τα παραδοσιακά του Sharpe, Treynor και Jensen	Όσο περνάει ο καιρός μειώνεται η επίδοση των Α/Κ σε σχέση με την επίδοση του Γενικού Δείκτη

Lee Cheng-few and Shafiqar Rahman	"Market Timing, Selectivity and Mutual Fund Performance", Journal of Business 63, p.p. 261-278 (1990)	Να μελετήσουν την ικανότητα μικροπρόβλεψης και μακροπρόβλεψης	93 Α/Κ από 1977 έως 1984	Τεχνική Bhattacharya και Pfleiderer	Για κάθε ύψος προσωπικού κεφαλαίου υπάρχει δυνατότητα καλύτερης επίδοσης, χρησιμοποιώντας τις ικανότητες πρόβλεψης των διαχειριστών κεφαλαίων
---	---	--	--------------------------------	---	--

Sirri R. Eric and Tufano Pete	"Costly Search and Mutual Fund Flows", The Journal of Finance, Vol LII, No 5, pp 1589-1621 (1998)	Να βρει την σχέση ανάμεσα στα κόστη και στην απόδοση των Α/Κ	690 Α/Κ από το 1971 έως το 1990	Μέτρο του Jensen	Διαπιστώθηκε ότι η συμμετοχή σε ένα μεγάλο σχήμα, σύμπλεγμα, είναι ένας αποφασιστικός παράγοντας των ρών των κεφαλαίων στην προ – 1990 περίοδο, και η ερμηνεία αυτού του αποτελέσματος είναι το ότι τα μεγαλύτερα σχήματα μειώνουν τα κόστη έρευνας κεφαλαίων στα οποία υπόκεινται οι καταναλωτές
Ippolito A. Richard	"Efficiency with costly information: A study of mutual fund performance, 1965-1984" Vol CIV, pp 1-23 (1989)	Να μελετήσει την σχέση του κόστους με την απόδοση των Α/Κ	143 Α/Κ από το 1965 έως το 1984	Μέτρο του Jensen	Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι τα αμοιβαία κεφάλαια με μεγαλύτερο κύκλο εργασιών, προμηθειών, και εξόδων σημείωσαν τιμές απόδοσης επαρκώς υψηλές για να υπερκαλύψουν τα έξοδα

4.2 Εμπειρικές μελέτες που χρησιμοποίησαν το υπόδειγμα Henriksson-Merton

4.2.1 Eric C. Chang-Wilbur G. Lewellen “Market Timing and Mutual Fund Investment Performance”

Κάποιοι ερευνητές όπως ο Jensen (1968,1969), οι Black, Jensen και Scholes (1972) και οι Blume και Friend (1973) μελέτησαν την ικανότητα των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων υποθέτοντας ότι τα χαρτοφυλάκια που εξετάζουν έχουν σταθερά επίπεδα κινδύνου σε όλη την διάρκεια της μελέτης. Ο Eric C. Chang και ο Wilbur G. Lewellen ανέπτυξαν την εμπειρική τους μελέτη με την υπόθεση ότι ο κίνδυνος δεν παραμένει σταθερός αλλά μεταβάλλεται.

Για την εμπειρική τους μελέτη χρησιμοποίησαν ένα δείγμα που αποτελείται από 67 αμοιβαία κεφάλαια για την περίοδο Ιανουάριος 1971-Δεκέμβριος 1979. Για να παρουσιάσουν την συμπεριφορά των μετοχών χρησιμοποίησαν τον δείκτη του Center for Research in Security Prices (CRSP). Υπολόγισαν τις μηνιαίες αποδόσεις του χαρτοφυλακίου και των αμοιβαίων κεφαλαίων που εξέτασαν λαμβάνοντας υπόψη τα μερίσματα, τα κέρδη ή την ζημία που παρουσίασαν. Οι αποδόσεις του U.S. Treasury Bills έχουν ένα μήνα μέχρι την λήξη.

Το υπόδειγμα που χρησιμοποίησαν για την μελέτη των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι του Henriksson-Merton. Πιο συγκεκριμένα χρησιμοποιήθηκαν δυο μοντέλα παλινδρόμησης:

$$(1) \quad Z_p(t) - R(t) = a_p + b_p [Z_m(t) - R(t)] + e(t)$$

όπου

$Z_p(t)$: απόδοση χαρτοφυλακίου, $R(t)$: απόδοση περιουσιακού στοιχείου χωρίς κίνδυνο, $Z_m(t)$: απόδοση χαρτοφυλακίου αγοράς, πλήρη διαφοροποιημένο,

$e_p(t)$: τυχαίο σφάλμα με $E [e_p(t)] = 0$, a_p =μέση απόδοση χαρτοφυλακίου, b_p =δείκτης συστηματικού επιπέδου κινδύνου του χαρτοφυλακίου.

$$(2) \quad Z_p(t) - R(t) = a^* + b_1^* X_1(t) + b_2^* X_2(t) + e_p^*(t)$$

Επειδή $X_1(t) = 0$ και $X_2(t) = X(t)$ όταν $X(t) > 0$ το b_2^* μπορεί να χαρακτηριστεί ως το βήτα του χαρτοφυλακίου που εξετάζουμε όταν η αγορά βρίσκεται σε ανοδική πορεία και b_1^* το βήτα του χαρτοφυλακίου όταν η αγορά είναι σε καθοδική πορεία. Η παλινδρόμηση (2) χρησιμοποιείται κάνοντας την υπόθεση ότι $b_1^* \neq b_2^*$.

Χρησιμοποιώντας την παλινδρόμηση υπολόγισαν τα alpha και τα beta για να βρουν την ικανότητα συγχρονισμού και επιλογής των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων. Αυτό το έκαναν για μηνιαίες και τριμηνιαίες αποδόσεις αμοιβαίων κεφαλαίων. Από τις δυο αυτές αναλύσεις συμπεραίνουμε ότι έχουμε ομοιότητες στην συνολική απόδοση, το γεγονός αυτό υφίσταται καθώς οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν παρουσίαζαν συστηματική ικανότητα συγχρονισμού της αγοράς κατά τη δεκαετία του 70.

Πιο συγκεκριμένα χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα του Henriksson-Merton κατέληξαν στα παρακάτω συμπεράσματα. Το πιο φανερό είναι ότι υπάρχει μικρή εμφάνιση ικανότητας συγχρονισμού της αγοράς στους διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων. Πράγματι αυτό δείχνει ότι οι διαχειριστές τείνουν να έχουν την αντίστροφη ικανότητα, δηλαδή το beta κατά μέσο όρο των 67 χαρτοφυλακίων είναι λίγο υψηλότερο όταν η αγορά έχει καθοδική πορεία από το beta των χαρτοφυλακίων όταν η αγορά είναι ανοδική. Σύμφωνα με αυτά τα αποτελέσματα τα alpha που υπολογίστηκαν με το υπόδειγμα Henriksson-Merton είναι υψηλότερα από αυτά που υπολογίστηκαν με την τυπική παλινδρόμηση που υποθέτει ότι τα betas του χαρτοφυλακίου παραμένουν σταθερά σε όλη την διάρκεια της μελέτης.

Στα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων της παλινδρόμησης με τριμηνιαίες αποδόσεις παρατηρούμε ότι το \hat{b}_1^* και \hat{b}_2^* είναι χαμηλότερα. Στην περίπτωση αυτή επτά από τα εξήντα επτά αμοιβαία κεφάλαια έχουν σημαντικές διαφορές

μεταξύ \hat{b}_1^* και \hat{b}_2^* . Πέντε από αυτά έχουν αρνητική κατεύθυνση που δείχνει έλλειψη συγχρονισμό της αγοράς, τρία είχαν $\hat{a}^* > 0$ και ένα $\hat{a}^* < 0$. Κανένα από τα συμπεράσματα αυτά δεν μπορούν να περιγράψουν σαν overwhelming evidence of collective portfolio ικανότητα διαχείρισης για πρόβλεψη των τιμών σε μικρο και μακρο επίπεδο.

Ο πίνακας 1 παρουσιάζει τα αποτελέσματα τα παλινδρόμησης για μηνιαίες αποδόσεις.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

ΑΠΟΔΟΣΗ Α/Κ 1971-1979 ΜΗΝΙΑΙΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ				
ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΣ	ΜΕΣΗ ΑΞΙΑ	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ	ΜΕΓΙΣΤΗ ΤΙΜΗ	ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΤΙΜΗ
Α. ΑΓΝΟΕΙΤΑΙ Η ΙΚΑΝΟΤΗΤΑ ΣΥΓΧΡΟΝΙΣΜΟΥ				
$Z_p(t) - R(t) = a_p + b_p [Z_m(t) - R(t)] + e(t)$				
\hat{a}_p	0,049	0,526	2,878	-0,719
\hat{b}_p	0,972	0,264	1,808	0,225
R^2	0,747	0,159	0,944	0,234
Α. ΔΕΝ ΑΓΝΟΕΙΤΑΙ Η ΙΚΑΝΟΤΗΤΑ ΣΥΓΧΡΟΝΙΣΜΟΥ				
$Z_p(t) - R(t) = \hat{a}^* + \hat{b}_1^* X_1(t) + \hat{b}_2^* X_2(t) + e_p^*(t)$				
\hat{a}_p	0,116	0,443	1,298	-1,061
\hat{b}_1^*	0,993	0,267	1,79	0,263
\hat{b}_2^*	0,955	0,327	2,656	0,192
R^2	0,748	0,159	0,943	0,235
$\hat{b}_2^* - \hat{b}_1^*$	-0,038	0,288	1,833	-0,502

Και στις δυο μορφές παλινδρομήσεις το R^2 είτε για μηνιαίες είτε για τριμηνιαίες αποδόσεις είναι αρκετά υψηλό. Εκτιμώντας τα a_p και a^* για τις εξήντα επτά παρατηρήσεις σχετικά, με την επιλεκτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων ήμασταν ανίκανοι να απορρίψουμε την μηδενική υπόθεση ότι $\hat{a}_p = \hat{a}^*$, το ίδιο συμβαίνει με \hat{b}_p , \hat{b}_1^* και \hat{b}_2^* . Αυτές οι ομοιότητες στις αποδόσεις στα δυο μοντέλα παρέρχονται από το γεγονός ότι οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων στην δεκαετία του '70 δεν λάμβαναν υπόψη την συστηματική δραστηριότητα συγχρονισμού της αγοράς.

Σε επίπεδο ατομικών αμοιβαίων κεφαλαίων οι διακρίσεις είναι πιο σημαντικές. Παίρνοντας τις τριμηνιαίες αποδόσεις και υπολογίζοντας την παλινδρόμηση (1) για κάθε ένα από τα εξήντα επτά αμοιβαία κεφάλαια παρουσιάζουν στατιστικά υπερβάλλουσα απόδοση. Γενικά η προσέγγιση των Henriksson – Merton δίνει περισσότερες πληροφορίες για την φύση και την πηγή που προκαλούν διαφοροποιήσεις στις αποδόσεις των διαχειριζόμενων χαρτοφυλακίων, όπου υπάρχουν. Βασιζόμενοι στα αποτελέσματα εδώ συμπέραναν ότι τέτοιες διαφοροποιήσεις υπάρχουν σε μικρή έκταση στα επενδυτικά αρχεία της Αμερικής σχετικά με τα αμοιβαία κεφάλαια.

4.2.2 Roy D. Henriksson “Market Timing and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation”

Σ' αυτή την μελέτη ερευνάται η απόδοση συγχρονισμού της αγοράς για 116 αμοιβαία κεφάλαια ανοικτής λήξης χρησιμοποιώντας παραμετρικές και μη παραμετρικές τεχνικές που παρουσιάστηκαν από τον Henriksson και Merton (1981). Τα παραμετρικά τεστ πραγματοποιήθηκαν κάτω από την υπόθεση ότι ισχύει το CAPM. Χρησιμοποιήθηκαν μηνιαίες αποδόσεις από τον Φεβρουάριο 1968 έως τον Ιούνιο 1980, περιλαμβάνοντας όλα τα πληρωτέα μερίσματα απαλλαγμένα από κόστη διαχείρισης και αμοιβές. Τα δεδομένα πάρθηκαν από την Standard & Poor's Over the Counter Daily Stock Price Record και Wiesenberger Investment

Companies Service (1975,1980). Το περιουσιακό στοιχείο άνευ κινδύνου που χρησιμοποιήθηκε είναι το Treasury bill για ένα μήνα.

Η μορφή παλινδρόμησης που χρησιμοποιήθηκε είναι της μορφής:

$$Z_p(t) - R(t) = a_p + b_1x(t) + b_2y(t) + e(t)$$

Η διόρθωση της ετεροσκεδαστικότητας στα παραμετρικά τεστ γίνεται με την παραπάνω φόρμα. Ο υπολογισμός των ελαχίστων τετραγώνων γίνεται με την παρακάτω παλινδρόμηση. Η απόλυτη αξία των καταλοίπων της εκτίμησης [e(t)] χρησιμοποιούνται ως εξαρτημένη μεταβλητή στην παλινδρόμηση:

$$|e_i(t)| = f_i + \Omega_{1i}x(t) + \Omega_{2i}x_2(t) + x_i$$

Για να κάνουν τους υπολογισμούς οι μελετητές χώρισαν την περίοδο σε δυο υποπεριόδους.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Παραμετρικά Τεστ για 116 Α/Κ ανοικτής λήξης χωρίζοντας το διάστημα σε δυο περιόδους

Δείγμα	1968: 2-1980:6	1968:2-1974:4	1974:5-1980:6
Μέσος (SD)			
$\alpha(\sigma_\alpha)$	0.0007(0.0041)	-0.0010(0.0053)	0.0022(0.0057)
$\beta_1(\sigma_{\beta_1})$	0.92 (0.21)	1.01 (0.27)	0.86 (0.20)
$\beta_2(\sigma_{\beta_2})$	-0.07(0.15)	-0.02 (0.21)	-0.08 (0.18)
Αριθμός αμοιβαίων			
Απορρίπτεται $\alpha=0$ με 5%	11+8-	6+13-	21+5-
Απορρίπτεται $\alpha=0$ με 1%	6+4-	4+4-	10+1-
Απορρίπτεται $\beta_2=0$ με 5%	3+9-	1+4-	2+3-
Απορρίπτεται $\beta_2=0$ με 1%	1+1-	0+1-	1+1-
$\alpha > 0$	59	32	67
$\beta_2 > 0$	44	64	46

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι υπάρχει μικρή ικανότητα συγχρονισμού της αγοράς. Πράγματι το 62% των αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσιάζουν αρνητικές εκτιμήσεις του συγχρονισμού της αγοράς όπως φαίνεται από τις τιμές που παίρνει το β_2 . Χρησιμοποιώντας την υπόθεση ότι οι αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων και του χαρτοφυλακίου αγοράς ακολουθούν κανονική κατανομή μόνο τρία από τα αμοιβαία κεφάλαια παρουσιάζουν θετικά β_2 με 95% εμπιστοσύνη και μόνο ένα από τα τρία παρουσιάζει θετικά σημαντικά εκτιμήσεις του β_2 στις δυο υποπεριόδους.

Για τα αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος, η συσχέτιση ανάμεσα στο a της πρώτης και δεύτερης περιόδου ήταν 0,34, για το β_2 ήταν επίσης 0,34. Χρησιμοποιώντας το 2Χ2 τεστ για την ανεξαρτησία, δεν είναι πιθανό να απορρίψουμε την υπόθεση ότι οι εκτιμήσεις του a για κάθε αμοιβαίο κεφαλαίο είναι ανεξάρτητες για τις δυο περιόδους ή τις υποθέσεις ότι οι εκτιμήσεις του β_2 για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο είναι ανεξάρτητες στις δυο περιόδους. Εφαρμόζοντας το F-test για τα 45 αμοιβαία κεφάλαια απορρίπτονται την υπόθεση ότι οι αυτοσυσχετίσεις είναι ίδιες στις δυο περιόδους με πιθανότητα 95% και 26 με πιθανότητα 99%. Αυτά τα αποτελέσματα είναι ίδια με αυτά που βρήκε ο Jensen (1968,1969) χρησιμοποιώντας την παλινδρόμηση:

$$Z_p(t) - R(t) = a_p + b_p[L_M(t) - R(t)] + e_p(t)$$

όπου αγνοείται η δραστηριότητα συγχρονισμού της αγοράς, καθώς δεν υπάρχουν ενδείξεις ικανότητα συγχρονισμού της αγοράς. Τα αποτελέσματα φαίνονται στον πίνακα 2.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Παραμετρικά Τεστ: $Z_p(t) - R(t) = \alpha_p + \beta_1 x(t)$ Αποτελέσματα υποθέτοντας συγχρονισμό της αγοράς			
Δείγμα	1968:2-1980:6	1968:2-1974:4	1974:5-1980:6
Μέσος (SD)			
$\alpha(\sigma_\alpha)$	-0.0002(0.0027)	-0.0013(0.0036)	0.0011(0.0038)
$\beta_1(\sigma_{\beta_1})$	0.96(0.23)	1.02 (0.25)	0.90 (0.21)
Αριθμός αμοιβαίων			
Απορρίπτεται $\alpha=0$ με 5%	5+ 13-	4+ 18-	20+ 6-
Απορρίπτεται $\alpha=0$ με 1%	2+ 8-	1+ 12-	7+ 2-
$\alpha > 0$	52	38	68

Όταν ο συγχρονισμός της αγοράς αγνοείται μόνο ένα αμοιβαίο κεφάλαιο έχει σημαντικά θετικό και στις δυο περιόδους. Αυτό ήταν το ίδιο το αμοιβαίο κεφάλαιο που ήταν σημαντικά θετικό στις δυο περιόδους όταν ο συγχρονισμός της αγοράς ήταν μέσα στους υπολογισμούς. Επιπλέον δυο αμοιβαία κεφάλαια είχαν σημαντικά αρνητικό α στις δυο περιόδους.

Τεστ με την υπόθεση ότι οι συσχετίσεις της παλινδρόμησης $Z_p(t) - R(t) = a_p + b_p [L_M(t) - R(t)] + e_p(t)$ είναι ίδια και στις δυο περιόδους δείχνει στοιχεία ότι οι παράμετροι δεν είναι στατικοί. Όταν χρησιμοποιούμε το F-test, 50 από τα αμοιβαία κεφάλαια απορρίπτουν την υπόθεση με 95% και τα 33 με πιθανότητα 99%.

Υπάρχει επίσης άλλος ένας πίνακας στην μελέτη όπου οι υπολογισμοί έγιναν χωρίς να διαρθρωθεί η ετεροσκεδαστικότητα. Τα αποτελέσματα δεν είναι τελείως διαφορετικές μ' αυτά που υπάρχουν στον πίνακα 1 όπου υπάρχει. Η κύρια διαφορά είναι ότι όταν η ετεροσκεδαστικότητα δεν λαμβάνεται υπόψη ένας μεγαλύτερος αριθμός από σημαντικά αρνητικά β_2 βρέθηκαν και λιγότερα α . Καθώς η πιθανή ύπαρξη της ετεροσκεδαστικότητας δεν φαίνεται να έχει επίπτωση στα αποτελέσματα, αυτό σημαίνει ότι τελικά υπάρχει.

Χρησιμοποιώντας την παλινδρόμηση με διορθωμένη την ετεροσκεδαστικότητα έδειξαν ότι 73 αμοιβαία κεφάλαια με σημαντικά αρνητικά εκτιμήσεις του Ω_1 και 57 θετικά, Ω_2 με πιθανότητα 95%. Από αυτά 55 είχαν αρνητικά Ω_1 με διάστημα εμπιστοσύνης 99% και 45 θετικά Ω_2 .

Επειδή η αρνητική συσχέτιση μεταξύ a και β_2 μπορεί να επιφέρει αμφισβητήσεις στα παραμετρικά τεστ, στην μελέτη αυτή χρησιμοποιήθηκαν και μη παραμετρικά τεστ που δεν απαιτούν συγκεκριμένο μοντέλο αποδόσεων και έτσι να αποφευγεί αυτό το πρόβλημα. Ωστόσο τα παραμετρικά τεστ χρειάζονται προβλέψεις και επειδή οι προβλέψεις σχετικά με τον συγχρονισμό της αγοράς στα αμοιβαία κεφάλαια δεν είναι εφικτές χρησιμοποιούν κατά προσέγγιση προβλέψεις.

Ο Henriksson (1980) έκανε τους υπολογισμούς τους χρησιμοποιώντας διαφορετικές αναλογίες των μετοχών που είχαν στα χαρτοφυλάκια των αμοιβαίων κεφαλαίων σαν προσέγγιση των προβλέψεων του συγχρονισμού της αγοράς. Χρησιμοποιώντας τριμηνιαία δεδομένα από το 1973 έως το 1980 για 186 αμοιβαία κεφάλαια δεν βρήκε ότι υπάρχει ικανότητα συγχρονισμού των διαχειριστών.

Ωστόσο οι κατά προσέγγιση εκτιμήσεις του παρουσιάζουν κάποια σφάλματα. Για να τα αποφύγει ο Henriksson χρησιμοποίησε πραγματικές αποδοτικότητες των αμοιβαίων κεφαλαίων τις οποίες τις σύγκρινε με την αποδοτικότητα της παθητικής στρατηγικής. Αυτή η σύγκριση γίνεται με το 2 X 2 τεστ ανεξαρτησίας. Το τεστ αυτό εξετάζει την συνολική αποδοτικότητα του αμοιβαίου κεφαλαίου και όχι μόνο την ικανότητα συγχρονισμού της αγοράς. Εξετάζει εάν τα ενεργά διαχειριζόμενα χαρτοφυλάκια μπορούν να παράγουν επιπλέον αποδόσεις σε σχέση με τα χαρτοφυλάκια που ακολουθούν παθητική στρατηγική.

Η παθητική στρατηγική εφαρμόζεται με ένα χαρτοφυλάκιο που αποτελείται από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς και από Treasury bills. Την αναλογία την δείχνει το β του κεφαλαίου το οποίο υπολογίζεται με την παρακάτω παλινδρόμηση:

$$Z_p(t) - R(t) = a + bx(t) + e(t)$$

Τα αποτελέσματα από το τεστ έδειξαν ότι κατά μέσο όρο τα αμοιβαία κεφάλαια παρουσιάζουν χειρότερα αποτελέσματα από ότι η παθητική στρατηγική η οποία περιέχει τη μηδενική υπόθεση της μη ύπαρξης προβλεπτικής ικανότητας και ότι οι αποδόσεις που χρησιμοποιήθηκαν είναι καθαρές από κόστη και αμοιβές.

Από τα αμοιβαία κεφάλαια που χρησιμοποιήθηκαν για την μελέτη τέσσερα απέρριψαν την μηδενική υπόθεση της μη ύπαρξης προβλεπτικής ικανότητας με διάστημα εμπιστοσύνης 95%. Ωστόσο μόνο ένα από αυτά μπορούσε να το κάνει αυτό και για της δυο υποπεριόδους. Το αμοιβαίο κεφάλαιο που παρουσίασε αυτή την ιδιότητα είχε θετικές εκτιμήσεις για το α στα παραμετρικά τεστ και για τις δυο υποπεριόδους. Σε κάθε άλλη περίπτωση που η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται για όλη την περίοδο και για τις δυο υποπεριόδους, το ίδιο αμοιβαίο κεφάλαιο είχε θετικό α και αρνητικό β_2 στο παραμετρικό τεστ. Όμως μόνο σε δυο αμοιβαία κεφάλαια το α ήταν σημαντικά διαφορετικό από το μηδέν.

Στο μη παραμετρικό τεστ, όπως και στο παραμετρικό, εμφανίστηκε μικρή σχέση ανάμεσα την πρώτη και δεύτερη υποπερίοδο για τα αμοιβαία κεφάλαια. Η συσχέτιση ανάμεσα στους υπολογισμούς του $\rho_1 + \rho_2$ για το ίδιο αμοιβαίο κεφάλαιο στις δυο περιόδους ήταν 0.05. Αυτό που παρατηρήθηκε είναι ότι τα αμοιβαία κεφάλαια ήταν καλύτερα στην δεύτερη περίοδο από ότι στην πρώτη.

Στην εμπειρική αυτή μελέτη ο ερευνητής βασίστηκε στις τεχνικές που ανέπτυξαν οι Henriksson και Merton (1981), οι οποίες δεν βασίζονται στην υπόθεση ότι οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων μπορούν να ακολουθήσουν στρατηγικές που να συγχρονίσουν επιτυχημένα την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Αυτό φαίνεται και στα παραμετρικά και μη παραμετρικά τεστ. Μόνο τρία αμοιβαία κεφάλαια είχαν σημαντικά θετικές εκτιμήσεις για την ικανότητα συγχρονισμού της αγοράς στα παραμετρικά τεστ για τις υποπεριόδους και μόνο ένα αμοιβαίο κεφάλαιο είχε σημαντικές εκτιμήσεις για τις δυο υποπεριόδους όταν το δείγμα χωρίζεται στα δυο. Τα τρία αυτά αμοιβαία κεφάλαια είχαν αρνητικές εκτιμήσεις στη επίδοση στα μη παραμετρικά τεστ και συνολικές επιδόσεις πολύ κοντά στο μέσο όρο όλων των κεφαλαίων του δείγματος.

Και στα δυο είδη τεστ (παραμετρικά και μη) υπάρχει ένδειξη της μη στασιμότητας στις παραμέτρους της επίδοσης. Αυτό επίσης που παρατηρήθηκε ήταν οι μελετητές δεν κάνουν καλύτερες προβλέψεις σχετικά με τον συγχρονισμό της αγοράς σε μεγάλες αλλαγές από ότι σε μικρές. Επιπλέον αυτό που είδαν οι

ερευνητές ήταν ότι απόλυτο magnitude δεν έχει καμία επίδραση στα μέτρα αξιολόγησης της αποδοτικότητας.

Αυτό που τίθεται υπό αμφισβήτηση στην μελέτη είναι η προσδιόριση που χρησιμοποιήθηκε στα παραμετρικά τεστ εξαιτίας της εμμονής της αρνητικής συσχέτισης μεταξύ του α και του β . Αν και δεν βρήκαν την ακριβή εξήγηση για την αρνητική συσχέτιση, ένας νέος παράγοντας στα αμοιβαία κεφάλαια προστέθηκε και βρέθηκε να είναι σημαντικός για 64 από τα 116 αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος. Μια εξήγηση μπορεί να είναι ότι ο παράγοντας που υπάρχει προκύπτει από την διαδικασία παραγωγής απόδοσης.

4.2.3 Henrikson Roy and Robert C. Merton (1981) "On Market Timing and Investment Performance"

Οι Henrikson Roy and Robert C. Merton χρησιμοποίησαν τον διωνυμικό έλεγχο και βρήκαν ότι 50% των συντελεστών είναι θετικοί. Από τους 7 συντελεστές που είναι μεγαλύτεροι από τα δύο σταθερά σφάλματα, οι 6 είναι αρνητικοί. Ο συντελεστής για ένα ισοσταθμισμένο χαρτοφυλάκιο των κεφαλαίων έχει μία t – statistic του -2.38 . Ο έλεγχος του Χι τετράγωνο, απορρίπτει σαφέστατα την υπόθεση ότι οι συντελεστές είναι όλοι 0 (p – value (p – τιμή) = 0.008). Βασισμένος στο χωρίς όρους μοντέλο, ο συγχρονισμός - της αγοράς- των αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσιάζεται να δείχνει «λάθος σημάδια». Αυτή η απόδειξη είναι συμβατή με τα αποτελέσματα των Chang – Lewellen (1984), Henricksson (1984), Glosten – Jagannathan (1994), και παρόμοια με τα αποτελέσματά μας για τις παλινδρομήσεις των Treynor – Mazuy.

Τα αποτελέσματα για το με όρους μοντέλο διαφέρουν αρκετά. Υπάρχουν 25 αρνητικές εκτιμήσεις σημείων για τα 67 κεφάλαια, κάτι που δίνει μία t – statistic για την υπόθεση ότι 50 % είναι αρνητικές, ίση με $+2.08$. Ο έλεγχος Χι τετράγωνο της υπόθεσης ότι οι συντελεστές είναι όλοι 0 παράγει έναν – στα – δεξιά – περιορισμό με τιμή 0.004 . Από τους 7 συντελεστές που είναι πάνω από δύο σταθερά σφάλματα από το 0, μόνο 3 είναι αρνητικοί. Η t – statistic για το ισοσταθμισμένο χαρτοφυλάκιο των κεφαλαίων είναι $+0.04$. Βασιζόμενοι στο με

όρους μοντέλο, και εξαιρώντας τις ειδικές ομάδες, δεν βρίσκουμε πλέον τον συγχρονισμό – αγοράς των αμοιβαίων κεφαλαίων να δίνει λάθος «σημάδια». Αν πρέπει να σημειώσουμε κάτι αυτό είναι ότι οι συντελεστές συγχρονισμού δίνουν κάποιες περιορισμένες αποδείξεις θετικής ικανότητας συγχρονισμού της αγοράς, από τη στιγμή που ελέγχουμε για προαποφασισμένες πληροφοριακές μεταβλητές.

Οι Bonferroni p – values (p – τιμές) δείχνουν ότι οι ακραίες t – ratios (t – αναλογίες) είναι σημαντικά διαφορετικές από το 0, εκτός από τις μέγιστες τιμές στα χωρίς όρους μοντέλα συγχρονισμού, αλλά οι περιορισμοί των κατανομών είναι πιο ευρείς από το κανονικό. Σε όλα τα μοντέλα συγχρονισμού η κατανομή των t – ratios (t – αναλογιών) αλλάζει προς τα δεξιά όταν χρησιμοποιούνται πληροφορίες σχετικά με την οικονομική κατάσταση. Οι δεξιοί περιορισμοί των κατανομών είναι ευρύτεροι και οι αριστεροί είναι στενότεροι σε σχέση με τα χωρίς όρους μοντέλα.

Τόσο τα μοντέλα των Treynor – Mazuy και Merton – Henricksson λειτουργούν χρησιμοποιώντας ισχυρές υποθέσεις σχετικά με το πώς οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων χρησιμοποιούν καλύτερα τις πληροφορίες που μπορεί να έχουν. Όταν αυτές οι ισχυρές υποθέσεις καταρρέουν, τα μοντέλα δεν διαχωρίζουν συγχρονισμό και επιλεκτικότητα. Καθώς οι υποθέσεις είναι απίθανο να είναι αληθείς, τα μοντέλα μπορεί να ιδωθούν ως προσεγγίσεις μίας περισσότερο σύνθετης σχέσης ανάμεσα στα σταθμά του χαρτοφυλακίου των μάνατζερ και της μελλοντικής απόδοσης της αγοράς. Στις χωρίς όρους εκδοχές των μοντέλων, τα υπονοούμενα βήτα των κεφαλαίων του ενεργητικού υποθέτετε ότι είναι συνεχή. Το μοντέλο των Treynor – Mazuy εκτιμά τη σχέση ανάμεσα στα σταθμά των μάνατζερ και της μελλοντικής απόδοσης της αγοράς με μία γραμμική συνάρτηση, καθώς το Merton – Henricksson μοντέλο χρησιμοποιεί μία ενδεικτική συνάρτηση (το σταθμό είναι είτε 0 είτε 1, αναλόγως της πρόβλεψης της απόδοσης της αγοράς). Στις υπό όρους εκδοχές μας των μοντέλων, οι υποθέσεις είναι απλές επεκτάσεις των υποθέσεων στα πρωτότυπα μοντέλα.

Καθώς οι επεκτάσεις αυτών των μοντέλων είναι επαρκείς για να γίνει σαφές το ότι η χρήση των χωρίς μοντέλων είναι σημαντική, εντούτοις δεν υποστηρίζεται η

χρήση τους για την αξιολόγηση των μάντζερ στην πράξη. Για παράδειγμα, ακόμη και τα με όρους μοντέλα συγχρονισμού είναι πιθανό να παρερμηνευθούν όταν εφαρμόζονται σε κεφάλαια με μεγάλες αναλογίες μετοχών των Η.Π.Α. Πιστεύουμε ότι η ανάπτυξη περισσότερο σύνθετων και ρεαλιστικών μοντέλων συγχρονισμού της αγοράς με την παρουσία πληροφοριών της επικρατούσας οικονομικής κατάστασης είναι ένα σημαντικό πρόβλημα που χρίζει μελλοντικής έρευνας.

.Από τη στιγμή που οι συναρτήσεις των βήτα των κεφαλαίων είναι σημαντικά διαφορετικές από τις παθητικές στρατηγικές, μπορεί να παρέχουν επιπρόσθετες ματιές «εκ των έσω» όσον αφορά την συμπεριφορά ενεργούς διαχείρισης.

Ο Wiesenberger χρησιμοποιεί μία εσωτερική προσέγγιση στις ομαδοποιήσεις των κεφαλαίων, που σημαίνει ότι τα κεφάλαια είναι ομαδοποιημένα χρησιμοποιώντας δεδομένα βάσει των κεφαλαίων ενεργητικού που κατέχουν. Η προσέγγισή που υπάρχει εδώ μετράει την στρατηγική κεφαλαίων από την αντίδραση τους στις δημόσιες πληροφορίες, χωρίς την ανάγκη χρήσης δεδομένων σχετικά με τα κεφαλαία ενεργητικού που κατέχουν. Είναι ενδιαφέρον να συγκριθούν οι δύο προσεγγίσεις. Διεξάγετε λοιπόν μία απλή ανάλυση διακύμανσης, σ' αυτήν εξαιρούνται τα κεφάλαια της ειδικής κατηγορίας από αυτήν την ανάλυση. Αυτές οι παλινδρομήσεις δείχνουν ότι οι ομαδοποιήσεις των κεφαλαίων καταλαμβάνουν 25 ως 49% της διακύμανσης των μέσων ευαισθησιών, αντιδράσεων των κεφαλαίων. Συμπερασματικά, οι ομαδοποιήσεις σχετίζονται με τις μέσες εκθέσεις κινδύνου, αλλά υπάρχει ακόμη σημαντική διακύμανση των εκθέσεων μέσα σε μία κατηγορία κεφαλαίων.

Διεξάγεται μία παρόμοια ανάλυση της διακύμανσης για την αντίδραση των συντελεστών βήτα, β_p . Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι ομαδοποιήσεις των κεφαλαίων του Wiesenberger σχετίζονται επίσης με τη δυναμική συμπεριφορά των εκθέσεων κινδύνου. Για παράδειγμα, η ευαισθησία των με όρους βήτα της αγοράς απέναντι στις αναλογίες μερισμάτων αυξάνεται, καθώς προχωρούν οι μελετητές από τα κεφάλαια εισοδήματος στα κεφάλαια μέγιστων κεφαλαιακών κερδών. Τα βήτα των κεφαλαίων εισοδήματος είναι γενικά πιο ευαίσθητα στις

αλλαγές δομή των όρων και στη σχετική με την ποιότητα αναλογία που υπάρχει από ότι είναι τα αναπτυξιακά κεφάλαια. Στα μοντέλα τεσσάρων συντελεστών, οι συντελεστές που μετρούν την ευαισθησία των παραγώγων βήτα στο γωνιακό συντελεστή της δομής των όρων είναι σημαντικοί για τα μισά από τα κεφάλαια εισοδήματος. Εντούτοις, οι ενδείξεις, τα σημάδια, των συντελεστών διαφέρουν στα διάφορα κεφάλαια, κάτι που δείχνει ότι τα διαφορετικά κεφάλαια εισοδήματος μπορεί να υιοθετήσουν διαφορετικές στρατηγικές ως απάντηση στις αλλαγές στη δομή των όρων. Υπάρχει περισσότερη διακύμανση των συντελεστών της αντίδρασης των βήτα από ότι στις μέσες εκθέσεις, εντός των πλαισίων μίας ομάδας κεφαλαίων. Αυτό γίνεται κατανοητό αν οι μάντζερ μέσα σε μία ομάδα κεφαλαίων υιοθετούν παρόμοιες μακροχρόνιες επενδυτικές πολιτικές, αλλά ενδεχομένως χρησιμοποιούν διαφορετικές βραχυπρόθεσμες στρατηγικές. Πιστεύουν λοιπόν ότι μία ανάλυση σε μεγαλύτερο βάθος των βήτα υπό όρους των αμοιβαίων κεφαλαίων θα ήταν ενδιαφέρουσα.

Αυτή η εργασία διερευνά τα αποτελέσματα του να συμπεριληφθούν καθυστερημένες πληροφοριακές μεταβλητές στην ανάλυση της επενδυτικής απόδοσης. Σε αντίθεση με τα παραδοσιακά μοντέλα που βασίζονται στις χωρίς όρους αποδόσεις, εδώ ακολουθείται μία στρατηγική ενός χαρτοφυλακίου που χρησιμοποιεί μόνο άμεσα διαθέσιμες πληροφορίες και δεν υπονοεί έξτρα απόδοση. Χρησιμοποιώντας μηνιαία δεδομένα για 67 αμοιβαία κεφάλαια κατά την περίοδο 1968 – 1990, βρήκαμε αποδείξεις ότι οι βαθμοί έκθεσης στον κίνδυνο αλλάζουν αντιδρώντας στις δημόσιες πληροφορίες στην οικονομία. Η χρήση πληροφοριών σχετικά με την επικρατούσα οικονομική κατάσταση στην μέτρηση της απόδοσης είναι τόσο στατιστικά όσο και οικονομικά σημαντική.

Οι παραδοσιακές μετρήσεις της μέσης απόδοσης (τα άλφα του Jensen) είναι πιο συχνά αρνητικά παρά θετικά, κάτι το οποίο έχει ερμηνευθεί ως κατώτερη απόδοση. Τόσο ένα απλό CAPM και ένα τεσσάρων συντελεστών μοντέλο παράγει αυτό το αποτέλεσμα στο δείγμα. Εντούτοις, χρησιμοποιώντας μοντέλα με όρους, η κατανομή των άλφα αλλάζει προς τα δεξιά και τοποθετείται κοντά στο 0.

Οι παραδοσιακές μετρήσεις του συγχρονισμού αγοράς συστήνει ότι το τυπικό αμοιβαίο κεφάλαιο εκτίθεται περισσότερο στην αγορά όταν οι αποδόσεις ρευστών είναι χαμηλές. Αυτό έχει ερμηνευθεί ως απόλυτη και κάθετη ικανότητα συγχρονισμού της αγοράς. Εναλλακτικά, οι αρνητικοί συντελεστές συγχρονισμού μπορούν να αντικατοπτρίσουν τη σημαντικότητα των γραμμένων αγοραπωλησιών οφίων, ή άλλων στρατηγικών παραγώγων. Βρίσκουμε ότι οι χωρίς όρους εκδοχές των Treynor – Mazuy (1996) και Merton – Henricksson (1981) των μοντέλων συγχρονισμού αγοράς είναι ασαφώς ορισμένες όταν εφαρμόζονται σε μη ώριμες στρατηγικές, και ότι οι με όρους εκδοχές αυτών των μοντέλων είναι μία βελτίωση. Χρησιμοποιώντας τα με όρους μοντέλα συγχρονισμού της αγοράς για τα κεφάλαια χρεογράφων των Η.Π.Α., οι αποδείξεις κάθετου συγχρονισμού αγοράς για το τυπικό κεφάλαιο αναιρούνται.

Τα σχετικά πεσιμιστικά αποτελέσματα των παραδοσιακών μέτρων αποδίδονται στην κοινή χρονική διακύμανση στα υπό όρους βήτα και στην αναμενόμενη απόδοση της αγοράς. Όταν αυτή η προβλεψιμότητα αγνοείται, οι μάνατζερ κεφαλαίων ως μία ομάδα δείχνουν φαινομενική κατώτερη απόδοση. Αυτή η «κατώτερη» απόδοση οφείλεται πρωτίστως σε μία αρνητική συνδιακύμανση ανάμεσα στα βήτα των αμοιβαίων κεφαλαίων και την υπό όρους απόδοση της αγοράς. Όταν η κοινή διακύμανση ελέγχεται χρησιμοποιώντας καθυστερημένα μέσα, τα υπό όρους μοντέλα κάνουν την απόδοση των κεφαλαίων στο δείγμα να δείχνει καλύτερη. Το να συμπεριληφθούν μεταβλητές δημόσιων πληροφοριών στην ανάλυση της επενδυτικής απόδοσης είναι μία σημαντική ενότητα μελλοντικής έρευνας.

4.2.4 Larry J. Lockwood-K. Rao Kadiyala “Measuring Investment performance with a stochastic parameter Regression Model”

Οι Larry J. Lockwood-K. Rao Kadiyala χρησιμοποίησαν μηνιαίες αποδόσεις για 47 αμοιβαία κεφάλαια, τα οποία αντιπροσωπεύουν μία πληθώρα αντικειμενικών στόχων (π.χ. μέγιστα κεφαλαιακά κέρδη, μακροπρόθεσμη ανάπτυξη, ανάπτυξη και εισόδημα, και ισορροπημένο). Πρέπει να περιληφθεί και το ότι το κάθε

κεφάλαιο πρέπει να έχει υπάρξει καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου των 192 μηνών από τον Ιανουάριο του 1964 μέχρι τον Ιανουάριο του 1979. Τα δεδομένα απόδοσης περιλαμβάνουν μερίσματα όπως επίσης και κεφαλαιακά κέρδη και ζημιές. Το χαρτοφυλάκιο χρηματιστηριακής αγοράς μετράται σύμφωνα με το υπόδειγμα αξιολόγησης βάσει της διαμορφωμένης πορείας της τιμής της μετοχής από το Κέντρο Έρευνας των Τιμών Χρεογράφων, οι σειρές των απαλλαγμένων από τον κίνδυνο αποδόσεων χρησιμοποιούν ενός μήνα τόκους γραμματίων του δημοσίου, και το $E(R_m)$ υπολογίζεται από τον μέσο του δείγματος, R_m . Όσον αφορά την περίοδο των 192 μηνών που είναι υπό ανάλυση, 90 αναφέρονται σε μία κατάσταση αγοράς κατά την οποία οι τιμές βρίσκονται σε χαμηλότερα από τα συνηθισμένα επίπεδα, 102 αναφέρονται σε μία κατάσταση της αγοράς όπου οι τιμές είναι υψηλότερες από τα συνηθισμένα επίπεδα, $\pi_m^3 = 0.684 \times 10^{-8}$, $R_m = 0.0063$ και $s_m = 0.0428$. Για σύγκριση, $R_m = 0.0064$ και $s_m = 0.0583$ όταν εφαρμόζεται για το χρονικό διάστημα από τον Ιανουάριο του 1926 μέχρι το Δεκέμβριο του 1979.

Κάποια από τα θέματα που εξετάζονται στην μελέτη αυτή είναι: πρώτον, η μακροοικονομική αναμενόμενη απόδοση των διαχειριστών (managers) αμοιβαίων κεφαλαίων αξιολογείται έπειτα από την παρουσίαση των αποτελεσμάτων για δ_2 . Δεύτερον, η σημαντικότητα της επίδρασης των τυχαίων διακυμάνσεων για το βήτα υπολογίζεται έπειτα από τη σύνοψη των ευρημάτων σχετικά με το σ_{ϕ}^2 . Αυτό ακολουθείται από την εξέταση του α έτσι ώστε να εξαχθούν συμπεράσματα ως προς την ικανότητα μικροοικονομικών προβλέψεων των διαχειριστών. Τέλος, αναλύεται η συνολική απόδοση, η οποία έχει εκτιμηθεί με βάση ένα σύνθετο μέτρο που περιλαμβάνει το συγχρονισμό αγοράς, δηλ. τη μέθοδο ενεργούς διαχείρισης χαρτοφυλακίου (ενός επενδυτή, με εναλλαγή επενδύσεων σταθερής απόδοσης και επιθετικών επενδύσεων αναλόγως των εκάστοτε συνθηκών, market – timing) και την επιλεκτικότητα, δηλ. διαδικασία ανάλυσης χρεογράφων (πρόβλεψη μελλοντικής πορείας μετοχής, selectivity).

Οι ικανότητες του συγχρονισμού αγοράς παραθέτονται στην τρίτη σειρά του πίνακα 1 για τα οποία ένας καλός αναλυτής μακροοικονομικών προβλέψεων

χαρακτηρίζεται από ένα θετικό δ_2 . Τα δεδομένα επισημαίνουν ότι οι διαχειριστές δεν έχουν ικανότητα συγχρονισμού αγοράς. Συγκεκριμένα, το δ_2 , είναι θετικό για λιγότερο από το ένα πέμπτο των κεφαλαίων και, εξαιτίας αυτού, δεν είναι ποτέ στατιστικά σημαντικό. Αντιθέτως, όσον αφορά το αρνητικό δ_2 γκρουπ, δύο (ή τέσσερα) είναι στατιστικά σημαντικά στο επίπεδο 0.05 (0.10). Ενώ αυτό το δεύτερο εύρημα μπορεί να μην προκύπτει από τίποτα άλλο παρά από τυχαία πιθανότητα, μπορεί, επίσης, και να βασίζεται σε μία αδικαιολόγητη τάση ανάμεσα στους μάνατζερ να αυξήσουν (μειώσουν) την έκθεση των μετοχών τους ενόσω η αγορά πέφτει (ανεβαίνει).

ΠΙΝΑΚΑΣ 1							
Σύνολο στατιστικών στοιχείων για 47 Α/Κ, 1964-1979							
Παράμετροι	Μέσος	Τυπική απόκλιση	Συνολικά		Σημαντικά		F
			Θετικά	Αρνητικά	Θετικά	Αρνητικά	
\tilde{a}_j	0,0013	0,0022	31	16	5,9	1,2	2,14
\tilde{d}_{j1}	0,9404	0,2235	47	0	47,47	0,0	175,96
\tilde{d}_{j2}	-0,4576	0,6566	8	39	0,0	2,4	1,15
$\tilde{s}_{j\Phi}^2$	0,0610	0,0876	47	0	14,18	0,0	7,32
\hat{J}_j	0,0003	0,0017	24	23	1,3	1,3	0,18

Καθώς σε αυτήν τη μελέτη υπάρχει έλλειψη ανώτερου συγχρονισμού αγοράς, η διαπίστωση που σημειώθηκε για το σ_{Φ}^2 στον πίνακα 1, όντως δείχνει τις τυχαίες αλλαγές στους συντελεστές βήτα των αμοιβαίων κεφαλαίων: Το 30% είναι στατιστικά σημαντικό στο 0.0.5 επίπεδο και το 38% είναι σημαντικό στο 0.10. επίπεδο. Για να εξαχθούν τα ευρήματα αυτά, χρησιμοποιείται ο τυπικός t - έλεγχος έτσι ώστε να προσεγγιστεί η στατιστική σημαντικότητα, του σ_{Φ}^2 . Ο έλεγχος εξασφαλίζει μία μόνο εκτίμηση καθώς το $\mu=e - E(e)$ είναι μη κανονικό,

πράγμα που σημαίνει ότι η αναλογία του σ^2_{ϕ} σε σχέση με το τυπικό λάθος του δεν ακολουθεί μία συγκεκριμένη κατανομή. Άλλα, ο Sunder (1980) αναφέρει ότι αυτή η εκτίμηση είναι μία από τις επιτυχείς. Δείχνει ότι η “t- αναλογία”, t – portion, είναι πολύ δυνατή όσον αφορά την υπόθεση κανονικότητας μέσα σε ένα πλαίσιο παρόμοιο με αυτό το οποίο χρησιμοποιήθηκε στην εκτίμηση του σ^2_{ϕ} . Εντούτοις, τα συμπεράσματα αναφορικά με το σ^2_{ϕ} δείχνουν την ετεροσκεδάση των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου που χαρακτηρίζει πολλά αμοιβαία κεφάλαια (π.χ. το σ_{v_t} δεν είναι συνεχές) και προκαλείται, τμηματικά τουλάχιστον, από τυχαίες αλλαγές στο βήτα του χαρτοφυλακίου.

Τα αποτελέσματα τα οποία συνοψίζουν την απόδοση επιλεκτικότητας των κεφαλαίων παραθέτονται στην πάνω σειρά του πίνακα 1 για τα οποία ένας σοφός αναλυτής μακροοικονομικών προβλέψεων έχει να επιδείξει ένα θετικό α . Για μία όχι ασήμαντη αναλογία των κεφαλαίων σημειώθηκε ανώτερη μικροοικονομική πρόβλεψη, το 11% των α είναι στατιστικά σημαντικό στο 0.05 επίπεδο. Αυτά τα αποτελέσματα, τα οποία είναι παρόμοια με εκείνα που βρέθηκαν από τον Henriksson (1984) στην διατριβή του σχετικά με την απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων χρησιμοποιώντας το UD μοντέλο, επισημαίνει ότι ορισμένοι μάντζερ αμοιβαίων κεφαλαίων είναι ικανοί να αναγνωρίσουν τα περιουσιακά στοιχεία των οποίων η τιμή διαφέρει από την τιμή της αγοράς, ή την τιμή στην οποία ρευστοποιούνται. Στη συνέχεια, αυτή η ενότητα συνδυάζει τις μικροοικονομικές και μακροοικονομικές απόπειρες προβλέψεων αναφορικά με το κάθε κεφάλαιο για να διαπιστωθεί αν η αγορά έχει κυριευθεί από συγκεκριμένους διαχειριστές χαρτοφυλακίου.

Η συνολική απόδοση για το κεφάλαιο j μπορεί να υπολογιστεί από το υπόδειγμα του Jensen's (1968): $J_j = R_j - b_j R_j$. Το υπόδειγμα εκτιμά τη διαφορά ανάμεσα στη μέση τιμή των αποδόσεων και στη μέση τιμή των απαιτούμενων αποδόσεων του χαρτοφυλακίου με δεδομένο τον συστηματικό κίνδυνο (b_j) του κεφαλαίου j και είναι, συνεπώς, ένα σύνθετο μέτρο της απόδοσης μικρο- και μακρο- προβλέψεων. Μία θετική εκτίμηση για το J_j είναι ενδεικτική της συνολικής απόδοσης. Αυτά τα αποτελέσματα, που παραθέτονται στην τελευταία σειρά του

πίνακα 1, δείχνουν ότι περίπου τα μισά από τα κεφάλαια έχουν θετικές J τιμές. Παρ' όλα αυτά, η στατιστική σημαντικότητα για το συνολικό υπόδειγμα απόδοσης είναι αμελητέα. Για αυτό το λόγο, τα κεφάλαια δεν εμφανίζονται να οδηγούν σε αποδόσεις οι οποίες υπερβαίνουν τις αναμενόμενες προσαρμοσμένες στον κίνδυνο τιμές.

Για να αξιολογηθεί η απόδοση των κεφαλαίων με περισσότερη επισιμότητα και μεγαλύτερη στατιστική βαρύτητα, ένα πείραμα μπορεί να σχεδιαστεί (μέσα σε ένα πολυδιάστατο πλαίσιο) για να ελεγχθεί η σημασία των συντελεστών του συνολικού δείγματος κεφαλαίων. Για παράδειγμα, ένα F- τεστ μπορεί να δομηθεί από μία αμοιβαία παλινδρόμηση για να εξεταστεί η χωρίς ουσία υπόθεση ότι όλα τα 47 άλφα ισούνται με 0. Για να αφεθούν περιθώρια για εξαρτημένες μεταβλητές στις σειρές αποδόσεων όσον αφορά τα κεφάλαια, μία φαινομενικά ασύνδετη παλινδρόμηση [Zellner (1962)] μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να υπολογιστεί η F – Statistic. Η F – Statistic για κάθε ένα από τα τεστ έχει υπολογιστεί με την εκτέλεση δύο φαινομενικά ασύνδετων παλινδρομήσεων: μία για την περίπτωση με περιορισμούς που εξετάζει την άτοπη υπόθεση [(eq. 5) όσον αφορά τα τεστ που διεξήχθησαν πάνω στο α ή το δ_2 και στο (eq. 8) για τα τεστ που έγιναν πάνω στο σ^2_ϕ] ότι η ζητούμενη παράμετρος είναι 0 για όλα τα 47 κεφάλαια, και άλλη μία για την χωρίς περιορισμούς περίπτωση του μοντέλου το οποίο περιλαμβάνει όλους τους συντελεστές. Η t – statistic ισούται με $(ESS_r - ESS_u) / ESS_u \times (df_u / (df_r - df_u))$, όπου τα ESS_r και ESS_u είναι το κατάλοιπο άθροισμα των τετραγώνων από την περιορισμένη και χωρίς περιορισμούς παλινδρόμηση, όταν τα df_r και df_u είναι οι βαθμοί ανεξαρτησίας για τις δύο παλινδρομήσεις. Το test statistic ακολουθεί μία F –κατανομή με τους βαθμούς ανεξαρτησίας των df_r και df_u στον αριθμητή και τους βαθμούς ανεξαρτησίας του df_u στον παρονομαστή. Μία σημαντικά μεγάλη F – τιμή οδηγεί σε απόρριψη της υπόθεσης ότι η εξεταζόμενη παράμετρος ισούται με 0 σε σχέση με όλα α 47 κεφάλαια, τη στιγμή που μία ασήμαντη F – τιμή ενισχύει την προκείμενη υπόθεση.

Η τελευταία στήλη του πίνακα 1 παραθέτει τις F –τιμές για κάθε παράμετρο – κλειδί. Τα F – Statistics είναι (στο 0.05 επίπεδο) σημαντικά για τα α , δ_1 , σ^2_ϕ και

ασήμαντα για τα δ_2 και J . Αυτά τα συμπεράσματα επιβεβαιώνουν τα αποτελέσματα που παρατέθηκαν ανωτέρω και, ακριβέστερα, τα συγκεκριμένα κεφάλαια επιδεικνύουν ανώτερες ικανότητες επιλεκτικότητας τη στιγμή που κανένα από τα κεφάλαια δεν παρουσιάζει επιτυχημένο συγχρονισμό αγοράς ή συνολική απόδοση, και πολλοί μάνατζερ κεφαλαίων διαμορφώνουν τυχαία βήτα. Συνεπώς, η υπόθεση ότι όλα τα α , δ_1 , σ^2_ϕ ισούται με 0, απορρίπτεται, αλλά η υπόθεση ότι τα δ_2 και J ισούται με το 0, αναφορικά με όλα τα 47 κεφάλαια, δεν μπορεί να απορριφθεί.

Αυτό το κείμενο έχει εξετάσει την μακροοικονομική ικανότητα προβλέψεων των μάνατζερ αμοιβαίων κεφαλαίων χρησιμοποιώντας μία διαφορετική market – timing διαδικασία ή οποία έχει χρησιμοποιηθεί και σε προηγούμενες εμπειρικές μελέτες. Η βάση των τυπικών τεστ του συγχρονισμού αγοράς αποδείχθηκε ότι δεν είναι ρεαλιστική περιορίζοντας τον μάνατζερ σε συνεχή βήτα κατά τη διάρκεια των ανοδικών και καθοδικών καταστάσεων της αγοράς. Αντιθέτως, το κείμενο αυτό πρότεινε μία δομή σχετικά με το βήτα η οποία προσαρμόζεται από χρόνο σε χρόνο στις εναλλασσόμενες συνθήκες της αγοράς. Για να εξεταστεί το μοντέλο, μία γενίκευση του μοντέλου των τυχαίων συντελεστών του Hildreth και του Houck (1968) αναπτύχθηκε. Τα συμπεράσματα συμπεριλαμβάνουν τα ακόλουθα:

1. Οι μάνατζερ αμοιβαίων κεφαλαίων αποτυγχάνουν στο συνιστώμενο μακροοικονομικής πρόβλεψης τεστ.
2. Τα βήτα αλλάζουν τυχαία σε πολλά αμοιβαία κεφάλαια.
3. Συγκεκριμένα αμοιβαία κεφάλαια επιδεικνύουν ανώτερη μικροοικονομική πρόβλεψη. Οι μάνατζερ χαρτοφυλακίων, αφού έχουν συνδυάσει τις μικρο- και μακρο- απόπειρες προβλέψεων αναφορικά με το κάθε κεφάλαιο, δεν παρουσιάζουν ικανότητα να παράγουν κέρδη τα οποία είναι μεγαλύτερα από τα αναμενόμενα.

Πολλά και διαφορετικά θέματα έρευνας προκύπτουν καθώς τα δεδομένα της τρέχουσας έρευνας δείχνουν ότι διατηρείται το βασικό γνώρισμα των μάνατζερ, ότι δηλαδή, προσαρμόζουν τα βήτα του χαρτοφυλακίου τους συχνά.

Συγκεκριμένα, το προτεινόμενο μοντέλο θα μπορούσε να προσαρμοστεί έτσι ώστε να ενέχει επιλεκτική αδράνεια από τους μάνατζερ. Για παράδειγμα, οι μάνατζερ μπορεί να αγνοήσουν τις πολύ μικρές διακυμάνσεις της αγοράς. Ένα τεστ θα μπορούσε να εκτελεστεί υποθέτοντας ένα διάφορο του μηδενός δ_2 για παρατηρήσεις με σχετικά μεγάλο μόνο το R_m . Επιπροσθέτως, ας γίνει η υπόθεση ότι οι μάνατζερ αγνοούν τα αρχικά και τελικά στάδια των τάσεων της αγοράς. Αυτό θα μπορούσε να περιλαμβάνει την παράλειψη παρατηρήσεων, την τοποθέτηση του δ_2 στο 0, στη βάση όλων των σημαντικών τάσεων της αγοράς. Τα προσαρμοσμένα τεστ αποτελούν το κλειδί – γνώρισμα του συγκεκριμένου κειμένου στο οποίο η μακροοικονομική πρόβλεψη παρουσιάζεται ως μία δυναμική διαδικασία.

4.2.5 Blake R. Chrisopher, Elton J. Edwin & Gruber J. Martin – “The performance of Bond mutual funds”

Στην μελέτη αυτή υπάρχουν δυο διαφορετικά δείγματα από δεδομένα αμοιβαίων κεφαλαίων. Το πρώτο περιέχει 46 αμοιβαία κεφάλαια ομολόγων “money market” αμοιβαία κεφάλαια. Οι αποδόσεις που χρησιμοποιήθηκαν είναι μηνιαίες για την χρονική περίοδο 1979-1988. Ένα άλλο δείγμα που χρησιμοποιήθηκε είναι πιο μεγάλο και περιέχει όλα τα κεφάλαια ομολόγων που υπήρχαν την χρονική περίοδο 1991.

Το μοντέλο που χρησιμοποιήθηκε για την επιπλέον απόδοση είναι:

$$R_{it} = a_i + b_i I_i + e_{it}$$

Υπάρχουν δυο παρατηρήσεις για το μοντέλο αυτό. Το πρώτο είναι ότι αυτό το μοντέλο χρονολογικής παλινδρόμησης μπορεί να θεωρηθεί σαν ένα απλό μονοπαραγοντικό μοντέλο όμοιο με το μοντέλο της αγοράς για να εκτιμηθούν οι κοινές μετοχές. Για να χρησιμοποιήσουμε το μοντέλο θα πρέπει να ορίσουμε τον σωστό δείκτη. Εδώ χρησιμοποιήθηκε ο δείκτης Lehman Brothers. Το μοντέλο

αυτό το ονόμασαν Market-1. Το δεύτερο μονοπαραγοντικό που χρησιμοποιήθηκε φαίνεται πιο κατάλληλο με δεδομένες τα κριτήρια και τις πολιτικές των αμοιβαίων κεφαλαίων που παρουσιάζονται από την Morningstar, είναι το μοντέλο Own-1.

Τα επόμενα μοντέλα που χρησιμοποιήθηκαν είναι με περισσότερους δείκτες και επιτρέπουν να εξηγηθούν καλύτερα τα αμοιβαία κεφάλαια ή να έχουν πιο καθαρή εικόνα για τις αποδόσεις τους. Γενικά αυτά τα μοντέλα μπορούν να περιγραφούν από την παρακάτω σχέση:

$$R_{it} = a_i + \sum_{j=1}^K b_{ij} I_{jt} + e_{it}$$

Έτσι λοιπόν χρησιμοποιήθηκαν μοντέλα με τρεις και έξι δείκτες. Δυο μοντέλα έχουμε με τρεις δείκτες. Το ένα χρησιμοποιήθηκε για να ερμηνεύσει την επίδραση των κυβερνητικών αξιόγραφων τα οποία ενεργούν διαφορετικά (Risk-3). Το δεύτερο χρησιμοποιήθηκε για να βρει εάν η ευαισθησία σε διάφορες αναλογίες στην λήξη ήταν πιο σημαντικές από ότι εάν περιλάμβαναν διαφορετικά χαρακτηριστικά των υποθηκών (Maturity-3). Δυο επίσης μοντέλα έχουμε και με έξι δείκτες. Το ένα επιτρέπει στους επενδυτές να βρουν και στις διαφορές στην λήξη και στον κίνδυνο (Reg-6). Το άλλο είναι το μοντέλο QPS-6. Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τα αμοιβαία κεφάλαια που έχουν θετικά άλφα σε κάθε μέτρο.

Επίδοση των κεφαλαίων με όλα τα μέτρα

Διάφοροι κωδικοί	Market-1	Own-1	Risk-1	Maturity-3	Reg-6	QPS-6
48841110	1	2	1	2	1	2
31617010	3	1	2	1	2	1
57564710	2	4	3	3	3	3
49344020	7	3	7	4	4	6
09787310	8	5	4	6	6	4
26188010	11	6	5	5	5	5
92203120	5	7	6	8	7	7
77957010	-	8	9	7	8	8
74678210	4	-	8	-	9	9
24661710	10	-	-	-	10	-
31739010	-	-	-	-	11	-
46623610	-	-	-	-	12	-

Από τα αποτελέσματα διαπιστώνεται ότι η επίδοση των κεφαλαίων ομολόγων δεν είναι πολύ ευαίσθητη στις μεθόδους που χρησιμοποιήθηκαν στην μελέτη. Εάν κάποιος ενδιαφέρεται να εκτιμήσει την απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων ή να επιλέξει τα καλύτερα αμοιβαία, θα καταλήξει στα ίδια συμπεράσματα χρησιμοποιώντας ένα από τα μοντέλα.

Τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν σημαντικό κομμάτι στο χώρο των επενδύσεων. Η μελέτη αυτή παρουσιάζει μια σημαντική ανάλυση των κεφαλαίων αυτών. Αυτό που έδειξε είναι ότι τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια έχουν χαμηλότερες αποδόσεις από τους σχετικούς δείκτες. Για τα περισσότερα μοντέλα και τις υποκατηγορίες κεφαλαίων, η υποεπίδοση είναι σχεδόν ίση με τον μέσο όρο των διαχειριστικών αμοιβαίων. Τα αποτελέσματα είναι σημαντικά για ένα

μεγάλο αριθμό μοντέλων. Οι παλινδρομήσεις των άλφα έδειξαν ότι κατά μέσο όρο, μια ποσοστιαία αύξηση των εξόδων οδηγεί σε μια ποσοστιαία μείωση των αποδόσεων, έτσι οι επενδυτές με προβλεπτική ικανότητα θα πρέπει να επιλέγουν κεφάλαια με μικρά έξοδα.

Αυτό που φάνηκε από την μελέτη είναι ότι υπάρχουν διαθέσιμα λιγότερα δεικτοποιημένα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια από ότι μετοχικά δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια. Τα αποτελέσματα του άρθρου είναι ότι η εισαγωγή περισσότερων δεικτοποιημένων ομολογιακών κεφαλαίων θα ήταν πιο χρήσιμη για τους απλούς επενδυτές. Επίσης δεν βρέθηκε ότι χρησιμοποιώντας παρελθούσες αποδόσεις μπορούν να προβλεπτούν οι μελλοντικές σε ένα αμερόληπτο δείγμα. Για μεγαλύτερα δείγματα ωστόσο διαπιστώθηκε η ύπαρξη προβλεπτικότητας. Τελικά όμως αυτό οφείλεται στην μεροληψία του δείγματος ή στο μεγάλο μέγεθος των δειγμάτων; Αυτό χρειάζεται περαιτέρω μελέτη.

4.2.6 Συμπεράσματα μελετών

Μια διαφορετική προσέγγιση στο θέμα της αξιολόγησης των αμοιβαίων κεφαλαίων εισήγαγε ο Merton (1981) και θεμελίωσαν οι Henriksson και Merton (1981). Ο υπόδειγμα των Henriksson και Merton, σε αντίθεση με του Jensen, δίνει την δυνατότητα για διάκριση διαφορετικών μεριδίων, από μικρο-προβλέψεις και από μακρο-προβλέψεις, στην απόδοση του χαρτοφυλακίου. Χρησιμοποιώντας το θεωρητικό πλαίσιο των Henriksson και Merton, ο Henriksson (1984) μελέτησε την ικανότητα συγχρονισμού 116 αμοιβαίων κεφαλαίων από τον Φεβρουάριο του 1968 μέχρι τον Ιούνιο του 1980. Αυτό που παρατήρησε οι ερευνητές ήταν ότι δεν υπήρχε ικανότητα συγχρονισμού των διαχειριστών με 95% διάστημα εμπιστοσύνης. Διόρθωσε την ετεροσκαδαστικότητα που βρήκε ότι υπάρχει και είδε ότι η επίδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων εμφανίζεται το ίδιο χαμηλή, αλλά παρατήρησε και ισχυρή αρνητική συσχέτιση μεταξύ επιλεκτικότητας και συγχρονισμού. Αυτό επίσης που ανακάλυψε ήταν ότι αμοιβαία κεφάλαια που επιτυγχάνουν υψηλές αποδόσεις λόγω επιλεκτικότητας, ταυτόχρονα εμφανίζουν αρνητική επίδοση και ικανότητα συγχρονισμού.

Οι Chang και Lewellen (1984) εξετάζοντας μηνιαία στοιχεία 67 αμοιβαίων κεφαλαίων από τον Ιανουάριο του 1971 μέχρι τον Δεκέμβριο του 1979 δεν βρήκαν αποδείξεις ούτε για την επιλεκτικότητα, ούτε για τον συγχρονισμό των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων. Στην ερευνά τους δεν αναφέρθηκαν στη ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας. Έτσι κατέληξαν ότι μόνο τέσσερα αμοιβαία κεφάλαια εμφάνιζαν ικανότητα συγχρονισμού και μόνο δυο την επιλεκτική ικανότητα.

Οι Lockwood και Kadiyala (1988) πρότειναν μια επέκταση του υποδείγματος Henriksson και Merton χρησιμοποιώντας μια ρεαλιστικότερη υπόθεση. Η υπόθεση είναι ότι το βήτα αλλάζει από περίοδο σε περίοδο ανάλογα με τις συνθήκες της αγοράς. Δηλαδή εισάγουν το συντελεστή βήτα ως τυχαία μεταβλητή ως συνάρτηση του χρόνου. Οι Lockwood και Kadiyala (1988) ανέλυσαν μηνιαίες αποδόσεις 47 αμοιβαίων κεφαλαίων από τον Ιανουάριο του 1964 μέχρι τον Δεκέμβριο του 1979. Αυτό που συμπέραναν είναι ότι οι διαχειριστές δεν παρουσιάζουν ικανότητα συγχρονισμού, ωστόσο παρουσιάζουν ικανότητα επιλεκτικότητας μετοχών που κινήθηκαν ανοδικά.

Οι Blake, Elton και Gruber (1993) παρουσίασαν την σημαντικότερη μέχρι τότε ανάλυση της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων ομολογιών. Το αποτέλεσμα της μελέτης ήταν ότι τα αμοιβαία κεφάλαια αποδίδουν χειρότερα καθώς αυξάνονται οι σχετικοί δείκτες εξόδων τους, όσο μεγαλύτερη είναι η ποσοστιαία αύξηση των εξόδων τόσο μεγαλύτερη η ποσοστιαία μείωση της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων.

ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΟΥ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΗΣΑΝ ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ HENRIKSSON-MERTON					
ΣΥΓΓΡΑΦΕΑΣ	ΤΙΤΛΟΣ-ΕΚΔΟΣΗ	ΣΚΟΠΟΣ	ΔΕΔΟΜΕΝΑ	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ
Chang C. Eric Lewellen G. Wilbur	"Market Timing and Mutual Fund investment performance", Journal of Business, vol 57, No 1, pp 57-71 (1984)	Να εξετάσουν την ύπαρξη ή μη της ικανότητας συγχρονισμού και επιλεκτικότητας των διαχειριστών	67 Α/Κ από 1971 έως 1976	Υπόδειγμα Henriksson-Merton	Για την δεκαετία του '70 υπάρχει μικρή ένδειξη ύπαρξης ικανότητας συγχρονισμού και επιλεκτικότητας
Henrikson Roy D.	"Market Timing and Mutual Fund Performance", Journal of Business 57, p.p. 73-96 (1984)	Συσχέτιση των αποδόσεων των Α/Κ	116 Α/Κ από 1968 έως 1980	Υπόδειγμα Henriksson και Merton	Αρνητική συσχέτιση μεταξύ του α και του β. Αν και δεν βρήκαν την ακριβή εξήγηση για την αρνητική συσχέτιση, ένας νέος παράγοντας στα αμοιβαία κεφάλαια προστέθηκε και βρέθηκε να είναι σημαντικός για 64 από τα 116 αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος. Μια εξήγηση μπορεί να είναι ότι ο παράγοντας που υπάρχει προκύπτει από την

					διαδικασία που παραγωγής απόδοσης
Henrikson Roy and Robert C. Merton	"On Market Timing and Investment Performance", Journal of Business 54, p.p. 513-534 (1981)	Να κάνει διάκριση των μικρο και μακρο προβλέψεων στην απόδοση του χαρτοφυλακίου	67 Α/Κ από 1968 έως 1990	Υπόδειγμα Henricsson-Merton	Παρατήρησαν ότι τελικά η μέθοδος δίνει εκτιμητές χωρίς τις επιθυμητές ιδιότητες, εξαιτίας της ετεροσκεδαστικότητας των καταλοίπων
Blake R., Elton J., Gruber J.	"The Performance of Bond Mutual Funds", Journal of Business, p.p. 370-403 (1993)	Να μελετήσουν που οδηγεί η ποσοστιαία μονάδα μείωσης της επίδοσης των Α.Κ	46 Α/Κ ομολογιών από 1977 έως 1993	Υπόδειγμα Henricsson	Τα αμοιβαία κεφάλαια παρουσιάζουν αρνητικές αποδόσεις στο διάστημα 1977-1993
Larry J. Lockwood K. Rao Kadiyala	Measuring Investment performance with a stochastic parameter Regression Model Journal of Banking and Finance 12, page 457-467, North-Holland (1988)	Να βρουν κατά πόσο υπάρχει ικανότητα συγχρονισμού και επιλογής μετοχών των διαχειριστών	47 Α/Κ από 1964 έως 1979	Υπόδειγμα Henricksson και Δείκτης Jensen	Κανένας από τους διαχειριστές δεν διέθετε ικανότητες συγχρονισμού αφού ούτε ένας συντελεστής δεν βρέθηκε να είναι ταυτόχρονα θετικός και στατιστικά σημαντικός. Αντίθετα όσον αφορά την επιλεκτικότητα αρκετοί διαχειριστές εμφάνισαν ικανότητα επιλογής μετοχών που κινήθηκαν ανοδικά.

4.3 Εμπειρικές μελέτες που χρησιμοποίησαν τον συστηματικό κίνδυνο

4.3.1 Kon J. Stanley and Jen C. Frank – “The Investment performance of mutual funds: An empirical investigation of Timing, Selectivity and market efficiency”

Οι Kon J. Stanley and Jen C. Frank προσπάθησαν να μελετήσουν τον συγχρονισμό, την επιλεκτικότητα και την αποτελεσματικότητα της αγοράς. Υπάρχουν τρία προβλήματα που απέμειναν και χρειάζονται περαιτέρω διερεύνηση πριν η εκτίμηση συγχρονισμού – απόδοσης μπορεί να εφαρμοστεί. Πρώτον, η διαδικασία μέγιστων πιθανοτήτων που παρουσιάζεται εδώ υποθέτει ότι υπάρχει μία άγνωστη πιθανότητα λ_i ότι ο μάντζερ θα διαλέξει το καθεστώς i για να εξάγει συμπεράσματα. Από τη στιγμή που δεν ήμασταν «εκ των έσω» παρατηρητές της διαδικασίας λήψης αποφάσεων που ακολούθησε, το λαμβάνουμε ως δεδομένο. Εντούτοις, η διαδικασία δεν αναγνωρίζει μία συγκεκριμένη παρατήρηση με ένα συγκεκριμένο καθεστώς, μόνο την υπολογισμένη πιθανότητα που προκλήθηκε από αυτό το καθεστώς. Στην παρούσα της μορφή, η διαδικασία εκτίμησης είναι διαθέσιμη μόνο για την ανάλυση της απόδοσης επιλεκτικότητας με δεδομένη την απόφαση συγχρονισμού. Το δεύτερο πρόβλημα είναι η πιθανή μη σταθερότητα των συντελεστών στο επίπεδο αγοράς. Το τρίτο είναι μία αντικατάσταση για το επίπεδο – στόχο κινδύνου του κεφαλαίου. Συμπερασματικά, θα παρουσιαστούν οι εμπειρικές αποδείξεις σχετικά με την απόδοση αποτελεσματικότητας και την ύπαρξη ενεργειών συγχρονισμού και αφήνουν την απόδοση συγχρονισμού για μία μελλοντική μελέτη με επιπρόσθετες διαδικασίες (Kon 1978).

Το δείγμα που χρησιμοποίησαν αποτελείται από 49 αμοιβαία κεφάλαια που αντικατοπτρίζουν μία μεγάλη γκάμα αντικειμενικών επενδυτικών στόχων με ολοκληρωμένα μηνιαία δεδομένα απόδοσης από τον Ιανουάριο 1960 μέχρι τον Δεκέμβριο 1971. Υπάρχουν 8 κεφάλαια με μέγιστα κεφαλαιακά κέρδη, 12 αναπτυξιακά, 13 ανάπτυξης – εισοδήματος, 9 ισορροπημένα, και 7 με αντικειμενικούς στόχους εισοδήματος όπως ορίζονται από τον Wiesenberger (1971). Για το SLM μοντέλο – σημείο ελέγχου, ο 30 ημερών τόκος γραμματίου

του υπουργείου οικονομικών των Η.Π.Α. και οι μηνιαίες αποδόσεις στον ισοσταθμισμένο δείκτη αγοράς (προσαρμοσμένο για μερίσματα) στο Κέντρο Έρευνας στις Τιμές Μετοχών στο Πανεπιστήμιο του Σικάγο (Center for Research in Security Prices at the University of Chicago) είναι οι αντικαταστάτες για τις απαλλαγμένες από κίνδυνο τιμές της απόδοσης της αγοράς. Για το μοντέλο του Black (1972), οι εκτιμήσεις $\gamma_{0t} = R_{Zt}$ και $\gamma_{1t} = R_{Mt} - R_{Zt}$ προέκυψαν με την διαδικασία των Fama και MacBeth (1973).

Για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο στο δείγμα, θεωρούμε τρεις πιθανές περιγραφές, πιθανούς ορισμούς, των μοντέλων: $N = 1, 2, 3$. Με δεδομένο το N , η εξίσωση :

$$L_n(q) = \sum_{t=1}^n \log f_t(y_t / x_t, q)$$

μεγιστοποιείται από τον προσαρμοσμένο τέταρτου τεταρτημορίου αλγόριθμο. Από τα 49 αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος, τα 39 ήταν επιτυχή στο να φτάσουν ένα εσωτερικό μέγιστο βαθμό απόδοσης με δεδομένο το δύο – καθεστώτων μοντέλο και τα 14 με δεδομένο το τριών – καθεστώτων μοντέλο. Οι υπολειπόμενες προσπάθειες συνεχώς ήταν έξω από το εφικτό διάστημα της παραμέτρου με το να επιλέγουν αρνητικές τιμές για το α λ_i μέχρι που ξεπέρασαν μία επαναληπτική μέτρηση. Οι στήλες 4 – 6 του πίνακα που υπάρχει στην μελέτη παραθέτουν την statistic (στατιστική) του ελέγχου πιθανότητας – αναλογίας για αυτές τις επιτυχημένες βελτιστοποιήσεις. Στη στήλη 4, 32 έλεγχοι απορρίπτουν την κενή υπόθεση του ενός καθεστώτος μοντέλου στο 0.01 επίπεδο σημαντικότητας και 33 κάνουν το ίδιο στο 0.05 επίπεδο. Όλοι οι 14 έλεγχοι στην στήλη 5 απορρίπτουν την ενός καθεστώτος κενή υπόθεση για τα εναλλακτικά τριών καθεστώτων μοντέλα στο .01 επίπεδο πιθανότητας. Επιπλέον, 8 από τα 14 είχαν επίσης statistics (στατιστικές) στη στήλη 6 που απέρριπταν την δύο - καθεστώτων κενή υπόθεση για χάρη της τριών καθεστώτων εναλλακτικής στο 0.01 επίπεδο πιθανότητας.

Οι εκτιμήσεις των παλινδρομήσεων παρουσιάζονται σύμφωνα με την εναλλακτική περιγραφή, ορισμό, καθεστώτος με το μεγαλύτερο N (2 ή 3) που ήταν αποδεκτό

από τον έλεγχο πιθανοτήτων – αναλογιών στο 0.05 επίπεδο. Αν καμία από τις δύο- ή τριών- καθεστώτων εναλλακτικές δεν μπορούσε να απορρίψει την ενός καθεστώτος περιγραφή, τότε θα τα αναφέρουμε ως μη συμβατά με το τυπικό γραμμικό μοντέλο. Συμπερασματικά, 96 εκτιμήσεις της απόδοσης και του κινδύνου με t – values (t – τιμές) στις παρενθέσεις. Στο δείγμα υπάρχουν 11 στατιστικά σημαντικές θετικές εκτιμήσεις απόδοσης, και άλλες 11 ήταν σημαντικά αρνητικές στο 0.025 επίπεδο. Οι αρνητικές τιμές είναι «κακώς κείμενα» για την μη επιτυχή διαδικασία προβλέψεων και/ή την γέννηση πλεοναζόντων εξόδων. Αλλά οι θετικές τιμές δείχνουν ότι αυτοί οι διαχειριστές κεφαλαίων παρουσιάζουν σημαντική ικανότητα προβλέψεων για ένα συγκεκριμένο υπό – σύνολο παρατηρήσεων για το οποίο υπήρχε συνεχώς κάποιο επίπεδο κινδύνου.

Οι αποδείξεις σχετικά με την απόδοση επιλεκτικότητας είναι μία χτυπητή αντίθεση των αντίστοιχων του Jensen (1968). Είχε βρει μόνο ένα κεφάλαιο με μία σημαντικά θετική μέτρηση απόδοσης από τις 56 όπου οι τιμές της απόδοσης είχαν υπολογιστεί μεικτές των διαχειριστικών εξόδων. Πάνω σε αυτά τα στοιχεία είχε συμπεράνει ότι «υπάρχουν πολύ λίγες αποδείξεις για το ότι κάποιο μεμονωμένο κεφάλαιο στάθηκε ικανό να τα πάει καλύτερα από αυτό που είχαμε αναμείνει από απλούς συγκυριακούς παράγοντες». Οι αποδείξεις μας, όπου οι τιμές της απόδοσης υπολογίζονται καθαρές από όλα τα έξοδα, είναι ασύμβατες με το συμπέρασμά του. Πολλά μεμονωμένα κεφάλαια παρουσίασαν σημαντική ανώτερη απόδοση. Αλλά απομακρυνόμαστε από τη δήλωση τυχαίας ευκαιρίας από τη στιγμή που δεν πιστεύουμε ότι οι εκτιμήσεις της απόδοσης είναι ανεξάρτητα συμπεράσματα. Πολλά κεφάλαια είναι υπό την ίδια διαχείριση (π.χ. υπάρχουν 9 Keystone κεφάλαια στο δείγμα), και τα κεφάλαια τείνουν να έχουν πολλές από τις ίδιες προτιμώμενες μετοχές στα χαρτοφυλάκιά τους. Αυτό μπορεί να είναι ένα σοβαρό πρόβλημα σε σχέση με τα συμπεράσματα του Jensen. Οι συνοπτικές statistics (στατιστικές) σχετικά με το σταυρωτή έρευνα χρίζουν προσοχής, αλλά απόλυτα συμπεράσματα θα έπρεπε να αποφευχθούν χωρίς έναν πολυδιάστατο έλεγχο.

Επιπλέον συγκρίσεις με τον Jensen (1968) είναι αξιοσημείωτες. Πρώτον η κατανομή κατά συχνότητες των a σε αυτό το δείγμα είναι κατά προσέγγιση συμμετρική σχετικά με το 0 σε σχέση με την αρνητική έκταση ασυμμετρίας σε κατανομή κατά συχνότητες που παρατηρήθηκε από τον Jensen. Δεύτερον, αν είχαμε τα δεδομένα πάνω στα διαχειριστικά έξοδα για να τα προσθέσουμε πίσω στην τιμή απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων, θα υπήρχαν σίγουρα πολλές περισσότερες σημαντικά θετικές μετρήσεις απόδοσης.

ΟΙ παραπάνω αποδείξεις είναι σαφώς ασύμβατες με την υπόθεση αποτελεσματικών αγορών. Εντούτοις, οι υποστηρικτές του EMH πιθανότατα θα υποστηρίξουν ότι περιμένουν από τους μάνατζερ να είναι επιτυχημένοι στις προβλέψεις από χρόνο σε χρόνο, είτε με την αποκάλυψη ειδικών πληροφοριών είτε με την εντονότερη διεισδυτική ματιά σε όσα υπονοούνται στις δημοσιώς διαθέσιμες πληροφορίες. Η αναποτελεσματικότητα της αγοράς παρουσιάζεται μόνο όταν υπάρχουν επενδυτές που είναι ικανοί να κερδίζουν απρόσμενες, οφειλόμενες σε έκτακτα γεγονότα, αποδόσεις συνεχώς στην πάροδο του χρόνου. Υπάρχουν μόνο δύο σημαντικά αρνητικές και μία σημαντικά θετική εκτίμηση του δ_0 στο 0.025 επίπεδο. Αυτές οι αποδείξεις δεν είναι ασύμβατες με το EMH υπό το πρίσμα της ερμηνείας του Jensen ότι υπήρχαν πολύ λίγες αποδείξεις ότι κάποιο μεμονωμένο κεφάλαιο θα ήταν ικανό να γεννά συνεχώς σημαντικά καλύτερη απόδοση. Εντούτοις, αυτές οι τιμές είναι μάλλον συμμετρικά κατανομημένες σε σχέση με τη μέση αξία $\delta_0 = -0.0014\%$. Αυτό το νούμερο είναι πολύ κοντά στο 0. Μία αυθαιρεσία ενάντια στα αμοιβαία κεφάλαια είναι η ισορροπία μετρητών (περίπου το 2% των συνολικών στοιχείων του ενεργητικού) ότι τα κεφάλαια συνεχίζουν να σημειώνουν στοχαστικές εισροές και εκροές (π.χ. καθαρές εξοφλήσεις). Από τη στιγμή που το θεωρητικό μοντέλο υποθέτει ότι τα χαρτοφυλάκια είναι πλήρως επενδεδυμένα, προσθέτουμε πίσω το κόστος ευκαιρίας της επένδυσης αυτών των μετρητών στο απαλλαγμένο από κίνδυνο κεφάλαιο του ενεργητικού. Συμπερασματικά, $0.02 \cdot 0.35 = 0.007\%$ προστίθεται στο -0.0014% για να αποφέρει μία προσαρμοσμένη συνολική απόδοση επιλεκτικότητας της τάξης του 0.0056% ανά μήνα. Συμπεραίνουμε ότι κατά μέσο

όρο το δείγμα των αμοιβαίων κεφαλαίων ήταν ικανό να προβλέψει τις τιμές των μετοχών αρκετά καλά ώστε να επισκιάσει τη μη ώριμη πολιτική (συνδυασμοί του απαλλαγμένου από κίνδυνο κεφάλαιο του ενεργητικού και του χαρτοφυλακίου της αγοράς) με δεδομένα τα επιλεγμένα επίπεδα συστηματικού κινδύνου του και να πάρει πίσω όλα τα διαχειριστικά κόστη με το EMH και τις αποδείξεις στον Jensen (1968).

Επιπλέον, η έλλειψη πολλών κεφαλαίων με σημαντικό t (δ_0) δεν θα έπρεπε να προκαλεί έκπληξη όταν πολλά κεφάλαια όντως παρουσιάζουν σημαντικό t (α_i). Το μήνυμα ότι η ανώτερη απόδοση επιλεκτικότητας δεν μπορεί να ληφθεί χωρίς να προκύψει κατώτερη (ή λιγότερο ανώτερη) απόδοση επιλεκτικότητας δεν λαμβάνει υπόψη τις πιθανές αλλαγές στη διαχείριση ή τις προσαρμογές στις δαπάνες ανταμοιβής ταλέντου. Η διαχείριση πρέπει να λειτουργήσει πρώτα πριν αποσπάσει ένα μονοπωλιακό κέρδος. Συμπερασματικά, καθώς το ταλέντο ανακαλύφθηκε, η καλύτερη απόδοση θα υπάρχει για σημαντικά μεγάλες υπο – περιόδους στο διάστημα μετρήσεων. Μπορούμε επίσης να παρατηρήσουμε το ίδιο διαχειριστικό ταλέντο που ενδιαφερόμαστε να ανιχνεύσουμε. Μία άλλη εξήγηση για την κυμαινόμενη απόδοση μπορεί να είναι λόγω του χειρισμού των επισφαλών μετοχών. Τα αμοιβαία κεφάλαια, γενικώς, έχουν περιορισμούς όσον αφορά τα σύνολα δανεισμού ή των βραχυπρόθεσμων πωλήσεων στα χαρτοφυλάκιά τους. Συνεπώς, ο χειρισμός των χαρτοφυλακίων τους σε ένα υψηλό επίπεδο κινδύνου (> 1.0) δεν μπορεί να γίνει εξ' ολοκλήρου με το να κρατούν τα ασφαλή κεφάλαια ενεργητικού (δανεισμός). Οι μάνατζερ επίσης θα έχουν να πουλήσουν λιγότερες επισφαλείς (χαμηλό β) μετοχές και να αγοράσουν περισσότερες επισφαλείς (υψηλό β). Αν το πρωτότυπο χαρτοφυλάκιο συστάθηκε από περισσότερες υποτιμημένες μετοχές, τότε υπάρχει μία εναλλαγή, μία διαδικασία «συνδιαλλαγής» ανάμεσα στην απόδοση επιλεκτικότητας στην εκτίμηση της απόδοσης συγχρονισμού. Το αν αυτή η εναλλαγή είναι αξιοσημείωτη ή όχι, πρέπει να περιμένουμε περαιτέρω διερεύνηση της απόδοσης συγχρονισμού.

Τώρα που οι παράμετροι των εναλλακτικών μοντέλων, συμβατών με τη διαδικασία αποφάσεων με κάποιο επίπεδο κινδύνου των μάνατζερ αμοιβαίων κεφαλαίων, έχουν εκτιμηθεί, μπορούν να αναλυθούν οι αποδείξεις σχετικά με τις μεμονωμένες παραμέτρους μη στασιμότητας. Ιδιαίτερου ενδιαφέροντος είναι η επαλήθευση των προτετελεσμένων σχετικά με τη μη στασιμότητα με επίπεδο κινδύνου. Από τις 27 δύο – καθεστώτων περιγραφές των αμοιβαίων κεφαλαίων, 15 έλεγχοι απορρίπτουν την κενή υπόθεση $H_0: \beta_2 - \beta_1 > 0$ υπέρ της εναλλακτικής $H_1: \beta_2 - \beta_1 > 0$ στο 0.025 επίπεδο πιθανότητας. Τα υπόλοιπα δεν πρέπει να ερμηνευθούν ως στασιμότητα από τη στιγμή που το σφάλμα τύπου II μπορεί να είναι σημαντικό. Για τα τριών – καθεστώτων κεφάλαια, ο πίνακας 4A δείχνει ότι 9 είχαν τουλάχιστον δύο ελέγχους διαφορετικότητας των βήτα που απέρριψαν την κενή υπόθεση και 4 απέρριψαν το H_0 στο .01 επίπεδο πιθανότητας. Προφανώς, η οικονομική παρακίνηση για τις περιγραφές, τους ορισμούς, αυτών των εναλλακτικών μοντέλων επαληθεύεται.

Άλλες πληροφορίες που μπορεί επίσης να είναι ενδιαφέρον για το μάνατζμεντ και τους επενδυτές είναι η διαφορά στην απόδοση επιλεκτικότητας (α) και στον διαφοροποιημένο κίνδυνο (σ^2) που συνδέεται με τα διαφορετικά επίπεδα κινδύνου (καθεστώτα). Για παράδειγμα, αν οι μάνατζερ χειρίζονται το επίπεδο κινδύνου του χαρτοφυλακίου σε σχέση με τη μεταβολή των μετοχών υψηλού και χαμηλού επιπέδου κινδύνου, τότε η απόδοση επιλεκτικότητας μπορεί να επηρεαστεί. 11 από τα 27 δύο – καθεστώτων κεφάλαια και 6 από τα 10 τριών – καθεστώτων κεφάλαια είχαν t – values (t – τιμές) που απέρριψαν την κενή υπόθεση της ίσης απόδοσης επιλεκτικότητας στο .05 επίπεδο πιθανότητας. Αν επιπρόσθετος υπολειπόμενος κίνδυνος προκύψει από τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου, υπονοεί λιγότερο διεσπαρμένα χαρτοφυλάκια. Αυτή η γνώση είναι σημαντική για τους επενδυτές που μπορεί να θέλουν να επανορθώσουν διάφορα θέματα σε χρηματικό επίπεδο με την περαιτέρω διαφοροποίηση του προσωπικού λογαριασμού. Ελέγχουν επίσης αυτήν υπόθεση για τα δύο – καθεστώτων κεφάλαια και τα τριών – καθεστώτων κεφάλαια, εξίσου. 15 από τα 27 δύο – καθεστώτων κεφάλαια και 6 από τα 10 τριών – καθεστώτων κεφάλαια

είχαν t – values (t – τιμές) που απέρριψαν την κενή υπόθεση, $\sigma^2_i - \sigma^2_j = 0$, στο 0.05 επίπεδο πιθανότητας.

Τα στοιχεία στην προηγούμενη ενότητα είναι κατά κύριο λόγο ασύμβατα με το EMH. Αυτό φέρνει στην επιφάνεια το θέμα του αν η ανώτερη, καλύτερη, η απόδοση του χώρου των αμοιβαίων κεφαλαίων, ήταν ένα αποτέλεσμα του της ικανότητας των μάνατζερ να μπορούν να διεισδύσουν άμεσα και αποτελεσματικά στα δρώμενα ή άλλων χαρακτηριστικών των συνθέσεων των χαρτοφυλακίων τους. Στους Κοη και Jen (1978) παρέχουμε αποδείξεις για το ότι

(1) με δεδομένο το υψηλό επίπεδο κινδύνου της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου των αμοιβαίων κεφαλαίων, η εκτίμηση της απόδοσης επιλεκτικότητας τείνει να είναι αρνητική, και

(2) με δεδομένο το χαμηλό επίπεδο κινδύνου στη σύνθεση του χαρτοφυλακίου, η απόδοση επιλεκτικότητας τείνει να είναι θετική.

Αν οι μάνατζερ δεν έχουν ικανότητα πρόβλεψης, αυτά τα στοιχεία είναι συμβατά με τα ευρήματα του Black et al. (1972) ως προς το μοντέλο δύο συντελεστών καθώς η στοχαστική διαδικασία γεννά κέρδη μετοχών. Συμπερασματικά, η ανώτερη απόδοση που χαρακτήριζε το δείγμα των αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί να αποδοθεί στο 78% όλων των αποφάσεων, που έχουν κάποιο επίπεδο κινδύνου, που είναι κάτω από το 1.0. Συμπερασματικά, τώρα παρουσιάζουμε τα στοιχεία αναφορικά με την απόδοση επιλεκτικότητας για το δείγμα των αμοιβαίων κεφαλαίων όπου το μοντέλο – σημείο ελέγχου είναι αυτό που αναπτύχθηκε από τον Black (1972).

Για την αποσαφήνιση του δύο – καθεστώτων μοντέλου, 35 από τα 49 αμοιβαία κεφάλαια στο δείγμα ήταν επιτυχημένα στο να φτάσουν σε μία βέλτιστη λύση. 19 από τα 35 είχαν στατιστικές ελέγχων πιθανοτήτων – αναλογιών που απέρριπταν την κενή υπόθεση του ενός καθεστώτος μοντέλου στο 0.01 επίπεδο πιθανότητας. 25 από τους 35 ελέγχους απέρριψαν την υπόθεση στο 0.05 επίπεδο σημαντικότητας, και 30 έλεγχοι έκαναν το ίδιο στο 0.10 επίπεδο σημαντικότητας. 10 βέλτιστα σημεία για την τριών – καθεστώτων περιγραφή, ορισμό, επιτεύχθηκαν. 8 έλεγχοι απέρριψαν την κενή ενός – καθεστώτος υπόθεση στο

0.01 επίπεδο πιθανότητας και 9 στο 0.05 επίπεδο. Οι έλεγχοι της δύο – καθεστώτων κενής υπόθεσης έναντι της τριών – καθεστώτων εναλλακτικής απέφεραν τέσσερα που απέρριψαν την κενή υπόθεση στο 0.01 επίπεδο πιθανότητας, και πέντε έκαναν το ίδιο στο 0.05 επίπεδο.

Οι εκτιμήσεις της απόδοσης (α_i) και κινδύνου (β_i) αναλύονται βασισμένες στον ορισμό του μεγαλύτερου εναλλακτικού καθεστώτος ($N = 2$ ή 3) που ήταν αποδεκτό από τους ελέγχους πιθανοτήτων – αναλογιών στο .05 επίπεδο πιθανότητας. Αλλιώς, χρησιμοποιούνται οι ενός – καθεστώτος εκτιμήσεις. Σε αυτό το δείγμα υπάρχουν 7 σημαντικά θετικές εκτιμήσεις και 13 σημαντικά αρνητικές εκτιμήσεις της απόδοσης επιλεκτικότητας στο 0.025 επίπεδο πιθανότητας. Πάλι, υπάρχουν αποδείξεις ότι πολλά μεμονωμένα κεφάλαια ήταν ικανά να σημειώσουν σημαντική απόδοση.

Η συνολική εκτίμηση της απόδοσης επιλεκτικότητας, δ_0 , χρησιμοποιείται για να δώσει στοιχεία σχετικά με τη συνοχή, τη σταθερότητα. Υπάρχουν μόνο δύο σημαντικές εκτιμήσεις στο 0.025 επίπεδο – μία θετική και μία αρνητική. Η μέση συνολική απόδοση επιλεκτικότητας, δ_0 , ήταν – 0.0633% ανά μήνα. Προσαρμοσμένη για τις αυθαιρεσίες της ισορροπίας μετρητών θα ήταν – 0.0563%. Συμπερασματικά, κατά μέσο όρο, το δείγμα αμοιβαίων κεφαλαίων κέρδισε -0.0563% ανά μήνα λιγότερα σε σχέση με τη μη ώριμη πολιτική (συνδυασμός του μηδενικού – β και των χαρτοφυλακίων της αγοράς) με δεδομένα τα επιλεγμένα επίπεδα του συστηματικού κινδύνου.

Οι έλεγχοι της κενής υπόθεσης σχετικά με το ότι οι διαφορές των μεμονωμένων παραμέτρων είναι 0. Για τα 21 δύο – καθεστώτων κεφάλαια, τα 11 απέρριψαν την κενή υπόθεση $\beta_2 - \beta_1$ στο 0.025 επίπεδο πιθανότητας. 8 απέρριψαν την $\alpha_2 - \alpha_1 = 0$ κενή υπόθεση και 10 απέρριψαν την $\sigma^2_2 - \sigma^2_1 = 0$ στο 0.05 επίπεδο σημαντικότητας. Όσον αφορά τα έξι τριών – καθεστώτων κεφάλαια, όλα απέρριψαν τη στασιμότητα των β και σ^2 κενών υποθέσεων και 4 απέρριψαν την υπόθεση συνεχούς απόδοσης επιλεκτικότητας. Συμπερασματικά, υπάρχουν σημαντικές αποδείξεις ενεργειών συγχρονισμού της αγοράς και αποτελέσματα διαφοροποίησης ως αποτέλεσμα της στρατηγικής του συγχρονισμού.

Αυτό το κείμενο έχει διαμορφώσει ένα μοντέλο επενδυτικής απόδοσης που είναι εμπειρικά ικανοποιητικό στα πλαίσια των μοντέλων ισορροπίας είτε του SLM είτε του Black (1972) για έναν μανάτζερ που έχει μπει στη διαδικασία πρόβλεψης των τιμών των μεμονωμένων μετοχών και στην πρόβλεψη μελλοντικών ερμηνειών των συντελεστών της αγοράς. Το μοντέλο επενδυτικής απόδοσης παρέχει ξεχωριστές μετρήσεις τόσο συγχρονισμού όσο και επιλεκτικότητας. Η μεθοδολογία είναι απαραίτητα το μοντέλο ελεγχόμενης παλινδρόμησης του Quandt (1972) με μία συνθήκη, ένα όρο, αναγνωρισιμότητας. Τα αποτελέσματα προσομοίωσης αυξάνουν την αξιοπιστία της μεθοδολογίας. Έλεγχοι της αποσαφήνισης του μοντέλου σε ένα δείγμα 49 αμοιβαίων κεφαλαίων είναι ενδεικτικοί του ότι για πολλά μεμονωμένα κεφάλαια είναι πιθανότερο το ότι τα δεδομένα γεννήθηκαν από ένα μείγμα δύο ή τριών εξισώσεων παλινδρόμησης παρά από το τυπικό γραμμικό μοντέλο. Με δεδομένη την περιγραφή του κάθε κεφαλαίου, καθορισμένη από το τεστ πιθανοτήτων – αναλογιών, η κενή, χωρίς περιεχόμενο, υπόθεση της στασιμότητας των επιπέδων κινδύνου απορρίφθηκε από πολλά μεμονωμένα κεφάλαια. Οι κενές υποθέσεις της συνεχούς απόδοσης επιλεκτικότητας ή των στρατηγικών συνεχών διαφοροποιήσεων των χαρτοφυλακίων απορρίφθηκαν επίσης από πολλά μεμονωμένα κεφάλαια.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα της απόδοσης επιλεκτικότητας παρέχουν αποδείξεις τόσο υπέρ όσο και κατά ως προς το EMH. Η περίπτωση κατά του EMH, με δεδομένο το σημείο ελέγχου – μοντέλο ισορροπίας SLM, είναι ότι πολλά περισσότερα κεφάλαια ήταν ικανά να προκαλέσουν σημαντική ανώτερη, καλύτερη, επιλεκτικότητα για ένα υποσύνολο παρατηρήσεων στο διάστημα μέτρησης. Με δεδομένο το μοντέλο ισορροπίας του Black (1972), επίσης αυτές οι αποδείξεις προέκυψαν και από την μεθοδολογία. Επιπλέον, με δεδομένη τη μη ώριμη SLM στρατηγική, οι εκτιμήσεις της συνολικής απόδοσης επιλεκτικότητας όντως δείχνουν ότι, κατά μέσο όρο, το δείγμα των 49 αμοιβαίων κεφαλαίων επέλεξε καλύτερα χαρτοφυλάκια.

Η περίπτωση του EMH σε συνάρτηση με τις παραπάνω αποδείξεις βασίζεται στις αυθαιρεσίες υπέρ των μετοχών χαμηλού κινδύνου χρησιμοποιώντας το SLM

σημείο ελέγχου. Πράγμα που σημαίνει ότι η μέση ανώτερη συνολική απόδοση επιλεκτικότητας που χαρακτήριζε το δείγμα των αμοιβαίων κεφαλαίων, μπορεί να αποδοθεί στο 78% όλων των, με κάποιο επίπεδο κινδύνου, αποφάσεων που είναι κάτω από το 1.0 και ότι τα σύνολα των κεφαλαίων με σημαντική θετική ή αρνητική απόδοση κατά το διάστημα μέτρησης, δεν ήταν ασύνδετα υποσύνολα. Παρέχουμε απόδειξη ότι δεν είναι ασύμβατο με την αλληλένδετη υπόθεση ότι το μοντέλο του Black (1972) είναι εμπειρικά έγκυρο και ότι οι μάνατζερ αμοιβαίων κεφαλαίων μεμονωμένα και κατά μέσο όρο δεν είναι ικανοί να προβλέπουν σε συνεχή βάση τις μελλοντικές τιμές σε μεμονωμένες μετοχές αρκετά καλά ώστε να καλύπτουν τις δαπάνες έρευνας, το κόστος διαχείρισης, και τα έξοδα διαμεσολάβησης.

4.3.2 Mark Grinblatt-Sheridan Titman “A study of Monthly Mutual Fund Returns and Performance Evaluation Techniques”

Αυτή η μελέτη συγκρίνει το μέτρο Jensen, το σταθμισμένο μέτρο θετικής περιόδου που αναπτύχθηκε από τον Grinblatt και Titman (1989) και το μέτρο που αναπτύχθηκε από τους Treynor-Mazuy (1966) με την τετραγωνική παλινδρόμηση σε ένα δείγμα από 279 αμοιβαία κεφάλαια και 109 παθητικά χαρτοφυλάκια, χρησιμοποιώντας ένα εύρος από χαρτοφυλάκια αναφοράς. Το γενικό συμπέρασμα της μελέτης αυτής είναι ότι τα μέτρα παρουσίαζαν παρόμοια συμπεράσματα όταν χρησιμοποιούσαν τα ίδια χαρτοφύλακα αναφοράς όταν χρησιμοποιούνται διαφορετικοί δείκτες αναφοράς. Η μελέτη εστιάζεται σε 3 παράγοντες, τον δείκτη αποδοτικότητας, συγχρονισμού και τη δύναμη της στατιστικής. Επιπλέον γίνεται ανάλυση των καθοριστικών όρων της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήσαν για την μελέτη είναι μηνιαίες αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων από 31/12/1974 έως 31/12/1984. Πληροφορίες για τα χαρακτηριστικά των αμοιβαίων κεφαλαίων πήραν από την υπηρεσία Wiesenberger Investment Companies (1975). Αυτή η υπηρεσία δίνει ετήσια δεδομένα για την καθαρή αξία των προϊόντων, load, αμοιβή της διαχείρισης,

expense ratio, και έσοδα των χαρτοφυλακίων του δείγματος για όλη την χρονική εξεταστέα περίοδο.

Επιπλέον χρησιμοποίησαν αποδόσεις μετοχών από το CRSP Daily Returns Fily. Καθημερινές αποδόσεις πήραν για να υπολογίσουν τις μηνιαίες αποδόσεις των χαρτοφυλακίων και πραγματοποίησαν έλεγχο στα χαρτοφυλάκια αναφοράς υπολογίζοντας την απόδοση με 109 στρατηγικές παθητικής επένδυσης. Επιπλέον χρησιμοποιήθηκαν μερίσματα (σε μετρητά) και επιτόκια για να προσδιορίσουν τις παθητικές στρατηγικές και να δημιουργήσουν ένα επιτόκιο άνευ κινδύνου.

Καθώς στις παθητικές στρατηγικές δεν υπάρχει ιδιωτική πληροφόρηση, τα αποτελέσματα δίνουν μηδενική απόδοση με κατάλληλα σχεδιασμένα μέτρα και δείκτες αναφοράς. Τα 109 χαρτοφυλάκια περιλάμβαναν 37 βιομηχανικά χαρτοφυλάκια και 72 χαρτοφυλάκια που σχηματίστηκαν βάση 6 βασικών χαρακτηριστικών (μέγεθος εταιρίας, μερισματική απόδοση, παρελθούσες αποδόσεις, επιτόκια, βήτα) που σχετίζονται με το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Στοιχείων και το Υπόδειγμα Εξισορρόπησης Αγορών. Τα μέτρα που χρησιμοποιούνται και συγκρίνονται στην μελέτη αυτή είναι του Jensen, σταθμισμένο μέτρο θετικής περιόδου και το μέτρο του Treynor-Mazuy για την συνολική απόδοση.

Το μέτρο Jensen είναι το intercept σε μια παλινδρόμηση χρονολογικών σειρών των επιπλέον αποδόσεων του χαρτοφυλακίου που εκτιμάται σε σχέση με τις χρονολογικές σειρές των επιπλέον αποδόσεων των χαρτοφυλακίων αναφοράς. Αυτό το παραδοσιακό μέτρο χρησιμοποιήθηκε στις περισσότερες μελέτες των προηγούμενων χρόνων της απόδοσης αμοιβαίων.

Το σταθμισμένο μέτρο θετικής περιόδου από τους Grinblatt και Tritman (1989) και περιλαμβάνει 2 στάδια. Στο πρώτο στάδιο γίνεται η επιλογή των σταθμών w_1, \dots, w_T . Κάθε επίπεδο του σταθμιστή αντιστοιχεί σε μια χρονολογική παρατήρηση. Στο δεύτερο στάδιο η απόδοση ενός κεφαλαίου υπολογίζεται με τη λήψη του προϊόντος του μέσου σταθμιστή και της επιπλέον απόδοσης του σταθμιστή του αμοιβαίου κεφαλαίου.

$$a = \sum_t w_t R_{pt}$$

Ο μέσος σταθμιστής επιλέγεται να έχει μη αρνητικά σταθμά ώστε να κάνει το σταθμικό άθροισμα των επιπλέον αποδόσεων των χαρτοφυλακίων αναφοράς να είναι μηδέν. $\sum_t w_t R_{It} = 0$, $w_t > 0$

Όπου R_{It} = στην περίοδο t η επιπλέον απόδοση του χαρτοφυλακίου που χρησιμοποιείται ως δείκτης αναφοράς. Επομένως ο μέσος σταθμιστής καθορίζεται από το χαρτοφυλάκιο αναφοράς και το δείγμα.

Η τετραγωνική παλινδρόμηση των Treynor-Mazuy (1966) είναι όμοια με την παλινδρόμηση του μέτρου του Jensen. Ωστόσο εδώ υπάρχουν δυο μεταβλητές, η επιπλέον απόδοση του χαρτοφυλακίου αναφοράς και το τετράγωνο της επιπλέον αυτής απόδοσης. Τα σημεία τομής σ' αυτήν την παλινδρόμηση δίνουν μια εκτίμηση για την ικανότητα επιλογής, το αποτέλεσμα της κλίσης της τετραγωνικής παλινδρόμησης και η διακύμανση της απόδοσης αναφοράς δίνουν μια εκτίμηση για την ικανότητα συγχρονισμού. Το άθροισμα των ορών του συγχρονισμού και της επιλεκτικότητας ονομάζεται μέτρο συνολικής απόδοσης των Treynor-Mazuy.

Τα μέτρα αναφοράς που χρησιμοποιήθηκαν είναι τέσσερα: Equally Index (EW), Value Weighted Index (VW), χαρτοφυλάκιο 10 παραγόντων (F10) και χαρτοφυλάκια με 8 βασικά χαρακτηριστικά.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1**Μέσοι όροι και t-statistics για τα τρία μέτρα απόδοσης χρησιμοποιώντας 4 benchmarks**

	EW Index	VW Index	F10	P8
109 παθητικά χαρτοφυλάκια				
JM	0.0002 (1.50)	0.0080 (2.83)	0.0004 (0.50)	0.0001 (0.42)
PW	0.0003 (1.66)	0.0080 (2.82)	0.0007 (0.88)	0.0001 (0.46)
TM	0.0003 (1.70)	0.0080 (2.82)	0.0003 (0.39)	-0.0022 (-11.29)
279 Μετοχικά Α/Κ				
JM	-0.0028 (-1.59)	0.0009 (1.07)	-0.0033 (-3.56)	-0.0004 (-0.65)
PW	-0.0034 (-1.92)	0.0008 (1.01)	-0.0037 (-3.92)	-0.0001 (-0.23)
TM	-0.0037 (-2.09)	0.0008 (0.98)	-0.0043 (-4.48)	-0.0025 (-4.23)

Ο πίνακας 1 παρουσιάζει τις κατά μέσο όρο μηνιαίες μη κανονικές αποδόσεις των δειγμάτων με τα τρία μέτρα απόδοσης και τα τέσσερα χαρτοφυλάκια αναφοράς. Αυτό που παρατηρούμε είναι ότι η μέση απόδοση και το t-statistic για τα παθητικά χαρτοφυλάκια και τα μετοχικά Α/Κ σε κάθε κολώνα (ίδια αναφορά, διαφορετικό μέτρο) ποικίλει λιγότερο από την μέση απόδοση σε κάθε γραμμή (ίδιο μέτρο, διαφορετική αναφορά). Άρα τα χαρτοφυλάκια αναφοράς επηρεάζουν περισσότερο την απόδοση από τα μέτρα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Σχέση ανάμεσα σε μη κανονικές αποδόσεις χρησιμοποιώντας διαφορετικά χαρτοφυλάκια αναφοράς						
	109 Παθητικά χαρτοφυλάκια			279 Μετοχικά A/K		
	VW	F10	P8	VW	F10	P8
Μέτρο Jensen						
EW	0.67	0.64	0.35	0.91	0.86	0.60
VW		0.51	0.17		0.69	0.63
F10			0.32			0.42
Μέτρο Positive Period Weighting						
EW	0.74	0.69	0.19	0.89	0.89	0.48
VW		0.65	0.09		0.71	0.57
F10			0.21			0.37
Μέτρο Treynor-Mazuy						
EW	0.75	0.71	0.37	0.88	0.87	0.57
VW		0.59	0.22		0.65	0.61
F10			0.41			0.43

Ο πίνακας 2 δείχνει ότι η απόδοση των μεμονωμένων αμοιβαίων κεφαλαίων δείχνουν ευαισθησία στην επιλογή του χαρτοφυλακίου αναφοράς, ακόμα και στις περιπτώσεις που τα αμοιβαία κεφάλαια κατά μέσο όρο έχουν την ίδια απόδοση με 2 χαρτοφυλάκια αναφοράς. Η μέγιστή τιμή της αυτοσυσχέτισης δεν ξεπερνά τα 0.9. Επιπλέον εκτός του F10 και EW, η μεγαλύτερη συσχέτιση των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι με ζευγάρια αναφοράς που έχουν πολύ διαφορετικές κατά μέσο όρο τιμές στο πίνακα 1.

Στις παλινδρομήσεις t-statistics και f-statistics που κάνουν στην μελέτη, χρησιμοποιούν τα χαρακτηριστικά: καθαρή αξία περιουσιακού στοιχείου σε \$ στις 31/12/1974, δανεισμός, δείκτης δαπάνης (%), ποσοστό εσόδων (%), αμοιβή διαχείρισης (%). Η ανάλυση για το πώς η απόδοση που σχετίζεται μ' αυτά τα χαρακτηριστικά βασίζεται σε δυο χαρτοφυλάκια αγοράς, το πραγματικό P8 και το μη πραγματικό F10. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στο πίνακα 3.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

Cross-Sectional Slope Coefficients for two Multiple Regressions
with Fund Characteristics as the Regressors

	Net Asset Value	Expense Ratio	Mgt Fee	Fund Turnover	Load Dummy	F-Stat.	No of Funds
F10	-6.96E-7 (-1.60)	4.15E-4 (0.719)	-4.37E-4 (-4.40)	1.32E-5 (2.29)	8.32E-4 (2.50)	5.87 (0.000)	209
P8	-4.03E-7 (-0.84)	-4.08E-4 (-0.67)	-2.55E-3 (-1.99)	1.31E-5 (2.46)	6.15E-5 (0.16)	2.40 (0.042)	209

Ο πίνακας αυτός δείχνει ότι δεν υπάρχει στατιστικά πραγματική σχέση ανάμεσα στην απόδοση και στο δείκτη εξόδων ή στις καθαρές αξίες του περιουσιακού στοιχείου αλλά υπάρχει σχηματική συσχέτιση ανάμεσα στην απόδοση και την αμοιβή διαχείρισης και δανεισμού. Αυτά ωστόσο σχετίζονται από την μη αποτελεσματικότητα του παράγοντα δείκτη αναφοράς.

Σε σχέση με το δανεισμό υπάρχει μια αρνητική συσχέτιση με τις αποδόσεις μεγάλων εταιριών και εταιρίες υψηλής μερισματικής απόδοσης και εταιρίες χαμηλής μερισματικής απόδοσης. Αυτό επίσης που παρατηρείται είναι η αρνητική σχέση ανάμεσα στα έσοδα και στις αποδόσεις που μετριέται όταν τα κόστη συναλλαγών είναι έξω. Η θετική σχέση μεταξύ εσόδων και αποδόσεων με το χαρτοφυλάκιο αναφοράς P8 είναι εξαιτίας του υψηλού turnover των αμοιβαίων που έχουν καλή πορεία.

Αυτό που φάνηκε από αυτή την μελέτη είναι ότι ένα χαρτοφυλάκιο αναφοράς έχει μεγάλη επίδραση στις αποδόσεις. Ωστόσο αυτό δεν σημαίνει ότι όλα τα αποτελέσματα για την απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι ψεύτικα. Περισσότερο αυτό που έχει σημασία είναι ότι πρέπει να προσέχουν οι επενδυτές να αποφεύγουν τα μη αποτελεσματικά χαρτοφυλάκια αναφοράς.

Τα διαφορετικά μέτρα αποδόσεων που εξετάστηκαν στην μελέτη αυτή δείχνουν υψηλή συσχέτιση. Το γεγονός αυτό αποδεικνύει ότι οι ανησυχίες των Jensen (1972), Admati και Ross (1985), Dybvig και Ross (1985) και Grinblatt και Titman (1989) για το πρόβλημα του συγχρονισμού στο μέτρο του Jensen δεν είναι

σημαντικό στην πράξη καθώς μέτρα που περιορίζουν αυτό το πρόβλημα. Οι μελετητές αυτοί πίστευαν ότι τα μέτρα είναι ίδια γιατί πολύ λίγα A/K έχουν επιτυχία στο συγχρονισμό της αγοράς. Πραγματικά, τα μέτρα είναι σημαντικά διαφορετικά από τα αμοιβαία κεφάλαια που εμφανίζουν να έχουν επιτυχημένο συγχρονισμό της αγοράς.

Σχετικά με τα αμοιβαία κεφάλαια βρήκαν ότι οι αποδόσεις είναι θετικά συσχετισμένη με το χαρτοφυλάκιο, αλλά όχι με το μέγεθος των κεφαλαίων ή με τα κόστη των κεφαλαίων. Τα αποτελέσματα έχουν να κάνουν με πιο πρόσφατη μελέτη των Grinblatt και Titman (1989a) (1993) που βρήκαν μη φυσιολογική απόδοση με το P8 που βασίζεται στις υποθετικές αποδόσεις που δημιουργούνται από τα αμοιβαία κεφάλαια από μετοχές. Οι επενδυτές μπορούν τελικά να κερδίσουν αγοράζοντας μετοχές στα κεφάλαια. Η εμφάνιση μη φυσιολογικής απόδοσης μπορεί να προκαλεί έκπληξη καθώς οι μετρήσεις γίνονται σε πραγματικές καθαρές αποδόσεις.

4.3.3 Mark Grinblatt and Sheridan Titman - "The Persistence of Mutual Fund Performance"

Στην μελέτη αυτή οι Mark Grinblatt και Sheridan Titman χρησιμοποίησαν μηνιαίες αποδόσεις 279 αμοιβαίων κεφαλαίων για την περίοδο 1974 έως 1984 τα οποία αγοράστηκαν από την CDA Investment Technologies, Inc. Για την καλύτερη πληροφόρησή μας, αυτό είναι το μεγαλύτερο δείγμα αμοιβαίων κεφαλαίων που αξιολογήθηκε στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία. Τα δεδομένα συγκεντρώθηκαν χειρωνακτικά και αποδείχτηκαν ακριβή.

Όπως συμβαίνει με τις περισσότερες μελέτες αμοιβαίων κεφαλαίων, τα δεδομένα των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων υπόκεινται στον κίνδυνο να αντιμετωπιστούν με τρόπο υποκειμενικό ή μεροληπτικό. Από τη στιγμή που οι μη ακαδημαϊκοί πελάτες της CDA ενδιαφέρονται μόνο για τα αμοιβαία κεφάλαια στα οποία μπορούν να επενδύσουν, κεφάλαια τα οποία έπαυσαν να υπάρχουν στον οικονομικό χώρο πριν από τις 31 Δεκεμβρίου του 1984, δεν περιλαμβάνονται στο σύνολο δεδομένων της CDA. Οι Grinblatt και Titman (1989) συμπεραίνουν ότι ο

μεροληπτικός κίνδυνος είναι πολύ μικρός για ένα δείγμα το οποίο περιλαμβάνει κεφάλαια ικανά και μη ικανά προς διαχείριση ως προς τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Ακόμη, οι προϋποθέσεις επιβίωσης των κεφαλαίων λειτουργούν μεροληπτικά κατά τη διεξαγωγή των τεστ απέναντι στη διαπίστωση συνέχειας.

Για να ελεγχθεί η εγκυρότητα των ελέγχων συνέχειας, ένα δείγμα ελέγχου 109 παθητικών χαρτοφυλακίων δομείται από τις CRSP ημερήσιες αποδόσεις και τα ημερήσια βασικά αρχεία. Το κάθε χαρτοφυλάκιο ισοσταθμίζει μερίδια CRSP μετοχών και αναδιοργανώνεται κάθε μήνα. 72 από τα χαρτοφυλάκια, κάθε ένα από τα οποία περιλαμβάνει 1/12 περίπου των CRSP μετοχών, μορφοποιούνται βάσει των χαρακτηριστικών των μετοχών. Αυτά τα χαρακτηριστικά περιλαμβάνουν το μέγεθος της φήρμας, την αναλογία μερίσματος, την επίδραση απρόβλεπτων παραγόντων στον μηνιαία αναδιοργανωμένο ίσα σταθμισμένο τιμάρημο, την ευαισθησία του επιτοκίου, τις παρελθοντικές αποδόσεις των τελευταίων τριών ετών και την παράγωγο βήτα υπολογισμένη έναντι του ίσα σταθμικού δείκτη. Για κάθε ένα από τα έξι χαρακτηριστικά, κάθε CRSP μετοχή τοποθετείται σε ένα από τα 12 χαρτοφυλάκια με βάση την κατάταξή της σε σχέση με τις υπόλοιπες μετοχές. Άλλα 37 παθητικά χαρτοφυλάκια σχηματίζονται βάσει των SIC βιομηχανικών ομαδοποιήσεων. Κάθε ένα από αυτά είναι ένα ίσα σταθμισμένο μηνιαία αναδιοργανωμένο χαρτοφυλάκιο που περιέχει CRSP μετοχές με τον ίδιο δυαδικό SICκώδικα, όπως στο τέλος του 1974. Μόνο βιομηχανίες με λίστες τουλάχιστον 20 CRSP επωνυμιών περιλαμβάνονται.

Το μέτρο απόδοσης που χρησιμοποιήθηκε σε αυτήν την μελέτη, μία επέκταση του μέτρου που εισήχθη από τον Jensen (1968, 1969), και που υπολογίστηκε σε συνάρτηση με το συγκριτικό, αξιολογικό κριτήριο του όγδοου χαρτοφυλακίου, P8, χρησιμοποιήθηκε στους Grinblatt και Titman (1989). Η βασική ιδέα που ενέχει ο τρόπος λειτουργίας του συγκεκριμένου σημείου ελέγχου, κριτηρίου είναι ότι ποικίλα χαρακτηριστικά συνδέονται με τους παράγοντες επένδυσης των μετοχών. Το αποτέλεσμα είναι τα χαρτοφυλάκια που σχηματίζονται από μετοχές κατηγοριοποιημένες βάσει των χαρακτηριστικών τους μπορούν να χρησιμοποιηθούν στη θέση των παραγόντων. Το σημείο ελέγχου P8, δομημένο

από τις ομαδοποιήσεις των αποδόσεων των αρνητικών χαρτοφυλακίων που περιγράφηκαν προηγουμένως, αποτελείται από τέσσερα χαρτοφυλάκια βασιζόμενα στο μέγεθος, τρία χαρτοφυλάκια βασισμένα στην αναλογία μερισμάτων ανά μετοχή, και τις χαμηλότερες αποδόσεις χαρτοφυλακίων προηγούμενων χρονικών περιόδων: Το μικρότερο $8^{1/3}$ % των επωνυμιών περιλαμβάνει το πρώτο, βασισμένο στο μέγεθος, χαρτοφυλάκιο, ο μέσος όρος των δεύτερων και τρίτων μικρότερων σε μέγεθος χαρτοφυλακίων (από τα 12) περιλαμβάνουν το δεύτερο χαρτοφυλάκιο, ο μέσος όρος των τέταρτων μέχρι ένατων μικρότερων σε μέγεθος χαρτοφυλακίων περιλαμβάνουν το τέταρτο. Αυτά τα τρία χαρτοφυλάκια που διαμορφώθηκαν από την κατάταξη των αναλογιών των μερισμάτων είναι μία ισοστάθμιση των δύο κατώτερων χαρτοφυλακίων (από τα 12) των αναλογιών μερισμάτων, των πέμπτων και έκτων χαμηλότερων χαρτοφυλακίων αναλογιών μερισμάτων, και των δέκατων και ενδέκατων χαρτοφυλακίων αναλογιών μερισμάτων. Για να υπολογίσουμε μία απόδοση που υπερβαίνει και τις πιο αισιόδοξες εκτιμήσεις, σχετική με το σημείο ελέγχου 8, χρησιμοποιούμε τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων για να εκτιμήσουμε την παύση σε μία χρονικής ακολουθίας παλινδρόμηση των ποσοστιαίων (πλεοναζόντων) αποδόσεων (πάνω από ένα ενός - μήνα T - επιτόκιο προεξοφλήσεως) του κεφαλαίου ή του παθητικού χαρτοφυλακίου στις ποσοστιαίες αποδόσεις (πλεονάζουσες) των οχτώ χαρτοφυλακίων που περιγράφηκαν ανωτέρω.

Τα αποτελέσματα τα οποία παρουσιάστηκαν σε αυτό το κείμενο είναι ενδεικτικά του ότι υπάρχει θετική συνέχεια στην απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων. Η συνέχεια δεν μπορεί να εξηγηθεί από τα αδύνατα σημεία των συγκριτικών μοντέλων αξιολόγησης τα οποία σχετίζονται με το μέγεθος της επωνυμίας, την αναλογία μερίσματος ανά μετοχή με βάση την τιμή της μετοχής στην αγορά, τα παρελθοντικά κέρδη, τις αλλαγές εξαιτίας απρόβλεπτων γεγονότων που προκαλούν αναδιοργάνωση, την ευαισθησία των επιτοκίων, ή την παράγωγο CAPM βήτα. Αυτά τα αποτελέσματα είναι συμβατά με το ότι υπάρχουν συνεχείς διαφοροποιήσεις στις προμήθειες και τα μετασχηματιστικά κόστη των κεφαλαίων,

παρόλο που τα αποτελέσματα δείχνουν ότι αυτό δεν είναι η μόνη εξήγηση για τα αποτελέσματά μας. Άσχετα από την πηγή ή τις πηγές της συνέχειας που συναντούμε σε αυτό το κείμενο, μπορούμε να ισχυριστούμε ότι η προηγούμενη χρονολογική απόδοση ενός κεφαλαίου προσφέρει χρήσιμες πληροφορίες για τους επενδυτές οι οποίοι σκέφτονται να πραγματοποιήσουν μία επένδυση στα αμοιβαία κεφάλαια.

Ένα θέμα που δεν εξετάζεται σε αυτό το κείμενο είναι πώς μπορούν να σταθμιστούν καλύτερα τις πληροφορίες για τις προηγούμενες αποδόσεις όσον αφορά την επιλογή ενός αμοιβαίου κεφαλαίου. Μία πρόσφατη μελέτη από τους Hendricks, Patel Zeckhauser (1991) υποστηρίζει ότι μόνο η πιο πρόσφατη απόδοση προσφέρει πληροφορίες για την μελλοντική απόδοση. Παρουσιάζουν στοιχεία υψηλότερων επιπέδων απόδοσης που υπερβαίνει τις προβλεπόμενες τιμές, απόδοση όσον αφορά στρατηγικές βάσει των οποίων αγοράζονται αμοιβαία κεφάλαια βασισμένα στην μέτρηση της απόδοσής τους για τα τελευταία 2 ως 8 τρίμηνα.

4.3.4 Kent Daniel, Mark Grinblatt, Sheridan Titman and Russ Wermers “Measuring Mutual Fund Performance with characteristic-Based benchmarks”

Τριμηνιαία μερίδια μετοχών για σχεδόν όλα τα αμοιβαία μετοχικά κεφάλαια τα οποία υπήρξαν κατά τη διάρκεια κάθε δεδομένου τριμήνου ανάμεσα στις 31 Δεκεμβρίου, 1974 και τις 31 Δεκεμβρίου 1994 (περιεκτικά) αγοράστηκαν από την CDA Investment Technologies, Rockville, Maryland. Η βάση δεδομένων περιλαμβάνει την αναλογία μετοχών του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου (π.χ., τις μετοχές της Committee on Uniform Security Identification Procedure (CUSIP), μαζί με τον αυτοδηλούμενο αντικειμενικό στόχο επένδυσης) στο τέλος κάθε ημερολογιακού τριμήνου. Πάνω από 5000 κεφάλαια περιλαμβάνονται σε αυτήν την βάση. Δεν συμπεριλαμβάνουμε εξειδικευμένα αμοιβαία κεφάλαια, αμοιβαία κεφάλαια ομολογιών και προνομιούχα αμοιβαία κεφάλαια, όπως επίσης και κάθε κεφάλαιο που δεν προέρχεται από τον γενικό κανόνα. Πάνω από 2500 κεφάλαια

εκπροσωπούνται στην εναπομένουσα βάση δεδομένων. Η διαδικασία συλλογής από την CDA δεν απαιτεί τη βιωσιμότητα των κεφαλαίων. Περαιτέρω λεπτομέρειες για τη βάση μπορούν να βρεθούν στο Westerns (1997).

Ο πίνακας 1 εξετάζει κατά πόσο οι διαφορετικοί στόχοι επένδυσης, όπως προκύπτουν αυτομάτως από τα κεφάλαια, συνδέονται με τα χαρακτηριστικά των μετοχών που έχουν επιλεγεί από τα κεφάλαια. Για να χαρακτηριστούν τα συλλεγμένα κεφάλαια των διαφορετικών κεφαλαίων, αναγνωρίσαμε τις τρεις κατηγορίες χαρακτηριστικών αριθμών (quintile numbers) που συνδέονται με την κάθε μετοχή προερχόμενη από κάθε δεδομένο κεφάλαιο κατά τη διάρκεια ενός δεδομένου χρόνου. Έπειτα υπολογίσαμε τις σταθμικές τιμές αυτών των αριθμών του χαρτοφυλακίου. Για παράδειγμα, αν το κεφάλαιο Magellan είχε την μισή από την αξία του δολαρίου στο χαρτοφυλάκιό του, το 1975, σε μετοχές που ανήκαν στη NYSE (New York Stock Exchange) με τιμή μεγέθους 5 (μεγάλες μετοχές), (NYSE), τιμή βαρύτητας, σημαντικότητας στην αγορά 5 (μετοχές μεγάλης βαρύτητας στην αγορά), και (NYSE) τιμή του ρυθμού ανόδου της τιμής της μετοχής 5 (υψηλές αποδόσεις μετοχών προηγούμενου χρόνου), και την άλλη μισή αξία σε μετοχές που έχουν τιμή μεγέθους 3, τιμή βαρύτητας αγοράς 3, και ρυθμό αύξησης της τιμής της μετοχής 3, τότε το μέσο συλλεγμένο κεφάλαιο του Magellan για το 1975 θα είχε τιμή μεγέθους 4, τιμή βαρύτητας στην αγορά 4 και ρυθμό αύξησης της μετοχής 4. Τα συλλεγμένα κεφάλαια ήταν το μέσο αποτέλεσμα όλων των κεφαλαίων του έτους. Εντέλει, ο μέσος σε συνάρτηση με τις χρονικές σειρές, υπολογίστηκε για την περίοδο από το 1975 μέχρι το 1994.

Για όλα τα κεφάλαια, η μέση τιμή μεγέθους είναι 3.97, που σημαίνει ότι κατά μέσο όρο, τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν μετοχές οι οποίες εμπίπτουν ακριβώς κάτω από την τέταρτη τάξη ως προς το μέγεθος. Οι μετοχές έχουν κατά προσέγγιση τη μέση αναλογία (NYSE) βαρύτητας στην αγορά, πέφτοντας κατά μέσο όρο στην τιμή 2.87, αλλά παρουσιάζουν πάνω από τη μέση, ρυθμό αύξησής τους. Παρά το ότι υπάρχουν διαφορές στα συλλεγμένα κεφάλαια που συμβαδίζουν με την κοινή λογική (π.χ. τα επιθετικής ανάπτυξης κεφάλαια διαλέγουν μικρότερες μετοχές με χαμηλότερες αναλογίες βαρύτητας στην αγορά και υψηλότερο επιταχυνόμενο

ρυθμό αύξησης), οι διαφορές δεν είναι τόσο μεγάλες όσο νομίζαμε ότι θα ήταν. Σε ανεπίσημα αποτελέσματα, υπολογίσαμε ξανά τα στυλ για χρονικές περιόδους 5 ετών. Τα αποτελέσματα έδειξαν ένα αρκετά εξαρτημένο επενδυτικό στυλ για κάθε ομάδα επενδυτικών στόχων. Το ερμηνεύουμε αυτό ως ενδεικτικό του ότι τα κεφάλαια, ως ομάδα, δεν επιχειρούν γενικώς να «συγχρονίσουν» τα στυλ, πράγμα που σημαίνει ότι δεν προσπαθούν να επενδύσουν παραπάνω στις μετοχές γρήγορου ρυθμού ανάπτυξης ακριβώς πριν ένα χρονικό σημείο όπου η επίδραση του ρυθμού αυτού είναι μεγάλη.

Όταν ένας επαγγελματίας διαχειριστής χαρτοφυλακίου προτείνει μία επενδυτική στρατηγική βασισμένη στη θεμελιώδη ανάλυση των μετοχών, η υπόθεση είναι ότι αναμένει η στρατηγική αυτή να επισκιάσει τις απλούστερες, αμιγώς μηχανικές, στρατηγικές που βασίζονται στα χαρακτηριστικά των μετοχών όπως είναι η βαρύτητα στην αγορά, το μέγεθος και ο επιταχυνόμενος ρυθμός ανόδου. Καθώς οι επιχειρήσεις όπως η Vanguard έχουν δείξει, ότι οι απλές μηχανικές στρατηγικές χαρτοφυλακίων μπορούν να εφαρμοστούν με σημαντικά μικρότερο κόστος από το αντίστοιχο των υποκειμενικών στρατηγικών που χρησιμοποιούνται από τα περισσότερα αμοιβαία κεφάλαια. Συνεπώς, αν τα ενεργά αμοιβαία κεφάλαια αποτύχουν να εκτοπίσουν τις μηχανικές στρατηγικές, τότε μπορεί να σπαταλούν πόρους.

Αυτό το άρθρο εισάγει ένα σημείο ελέγχου και σύγκρισης βασισμένο στα χαρακτηριστικά και το οποίο σχεδιάστηκε για να μετρήσει αν τα αμοιβαία κεφάλαια διαλέγουν μετοχές που παραμερίζουν τους απλούς στρατηγικούς κανόνες. Τα στοιχεία που παρουσιάζονται σε αυτό το άρθρο, επισημαίνουν ότι το μέσο αμοιβαίο κεφάλαιο όντως λειτουργεί επιτυχώς σε αυτήν την κατεύθυνση. Παρά όλα αυτά, διαπιστώνουμε ότι το ποσοστό σύμφωνα με το οποίο το μέσο αμοιβαίο κεφάλαιο αντικρούει μία μηχανική στρατηγική είναι αρκετά μικρό (κάτω από τους 100 πόντους βάσης) και είναι περίπου ίσο με το μέσο διαχειριστικό κόστος. Τα κεφάλαια επιθετικής ανάπτυξης και τα αναπτυξιακά κεφάλαια, τα οποία σημειώνουν τη μεγαλύτερη απόδοση, πιθανότατα επίσης, προκαλούν μεγαλύτερα έξοδα. Αυτή η μαρτυρία είναι συνυφασμένη με μία ισορροπία, όπως

είναι αυτή των Grossman και Stiglitz (1980), όπου πληροφορημένοι έμποροι είναι ικανοί να χειριστούν προς όφελός τους την αγορά μέχρι εκείνο το σημείο το οποίο είναι αρκετό για να κερδίσουν πάλι τις προμήθειές τους.

Τα πολύ πιο δυνατά νούμερα απόδοσης που περιγράφηκαν από τους Grinblatt και Titman (1993), και που χρησιμοποιήθηκαν με το μεγαλύτερο σύνολο δεδομένων σε αυτήν την μελέτη, μπορούν να αποδοθούν στο γεγονός του ότι το σημείο ελέγχου που χρησιμοποιήθηκε από τους Grinblatt και Titman δεν μπορεί να ελέγξει την απόδοση εξαιτίας της επενδυτικής δραστηριότητας βάσει του επιταχυνόμενου ρυθμού ανόδου της τιμής μίας μετοχής. Εντούτοις, οι επενδύσεις βάσει αυτού του ρυθμού δεν εξηγούν εντελώς γιατί τα επιθετικής ανάπτυξης και τα αναπτυξιακά κεφάλαια τείνουν να παραγκωνίζουν τα κεφάλαια ανάπτυξης – εισοδήματος και τα κεφάλαια εισοδήματος. Παρόλο που τα επιθετικά αναπτυξιακά κεφάλαια και τα αναπτυξιακά κεφάλαια πραγματικά διαλέγουν μετοχές με μεγαλύτερο ρυθμό αύξησης, κατά μέσο όρο, η υπόλοιπη απόδοση μετά τον έλεγχο του ρυθμού αύξησης είναι ακόμη κάπως μεγαλύτερη για αυτά τα κεφάλαια εν συγκρίσει με τα κεφάλαια ανάπτυξης – εισοδήματος και τα ισορροπημένα και εισοδήματος κεφάλαια.

Έχουμε συζητήσει το σημείο, βάσει – χαρακτηριστικών, ελέγχου μας με τους μάννατζερ χαρτοφυλακίου που έχουν αποδώσει πολύ καλά κάνοντας εφαρμογή τα σχετικά με τον επιταχυνόμενο ρυθμό αύξησης των τιμών των μετοχών και τα όσα περιλαμβάνονται στις στρατηγικές βαρύτητας μίας μετοχής στην αγορά. Όπως μπορεί κάποιος να περιμένει, αυτοί οι άνθρωποι δεν είναι ιδιαίτερα ενθουσιασμένοι με ένα κριτήριο που δεν τους δικαιώνει ως προς το ότι υπήρξαν αρκετά διορατικοί για να εφαρμόσουν τέτοιες στρατηγικές. Το μέτρο επιλεκτικότητας βασισμένο στα χαρακτηριστικά δεν δίνει μία απόδοση η οποία να ξεπερνά σημαντικά τις προβλεπόμενες τιμές της στους επενδυτές εκείνους που απλά ακολουθούν την ίδια μηχανική βασισμένη στα χαρακτηριστικά στρατηγική για ολόκληρη τη χρονική περίοδο. Αυτό αληθεύει ακόμη και αν η στρατηγική απέδωσε ικανοποιητικά.

Εντούτοις, η προσέγγισή μας εδώ βάσει των χαρακτηριστικών δίνει πέραν του αναμενόμενου απόδοση σε εκείνους τους μάνατζερ οι οποίοι αλλάζουν τα στυλ επένδυσης τους με την πάροδο του χρόνου, εφαρμόζοντας τα στυλ όποτε έχουν τα μεγαλύτερα αναμενόμενα κέρδη. Αυτοί οι επενδυτές θα παρουσιάσουν καλύτερη από την αναμενόμενη απόδοση με το στυλ μας του χρονικού μέτρου. Δεν βρήκαμε αποδείξεις ότι τα κεφάλαια είναι επιτυχείς εφαρμοστές του «χρονικού» στυλ.

Παρόλο που η μέση πέραν των προσδοκιών απόδοση είναι σχετικά μικρή, το θέμα μπορεί να είναι ότι μερικά κεφάλαια αποδίδουν εξαιρετικά καλά. Ακολουθώντας ένα πλήθος εισηγητών, αναλύουμε αυτό το θέμα με το να εξετάσουμε αν η προηγηθείσα απόδοση είναι ενδεικτική της μελλοντικής απόδοσης. Η αρχική μας απόδειξη συνίσταται στο ότι τα «δυνατά» φαινόμενα που παρατέθηκαν από τους Hendricks, Patel και Zeckhauser (1993) μπορούν να εξηγηθούν από τα διαφορετικά σημεία ελέγχου μας. Σε μελλοντική δραστηριότητα σχεδιάζουμε να ασχοληθούμε με τις μεμονωμένες μετοχές εκτενέστερα για να αποφασίσουμε ποια αμοιβαία κεφάλαια επιδεικνύουν απόδοση πέραν του αναμενόμενου, και την έκταση στην οποία τα κεφάλαια καλύτερης απόδοσης μπορούν να αναγνωριστούν, *ex ante*.

4.3.5 Συμπεράσματα μελετών

Οι Kon και Jen (1979) στην προσπάθειά τους να ελέγξουν την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών μέσω της αξιολόγησης των ικανοτήτων ενός διαχειριστή αμοιβαίων κεφαλαίων, ανέπτυξαν ένα οικονομετρικό υπόδειγμα το οποίο στηρίζεται στις μεταβολές των προσδοκιών που διαμορφώνονται σε διαφορετικά επίπεδα επικινδυνότητα και παράλληλα διακρίνει την επιλεκτικότητα και τον συγχρονισμό. Πιο συγκεκριμένα, ο συντελεστής βήτα χαρακτηρίζεται από τη στασιμότητα αφού ο διαχειριστής έχει την δυνατότητα να τον μεταβάλει. Το μέγεθος του βήτα εξαρτάται από τις προσδοκίες για την μελλοντική πορεία της αγοράς με βάση τις πληροφορίες που διαθέτει ο διαχειριστής στην αρχή της περιόδου. Βεβαία η μεταβολή του βήτα μπορεί να είναι μια αλλαγή στο ύψος του

κινδύνου που αναλαμβάνει το αμοιβαίο κεφάλαιο και όχι απαραίτητα μια στρατηγική συγχρονισμού.

Δημιουργώντας ένα υπόδειγμα που θεωρεί ότι το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων ισχύει χρησιμοποιώντας την τεχνική παλινδρόμησης του Quandt, οι Kon και Jen κάνοντας την μελέτη τους έδειξαν πως αρκετά αμοιβαία κεφάλαια εμφάνιζαν σημαντικά αξιόλογη επίδοση η οποία προκύπτει από τον μεγάλο αριθμό στατιστικά σημαντικών συντελεστών, τόσο της επιλεκτικότητας όσο και του συγχρονισμού. Σε αντίθεση με την πλειονότητα των εμπειρικών μελετών, οι Kon και Jen κατέδειξαν πως αρκετοί διαχειριστές διέθεταν ικανότητες πρόβλεψης αναιρώντας παράλληλα την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών.

ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΒΑΣΗ ΤΟΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟ ΚΙΝΔΥΝΟ & ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ GRINBLATT-TITMAN					
ΣΥΓΓΡΑΦΕΑΣ	ΤΙΤΛΟΣ-ΕΚΔΟΣΗ	ΣΚΟΠΟΣ	ΔΕΔΟΜΕΝΑ	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ
Kon J. Stanley and Jen C. Frank	"The Investment Performance of Mutual Funds: An Empirical Investigation of Timing, Selectivity and Market Efficiency", Journal of Business, vol 52, No 2 (1979)	Να ελέγξουν την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών μέσω της αξιολόγησης των ικανοτήτων ενός διαχειριστή Α/Κ	49 Α/Κ από 1960 έως 1971	Μοντέλο SLM, συντελεστής βήτα	Αρκετοί διαχειριστές διέθεταν ικανότητες πρόβλεψης (σε μικρο και μακρο επίπεδο) αναιρώντας παράλληλα την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών
Grinblatt M. and S. Titman	"A Study of Monthly Fund Returns and Performance Evaluation Techniques" Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol 29, No 3 (1994)	Να συγκρίνουν τα αποτελέσματα των μέτρων Jensen, Treynor-Mazuy και του σταθμισμένου μέτρου θετικής περιόδου	279 Α/Κ από το 1974 έως το 1974	Μέθοδος του σταθμισμένου μέτρου θετικής περιόδου	Έδειξαν πως τα τρία μέτρα αξιολόγησης εμφάνισαν υψηλές διαστρωματικές συσχετίσεις καταλήγοντας σε παρόμοια αποτελέσματα.

Grinblatt M. and S. Titman	"The Persistence of Mutual Fund Performance", Journal of Finance, p.p. 1977-1984 (1992)	Να εξετάσουν το κατά πόσον οι μελλοντικές επιδόσεις των Α/Κ σχετίζονται με τις αντίστοιχες προγενέστερες επιδόσεις	279 Α/Κ από 1974 έως 1984	Συντελεστής βήτα	Οι ιστορικές αποδόσεις εξασφαλίζουν χρήσιμες πληροφορίες για ένα επενδυτή που σκέφτεται να επενδύσει τα κεφάλαια του σε Α/Κ
Daniel Kent, Grinblatt Mark, Titman Sheridan and Wermers Russ	"Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic-Based Benchmarks", Vol LII, No 3, pp 1035-1057 (1997)	Να μελετήσουν την ικανότητα του συγχρονισμού και της επιλεκτικότητας των Α/Κ	2500 μετοχικά Α/Κ από το 1975 έως το 1994	Υπόδειγμα Grinblatt - Titman	Έδειξαν ότι τα Α/Κ δείχνουν κάποια επιλεκτική ικανότητα, αλλά δεν παρουσιάζουν καθόλου ικανότητα συγχρονισμού

4.4 Εμπειρικές μελέτες βάση το Υπόδειγμα Εξισορρόπησης Αγοραπωλησίας

4.4.1 Lehmann N. Bruce and Modest M. David – “Mutual fund performance evaluation: A comparison of Benchmarks and Benchmark comparisons”

Σε αυτό το κείμενο, έχουν εξεταστεί αποδόσεις 130 αμοιβαίων κεφαλαίων για την περίοδο από τον Ιανουάριο του 1968 μέχρι τον Δεκέμβριο του 1982 για να διαπιστώσουν αν τα συμπεράσματα, σχετικά με την απόδοσή τους, είναι ευαίσθητα ως προς το σημείο ελέγχου που έχει επιλεγεί για να μετρήσει την κανονική, αναμενόμενη απόδοση. Σε αυτήν την έρευνα, μελετήθηκε ο τρόπος με τον οποίο συμπεριφέρονταν τα αποτελέσματα από τις παλινδρομήσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων με το κριτήριο του Jensen που χρησιμοποίησαν διαφορετικές προσαρμοσμένες στον κίνδυνο διαδικασίες, περιλαμβάνοντας εναλλακτικά τα Υποδείγματα Εξισορρόπησης Αγοραπωλησιών και τα Υποδείγματα Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Στοιχείων ως σημεία ελέγχου. Δοθήκαν συνοπτικές στατιστικές που περιγράφουν την ευαισθησία των μέτρων απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων ως προς το επιλεγμένο σημείο ελέγχου.

Τρία συμπεράσματα προκύπτουν από αυτήν τη σύγκριση. Πρώτον, τα μέτρα του Jensen και οι εκτιμημένες αναλογίες του Treynor – Blanc των μεμονωμένων μετοχών είναι αρκετά ευαίσθητες στη μέθοδο που χρησιμοποιήθηκε για να δομηθεί το APT ως κριτήριο ελέγχου. Κάποιος θα μπορούσε να φτάσει σε πολύ διαφορετικά συμπεράσματα σχετικά με την απόδοση των κεφαλαίων χρησιμοποιώντας στην ανάλυση μικρότερα νούμερα μετοχών ή δυναμικών μεταβλητών ή βασικών στοιχείων των μεθόδων εκτίμησης από κάποιον που θα χρησιμοποιήσει τις διαδικασίες μέγιστων πιθανοτήτων με 750 μετοχές. Δεύτερον, οι βαθμίδες ιεράρχησης, ταξινόμησης των κεφαλαίων είναι λιγότερο ευαίσθητες στο ακριβές νούμερο των κοινών πηγών συστηματικού κινδύνου που λαμβάνονται ως οι κύριες στις αποδόσεις των μετοχών. Υπήρχαν ασήμαντες διαφορές στα συμπεράσματα που αναλογούσαν στα μοντέλα 10 και 15 συντελεστών και μικρές διαφορές όσον αφορά το σημείο ελέγχου των 5

συντελεστών, εκτός από την τελευταία πενταετή περίοδο. Τρίτον, υπάρχουν σημαντικές διαφορές ανάμεσα στα μέτρα απόδοσης που υπόκεινται στα τυπικά CAPM σημεία ελέγχου και εκείνα που έχουν προκύψει με ATM σημεία ελέγχου, κάτι που επισημαίνει την σημαντικότητα του να γνωρίζεις ποιο είναι το κατάλληλο μοντέλο για τον κίνδυνο και την αναμενόμενη απόδοση, σε αυτό το πλαίσιο.

Εν συντομία, το μόνο ολοκληρωμένο συμπέρασμα που μπορεί να εξαχθεί από την ανάλυσή αυτή είναι ότι η επιλογή της κανονικής απόδοσης είναι σημαντική για την αξιολόγηση της απόδοσης των ελεγχόμενων χαρτοφυλακίων. Επίσης, πρέπει να επισημανθεί ότι αυτά τα ευρήματα δεν δεσμεύονται από τα πιθανά προβλήματα που συνδέονται με τους μεταβαλλόμενους κινδύνους των ελεγχόμενων κεφαλαίων. Αυτά τα προβλήματα επηρεάζουν μόνο την επεξήγηση, την ερμηνεία των μέτρων των Jensen και Treynor – Black. Αν η επιλογή ενός σημείου ελέγχου ήταν μία ασήμαντη επιλογή, διαφορετικά σημεία ελέγχου θα έπρεπε να αντιστοιχούν σε παρόμοια συμπεράσματα. Το αδιαμφισβήτητο συμπέρασμα όμως είναι ότι δεν αντιστοιχούν.

Αυτά τα συμπεράσματα έρχονται σε μεγάλη αντίθεση με το μεγαλύτερο μέρος των προηγούμενων μελετών που υπάρχουν στη βιβλιογραφία. Θεωρούν ότι πολλοί επενδυτές δεν θα περίμεναν σημαντικές διαφορές όσον αφορά τα διαφορετικά APT σημεία ελέγχου. Από την άλλη πλευρά, κάποιοι θα είχαν αναμφίβολα προβλέψει μεγάλες διαφορές στα συμπεράσματα που είχαν προκύψει από τα APT σημεία ελέγχου με διαφορετικά νούμερα συντελεστών. Τελικά, προηγούμενα στοιχεία δείχνουν ότι εναλλακτικές διαδικασίες προσαρμογής στον κίνδυνο οδηγούν σε παρόμοια συμπεράσματα σε συνθήκες διαφορετικές από την παρούσα. Η ολοκληρωμένη εξέτασή της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων δείχνει ότι κάθε μία από αυτές τις εντυπώσεις είναι αβάσιμη σε αυτό το πλαίσιο.

Μαζί με τους τρεις ορισμούς που έχουν προκύψει από την ανάλυσή αυτή, ένας γρίφος έχει επίσης εμφανισθεί – το ότι συνεχώς προκύπτουν μεγάλες και αρνητικές μετρήσεις του Jensen. Καθώς, θεωρητικά είναι πιθανό ότι αυτή η μετρημένη απόδοση που ξεπερνά τις πιο αισιόδοξες προβλέψεις μπορεί να αποδοθεί σε ένα ρεαλιστικό ή τεχνητό συγχρονισμό της αγοράς ή σε μία

αυθαίρετη αξιολόγηση, βασισμένη στη διαμόρφωση των τιμών των μετοχών, ως προς τα σημεία ελέγχου που έχουμε συστήσει, η προκαταρκτική έρευνα δεν είναι καταληκτική.

4.4.2 Συμπεράσματα μελετών

Ξεκινώντας από την κριτική του Roll (1977,1978) όσον αφορά την αποτελεσματικότητα του Υποδείγματος Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων στην αξιολόγηση του χαρτοφυλακίου οι Leamann και Modest (1987) ήταν οι πρώτοι που χρησιμοποίησαν υποδείγματα ισορροπίας της αγοράς με πολλούς παράγοντες, όπως το Υπόδειγμα Εξισορρόπησης Αγοροπωλησίας. Εφαρμόζοντας τα υποδείγματα του Jensen (1968) και των Treynor και Mazuy (1966) εξέτασαν την επίδοση και τον συγχρονισμό των αμοιβαίων κεφαλαίων όταν υπάρχουν κτηγές συστηματικού κινδύνου, και ταυτόχρονα μελέτησαν την ευαισθησία των παραπάνω μέτρων όταν εξάγονται από εναλλακτικά χαρτοφυλάκια του CAPM και APT.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν πως το υπόδειγμα του Jensen είναι αρκετά ευαίσθητο στα εναλλακτικά APT χαρτοφυλάκια, ενώ και τα δυο μέτρα αξιολόγηση εμφανίζουν σημαντικές διαφορές στα αποτελέσματα όταν παράγονται από τα κλασσικά Υποδείγματα Αποτίμησης περιουσιακών Στοιχείων χαρτοφυλάκια σε σύγκριση με τα Υποδείγματα Εξισορρόπησης Αγοροπωλησίας χαρτοφυλάκια. Συμπερασματικά, η γνώση του κατάλληλου υποδείγματος που συνδέει τον κίνδυνο με την αναμενόμενη απόδοση είναι απαραίτητη ώστε να έχουμε αποτελεσματικά αξιολόγηση του χαρτοφυλακίου.

ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΒΑΣΗ ΤΟ ΑΡΤ					
ΣΥΓΓΡΑΦΕΑΣ	ΤΙΤΛΟΣ-ΕΚΔΟΣΗ	ΣΚΟΠΟΣ	ΔΕΔΟΜΕΝΑ	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ
Lehmann N. Bruce and Modest M. David	"Mutual Funds Performance: A comparison of Benchmarks", Journal of Finance 42, p.p. 233-265 (1987)	Να εξετάσουν την επίδοση και την ικανότητα συγχρονισμού των Α/Κ και να μελέτησουν την ευαισθησία των μέτρων CAPM και ΑΡΤ	130 Α/Κ από 1968 έως το 1982	Το υπόδειγμα ΑΡΤ	Το υπόδειγμα του Jensen είναι αρκετά ευαίσθητο στα εναλλακτικά ΑΡΤ χαρτοφυλάκια

4.5 Εμπειρικές μελέτες βάση το Υπόδειγμα Απότιμησης Περιουσιακών Στοιχείων

4.5.1 Burton G. Malkiel – “Returns from Investing in Equity Mutual Fund 1973 to 1991”

Σε αυτή τη μελέτη γίνεται αναφορά στις αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων από το 1971 έως το 1991 χρησιμοποιώντας δεδομένα που περιλαμβάνουν αποδόσεις για όλα τα αμοιβαία κεφάλαια για κάθε χρονιά. Αυτά τα δεδομένα βοηθούν τους αναλυτές να εξετάσουν με ακρίβεια πως η απόδοση των αμοιβαίων σχετίζεται με τον δείκτη αναφοράς. Επιπλέον αυτή η μελέτη θα προσπαθήσει να επιβεβαιώσει το αποτέλεσμα από το μέτρο του Jensen ότι δηλαδή οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν ξεπερνούν γενικά την αγορά.

Ο Burton Malkiel άντλησε πληροφορίες από την υπηρεσία Lipper Analytic για όλα τα μετοχικά κεφάλαια που υπάρχουν για την χρονικά περίοδο των 21 χρόνων από το 1971 έως το 1991. Επιλέγηκαν μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια που πουλήθηκαν στο κοινό μέσα στα χρόνια αυτά. Οι αποδόσεις είναι σε τριμηνιαία βάση η υπόθεση είναι ότι τα κέρδη και τα μερίσματα επενδύονται ξανά από την αρχή.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Some Estimates of Survivorship Bias

	All Mutual Funds In Existence Each Year (%)	Funds in Existence in 1982 The Survived Through 1994 (%)	S&P 500 Index (%)	All Mutual Mutual Funds In Existence Each Year Gross Of Expenses
Capital appreciation Funds	16.32	18.08	17.52	17.49
Growth funds	15.81	17.89	17.52	16.81
Small company growth funds	13.46	14.03	17.52	14.53
Growth and income funds	15.97	16.41	17.52	16.89
Equity income funds	15.66	16.90	17.52	16.53
All general equity Mutual funds	15.69	17.09	17.52	16.70

Ο πίνακας 1 παρουσιάζει εκτιμήσεις του survivorship bias για το χρονικό διάστημα 1982-1991. Παρατήρησε ότι η μέση σταθμική απόδοση για όλα τα αμοιβαία κεφάλαια, περιλαμβάνοντας και εκείνα που ρευστοποιήθηκαν μέσα στην περίοδο αυτή ήταν μόνο 15,69%, 150 basis point λιγότερο από το μέσο όρο αμοιβαίων κεφαλαίων που παρέμεναν στην αγορά και ουσιαστικά κάτω από τις αποδόσεις του δείκτη S & P. Επίσης σ' αυτόν τον πίνακα παρουσιάζονται τα κατά μέσο όρο έξοδα που αναφέρονται σε αμοιβαίο κεφάλαιο στην καθαρή απόδοση για να βρει τελικά την ακαθάριστη απόδοση της επένδυσης σε αμοιβαία πριν από τα έξοδα. Σ' αυτούς τους υπολογισμούς, ο μελετητής δεν έχει λάβει υπόψη κανένα έξοδο από την πλευρά των αγοραστών των αμοιβαίων κεφαλαίων. Τελικά ακόμα και πριν τα έξοδα η ακαθάριστη απόδοση για όλα τα αμοιβαία σε κάθε χρονιά αποτυγχάνει να ταιριάζει με τον δείκτη Standard & Poor's.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Διαφορές στις αποδόσεις των αμοιβαίων που υπάρχουν και αυτών που δεν υπάρχουν στην αγορά

Χρονιά	Αμοιβαία που υπάρχουν		Αμοιβαία που υπάρχουν μέχρι το 1992		Αμοιβαία που δε υπάρχουν μέχρι το 1992		Mortality Rate	T-test
	Μέση Απόδοση	Αριθμός	Μέση Απόδοση	Αριθμός	Μέση Απόδοση	Αριθμός		
1982	25.03	331	26.03	272	20.42	59	17.8	3.09
1983	20.23	353	21.66	296	12.80	57	16.1	7.15
1984	-2.08	395	-1.25	331	-6.39	64	16.2	3.67
1985	27.17	431	28.10	371	21.42	60	13.9	5.77
1986	13.39	511	14.39	425	8.45	86	16.8	6.29
1987	0.47	581	0.92	489	-1.91	92	15.8	3.04
1988	14.44	686	15.48	586	8.35	100	14.6	7.54
1989	23.99	720	24.91	639	16.73	81	11.3	7.57
1990	-6.27	724	-6.00	685	-11.07	39	5.4	4.07

Στον πίνακα 2 υπολογίζεται η μέση απόδοση για όλα τα κεφάλαια στην περίοδο 1982-1990. Αυτά τα αποτελέσματα μπορούμε να τα συγκρίνουμε με την μέση ετήσια απόδοση των κεφαλαίων που παρέμειναν στην αγορά μέχρι το 1992 μ'

αυτά μέσα που δεν τα κατάφεραν να παραμείνουν στην αγορά. Όπως ήταν αναμενόμενο οι διαφορές στις μέσες τιμές είναι ουσιαστικές. Κάθε χρονιά η μέση απόδοση των κεφαλαίων, που επέζησαν, είναι ουσιαστικά μεγαλύτερη από αυτή των κεφαλαίων που δεν κατάφεραν να επιζήσουν στην αγορά. Αυτό επίσης που απορρέει από τον πίνακα είναι ότι το ο βαθμός μη επιβίωσης για τα αμοιβαία είναι αρκετά μεγάλος, ο οποίος αρχίζει να μειώνεται καθώς φτάνουμε στην τελευταία εξεταστέα χρονιά. Συμπεραίνουμε ότι αυτές οι αναλύσεις αποκλείουν τα αμοιβαία κεφάλαια που δεν κατάφεραν να επιβιώσουν στην αγορά. Αυτά τα αποτελέσματα έρχονται σε αντίθεση μ' αυτά των Grinblatt και Titman (1989) που υποεκτίμησαν the magnitude of survivorship bias αναφέροντας ότι το bias είναι σχετικά μικρό.

Αυτές οι διαφορές στα αποτελέσματα προέρχονται από δυο σημεία. Πρώτον, αυτοί οι μελετητές βρήκαν ένδειξη των επιπλέον ακαθάριστων αποδόσεων ανάμεσα στους διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων. Δεύτερον, εκτίμησαν ότι ο αριθμός του survivorship bias είναι αρκετά χαμηλά (μεταξύ 0,1% και 0,4% κάθε χρόνο). Οι Grinblatt και Titman ανακάλυψαν ότι οι μη κανονικές αποδόσεις εξαρτώνται κατά πολύ από τις ακαθάριστες αποδόσεις. Υπολόγισαν τις υποθετικές αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων που περιλάμβαναν μετοχές υποθέτοντας ότι τριμηνιαίες των χαρτοφυλακίων των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι ίδιες για όλη την περίοδο. Για τους υπολογισμούς πήραν τις αποδόσεις από το CRSP. Η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων που υπολογίστηκαν και των πραγματικών αποδόσεων χαρτοφυλακίου αντανάκλα τα κόστη συναλλαγών. Δηλαδή οι Grinblatt και Titman δεν χρησιμοποίησαν πραγματικές αποδόσεις όπως γίνεται σ' αυτήν την μελέτη. Υπολογίζει το α μέτρο της επιπλέον απόδοσης μέσω του CAPM. Αφήνοντας R_{Fd} , R_{MKT} και R_F σταθερά.

$$R_{Fd} - R_F = a + b(R_{MKT} - R_F) + e_{Fd}$$

Τα αποτελέσματα που έχουμε είναι ότι το α που είναι θετικό για τα αμοιβαία κεφάλαια (σε 23) και το α που είναι αρνητικό (σε 26) είναι σχεδόν το ίδιο σ'

αριθμό αμοιβαίων κεφαλαίων. Το χαρτοφυλάκιο που χρησιμοποιείται ως δείκτης αναφοράς είναι ο Wilshire 5000 Stock Index. Αυτό που συμπέρανε ο μελετητής είναι το μέσο α είναι αρνητικό όταν χρησιμοποιούνται καθαρές αποδόσεις και θετικό όταν χρησιμοποιούνται ακαθάριστες, αλλά καμία δεν είναι σημαντικά διαφορετική από το μηδέν. Λίγα από τα α είναι σημαντικά, ωστόσο από αυτά τα περισσότερα είναι αρνητικά όταν χρησιμοποιούμε καθαρές αποδόσεις. Προστίθοντας όλα τα έξοδα έχουμε ίδιο αριθμό από θετικά και αρνητικά α phas.

Τα θετικά κατά μέσο όρο α phas που βρέθηκαν στην μελέτη για τα κεφάλαια με αποδόσεις πριν τα έξοδα δίνουν δείγματα που επιβεβαιώνουν αυτά που αποκάλυψε ο Ippolito δηλαδή ότι τα αμοιβαία κερδίζουν ικανοποιητικές ακαθάριστες αποδόσεις για να καλύψουν τα έξοδα τους. Όπως σημείωσαν οι Grossman και Stiglitz (1980) αυτό είναι αποτέλεσμα της ύπαρξης αποτελεσματικής αγοράς που περιλαμβάνει κάποια αποζημίωση για τις πληροφορίες που συλλέγονται και αναλύονται. Δυο επιπλέον λόγοι που αμφισβητούν ότι οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων μπορούν να αναλάβουν χαρτοφυλάκια ακόμα και πριν τα έξοδα.

Από την μελέτη 1971-1991 φαίνεται ότι δεν υπάρχει σχέση ανάμεσα στα betas και συνολικών αποδόσεων ($R^2=0.00$ και beta είναι στατιστικά σημαντικό σε μια παλινδρόμηση όπου η μέση ετήσια απόδοση 20 χρόνων είναι ανεξάρτητη μεταβλητή). Επιπλέον δεν βρέθηκε σχέση ανάμεσα στο beta και στις αποδόσεις. Αυτό επαληθεύτηκε και όταν έγινε ένας επιπλέον έλεγχος που αναφέρεται στην συσχέτιση και ετεροσκεδαστικότητα και χρησιμοποιώντας την προσέγγιση Fama-MacBeth (1973) και χρονολογικές σειρές με τυπικές διακυμάνσεις για να επιτευχθεί πιο κατάλληλο τυπικό σφάλμα. Βρίσκουν λοιπόν ότι β και R^2 έχουν συσχέτιση κοντά στο μηδέν. Αυτό δεν είναι ένδειξη ότι οι επενδύτες επιδιώκουν υψηλότερες αποδόσεις θα βρουν να αγοράσουν αμοιβαία κεφάλαια που να τους το προσφέρει αυτό.

Στην μελέτη αυτή αναφέρθηκα επίσης το φαινόμενο «Hot Hand». Με αυτό ασχολήθηκαν οι Grinblatt και Τιτμαν (1992), οι Goetzman και Ibbotson (1994) και οι Hendricks, Patel και Zeckhauser (1993). Το φαινόμενο «hot hand» σύμφωνα

με τις παραπάνω μελέτες δείχνει ότι αμοιβαία κεφάλαια που επιτύγχαναν υψηλές κατά μέσο όρο αποδόσεις συνεχίζουν να επιτυγχάνουν μεγάλες αποδόσεις. Η ύπαρξη εξόδων που ποικίλουν στα κεφάλαια έχουν την τάση να παράγουν κάποια επιμονή στις αποδόσεις. Κεφάλαια με χαμηλό δείκτη δαπάνης έχουν υψηλότερες αποδόσεις από κεφάλαια με υψηλό δείκτη εξόδων.

Αυτή η μελέτη κοιτάζει από μια νέα άποψη τις αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων στην περίοδο από το 1971 μέχρι το 1991 και χρησιμοποιεί ένα σύνολο δεδομένων που περιλαμβάνει τις αποδόσεις από όλα τα αμοιβαία κεφάλαια εν ενεργεία σε κάθε έτος της περιόδου αυτής. Τα περισσότερα σύνολα δεδομένων περιλαμβάνουν τα αμοιβαία κεφάλαια που υπάρχουν την τρέχουσα περίοδο και, κατά συνέπεια, αποκλείουν τα κεφάλαια που έχουν παύσει τις λειτουργίες τους. Το σύνολο δεδομένων μας, μας επιτρέπει να κερδίσουμε μέτρα έναντι του βαθμού μεροληπτικότητας, τον οποίο θεωρούμε ότι δεν θα είναι σημαντικός. Όταν οι αποδόσεις από όλα τα κεφάλαια αναλύονται, βρίσκουμε ότι τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν την τάση να αποδίδουν χαμηλά στην αγορά, όχι μόνο μετά την αφαίρεση των διαχειριστικών κερδών αλλά και των μεικτών εξόδων εκτός από τα επενδυτικά έξοδα. Επίσης, οι αποδόσεις των κεφαλαίων αναλύονται στο πλαίσιο της τιμολογιακής δομής κεφαλαιουχικών περιουσιακών στοιχείων. Αποτυγχάνουμε να σημειώσουμε κάποια απόδειξη πλεονάζουσας απόδοσης αλλά επίσης και να επιβεβαιώσουμε τη σχέση κινδύνου – απόδοσης που έχει υποτεθεί από το τιμολογιακό μοντέλο κεφαλαιουχικών περιουσιακών στοιχείων, ένα συμπέρασμα παρόμοιο με αυτό των Fama και French (1992) για τις μεμονωμένες μετοχές.

Πρόσφατες μελέτες αμοιβαίων κεφαλαίων έχουν επίσης παρατηρήσει αξιοσημείωτη συνέχεια στην απόδοση των κεφαλαίων: κεφάλαια καλής απόδοσης τείνουν να συνεχίσουν να αποδίδουν καλά, τουλάχιστον για το αμέσως επόμενο διάστημα. Μερικοί συγγραφείς έχουν συστήσει ότι αυτό είναι πιθανό στις δημοφιλείς επενδυτικές στρατηγικές που θα επιτρέψουν στους επενδυτές να κερδίσουν πέρα των αναμενόμενων κέρδη. Διαπιστώσαμε το φαινόμενο συνέχειας (persistence) αλλά σημειώσαμε και δύο επιφυλάξεις: πρώτον, τα

ευρήματα μπορεί να υποπέσουν σε μεροληπτική αντιμετώπιση. Δεύτερον, οι σχέσεις μπορεί να μην είναι ισχυρές καθώς η έντονη συνέχεια που χαρακτηρίζει τη δεκαετία του '70 απέτυχε να εξακολουθήσει και στη δεκαετία του '80. Όταν εξομοιώνουμε μία ποικιλία ευαίσθητων επενδυτικών στρατηγικών βασιζόμενων στο φαινόμενο της συνέχειας, μπορούμε να παράγουμε αποδόσεις αρκετά πάνω από το μέσο όρο για τη δεκαετία του 1970, ενώ για τη δεκαετία του 1980, δεν υπάρχουν στοιχεία που να δείχνουν ότι οι επενδυτές θα μπορούσαν να αποσπάσουν υπερβολικά κέρδη ακολουθώντας μία στρατηγική βασισμένη στη συνέχεια. Ακόμη, δεν βρίσκουμε ότι οι επενδυτές αμοιβαίων κεφαλαίων κερδίζουν την αξία των χρημάτων τους από τις δαπάνες που περιλαμβάνονται στη διαχείριση των αμοιβαίων κεφαλαίων, ακόμη και αν τα δεδομένα των δαπανών περιορίζονται στα κεφάλαια που έχουν δαπανηθεί για επενδυτικές συμβουλές.

Συμπερασματικά, αυτή η μελέτη αμοιβαίων κεφαλαίων δεν προσφέρει κανένα λόγο για να εγκαταλειφθεί η πεποίθηση ότι οι αγορές χρεογράφων είναι αξιοσημείωτα αποτελεσματικές. Οι περισσότεροι επενδυτές θα ήταν σε πολύ καλύτερη θέση αν αγόραζαν κεφάλαια με χαμηλό δείκτη κόστους από το να ψάχνουν για έναν ορθολογικό μάνατζερ που θεωρείται ότι έχει «καλό χέρι». Από τη στιγμή που το μάνατζμεντ το οποίο αποφέρει μία απόδοση που υπερβαίνει τον κίνδυνο και οφείλεται στην ορθολογική διαχείριση των πόρων, αποτυγχάνει γενικώς να παρέχει, στην πράξη, πλεονάζοντα κέρδη και τείνει να γεννά μεγαλύτερα έξοδα φόρων για τους επενδυτές, το προβάδισμα του συμβατικού μάνατζμεντ σημειώνει υπεροχή.

4.5.2 Συμπεράσματα μελετών

Ο Malkiel (1995) χρησιμοποίησε ως δείγμα του τις αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων της περιόδου 1971-1991 και έδειξε ότι με γνώμονα τις προγενέστερες αποδόσεις θα μπορούσε κάποιος επενδυτής να επενδύσει την δεκαετία του '70. Κάνοντας όμως το ίδιο πείραμα και για τη δεκαετία του '80 το αποτέλεσμα έδειξε το αντίθετο αποτέλεσμα. Συνεπώς από όλη τη μελέτη φάνηκε ότι ήταν δύσκολο να εξαχθεί ένα γενικό συμπέρασμα για το αν και κατά πόσο οι προγενέστερες

αποδόσεις αποτελούν αντικειμενικό κριτήριο πρόβλεψης μελλοντικών. Στη συνέχεια ισχυρίστηκε ότι τα αμοιβαία κεφάλαια τείνουν να αποδίδουν χειρότερα από τον γενικό δείκτη της αγοράς όταν η επίδοση τους μειώνεται από τα γενικά έξοδα διαχείρισης.

ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΒΑΣΗ ΤΟ CAPM					
ΣΥΓΓΡΑΦΕΑΣ	ΤΙΤΛΟΣ-ΕΚΔΟΣΗ	ΣΚΟΠΟΣ	ΔΕΔΟΜΕΝΑ	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ
Malkiel Burton	"Returns from Investing in Equity Mutual Fund 1971 to 1991" Journal of Finance, p.p. 549-573 (1995)	Να κάνει προβλέψεις	A/K από 1971 έως 1991	CAPM	Είναι δύσκολο να εξαχθεί ένα γενικό συμπέρασμα για το αν και κατά πόσον οι προγενέστερες αποδόσεις αποτελούν αντικείμενο κριτήριο πρόβλεψης μελλοντικών αποδόσεων

4.6 Εμπειρικές μελέτες σύμφωνα με το υπόδειγμα των Fabozzi- Francis

4.6.1 Frank J. Fabozzi and Jack C. Francis – “Mutual Fund Systematic Risk for Bull and Bear Markets: An Empirical Examination”

Για 85 αμοιβαία κεφάλαια υπολογίστηκαν οι μηνιαίες τιμές της απόδοσής τους στην περίοδο από το Δεκέμβριο του 1965 μέχρι το Δεκέμβριο του 1971. Από τη στιγμή που υπάρχει ερώτηση για το αν κάποιος συγκεκριμένος τύπος κεφαλαίου (για παράδειγμα, ισορροπημένο, αναπτυξιακό ή εισοδήματος) ή αν το μέγεθος του κεφαλαίου είναι περισσότερο πιθανό να αλλάξει το βήτα του, χρησιμοποιήθηκε ένα αντιπροσωπευτικό δείγμα των διαφορετικών τύπων κεφαλαίων.

Όπως μπορεί να διαπιστωθεί, τα 85 κεφάλαια αντιπροσωπεύουν περίπου το 35% των κεφαλαίων που παρατέθηκαν από τον Wiesenberger και τα οποία εμπίπτουν στις πέντε κατηγορίες που αναφέρονται εδώ. Μη συμπεριλαμβάνοντας την κατηγορία κεφαλαίων μικρότερης ανάπτυξης, οι άλλες τέσσερις κατηγορίες αντιπροσωπεύονται από το 37% τουλάχιστον του κάθε δικού τους πληθυσμού.

Τρεις ορισμοί των ανοδικών και καθοδικών αγορών χρησιμοποιήθηκαν για τα εμπειρικά τεστ που αναφέρονται παρακάτω. Ο πρώτος ορισμός βασίζεται στις ανοδικές και καθοδικές αγορές και είναι όπως δίνεται στο εγχειρίδιο επένδυσης των Cohen, Zinbarg και Zeikel. Η κατηγοριοποίηση που έκαναν για τον κάθε μήνα βασίζεται στις τάσεις της αγοράς. Ο Forbes χρησιμοποιεί μία ταυτόσημη κατηγοριοποίηση στην εξέταση της επενδυτικής απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ο δεύτερος ορισμός είναι παρόμοιος (σχεδόν, αλλά όχι ακριβώς, ίδιος) με την κατηγοριοποίηση που έδωσε ο Wiesenberger για τα έτη 1968 – 1971. Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, ο Wiesenberger ορίζει τρεις περιόδους ανοδικής αγοράς και τρεις περιόδους καθοδικής αγοράς. Μία σύγκριση των κατηγοριοποιήσεων του Forbes και του Wiesenberger περιγράφεται στο επενδυτικό εγχειρίδιο των Smith και Eiteman. Για τη χρονική περίοδο πριν το 1968, οι περίοδοι ανοδικής και καθοδικής αγοράς κατηγοριοποιούνται με βάση το πρώτο ορισμό. Ο τρίτος ορισμός βασίζεται στις μηνιαίες κινήσεις της αγοράς και δεν λαμβάνει υπόψη τις τάσεις της αγοράς. Χρησιμοποιώντας αυτόν τον ορισμό,

μία θετική μηνιαία απόδοση για την αγορά ορίζεται ως μία κατάσταση όπου οι τιμές ξεπερνούν τα επίπεδα στα οποία βρίσκονται συνήθως και, αντιστρόφως, μία αρνητική απόδοση ορίζεται ως μία κατάσταση που οι τιμές είναι χαμηλότερες από τα συνήθη επίπεδα.

Ακόμη και αν τα βήτα των μεμονωμένων μετοχών είναι σταθερά σε συνθήκες ανοδικής και καθοδικής αγοράς, υπάρχουν ακόμη λόγοι υποψίας ότι το βήτα του κεφαλαίου μπορεί να αλλάξει ακόμη και αν ο μάνατζερ του κεφαλαίου δεν έχει σκοπό να αυξήσει το βαθμό κινδύνου του χαρτοφυλακίου. Πρώτον, το βήτα των μεμονωμένων μετοχών μπορεί παροδικά να είναι ασταθές. Δεύτερον, αλλαγές στα σχετικά σημεία βαρύτητας των μεμονωμένων μετοχών στην αγορά βάσει τις αξίας της τιμής τους, στο χαρτοφυλάκιο, μπορούν να αλλάξουν το βήτα του χαρτοφυλακίου, το οποίο είναι απλώς ένας σταθμικός μέσος όρος, ακόμη και αν τα βήτα των μετοχών είναι αμετάβλητα. Συνεπώς, για να αποφασίσουμε αν το πλήθος των κεφαλαίων με βήτα που αλλάζουν γίνεται λόγω μίας σχεδιασμένης αλλαγής ως προς την έκθεση στον κίνδυνο, 85 τυχαία χαρτοφυλάκια δημιουργήθηκαν ως σημείο ελέγχου. Επειδή τα ευρήματα του Blume ήταν ότι τα βήτα των χαρτοφυλακίων παλινδρομούν ως προς τον μέσο με την πάροδο του χρόνου, τα χαρτοφυλάκια δημιουργήθηκαν έτσι ώστε να έχουν την ίδια κατανομή των βήτα όπως τα 85 αμοιβαία κεφάλαια. Τα τυχαία κεφάλαια αποτελούνταν από 20 μετοχές επιλεγμένες από τις 700 μετοχές του New York Exchange. Βασικά, οι μετοχές είχαν η κάθε μία τους την ίδια αναλογία, το ίδιο βάρος σε όλα τα χαρτοφυλάκια. Από τη στιγμή που ένα δείγμα ελέγχου μη διαχειρισμένων χαρτοφυλακίων χρησιμοποιήθηκε για να συγκριθεί με τα διαχειρισμένα χαρτοφυλάκια, τα τυχαία χαρτοφυλάκια δεν αναδιοργανώνονταν κάθε μήνα.

Μία σύνοψη των αποτελεσμάτων παλινδρόμησης για την εξίσωση για τα 85 αμοιβαία κεφάλαια και τα τυχαία χαρτοφυλάκια εμφανίζονται στη μελέτη. Αυτές οι περιληπτικές στατιστικές αναλύονται στη συνέχεια.

Το νούμερο των τυχαίων χαρτοφυλακίων των αμοιβαίων κεφαλαίων που αναμενόταν να παρουσιάσουν μία σημαντική αλλαγή στη βασιζόμενη στη θεωρία κανονικότητας δείγματος παράμετρο, δεν θα πρέπει να ξεπεράσουν τα 8 αν η

παράμετρος είναι αμετάβλητη απέναντι στις συνθήκες της αγοράς. Όπως μπορεί να διαπιστωθεί, το νούμερο των τυχαίων χαρτοφυλακίων για τα οποία το διαφορικό του βήτα ήταν σημαντικό, δεν ξεπέρασε τα 8 για κανέναν από τους τρεις ορισμούς. Η σταθερότητα της παραγώγου βήτα για τα τυχαία χαρτοφυλάκια ως προς τις συνθήκες της αγοράς δεν αποτελεί έκπληξη όσον αφορά τα ευρήματα για τις μεμονωμένες μετοχές. Εξετάζοντας τα αμοιβαία κεφάλαια, σε ένα παράδειγμα, ο πρώτος ορισμός σχετικά με τις συνθήκες της αγοράς, ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων ξεπέρασε το αναμενόμενο από τη θεωρία κανονικότητας δείγματος. Σε αυτήν την περίπτωση το νούμερο των κεφαλαίων ήταν μόνο κατά ένα μεγαλύτερο από το αναμενόμενο νούμερο. Το νούμερο των κεφαλαίων, πάραυτα, δεν ήταν στατιστικά διαφορετικό από το νούμερο των τυχαίων χαρτοφυλακίων που παρουσίασαν αλλαγή ως προς αυτήν την παράμετρο.

Για κάθε έναν από τους ορισμούς, ένα κεφάλαιο, το κεφάλαιο Philadelphia, παρουσίασε ένα σημαντικό διαφορικό βήτα. Αυτό το κεφάλαιο χρίζει ενδιαφέροντος για έναν άλλο λόγο. Από όλα τα κεφάλαια που παρουσίασαν ένα σημαντικό διαφορικό βήτα, αυτό ήταν το μόνο του οποίου το βήτα αυξήθηκε στις ανοδικές αγορές. Με άλλα λόγια, όλα τα υπόλοιπα κεφάλαια τα οποία παρατηρήθηκαν να έχουν ένα σημαντικό διαφορικό βήτα, παρουσίασαν μία αντίθετη μεταβολή στις ανοδικές αγορές.

Τα αποτελέσματα για την εξίσωση συγκρίθηκαν επίσης με το σχηματισμό των Treynor – Mazuy. Πέντε από τα αμοιβαία κεφάλαια παρουσίασε μία σημαντική αξία για το c_i στο επίπεδο του 5% της σημαντικότητας. Κάθε ένα από αυτά τα πέντε κεφάλαια παρουσίασε επίσης, ένα σημαντικό διαφορικό βήτα χρησιμοποιώντας έναν από τους τρεις ορισμούς για την κατάσταση της αγοράς. Πάλι, μόνο ένα κεφάλαιο, το κεφάλαιο Philadelphia, παρουσίασε μία θετική καμπύλη (συγκεκριμένα, ένα θετικό c_i).

Αυτά τα αποτελέσματα συστήνουν ότι οι μάνατζερ αμοιβαίων κεφαλαίων δεν έχουν προβλέψει και εκτιμήσει την αγορά. Όταν παρατηρήθηκαν στατιστικά σημαντικές αλλαγές στα βήτα των κεφαλαίων, η αγορά ήταν γενικά αντίξοη.

Όταν το άλφα εξετάστηκε χρησιμοποιώντας και τους τρεις ορισμούς για την αγορά, το ποσοστό που βρέθηκε σημαντικό δεν διέφερε από το ποσοστό που αναμενόταν από την θεωρία κανονικότητας δείγματος. Ούτε ένα κεφάλαιο δεν παρουσίασε σημαντικό διαφορικό άλφα το οποίο να ήταν σημαντικό υπό το πρίσμα και των τριών ορισμών.

Όταν το SIMM είναι εκτιμημένο με τη φόρμα της υπέρ της αναμενόμενης επένδυσης, το άλφα ορίζεται ως το μέτρο απόδοσης του Jensen. Όταν χρησιμοποιούνται οι μεταβλητές της πλεονάζουσας απόδοσης, το διαφορικό του άλφα στην εξίσωση μετράει το διαφορικό απόδοσης στις ανοδικές αγορές. Χρησιμοποιώντας τη φόρμα ποσοστιαίας απόδοσης πάνω από τη απαλλαγμένη από κίνδυνο απόδοση (πλεονάζουσα, πάνω από το αναμενόμενο απόδοση) και για τους τρεις ορισμούς, τα αποτελέσματα ήταν ταυτόσημα με το διαφορικό του βήτα. Αυτό σημαίνει ότι κάθε κεφάλαιο που παρουσίασε ένα βήτα σημαντικού διαφορικού χρησιμοποιώντας r_{mt} είχε επίσης ένα σημαντικό διαφορικό χρησιμοποιώντας τις πλεονάζουσες αποδόσεις. Τα διαφορικά των άλφα μεταβλήθηκαν λιγότερο όταν χρησιμοποιήθηκε η φόρμα των πλεοναζόντων κερδών. Εντούτοις, χρησιμοποιώντας το μέτρο απόδοσης του Jensen, τα εξαγόμενα αποτελέσματα δεν έδειξαν ότι η απόδοση διέφερε στις δύο αγορές.

Οι Treynor και Mazuy πρόσφατα προσέφεραν προκαταρκτική απόδειξη ότι οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων δεν μείωσαν το βήτα του κεφαλαίου στις καθοδικές αγορές και το αύξησαν σε ανοδικούς καιρούς με σκοπό να κερδίσουν υψηλότερα προσαρμοσμένα για κίνδυνο κέρδη για τους μετόχους. Αυτή η έρευνα χρησιμοποίησε περισσότερο διακριτές μεθόδους και βρήκε επιπλέον στοιχεία ότι οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων δεν μετέβαλαν το βήτα του κεφαλαίου τους για να εκμεταλλευτούν τις κινήσεις της αγοράς.

Υπάρχουν τρεις λόγοι για να εξηγηθεί το γιατί οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων δεν έχουν παρατηρηθεί να αυξάνουν το βήτα των κεφαλαίων τους όταν η κατάσταση της αγοράς αλλάζει από καθοδική σε ανοδική. Πρώτον, υπάρχουν αποδείξεις για το ότι ένα σημαντικό νούμερο μετοχών της NYSE έχει τυχαίους συντελεστές βήτα. Ως αποτέλεσμα, ένας ικανός διαχειριστής κεφαλαίου

μπορεί να αγοράσει ένα κεφάλαιο το οποίο είχε ένα ιστορικό βήτα, του 1.3, ας πούμε, και να απογοητευθεί από την απόδοσή του σε μία καθοδική αγορά γιατί το βήτα έπεσε στο 0.7.,π.χ., εξαιτίας τυχαίων αλλαγών στους συντελεστές. Επίσης, ο Blume έχει δείξει ότι τα βήτα τείνουν να παλινδρομούν ως προς το μέσο βήτα. Ένας δεύτερος λόγος που ένας διαχειριστής αμοιβαίου κεφαλαίου μπορεί να μην αλλάξει το βήτα του κεφαλαίου σε καιρούς ανοδικών αγορών είναι απλώς επειδή ο διαχειριστής δεν είναι ικανός να προβλέψει τις αλλαγές στην κατάσταση της αγοράς. Εντούτοις, ένας μάνατζερ μπορεί να μην αποπειραθεί να εκμεταλλευτεί τον κίνδυνο πρώτης τάξης καθώς αλλάζουν οι συνθήκες της αγοράς. Ή, αν ένας μάνατζερ χαρτοφυλακίου όντως προσπαθήσει να μεταβάλλει τις πρώτες – τάξεις – κινδύνου αλλά η αλλαγή γίνει χωρίς επιδεξιότητα (προς ατυχία του μετόχου), αυτό θα μπορούσε επίσης να καταλήξει σε κάποια από τα ασήμαντα διαφορικά βήτα χαρτοφυλακίων που αναφέρθηκαν παραπάνω. Τέλος, ακόμη και αν ένας μάνατζερ αμοιβαίου κεφαλαίου είναι ικανός να εκτιμήσει σωστά το ότι η αγορά κινείται προς μία συγκεκριμένη κατεύθυνση, το κόστος αλλαγής το βήτα του κεφαλαίου μπορεί να μην είναι αποδεκτό με δεδομένη την αναμενόμενη αξία της απόδοσης από την αναπροσαρμογή του βήτα του χαρτοφυλακίου.

Το μοντέλο που χρησιμοποιήθηκε σε αυτήν την εργασία μετρήθηκε επίσης με τη φόρμα πλεονάζουσας απόδοσης έτσι ώστε το μέτρο απόδοσης του Jensen να μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως μέτρο σύγκρισης για τις ανοδικές και καθοδικές αγορές. Τα αποτελέσματα δεν επισημαίνουν διαφορά στην απόδοση όταν η κατάσταση της αγοράς άλλαξε.

4.6.2 Συμπεράσματα μελετών

Οι Treynor και Mazuy (1966) είχαν δείξει ότι οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων δεν μειώνουν τον συντελεστή βήτα του αμοιβαίου κεφαλαίου κατά την διάρκεια καθοδικών αγορών, ούτε και τον αυξάνουν εν μέσω ανοδικών έτσι ώστε να κερδίσουν υψηλότερες αποδόσεις για τους μεριδιούχους. Οι Fabozzi και Francis (1979) χρησιμοποιώντας περισσότερο μεροληπτικές μεθόδους επιβεβαίωσαν το

συμπέρασμα πως οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων δεν μεταβάλουν το συντελεστή βήτα του αμοιβαίου έτσι ώστε να εκμεταλλευτούν τις εναλλαγές της αγοράς.

Σκοπός τους ήταν να εξετάσουν εάν τα βήτα διαφέρουν σε ανοδικές και καθοδικές αγορές. Εάν το βήτα όντως διαφέρει, τότε το εκτιμημένο βήτα της συνολικής περιόδου μπορεί να μας οδηγήσει σε διαφορετικά συμπεράσματα αναφορικά με τις ικανότητες του διαχειριστή σε διαφορετικές συνθήκες της αγοράς. Για παράδειγμα υποθέτουμε πως ο διαχειριστής σωστά μεταβάλλει το βήτα εν αναμονή μιας ανοδικής αγοράς. Τότε το βήτα για την ανοδική αγορά θα είναι μεγαλύτερο από το εκτιμημένο βήτα της συνολικής περιόδου που περιλαμβάνει και ανοδικές και καθοδικές αγορές. Εάν το βήτα της συνολικής περιόδου χρησιμοποιείται για να αξιολογήσει την επίδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου, μια καλή επίδοση να οφείλεται μόνο σε ικανότητα συγχρονισμού παρά σε ικανότητα επιλεκτικότητας ενώ παράλληλα ο επιπλέον κίνδυνος το οποίο ενδεχομένως ανέλαβε ο διαχειριστής δεν είναι εύκολο να διαπιστωθεί.

Στην μελέτη τους διαπίστωσαν ότι μόνο ένα αμοιβαίο κεφάλαιο εμφάνισε ένα σημαντικά διαφοροποιημένο βήτα, ενώ ούτε ένα δεν είχε σημαντικά διαφοροποιημένο άλφα. Είναι φανερό πως οι διαχειριστές δεν μετέβαλλαν το βήτα του αμοιβαίου κεφαλαίου όταν οι συνθήκες της αγοράς άλλαξαν από καθοδικές σε ανοδικές. Αυτό οφείλεται σε τρεις παράγοντες:

- ⊗ Ένας σημαντικός αριθμός μετοχών έχει τυχαίους συντελεστές βήτα.
- ⊗ Ο διαχειριστής δεν είναι ικανός να προβλέψει τις μελλοντικές αλλαγές της αγοράς.
- ⊗ Το κόστος αλλαγή του βήτα του αμοιβαίου μπορεί να είναι μεγαλύτερο του αναμενόμενου κέρδους.

ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΜΕ ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ FABOZZI-FRANCIS					
ΣΥΓΓΡΑΦΕΑΣ	ΤΙΤΛΟΣ-ΕΚΔΟΣΗ	ΣΚΟΠΟΣ	ΔΕΔΟΜΕΝΑ	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ
Fabozzi Frank G. and Jack C. Francis	"Mutual Fund Systematic Risk for Bull and Bear Market", Journal of Finance 34, p.p. 1243- 1250 (1979)	Να εξετάσουν εάν τα βήτα διαφέρουν σε ανοδικές και καθοδικές αγορές	85 Α/Κ από το 1965 έως το 1971	Υπόδειγμα Fabozzi- Francis	Οι διαχειριστές δεν μετέβαλλαν το βήτα του αμοιβαίου όταν οι συνθήκες της αγοράς άλλαξαν από καθοδικές σε ανοδικές

4.7 Έμπειρες μελέτες χρησιμοποιώντας δεσμευμένα υποδείγματα αξιολόγησης

4.7.1 Ferson E. Wayne and Schadt W. Rudi – “Measuring fund strategy and performance in changing economic conditions”

Οι Ferson E. Wayne and Schadt W. Rudi μελέτησαν τις μηνιαίες αποδόσεις για 67 αρχικά – τελικά αμοιβαία κεφάλαια από τον Ιανουάριο του 1968 μέχρι το Δεκέμβριο του 1990, ένα σύνολο 276 παρατηρήσεων. Όπως και στις προηγούμενες μελέτες που χρησιμοποίησαν μηνιαία δεδομένα, υποθέτουν ότι οι επενδυτές αξιολογούν τον κίνδυνο και την απόδοση, και ότι οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων προχωρούν στις ενέργειες συναλλαγής χρησιμοποιώντας έναν χρονικό ορίζοντα ενός μήνα. Οι αποδόσεις περιλαμβάνουν επανεπένδυση όλων των διανομών (π.χ. μερίσματα) και είναι καθαρές από έξοδα αλλά παραβλέπουν τα επενδυτικά έξοδα και τα έξοδα ρευστοποίησης επένδυσης. Για την περίοδο από το 1968 μέχρι το 1982 τα δεδομένα των κεφαλαίων είναι από τους Lehmann και Modest (1987). Οι αποδόσεις υπολογίζονται από τις προσφερόμενες τιμές στο τέλος του μήνα και τα μηνιαία μερίσματα που έχουν ληφθεί από τις Standard and Poor's *Over – The – Counter Daily Stock Price Records*. Οι εγγραφές των μερισμάτων διασταυρώθηκαν χρησιμοποιώντας τις Investment Companies Annual Compendium του Wiesenberger και την Annual Dividend Record (Lehmann και Modest). Για 67 από τα 130 κεφάλαια από τους Lehmann και Modest οι σειρές αποδόσεων θα μπορούσαν να ενημερωθούν μέσω του Δεκεμβρίου του 1990 χρησιμοποιώντας τις συνολικές αποδόσεις από την Morningstar, Inc. Αντιστοιχίσαμε τα κεφάλαια χρησιμοποιώντας εν μέρει συμπίπτοντα στατιστικά δεδομένα διαφορετικών χρονικών περιόδων.

Παλινδρομούν την έξτρα απόδοση του κάθε κεφαλαίου πάνω στην έξτρα απόδοση του παράγοντα - αγορά. Οι γωνιακοί συντελεστές και οι σταθερές είναι εκτιμήσεις των χωρίς όρους συντελεστών άλφα και βήτα. Επίσης, εκτελούν τις παλινδρομήσεις για ένα ισοσταθμισμένο χαρτοφυλάκιο των κεφαλαίων όσον αφορά την κάθε ξεχωριστή ομάδα κεφαλαίων. Επιπρόσθετες στήλες αναγράφουν

τις σταθερές α_p , τους συντελεστές, δ_{1p} , και τα R – τετράγωνα (R – squares) του μοντέλου παλινδρόμησης (4). Αυτά ονομάζονται ως το υπό όρους CAPM.

Η μελέτη δείχνει ότι τα βήτα αυξάνουν. Τα R – τετράγωνα έχουν ελαφρώς υψηλότερες τιμές στην περίπτωση του υπό όρους μοντέλου. Η απολύτως δεξιά στήλη παραθέτει τις περιορισμένες προς τα δεξιά τιμές πιθανοτήτων για το F – τεστ της οριακής επεξηγηματικής δύναμης των πληροφοριών σχετικά με την οικονομική κατάσταση στο CAPM. Οι επιπρόσθετες μεταβλητές είναι σημαντικές στα συμβατικά, τυπικά, επίπεδα για τα ισοσταθμισμένα χαρτοφυλάκια των ομάδων των κεφαλαίων, με εξαίρεση την ομάδα των κεφαλαίων εισοδήματος. Τα F – τεστ μπορούν να απορρίψουν την υπόθεση ότι οι επιπρόσθετες μεταβλητές δεν έχουν σημασία, στο επίπεδο του 5 τοις εκατό, για 50 από τα 67 μεμονωμένα κεφάλαια, και ο μέσος όρος των μεμονωμένων p - values (p – τιμών) είναι 0.06.

Η ετεροσκεδάση – συμβατή με τους ελέγχους του Wald παράγει παρόμοια αποτελέσματα: οι p – τιμές είναι κάτω από το 0.05 για 43 από τα 67 κεφάλαια. Επίσης υπολογίζουν την ετεροσκεδάση και την συσχέτιση – συμβατές με του ελέγχους του Wald, χρησιμοποιώντας τη μήτρα διακύμανσης των Newey – West με έναν MA(1) όρο, και τα αποτελέσματα είναι παρόμοια. Αυτό αποδεικνύει τις στατιστικά σημαντικές κινήσεις στα υπό όρους βήτα της αγοράς, που σχετίζονται με τις μεταβλητές των δημόσιων πληροφοριών.

Όλες οι ακραίες t- ratios (t – αναλογίες) είναι σημαντικές σύμφωνα με τους ελέγχους του Bonferroni, με εξαίρεση τις μικρότερες από αυτές στα CAPM μοντέλα, απορρίπτοντας την υπόθεση των μηδενικών άλφα. Εντούτοις, η πινακοποίηση δείχνει περισσότερες παρατηρήσεις στους περιορισμούς από αυτές που θα αναμένονταν, με δεδομένη μία t – distribution (t – κατανομή) (η οποία, με περισσότερους από 200 βαθμούς ελευθερίας, είναι κοντά σε μία κανονική κατανομή). Οι αριστεροί περιορισμοί είναι ευρύτεροι από τους δεξιούς σε όλα τα χωρίς όρους μοντέλα. Η κατανομή των t – ratios (t – αναλογιών) μεταβάλλεται προς τα δεξιά όταν οι πληροφορίες της επικρατούσας οικονομικής κατάστασης χρησιμοποιούνται στα μοντέλα (αναπαράγουμε αυτήν την ανάλυση, εξαιρώντας τις ειδικές ομάδες κεφαλαίων, και τα αποτελέσματα είναι παρόμοια).

Συνολικά, οι μετρήσεις του Jensen θα οδηγούσαν στο συμπέρασμα ότι τα κεφάλαια έχουν περισσότερα αρνητικά από ότι θετικά άλφα. Στο υπό όρους μοντέλο, περίπου τα 2/3 των εκτιμήσεων των σημείων των άλφα είναι αρνητικά, συμπεριλαμβανομένων όλων των αναπτυξιακών κεφαλαίων εκτός από τρία. Από τα 13 «σημαντικά» (η απόλυτη t – ratio (t – αναλογία) είναι μεγαλύτερη από 2.0.) άλφα, τα 8 είναι αρνητικά. (Οι t – statistics είναι συμβατές με ετεροσκεδάση. Τα αποτελέσματα είναι τα ίδια όταν προσαρμόζονται και για αυτοσυσχέτιση χρησιμοποιώντας την μήτρα διακύμανσης των Newey – West). Βασισμένη σε έναν απλό δυνωμικό έλεγχο, η t – statistic για την υπόθεση ότι 50 τοις εκατό των άλφα είναι θετικά, είναι -2.32 .

Προηγούμενες μελέτες που βρήκαν αρνητικά, χωρίς όρους άλφα τα ερμήνευσαν ως ενδεικτικά κακής απόδοσης. Εντούτοις, είναι δύσκολο να ξέρουν πού η κατανομή των άλφα θα έπρεπε να επικεντρωθεί με δεδομένη την υπόθεση της μη έξτρα απόδοσης. Για παράδειγμα, η παρουσία κοστών συναλλαγών, κάποια από τα οποία έχουν αφαιρεθεί από τις αποδόσεις των κεφαλαίων αλλά όχι από τις αποδόσεις του σημείου ελέγχου, συστήνει ότι θα έπρεπε τα άλφα να τοποθετηθούν στα αριστερά του 0. Η παρουσία των αυθαιρεσιών σχετικά με την επιβίωση, τη διατήρηση, από την άλλη πλευρά, μεταβάλλει την κατανομή των άλφα προς τα δεξιά.

Τα αρνητικά χωρίς όρους άλφα ίσως αντικατοπτρίζουν μία αυθαιρεσία που έχει προκληθεί από την παράλειψη δημόσιων πληροφοριών που σχετίζονται με τα βήτα των χαρτοφυλακίων, όπως προκύπτει από το υποθετικό μας παράδειγμα στην ενότητα 1 και τις αποδείξεις ότι οι προεπιλεγμένες μεταβλητές είναι σημαντικές. Τα υπό όρους άλφα είναι οι σταθερές της εξίσωση που χρησιμοποιούν. Περίπου οι μισές (34 από 67) αυτών των εκτιμήσεων είναι αρνητικές, και οι άλλες μισές είναι θετικές. Ο δυνωμικός έλεγχος δίνει μία t – statistic του -0.12 . Υπάρχουν 12 κεφάλαια των οποίων τα υπό όρους άλφα έχουν t – statistics μεγαλύτερες του όσον αφορά το απόλυτο μέγεθος. Εξ αυτών, ακριβώς οι μισές (6) είναι θετικές, και οι άλλες μισές (6) είναι αρνητικές. (Τα αποτελέσματα για αυτοσυσχέτιση – συμβατή με t – statistics είναι τα ίδια.)

Συμπερασματικά, μία απλή προσαρμογή στην κατάσταση των δημόσιων πληροφοριών έχει απομακρύνει το συμπέρασμα από την παραδοσιακή προσέγγιση ότι δηλαδή, τα άλφα των αμοιβαίων κεφαλαίων τείνουν να είναι αρνητικά.

Επαναλαμβάνουν την ανάλυσή μας σχετικά με τα άλφα, χρησιμοποιώντας το μοντέλο αποτίμησης των κεφαλαίων ενεργητικού τεσσάρων συντελεστών. Το τεσσάρων συντελεστών μοντέλο υποστηρίζεται από προηγούμενες αποδείξεις ότι ο δείκτης αξιολόγησης με βάση τη διαμορφωμένη πορεία της μετοχής δεν είναι ένα αποτελεσματικό χαρτοφυλάκιο. Ο Roll (1976) δείχνει ότι, με δεδομένο ένα αναποτελεσματικό σημείο ελέγχου, φαινομενικά μικρές διακυμάνσεις στο σημείο ελέγχου μπορούν να έχουν μία μεγάλη επίδραση στα α . Οι Grinblatt και Titman (1994) βρήκαν επίσης ότι οι μετρήσεις της χωρίς όρους, χωρίς συνθήκες, απόδοσης μπορούν να έχουν μεγάλο βαθμό ευαισθησίας απέναντι στην επιλογή του σημείου ελέγχου.

Προχωρώντας από ένα απλό CAPM στο τεσσάρων συντελεστών μοντέλο δεν αλλάζει το αποτέλεσμα ότι τα χωρίς όρους άλφα τείνουν να είναι αρνητικά πιο συχνά από ό,τι θα μπορούσε να αποδοθεί στην τύχη. Για παράδειγμα, από τις 67 εκτιμήσεις των χωρίς άλφα, οι 46 είναι αρνητικές. Η t - statistic για το άλφα ενός ισοσταθμισμένου χαρτοφυλακίου των κεφαλαίων είναι -1.71. Χρησιμοποιώντας το με όρους τεσσάρων συντελεστών μοντέλο, μόνο 38 από τις 67 εκτιμήσεις των σημείων του α_n , είναι αρνητικές, και η t - statistic για το άλφα ενός ισοσταθμισμένου χαρτοφυλακίου των κεφαλαίων είναι 0.14. Συνολικά, εισάγοντας τις πληροφορίες της επικρατούσας οικονομικής δείχνει να έχει μία μεγαλύτερη επίδραση στις μετρήσεις της απόδοσης από ότι έχει το να προχωρούμε από το ενός συντελεστή στο τεσσάρων συντελεστών μοντέλο.

4.7.2 Συμπεράσματα μελετών

Σε αντίθεση με τα παραδοσιακά υποδείγματα που χρησιμοποιούν μη δεσμευμένες αποδόσεις, οι Ferson και Schadt (1996) εισήγαγαν μεταβλητές πληροφόρησης με χρονική υστέρηση με σκοπό να μελετήσουν ενδεχόμενες συνέπειες στην

αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων. Οι βασικοί λόγοι για τους οποίους μια δεσμευμένη προσέγγιση θεωρείται προτιμότερη είναι: πρώτον, πολλά από τα προβλήματα των περισσότερων μέτρων αξιολόγησης προκύπτουν από την αδυναμία τους να ενσωματώσουν την δυναμική συμπεριφορά των αποδόσεων και δεύτερον είναι πιθανό η συναλλακτική συμπεριφορά και η στρατηγική των διαχειριστών να είναι περισσότερο περίπλοκη (δυναμικά) από την συμπεριφορά των μετοχών που αγοράζουν και πωλούν.

Οι αποδείξεις σχετικά με τα χωρίς όρους άλφα των διευθυνομένων χαρτοφυλακίων εξακολουθούν να προκαλούν διαφωνίες. Ο Jensen (1968) βρήκε ότι τα αμοιβαία κεφάλαια είχαν αρνητικά άλφα κατά μέσο όρο, προσαρμόζοντας για τα έξοδα. Ο Ippolito (1989) βρήκε θετικά άλφα σε ένα πιο πρόσφατο δείγμα. Ο Elton et. Al. (1992) υποστήριξε ότι τα θετικά άλφα στο δείγμα του Ippolito μπορεί να εξηγούνται από τις ιδιοκτησίες των κεφαλαίων όσον αφορά τις κατηγορίες των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού, ιδιοκτησίες που έχουν θετικά άλφα. Χρησιμοποιώντας ένα σημείο ελέγχου πολλαπλών παραγόντων, επιβεβαιώνονται τα αποτελέσματα του Jensen ότι τα χωρίς όρους άλφα των αμοιβαίων κεφαλαίων τείνουν να είναι αρνητικά.

ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΩΝΤΑΣ ΔΕΣΜΕΥΜΕΝΑ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ					
ΣΥΓΓΡΑΦΕΑΣ	ΤΙΤΛΟΣ-ΕΚΔΟΣΗ	ΣΚΟΠΟΣ	ΔΕΔΟΜΕΝΑ	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ
Ferson Wagne E. and Rudi W. Schudt	"Measuring Fund Strategy and Performance in changing Economic conditions", Journal of Finance 51, p.p. 425- 461 (1996)	Εισηγάγαν μεταβλητές πληροφόρησης με χρονική στέρηση για να μελετήσουν ενδεχόμενες συνέπειες στην αξιολόγηση των Α/Κ	67 Α/Κ απο 1968 έως 1990	Δεσμευμένα υποδείγματα αξιολόγησης	Κατέληξαν πως οι διαχειριστές μεταβάλουν την επικινδυνότητα του χαρτοφυλακίου τους ανάλογα με τις πληροφορίες που δέχονται

4.8 Εμπειρικές μελέτες σύμφωνα με το υπόδειγμα Treynor-Black

4.8.1 Hendricks Darryll, Patel Jayendu and Zeckhauser Richard – “Hot hand in mutual funds: Short-Run persistence of relative performance, 1974-1988”

Αξιολογούμε την απόδοση, κατά τη διάρκεια του 1975 – 88, εφαρμόσιμων στρατηγικών που αξιοποιούν κατάλληλα το φαινόμενο των «ζεστών χεριών» (hot hands), δηλαδή, των νέων εισροών στα κεφάλαια, του «ζεστού», «φρέσκου» χρήματος. Τα αποτελέσματα από τις προσομοιώσεις αυτών των στρατηγικών παρέχουν μία οικονομική εκτίμηση του ευρήματος της στατιστικής συνέχειας.

Για κάθε τρίμηνο στην περίοδο του δείγματός μας, κατανέμουμε το κατάλληλο δείγμα των κεφαλαίων σε 8 χαρτοφυλάκια που έχουν ταξινομηθεί με βάση την απόδοσή τους (περίπου 12 με 15 αμοιβαία κεφάλαια ανά χαρτοφυλάκιο). Το πρώτης τάξης χαρτοφυλάκιο αποτελείται από τα κεφάλαια με τη χειρότερη απόδοση στην πρόσφατη αξιολογική περίοδο, το δεύτερης τάξης χαρτοφυλάκιο αποτελείται από τα χαρτοφυλάκια με την επόμενη καλύτερη απόδοση, και κ.ο.κ. Χρησιμοποιούμε την καθαρή απόδοση σε μία περίοδο αξιολόγησης σχετικά με την κατάταξη των κεφαλαίων, αποφεύγοντας την πιθανή εκμετάλλευση των α – εκτιμήσεων της εξίσωσης (2) για λόγους απλότητας. Αναφερόμαστε στα χαρτοφυλάκια που έχουν δομηθεί όπως τα ταξινομημένα χαρτοφυλάκια.

Στην ορολογία των Treynor και Black (1972), ξεκινάμε με την αξιολόγηση των ενεργών χαρτοφυλακίων που έχουν ιεραρχηθεί, δίνοντας σημασία στα παθητικά σημεία ελέγχου. Λαμβάνουμε δύο κριτήρια αξιολόγησης και χαρτοφυλάκια διαφορετικών σημείων ελέγχου:

1. Η α του Jensen (πλεονάζουσα αναμενόμενη απόδοση υπεύθυνη για τα «έξτρα» των κινδύνων συνδιακύμανσης που έχουν μετρηθεί με τα σημεία ελέγχου). Υπολογίζουμε την ακόλουθη παλινδρόμηση με OLS:

$$r_{pt} = \alpha_p + \sum_{k=1}^K \beta_{kp} B_{kt} + \varepsilon_{it}$$

Εδώ το r_{pt} είναι η έξτρα απόδοση στο χαρτοφυλάκιο p στο τρίμηνο t , το p είναι είτε ένα «hot – hands» ταξινομημένο χαρτοφυλάκιο, ή ένα μηδενικής – επένδυσης – βέλτιστο – ελάχιστο – χειρίστο χαρτοφυλάκιο. Η μηδενικής

επένδυσης στρατηγική, η οποία χρησιμοποιείται εκτενώς στα χαρτοφυλάκια υψηλής απόδοσης, και περιορισμένα στα χαμηλής απόδοσης χαρτοφυλάκια, τα επονομαζόμενη ως «maximal» (μέγιστη – ελάχιστη), μετράει τα maximal (μέγιστα – ελάχιστα) κέρδη από την εκμετάλλευση της συνέχειας της απόδοσης. Η σταθερά από την παλινδρόμηση (4), a_p δίνει μία εκτίμηση της a του Jensen. Τα B_{kt} είναι οι έξτρα αποδόσεις στα χαρτοφυλάκια που έχουν οριστεί ως σημεία ελέγχου, και τα β_{kp} είναι οι αντιδράσεις (βήτα) των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου p στις αποδόσεις των σημείων ελέγχου. Γενικά $K = 1$, αλλά $K = 8$ για το σημείο ελέγχου πολλαπλών χαρτοφυλακίων, P8.

Αξιολογούμε την σημαντικότητα των εκτιμήσεων των a με μία ετεροσκεδαστική z – statistic ακολουθώντας τον White (1980). (Τα χαρτοφυλάκια που έχουν ιεραρχηθεί είναι ετεροσκεδαστικά επειδή τα κεφάλαια που συμπεριλαμβάνονται σε κάθε χαρτοφυλάκιο ποικίλουν τόσο στον αριθμό όσο και στην μοναδικότητα από τρίμηνο σε τρίμηνο. Πιο γενικά, Ο Breen et al. (1986) έχει δείξει την ανάγκη για ετεροσκεδαστικές διορθώσεις στις μελέτες αξιολόγησης απόδοσης, και σημειώστε ότι η διόρθωση του White αποδίδει καλώς.)

2. Η Spearman' s statistic (ένας μη παραμετρικός έλεγχος της προβλεψιμότητας των επιπέδων απόδοσης). Υπολογίζουμε την Spearman' s statistic χρησιμοποιώντας το άθροισμα της διαφοράς τετραγώνων για κάθε επίπεδο ιεραρχίας στο οποίο ανήκει το εκάστοτε κεφάλαιο από την τάξη στην οποία έχει καταταχθεί βάσει της a – απόδοσής του στην επόμενη περίοδο. Αν η στρατηγική «hot hands» μπορεί τέλεια να ταξινομήσει τα κεφάλαια ex ante στις κατατάξεις, η Spearman' s statistic θα είναι 0, αν δεν παρουσιάζει ex ante ικανότητα ταξινόμησης, η αναμενόμενη τιμή της Spearman' s statistic θα είναι 84 ($= (N^3 - N)/6$ για $N = 8$).

Λάβετε υπόψη τα χαρτοφυλάκια που έχουν ιεραρχηθεί με περιόδους αξιολόγησης που ποικίλουν από το ένα τρίμηνο μέχρι τα οκτώ τρίμηνα. (Για παράδειγμα, μία περίοδος αξιολόγησης τεσσάρων τριμήνων δείχνει ότι τα κεφάλαια έχουν τοποθετηθεί σε «hot hand» ιεραρχικά επίπεδα χαρτοφυλακίων βάσει των σχετικών τους αποδόσεων στα πιο πρόσφατα τέσσερα τρίμηνα). Αν η περίοδος

αξιολόγησης είναι πολύ σύντομη, αναμένουμε ότι ένδειξη ανώτερης απόδοσης, που οφείλεται στο ταλέντο, θα χαθεί εξαιτίας ευκαιριακών παραγόντων. Αν η περίοδος αξιολόγησης είναι πολύ μεγάλη, η επίδραση των «hot hands» θα εξασθενήσει.

Παραθέτονται οι συμπερασματικές στατιστικές, τις μετρήσεις του Sharpe, την α του Jensen, και την Spearman's statistic. Τα ακόλουθα γνωρίσματα είναι κοινά για κάθε μία από τις τέσσερις περιόδους αξιολόγησης:

1. Η μέση έξτρα απόδοση αυξάνεται μονοτονικά με τα ιεραρχικά επίπεδα. Ένα χαρτοφυλάκιο των κεφαλαίων με την καλύτερη (χειρότερη) απόδοση τα ηγείται καλύτερα (χειρότερα) στο επόμενο τρίμηνο σε σχέση με τη μέση απόδοση κεφαλαίου.
2. Η μέτρηση του Sharpe, η αναλογία της μέσης έξτρα απόδοσης ως προς τη σταθερή απόκλιση (συνολικός κίνδυνος), επίσης αυξάνεται μονοτονικά με τα ιεραρχικά επίπεδα.
3. Η α του Jensen αυξάνεται μονοτονικά με το ιεραρχικό επίπεδο, ανεξάρτητα από το σημείο ελέγχου που έχει ληφθεί υπόψη. Η σημαντική δυνατότητα κατάταξης με βάση την απόδοση της στρατηγικής των «hot hands» μπορεί να διαπιστωθεί καθαρά με την Spearman's statistic: είναι πάντα εξαιρετικά σημαντική (p – values, p – τιμές, κάτω από το 1%), άσχετα από το σημείο ελέγχου που λαμβάνεται υπόψη.
4. Οι εκτιμήσεις της α του Jensen είναι παρόμοιες με τα CRSP, EWMF, ή τα P8 σημεία ελέγχου: Οι α – εκτιμήσεις είναι θετικές για τις τάξεις των κεφαλαίων με την καλύτερη απόδοση και αρνητικές για τις τάξεις των κεφαλαίων με τη χειρότερη απόδοση.
5. Οι επιλογές των σημείων ελέγχου επηρεάζουν συστηματικά την αξιολόγηση των χαρτοφυλακίων των αμοιβαίων κεφαλαίων ως ακολούθως: (α) Τα βήτα είναι σχεδόν σε ενότητα με τα VWCRSP (ή EWMF). Στα αποτελέσματα που δεν έχουν αναφερθεί, οι εκτιμήσεις των βήτα των τάξεων χαρτοφυλακίων είναι σημαντικά χαμηλότερες (περίπου στο 30%) με το EWNYSSE απ' ό,τι με το CRSP. (β) Η α του

Jensen είναι χαμηλότερη περίπου 40 με 60 πόντους βάσης όταν το σημείο ελέγχου είναι το EWNYSSE παρά το VWCRSP (ή το EWMF ή το P8).

Κατά τη διάρκεια της περιόδου 1975 – 88, σημαντικά κέρδη ήταν διαθέσιμα από την επένδυση στα αμοιβαία κεφαλαία που ήταν αντίστοιχα των επίσημων νικητών της προηγούμενης χρονιάς. Συγκεκριμένα, τα χωρίς – επιβάρυνση – αναπτυξιακής προέλευσης αμοιβαία κεφάλαια που απέδωσαν καλά σε σχέση με την πορεία τους στην προηγούμενη χρονιά συνεχίζουν να τα πηγαίνουν εξίσου καλά και στο άμεσο διάστημα (ένα με οκτώ τρίμηνα). Μία στρατηγική επιλογής, κάθε τρίμηνο, των κεφαλαίων με την καλύτερη απόδοση βάσει των τελευταίων τεσσάρων τριμήνων (όπως είναι οι κορυφαίες τάξεις) μπορούν σημαντικά να επισκιάσουν το μέσο αμοιβαίο κεφάλαιο, παρά το ότι σε σύγκριση με μερικά σημεία ελέγχου, έχουν μόνο την οριακή τους απόδοση καλύτερη. Τα «icy hands», «κρύα χέρια», «κρύο, στάσιμο χρήμα, που δεν ανανεώνεται», που είναι το άλλο «κακό» μισό των «hot hands», εμφανίζονται επίσης στο δείγμα μας: κεφάλαια τα οποία αποδίδουν άσχημα στην τελευταία χρονιά συνεχίζουν να αποδίδουν άσχημα και στο άμεσο διάστημα. Συγκεκριμένα, είναι πιο πολύ χειρότερα από ότι τα «hot hands» είναι καλύτερα. Καθώς υπάρχει μικρή υποστήριξη για κεφάλαια που έχουν συνεχώς καλή απόδοση, εμείς αναγνωρίζουμε κάποια κεφάλαια που συνεχώς αποδίδουν άσχημα.

Το φαινόμενο των «hot hands» δεν παρουσιάζεται να καθοδηγείται από τις ήδη γνωστές ανωμαλίες, καθώς η ανώτερη, καλύτερη απόδοση μπορεί επίσης να επιτευχθεί και σε σχέση και με ένα σημείο ελέγχου οκτώ χαρτοφυλακίων που υπολογίζει τις επιδράσεις του μεγέθους της επωνυμίας, τις αναλογίες μερισμάτων, και την επιστροφή των κερδών. Το δείγμα μας δομήθηκε προσεκτικά έτσι ώστε να αποφύγουμε προβλήματα αυθαιρεσιών διατήρησης, επιβίωσης. Ως ένα πρακτικό ζήτημα, βρίσκουμε από την ανάλυση του υπό – δείγματος ότι κάθε τέτοια αυθαιρεσία παρουσιάζεται να είναι ασήμαντη για την μελέτη της συνέχειας στην απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων. Τα οφέλη από τις στρατηγικές «εισροής νέου χρήματος» («hot hands») επιβεβαιώνονται σε ένα ανεξάρτητο δείγμα, το οποίο έχει πρωτίτερα μελετηθεί στη βιβλιογραφία, και επίσης

εμφανίζεται στα 1980 – 90. Αυτό που προτείνουν στο τέλος είναι μελλοντική έρευνα που να εξηγήσει τις παραμέτρους που κρύβονται κάτω από τα ανακαλυφθέντα μοντέλα σχετικά με τη φθορά του χρόνου στην απόδοση των κεφαλαίων.

ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΩΝΤΑΣ ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ TREYNOR-BLACK					
ΣΥΓΓΡΑΦΕΑΣ	ΤΙΤΛΟΣ-ΕΚΔΟΣΗ	ΣΚΟΠΟΣ	ΔΕΔΟΜΕΝΑ	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ
Hendricks Darryll, Patel Jayendu and Zeckhauser Richard	"Hot Hands in Mutual Funds: Short-Run Persistence of Relative Performance, 1974- 1988" The Journal of Finance, Vol XLVIII, No 1, pp 93-129	Αξιολογηθεί η απόδοση, κατά τη διάρκεια του 1975 – 88, εφαρμόσιμων στρατηγικών που αξιοποιούν κατάλληλα το φαινόμενο (hot hands)	120 A/K από το 1974 έως το 1988	Υπόδειγμα Treynor- Black	Το φαινόμενο των «hot hands» δεν παρουσιάζεται να καθοδηγείται από τις ήδη γνωστές ανωμαλίες, καθώς η ανώτερη, καλύτερη απόδοση μπορεί επίσης να επιτευχθεί και σε σχέση και με ένα σημείο ελέγχου οκτώ χαρτοφυλακίων που υπολογίζει τις επιδράσεις του μεγέθους της επωνυμίας, τις αναλογίες μερισμάτων, και την επιστροφή των κερδών

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΚΑΙ ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΩΝ ΑΜΟΙΒΑΪΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ



5.1.1 Miranda Lam Detzler – “The performance of global bond mutual funds”

Στην μελέτη αυτή η ερευνήτρια (1999) μελετάει τα παγκόσμια αμοιβαία κεφάλαια από το 1988 έως το 1995. Η μελέτη έδειξε ότι η απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων ήταν αρνητικά συσχετισμένη με τα έξοδα τους. Οι αποδόσεις όλων των αμοιβαίων κεφαλαίων σε ομόλογα παρουσιάζουν ευαισθησία στις κινήσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας σε όλη την εξεταστέα περίοδο. Τα αμοιβαία κεφάλαια που παρουσιάζουν μεγάλη ευαισθησία στις αλλαγές της συναλλαγματικής ισοτιμίας της Ευρώπης, του Καναδά και των Ηνωμένων Πολιτειών, λιγότερη ευαισθησία παρουσιάζουν τα αμοιβαία κεφάλαια στις μεταβολές του δείκτη των ομολόγων στην Ιαπωνία και στις μεταβολές του ιαπωνικού νομίσματος.

Στην μελέτη αυτή περιλαμβάνεται ένα δείγμα από 19 αμοιβαία κεφάλαια από τον Ιανουάριο του 1988 έως τον Νοέμβριο του 1995. Για να υπολογιστούν οι αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων χρησιμοποίησε δυο μονο-παραγοντικούς δείκτες και τρεις πολύ-παραγοντικούς δείκτες. Δυο από πολύ-παραγοντικούς δείκτες έχουν μέσο όρο προσαρμοσμένο R^2 πάνω από 0,7 και τα αποτελέσματα είναι ίδια με αυτά που προκύπτουν όταν οι δείκτες αναφοράς είναι τα εγχώρια αμοιβαία κεφάλαια ομολόγων. Αυτό επίσης που προκύπτει από την μελέτη για τους διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων, είναι ότι θα έπρεπε να ακολουθήσουν συναλλαγματικές στρατηγικές με στάθμιση σύμφωνα την αγοραία αξία. Ο δείκτης αναφοράς πλήρους αντιστάθμισης είχε

χαμηλότερη δύναμη στις αποδόσεις των παγκοσμίων αμοιβαίων κεφαλαίων ομολόγων. Αυτό το αποτέλεσμα είναι ασυμβίβαστο με το γεγονός ότι οι διαχειριστές εγκαταλείπουν μια πλήρη νομισματική στρατηγική αντιστάθμισης. Κατά μέσο όρο, τα αμοιβαία κεφάλαια δεν εμφανίζουν υπερβάλλουσα απόδοση σε κανένα από τους πέντε δείκτες αναφοράς, δείχνοντας ότι οι στρατηγικές ενεργών χαρτοφυλακίων δεν δίνουν καλύτερα αποτελέσματα για το ίδιο χρονικό διάστημα. Η παλινδρομήσεις που έγιναν για την σχέση των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων με τα έξοδα, έδειξαν ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική σχέση. Τα ίδια αποτελέσματα βρέθηκαν και στις μελέτες για τα εγχώρια αμοιβαία κεφάλαια ομολόγων.

Η μέτρια αποτελεσματικότητα των ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων σε σχέση με τον δείκτη Broad δείχνει ότι ένα US επενδυτής έχοντας ένα χαρτοφυλάκιο εγχώριων ομολόγων δεν μπορεί να βελτιώσει τον δείκτη του Sharpe προσθέτοντας αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια. Αυτό σημαίνει ότι τα παγκόσμια αμοιβαία κεφάλαια ομολόγων δεν δίνουν πλεονεκτήματα διαφοροποίησης (χωρίς έξοδα) για όλη την εξεταστέα περίοδο.

Οι πολυπαραγοντικοί δείκτες αναφοράς δείχνουν ότι τα παγκόσμια αμοιβαία κεφάλαια ομολόγων είναι πιο «ευαίσθητα» στις μεταβολές των ευρωπαϊκών, канаδέζικων και αμερικάνικων αγορών ομολόγων και λιγότερα «ευαίσθητα» στις μεταβολές του ιαπωνικού δείκτη ομολόγων και των κινήσεων του ιαπωνικού γεν. Οι κινήσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας αποτελούν σημαντικό παράγοντα στις αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων. Επίσης οι κινήσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας συμβάλουν κατά ένα μεγάλο μέρος στην αστάθεια των παθητικών δεικτών κυβερνητικών ομολόγων. Αυτά τα αποτελέσματα παρουσιάζουν την σημαντικότητα των κινήσεων της συναλλαγματικής ισοτιμίας στα παγκόσμια χαρτοφυλάκια, ιδιαίτερα για τα ομόλογα εκτός της Αμερικής.

5.1.2 Stefan Engstrom – “Costly information, diversification and international mutual fund performance”

Ο Stefan Engstrom με την μελέτη αυτή προσπάθησε να βρει πως τα έξοδα επηρεάζουν την επίδοση των ευρωπαϊκών αμοιβαίων κεφαλαίων τα οποία

διαχειρίζονται και επενδύονται σε Ασία και Ευρώπη. Επίσης εξετάζει την απόδοση και την επίδραση που έχει η γεωγραφική απόσταση ανάμεσα στα αμοιβαία κεφάλαια και στην αγορά που εξετάζουμε.

Σε έρευνα του Ippolito (1989) για το κόστος της πληροφόρησης σε σχέση με το κόστος των αμοιβαίων κεφαλαίων και της αποτελεσματικότητας κατάληξε ότι τα κέρδη των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι αρκετά μεγάλα για να καλύψουν τα έξοδα της πληροφόρησης. Ο Elton (1993) έδειξε ότι τα αποτελέσματα αυτά προκύπτουν από ένα μη διορθωμένο μοντέλο και ότι αυτό αντιστρέφεται όταν χρησιμοποιείται ένα επιπλέον δείκτη αναφοράς. Οι Shukla και van Inwegen (1995) έδειξαν ότι οι βρετανοί διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσιάζουν χειρότερες αποδόσεις από του αμερικάνους διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων όταν οι πρώτοι επενδύουν σε αμερικάνικες μετοχές. Επιπλέον, οι Coval και Moskowitz (2001) έδειξαν ότι οι τοπικοί διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων έχουν καλύτερη ικανότητα επιλογής μετοχών ανάμεσα στις τοπικές μετοχές στις ΗΠΑ. Αυτό δείχνει ότι τα κόστη είναι πιο μεγάλα όταν απομακρύνονται οι επενδυτές από την πηγή των πληροφοριών.

Στην μελέτη αυτή χρησιμοποιούνται 299 ευρωπαϊκά αμοιβαία κεφάλαια τα οποία επενδύονται στην Ασία και στην Ευρώπη από το 1993 έως το 1998. Συγκεκριμένα από τα 299 αμοιβαία κεφάλαια, τα 147 επικεντρώνονται στις αγορές της Ασίας και τα 152 της Ευρώπης. Όλα τα κεφάλαια βασίζονται στην Ευρώπη κι μόνο 65 αμοιβαία κεφάλαια βασίζονται στην Σουηδία. Τα μέτρα που χρησιμοποίησαν για να μετρήσουν την αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι ποικίλα. Ξεκίνησαν με το παραδοσιακό μοντέλο του Jensen και συνέχισαν με των Ferson και Schadt. Εφάρμοσαν μονοπαραγοντικό υπόδειγμα αλλά και πολυπαραγοντικό.

Στην μελέτη αυτή έγινε μια προσπάθεια να εκτιμηθεί πως οι διαχειριστές αποδίδουν στην τοπική (ευρωπαϊκή) αγορά και να συγκριθούν οι διαχειριστές αυτοί με τους διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων που επενδύουν σε άλλες αγορές, όπως της Ασίας. Τα αποτελέσματα που προέκυψαν είναι παρόμοια με αυτά των Cumby και Glen (1990). Η διαφορά που προέκυψε ήταν ανάμεσα στην Ασία και στην Ευρώπη. Τα αμοιβαία κεφάλαια στην Ασία, όπως τα ιαπωνικά αμοιβαία κεφάλαια που μελετήθηκαν από τον Cai (1997) δείχνει

αρνητική αποτελεσματικότητα, η οποία δεν μπορεί να εξηγηθεί από τις αμοιβές. Σε αντίθεση με τα ευρωπαϊκά αμοιβαία κεφάλαια στα οποία η αρνητική αποτελεσματικότητα εξηγείται από τις αμοιβές. Τα αποτελέσματα αυτά τονίζουν την σημαντικότητα της απόστασης που βρέθηκε από τους Shukla και van Inwegen (1995) και Coval και Markowitz (2001).

Σχετικά με τα πλεονεκτήματα της διαφοροποίησης, επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια στην Ασία εμφανίζουν αποτελεσματικότητα περιορισμένη. Σε αντίθεση, τα ευρωπαϊκά αμοιβαία κεφάλαια παρουσιάζουν τα πλεονεκτήματα της διαφοροποίησης στις αποδόσεις τους, όπως διαπιστώθηκε από τους Cumby και Glen (1990). Επιπλέον βρέθηκε σοβαρή μειωμένη απόδοση στα αμοιβαία κεφάλαια που δεν επιβίωσαν στην Ασία. Ο Stefan Engstrom παρατήρησε επίσης ότι οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων στη Ασία με περιορισμένες επενδύσεις παρουσιάζουν καλύτερη απόδοση από ευρύ φάσμα επενδύσεων. Ωστόσο η αποδοτικότητα των ευρωπαϊκών αμοιβαίων κεφαλαίων δεν φαίνεται να επηρεάζεται από το μέγεθος των επενδύσεων παγκοσμίως. Τα αποτελέσματα αυτά βρίσκονται σε συσχέτιση με τα αποτελέσματα των Blake και Morey (2000) και στις εκτιμήσεις τους με την μέθοδο Morningstar στα εγχώρια αμερικάνικα αμοιβαία κεφάλαια.

5.1.3 Riccardo Cesari & Fabio Panetta – “The performance of Italian equity funds”

Η μελέτη των Riccardo Cesari & Fabio Panetta αναφέρεται στη απόδοση των ιταλικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Χρησιμοποίησαν αμοιβαία κεφάλαια της Ιταλίας από το 1985 έως το 1994. Ο υπολογισμός της απόδοσης έγινε με δυο μέτρα: του Jensen και των Grinblatt και Titman. Η ανάλυση της αποδοτικότητας προσαρμοσμένης στον κίνδυνο έγινε χρησιμοποιώντας και καθαρές αποδόσεις (αποδόσεις μετά από την διαχειριστική αμοιβή και πριν τα έξοδα δανείου) και ακαθάριστες αποδόσεις (αποδόσεις στις οποίες συμπεριλαμβάνονται οι διαχειριστικές αμοιβές). Τα αποτελέσματα που προέκυψαν είναι τα εξής:

- ☞ Χρησιμοποιώντας καθαρές αποδόσεις στο μέτρο του Jensen, το α είναι σχεδόν ίσο με το μηδέν και δεν είναι στατιστικά σημαντικό. Ωστόσο

όταν υπολογίζονται με τις ακαθάριστες αποδόσεις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο παρουσιάζουν α θετικό και στατιστικά σημαντικό. Το μέτρο των Grinblatt και Titman επιβεβαιώνει τα αποτελέσματα αυτά.

- ↳ Ο συγχρονισμός της αγοράς είναι σπάνια θετικός και σημαντικός. Αυτό δείχνει ότι οι διαχειριστές δεν επιτυγχάνουν τον συγχρονισμό στις κινήσεις της ομολογιακής και μετοχικής αγοράς.
- ↳ Χρησιμοποιώντας το ίδιο δείκτη αναφοράς, η συσχέτιση ανάμεσα στο α και PPW είναι κοντά στο 90%. Χρησιμοποιώντας το ίδιο μέτρο αποδοτικότητας αλλά διαφορετικό δείκτη αναφοράς, η συσχέτιση είναι ακόμα υψηλή (ανάμεσα στο 85% κι 94%) επιβεβαιώνοντας έτσι μέρος των αποτελεσμάτων των Grinblatt και Titman (1994) για τα αμερικάνικα αμοιβαία κεφάλαια.

Τα αποτελέσματα υποστηρίζουν την έννοια της αποτελεσματικότητας της αγοράς των Grossman και Stiglitz (1980) και αναφέρουν ότι οι πληροφορημένοι επενδυτές αποζημιώνονται από την συλλογή πληροφοριών. Η έλλειψη μεροληψίας είναι πολύ ενδιαφέρον στοιχείο στα δεδομένα της μελέτης.

5.1.4 Ravi K. Shukla & Gregory B. van Inwegen – “Do Locals perform better than Foreigners: An analysis of UK and US mutual fund managers”

Οι ερευνητές Ravi K. Shukla & Gregory B. van Inwegen υπόθεσαν ότι οι τοπικές πληροφορίες και επαφές οδηγούν τους τοπικούς διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων σε υψηλότερες αποδόσεις από τους ξένους. Για να διαπιστώσουν αν αυτή η υπόθεση ήταν σωστή εξέτασαν την απόδοση αμοιβαίων κεφαλαίων σε δυο χώρες: στην Αμερική και στη Βρετανία. Ελέγχοντας την διαφορετική φορολογική αντιμετώπιση, τα έξοδα, τον συναλλαγματικό κίνδυνο ανακάλυψαν ότι τα βρετανικά αμοιβαία κεφάλαια που επενδύονται στην Αμερική παρουσιάζουν χειρότερη απόδοση από τα αμερικάνικα εγχώρια αμοιβαία κεφάλαια. Αυτό είναι αποτέλεσμα της πληροφόρησης και του μεγέθους των αμοιβαίων κεφαλαίων. Η έλλειψη πληροφοριών εμφανίζεται να αποτελεί λιγότερο εμπόδιο στα τέλη του 1980

και στις αρχές του 1990, την περίοδο αυτή οι διαφοροποιήσεις στις αποδόσεις προέρχονται περισσότερο από το μέγεθος των αμοιβαίων κεφαλαίων. Το φαινόμενο αυτό βέβαια μπορεί να οφείλεται στην αυξημένη εμπειρία των βρετανικών διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων στις αγορές της Αμερικής. Για την μελέτη τους χρησιμοποίησαν 108 αμερικάνικα αμοιβαία κεφάλαια και 19 βρετανικά. Οι αποδόσεις ήταν σε μηνιαία βάση από τον Ιούνιο του 1981 έως τον Μάιο του 1993. Τα μέτρα που χρησιμοποίησαν είναι του Sharpe, Treynor και Jensen.

Στην ερώτηση «αν τα τοπικά αμοιβαία κεφάλαια έχουν καλύτερες αποδόσεις από τα ξένα» η απάντηση είναι να με δεδομένες τις δυο χώρες για την ίδια περίοδο. Τα αμοιβαία κεφάλαια στην Αμερική έχουν σημαντικά υψηλότερους δείκτες Sharpe, Treynor και Jensen. Επιπλέον οι Βρετανοί διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσιάζουν χαμηλή πρόβλεψη των αποδόσεων της αγοράς. Όπως επίσης έχουν χειρότερη ικανότητα συγχρονισμού σε αμερικάνικα αξιόγραφα από ότι οι Αμερικάνοι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων. Το μέγεθος των αμοιβαίων κεφαλαίων αποτελεί σημαντικό παράγοντα στις διαφοροποιήσεις των αποδόσεων αν και δεν δίνει όλες τις απαντήσεις.

Έχοντας όλα τα αποτελέσματα της μελέτης οι Βρετανοί διαχειριστές παρουσιάζονται πιο λογικοί συστηματικά για τα αμερικάνικα αξιόγραφα στα επενδυτικά χαρτοφυλάκια τους, εξαιτίας των πιθανόν πλεονεκτημάτων της παγκόσμιας διαφοροποίησης.

5.1.5 Pei-Gi Shu, Yin-Hua Yeh & Takeshi Yamada – “The behavior of Taiwan mutual fund investors – performance and fund flows”

Με την μελέτη αυτή, οι ερευνητές εξέτασαν τις επενδυτικές ροές των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ταϊβάν. Για την μελέτη συλλεκτικάν δεδομένα αμοιβαία μετοχικά κεφάλαια ανοικτής λήξης από τον Νοέμβριο του 1996 έως τον Οκτώβριο του 1999. Κατασκευάστηκαν δυο δείγματα. Το πρώτο αποτελείται από 37 μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια από τον Νοέμβριο του 1995 έως τον Οκτώβριο του 1999, το οποίο θεωρείται σταθερό δείγμα. Το δεύτερο δείγμα αποτελείται από 90 αμοιβαία τα οποία υπάρχουν για λιγότερο

από ένα χρόνο στην διάρκεια που εξετάζουμε, το οποίο θεωρείται το μεταβλητό δείγμα.

Παρατήρησαν λοιπόν μια μεγάλη διαφορά στην συμπεριφορά των επενδυτών που επενδύουν μικρό ποσό χρημάτων στα αμοιβαία κεφάλαια της Ταιβάν και εκείνων επενδύουν μεγάλα ποσά. Όπως και οι Sirri και Tufano (1998) έτσι και οι Pei-Gi Shu, Yin-Hua Yeh & Takeshi Yamada κατέληξαν ότι το κόστος αποτελεί σημαντικό παράγοντα στις αποφάσεις των επενδυτών. Μικρός αριθμός επενδυτών αποφασίζουν να αγοράσουν μεγάλα αμοιβαία κεφάλαια ενώ μεγάλος αριθμός επενδυτών έχουν την τάση να αγοράζουν μικρά αμοιβαία κεφάλαια τα οποία απαιτούν κόστος έρευνας. Με λίγα λόγια το κόστος έρευνας είναι πολύ σημαντικός παράγοντας καθορισμού της πελατείας των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Η διαφορά στην αποδοτικότητα φαίνεται να αντανakλάται στις διαφορές των χαρακτηριστικών των επενδυτών. Επενδυτές με μικρά ποσά έχουν την τάση να αγοράζουν μεγάλα αμοιβαία κεφάλαια που βασίζονται στην βραχυχρόνια απόδοση και πουλάνε για το βραχυχρόνιο κέρδος. Από την άλλη πλευρά επενδυτές με μεγάλα ποσά δεν έχουν τόσο ευαισθησία στην βραχυπρόθεσμη απόδοση όταν αγοράζουν αμοιβαία κεφάλαια. Ωστόσο όταν είναι να πουλήσουν έχουν την φιλοσοφία να κρατούν τις μετοχές που κερδίζουν και να εξαγοράζουν τις μετοχές που χάνουν. Επιπλέον οι επενδυτές μεγάλων ποσών είναι πιο επιεικής στις υψηλές διαχειριστικές αμοιβές.

Οι Chevalier και Ellison (1997) διαπίστωσαν συμμετρική σχέση απόδοσης – ροής, η οποία δίνει κίνητρα στις εταιρίες διαχείρισης κεφαλαίων να αυξήσουν την επικινδυνότητα των δεδομένων χαρτοφυλακίων όταν οι διαχειριστικές αμοιβές είναι αναλογικές με το μέγεθος του αμοιβαίου. Εάν η απόδοση των αμοιβαίων είναι υψηλή, η συνολική αμοιβή αυξάνεται καθώς το αμοιβαίο κεφάλαιο μεγαλώνει, ενώ εάν η απόδοση είναι χαμηλή, το κεφάλαιο δεν χάνει τις αμοιβές του. Οι εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων έχουν το κίνητρο να αυξήσουν την επικινδυνότητα του χαρτοφυλακίου καθώς κάθε αύξηση στις αποδόσεις θα επιφέρει μεγαλύτερες ροές και έσοδα στις εταιρίες αυτές. Τα αποτελέσματα των διαφορών στην σχέση απόδοσης-ροής μεταξύ

μεγάλων και μικρών αμοιβαίων κεφαλαίων δείχνουν ότι πουλώντας μεγάλα και μικρά κεφάλαια προκαλούνται διαφοροποιήσεις στις ροές των κεφαλαίων.

5.1.6 Shukla Ravi & Singh Sandeep – “A performance evaluation of Global equity mutual funds: Evidence from 1988-1995

Τα πλεονεκτήματα από την παγκόσμια διαφοροποίηση είναι πολλά. Προηγούμενες μελέτες που σχετίζονται με την επίδοση των διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων (Cumby & Glen 1990) έδειξαν ότι υπάρχει υψηλή απόδοση προσαρμοσμένη στο κίνδυνο των αμοιβαίων κεφαλαίων. Χρησιμοποιώντας 15 αμοιβαία κεφάλαια από το 1982 έως το 1988, οι Cumby & Glen δεν βρήκε ένδειξη ανώτερης επίδοσης προσαρμοσμένη στον κίνδυνο. Από την άλλη πλευρά οι Eun, Kolondy και Resnick χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 15 αμοιβαίων κεφαλαίων για την περίοδο 1977 έως 1987 βρήκαν ότι τα περισσότερα αμοιβαία κεφάλαια ξεπερνούν σε απόδοση ένα εγχώριο δείκτη αναφοράς, ενώ αποτύγχαναν με τον παγκόσμιο δείκτη αναφοράς. Επίσης επιβεβαίωσαν προηγούμενα αποτελέσματα τα οποία έδειχναν τις πτωχές εναλλακτικές της παγκόσμιας διαφοροποίησης. Οι Droms και Walker (1994) βρήκαν ότι τα άλφα των διεθνών μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων δεν είναι σημαντικά διαφορετικά από το μηδέν.

Τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται είναι από ένα δείγμα 28 παγκόσμιων κεφαλαίων και 76 εγχώριων αμοιβαίων κεφαλαίων για την περίοδο 1988 έως 1995. Τρία μέτρα αξιολόγησης των αμοιβαίων κεφαλαίων χρησιμοποιήθηκαν στην μελέτη αυτή. Του Sharpe, Treynor και Jensen. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι τα παγκόσμια αμοιβαία κεφάλαια υπερβαίνουν σε απόδοση το δείκτη αναφοράς MSCI σε όρους συνολικών και προσαρμοσμένων στο κίνδυνο αποδόσεων. Όσο αφορά την σύγκριση των αμερικάνικων αμοιβαίων κεφαλαίων και των παγκόσμιων η μελέτη έδειξε ότι τα πρώτα υπερβαίνουν σε απόδοση των δείκτη αναφοράς S&P 500 σύμφωνα με τα κριτήρια Sharpe, Treynor και Jensen σε σχέση με τα παγκόσμια.

Τελικά η μελέτη αυτή προσπαθεί να εκτιμήσει την επίδοση που έχει μια επένδυση στην Αμερική η οποία βασίζεται σε παγκόσμια μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια. Βρέθηκε λοιπόν ότι τα παγκόσμια μετοχικά κεφάλαια παρουσιάζουν

μεγαλύτερη επίδοση όταν συγκρίνονται με τον παγκόσμια δείκτη αναφοράς (MSCI). Ωστόσο ο αμερικάνος επενδυτής θα ήταν καλύτερο να επενδύσει σε εγχώρια μετοχικά κεφάλαια, καθώς υπερβαίνει σε επίδοση τα παγκόσμια αμοιβαία κεφάλαια σε όρους συνολικής απόδοσης προσαρμοσμένης στον κίνδυνο. Το χαρακτηριστικό που κάνει τα παγκόσμια κεφάλαια ελκυστικά είναι ότι παρουσιάζουν υψηλές αποδόσεις κατά την διάρκεια των μηνών που η εγχώρια αγορά στην Αμερική ακολουθεί καθοδική πορεία. Έτσι λοιπόν ένα ένας επενδυτής έχει προβλεπτική ικανότητα, θα πρέπει να στρέφεται στα παγκόσμια κεφάλαια κατά την διάρκεια των μηνών που αναμένουν ότι η εγχώρια αγορά ακολουθεί καθοδική πορεία.

5.1.7 William G. Droms & David A. Walker – “Performance persistence of international mutual funds”

Στην μελέτη αυτή εξετάζεται η επίδοση των διεθνών μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων για την περίοδο 1977-1997. 529 αμοιβαία κεφάλαια εξετάστηκαν, από αυτά μόνο 28 λειτουργούσαν κανονικά σε όλη την χρονική περίοδο και 490 νέα κεφάλαια μπήκαν στην αγορά. Η μεθοδολογία που εμφανίζεται στην μελέτη αυτή είναι των Brown Goetzmann, Goetzmann και Ibbotson και Malkiel, η οποία είναι γνωστή ως «νικητής- νικητής, νικητής-χαμένος». Η μεθοδολογία αυτή χρησιμοποιήθηκε για να εξετάσει την βραχυχρόνια σταθερότητα της επίδοσης των διεθνών μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων για μια εικοσαετία (1977-1996).

Όταν νέα κεφάλαια ξεκινούν την λειτουργία, περιλαμβάνονται στην ανάλυση έτσι ώστε η σταθερότητα ενός αμοιβαίου κεφαλαίου να ποικίλει σε σχέση με όλα τα άλλα κεφάλαια – νέα και αυτά που συνεχίζουν την λειτουργία τους. Αυτό φαίνεται να κάνει πιο δύσκολο το γεγονός να βρεθεί στατική σημαντικότητα της σταθερότητας. Η αμεροληψία είναι ελάχιστη στην μελέτη αυτή γιατί κάθε νέο κεφάλαιο που προστίθεται στα δεδομένα και κεφάλαια που παύουν να υπάρχουν αποκλείονται από την ανάλυση. Η μόνη μεροληψία είναι ότι ένα κεφάλαιο που παύει να υπάρχει και δεν συγχωνεύεται με ένα κεφάλαιο που υπάρχει τότε το κεφάλαιο δεν έχει αποδόσεις για να συμπεριληφθούν στην ανάλυση.

Στην μελέτη υπάρχουν δυο ειδών τεστ για να εξετάσουν την σημαντικότητα της σταθερότητας της απόδοσης. Αυτό που έδειξαν και τα δυο τεστ της βραχυχρόνιας επίδοσης είναι δυνατή σταθερότητα από την μέση επίδοση μιας περιόδου. Αυτό το αποτέλεσμα βρέθηκε και για την βραχυχρόνια σταθερότητα και των εγχώριων αμερικάνικων αμοιβαίων κεφαλαίων. Ανάλογα τεστ έδειξαν επιτυχημένη επίδοση και για 2,3 και 4 χρόνια. Κανένα από τα στατιστικά τεστ για τις περιόδους αυτές δεν είναι στατιστικά σημαντικά. Αυτά τα αποτελέσματα ενθαρρύνουν τα τεστ για τους «νικητές» έναντι των «χαμένων» για μια εικοσαετία. Αυτό οδήγησε στο συμπέρασμα ότι τα διεθνή μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια παρουσιάζουν δυνατή σταθερότητα στην επίδοση για βραχυχρόνια περίοδο (ένα χρόνο), ωστόσο η σταθερότητα γενικά μειώνεται μετά τον πρώτο χρόνο. Όμοια αποτελέσματα έχουν βρεθεί και από άλλους μελετητές που χρησιμοποίησαν την μεθοδολογία αυτή.

5.1.8 Gallo G. John, Lockwood J. Larry and Swanson E. Peggy – “The performance of international bond funds”

Αυτή η μελέτη ασχολείται με την επίδοση των διεθνών ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων στην Αμερική για την περίοδο του Νοεμβρίου 1988 έως τον Μάρτιο 1994. Τα κεφάλαια εκτιμούνται με μονο που παραγοντικούς δείκτες αναφοράς. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι τα κεφάλαια, γενικά, δεν μπορούσαν να υπερβούν σε επίδοση τον δείκτη αναφοράς σε όλη την διάρκεια που εξετάζεται. Οι διαχειριστές, ωστόσο, υπερβαίνουν τον παραγοντικό δείκτη για την υποπερίοδο 1988-1991. Αυτό που έδειξε η μελέτη είναι ότι το κατάλληλο μοντέλο για να αξιολογηθεί η επίδοση των διεθνών ομολογιακών κεφαλαίων.

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν είναι 65 μηνιαίες αποδόσεις από 22 διεθνή ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια. Τα μέτρα αξιολόγησης που χρησιμοποιήθηκαν είναι του Sharpe και Jensen. Η αξιολόγηση της επίδοσης πραγματοποιήθηκε με ένα και πολλούς δείκτες μοντέλα. Τα μοντέλα αυτά χρησιμοποιούνται για να παράγουν αποδόσεις αναφοράς για να συγκριθούν με την απόδοση του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου. Το μοντέλο με τον ένα δείκτη χρησιμοποιεί τον δείκτη Salomon Brothers World Government Bond. Σε αντίθεση με τον μοντέλο με τους πολλούς δείκτες χρησιμοποιεί τους τρεις

δείκτες: Salomon WGBI-10 Index, Lehman Government/Corporate Index και τον τρέχοντα δείκτη.

Σχετικά με τα διεθνή ομολογιακά κεφάλαια μικρή ερευνά έχει πραγματοποιηθεί λόγω της έλλειψης δεδομένων. Ωστόσο το ενδιαφέρον για τα διεθνή ομολογιακά κεφάλαια είναι μεγάλο. Ειδικότερα, οι αμερικάνικες επενδύσεις σε ξένα αξιόγραφα κατά την διάρκεια του 1980 αυξήθηκαν 32,8%. Το μεγαλύτερο μέρος του ποσοστού αυτού απευθυνόταν σε επενδύσεις σε διεθνή ομόλογα. Επιπλέον τα αμοιβαία κεφάλαια άρχισαν να αποκτούν μεγάλη σημασία για τους αμερικάνους επενδυτές. Για να κάνουν έξυπνες επιλογές για τον σχηματισμό χαρτοφυλακίων, οι επενδυτές αμοιβαίων κεφαλαίων θα πρέπει να μπορούν να αξιολογούν με ακρίβεια την επίδοση των διεθνών ομολογιακών κεφαλαίων.

Τα συμπεράσματα που προέκυψαν από την μελέτη είναι τα ακόλουθα:

- ❑ Οι διαχειριστές των ομολογιακών κεφαλαίων δεν μπορούσαν να κερδίσουν είτε το δείκτη με τους πολλούς παράγοντες ή εκείνο με τον ένα δείκτη για όλη την διάρκεια της εξεταστέας περιόδου. Οι διαχειριστές διεθνών ομολόγων ωστόσο μπόρεσαν, κατά μέσο όρο, να υπερβούν σε απόδοση το μοντέλο με τους πολλούς δείκτες αναφοράς για την υποπερίοδο 1988-1991.
- ❑ Οι ταξινομήσεις των κεφαλαίων για μοντέλα με ένα δείκτη και με πολλούς δεν ήταν ίδιες.
- ❑ Για ιστορικές αποδόσεις των διεθνών ομολογιακών κεφαλαίων είναι καλύτερα να ακολουθείται το μοντέλο με τους πολλούς δείκτες από αυτό με ένα.
- ❑ Οι εκτιμήσεις και ταξινομήσεις της επίδοσης δεν παρουσίασαν σταθερότητα.

Τα αποτελέσματα της μελέτης έχουν πολλές επιπτώσεις. Έδειξαν ότι η επιλογή μοντέλου για την αξιολόγηση των διεθνών ομολογιακών κεφαλαίων. Η επιλογή μοντέλου επηρεάζει όχι μόνο τα μέτρα της επίδοσης των κεφαλαίων αλλά και την ταξινόμηση τους. Το συμπέρασμα είναι ότι το μοντέλο με πολλούς δείκτες είναι πιο κατάλληλο για την αξιολόγηση των διεθνών ομολογιακών κεφαλαίων από το μοντέλο με τον ένα δείκτη.

Η μελέτη έδειξε επίσης ότι οι παρελθούσες αποδόσεις δεν μας δίνουν ενδείξεις για το πώς θα κινηθούν οι μελλοντικές. Οι μη φυσιολογικές αποδόσεις που είχε το δείγμα για την περίοδο που εξετάστηκε δεν παρουσιάστηκαν πιο πριν. Τα αποτελέσματα υπονοούν ότι οι διαχειριστές διεθνών ομολόγων έχουν προσδιορισμένες ανεπάρκειες. Τα αποτελέσματα μπορούν να δώσουν ένδειξη για τις δυσκολίες για την υψηλή επίδοση σε μια αυξανόμενη αποτελεσματική αγορά.

5.1.9 Gallo G. John and Swanson E. Peggy – “Comparative measures of performance for US – based international equity mutual funds”

Η μελέτη αυτή συγκρίνει το διεθνές δυο δεικτών μοντέλο με το Διεθνές Υπόδειγμα Εξισορρόπησης Αγοραπωλησίας (IAPT) δυο παραγόντων το οποίο αξιολογεί την επίδοση 37 αμερικάνικων διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων για την περίοδο 1985-1993. Και τα δυο μοντέλα χρησιμοποιούνται για να παράγουν αποδόσεις αναφοράς για να συγκριθούν με τις αποδόσεις των κεφαλαίων. Τα αποτελέσματα της μελέτης είναι τα παρακάτω:

- ❧ Η επίδοση των διεθνών μετοχικών αμοιβαίων ακολουθούν τον δείκτη αναφοράς σε όλη την εξεταστέα διάρκεια.
- ❧ Οι διαχειριστές διεθνών μετοχικών κεφαλαίων υπερβαίνουν τον δείκτη αναφοράς IAPT για την εξεταστέα περίοδο.
- ❧ Το πολυπαραγοντικό μοντέλο και το IAPT παράγει διαφορετικές κατατάξεις της επίδοσης.
- ❧ Το μοντέλο IAPT εξηγεί καλύτερα την διαδικασία παραγωγής αποδόσεων για τα διεθνή μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια για την εξεταστέα περίοδο.
- ❧ Η προβλεπτική δύναμη του μοντέλου IAPT με συνέπεια υπερβαίνει το μοντέλο του δείκτη για την περίοδο που εξετάζεται.
- ❧ Οι παράμετροι του μοντέλου IAPT παρέμειναν σταθεροί σε όλη την περίοδο.

Η επιλογή του μοντέλου αξιολόγησης είναι σημαντικός παράγοντας για την εκτίμηση της επίδοσης.

Στην μελέτη αυτή των διεθνών μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων, τα άλφα από το μοντέλο IAPT είναι πιο θετικά και στατιστικά σημαντική από τα μέτρα του Jensen από το μοντέλο του δείκτη. Επιπλέον οι παλινδρομήσεις του δείκτη MSCI των παραγόντων IAPT δίνει ένα σημαντικό άλφα της περιόδου.

Η μελέτη παρουσιάζει σημαντικές διαφορές στις επιδόσεις που είναι αποτέλεσμα της χρησιμοποίησης του μοντέλου του δείκτη και του APT για την εκτίμηση της επίδοσης των διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων.

5.1.10 Xinge Zhao – “Why are some mutual funds closed to new investors?”

Αυτή η μελέτη εξετάζει γιατί κάποια αμοιβαία κεφάλαια είναι κοντά στους νέους επενδυτές. Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν είναι από αμοιβαία κεφάλαια μετοχών και ομολόγων από το 1992 έως το 2001. Για να καθοριστεί το κλείσιμο των αμοιβαίων κεφαλαίων εκτιμήθηκε το παρακάτω μοντέλο:

$$\text{Pr ob}(y_{it} = 1) = \frac{\exp(\mathbf{b}'_j x_i)}{1 + \exp(\mathbf{b}'_j x_i)}$$

Για να μελετήσουν τις βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες επιδράσεις στην απόδοση και της ροής σε όλα τα επίπεδα, υπολόγισαν τριμηνιαίες και ετήσιες αξίες για τις μεταβλητές αυτές. Όπως οι Ivkonic και Nanda (2002) χρησιμοποίησαν οικογένειες αμοιβαίων κεφαλαίων με περισσότερα από ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, γιατί οι μεταβλητές μπορούν να υπολογιστούν για τα κεφάλαια αυτών των οικογενειών. Ανάμεσα στα 139 αμοιβαία κεφάλαια μόνο οκτώ είναι το μόνο κεφάλαιο των οικογενειών.

Η απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί να χειροτερεύσει όταν το αμοιβαίο κεφάλαιο υπερβαίνει το άριστο μέγεθος ή έχει πετύχει μεγάλη εισροή νέων κεφαλαίων. Ανακάλυψε ότι αμοιβαία κεφάλαια με καλύτερη απόδοση, μεγαλύτερο μέγεθος και υψηλότερες εισροές είναι πιο κοντά, ειδικά αμοιβαία κεφάλαια μικρών εταιριών, τα οποία είναι πιο ευαίσθητα στις δυσμενείς επιδράσεις των τιμών. Όλα αυτά τα συμπεράσματα είναι σύμφωνα με τις αξιώσεις των κεφαλαίων.

Ωστόσο δεν μπορεί να βρεθεί κάποια ένδειξη ότι αμοιβαίο κεφάλαιο με κλειστή θέση προστατεύει την καλή επίδοση. Πράγματι υπάρχει ένδειξη ότι είναι πιθανότερο να παρακινηθεί από την υπεραπόδοση της αγοράς. Πρόσφατες μελέτες έδειξαν ότι ένα αμοιβαίο κεφάλαιο με μεγάλη απόδοση μπορεί να προκαλέσει ροές όχι μόνο σε αυτό το αμοιβαίο κεφάλαιο αλλά και σε άλλα αμοιβαία κεφάλαια της ίδιας οικογένειας. Κλείνοντας ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, η οικογένεια αμοιβαίων κεφαλαίων δείχνει υψηλή απόδοση και συνεπώς προκαλούν το ενδιαφέρον των επενδυτών και σε άλλα αμοιβαία κεφάλαια. Η στρατηγική κλεισίματος προκαλεί υψηλότερες ροές σε αμοιβαία κεφάλαια της υπόλοιπης οικογένειας κεφαλαίων, τουλάχιστον σε βραχυχρόνια περίοδο. Οι οικογένειες μεγάλων αμοιβαίων κεφαλαίων ακολουθούν πιο εύκολα την διαδικασία κλεισίματος, καθώς η επίδραση είναι μεγάλη σε πολλά αμοιβαία κεφάλαια.

5.1.11 Wei Jiang – “A nonparametric test of market timing”

Η Wei Jiang έκαναν παραμετρικά τεστ για την ικανότητα συγχρονισμού της αγοράς και αναλύουν ένα δείγμα μεγάλου αριθμού αμοιβαίων κεφαλαίων που έχουν διαφορετικούς δείκτες αναφοράς. Τα στατιστικά τεστ σχηματίζονται για να υπολογίσουν τις πιθανότητες που ο διαχειριστής αναλαμβάνει κίνδυνο όταν η απόδοση της αγοράς είναι σχετικά υψηλή. Βασιζόμενοι στην θεωρία της αποτελεσματικότητας της αγοράς με κόστος πληροφόρησης, έχει υπάρξει άφθονη ερευνητική εργασία στον υπολογισμό των ικανοτήτων των διαχειριστών. Η έμφαση δίνεται σε δυο ικανότητες: της επιλεκτικότητας και του συγχρονισμού. Το μοντέλο που χρησιμοποιείται εξετάζει εάν χαρτοφυλάκιο του διαχειριστή ξεπερνάει σε απόδοση το χαρτοφυλάκιο αναφοράς σε όρους κινδύνου.

Το μεγαλύτερο μέρος της μελέτης αναφέρεται στην εκτίμηση της αποτελεσματικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων επεκτείνεται στο Υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιουχικών στοιχείων ή σε ανάλυση πολυπαραγοντικών μοντέλων. Η στατιστική ανάλυση $\alpha - \beta$ δεν λαμβάνει υπόψη την διαφοροποίηση και την δυναμική όψη των διαχειριζόμενων αμοιβαίων κεφαλαίων [Admati (1986), Ferson και Schadt (1996), Becher (1999), Ferson

και Khang (2001)]. Ένας διαχειριστής κεφαλαίων μπορεί να διαφοροποιήσει την έκθεση του χαρτοφυλακίου από τους διάφορους κινδύνους [Chevalier και Ellison (1997)]. Συνεπώς, το συστηματικό μέρος του κινδύνου του αμοιβαίου κεφαλαίου μπορεί να μην εκτιμηθεί σωστά όταν ο διαχειριστής προσπαθεί να συγχρονίσει την αγορά και υπάρχουν μέτρα που δεν μπορούν να υπολογίσουν σωστά την απόδοση των κεφαλαίων, ή αποτυγχάνουν οι πληροφορημένοι διαχειριστές να πετύχουν υψηλές αποδόσεις [Grinblatt και Titman (1989)].

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν στην μελέτη είναι από την Morningstar για την χρονική περίοδο 1980-1999 σε μηνιαία βάση. Wei Jiang ανέπτυξε ένα ανεξάρτητο τεστ για να μετρήσει την ικανότητα συγχρονισμού της αγοράς στα διαχειριζόμενα χαρτοφυλάκια χωρίς να λάβουν υπόψη τις εκτιμήσεις των α και β . Το τεστ βασίζεται στην απλή ιδέα ότι ένας επιτυχημένος ασυγχρόνιστης της αγοράς πετυχαίνει σημαντική αύξηση στην απόδοση του κεφαλαίου που διαχειρίζεται όταν η αγορά ανεβαίνει και μικρή μείωση της απόδοσης όταν η αγορά βρίσκεται σε καθοδική πορεία. Το μη παραμετρικό τεστ έχει τα ακόλουθα χαρακτηριστικά:

- (1) είναι εύκολο να εφαρμοστεί,
- (2) δεν επηρεάζεται από την αποστροφή του κινδύνου των διαχειριστών,
- (3) είναι πιο γερό στις διαφορετικές πληροφορίες
- (4) ισχύει εύκολα στην ανάλυση της δυνατότητας συγχρονισμού αγοράς

των οικονομικών συμβούλων ή των ενημερωτικών δελτίων ή της συμπεριφοράς συγχρονισμού των μεμονωμένων επενδυτών.

Η πρόταση της μελέτης είναι η χρησιμοποίηση ενός παραμετρικού τεστ για τον συγχρονισμό της αγοράς και η ανάλυση ενός μεγάλου δείγματος μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων με διαφορετικούς δείκτες αναφοράς. Γενικά δεν παρουσιάζονται υψηλές ικανότητες συγχρονισμού των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ο αριθμός των κεφαλαίων που παρουσιάζει κατάλληλη ικανότητα συγχρονισμού είναι μικρότερος από τον αριθμό των αμοιβαίων κεφαλαίων που έχουν κανονική κατανομή αποδόσεων.

Στην μελέτη αυτή βρέθηκε ότι η μέση απόδοση συγχρονισμού έχει θετική σχέση με την ηλικία του αμοιβαίου κεφαλαίου ή την διαχείριση (εμπειρία διαχειριστή) και τα έξοδα. Αρνητική σχέση υπάρχει με το μέγεθος του

αμοιβαίου κεφαλαίου. Όσο αναφορά την σχέση ανάμεσα στην ικανότητα συγχρονισμού της αγοράς και χαρακτηριστικών κεφαλαίων είναι πολύ ασθενής. Οι διαφορές των μέσων ικανοτήτων συγχρονισμού ανάμεσα στις διαφορετικές ομάδες αμοιβαίων κεφαλαίων είναι πολύ μικρές για να έχουν οικονομική σημασία. Αυτό δείχνει ότι είναι δύσκολο για τους επενδυτές να επιλέξουν συγχρονιστές από τα παγκόσμια αμοιβαία κεφάλαια βασιζόμενοι σε παρατηρούμενα χαρακτηριστικά.

5.1.12 Φίλιππας Νικόλαος & Νικολαΐδου Έλενα - «Αξιολόγηση της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων: Μια εμπειρική εφαρμογή της αξιολόγησης της επίδοσης των ελληνικών μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων σύμφωνα με την προσέγγιση της Morningstar»

Στην μελέτη αυτή ο Ν. Φίλιππας και Ε. Νικολαΐδου η αξιολόγησαν τα ελληνικά μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια χρησιμοποιώντας την μέθοδο της Morningstar. Επιπλέον τα αποτελέσματα αυτά τα συγκρίνανε με το κριτήριο του Jensen. Η συσχέτιση που βρέθηκε στα αμοιβαία κεφάλαια είναι στατιστικά σημαντική στα 0,42. Αυτό επίσης που εξέτασαν ήταν η ικανότητα των διαχειριστών διαμέσου του χρόνου. Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν ότι παρελθούσες διακυμάνσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να προβλέψει κανείς τις μελλοντικές διακυμάνσεις το οποίο έρχεται σε αντίθεση με την θεωρία της αποτελεσματικότητας της αγοράς.

Η μέθοδος Morningstar Rating πρέπει να θεωρηθεί απλά ως ένα βασικό σημείο εκκίνησης στην διαδικασία επιλογής αμοιβαίου κεφαλαίου και όχι ως μοναδικός παράγοντας για την αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων. Είναι εύλογο ότι όταν οι επενδυτές βρίσκονται μπροστά σε μια τεράστια προσφορά αμοιβαίων κεφαλαίων, η μέθοδος μπορεί να αποδειχθεί πολύ χρήσιμη στον περιορισμό αυτού του αριθμού σε έναν πιο μικρό αριθμό για τον επενδυτή που πρέπει να επιλέξει. Αξιοσημείωτο είναι ότι στις ΗΠΑ όπου οι δείκτες της Morningstar έχουν μεγάλη απήχηση, πάνω από το 90% των αμοιβαίων κεφαλαίων επενδύονται σε αμοιβαία κεφαλαίων που έχουν λάβει 5 ή 4 αστέρια. Αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια σίγουρα έχουν ισχυρό παρελθόν τροποποιημένων για τον κίνδυνο αποδόσεων, αλλά χρειάζεται επιπλέον θεώρηση στοιχείων όπως ποιος

διαχειρίζεται το αμοιβαίο κεφάλαιο, την δομή των εξόδων, την σύγκριση του με παρόμοιου τύπου αμοιβαία κεφάλαια. Ένα καλό χαρτοφυλάκιο αμοιβαίο κεφάλαιο πρέπει να αποτελείται από αμοιβαία κεφάλαια που παρέχουν καλή διαφοροποίηση και να ικανοποιούν τους επενδυτικούς στόχους, τον χρονικό ορίζοντα και την ανοχή στον κίνδυνο κάθε επενδυτή. Κάποια από αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια μπορεί να είναι 4 ή 5 αστεριών, αλλά αυτή η βαθμολόγηση δεν περιλαμβάνει αυτομάτως ένα αμοιβαίο κεφάλαιο στο επιθυμητό χαρτοφυλάκιο.

Οι περίοδοι εξέτασης και βαθμολόγησης της Morningstar είναι 3, 5 και 10 χρόνια. Στην εφαρμογή χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα δυο ετών για την περίοδο 2001-2002. Για τις παραπάνω περιόδους, ληφθήκαν για καθένα από τα 46 αμοιβαία κεφάλαια οι τιμές των καθαρών μεριδίων τους στο τέλος κάθε μήνα. Στις τιμές των μεριδίων λαμβάνονται υπόψη και οι προμήθειες αγοράς μεριδίων γενικά. Ωστόσο επειδή στην ελληνική αγορά δεν παρουσιάζονται σημαντικές αποκλίσεις σε προμήθειες και η διάκριση από πλευράς επιβάρυνσης δεν υφίσταται χρησιμοποιήθηκαν καθαρές τιμές μεριδίων.

Η κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων σύμφωνα με το κριτήριο του Jensen και την μέθοδο της Morningstar συμφωνεί σε πολλά σημεία. Σε μερικές όμως περιπτώσεις υπάρχουν σαφείς διαφοροποιήσεις στις τελικές κατατάξεις των αμοιβαίων κεφαλαίων. Υπολογίστηκε ο συντελεστής συσχέτισης του Spearman και βρέθηκε 0,42 και στατιστικά σημαντικός. Πάντως ανεξάρτητα από την απόλυτη συμφωνία ή όχι των δύο κριτηρίων, το γεγονός παραμένει ότι η απήχηση των δεικτών της Morningstar στους απλούς αλλά και θεσμικούς επενδυτές είναι μεγάλη. Αυτό οφείλεται κυρίως στην πρακτικότητα με την οποία ερμηνεύονται οι δείκτες της.

Η πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών διεθνώς (Malkiel (1995), Kahn – Rudd (1995), Cahart (1997)) αποκαλύπτει ότι υπάρχει ελάχιστη ή ανύπαρκτη επαναληπτικότητα στις αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων, γεγονός αναμενόμενο για τις αποτελεσματικές χρηματιστηριακές αγορές. Αυτό παρατηρήθηκε και στην μελέτη αυτή. Η ύπαρξη θετικής συσχέτισης των αποδόσεων της μιας περιόδου με την επόμενη επιβεβαιώθηκε και από την χρήση στατιστικών μεθόδων όπως της παλινδρόμησης.

5.1.13 Antonella Basso & Stefania Funari – “A data envelopment analysis approach to measure the mutual fund performance”

Σε αυτή την μελέτη παρουσιάζεται ένα μοντέλο που μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να υπολογιστεί η απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων. Αυτό το μοντέλο αναφέρεται σε μια λειτουργική μεθοδολογία η οποία ονομάζεται Ανάλυση ανάπτυξης δεδομένων (DEA) η οποία μας επιτρέπει να μετρήσουμε την συγκριτική αποτελεσματικότητα στις αποφάσεις των μονάδων. Αυτή η προσέγγιση επιτρέπει να οριστούν δείκτες απόδοσης αμοιβαίων κεφαλαίων και μπορεί να λαμβάνει υπόψη διάφορες μεταβλητές τα οποία θεωρούνται μέτρα του κινδύνου και πάνω από όλα λαμβάνουν υπόψη τα κόστη της επένδυσης. Επιπλέον η προσέγγιση της Ανάλυσης ανάπτυξης δεδομένων (DEA) μπορεί φυσικά να προβλέψει άλλους δείκτες παραγωγής εκτός από τον μέσο που αναφέρεται στους παραδοσιακούς δείκτες.

Μια γενικευμένη έκδοση της Ανάλυσης ανάπτυξης δεδομένων (DEA) στους δείκτες απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων ορίζεται επίσης στην μελέτη αυτή, η οποία περιλαμβάνει μεταξύ των αποτελεσμάτων ένας πιθανολογικός δείκτης κυριαρχίας που απεικονίζει και τις προτιμήσεις των επενδυτών και το χρόνο που επηρεάζει τις αποδόσεις. Η διαδικασία επιτρέπει να οριστεί, για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο, ένα συνθετικό χαρτοφυλάκιο το οποίο θεωρείται σαν ειδικό δείκτη αναφοράς. Οι δείκτες αποδόσεων χρησιμοποιούνται με εμπειρικά δεδομένα.

Είναι κοινή πρακτική να εκτιμηθεί η απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων με παρελθούσες αποδόσεις, ώστε και αν τίποτα δεν εξασφαλίζει ότι οι ίδιες αποδόσεις θα επαναληφθούν και στο μέλλον. Για να μετρηθεί η απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων έχουν χρησιμοποιηθεί πολλοί δείκτες όπως οι δείκτες του Sharpe (1966) και Treynor (1965). Λαμβάνοντας υπόψη τα αρχικά και τελικά κόστη της επένδυσης υπάρχουν μέτρα που υπολογίζουν την αποτελεσματικότητα των αποφάσεων για ένα πλήθος παραγόντων. Μια τεχνική με αυτά τα χαρακτηριστικά είναι και η Ανάλυση ανάπτυξης δεδομένων (DEA) που χρησιμοποιείται στην μελέτη αυτή.

Στην μελέτη αυτή χρησιμοποιούνται εβδομαδιαίες αποδόσεις 47 ιταλικών αμοιβαίων κεφαλαίων για την περίοδο 1/1/1997 έως 30/6/1999. Δυο ειδών

δεικτών DEA προτείνονται από τους Antonella Basso & Stefania Funari. Το πρώτο αναφέρεται στα παραδοσιακά μέτρα περιλαμβάνοντας της εκτίμηση του κινδύνου. Το δεύτερο αναφέρεται σε πολυπαραγοντικούς δείκτες. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η μεθοδολογία DEA για την εκτίμηση της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων δίνουν περισσότερες πληροφορίες από τα παραδοσιακά μέτρα.

5.1.14 Morey R. Matthew – Should you carry the load? A comprehensive analysis of load and no-load mutual fund out-of-sample performance

Για να επιλέξει αμοιβαία κεφάλαια για την μελέτη ο Morey χρησιμοποίησε την μέθοδο Morningstar. Αυτή δίνει δεδομένα για όλα τα αμοιβαία κεφάλαια που ήταν διαθέσιμα στους Αμερικάνους επενδυτές από τις 31 Δεκεμβρίου 1992. Τελικά επιλέχθηκαν αμοιβαία κεφάλαια ανοικτής λήξης με ιστορική απόδοση τουλάχιστον για τρία χρόνια. Δημιουργήθηκε λοιπόν ένα δείγμα από 635 αμοιβαία κεφάλαια για την περίοδο 1993-1997. Για να υπολογιστεί η απόδοση του δείγματος χρησιμοποιήθηκαν τέσσερα κριτήρια: η μέση μηνιαία επιπλέον απόδοση, ο δείκτης του Sharpe (1966), η τροποποιημένη εκδοχή του άλφα του Jensen (1968) και ένα άλφα τεσσάρων δεικτών.

Τα αποτελέσματα από την μελέτη αυτή είναι τα παρακάτω:

1. Πριν προσαρμοστούν τα δάνεια στις αποδόσεις, τα αμοιβαία κεφάλαια χωρίς έξοδα παρουσιάζουν αποδόσεις καλύτερες από τα αμοιβαία κεφάλαια με έξοδα. Ωστόσο, προσαρμόζοντας τα έξοδα στις αποδόσεις, αμοιβαία κεφάλαια χωρίς έξοδα παρουσιάζουν καλύτερες αποδόσεις από τα αμοιβαία κεφάλαια με έξοδα. Η διαφοροποίηση αυτή βρέθηκε και στα αμοιβαία κεφάλαια όταν διακρίνονται ανάλογα την ηλικία, το στυλ και με κάποιο τρόπο από το μέγεθος των εξόδων. Καθώς η μελέτη αυτή πρώτα ενσωμάτωσε τα έξοδα απευθείας στην απόδοση, παρουσιάζει ποσοτικά την προσδιορισμένη ένδειξη της διαφοροποίησης ανάμεσα στις αποδόσεις που αντιλαμβάνεται ο επενδυτής ανάμεσα τα αμοιβαία κεφάλαια με και χωρίς έξοδα. Τα αποτελέσματα παρουσιάζουν ότι οι επενδυτές θυσιάζουν ένα σημαντικό βαθμό απόδοσης για να κρατούν αμοιβαία κεφάλαια με έξοδα. Πράγματι, η προσαρμογή των

εξόδων που χρησιμοποιήθηκε στην μελέτη υπολογίστηκε για όλη την διάρκεια των χαμηλών επιτοκίων (1993). Αν τα επιτόκια είναι πιο υψηλά την περίοδο που ο επενδυτής αγοράσει ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, η απώλεια στην απόδοση, προσαρμόζοντας τα έξοδα, είναι πολύ σημαντική.

2. Αν και εμφανίστηκε ουσιαστική διαφορά στην αποδοτικότητα ανάμεσα στα αμοιβαία κεφάλαια με ή χωρίς έξοδα, επίσης βρέθηκε ότι ανάμεσα στα κεφάλαια με έξοδα υπάρχει μικρή σημαντική διαφορά για την απόδοση του δείγματος ανάμεσα στα κεφάλαια με υψηλά έξοδα και ανάμεσα σε κεφάλαια με χαμηλά έξοδα έστω και ύστερα από προσαρμογή των εξόδων. Πράγματι, υψηλά εξόδων κεφαλαία αποδίδουν καλύτερα από τα χαμηλά εξόδων κεφάλαια πριν ληφθούν υπόψη τα έξοδα και χειρότερα όταν ληφθούν υπόψη τα έξοδα. Επομένως, η μελέτη αυτή αναφέρει ότι για τον επενδυτή που προτιμάει τις υπηρεσίες που προκαλούνται από τα έξοδα κεφαλαίων, το μέγεθος των εξόδων έχει μικρή προβλεπτική ικανότητα για τον καθορισμό των μελλοντικών αποδόσεων των κεφαλαίων. Φυσικά, η μελέτη αυτή δείχνει ότι εάν η απόδοση είναι αυτό για το οποίο ενδιαφέρεται ο επενδυτής κυρίως ενδιαφέρεται, τότε δεν θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τα κεφάλαια με έξοδα.

5.1.15 Patro K. Dilip – “Measuring performance of international closed-end funds”

Η μελέτη αυτή δίνει μια εμπειρική ανάλυση της απόδοσης 45 διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων με περιορισμένη λήξη και συγκρίνει εναλλακτικά μέτρα της απόδοσης χρησιμοποιώντας ένα δείγμα κεφαλαίων και 35 εθνικούς δείκτες της αγοράς. Τα περισσότερα από τα διεθνή αμοιβαία κεφάλαια στις ΗΠΑ έχουν κλειστού τύπου χαρακτήρα και επενδύονται σε συγκεκριμένη χώρα ή περιοχή. Η εμπειρική μελέτη έδειξε ότι απόδοση προσαρμοσμένη στον κίνδυνο των μετοχών ή των καθαρών αξιών των περιουσιακών στοιχείων των κεφαλαίων ταιριάζει με την απόδοση των τοπικών δεικτών αγοράς, όπως επίσης και τον παγκόσμιο δείκτη και δεν παρουσιάζουν ανώτερη ικανότητα συγχρονισμού. Αυτά τα αποτελέσματα ενισχύονται από την συνεχόμενη πληροφόρηση. Ο σκοπός επίσης της μελέτης είναι να κάνει συγκριτική εμπειρική ανάλυση της απόδοσης των διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων με διάφορα μέτρα υπολογισμού

της απόδοσης. Προηγούμενη μελέτη έγινε από τον Chang (1995) ανάφερε ότι εκτός από τα κεφάλαια του Μεξικού, το δείγμα από κεφάλαια 15 χωρών δεν υπερβαίνουν την απόδοση του παγκόσμιου δείκτη Morgan Stanley Capital International (MSCI) για την περίοδο 1989-1990. Μελέτες από του Cymby και Glen (1990) και τους Gallo και Swanson (1996) μελέτησαν την απόδοση της ανοικτής διάρκειας των διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων στις ΗΠΑ και βρήκαν ότι αυτά τα κεφάλαια δεν υπερβαίνουν τον δείκτη MSCI. Ωστόσο χρησιμοποιώντας το δυοπαραγοντικό του APT, οι Gallo και Swanson (1996) βρήκαν ένδειξη υψηλής απόδοσης των διεθνών κεφαλαίων. Οι Cumby και Glen (1990) βρήκαν σημαντικά αρνητική ικανότητα συγχρονισμού στα ανοικτής λήξης διεθνών κεφαλαίων στις ΗΠΑ.

Το δείγμα που χρησιμοποίησε ο ερευνητής περιλάμβανε 45 διεθνή μετοχικά κεφάλαια κλειστής λήξης της Ν. Υόρκης για την περίοδο Ιανουάριο 1991-Αυγούστος 1997. Οι αποδόσεις είναι προσαρμοσμένες στις διακυμάνσεις του κεφαλαίου, στο διάσπαση των μετοχών, τα μερίσματα και τα δικαιώματα που προσφέρουν. Η ικανότητα συγχρονισμού της αγοράς των αμοιβαίων κεφαλαίων υπολογίζεται με το μοντέλο του Treynor-Mazuy (1966), όπως επίσης και με μια εναλλακτική προσέγγιση του μοντέλου Treynor-Mazuy (TMTPM). Τα αποτελέσματα έδειξαν καθαρά ότι τα διεθνή κλειστού τύπου κεφάλαια δεν υπερβαίνουν σε απόδοση τους τοπικούς δείκτες της αγοράς. Σημαντικό στον υπολογισμό της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι η επιλογή του χαρτοφυλακίου αναφοράς [Lehmann και Modest (1987), Grinblatt και Titman (1994)]. Επιπλέον χρησιμοποίησαν μια επέκταση του μοντέλου Treynor-Mazuy των Ferson και Schadt (1996). Αυτό που βγήκε συμπερασματικά είναι ότι τα περισσότερα από τα 45 διεθνή αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου δεν έχουν αποδόσεις μεγαλύτερες από τον παγκόσμιο δείκτη αγοράς.

Συνοπτικά η μελέτη εξετάζει την απόδοση για ένα δείγμα 45 διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων κλειστού τύπου στις ΗΠΑ. Και βρήκε ότι η απόδοση του δείγματος προσαρμοσμένη στον κίνδυνο ταιριάζει με την απόδοση των τοπικών δεικτών και του παγκόσμιου δείκτη. Αυτό το συμπέρασμα ενισχύει την αποτελεσματικότητα της αγοράς

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

6.1 Συμπεράσματα μελέτης

Το πιο κοινό μέτρο που χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι του Jensen (α). Ωστόσο αυτό το μέτρο είναι γνωστό ότι υποφέρει από στατιστική μεροληψία όταν οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων πετυχαίνουν συγχρονισμό της αγοράς. Η επίπτωση είναι ότι οι επιτυχημένοι στον συγχρονισμό διαχειριστές μπορούν να επιτύχουν αρνητικές αποδόσεις. Για να αντιμετωπίσουν το πρόβλημα της στατιστικής μεροληψίας οι Grinblatt and Titman (1989) πρότειναν ένα νέο μέτρο, της στάθμισης της θετικής περιόδου, το οποίο δεν αντιμετωπίζει πρόβλημα μεροληψίας. Μια άλλη ανάπτυξη πρότειναν οι Lenhmann και Modest (1987), οι οποίοι πρώτοι εγκατέλειψαν το υπόδειγμα εξισορροπητικών αγορών για την εκτίμηση της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων και έδειξαν πως η εκτίμηση επηρεάζεται από την επιλογή του μοντέλου αναφοράς. Η σημαντικότητα επιλογής του σωστού παράγοντα στο μοντέλο του Jensen παρουσιάζεται στην μελέτη του Elton (1993). Αυτοί επέκτειναν τα μονοπαραγοντικό υπόδειγμα που χρησιμοποίησε ο Ippolito (1989) σε πολυπαραγοντικό και έδειξαν τα αντίστροφα αποτελέσματα.

Το μέτρο του Jensen χρησιμοποιεί ιστορικές μέσες αποδόσεις για να εκτιμήσει την αναμενόμενη απόδοση. Επομένως δεν λαμβάνει υπόψη τις αναμενόμενες αποδόσεις και κίνδυνο που σχετίζονται με τον χρόνο. Οι Ferson και Schadt (1996) ανέπτυξαν ένα παραδοσιακό μέτρο για την αποδοτικότητα χρησιμοποιώντας και άλλες πληροφορίες (μεταβλητές). Επιπλέον οι ερευνητές προτείνουν ότι το στατικό μοντέλο παράγει ένα κάπως υψηλότερο μέτρο της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων από το μη στατικό μέτρο. Όμοια

αποτελέσματα παρουσίασε ο Dahlquist (2000). Μια άλλη ανάπτυξη παρουσίασαν οι Chen και Knez (1996) οι οποίοι χρησιμοποίησαν στοχαστικούς παράγοντες για να εκτιμήσουν την αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων. Οι Dahlquist και Soderlind (1999) χρησιμοποίησαν την μέθοδο αυτή για τα Σουηδικά μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια.

Άλλος τρόπος για να δημιουργηθεί αποδοτικότητα είναι μέσω της επιλεκτικότητας, που είναι η συνεχής επιλογή υψηλών αποδόσεων. Δυο κοινά μέτρα χρησιμοποιούνται για να μετρήσουν την επιλεκτικότητα και τον συγχρονισμό της αγοράς τα οποία αναπτύχθηκαν από τους Treynor και Mazuy (1966) και τους Henriksson και Merton (1981). Το πρώτο μοντέλο βασίζεται στην τετραγωνική παλινδρόμηση, στην οποία η επιπλέον απόδοση είναι στο τετράγωνο. Στο δεύτερο μοντέλο οι Henriksson και Merton χρησιμοποίησαν την ψευδομεταβλητή D_t η οποία δείχνει την επιπλέον θετική απόδοση. Και στα δυο μοντέλα, που έχουν αναπτυχθεί με λεπτομέρεια στο κεφάλαιο 3, όταν το γ_i είναι ίσο με το μηδέν τότε ο διαχειριστής των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν έχει ικανότητα συγχρονισμού. Η επιλεκτικότητα του διαχειριστή φαίνεται από το α_i . Αν είναι θετικό τότε ο διαχειριστής έχει την ικανότητα επιλογής. Τα μοντέλα αυτά μπορούν να επεκταθούν χρησιμοποιώντας επιπλέον πληροφορίες. Οι Ferson και Schadt (1996) έδειξαν ότι η αρνητική αποδοτικότητα μπορεί να απομακρυνθεί όταν στα δυο αυτά μοντέλα χρησιμοποιηθούν δημόσιες πληροφορίες.

Μετά από τις κλασικές μελέτες των Treynor/Sharpe/Jensen και την γενική παραδοχή ότι οι επαγγελματίες διαχειριστές δεν μπορούν να επιτύχουν αποδόσεις σύμφωνα με τις αποδόσεις της αγοράς καλύπτοντας ταυτοχρόνως τα έξοδα τους, το ενδιαφέρον για τα αμοιβαία κεφάλαια μειώθηκε σημαντικά για δύο συνεχόμενες δεκαετίες. Μόνο από τα τέλη της δεκαετίας του '80 άρχισε μια ζωνρή αναζήτηση της αλήθειας για τις ικανότητες των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων. Χρησιμοποιώντας νέα στοιχεία και μεθοδολογίες ένας

σημαντικός αριθμός ερευνητών κατέγραψε αποδοτικότητες μεγαλύτερες από τις αναμενόμενες από το επίπεδο της αγοράς.

Όμως χρησιμοποιώντας παρόμοια στοιχεία, αλλά λαμβάνοντας υπόψη κάποιους άλλους παράγοντες, ένας αυξανόμενος αριθμός ερευνητών αδυνατεί να ανακαλύψει στα στοιχεία τις ικανότητες εκείνες των διαχειριστών που τους διακρίνουν από τους μη επαγγελματίες ή απληροφόρητους επενδυτές. Ακολουθεί ανάλυση των κυριότερων μελετών.

A) Μια σειρά από μελέτες στην δεκαετία του '80 παρουσίασε αποτελέσματα σημαντικά διαφοροποιημένα σε σχέση με τα αποτελέσματα των κλασικών. Συγκεκριμένα ο Henriksson (1984) και οι Chang και Lewellen (1984) με πιο πρόσφατα στοιχεία που κάλυπταν τη δεκαετία του '70, διαπιστώσαν ότι οι αποδόσεις μετά την αφαίρεση των διαχειριστικών εξόδων ήταν παρόμοιες με τις αναμενόμενες από το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Στοιχείων (CAPM). Αυτό υποδηλώνει ότι οι διαχειριστές επέτυχαν μεικτές αποδόσεις μεγαλύτερες από ένα τυχαίο αλλά καλώς διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, σε τέτοιο βαθμό ώστε να καλύψουν τα έξοδα που συνεπάγεται η διαχείρισή τους. Στην συνέχεια μια πολυσυζητημένη μελέτη του Ippolito (1989) που χρησιμοποίησε αποδόσεις αμοιβαίων κεφαλαίων στην περίοδο 1965-1984 προχώρησε σε πιο προχωρημένα συμπεράσματα. Σύμφωνα με τον Ippolito, οι διαχειριστές επιτυγχάνουν καθαρές αποδόσεις (μετά την αφαίρεση των διαχειριστικών εξόδων) ελαφρώς μεγαλύτερες από τις προβλεπόμενες από το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Στοιχείων (CAPM).

Οι Grinblatt και Titman σε δύο άρθρα τους το 1989 και 1993 υποστήριξαν ότι την περίοδο 1975-1984 οι μεικτές αποδόσεις (πριν την αφαίρεση των

διαχειριστικών εξόδων) των μετοχικών και των επιθετικών μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων ήταν μεγαλύτερες των προβλεπόμενων κατά 2%-3%. Αυτή η υπερ απόδοση δε βρέθηκε να σχετίζεται με γνωστές ανωμαλίες στις αποδόσεις (όπως το φαινόμενο του μικρού μεγέθους κεφαλαιοποίησης). Στην μελέτη αυτή, αντί των πραγματικών αποδόσεων που επιτυγχάνουν οι επενδυτές των αμοιβαίων κεφαλαίων για τον υπολογισμό της αποδοτικότητας, οι Grinblatt και Titman χρησιμοποιούν τις αποδόσεις των συγκεκριμένων μετοχών καθώς και τον αριθμό που εμφανίζεται στις τριμηνιαίες εκθέσεις της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου τους. Με αυτό τον τρόπο οι Grinblatt και Titman ισχυρίζονται ότι προσφέρουν καλύτερες εκτιμήσεις των ικανοτήτων των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων.

Οι Gallo και Swanson (1996) ανέλυσαν την αποδοτικότητα τριάντα επτά διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων που έχουν την έδρα τους στις ΗΠΑ κατά την περίοδο 1985-1993. Και ενώ η χρήση ενός υποδείγματος αποτίμησης κεφαλαιουχικών στοιχείων δυο παραγόντων επιβεβαιώνει προηγούμενα συμπεράσματα για τα διεθνή αμοιβαία κεφάλαια, ότι η αποδοτικότητα τους δεν υπολείπεται της απόδοσης αντιπροσωπευτικών δεικτών της διεθνούς κεφαλαιαγοράς, η χρήση του Υποδείγματος Εξισοροποιητικής Αγοραπωλησίας (Arbitrage Pricing Theory Model) τα βελτιώνει. Συγκεκριμένα οι Gallo και Swanson ισχυρίζονται ότι οι μεταβολές στις αποδόσεις των διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων εξηγούνται κατά 98,6% από δύο κοινούς παράγοντες, η προβλεπτική δε ικανότητα του Υποδείγματος Εξισοροποιητικής Αγοραπωλησίας (Arbitrage Pricing Theory Model) υπερέρχει της ικανότητας του εναλλακτικού υποδείγματος. Με τη χρήση του APT οι Gallo και Swanson

ανακαλύπτουν ότι η αποδοτικότητα των διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων είναι πολύ καλή στην περίοδο που εξετάστηκε, εκτιμώντας ότι μέσο α είναι +0,9 και στατιστικά σημαντικό.

B) Οι εμπειρικές μελέτες που παρουσιάστηκαν παραπάνω ήταν επόμενο να εγείρουν το ακαδημαϊκό ενδιαφέρον καθόσον ήταν διαμετρικά αντίθετες από τις μέχρι τότε επικρατούσες απόψεις. Οι Elton, Gruber, Das, και Hlavka (1993) επαναλαμβάνοντας τη μεθοδολογία που ακολούθησε ο Ippolito (1989) και χρησιμοποιώντας τα ίδια στοιχεία διαπίστωσαν ότι τα αποτελέσματα είναι ευαίσθητα στο δείκτη που χρησιμοποιείται.

Οι Elton, Gruber, Das, και Hlavka αναγνωρίζοντας την αυξημένη σημασία που έλαβαν οι μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης στην δεκαετία του '80, συμπεριέλαβαν έναν δείκτη που περιέχει μεγάλο αριθμό μικρής κεφαλαιοποίησης μετοχών και απέδειξαν ότι οι αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν υπερβαίνουν τις αναμενόμενες αποδόσεις. Οι Elton, Gruber και Blake (1996), σε ανάλογη εργασία κατέληξαν ότι τα αμοιβαία κεφάλαια παρουσιάζουν αρνητικές αποδόσεις στο διάστημα 1977-1993.

Αποδόσεις που υπερβαίνουν τις αναμενόμενες από αποδεκτά υποδείγματα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων δύναται να προέρχονται από απλοϊκούς κανόνες και τακτικές επένδυσης που επιτυγχάνουν να εκμεταλλευθούν κάποιες διαχρονικές ανωμαλίες στις τιμές. Οι Grinblatt, Titman και Wermers (1995) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι επενδυτικές τεχνικές της στιγμιαίας επένδυσης (αγορά επιτυχημένων και πώληση αποτυχημένων αμοιβαίων κεφαλαίων) μπορεί να οδηγήσουν μερικούς τουλάχιστον στο συμπέρασμα των

προηγούμενων εργασιών των Grinblatt και Titman (1989, 1993) ότι οι διαχειριστές επιτυγχάνουν υπέρμετρες αποδόσεις.

Ένας άλλος λόγος των υπέρμετρων αποδόσεων που επιτυγχάνουν οι διαχειριστές είναι το γεγονός ότι τα στοιχεία περιλαμβάνουν τη δεκαετία 1970, μια δεκαετία στην οποία υπήρξαν επιτυχείς επενδυτικές στρατηγικές. Αυτή όμως επιτυχημένη πορεία ήταν πρόσκαιρη χωρίς δείγματα συνέχισης στην επόμενη δεκαετία. Ο Malkuel (1995) εξέτασε τις δεκαετίες '70 και '80 σε αντιπαράθεση και απομόνωσε το φαινόμενο κάποιων υπέρμετρων αποδόσεων αποκλειστικά στην δεκαετία του '70. Έτσι το φαινόμενο των υπέρμετρων αποδόσεων αποδείχθηκε ότι έχει χρονική εξάρτηση.

Ένας ακόμη λόγος και ίσως ο κυριότερος είναι το θέμα της επιβιωσιμότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων και ο τρόπος με τον οποίο καταρτίζεται το δείγμα. Οι μελέτες στην δεκαετία του '80 είχαν θεωρήσει το θέμα της επιβιωσιμότητας όχι ιδιαίτερα σημαντικό για να επηρεάσει τα αποτελέσματα.

Το θέμα της επιβιωσιμότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων εγείρεται από το γεγονός ότι ορισμένα από αυτά δεν καταφέρνουν να επιβιώσουν διαχρονικά. Κάποια στιγμή λόγω αποτυχημένων επιδόσεων και κακής επενδυτικής πολιτικής μειώνεται σημαντικά η αξία του ενεργητικού τους, με την αθρόα έξοδο των μεριδιούχων χωρίς δυνατότητα προσέλκυσης νέων. Εκ των πραγμάτων το αμοιβαίο κεφάλαιο εξαναγκάζεται σε ρευστοποίηση των υπάρχουσών κινητών αξιών και την εκκαθάριση και απόδοση του εναπομείναντος ποσού στους υπάρχοντες μεριδιούχους. Σε μία μεγάλη αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων όπως είναι αυτή των ΗΠΑ που λειτουργεί για πολλές δεκαετίες, δεν είναι ασυνήθιστο το γεγονός αμοιβαία κεφάλαια να οδηγούνται

σε εξαφάνιση. Όμως η τακτική των ερευνητών να απορρίπτουν τα αμοιβαία κεφάλαια που κατά το χρονικό διάστημα της μελέτης σταμάτησαν τις εργασίες τους οδηγεί σε υπερεκτίμηση των αποδόσεων των υπό μελέτη αμοιβαίων κεφαλαίων, καθώς τα εναπομείναντα είναι εξ ορισμού τα επιτυχημένα ή τα λιγότερο αποτυχημένα.

Το λάθος υπερεκτίμησης κυμαίνεται ανάλογα με την περίοδο που εξετάζονται και η μεθοδολογία που ακολουθείται. Οι Blake, Elton και Gruber (1993) υπολόγισαν ότι το λάθος της υπερεκτίμησης από το πρόβλημα της επιβιωσιμότητας για τα αμοιβαία κεφάλαια ομολογιών ανέρχονται σε 0,27% ανά έτος. Τα μεγαλύτερα λάθη υπολόγισε ο Malkiel (1995) στο 1,5% ετησίως. Πρόκειται βέβαια για απλές αποδόσεις που δεν είναι προσαρμοσμένες για τον κίνδυνο. Οι Elton, Gruber και Blake (1996) υπολόγισαν λάθη υπερεκτίμησης, κάνοντας διαφορετικές υποθέσεις επανεπένδυσης, τα οποία, για αποδόσεις μη προσαρμοσμένες στο κίνδυνο, υπερβαίνουν αυτά του Malkiel (1995) και κυμαίνονται από 1,87% έως 2,28% ανά έτος. Τα μεγέθη αυτά είναι πολύ μεγάλα για να αποδοθούν στην ιδιαιτερότητα της μεθοδολογίας ή του δείγματος και είναι πλέον κοινός αποδεκτή η άποψη ότι οποιαδήποτε ανάλυση που αφορά την απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη και το θέμα της επιβιωσιμότητας τους. Διαφορετικά, τα αποτελέσματα κινδυνεύουν να εμπεριέχουν υπερεκτιμήσεις των ικανοτήτων που αποδίδονται σε όλους τους διαχειριστές, ενώ στην πραγματικότητα αφορά μόνο αυτούς που επέτυχαν την διατήρησή τους.

Οι Ferson και Schadt (1996) και οι Ferson και Warther (1996) αποτελούν τους πιο πρόσφατους υποστηρικτές της άποψης ότι οι αρνητικές αποδόσεις α που έχουν εμφανιστεί κατά καιρούς στην βιβλιογραφία είναι αποτέλεσμα ανεπάρκειας της αναμενομένης απόδοσης. Είναι πιθανόν τα αρνητικά α να δημιουργούνται από ελλιπή περιγραφή του υποδείγματος Jensen, όπου σημαντικές δημόσια γνωστές πληροφορίες που συσχετίζονται με το συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου να αγνοούνται. Οι ανωτέρω ερευνητές εφαρμόζοντας τη μεθοδολογία της «αποδοτικότητας υπό αίρεση», έλαβαν υπόψη παράγοντες που σχετίζονται με τη μεταβαλλόμενη φύση του συστηματικού κινδύνου και παρουσίασαν συμπεράσματα όπου το α του Jensen σε ένα δείγμα 67 αμοιβαίων κεφαλαίων στην περίοδο 1968-1990 είναι θετικό, χωρίς όμως να διαφέρει στατιστικά από το μηδέν.

ΑΡΘΡΑ ΓΙΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

1. Basso Antonella and Funari Stefania (2001), "A data envelopment analysis approach to measure the mutual fund performance", *European Journal of Operational Research* 135, pp 477-492
2. Blake R., Elton J., Gruber J. (1993) "The Performance of Bond Mutual Funds", *Journal of Business*, p.p. 370-403
3. Busse Jeffrey A (1999) "Volatility Timing in Mutual Funds, Evidence from Daily Returns", *Review of Financial Studies* 12, p.p. 1009-1041
4. Cesari Riccardo and Panetta Fabio (2002), "The performance of Italian equity funds", *Journal of Banking & Finance* 26, pp 99-126.
5. Chang Eric C and Wilbur G. Lewellen (1984) "Market Timing and mutual Fund performance", *Journal of Business* 57, p.p. 57-72
6. Chacko George and Das R. Sanjiv (1999) "A theory of optimal timing and selectivity" *Journal of Economic Dynamics and Control* 23, pp 929-965
7. Cumby Robert E. and Jack D. Glen (1990) "Evaluating the Performance of International Mutual Funds", *Journal of Finance* 45, p.p. 497-521
8. Daniel Kent, Grinblatt Mark, Titman Sheridan and Wermers Russ (1997), "Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic-Based Benchmarks", *Vol LII, No 3*, pp 1035-1057.
9. Detzler Lam Miranda, (1999), "The performance of global bond mutual Funds", *Journal of Banking and Finance*, pp 1195-1217
10. Droms G. William and Walker A. David (2001) "Performance persistence of international mutual funds" *Global Finance Journal* 12, pp 237-248
11. Engstrom Stefan (2003), "Costly information, diversification and international mutual fund performance", *Pacific – Basin Finance Journal* 11, pp 463-482.
12. Fabozzi Frank G. and Jack C. Francis (1979) "Mutual Fund Systematic Risk for Bull and Bear Market", *Journal of Finance* 34, p.p. 1243-1250
13. Ferson Wagne E. and Rudi W. Schudt (1996) "Measuring Fund Strategy and Performance in changing Economic conditions", *Journal of Finance* 51, p.p. 425-461

14. Gallo G. John and Swanson E. Peggy (1996) "Comparative measures of performance for US based international equity mutual funds", *Journal of Banking & Finance* 20, pp 1635-1650
15. Gallo G. John, Lockwood J. Larry and Swanson E. Peggy (1997) "The performance of international bond funds", *International Review of Economics and Finance*, pp 17-35
16. Grinblatt Mark and Sheridan Titman (1994) "A study of Monthly Mutual Fund and Performance Techniques", *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 29, p.p. 419-444.
17. Grinblatt Mark and Sheridan Titman (1993) "Performance Measurement without Benchmarks: An Examination of Mutual Fund Returns", *Journal of Business*, p.p. 47-68
18. Grinblatt M. and S. Titman (1992) "The Persistence of Mutual Fund Performance", *Journal of Finance*, p.p. 1977-1984
19. Hendricks Darryll, Patel Jayendu and Zeckhauser Richard (1993), "Hot Hands in Mutual Funds: Short-Run Persistence of Relative Performance, 1974-1988" *The Journal of Finance*, Vol XLVIII, No 1, pp 93-129
20. Henrikson Roy D. (1984) "Market Timing and Mutual Fund Performance", *Journal of Business* 57, p.p. 73-96
21. Henrikson Roy and Robert C. Merton (1981) "On Market Timing and Investment Performance", *Journal of Business* 54, p.p. 513-534
22. Ippolito A. Richard (1989), "Efficiency with costly information: A study of mutual fund performance, 1965-1984" Vol CIV, pp 1-23
23. Kon Stanley J and Frank C. Jen (1979) "The investment Performance of mutual Funds: An Empirical investigation of Timing, selectivity and Market Efficiency", *Journal of Business* 52, p.p. 263-289
24. Leamann Bruce N and David M. Modest (1987) "Mutual Funds Performance: A comparison of Benchmarkets", *Journal of Finance* 42, p.p. 233-265
25. Lee Cheng-few and Shafiqar Rahman (1990) "Market Timing, Selectivity and Mutual Fund Performance", *Journal of Business* 63, p.p. 261-278

26. Lockwood J. Larry and Kadiyala (1988) "Measuring investment performance with a stochastic parameter regression model", *Journal of Banking and Finance* 12, pp 457-467
27. Malkiel B. (1995) "Returns from Investing in Equity Mutual Fund 1971 to 1991" *Journal of Finance*, p.p. 549-573
28. Mains E. Norman (1977), "Risk, the Pricing of Capital Assets, and the Evaluation of Investment Portfolios: Comment" *Journal of Business*, vol 50, pp 31-384
29. Mc Donald G. John (1974), "Objectives and performance of mutual funds, 1960-1969, *Journal of Financial and Quantitative analysis*, pp 311-331.
30. Morey R. Matthew (2003) "Should you carry the load? A comprehensive analysis of load and no-load mutual fund out-of-sample performance", *Journal of Banking & Finance* 27, pp 1245-1271
31. Jensen Michael (1968) "The performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964", *Journal of Finance* 23, p.p. 389-416
32. Jiang Wei (2003) "A nonparametric test of market timing", *Journal of Empirical Finance* 10, pp 399-425
33. Patro Kumar Dilip (2001) "Measuring performance of international closed-end funds", *Journal of Banking & Finance*, pp 1741-1767
34. Sirri R. Eric and Tufano Peter (1998), "Costly Search and Mutual Fund Flows", *The Journal of Finance*, Vol LII, No 5, pp 1589-1621
35. Sharpe William (1966) , *Journal of Business* 39, p.p. 119-138
36. Shu Pei-Gi, Yeh Yin-Hua and Yamada Takeshi (2002) "The behavior of Taiwan mutual fund investors – performance and fund flows", *Pacific – Basin Finance Journal*, vol 10, pp 583-600
37. Shukla K. Ravi and van Inwegen B. Gregory (1995) "Do Locals Perform better than Foreigners? An Analysis of UK and US mutual fund managers", *Journal of Economics and Business*, vol 47, pp 241-254
38. Shukla K. Ravi and Singh Sandeep (1997) "A performance evaluation of global equity mutual funds", *Global Finance Journal*, pp 279-293
39. Treynor (1965) "How to Rate Management of Investment" *Harvard Business Review* 43, p.p. 63-75

40. Williamson P.F. (1972) "Measuring Mutual Fund Performance", Financial Analysts Journal
41. Zhao Xinge (2004) "Why are some mutual funds closed to new investors?", Journal of Banking & Finance 28, pp 1867-1887
42. Φίλιππας Νικόλαος, (1998) «Κατασκευή και Ανάλυση Δείκτη Συνολικής Απόδοσης για την Χρηματιστηριακή Αγορά των Αθηνών», Οικονομικό Δελτίο της Alfa Τράπεζα Πίστewς»
43. Φίλιππας Νικόλαος, (1992) «Κριτήρια Επιλογής Αμοιβαίων κεφαλαίων», Καθημερινή
44. Φίλιππας Νικόλαος & Νικολαΐδου Έλενα - «Αξιολόγηση της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων: Μια εμπειρική εφαρμογή της αξιολόγησης της επίδοσης των ελληνικών μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων σύμφωνα με την προσέγγιση της Morningstar»
45. Φίλιππας Νικόλαος «Εκτιμώντας τον κίνδυνο των αμοιβαίων κεφαλαίων»

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

-
- 📖 Δελής Κ. – Χέβας Δ. «Αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας των ελληνικών εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου», Εκδόσεις Παπαζήση.
- 📖 Θωμαδάκης Σ. – Ξανθάκης Μ. «Αγορές χρήματος και κεφαλαίου», Ένωση Ελλήνων Τραπεζών, Αθήνα 1990, Εκδόσεις Σάκκουλα.
- 📖 Μυλωνάς Ν. «Ελληνικά αμοιβαία κεφάλαια – Θεωρία και Πρακτική»,
- 📖 Πενταράκη Κων/να «Αξιολόγηση και Διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων: Θεωρητική και Εμπειρική Προσέγγιση», Εκδόσεις Κλειδάριθμός.
- 📖 Σπύρου Σ. «Αγορές χρήματος και κεφαλαίου», Αθήνα 2001, Εκδόσεις Γ. Μπένου
- 📖 Φίλιππας Ν. «Αμοιβαία κεφαλαία και χρηματιστηριακό περιβάλλον», Εκδόσεις Globus Invest.
- 📖 Χριστόπουλος Κ. «Εισαγωγή στις χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές», Αθήνα 2003, Εκδόσεις Ευρασία.

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- 📖 Brigham-Ehrhardt, «Financial Management Theory and Practice», 10th Edition, ISE
- 📖 Fuller-Farrell, «Modern investments and security analysis», Mc Graw Hill.
- 📖 Schwert-Smith, «Empirical Research in capital markets», Mc Graw Hill.

ΔΙΑΔΥΚΤΙΑΚΟΙ ΤΟΠΟΙ

- www.agii.gr (Ένωση Θεσμικών Επενδυτών)
- www.hba.gr (Ένωση Ελληνικών Τραπεζών)
- <http://oikonomikos.dolnet.gr> (Οικονομικός Ταχυδρόμος)
- www.naftemporiki.gr
- <http://www.xrhma.gr>
- <http://www.cesr-eu.org> (Επιτροπή Ευρωπαϊκών Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς)
- <http://www.iosco.org> (Διεθνής Ένωση Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς)
- <http://www.morgan.com> (JP Morgan)



ΣΥΓΓΡΑΦΕΑΣ	ΤΙΤΛΟΣ-ΕΚΔΟΣΗ	ΣΚΟΠΟΣ	ΔΕΔΟΜΕΝΑ	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ
Detzler Lam Miranda	"The performance of global bond mutual Funds", Journal of Banking and Finance, pp 1195-1217 (1999)	Να μελετηθούν οι αποδόσεις των παγκόσμιων Α/Κ	19 Α/Κ από το 1988 έως 1995	Πολυπαραγοντικό Υπόδειγμα	Τα παγκόσμια Α/Κ είναι πιο ευαίσθητα στις μεταβολές των ευρωπαϊκών, καναδέζικων και αμερικάνικων αγορών από τις μεταβολές του ιαπωνικού γεν και του ιαπωνικού δείκτη
Engstrom Stefan	"Costly information, diversification and international mutual fund performance", Pacific – Basin Finance Journal 11, pp 463-482. (2003)	Να μελετηθεί πως τα έξοδα επηρεάζουν την επίδοση των Α/Κ	299 Ευρωπαϊκά Α/Κ από το 1993 έως 1998	Υπόδειγμα Ferson-Schadt	Οι διαχειριστές των Α/Κ στην Ασία παρουσιάζουν καλύτερη απόδοση από το ευρύ φάσμα επενδύσεων
Cesari Riccardo and Panetta Fabio	"The performance of Italian equity funds", Journal of Banking & Finance 26, pp 99-126. (2002),	Να μελετήσουν την επίδοση των ιταλικών Α/Κ	Ιταλικά Α/Κ από το 1985 έως το 1994	Μέτρα Jensen και Grinblatt-Ttiman	Οι επενδυτές αποζημιώνονται από την συλλογή πληροφοριών

<p>Shukla K. Ravi and van Inwegen B. Gregory</p>	<p>"Do Locals Perform better than Foreigners? An Analysis of UK and US mutual fund managers", <i>Journal of Economics and Business</i>, vol 47, pp 241-254 (1995)</p>	<p>Να μελετήσουν αν η υπόθεση «ότι οι τοπικές πληροφορίες οδηγούν τους τοπικούς διαχειριστές Α/Κ σε υψηλότερες αποδόσεις από τους ξένους»</p>	<p>108 US Α/Κ και 19 Βρετανικά</p>	<p>Μέτρα των Sharpe, Treynor και Jensen</p>	<p>Τα βρετανικά Α/Κ που επενδύονται στην US έχουν χαμηλότερη απόδοση από την εγχώρια αγορά</p>
<p>Shu Pei-Gi, Yeh Yin-Hua and Yamada Takeshi</p>	<p>"The behavior of Taiwan mutual fund investors – performance and fund flows", <i>Pacific – Basin Finance Journal</i>, vol 10, pp 583-600 (2002)</p>	<p>Να μελετήσουν την επίδοση των μετοχικών Α/Κ στην Ταϊβάν</p>	<p>127 μετοχικά Α/Κ από το 1995 έως το 1999</p>	<p>Υπόδειγμα των Fama & MacBeth</p>	<p>Κάθε αύξηση της επικινδυνότητας του χαρτοφυλακίου θα επιφέρει αύξηση της επίδοσης (μεγαλύτερες ροές και έσοδα)</p>
<p>Shukla K. Ravi and Singh Sandeep</p>	<p>"A performance evaluation of global equity mutual funds", <i>Global Finance Journal</i>, pp 279-293 (1997)</p>	<p>Να εκτιμήσει την επίδοση που έχει μια επένδυση στην Αμερική η οποία βασίζεται σε παγκόσμια μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια</p>	<p>28 παγκοσμίων Α/Κ και 76 εγχώρια Α/Κ</p>	<p>Μέτρα των Sharpe, Treynor και Jensen</p>	<p>Ένας επενδυτής που έχει προβλεπτική ικανότητα, θα πρέπει να στρέφεται στα παγκόσμια κεφάλαια κατά την διάρκεια των μηνών που αναμένουν ότι η εγχώρια αγορά ακολουθεί καθοδική πορεία</p>

Droms G. William and Walker A. David	"Performance persistence of international mutual funds" Global Finance Journal 12, pp 237-248 (2001)	Να εξεταστεί η επίδοση των διεθνών μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων για την περίοδο 1977-1997	529 Α/Κ από το 1977 έως το 1997	Η μεθοδολογία των Brown Goetzmann, Goetzmann και Ibbotson και Malkiel	Τα διεθνή μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια παρουσιάζουν δυνατή σταθερότητα στην επίδοση για βραχυχρόνια περίοδο (ένα χρόνο), ωστόσο η σταθερότητα γενικά μειώνεται μετά τον πρώτο χρόνο
Gallo G. John, Lockwood J. Larry and Swanson E. Peggy	"The performance of international bond funds", International Review of Economics and Finance, pp 17-35 (1997)	Να μελετήσουν την επίδοση των διεθνών ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων στην Αμερική για την περίοδο του Νοεμβρίου 1988 έως τον Μάρτιο 1994	22 Ομολογιακά Α/Κ από το 1988 έως το 1994	Υποδείγματα με ένα και πολλούς δείκτες	Δυσκολίες για την υψηλή επίδοση σε μια αυξανόμενη αποτελεσματική αγορά
Gallo G. John and Swanson E. Peggy	"Comparative measures of performance for US based international equity mutual funds", Journal of Banking & Finance 20, pp 1635-1650 (1996)	Να συγκρίνει το διεθνές δυο δεικτών μοντέλο με το Διεθνές Υπόδειγμα Εξισορρόπησης Αγοραπωλησίας (ΙΑΡΤ) δυο παραγόντων	37 Α/Κ από το 1985 έως το 1993	Διεθνές Υπόδειγμα Εξισορρόπησης Αγοραπωλησίας	Η μελέτη παρουσιάζει σημαντικές διαφορές στις επιδόσεις που είναι αποτέλεσμα της χρησιμοποίησης του μοντέλου του δείκτη και του ΑΡΤ για την εκτίμηση της επίδοσης των διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων

Zhao Xinge	"Why are some mutual funds closed to new investors?", Journal of Banking & Finance 28, pp 1867-1887 (2004)	Η μελέτη παρουσιάζει σημαντικές διαφορές στις επιδόσεις που είναι αποτέλεσμα της χρησιμοποίησης του μοντέλου του δείκτη και του APT για την εκτίμηση της επίδοσης των διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων	139 A/K από το 1992 έως το 2001	$Prob(y_{it} = 1) = \frac{\exp(b'_j x_t)}{1 + \exp((b'_j x_t))}$	Ένα αμοιβαίο κεφάλαιο με μεγάλη απόδοση μπορεί να προκαλέσει ροές όχι μόνο σε αυτό το αμοιβαίο κεφάλαιο αλλά και σε άλλα αμοιβαία κεφάλαια της ίδιας οικογένειας
Jiang Wei	"A nonparametric test for market timing", Journal of Empirical Finance 10, pp 399-425 (2003)	Να υπολογιστούν οι πιθανότητες που ο διαχειριστής αναλαμβάνει κίνδυνο όταν η απόδοση της αγοράς είναι σχετικά υψηλή	A/K από την Morningstar για την χρονική περίοδο 1980-1999	Παραμετρικά και μη παραμετρικά τεστ	Η μέση απόδοση συγχρονισμού έχει θετική σχέση με την ηλικία του αμοιβαίου κεφαλαίου ή την διαχείριση (εμπειρία διαχειριστή) και τα έξοδα. Αρνητική σχέση υπάρχει με το μέγεθος του αμοιβαίου κεφαλαίου
Φίλιππος Νικόλαος & Νικολαΐδου Έλενα	«Αξιολόγηση της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων: Μια εμπειρική εφαρμογή της αξιολόγησης της επίδοσης των ελληνικών μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων σύμφωνα με την προσέγγιση της Morningstar»	Να αξιολογηθούν τα ελληνικά μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια χρησιμοποιώντας την μέθοδο της Morningstar	46 A/K από το 2001 έως το 2002	Το κριτήριο του Jensen και η μέθοδο της Morningstar	Η ύπαρξη θετικής συσχέτισης των αποδόσεων της μιας περιόδου

Basso Antonella and Funari Stefania	"A data envelopment analysis approach to measure the mutual fund performance", European Journal of Operational Research 135, pp 477-492 (2001)	Να παρουσιαστεί ένα νέο μοντέλο που μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να υπολογιστεί η απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων	47 Ιταλικά A/K από το 1997 έως το 1999	Ανάλυση Ανάπτυξης Δεδομένων (DEA)	Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η μεθοδολογία DEA για την εκτίμηση της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων δίνουν περισσότερες πληροφορίες από τα παραδοσιακά μέτρα.
Morey R. Matthew	"Should you carry the load? A comprehensive analysis of load and no-load mutual fund out-of-sample performance", Journal of Banking & Finance 27, pp 1245-1271 (2003)	Να επιλέξει αμοιβαία κεφάλαια την μέθοδο Morningstar	635 A/K από το 1993 έως το 1997	Η μέση μηνιαία επιπλέον απόδοση, ο δείκτης του Sharpe (1966), η τροποποιημένη εκδοχή του άλφα του Jensen (1968) και ένα άλφα τεσσάρων δεικτών	Η μελέτη αυτή δείχνει ότι εάν η απόδοση είναι αυτό για το οποίο ενδιαφέρεται ο επενδυτής κυρίως ενδιαφέρεται, τότε δεν θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τα κεφάλαια με έξοδα
Patro Kumar Dilip	"Measuring performance of international closed-end funds", Journal of Banking & Finance, pp 1741-1767 (2001)	Να συγκρίνει εναλλακτικά μέτρα της απόδοσης	45 διεθνή A/K από το 1989 έως το 1990	Υπόδειγμα των Treynor-Mazuy	Η απόδοση του δείγματος προσαρμοσμένη στον κίνδυνο ταιριάζει με την απόδοση των τοπικών δεικτών και του παγκόσμιου δείκτη. Αυτό το συμπέρασμα ενισχύει την αποτελεσματικότητα της αγοράς

