

ΔΕΙΞΑΔΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ
ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ
ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ 1991-1992

ΥΠΟΥΡΓΕΙΟ Γ.ΜΟΙΡΑ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ ΕΡΕΥΝΑ
Ε.Σ.Ε.Ε

1992

ΕΛΕΓΧΟΣ

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

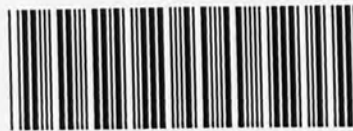
ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ 1997-1999

ΥΠΑΠΑΝΤΗ Γ. ΜΟΙΡΑ

Πτυχίο Οικονομικών Επιστημών Πανεπιστημίου Αθηνών

Επιβλέπουσα: Καθηγήτρια Πηνελόπη Αγαλλοπούλου



00135671

Υποβληθείσα για το Μεταπτυχιακό Δίπλωμα στη Διοίκηση των
Επιχειρήσεων

Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

2000

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	
ΑΡ.ΕΙΣ.	35671
COMP.	354 in 22354
ΤΑΞΙΝ.	3Δ6.07 ΜΟ.
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ	

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ 1997-1999

ΥΠΑΠΑΝΤΗ Γ. ΜΟΙΡΑ

Σημαντικοί όροι: Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου Αναδυομένων Αγορών, θεσμικό πλαίσιο, σύσταση, μετοχικό κεφάλαιο, επενδυτική πολιτική, εποπτεία, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, διάρθρωση χαρτοφυλακίου, απόδοση, κίνδυνος, δείκτης Treynor, δείκτης Sharpe, δείκτης Jensen.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η παρουσίαση των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, της εξέλιξης και των προοπτικών τους στην Ελλάδα, του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας τους και των αδυναμιών του. Επίσης, η παρουσίαση της εξέλιξης των μεγεθών και των μεταβολών στη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου, τόσο του κλάδου κατά την περίοδο 1997-1999, όσο και του δείγματος επτά Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου κατά τις υποπεριόδους 05.97-08.98 και 09.98-12.99, η παρουσίαση των μεθόδων αξιολόγησης των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και η αξιολόγηση των επιδόσεων του ανωτέρω δείγματος κατά τις εξεταζόμενες υποπεριόδους.

Στο κεφάλαιο 1 της παρούσας εργασίας παρουσιάζεται η εξέλιξη των ΕΕΧ στην Ελλάδα και οι μελλοντικές προοπτικές ανάπτυξης τους, οι κατηγορίες τους, οι επιδιώξεις τους, τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα τους ως μορφή επένδυσης.

Στο κεφάλαιο 2 περιγράφεται το θεσμικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου Αναδυομένων Αγορών. Συγκεκριμένα, παρουσιάζονται οι

προϋποθέσεις σύστασης και λειτουργίας τους, οι κανόνες και οι περιορισμοί των επενδυτικών τους επιλογών, οι υποχρεώσεις τους ως προς τη δημοσιοποίηση των στοιχείων τους και τη διάθεση των κερδών τους, οι φορολογικές ρυθμίσεις, οι τυχόν κυρώσεις που επιβάλλονται στις περιπτώσεις παραβάσεων του νόμου, ο εποπτικός ρόλος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών, καθώς και ο κώδικας Δεοντολογίας των ΕΕΧ. Παράλληλα, επισημαίνονται οι αδυναμίες των ανωτέρω ρυθμίσεων του νόμου.

Στο κεφάλαιο 3 παρουσιάζεται η εξέλιξη των μεγεθών και η διάρθρωση του χαρτοφυλακίου του κλάδου, αλλά και των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου του δείγματος κατά την περίοδο 1997-1999. Επίσης, παρουσιάζονται οι έννοιες της απόδοσης και του κινδύνου των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, περιγράφονται οι μέθοδοι μέτρησης τους και αναλύονται οι μέθοδοι αξιολόγησης των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου. Επιπρόσθετα, οι Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου του δείγματος αξιολογούνται, κατά τις υποπεριόδους, σύμφωνα με τις ανωτέρω μεθόδους.

Τέλος, στο κεφάλαιο 4 παρουσιάζονται οι διαπιστώσεις και τα συμπεράσματα της εργασίας.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. Κατάσταση πινάκων.....	I
---------------------------	---

Κεφάλαιο 1

Ο θεσμός των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου στην Ελλάδα.....	1
1.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις.....	1
1.2 Έννοια των ΕΕΧ.....	6
1.3 Κατηγορίες των ΕΕΧ.....	8
1.4 Επιδιώξεις των ΕΕΧ.....	11
1.5 Πλεονεκτήματα-Μειονεκτήματα των ΕΕΧ.....	12
1.5.1 Πλεονεκτήματα των ΕΕΧ.....	12
1.5.2 Μειονεκτήματα των ΕΕΧ.....	20
1.6 Βιβλιογραφικές παραπομπές.....	23

Κεφάλαιο 2

Θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου στην Ελλάδα.....	24
2.1 Εισαγωγή.....	24
2.2 Σύσταση.....	25
2.3 Μετοχικό κεφάλαιο.....	31
2.4 Σύνθεση χαρτοφυλακίου.....	33
2.4.1 Τοποθετήσεις σε αξίες.....	34
2.4.2 Τοποθετήσεις σε χρηματοοικονομικά παράγωγα.....	41
2.5 Περιορισμοί επενδυτικής πολιτικής.....	44
2.5.1 Περιορισμοί τοποθετήσεων ως προς τον εκδότη.....	45
2.5.2 Συναλλαγματικοί περιορισμοί.....	49
2.6 Δημοσιοποίηση στοιχείων.....	51

2.6.1 Υποχρεώσεις.....	51
2.6.2 Κυρώσεις.....	53
2.7 Διάθεση κερδών.....	54
2.8 Φορολογία-Φορολογικές απαλλαγές.....	58
2.8.1 Φορολογία.....	58
2.8.2 Φορολογικές απαλλαγές.....	59
2.9 Μετατροπή των ΕΕΧ σε Αμοιβαία Κεφάλαια.....	60
2.10 Ο ρόλος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.....	62
2.10.1 Εποπτεία.....	62
2.10.2 Κυρώσεις.....	64
2.11 Κώδικας Δεοντολογίας των ΑΕΔΑΚ, των ΕΕΧ και των ΕΧΑΑ.....	67
2.12 Ο ρόλος της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών.....	70
2.13 Βιβλιογραφικές παραπομπές.....	72

Κεφάλαιο 3

Ελληνικές Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου

Εμπειρική μελέτη 1997-1999.....	74
3.1 Εισαγωγή.....	74
3.2 Διαχρονική εξέλιξη του κλάδου των ΕΕΧ. Περίοδος 1997-1999.....	76
3.2.1 Τα μεγέθη του κλάδου.....	76
3.2.2 Διάρθρωση χαρτοφυλακίου του κλάδου και των ΕΕΧ του δείγματος.....	79
3.3 Απόδοση των ΕΕΧ.....	92
3.3.1 Μέτρηση της απόδοσης.....	92
3.3.2 Αποδόσεις των ΕΕΧ του δείγματος.....	94
3.4 Κίνδυνος της απόδοσης.....	96
3.4.1 Τυπική απόκλιση.....	98
3.4.2 Συντελεστής μεταβλητότητας.....	99
3.4.3 Συντελεστής βήτα.....	100

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

Κεφάλαιο 1

Πίνακας 1. Καταβαλλόμενα μερίσματα ως ποσοστό των κερδών προς διάθεση. Περίοδος 1997-1999.....	15
Πίνακας 2. Κέρδη προς διάθεση ως ποσοστό των ακαθαρίστων εσόδων χαρτοφυλακίου. Περίοδος 1997-1999.....	17
Πίνακας 3. Μερίσματα ως ποσοστό των ακαθαρίστων εσόδων χαρτοφυλακίου. Περίοδος 1997-1999.....	18

Κεφάλαιο 3

Πίνακας 4. Μεταβολές μεγεθών του κλάδου των ΕΕΧ. Περίοδος 1997-1999.....	78
Πίνακας 5. Χαρτοφυλάκιο του κλάδου των ΕΕΧ	79
Πίνακας 6. Τοποθετήσεις της «Δίας». Περίοδος 1997-1999.....	81
Πίνακας 7. Τοποθετήσεις της «Δίας». Περίοδοι 05.97-08.98 & 09.98-12.99.....	82
Πίνακας 8. Τοποθετήσεις της «Εθνική Χαρτοφυλακίου» Περίοδος 1997-1999.....	83
Πίνακας 9. Τοποθετήσεις της «Εθνική Χαρτοφυλακίου». Περίοδοι 05.97-08.98 & 09.98-12.99.....	84
Πίνακας 10. Τοποθετήσεις της «Επενδύσεις Εργασίας». Περίοδος 1997-1999.....	84
Πίνακας 11. Τοποθετήσεις της «Επενδύσεις Εργασίας». Περίοδοι 05.97-08.98 & 09.98-12.99.....	85
Πίνακας 12. Τοποθετήσεις της «Interinvest». Περίοδος 1997-1999.....	86

Πίνακας 13. Τοποθετήσεις της «Interinvest». Περίοδοι 05.97-08.98 & 09.98-12.99.....	87
Πίνακας 14. Τοποθετήσεις της «Ιονικής Επενδύσεων». Περίοδος 1997-1999.....	87
Πίνακας 15. Τοποθετήσεις της «Ιονικής Επενδύσεων». Περίοδοι 05.97-08.98 & 09.98-12.99.....	88
Πίνακας 16. Τοποθετήσεις της «Πειραιώς Επενδυτική». Περίοδος 1997-1999.....	89
Πίνακας 17. Τοποθετήσεις της «Πειραιώς Επενδυτική». Περίοδοι 05.97-08.98 & 09.98-12.99.....	89
Πίνακας 18. Τοποθετήσεις της «Πρόοδος». Περίοδος 1997-1999.....	90
Πίνακας 19. Τοποθετήσεις της «Πρόοδος». Περίοδοι 05.97-08.98 & 09.98-12.99.....	91
Πίνακας 20. Κατάταξη των EEX του δείγματος σύμφωνα με τη μέση μηνιαία απόδοση. Περίοδος 05.97-08.98.....	94
Πίνακας 21. Κατάταξη των EEX του δείγματος σύμφωνα με τη μέση μηνιαία απόδοση. Περίοδος 09.98-12.99.....	95
Πίνακας 22. Κίνδυνος-Απόδοση των EEX του δείγματος Περίοδος 05.97-08.98.....	105
Πίνακας 23. Κίνδυνος-Απόδοση των EEX του δείγματος. Περίοδος 09.98-12.99.....	106
Πίνακας 24. Κατάταξη των EEX του δείγματος σύμφωνα με τον συντελεστή μεταβλητότητας. Περίοδος 05.97-08.98.....	107
Πίνακας 25. Κατάταξη των EEX του δείγματος σύμφωνα με τον συντελεστή μεταβλητότητας. Περίοδος 09.98-12.99.....	108
Πίνακας 26. Συντελεστές βήτα και άλφα των EEX του δείγματος Περίοδος 05.97-08.98.....	110

Πίνακας 27. Συντελεστές βήτα και άλφα των EEX του δείγματος Περίοδος 09.98-12.99.....	111
Πίνακας 28. Αποτελέσματα ελέγχου κανονικότητας. 05.97-08.98.....	113
Πίνακας 29. Αποτελέσματα ελέγχου κανονικότητας. 09.98-12.99.....	113
Πίνακας 30. Αποτελέσματα ελέγχου ετεροσκεδαστικότητας. 05.97-08.98.....	114
Πίνακας 31. Αποτελέσματα ελέγχου ετεροσκεδαστικότητας. 09.98-12.99.....	114
Πίνακας 32. Αποτελέσματα ελέγχου αυτοσυσχέτισης. 05.97-08.98.....	115
Πίνακας 33. Αποτελέσματα ελέγχου αυτοσυσχέτισης. 09.98-12.99.....	115
Πίνακας 34. Διορθωμένοι συντελεστές της «Ιονικής Επενδύσεων».....	116
Πίνακας 35. Κατάταξη των EEX σύμφωνα με το δείκτη Treynor. Περίοδος 05.97-08.98.....	123
Πίνακας 36. Κατάταξη των EEX σύμφωνα με το δείκτη Treynor. Περίοδος 09.98-12.99.....	124
Πίνακας 37. Κατάταξη των EEX σύμφωνα με το δείκτη Sharpe. Περίοδος 05.97-08.98.....	125
Πίνακας 38. Κατάταξη των EEX σύμφωνα με το δείκτη Sharpe. Περίοδος 09.98-12.99.....	126
Πίνακας 39. Κατάταξη των EEX σύμφωνα με το δείκτη Jensen. Περίοδος 05.97-08.98.....	127
Πίνακας 40. Κατάταξη των EEX σύμφωνα με το δείκτη Jensen. Περίοδος 09.98-12.99.....	128

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Ο ΘΕΣΜΟΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Οι Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΕΕΧ) εμφανίστηκαν για πρώτη φορά στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής στη δεκαετία του 1920. Στην Ελλάδα ο θεσμός των ΕΕΧ εμφανίστηκε με το ν.δ 608/1970, ένα νομοθέτημα που ίσχυσε ωσότου τέθηκε σε ισχύ ο νόμος 1969/91. Το νομοθέτημα αυτό καθιέρωσε στην Ελληνική Οικονομία μία ειδική μορφή ανώνυμης εταιρίας, την ανώνυμη εταιρία επενδύσεων χαρτοφυλακίου¹.

Ο νόμος 1969/91 εισήγαγε την ανώνυμη αυτή εταιρία ως αξιόπιστη και ελκυστική στην Ελληνική κοινωνία. Ειδικότερα:

1. Η ανώνυμη αυτή εταιρία θεωρείται αξιόπιστη γιατί επενδύει τα διαθέσιμα της ορθολογικά σε ασφαλείς μετοχές και άλλους τίτλους, που προέρχονται από διαφορετικούς εκδότες, με στόχο τη συγκρότηση και διαχείριση ενός ασφαλούς και αποδοτικού χαρτοφυλακίου.

2. Η ΕΕΧ είναι ελκυστική, διότι ο νόμος της παραχώρησε διάφορα φορολογικά πλεονεκτήματα, που την μετέτρεψαν σε μία πολύ αποδοτική τοποθέτηση για τους επενδυτές σε σχέση με άλλες μορφές τοποθέτησης².

Το 1973, τρία χρόνια μετά τη θέσπιση του ν.δ 608/70, έχουμε την είσοδο της πρώτης ΕΕΧ στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, η οποία ήταν η Ελληνική ΑΕΕΧ. Έως το 1985 ο συνολικός αριθμός των Ελληνικών ΕΕΧ είχε φτάσει μόλις τις πέντε.

Η ταύτιση της λειτουργίας των ΕΕΧ με εκείνη των τραπεζών, εφόσον και οι δύο μεσολαβούσαν μεταξύ της προσφοράς και της ζήτησης κεφαλαίων, οδήγησε την Ευρωπαϊκή Κοινότητα να εκδώσει την οδηγία 611/1985 με αντικείμενο τους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε κινητές αξίες, και να προσδιορίσει τη μορφή, το σκοπό και τις ρυθμίσεις που πρέπει να διέπουν τη λειτουργία τους. Η Ελληνική νομοθεσία προσαρμόστηκε στη συγκεκριμένη οδηγία μόλις το 1991, θεσπίζοντας το νόμο 1969/1991 που τέθηκε σε ισχύ στις 30.10.91. Ο νόμος αυτός, έχοντας υποστεί μερικές τροποποιήσεις, διέπει και σήμερα την λειτουργία των ΕΕΧ.

Από την έναρξη ισχύος του ανωτέρω νόμου ως το 1994, ο θεσμός των ΕΕΧ παρουσίασε ραγδαία ανάπτυξη. Συγκεκριμένα, έχουμε την είσοδο στο

Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών 11 νέων ΕΕΧ, αυξάνοντας το συνολικό αριθμό των ΕΕΧ σε 16.

Από το 1995 έως το 1999 ο συνολικός αριθμός των ΕΕΧ είχε φτάσει μόλις τις 17. Παρόλο που κατά το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα δεν αυξήθηκε σημαντικά ο αριθμός των ΕΕΧ, κυρίως το 1999 παρατηρήθηκε μία αυξημένη ζήτηση μετοχών των ΕΕΧ, όπως αυτή αντικατροπίστηκε στην άνοδο των τιμών των μετοχών τους. Η ζήτηση αυτή οφείλεται στην άνοδο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και στην προσέλκυση νέων επενδυτών.

Οι προοπτικές ανάπτυξης των ΕΕΧ στο μέλλον, οι οποίες μετρώνται τόσο με την αυξημένη ζήτηση των μετοχών των ΕΕΧ, όσο και με τον αριθμό των νέων εταιριών ΕΕΧ που εισάγονται στο Χρηματιστήριο, είναι ιδιαίτερα θετικές. Τούτο, διότι συνδέονται άμεσα με την ανάπτυξη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και της Ελληνικής Οικονομίας.

Συγκεκριμένα, η μείωση των επιτοκίων, ως αναγκαία προσαρμογή με αυτά της ζώνης Ευρώ, θα περιορίσουν ακόμα περισσότερο τις αποδόσεις που αποκομίζουν οι καταθέτες και οι κάτοχοι τίτλων του δημοσίου με αποτέλεσμα να στραφούν περισσότερα κεφάλαια προς τη χρηματιστηριακή αγορά.

Οι νέοι αυτοί επενδυτές, κάτοχοι των συγκεκριμένων κεφαλαίων, λαμβάνοντας υπόψη την έλλειψη χρόνου για την παρακολούθηση των επενδύσεων τους σε μετοχές και την έλλειψη κατάρτισης και διαπραγματευτικής ικανότητας, θα οδηγηθούν στην τοποθέτηση των αποταμιεύσεων τους στους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων, διότι αυτοί συνδυάζουν την επαγγελματική διαχείριση και τη διασπορά του κινδύνου.

Η αναβάθμιση της χρηματιστηριακής αγοράς και η συνεχής βελτίωση του θεσμικού πλαισίου προς την κατεύθυνση της προστασίας του επενδυτή θα συμβάλει στην εισροή ξένων και εγχωρίων κεφαλαίων, ένα μέρος των οποίων θα στραφεί στις EEX.

Ο επενδυτικός εκσυγχρονισμός επίσης των Δημοσίων Ταμείων στρέφει σταδιακά ένα σημαντικό κομμάτι των διαθεσίμων, που επένδυναν ως τώρα σε τίτλους του δημοσίου και καταθέσεις, στις EEX που προσφέρουν υψηλές αποδόσεις, διαχειριζόμενες διαφοροποιημένα, ως προς τον κίνδυνο, χαρτοφυλάκια.

Η δυνατότητα, από την πλευρά των EEX, τοποθετήσεων των διαθεσίμων τους σε ευρωπαϊκούς τίτλους, κυρίως της ζώνης του Ευρώ, καθώς και στην παγκόσμια αγορά, θα αυξήσουν περισσότερο τις αποδόσεις των

χαρτοφυλακίων τους, και θα διαφοροποιήσουν ακόμα περισσότερο το χαρτοφυλάκιο τους, ως προς τον κίνδυνο, κάνοντας πιο ελκυστικές τις μετοχές τους.

Η κερδοφορία των εισηγμένων εταιριών και η είσοδος νέων κερδοφόρων εταιριών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών θα ενισχύσουν τις υπεραξίες των χαρτοφυλακίων των EEX. Η προοπτική αυτή θα κάνει τις μετοχές των EEX πιο ελκυστικές. Οι EEX θα αποκομίσουν μεγαλύτερα κέρδη, τόσο από την πώληση των αξιών που έχουν στο χαρτοφυλάκιο τους, σε τιμές υψηλότερες από τις τιμές κτήσεως τους, όσο και από τα διανεμόμενα μερίσματα των αξιών των κερδοφόρων εταιριών, τις οποίες κρατούν στο χαρτοφυλάκιο τους.

Η αυξημένη ρευστότητα και το ευνοϊκό κλίμα, που θα δημιουργήσουν οι παραπάνω αναφερόμενες εξελίξεις, θα οδηγήσει σε αύξηση της ζήτησης μετοχών των EEX, η οποία θα αντικατροπτισθεί στην αύξηση των τιμών των μετοχών τους.

Από την άλλη πλευρά, η αυξημένη ρευστότητα, που προέρχεται από τα νέα κεφάλαια και η αύξηση της ζήτησης σε μετοχές των EEX δημιουργεί ευνοϊκές προϋποθέσεις για την είσοδο νέων EEX στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Οι αιτήσεις εισαγωγής νέων EEX στο Χρηματιστήριο

Αξιών Αθηνών έχουν αυξηθεί σημαντικά, ήδη δε τέσσερις από αυτές θα βρίσκονται στην κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου, πριν το τέλος του 2000.

1.2 ΕΝΝΟΙΑ ΤΩΝ ΕΕΧ

Οι ΕΕΧ είναι ανώνυμες εταιρείες με αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση χαρτοφυλακίου κινητών αξιών, δηλαδή μετοχών, ομολογιών, τίτλων μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων, πιστοποιητικών καταθέσεων, εντόκων γραμματίων του Δημοσίου, καθώς και άλλων χρηματιστηριακών πραγμάτων όπως αυτά καθορίζονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (άρθρο 1, παρ.1 του νόμου 1969/91).

Συγκεκριμένα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, σύμφωνα με το άρθρο 70 του νόμου 1969/91, ορίζει ως νέα χρηματιστηριακά πράγματα τα δικαιώματα προτιμήσεως, τα δικαιώματα ή συμβάσεις εγγραφής αποκτήσεως ή εκχωρήσεως μετοχών ή ομολογιών, καθώς και τα χρηματοοικονομικά προθεσμιακά συμβόλαια με αντικείμενο ομολογίες, μετοχές ή χρηματοοικονομικούς δείκτες.

Επιπρόσθετα, σύμφωνα με το άρθρο 16^A του νόμου 1969/91 το οποίο προστέθηκε με το άρθρο 52 του νόμου 2533/1997, δημιουργείται από το

νόμο μία νέα κατηγορία ΕΕΧ, την οποία ονομάζει «Εταιρία Επενδύσεων Αναδυομένων Αγορών» (ΕΧΑΑ). Η νέα αυτή κατηγορία ΕΕΧ διαφοροποιείται σε σχέση με τις παραδοσιακές ΕΕΧ κυρίως όσον αφορά τα επιτρεπτά όρια επενδύσεων, αλλά και ως προς τις φορολογικές απαλλαγές που προσφέρει στους μετόχους της.

Γενικότερα, οι ΕΕΧ είναι διεθνώς γνωστές ως Εταιρίες Επενδύσεων «κλειστού τύπου», σε αντίθεση με τα Αμοιβαία Κεφάλαια που θεωρούνται Εταιρίες Επενδύσεων «ανοιχτού τύπου». Ο όρος «κλειστού τύπου» αναφέρεται στο γεγονός ότι το μετοχικό κεφάλαιο των ΕΕΧ δεν μεταβάλλεται (παραμένει κλειστό) όταν οι επενδυτές αγοράζουν ή ρευστοποιούν τις μετοχές των εταιριών αυτών. Το μετοχικό κεφάλαιο των ΕΕΧ μεταβάλλεται μόνο εάν η γενική συνέλευση των μετόχων τους αποφασίσει την αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου. Οι περισσότερες Ελληνικές ΕΕΧ είναι θυγατρικές τραπεζών, όπου οι μητρικές τους κατέχουν μεγάλο ποσοστό των μετοχών τους. Επίσης, οι θυγατρικές ΕΕΧ συνήθως επανεπενδύουν στις μετοχές των μητρικών τους, γεγονός που επηρεάζει τη διαχρονική μεταβολή των τιμών των μετοχών τους.

Τα έσοδα των ΕΕΧ προέρχονται κυρίως από την είσπραξη των μερισμάτων των μετοχών και των τόκων των ομολογιών που διαθέτουν

στο χαρτοφυλάκιο τους, καθώς και από τα κεφαλαιακά κέρδη που πραγματοποιούνται από τις αγοραπωλησίες των αξιογράφων.

1.3 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ EEX

Οι EEX επενδύουν τα κεφάλαια που προέρχονται από τις ιδρυτικές εισφορές, το δανεισμό, ο οποίος επιτρέπεται μέχρι το 10% των ιδίων κεφαλαίων τους, καθώς και τις αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου σε κινητές αξίες, όπως ορίζει το άρθρο 4 του νόμου 1969/91, τηρώντας τις προϋποθέσεις και τους περιορισμούς των επενδύσεων αυτών σύμφωνα με τα άρθρα 5 και 6 του ίδιου νόμου.

Αντικειμενικός στόχος των EEX είναι η όσο το δυνατόν καλύτερη εξυπηρέτηση των συμφερόντων των μετόχων τους. Η ύπαρξη μετόχων-επενδυτών με διαφορετικές προτιμήσεις όσον αφορά τον επιθυμητό βαθμό κινδύνου-απόδοσης, συνέβαλε στην ανάπτυξη πολλών κατηγοριών EEX. Θα μπορούσαμε να κατηγοριοποιήσουμε τις EEX σε πέντε κατηγορίες, με βάση τη επενδυτική πολιτική που ακολουθούν, ώστε να ικανοποιήσουν τις προτιμήσεις των διαφορετικών μετόχων-επενδυτών:

1. EEX με περιορισμένη διαφοροποίηση, οι οποίες επενδύουν σε κινητές αξίες ενός περιορισμένου αριθμού επιχειρήσεων³.

2. EEX με εκτεταμένη διαφοροποίηση, οι οποίες επενδύουν σε μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων με αποτέλεσμα ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου τους να πλησιάζει τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου αγοράς⁴.

3. EEX με χαρτοφυλάκιο αποτελούμενο κυρίως από μετοχές μικρών δυναμικών (αναπτυσσομένων) επιχειρήσεων. Οι συγκεκριμένες εταιρίες επενδύουν σε μικρές δυναμικές επιχειρήσεις προσδοκώντας μεγάλα κεφαλαιακά κέρδη. Η επενδυτική πολιτική αυτών των εταιριών στηρίζεται στο γεγονός ότι στο παρελθόν ένας στατιστικά σημαντικός αριθμός μικρών δυναμικών επιχειρήσεων είχε επιτύχει αποδόσεις μεγαλύτερες από τις αναμενόμενες ανάλογα με το επίπεδο κινδύνου τους⁵.

4. EEX με χαρτοφυλάκιο αποτελούμενο από μετοχές εισοδήματος⁶. Συγκεκριμένα, οι EEX αυτές τοποθετούν τα διαθέσιμα τους σε μετοχές εταιριών οι οποίες διανέμουν υψηλά ποσοστά των κερδών που πραγματοποιούν με τη μορφή μερίσματος. Επίσης, οι συγκεκριμένες EEX επενδύουν και σε ομολογίες. Συνεπώς, οι κάτοχοι μετοχών των εταιριών αυτών αποκομίζουν έσοδα, με τη μορφή μερίσματος, τα οποία προέρχονται, σε μεγάλο ποσοστό, από τους τόκους των ομολογιών και τα μερίσματα των μετοχών εισοδήματος.

5. ΕΕΧ που επενδύουν ως επί το πλείστον σε μετοχές δυναμικών εταιριών, οι οποίες επανεπενδύουν τα κέρδη τους⁷. Η επανεπένδυση των κερδών δημιουργεί στο επενδυτικό κοινό προσδοκίες μελλοντικής κερδοφορίας, οι οποίες αντανακλώνται σε αύξηση της τρέχουσας τιμής των μετοχών τους. Οι μέτοχοι των συγκεκριμένων ΕΕΧ εισπράττουν τα εισοδήματα τους κυρίως από τα κεφαλαιακά κέρδη που επιτυγχάνουν οι Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, ρευστοποιώντας τις μετοχές των δυναμικών εταιριών που κατέχουν σε τιμές υψηλότερες από τις τιμές κτήσεως.

Επιπρόσθετα, ο νόμος 2778/99 εισήγαγε μία νέα ειδική κατηγορία Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, τις Εταιρίες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία. Η συγκεκριμένη εταιρία διαχειρίζεται χαρτοφυλάκιο ακίνητης περιουσίας, σε ποσοστό τουλάχιστον 70% και σε κινητές αξίες σε ποσοστό έως 10%. Η νέα αυτή ειδική κατηγορία ΕΕΧ επιδιώκει την πραγματοποίηση υψηλών αποδόσεων επενδύοντας στο χώρο των ακινήτων, ικανοποιώντας παράλληλα τους μετόχους-επενδυτές, οι οποίοι δεν μπορούν να επενδύσουν άμεσα σε ακίνητα και συνεπώς να επιτύχουν σταθερά ανοδικές αποδόσεις.

1.4 ΕΠΙΔΙΩΞΕΙΣ ΤΩΝ ΕΕΧ

Οι επιδιώξεις των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου είναι οι εξής⁸:

1. Διανομή στους μετόχους τους, με τη μορφή μερίσματος, των καθαρών κερδών που πραγματοποιούν (ύστερα από τις αφαιρέσεις των λειτουργικών και λοιπών εξόδων). Τα έσοδα των ΕΕΧ προέρχονται από τα μερίσματα και τους τόκους που εισπράττουν ως αμοιβή του χαρτοφυλακίου τους, καθώς και από τα κέρδη που πραγματοποιούν από τις αγοραπωλησίες αξιογράφων (εφόσον πουλούν τα αξιόγραφα σε τιμές υψηλότερες από την τιμή κτήσεως τους).
2. Αύξηση της τρέχουσας αξίας των μετοχών τους στο Χρηματιστήριο.

Οι ανωτέρω επιδιώξεις είναι απαραίτητες για να επιτευχθεί, από τις ΕΕΧ, ένα υψηλό επίπεδο απόδοσης, με ορισμένο επίπεδο κινδύνου, ανάλογο της επενδυτικής πολιτικής που ακολουθεί κάθε ΕΕΧ.

Η απόδοση των μετοχών μίας ΕΕΧ ορίζεται ως το πηλίκο του αθροίσματος του ποσού του διανεμόμενου μερίσματος σε μία περίοδο και της μεταβολής της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής της ΕΕΧ στην ίδια περίοδο, προς τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής στην αρχή της

περιόδου. Συνεπώς, η αύξηση της χρηματιστηριακής αξίας των μετοχών των ΕΕΧ, καθώς και η διανομή ενός υψηλού μερίσματος στους μετόχους τους, επιτρέπει την επίτευξη μίας υψηλής απόδοσης των μετοχών τους.

Το γεγονός αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό, διότι οι επενδυτές αποφασίζουν αν θα τοποθετήσουν τα χρήματά τους σε αυτές ή όχι ανάλογα με την επιτυγχανόμενη απόδοση, σε συνάρτηση με τον αντίστοιχο κίνδυνο.

1.5 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ-ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΕΕΧ

Οι ΕΕΧ, τόσο οι «παραδοσιακές», όσο και η νέα κατηγορία των ΕΧΑΑ, παρέχουν στους μετόχους τους πολλά πλεονεκτήματα. Ωστόσο, όπως κάθε άλλη μορφή επένδυσης, οι συγκεκριμένες εταιρίες παρουσιάζουν και μειονεκτήματα.

Στο συγκεκριμένο μέρος της εργασίας παρουσιάζονται τόσο τα πλεονεκτήματα, όσο και τα μειονεκτήματα των ΕΕΧ.

1.5.1 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΕΕΧ

Τα πλεονεκτήματα των ΕΕΧ και των ΕΧΑΑ είναι τα εξής:

1. Πρώτα απ' όλα παρέχουν τη δυνατότητα διαφοροποίησης και μείωσης του επενδυτικού κινδύνου. Συγκεκριμένα, οι ΕΕΧ τοποθετούν τα κεφάλαια των μετόχων τους σε μεγάλο αριθμό μετοχών διαφορετικών επιχειρήσεων, σε πολλούς κλάδους της οικονομίας, σε τίτλους σταθερού εισοδήματος, σε διαφορετικά νομίσματα. Η δημιουργία ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου επιτρέπει τη μείωση των επιπτώσεων των διακυμάνσεων της αγοράς, με αποτέλεσμα τη μείωση του επενδυτικού κινδύνου.
2. Οι ΕΕΧ προσφέρουν στους μετόχους τους την επαγγελματική διαχείριση των κεφαλαίων τους. Οι περισσότεροι επενδυτές δεν διαθέτουν ούτε το χρόνο για να παρακολουθούν την πορεία των εταιριών στις οποίες έχουν επενδύσει, ούτε και τη γνώση ή εμπειρία που θα τους επιτρέψουν να προβούν σε σωστές αξιολογήσεις και τοποθετήσεις των κεφαλαίων τους. Αντίθετα, τα στελέχη που διαχειρίζονται τα χαρτοφυλάκια των ΕΕΧ έχουν εξειδικευμένες γνώσεις, παρακολουθούν καθημερινά τις επιδόσεις των εταιριών, τις εξελίξεις της οικονομίας, επεξεργάζονται και αξιολογούν τις πληροφορίες και προβαίνουν σε ορθολογικές επιλογές τίτλων, που ελαχιστοποιούν τον επενδυτικό κίνδυνο και παράλληλα αυξάνουν τις αποδόσεις των συνολικών χαρτοφυλακίων τους.

3. Οι EEX αποτελούν για τους επενδυτές ένα μέσο επίτευξης προσοδοφόρας επένδυσης με σχετικά μικρό κόστος⁹. Η αξία της μετοχής των EEX είναι σχετικά μικρή. Το γεγονός αυτό επιτρέπει στους επενδυτές και κυρίως σε εκείνους που έχουν μικρό κεφάλαιο προς επένδυση, να την αγοράσουν.
4. Οι μετοχές των EEX έχουν μεγάλη εμπορευσιμότητα που τις καθιστά εύκολα ρευστοποιήσιμες¹⁰. Ανά πάσα στιγμή, ο μέτοχος μπορεί να ρευστοποιήσει την τοποθέτηση του σε μετοχές των EEX, μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς.
5. Μία από τις επιδιώξεις των EEX είναι η καταβολή των πραγματοποιηθέντων καθαρών κερδών κάθε χρήσης στους μετόχους, με τη μορφή μερίσματος. Η καταβολή του μερίσματος σπάνια αναβάλλεται και μόνο εφόσον αποφασισθεί να παρακρατηθεί το συνολικό ποσό των διανεμομένων κερδών σε λογαριασμούς αποθεματικών και προβλέψεων. Αυτό συμβαίνει όταν συντρέχουν σημαντικοί λόγοι, όπως ανάγκη κάλυψης ζημιών από αγοραπωλησίες τίτλων ή διακράτηση κερδών λόγω προβλέψεων μελλοντικών ζημιών. Οι μέτοχοι συνεπώς των EEX βρίσκονται σε πλεονεκτικότερη θέση από τους μετόχους άλλων εταιριών, διότι τους καταβάλλεται ετησίως, ως μέρισμα, ως και το 100% των πραγματοποιηθέντων καθαρών κερδών χρήσης, πλήν

εκτάκτων περιπτώσεων, όπου παρακρατείται όλο το ποσό των κερδών σε αποθεματικούς λογαριασμούς

Από τη διαχρονική μελέτη 11 ΕΕΧ του κλάδου, κατά την περίοδο 1997-1999, διαπιστώνεται ότι το μέρισμα που κατέβαλαν οι ΕΕΧ αποτελούσε ποσοστό από 40% έως και 100% των κερδών προς διάθεση.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1
ΚΑΤΑΒΑΛΛΟΜΕΝΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ ΩΣ ΠΟΣΟΣΤΟ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ
ΠΡΟΣ ΔΙΑΘΕΣΗ
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1997-1999

	1997	1998	1999
	%	%	%
ΑΙΟΛΙΚΗ	56,0	100,0	81,0
ΑΛΦΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	55,3	46,0	N/A
ΔΙΑΣ	0,0	56,0	80,0
ΕΘΝΙΚΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	60,0	82,0	82,6
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	49,7	50,0	51,0
ΕΞΕΛΙΞΗ	42,0	95,0	95,8
ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	53,0	N/A	N/A
ΙΝΤΕΡΙΝΒΕΣΤ	93,0	75,5	79,4
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	50,0	47,0	43,0
ΠΡΟΟΔΟΣ	44,0	43,0	N/A
MARFIN	40,0	36,0	98,0

Πηγή: Απολογισμοί Εταιριών
1997, 1998, 1999.

Συγκεκριμένα, το 1997 το μέρισμα κυμαινόταν από 40% έως και 93% των κερδών προς διάθεση. Μόνο η Δίας δεν κατέβαλε μέρισμα στους μετόχους της. Το 1998 τα μερίσματα κυμάνθηκαν από 36% έως και 100% των κερδών προς διάθεση, ενώ το 1999, σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία, τα μερίσματα κυμαινότουσαν από 43% έως και 98% των κερδών προς διάθεση, των αντιστοίχων ΕΕΧ.

6. Τα έξοδα λειτουργίας, καθώς και τα έξοδα διαχείρισης των χαρτοφυλακίων των EEX διατηρούνται σε πολύ χαμηλά επίπεδα σε σχέση με τα πραγματοποιηθέντα ακαθάριστα έσοδα των κεφαλαίων που διαχειρίζονται. Το γεγονός αυτό επιτρέπει, αφενός στις EEX να πραγματοποιούν υψηλότερα κέρδη προς διάθεση και αφετέρου στους μετόχους να αποκομίζουν υψηλότερα εισοδήματα με τη μορφή μερισμάτων από ότι οι μέτοχοι άλλων εταιριών.

Πιο συγκεκριμένα, όσον αφορά τα έξοδα λειτουργίας των EEX, αυτά διατηρούνται σε χαμηλά επίπεδα, λόγω του μικρού αριθμού των εργαζομένων που απασχολούν οι EEX και λόγω των περιορισμένων λειτουργικών εξόδων, όπως είναι τα έξοδα ενοικίασης κτηρίου για την εγκατάστασή τους. Σύμφωνα με τα στοιχεία που αντλήθηκαν από 11 EEX του κλάδου, το 60% των EEX του δείγματος απασχολούσαν προσωπικό τεσσάρων ατόμων, ενώ μερικές από αυτές περιόρισαν διαχρονικά τον αριθμό του προσωπικού τους σε τρία. Οι υπόλοιπες EEX απασχολούσαν προσωπικό πέντε, αλλά και επτά ατόμων, εκτός από μία EEX, η οποία απασχολούσε προσωπικό δέκα ατόμων.

Τα περιορισμένα έξοδα λειτουργίας και διαχείρισης των χαρτοφυλακίων των EEX έχουν ως αποτέλεσμα τα κέρδη προς διανομή να διατηρούνται

σε υψηλά επίπεδα, αποτελώντας ακόμα και το 90% των ακαθαρίστων εσόδων των χαρτοφυλακίων.

Όπως διαπιστώνεται από τον Πίνακα 2, τα κέρδη προς διάθεση των 11 ΕΕΧ αποτελούσαν το 1997 ποσοστό από 73% έως και 93% των ακαθαρίστων εσόδων.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟΣ ΔΙΑΘΕΣΗ ΩΣ ΠΟΣΟΣΤΟ ΤΩΝ ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΩΝ
ΕΣΟΔΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1997-1999

	1997	1998	1999
	%	%	%
ΑΙΟΛΙΚΗ	73,0	96,0	92,0
ΑΛΦΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	93,0	94,0	N/A
ΔΙΑΣ	74,5	82,0	86,3
ΕΘΝΙΚΗ ΧΑΡΤ/ΚΙΟΥ	93,0	92,0	96,5
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	86,6	86,0	90,0
ΕΞΕΛΙΞΗ	82,0	83,0	73,2
ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	80,0	N/A	N/A
INTERINVEST	30,0	80,0	94,0
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	79,0	94,0	96,4
ΠΡΟΟΔΟΣ	93,0	93,0	N/A
MARFIN	77,0	64,0	68,0
N/A όχι διαθέσιμα στοιχεία.			

Πηγή: Απολογισμοί Εταιριών 1997,1998,1999.

Μόνο για την Interinvest αποτελούσαν μόλις το 30% των ακαθαρίστων εσόδων. Το 1998 τα κέρδη προς διάθεση των ΕΕΧ κυμαινόντουσαν για την πλειοψηφία των ΕΕΧ από 80% έως το 96% των ακαθαρίστων εσόδων, ενώ μόνο για την Marfin αποτελούσαν μόλις το 64% των ακαθαρίστων εσόδων της. Το 1999, σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία, τα κέρδη προς διάθεση των ΕΕΧ αποτελούσαν ποσοστό από 92% έως 96,4% των

ακαθαρίστων εσόδων χαρτοφυλακίου, εκτός από την Marfin που αποτελούσαν μόλις το 68%..

Επιπρόσθετα, εκφράζοντας τα μερίσματα που καταβλήθηκαν από τις 11 EEX του κλάδου ως ποσοστό των ακαθαρίστων εσόδων τους, διαπιστώνεται ότι οι μέτοχοι των EEX αποκομίζουν έως και το 90% των ακαθαρίστων εσόδων χαρτοφυλακίου. Συγκεκριμένα, όπως παρουσιάζεται στον Πίνακα 3, το 1997 το καταβαλλόμενο μέρισμα αποτελούσε το 28% έως και το 56% των ακαθαρίστων εσόδων.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3
ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ ΩΣ ΠΟΣΟΣΤΟ ΤΩΝ ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΩΝ ΕΣΟΔΩΝ
ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1997-1999

	1997	1998	1999
	%	%	%
ΑΙΟΛΙΚΗ	40,0	96,0	74,0
ΑΛΦΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	52,0	43,0	N/A
ΔΙΑΣ	0,0	46,0	69,1
ΕΘΝΙΚΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	56,0	75,0	79,8
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	43,9	44,0	45,3
ΕΞΕΛΙΞΗ	34,4	78,0	70,2
ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	42,0	N/A	N/A
INTERINVEST	28,0	61,0	75,0
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	48,0	44,0	42,0
ΠΡΟΟΔΟΣ	41,0	40,0	N/A
MARFIN	31,0	23,0	67,0
N/A μη διαθέσιμα στοιχεία.			

Πηγή: Απολογισμοί Εταιριών 1997,1998,1999.

Τα ποσοστά αυτά είναι σχετικά μικρά, διότι το διάστημα αυτό οι περισσότερες EEX παρακράτησαν σημαντικά ποσά των κερδών προς διάθεση σε λογαριασμούς αποθεματικών. Το 1998, το μέρισμα που

κατέβαλαν οι ΕΕΧ ως ποσοστό των ακαθαρίστων εσόδων τους κυμάνθηκε από 23% έως και 96%. Το μεγαλύτερο μέρος ως ποσοστό των ακαθαρίστων εσόδων καταβλήθηκε από την Αιολική (96%), η οποία διένειμε το σύνολο των πραγματικών κερδών χρήσης, ενώ το μικρότερο καταβλήθηκε από την Marfin (23%). Το 1999, σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία, το ποσοστό των καταβαλλομένων μερισμάτων προς το σύνολο των ακαθαρίστων εσόδων χαρτοφυλακίου, κυμάνθηκε από 42% έως 79,8%.

7. Ένα εξίσου σημαντικό πλεονέκτημα των ΕΕΧ, κυρίως των ΕΧΑΑ, που μεταβιβάζεται στους μετόχους τους, είναι ότι τα μερίσματα που εισπράττουν οι μέτοχοι τους απαλλάσσονται από το φόρο εισοδήματος. Η πλεονεκτική αυτή απαλλαγή θέτει τους μετόχους των ΕΕΧ σε σαφώς καλύτερη θέση από τους μετόχους των άλλων εταιριών.

8. Η οργανωτική δομή των ΕΕΧ συντελεί στην απλοποίηση της επενδυτικής διαδικασίας¹¹. Οι μέτοχοι των ΕΕΧ, συγκρινόμενοι με τους ιδιώτες επενδυτές οι οποίοι διαθέτουν χαρτοφυλάκιο με μετοχές πολλών εταιριών, απαλλάσσονται από την ανάγκη να ενημερώνονται συνεχώς για τις τιμές, τα μερίσματα, τις αυξήσεις κεφαλαίων των εταιριών, τη διαδικασία είσπραξης των μερισμάτων πολλών εταιριών, τη συνεχή επαφή με χρηματιστηριακό γραφείο για αγορές ή πωλήσεις

χρεωγράφων, καθώς και την τήρηση αρχείου αγορών, πωλήσεων, προμηθειών και μερισμάτων.

9. Η επένδυση σε μετοχές των ΕΕΧ αποτελεί μία ασφαλή επένδυση για τους εξής λόγους:

- Η νομοθεσία υποχρεώνει της ΕΕΧ, εκτός των άλλων, να παρέχουν συνεχή ενημέρωση στους μετόχους τους, για τις τοποθετήσεις των κεφαλαίων των τελευταίων.
- Η χρηστή λειτουργία των ΕΕΧ, ως προς την τήρηση των διατάξεων της νομοθεσίας, εποπτεύεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, καθώς και από την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών.

1.5.2 ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΕΕΧ

Τα μειονεκτήματα των ΕΕΧ συνοψίζονται στα εξής:

1. Οι πρόσοδοι που αποφέρουν τα ομόλογα και τα έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου φορολογούνται μόνο όταν εισπράττονται από τις ΕΕΧ¹². Η ρύθμιση αυτή περιορίζει, ως ένα βαθμό, τη δυνατότητα επίτευξης κερδών και υψηλών αποδόσεων των ΕΕΧ.

2. Οι ΕΕΧ, σύμφωνα με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (απόφ.24/27.10.94), έχουν τη δυνατότητα να συμμετέχουν σε δημόσιες εγγραφές σε ποσοστά μικρότερα από ότι οι ιδιώτες επενδυτές¹³. Το αποτέλεσμα αυτής της απόφασης είναι ότι περιορίζεται, ως ένα βαθμό, η δυνατότητα επίτευξης κερδών των ΕΕΧ. Οι ΕΕΧ θα μπορούσαν να επιτύχουν σημαντικές υπεραξίες και κέρδη μέσα από την απόκτηση, διακράτηση ή τη ρευστοποίηση ενός μεγαλύτερου ποσοστού μετοχών των δημοσίων εγγραφών, από το επιτρεπόμενο.

3. Οι ΕΕΧ υποχρεώνονται από το άρθρο 5 του νόμου 1969/91 να τοποθετούνται σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη σε ποσοστό έως 10% των ιδίων κεφαλαίων τους, ενώ το ποσοστό αυτό μπορεί να αυξηθεί εφόσον πληρούνται οι προϋποθέσεις της παραγράφου 2 του άρθρου 5 του νόμου 1969/91. Παρόλο που οι περιορισμοί του συγκεκριμένου άρθρου έχουν ως στόχο οι ΕΕΧ να αποφύγουν τον κινδύνου που σχετίζεται με τη διακράτηση μετοχών ενός εκδότη, ωστόσο οι περιορισμοί αυτοί έχουν επιπτώσεις στα κέρδη τους. Έστω ότι οι διαχειριστές των ΕΕΧ προβλέπουν ότι η τιμή της μετοχής, ενός συγκεκριμένου εκδότη, θα αυξηθεί σημαντικά στο μέλλον ώστε να συμφέρει η τοποθέτηση, στις συγκεκριμένες μετοχές, ενός μεγαλύτερου ποσοστού των ιδίων κεφαλαίων τους από το επιτρεπόμενο. Στην περίπτωση που οι προβλέψεις τους επαληθευτούν, οι ΕΕΧ χάνουν την

ευκαιρία να πραγματοποιήσουν υψηλότερα κεφαλαιακά κέρδη από την αγοραπωλησία ενός υψηλότερου ποσοστού μετοχών από εκείνο που επιτρέπει ο νόμος. Το γεγονός αυτό έχει ως αποτέλεσμα να περιορίζεται σημαντικά η δυνατότητα επίτευξης κερδών και συνεπώς υψηλότερων αποδόσεων των ΕΕΧ.

1.6 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΠΑΡΑΠΟΜΠΕΣ

1. Παμπούκης Γ. Κωνσταντίνος, Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε κινητές αξίες, Αφοί Σάκκουλα, Θεσσαλονίκη 1992, σελ. 15.
2. Παμπούκης Γ. Κωνσταντίνος, ο. π., σελ. 30.
3. Καραθανάσης Α. Γεώργιος, Αξιολόγηση επενδύσεων χρηματοδοτήσεις και χρηματιστηριακές αγορές, Το Οικονομικό, τόμος Γ, σελ. 680.
4. Καραθανάσης Α. Γεώργιος, ο.π., σελ 680.
5. Καραθανάσης Α. Γεώργιος, Σταματίου Β. Χρήστος, Αξιολόγηση των αποδόσεων των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, 1993, σελ. 15.
6. Καραθανάσης Α. Γεώργιος, ο.π., σελ. 680.
7. Καραθανάσης Α. Γεώργιος, ο.π., σελ. 680.
8. Δελής Κωνσταντίνος, Χέβας Δημοσθένης, Αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα 1990, σελ. 14.
9. Μούζουλας Αντ. Σπήλιος, Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων στην Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ένωση, Νομική βιβλιοθήκη, Αθήνα 1996, σελ. 31.
10. Δελής Κωνσταντίνος, Χέβας Δημοσθένης, ο. π., σελ. 13
11. Μούζουλας Αντ. Σπήλιος, ο. π., σελ. 32.
12. Μούζουλας Αντ. Σπήλιος, ο. π., σελ. 31.
13. Μούζουλας Αντ. Σπήλιος, ο. π., σελ. 30.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου ρυθμίζεται από το νόμο 1969/91. Ο νόμος αυτός τροποποιήθηκε από νεότερους νόμους εκ των οποίων ο πιο πρόσφατος είναι ο ν. 2651/98.

Μια σημαντική τροποποίηση του ν. 1969/91 αποτελεί η πρόσθηκη με το άρθρο 52 του νόμου 2533/97 του άρθρου 16^Α που δημιούργησε μία νέα κατηγορία Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, τις ονομαζόμενες Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου Αναδυομένων Αγορών (ΕΧΑΑ). Η συγκεκριμένη κατηγορία διαφοροποιείται από τις παραδοσιακές ΕΕΧ ως προς τους νέους επενδυτικούς κανόνες και περιορισμούς που διέπουν τη λειτουργία της έναντι των παραδοσιακών ΕΕΧ.

2.2 ΣΥΣΤΑΣΗ

Για να συσταθεί μία ΕΕΧ ή μία ΕΧΑΑ απαιτείται η απόκτηση άδειας λειτουργίας, καθώς και η απόκτηση άδειας σύστασης (άρθρο 2 παρ.1 του νόμου 1969/91). Η άδεια λειτουργίας αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για τη χορήγηση άδειας σύστασης, ενώ χορηγείται και στις περιπτώσεις μετατροπής υφιστάμενης εταιρίας σε ΕΕΧ ή μετατροπής ΕΧΑΑ σε ΕΕΧ, πριν την ολοκλήρωση της διαδικασίας¹. Η μόνη περίπτωση για την οποία δεν απαιτείται η έκδοση νέας άδειας λειτουργίας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι όταν έχουμε τη μετατροπή ΕΕΧ, που διαθέτει ήδη άδεια λειτουργίας, σε ΕΧΑΑ (άρθρο 16^Α παρ. 3^α του νόμου 1969/91, όπου μεταγενέστερα τροποποιήθηκε).

Η άδεια λειτουργίας, στις περιπτώσεις που απαιτείται, χορηγείται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ύστερα από το σχετικό έλεγχο που πραγματοποιεί, ώστε να διαπιστώσει την καταλληλότητα και την ικανότητα της ΕΕΧ ή της ΕΧΑΑ να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της προς το επενδυτικό κοινό.

Για να διεξαχθεί ο έλεγχος καταλληλότητας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς πρέπει οι ΕΕΧ να συνυποβάλλουν, μαζί με το καταστατικό τους, επιπρόσθετα στοιχεία που αφορούν τα οικονομικά μέσα που

διαθέτουν, καθώς και τα προσόντα των προσώπων που θα διοικήσουν την εταιρία. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εξετάζει τη νομική οργάνωση, τα τεχνικά και οικονομικά μέσα της εταιρίας, την αξιοπιστία και την πείρα των προσώπων που πρόκειται να τη διοικήσουν, καθώς και την καταλληλότητα των ιδρυτών, ώστε να διασφαλισθεί η χρηστή διαχείριση της εταιρίας (άρθρο 2 παρ.2 του νόμου 1969/91). Ωστόσο, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει τη δυνατότητα εξειδίκευσης των κριτηρίων του ελέγχου² που γίνεται, πριν ληφθεί η απόφαση για τη χορήγηση ή μη άδειας λειτουργίας. Το γεγονός αυτό θέτει το ερώτημα κατά πόσο διασφαλίζεται η ίση αντιμετώπιση των ΕΕΧ από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, στο βαθμό που προσδιορίζει συγκεκριμένα κριτήρια για τον έλεγχο μίας ΕΕΧ ή μίας ΕΧΑΑ, ενώ την ίδια στιγμή είναι στην ευχέρεια της να τα τροποποιήσει για τον έλεγχο της καταλληλότητας μίας άλλης ΕΕΧ.

Ίσως θα ήταν καλύτερο, να θεσπισθεί με νόμο ο υποχρεωτικός προσδιορισμός των κριτηρίων που χρησιμοποιούνται για τον έλεγχο της καταλληλότητας των ΕΕΧ, ο οποίος διενεργείται πριν εκδοθεί απόφαση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για την έκδοση άδειας λειτουργίας. Προτείνεται μάλιστα, η θέσπιση των κριτηρίων ελέγχου να γίνεται με Προεδρικό Διάταγμα, μετά γνώμη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Προτείνεται επίσης, να προβλεφθεί με νόμο η δυνατότητα μεταβολής των κριτηρίων υπό όρους, όποτε αυτό κρίνεται αναγκαίο³. Με τον τρόπο αυτό

είναι δυνατό να διασφαλισθεί η αρχή της ίσης αντιμετώπισης όλων των ΕΕΧ.

Ύστερα από το σχετικό έλεγχο η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποφασίζει εάν θα χορηγήσει ή δεν θα χορηγήσει άδεια λειτουργίας στην εκάστοτε ΕΕΧ ή ΕΧΑΑ. Η απόφαση αυτή, πρέπει να είναι αιτιολογημένη⁴. Εφόσον η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς χορηγήσει την άδεια λειτουργίας στην ΕΕΧ, εκείνη οφείλει να αναγράψει τον αριθμό άδειας λειτουργίας κάτω από την επωνυμία της, καθώς και σε κάθε έγγραφο όχι μόνο της ιδρυτικής της διαδικασίας, αλλά και της μετέπειτα λειτουργίας της.

Ύστερα από την απόκτηση της άδειας λειτουργίας, η ΕΕΧ προχωρά στην έκδοση άδειας σύστασης, η οποία χορηγείται από τον Υπουργό Εμπορίου. Για τη χορήγηση της άδειας σύστασης, απαιτείται πρώτα απ' όλα η σύνταξη του καταστατικού με δημόσιο έγγραφο (κ.ν. 2190/1920). Απαιτείται επίσης, η έγκριση του καταστατικού και η χορήγηση άδειας σύστασης από την Διοικητική Αρχή (Νομαρχία) με σχετική απόφαση (άρθρο 4 παρ.1 του κ.ν. 2190 σε συνδυασμό με το Ν.Δ 532/70). Η απόφαση αυτή καταχωρείται στο Κεντρικό Μητρώο Ανωνύμων Εταιριών του Υπουργείου Εμπορίου, σύμφωνα με το άρθρο 7β παρ.10 κ.ν. 2190), ενώ η ανακοίνωση της καταχώρησης αυτής δημοσιεύεται στο τεύχος ΑΕ

και ΕΠΕ της Εφημερίδας της Κυβερνήσεως (άρθρο 7β παρ 1 εδβ' κ.ν. 2190).

Η ΕΕΧ ή η ΕΧΑΑ, ύστερα από την απόκτηση της σχετικής άδειας λειτουργίας, καθώς και της άδειας σύστασης, οφείλει να υποβάλει αίτηση εισαγωγής των μετοχών της στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εντός εξαμήνου από τη σύσταση της (άρθρο 3 παρ1 του ν1969/91). Η εισαγωγή των μετοχών των ΕΕΧ και ΕΧΑΑ γίνεται σύμφωνα με τις διατάξεις που ισχύουν εκάστοτε για την εισαγωγή μετοχών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, με την πρόσθετη προϋπόθεση ότι το 50% του μετοχικού τους κεφαλαίου έχει τοποθετηθεί σε αξίες, σύμφωνα με τη νομοθεσία που ισχύει σχετικά με την υποχρεωτική τοποθέτηση των διαθεσίμων των ΕΕΧ ή των ΕΧΑΑ (άρθρο 4 ν. 1969/91). Στην περίπτωση μετατροπής εταιρίας σε ΕΕΧ, η υποβολή της αίτησης εισαγωγής των μετοχών στο Χρηματιστήριο, πρέπει να πραγματοποιείται μέσα σε διάστημα έξι μηνών από τη διαδικασία μετατροπής (άρθρο 3 παρ.1 ν. 1969/91).

Εάν η ΕΕΧ ή η ΕΧΑΑ δεν έχει υποβάλλει την αίτηση εισαγωγής των μετοχών της ή δεν έχει ολοκληρώσει την εισαγωγή των μετοχών της στο Χρηματιστήριο, εντός του προκαθορισμένου διαστήματος των έξι μηνών από τη σύσταση της ή από τη διαδικασία μετατροπής της, τότε ανακαλείται

η άδεια λειτουργίας της και τίθεται υπό εκκαθάριση (άρθρο 3 παρ.2 ν. 1969/91).

Ωστόσο, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να παράσχει παράταση της συγκεκριμένης προθεσμίας υποβολής αίτησης εισαγωγής στο Χρηματιστήριο σε περίπτωση ανωτέρας βίας ή εάν η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εκτιμά ότι οι συνθήκες της αγοράς θέτουν σε κίνδυνο την κάλυψη κεφαλαίου και την πραγματοποίηση της απαιτούμενης διασποράς των μετοχών. Η συγκεκριμένη παράταση μπορεί να δοθεί για περισσότερες από μία φορές. Εάν όμως η αίτηση εισαγωγής των μετοχών της EEX ή της EXAA δεν υποβληθεί στην παρασχεθείσα και με την παράταση προθεσμία υποβολής ή εάν δεν έχει ολοκληρωθεί η εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο, τότε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ανακαλεί την άδεια λειτουργίας, θέτοντας την σε καθεστώς εκκαθάρισης (άρθρο 3 παρ 2 ν.1969/91).

Ένα ερώτημα που τίθεται είναι κατά πόσο η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εκτιμά αντικειμενικά τις εκάστοτε συνθήκες της αγοράς, προκειμένου να παρέχει παράταση προθεσμίας όποτε αυτή απαιτείται. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κρίνει ατομικά για κάθε EEX, εάν συντρέχουν λόγοι παράτασης της δεδομένης προθεσμίας. Η απόφαση όμως λαμβάνεται σύμφωνα με εκτιμήσεις και όχι βάσει αντικειμενικών κριτηρίων. Το

γεγονός αυτό είναι αρκετό για να κατηγορηθεί η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για αυθαιρεσία. Θα ήταν προτιμότερο η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να προκαθορίσει τις συνθήκες εκείνες που δικαιολογούν την παροχή παράτασης της προθεσμίας, έτσι ώστε να διασφαλισθεί η αρχή της ισότητας ως προς την αντιμετώπιση κάθε EEX. Με τον τρόπο αυτό οι αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς θα αιτιολογούνται βάσει αποδείξεων και όχι βάσει εκτιμήσεων⁵.

Η δυνατότητα επίσης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς να παράσχει εφάπαξ παράταση της προθεσμίας εισαγωγής των μετοχών στο Χρηματιστήριο δημιουργεί εκτός από συνθήκες άνισης μεταχείρισης μεταξύ των EEX, τη διαίωνιση της εκκρεμότητας εισόδου στο Χρηματιστήριο, για εκείνες τις EEX που δεν πληρούν τις προϋποθέσεις εισόδου ή αποφεύγουν να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο. Η κατάσταση αυτή θα οδηγήσει στον κλονισμό της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού τόσο προς το θεσμό των EEX⁶, όσο και προς τη νομοθεσία που διέπει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Για τους παραπάνω λόγους κρίνεται αναγκαίο να αποφασισθεί ο αριθμός των παρατάσεων, που είναι δυνατόν να δοθούν σε μία EEX, για να μπορέσει να εισαχθεί στο Χρηματιστήριο.

2.3 ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

Η συγκρότηση του μετοχικού κεφαλαίου των ΕΕΧ και των ΕΧΑΑ πραγματοποιείται με τη συγκέντρωση εισφορών από τους εταίρους των ΕΕΧ.

Ο νόμος ορίζει ότι το ελάχιστο ύψος του μετοχικού κεφαλαίου της ΕΕΧ είναι 500.000.000 δραχμές. Το ποσό αυτό μπορεί να αυξάνεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (άρθρο 1 παρ. 2 ν. 1969/91). Το συγκεκριμένο ποσό οφείλει να καταβάλλεται ολοσχερώς κατά την ίδρυση της ΕΕΧ. Σε περίπτωση που το μετοχικό κεφάλαιο μίας Εταιρίας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου υπερβαίνει το οριζόμενο κατώτερο όριο, τότε είναι δυνατή η μερική καταβολή του, ως προς το επιπλέον ποσό⁷.

Σε περίπτωση που η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, με απόφαση της, αυξήσει το ελάχιστο ύψος του μετοχικού κεφαλαίου, τόσο οι νεοϊδρυθείσες ΕΕΧ και ΕΧΑΑ, όσο και οι υπάρχουσες ΕΕΧ ή ΕΧΑΑ πρέπει να προσαρμόσουν το κεφάλαιο τους. Η προσαρμογή πρέπει να γίνεται μόνο εφόσον το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων τους υπολείπεται του κατώτατου ορίου και μόνο κατά το υπολειπόμενο ποσό. Οι ΕΕΧ που ήδη λειτουργούν ευνοούνται από το νόμο διότι μπορούν να συνυπολογίσουν και τα

αποθεματικά, καθώς και τα ποσά των λογαριασμών που συμπεριλαμβάνονται στην κατηγορία «ίδια κεφάλαια».

Επίσης, η EEX ή EXAA οφείλει να διατηρεί το μετοχικό της κεφάλαιο στο οριζόμενο από το καταστατικό της ποσό. Εάν αυτό δαπανηθεί κατά τη διάρκεια της χρήσης, οφείλει να το αναπληρώσει από τα ακαθάριστα κέρδη, πριν από τη διανομή του μερίσματος στους μετόχους της. Από την άλλη πλευρά η EEX, έχει τη δυνατότητα αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου, ύστερα από σχετική απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Η EEX, αλλά και η EXAA έχουν επίσης τη δυνατότητα μείωσης του μετοχικού κεφαλαίου, υπό τους όρους του ν 2190/1920, εφόσον δεν θίγεται το ελάχιστο όριο που έχει οριστεί^δ. Η περίπτωση αυτή όμως είναι ιδιαίτερα σπάνια, διότι η EEX θα έχανε αφενός, την ευκαιρία να επενδύσει το συγκεκριμένο κεφάλαιο σε κινητές αξίες που θα της απέφεραν μία επιπλέον απόδοση του χαρτοφυλακίου της και αφετέρου τη δυνατότητα μεγαλύτερης διαφοροποίησης του κινδύνου στο χαρτοφυλάκιο της.

Οι εισφορές των εταίρων της EEX ή της EXAA μπορούν να γίνουν υπό τη μορφή μετρητών, καθώς και κινητών αξιών, δηλαδή μετοχών, ομολογιών, τίτλων του Δημοσίου, αμοιβαίων κεφαλαίων, καθώς και άλλων χρηματιστηριακών πραγμάτων που είναι εισηγμένα στην κύρια ή παράλληλη αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών ή σε άλλη εποπτευόμενη

αγορά κράτους μέλους των Ευρωπαϊκής Ένωσης, εφόσον η συγκεκριμένη αγορά λειτουργεί κανονικά, είναι αναγνωρισμένη και ανοιχτή στο κοινό.

Επιτρέπεται επίσης η εισφορά κινητών και ακινήτων πραγμάτων, που εξυπηρετούν λειτουργικές ανάγκες της εταιρίας, δηλαδή κτίρια, σκεύη, οχήματα. Όμως η εισφορά των συγκεκριμένων κινητών ή ακινήτων πραγμάτων περιορίζεται στο 1/10 του μετοχικού κεφαλαίου της ΕΕΧ (άρθρο 1 παρ. 3 ν.1969/91).

Οι παραπάνω ρυθμίσεις ανταποκρίνονται απόλυτα στους όρους και τους περιορισμούς που πρέπει να τηρούν οι ΕΕΧ κατά την τοποθέτηση των διαθέσιμων τους σε κινητές αξίες κατά τη διαμόρφωση του χαρτοφυλακίου τους, σύμφωνα με το άρθρο 4 του ν.1969/91.

Τέλος, η αποτίμηση των παραπάνω εισφορών, σύμφωνα με το άρθρο 4 του νόμου 1969/91, γίνεται στη χαμηλότερη τιμή μεταξύ της τιμής κτήσεως και της τρέχουσας τιμής.

2.4 ΣΥΝΘΕΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Οι επενδύσεις των ΕΕΧ προσδιορίζονται από το άρθρο 4 του Ν 1969/91, ενώ οι επενδύσεις των ΕΧΑΑ προσδιορίζονται κυρίως από τις ειδικές

ρυθμίσεις του άρθρου 16^Α του νόμου 1969/91 περί τοποθετήσεων των ΕΧΑΑ.

Επιπρόσθετα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με την απόφαση αριθμό 8002 της 119^{ης} συνεδρίασης/11.11.1997 και την απόφαση αριθμό 7583 της 106^{ης} συνεδρίασης, επέκτεινε τις επενδυτικές επιλογές των θεσμικών επενδυτών και ειδικότερα των ΕΕΧ και ΕΧΑΑ.

2.4.1 ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΙΣ ΣΕ ΑΞΙΕΣ

Σύμφωνα με τις ανωτέρω ρυθμίσεις:

1. Οι ΕΕΧ μπορούν να τοποθετούν τα διαθέσιμα τους σε μετοχές ή ομολογίες που είναι εισηγμένες στην κύρια ή παράλληλη αγορά ή σε άλλη εποπτευόμενη αγορά, κράτους-μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης ή κράτους μη μέλους, εφόσον η αγορά αυτή λειτουργεί κανονικά και είναι ανοικτή στο κοινό. Τα Χρηματιστήρια Αξιών και οι άλλες αγορές, όπου διαπραγματεύονται οι κινητές αξίες στις οποίες επενδύουν οι ΕΕΧ, ορίζονται με απόφαση του εκάστοτε Υπουργού Εθνικής Οικονομίας, μετά από γνώμη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και δημοσιοποιούνται με τη μορφή λίστας. Η λίστα αυτή ανανεώνεται και συμπληρώνεται,

ύστερα από την σχετική απόφαση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας, με τις νέες αγορές στις οποίες μπορούν να επενδύουν οι ΕΕΧ.

Η ρύθμιση αυτή αποσκοπεί στην προστασία των ΕΕΧ από τον αυξημένο κίνδυνο που πιθανόν να ενέχουν οι επενδυτικές τους επιλογές σε παγκόσμιο επίπεδο⁹. Από την άλλη πλευρά, οριοθετείται η δυνατότητα επενδύσεων σε ευρωπαϊκό αλλά και παγκόσμιο επίπεδο με στόχο την επίτευξη της αρχής της διασποράς των επενδύσεων.

2. Οι ΕΕΧ μπορούν να τοποθετούν τα διαθέσιμα τους σε τίτλους μεριδίων Ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων, σε τίτλους μεριδίων Κοινοτικών αμοιβαίων κεφαλαίων, αλλά και αμοιβαίων κεφαλαίων κρατών μη-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, που πληρούν τις προϋποθέσεις της οδηγίας ΕΟΚ 611/85. Με βάση αυτή την οδηγία, οι τίτλοι πρέπει να εξαγοράζονται ή να εξοφλούνται κατ' αίτηση των μεριδιούχων, να εκδίδονται, και να πωλούνται μέσω θεματοφύλακα. Πρέπει επίσης, να έχουν εκδοθεί από οργανισμούς που παρέχουν επαρκή δημοσιότητα των οικονομικών τους δεδομένων και που υπόκεινται σε αξιόπιστους ελέγχους, καθώς και να αντιστοιχούν σε αμοιβαία κεφάλαια, τα οποία επενδύουν σε κινητές αξίες εισηγμένες σε αξιόπιστες χρηματιστηριακές αγορές¹⁰.

3. Οι ΕΕΧ έχουν την δυνατότητα να επενδύουν και σε νεοεκδιδόμενες κινητές αξίες της Ελληνικής, Κοινοτικής ή άλλης, πλην των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αγοράς. Ωστόσο οι συγκεκριμένες τοποθετήσεις υπόκεινται σε περιορισμούς. Συγκεκριμένα, οι ΕΕΧ μπορούν να τοποθετούν τα διαθέσιμα τους σε νεοεκδιδόμενες μετοχές, εφόσον αυτές εισαχθούν, εντός ενός έτους το αργότερο, σε χρηματιστηριακές ή άλλες εποπτευόμενες αγορές της Ελλάδας, άλλων Κοινοτικών κρατών ή τρίτων κρατών. Στην περίπτωση που οι νεοεκδιδόμενες αξίες αφορούν την κάλυψη μετοχικού κεφαλαίου ανώνυμης εταιρίας με δημόσια εγγραφή, η ΕΕΧ μπορεί να συνάψει σύμβαση με τον ανάδοχο της έκδοσης για τη συμμετοχή της στη δημόσια εγγραφή, εφόσον η εισαγωγή πραγματοποιηθεί εντός ενός έτους σε χρηματιστηριακή ή άλλη αγορά.
4. Ο νόμος επιτρέπει στις ΕΕΧ να επενδύουν σε άλλες κινητές αξίες, εννοώντας μη εισηγμένες ή μη διαπραγματεύσιμες σε χρηματιστηριακή ή άλλη αγορά ή σχετιζόμενες αγορές τρίτων κρατών που δεν ορίζονται με απόφαση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας. Η συγκεκριμένη επένδυση όμως δεν πρέπει να υπερβαίνει το 10% των ιδίων κεφαλαίων της κατά την τοποθέτηση¹¹ και πρέπει να πραγματοποιηθεί ύστερα από ειδική άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Οι κανόνες αποτίμησης των παραπάνω κινητών αξιών είναι οι ίδιοι που χρησιμοποιούνται και για την αποτίμηση των ιδρυτικών εισφερομένων κινητών αξιών. Συγκεκριμένα, η αποτίμηση γίνεται στη χαμηλότερη τιμή μεταξύ της τιμής κτήσεως του συνολικού χαρτοφυλακίου των κινητών αξιών και της τρέχουσας τιμής του. Για τις εισηγμένες κινητές αξίες που συμπεριλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο των EEX, ως τρέχουσα τιμή θεωρείται ο μέσος όρος της χρηματιστηριακής τους τιμής, κατά τον τελευταίο μήνα της χρήσης. Για τις μη εισηγμένες κινητές αξίες η τιμή προκύπτει σύμφωνα με τους κανόνες που ορίζονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

5. Οι EEX μπορούν να επενδύουν σε κινητά και ακίνητα «πράγματα», δηλαδή σε κτίρια ή οχήματα, εφόσον αυτά εξυπηρετούν τις άμεσες λειτουργικές ανάγκες τους, είτε αυτά βρίσκονται στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, σε ποσοστό που δεν υπερβαίνει το 1/10 των ιδίων κεφαλαίων της. Η αποτίμηση των συγκεκριμένων επενδύσεων, καθορίζεται από τον κανονισμό της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
6. Οι EEX έχουν τη δυνατότητα να διατηρήσουν τα διαθέσιμα τους σε μετρητά ή τραπεζικές καταθέσεις. Όμως, δεν ορίζεται κάποιο ποσοστό μέχρι το οποίο μπορούν να τοποθετηθούν σε τραπεζικές καταθέσεις. Επίσης, δεν ορίζεται αν οι EEX μπορούν να επενδύουν σε πιστωτικούς

τίτλους ισοδύναμης ρευστότητας, αν και η ομοιότητα τους επιτάσσει την αποδοχή της δυνατότητας επένδυσης σε αυτούς¹².

Οι επενδυτικές επιλογές των ΕΧΑΑ καθορίζονται από το άρθρο 16^Α παρ 4 του ν. 1969/91 και είναι οι εξής παρακάτω:

1. Οι ΕΧΑΑ μπορούν να τοποθετούν τα κεφάλαια τους σε κινητές αξίες (εκτός από αμοιβαία κεφάλαια και κινητές αξίες άλλων ΕΧΑΑ) και σε Ελληνικά πιστοποιητικά, που είναι εισηγμένα σε αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Η τοποθέτηση αυτή δεν πρέπει να ξεπερνά το 30% των ιδίων κεφαλαίων τους. Τα Ελληνικά πιστοποιητικά, σύμφωνα με το άρθρο 16^Α παρ 4γ του ν. 1969/91, πρέπει να αντιπροσωπεύουν κινητές αξίες εκδότη που έχει συσταθεί και λειτουργεί σε αναδυόμενη αγορά, η οποία περιλαμβάνεται στη λίστα του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας κατά το χρόνο τοποθέτησης.
2. Οι ΕΧΑΑ, όπως και οι ΕΕΧ, μπορούν να επενδύουν σε κινητές αξίες που είναι εισηγμένες στην κύρια ή παράλληλη αγορά του χρηματιστηρίου αξιών ή σε άλλη αγορά, εφόσον αυτή λειτουργεί κανονικά, είναι αναγνωρισμένη και ανοιχτή στο κοινό. Ωστόσο και η αγορά αυτή πρέπει να συμπεριλαμβάνεται μεταξύ των αναδυομένων

αγορών που ορίζονται από τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας, μετά από γνώμη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Οι δύο ανωτέρω ρυθμίσεις της επενδυτικής δυνατότητας των ΕΧΑΑ, έχουν ως στόχο τη διασφάλιση της επενδυτικής πολιτικής που πρέπει να ασκούν οι ΕΧΑΑ, δηλαδή να επενδύουν σε κινητές αξίες αναδυόμενων αγορών με στόχο την επίτευξη και συνεπώς προσφοράς στους μετόχους τους μίας υψηλότερης απόδοσης σε σχέση με τις αποδόσεις που επιτυγχάνουν οι ΕΕΧ. Από την άλλη πλευρά στοχεύουν στον περιορισμό του κινδύνου που ενέχει η τοποθέτηση κεφαλαίων σε νέες αναδυόμενες αγορές, με την υποχρεωτική τοποθέτηση κεφαλαίων σε ποσοστό έως και 30% στην εγχώρια αγορά.

3. Οι ΕΧΑΑ μπορούν να επενδύουν σε νεοεκδιδόμενες κινητές αξίες, οι οποίες θα εισαχθούν εντός ενός έτους το αργότερο στις αγορές του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών ή σε αναδυόμενες αγορές που ορίζονται με απόφαση του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας, μετά από γνώμη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Οι ΕΧΑΑ, σύμφωνα με το άρθρο 16^Α παρ. 4δ ν 1969/91, μπορούν επίσης να επενδύουν σε κινητές αξίες οι οποίες έχουν εκδοθεί ή έχουν την εγγύηση κράτους που λειτουργεί σε αναδυόμενη αγορά και περιλαμβάνεται στη λίστα αναδυόμενων αγορών του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας.

4. Επιπρόσθετα, μπορούν να επενδύουν έως και το 20% των ιδίων κεφαλαίων τους (για τις EEX ισχύει μόλις το 10%), σε μη εισηγμένες σε Χρηματιστήριο ή άλλες αγορές κινητές αξίες. Ωστόσο, η ΕΧΑΑ οφείλει πριν προβεί σε αυτή την τοποθέτηση να ζητήσει άδεια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει επίσης το δικαίωμα να προσδιορίζει εκ των προτέρων τις κινητές αξίες στις οποίες επιτρέπεται η επένδυση και να εκδίδει κάθε φορά κατάλογο των επιτρεπομένων προς επένδυση μη εισηγμένων στο Χρηματιστήριο ή άλλη αγορά κινητών αξιών.

5. Οι ΕΧΑΑ, όπως και οι EEX, μπορούν να επενδύουν σε κινητά και ακίνητα πράγματα, που εξυπηρετούν τις άμεσες λειτουργικές ανάγκες, ως και το 10% των ιδίων κεφαλαίων τους. Η τοποθέτηση των ΕΧΑΑ σε μετρητά ή τραπεζικές καταθέσεις περιορίζεται στο 30% των ιδίων κεφαλαίων τους κατά το χρόνο της τοποθέτησης. Ο συγκεκριμένος περιορισμός ισχύει μετά την παρέλευση των έξι μηνών από τη σύσταση της εταιρίας.

Με τη συγκεκριμένη ρύθμιση ο νόμος προσπαθεί να καθοδηγήσει τις ΕΧΑΑ προς την τοποθέτηση ενός μεγαλύτερου ποσοστού σε κινητές αξίες που αποφέρουν μεγαλύτερες αποδόσεις, από την απλή διακράτηση διαθεσίμων. Από την εμπειρία των Ελληνικών EEX, την περίοδο 1997-

1999 διαπιστώθηκε ότι πολλές από αυτές διακρατούσαν κεφάλαια με τη μορφή διαθέσιμων σε ποσοστό 21% έως και 54% των ιδίων κεφαλαίων τους¹³. Αν το ίδιο συμβεί στις ΕΧΑΑ τότε θα πάψουν να υπηρετούν το σκοπό για τον οποίο τη δημιούργησε ο νόμος, δηλαδή την επίτευξη μεγαλύτερων αποδόσεων από ότι των παραδοσιακών ΕΕΧ.

2.4.2 ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΙΣ ΣΕ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ

Οι ΕΕΧ και οι ΕΧΑΑ μπορούν να χρησιμοποιούν χρηματοοικονομικά παράγωγα με στόχο τη μείωση των επενδυτικών κινδύνων (απόφαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, αριθμ. 7583 της 106¹⁵ συνεδρίασης). Τα παράγωγα που μπορούν να χρησιμοποιούν είναι τα εξής:

1. Η αγορά προαιρετικού δικαιώματος πώλησης (put option) σε κινητές αξίες.
2. Η αγορά προαιρετικού δικαιώματος πώλησης επί του δείκτη μετοχών (stock index put option).
3. Η πώληση μελλοντικών συμβολαίων (futures) σε κινητές αξίες.
4. Η πώληση μελλοντικών συμβολαίων (futures) επί του δείκτη μετοχών
5. Η αγορά προαιρετικού δικαιώματος πώλησης (put option) και προαιρετικού δικαιώματος αγοράς (call option) επί συναλλάγματος.

6. Συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων σε διαφορετικά νομίσματα (cross currency interest rate swaps).
7. Προθεσμιακές συμβάσεις επί συναλλάγματος.
8. Προθεσμιακές συμφωνίες επί επιτοκίου (FRA).
9. Συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων (interest rate swaps).
10. Προθεσμιακά συμβόλαια επί επιτοκίου (interest rate futures).
11. Αγορά προαιρετικού δικαιώματος επί επιτοκίου (interest rate options).
12. Η αγορά ανώτατου (cap) και κατώτατου ορίου (floor) προαιρετικού δικαιώματος επί επιτοκίων.

Ωστόσο η επένδυση σε παράγωγα δεν πρέπει να υπερβαίνει το 10% των ιδίων κεφαλαίων των ΕΕΧ, ενώ το συνολικό ποσό της τιμής άσκησης αυτών δεν μπορεί να υπερβαίνει το 65% των ιδίων κεφαλαίων τους. Τα παραπάνω όρια πρέπει να τηρούνται σε καθημερινή βάση. Για το λόγο αυτό οι ΕΕΧ πρέπει να κάνουν καθημερινή αποτίμηση των παραγώγων τους. Συγκεκριμένα, η αποτίμηση των παραγώγων που είναι εισηγμένα σε οργανωμένα χρηματιστήρια γίνεται με την μέθοδο market-to-market. Ενώ για εκείνα που δεν είναι εισηγμένα θα αποτιμώνται με βάση τις προσφερόμενες τιμές αγοράς του εκδότη τους.

Οι ΕΕΧ έχουν υποχρέωση να στέλνουν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, πλήρη αναφορά για τις πράξεις επί παραγώγων, σε τριμηνιαία βάση με

ενημερωτικά δελτία. Μάλιστα, καθορίζεται ότι τα δελτία αυτά πρέπει να περιλαμβάνουν τα εξής:

1. Το σκοπό των επενδύσεων σε παράγωγα.
2. Το είδος, τα όρια και τους περιορισμούς τους.
3. Τη θέση που θα διατηρήσουν οι ΕΕΧ κατά τη λήξη του χρόνου ή του εξαμήνου.
4. Τα αποτελέσματα από τη χρήση των παραγώγων.

Επιπρόσθετα, οι ΕΕΧ και οι ΕΧΑΑ, σύμφωνα με την απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αριθμ. 8002 της 119^{ης} συνεδρίασης/11.11.97, μπορούν να επενδύουν σε τίτλους επιλογής διακανονιζόμενους με μετρητά (warrant in cash settlement), ύστερα από ειδική άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Η άδεια εκδίδεται εφόσον πληρούνται οι παρακάτω προϋποθέσεις:

1. Οι ΕΕΧ πρέπει να κοινοποιούν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τα κύρια χαρακτηριστικά της έκδοσης, δηλαδή τον εκδότη, την υποκείμενη αξία, το είδος, την τιμή άσκησης και έκδοσης, αλλά και το νόμισμα και την ημερομηνία έκδοσης και λήξης.

2. Κάθε επένδυση σε τίτλους επιλογής δεν πρέπει να ξεπερνά το 5% των ιδίων κεφαλαίων της EEX, ούτε πρέπει να υπερβαίνει το 5% του μεγέθους έκδοσης.

Οι EEX δεν χρειάζεται να ζητούν νέα έγκριση κάθε φορά που παίρνουν καινούργια θέση στον ίδιο τίτλο επιλογής, εφόσον έχουν κλείσει την προηγούμενη θέση στον ίδιο τίτλο επιλογής και έχουν ενημερώσει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Ωστόσο, η EEX πρέπει να δίδει πρόσθετες πληροφορίες σε περίπτωση που της ζητηθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Οι κινητές αξίες που αποκτώνται από τις EEX πρέπει να κατατίθενται για φύλαξη σε τράπεζα που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα. Όσον αφορά τις αλλοδαπές κινητές αξίες, καθώς και τις Ελληνικές αξίες που είναι εισηγμένες σε αλλοδαπό χρηματιστήριο, αυτές επιτρέπεται να κατατίθενται προς φύλαξη σε τράπεζα της αλλοδαπής ή άλλο εξουσιοδοτημένο πρόσωπο για την φύλαξη των αξιογράφων.

2.5 ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Οι EEX και οι ΕΧΑΑ υπόκεινται σε διατάξεις που θέτουν περιορισμούς στη διενέργεια επενδύσεων. Οι διατάξεις αυτές αποσκοπούν στη

διασφάλιση και τήρηση της αρχής της διασποράς των επενδύσεων, στην οποία βασίζεται η λειτουργία των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (οδηγία 85/611 ΕΟΚ), αλλά και στην αποφυγή μετατροπής των ΕΕΧ σε μέσο επηρεασμού άλλων επιχειρήσεων, λειτουργώντας ως holding επιχειρήσεις.

2.5.1 ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΩΝ ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΟΝ ΕΚΔΟΤΗ

Σύμφωνα με τα προαναφερόμενα, αλλά και το άρθρο 5 παρ 1 του ν. 1969/91, οι ΕΕΧ και οι ΕΧΑΑ, δεν επιτρέπεται να τοποθετούν πάνω από το 10% των ιδίων κεφαλαίων τους σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη. Σύμφωνα όμως με το άρθρο 5 παρ. 3 του ίδιου νόμου, το ποσοστό αυτό μπορεί να τροποποιηθεί με Προεδρικό Διάταγμα, κατόπιν πρότασης του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας. Δεν διευκρινίζεται όμως στο νόμο, εάν οι κινητές αξίες του ίδιου εκδότη θεωρούνται εκείνες που έχουν εκδοθεί από επιχειρήσεις του ίδιου ομίλου, παρόλο που αποτελούν ξεχωριστές νομικές οντότητες ή μόνο εκείνες που εκδίδονται από μία μόνο επιχείρηση. Ο νομοθέτης πρέπει λοιπόν να ρυθμίσει το συγκεκριμένο ζήτημα, αν και δεν είναι καθόλου εύκολο.

Αν δεχθούμε την εκδοχή ότι οι εταιρίες του ίδιου ομίλου θεωρούνται ότι προέρχονται από τον ίδιο εκδότη και υποθέτοντας ότι αυτές οι εταιρίες

δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο, τότε συμπεραίνουμε ότι οι ΕΕΧ που επενδύουν σε ποσοστά μεγαλύτερα του 10% διατρέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο σε περίπτωση κρίσης του συγκεκριμένου κλάδου. Αν όμως δεχθούμε ότι η κάθε εταιρία δραστηριοποιείται σε διαφορετικό κλάδο, σε περίοδο κρίσης δεν είναι σίγουρο αν θα επηρεαστούν όλες πτωτικά, ειδικά εάν η κρίση επηρεάζει ένα μόνο συγκεκριμένο κλάδο. Σε αυτή την περίπτωση ο νόμος θα αποτελούσε τροχοπέδη για την πραγματοποίηση μίας αποδοτικής τοποθέτησης από την πλευρά των ΕΕΧ.

Τόσο η ΕΕΧ, όσο και η ΕΧΑΑ μπορεί να τοποθετεί μέχρι το 35% των ιδίων κεφαλαίων της σε κινητές αξίες του ιδίου εκδότη, όταν οι κινητές αξίες έχουν εκδοθεί από κράτος-μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης ή από οργανισμό τοπικής αυτοδιοίκησης κράτους-μέλους ή από δημόσιο διεθνή οργανισμό στον οποίο συμμετέχει κράτος-μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης, καθώς και όταν οι κινητές αξίες τελούν υπό την εγγύηση των παραπάνω προσώπων. Το σύνολο των συγκεκριμένων τοποθετήσεων μπορεί να αυξηθεί μέχρι το 100% των ιδίων κεφαλαίων της εφόσον η ΕΕΧ κατέχει κινητές αξίες που ανήκουν τουλάχιστον σε έξι διαφορετικές εκδόσεις και οι αξίες που ανήκουν στην ίδια έκδοση δεν υπερβαίνουν το 30% των ιδίων κεφαλαίων της ΕΕΧ. Ωστόσο, τα παραπάνω ποσοστά μπορούν να τροποποιηθούν με Προεδρικά Διατάγματα, εκδιδόμενα με πρόταση του

Υπουργού Εθνικής Οικονομίας, με σύμφωνη γνώμη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (άρθρο 5 παρ3 του ν 1969/91).

Οι ΕΕΧ δεν επιτρέπεται να αποκτούν μετοχές μίας εταιρίας σε ποσοστό μεγαλύτερο του 10% των μετοχών της, εκτός αν η εταιρία αυτή είναι Εταιρία Συμβούλων Επενδύσεων (ΕΣΕ). Συγκεκριμένα, οι ΕΕΧ έχουν τη δυνατότητα να επενδύουν σε μετοχές μίας ΕΣΕ μέχρι του 51% των μετοχών της (άρθρο 6 παρ.1 ν.1969/91). Η εξαίρεση αυτή θεσπίζεται εξαιτίας της αναγκαίας στενής συνεργασίας της ΕΕΧ με παρόμοιες εταιρίες και όχι λόγω της εξυπηρέτησης της ανάγκης διασποράς των επενδύσεων.

Επιπρόσθετα, με επιφύλαξη των ανωτέρω περιορισμών (άρθρο 6 παρ.2 του ν. 1969/91), οι ΕΕΧ απαγορεύεται να αποκτούν σε ποσοστό μεγαλύτερο του 10% α) μετοχών χωρίς δικαίωμα ψήφου του ίδιου εκδότη, β) του συνόλου των ανεξόφλητων κατά το χρόνο κτήσης ομολογιών του ίδιου εκδότη, γ) των κατά το χρόνο κτήσης κυκλοφορούντων μεριδίων ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, δ) των μετοχών «επιχειρήσεως παροχής επενδυτικών υπηρεσιών» και ε) των μετοχών της ΑΕ Αποθετηρίων Τίτλων.

Η συγκεκριμένη ρύθμιση αποσκοπεί στην προστασία των ΕΕΧ από τον αυξημένο κίνδυνο του χαρτοφυλακίου της που ενέχει η συγκεκριμένη επένδυση πέρα των ορίων, αλλά και την αποφυγή άσκησης ελέγχου από την ΕΕΧ προς τις παραπάνω επιχειρήσεις.

Οι ΕΕΧ πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικές όσον αφορά τη διατήρηση των επενδυτικών ορίων που τίθενται από τις διατάξεις του νόμου. Σε περίπτωση που αυτές υπερβούν τα επιτρεπτά όρια υποχρεώνονται να προβούν σε εκποίηση των καθ' υπέρβαση μετοχών, μέσα στο χρονικό διάστημα ενός έτους (άρθρο 7 ν.1969/91).

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς όρισε τη συγκεκριμένη χρονική προθεσμία στο ένα έτος έτσι ώστε οι ΕΕΧ να μην αναγκαστούν να εκποιήσουν τις υπερβαίνουσες μετοχές υπό δυσμενείς όρους, αλλά να διαθέτουν το απαραίτητο χρονικό διάστημα, ωστόσο κρίνουν ότι επήλθε η κατάλληλη στιγμή για να τις εκποιήσουν με ευνοϊκούς όρους. Σε περίπτωση που έχει γίνει παράβαση των διατάξεων των άρθρων 4, 5 και 6 του ν. 1969/91, εν γνώσει της διοίκησης της ΕΕΧ, τότε τόσο τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, όσο και οι διευθυντές και οι υπάλληλοι των ΕΕΧ, τιμωρούνται, κατόπιν αιτήσεως της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, με φυλάκιση ή και χρηματική ποινή έως των 100.000.000 δραχμών (άρθρο 13 παρ.2 ν.1969/91).

2.5.2 ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΟΙ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ

Οι ΕΕΧ και οι ΕΧΑΑ, βάσει του άρθρου 4 παρ.5 ν.1969/91, έχουν τη δυνατότητα να καταρτίζουν συμβάσεις και να προβαίνουν σε πράξεις που αποσκοπούν στην αποτελεσματική διαχείριση του χαρτοφυλακίου τους, καθώς και να καλύπτουν πιθανούς συναλλαγματικούς κινδύνους, εφόσον έχουν επενδύσει σε κινητές αξίες του εξωτερικού. Οι συγκεκριμένες επενδυτικές δραστηριότητες, που αφορούν τοποθετήσεις κεφαλαίων εκτός Ελλάδας, υπόκεινται στους περιορισμούς της νομοθεσίας περί εξαγωγής συναλλάγματος.

Συγκεκριμένα, σύμφωνα με την ΠΔΤΕ 1933/3/15.5.91 όπως τροποποιήθηκε από την ΠΔΤΕ 2105/29.7/20.8.92, επιτρέπεται η χορήγηση συναλλάγματος σε φυσικά ή νομικά πρόσωπα, κατοίκους της Ελλάδας, για την απόκτηση των εξής κινητών αξιών και ακινήτων πραγμάτων:

1. Μετοχών και ομολογιών που εκδίδονται από νομικά πρόσωπα με έδρα κράτος-μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης με αρχική χρονική διάρκεια τουλάχιστον ενός έτους.
2. Μεριδίων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες, οι οποίοι έχουν συσταθεί σε κράτος-μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης και

δεν επενδύουν αποκλειστικά σε καταθέσεις ή τίτλους της χρηματαγοράς.

Οι παραπάνω τίτλοι πρέπει να έχουν αρχική διάρκεια ενός έτους, να εκδίδονται από νομικό πρόσωπο με έδρα κράτος μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης και να διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια ή άλλη αγορά κράτους μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης που είναι ανοικτή στο κοινό. Επίσης, οι τιμές τους πρέπει να δημοσιεύονται συστηματικά. Το προϊόν της ρευστοποίησης των παραπάνω τίτλων, δηλαδή οι τόκοι, τα μερίσματα και οι λοιπές πρόσοδοι μπορούν να επανεπενδύονται σε άλλους τίτλους το αργότερο εντός δεκαπενθημέρου. Το ενδιάμεσο διάστημα, μεταξύ της ρευστοποίησης και της επανεπένδυσης οφείλει η EEX να καταθέτει το συνάλλαγμα στην τράπεζα που χρησιμοποιεί για τις συναλλαγές τους. Η EEX έχει τη δυνατότητα να επενδύσει όλο ή ένα μέρος του ποσού αυτού. Σε περίπτωση όμως μη επανεπένδυσης, το σύνολο του αποκτώμενου συναλλάγματος εισάγεται στην Ελλάδα και ρευστοποιείται.

3. Ακινήτων που βρίσκονται τόσο σε κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, όσο και σε τρίτα κράτη.

Η αποτίμηση των επενδύσεων των EEX σε κινητές αξίες του εξωτερικού γίνεται με τη χαμηλότερη τιμή μεταξύ της τιμής κτήσεως του συνολικού

χαρτοφυλακίου των κινητών αξιών και της τρέχουσας τιμής του (άρθρο 4 παρ2 ν.1969/91). Τρέχουσα τιμή θεωρείται για τις εισηγμένες αξίες ο μέσος όρος της χρηματιστηριακής τιμής τους κατά τον τελευταίο μήνα της χρήσης, και εκφράζεται σε Ευρώ, με βάση τις ημερήσιες τιμές που διαμορφώνονται στο Fixing Αθηνών.

2.6 ΔΗΜΟΣΙΟΠΟΙΗΣΗ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

Οι ΕΕΧ και οι ΕΧΑΑ υποχρεώνονται να δημοσιοποιούν συγκεκριμένα στοιχεία της δραστηριότητας τους προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το επενδυτικό κοινό, όπως αυτά ορίζονται από το άρθ. 12 και 16^Α του ν. 1969/91, καθώς και από την απόφαση 7583 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

2.6.1 ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ

Οι ΕΕΧ και οι ΕΧΑΑ, όπως και κάθε άλλη ανώνυμη εταιρία, οφείλουν να δημοσιεύουν κάθε έτος τις λογιστικές καταστάσεις τους, δηλαδή τον ισολογισμό, την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, τον πίνακα διάθεσης των αποτελεσμάτων, καθώς και το παράρτημα που συνοδεύει τις ετήσιες λογιστικές καταστάσεις των ανωνύμων εταιριών.

Οι ΕΕΧ υποχρεώνονται επίσης, να στέλνουν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ενημερωτικά δελτία, σε τριμηνιαία βάση, που αναφέρουν τις πράξεις τους σε παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Στα δελτία αυτά πρέπει να περιέχονται ο σκοπός των επενδύσεων στα συγκεκριμένα παράγωγα, τα όρια τους, η θέση που θα έχει η ΕΕΧ στο τέλος του εξαμήνου ή του έτους, καθώς και τα αποτελέσματα από τη χρήση των συγκεκριμένων παραγώγων (απόφαση Επιτρ. Κεφαλαιαγοράς αρ 7583 της 106^{ης} συνεδρίασης). Εκτός όμως από τα παραπάνω δελτία η ΕΕΧ οφείλει να δημοσιοποιεί οποιαδήποτε άλλα στοιχεία ζητά η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, σε σχέση με τις ανωτέρω επενδύσεις.

Οι ΕΕΧ έχουν και της εξής πρόσθετες υποχρεώσεις πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού(άρθρο 12 ν. 1969/91):

1. Οφείλουν κάθε τρίμηνο να δημοσιοποιούν τον πίνακα όλων των επενδύσεων τους τόσο σε κινητές αξίες, όσο και σε ακίνητα πράγματα. Στον πίνακα εμφανίζεται το μέσο κόστος, καθώς και η μέση αγοραία αξία κάθε επένδυσης.
2. Είναι υποχρεωμένες ανά εξάμηνο να δημοσιεύουν τη συνολική και ανά μετοχή λογιστική καθαρή θέση της εταιρίας σε τρέχουσες τιμές.

Τα ανωτέρω στοιχεία επιτρέπουν στους επενδυτές να συνάγουν συμπεράσματα για την απόδοση και τον κίνδυνο της τωρινής ή μελλοντικής τους επένδυσης σε μετοχές των ΕΕΧ. Ωστόσο τα στοιχεία αυτά, δεν είναι επαρκή για τον σκοπό που εξυπηρετούν. Για το λόγο αυτό οι ΕΕΧ υποχρεώνονται να δημοσιεύουν και άλλα στοιχεία, καθώς και να τηρούν ειδικά λογιστικά βιβλία, υπό την εποπτεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία ελέγχει και την επάρκεια των προηγουμένων ελαχίστων δημοσιευμένων στοιχείων.

Επιπρόσθετα, οι ΕΧΑΑ σε κάθε δήλωση ή γνωστοποίηση ή άλλη επικοινωνία με το επενδυτικό κοινό οφείλουν να καθιστούν εμφανή, με τρόπο αδιαμφισβήτητο, τη διαφοροποίηση τους ως προς το επενδυτικό τους αντικείμενο από τις ΕΕΧ, καθώς και να σημειώνουν τους επενδυτικούς κινδύνους ανά κατηγορία κινδύνου που εμπεριέχονται στο επενδυτικό τους πρόγραμμα (άρθρο 16^Α παρ.6 ν.1969/91).

2.6.2 ΚΥΡΩΣΕΙΣ

Σε περίπτωση που οι ΕΕΧ, οι ΕΧΑΑ και συγκεκριμένα το προσωπικό ή τα μέλη της διοίκησης, προβούν εν γνώσει τους σε ψευδείς δηλώσεις ή ανακοινώσεις σχετικά με τα οικονομικά στοιχεία της εταιρίας τους, με σκοπό να επηρεάσουν τη διαμόρφωση των τιμών των μετοχών της

εταιρίας, τιμωρούνται με ποινή φυλάκισης και χρηματική ποινή, έως και 100.000.000 δραχμές, κατόπιν σχετικής αίτησης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (άρθρο 13 παρ.2 του ν. 1969/91). Η ίδια ποινή επιβάλλεται και σε όποιον προβαίνει σε ανακριβείς ή παραπλανητικές γνωστοποιήσεις ή δεν προβαίνει σε γνωστοποίηση των επενδυτικών κινδύνων των ΕΧΑΑ ή χρησιμοποιεί οποιαδήποτε μέθοδο για να δημιουργήσει στο κοινό εσφαλμένη εντύπωση ότι η επιχείρηση αποτελεί ΕΧΑΑ ή ότι η ΕΧΑΑ αποτελεί ΕΕΧ (αρθ. 16^Α παρ.7 ν. 1969/91).

2.7 ΔΙΑΘΕΣΗ ΚΕΡΔΩΝ

Οι ΕΕΧ καθώς και οι ΕΧΑΑ, υποχρεούνται να διανέμουν στους μετόχους, με την μορφή μερίσματος, το σύνολο των καθαρών κερδών κάθε χρήσης (άρθρο 10 ν. 1969/91). Ο νόμος όμως δίνει στη γενική συνέλευση τη δυνατότητα να αποφασίσει να μη διανείμει μέρισμα στους μετόχους, στις περιπτώσεις που το καταστατικό των ΕΕΧ περικλείει σχετική πρόβλεψη είτε για τη δημιουργία έκτακτου αφορολογήτου αποθεματικού λοιπών εσόδων από κέρδη κεφαλαίου, είτε για διανομή δωρεάν μετοχών στους μετόχους. Ωστόσο, επιτρέπεται να διατηρούν ειδικό αποθεματικό, στο οποίο θα διακρατούν κεφαλαιακά κέρδη με σκοπό την αντιμετώπιση ζημιών από την πώληση κινητών αξιών σε τιμές κατώτερες από την τιμή κτήσεως τους.

Οι EEX προσπαθούν να επιτυγχάνουν όσο το δυνατό μεγαλύτερα κεφαλαιακά κέρδη από τις αγοραπωλησίες των αξιών που διαθέτουν στο χαρτοφυλάκιο τους. Υπάρχουν όμως περιπτώσεις, όπου η τρέχουσα τιμή των αξιών αυτών ακολουθεί συνεχή πτωτική πορεία. Σε αυτές τις περιπτώσεις οι EEX, θέλοντας να ελαχιστοποιήσουν τη συνολική ζημία που θα προκύψει από την πώληση τους σε τιμές χαμηλότερες της τιμής κτήσεως τους, σπεύδουν να τις πουλήσουν πριν αυτές απολέσουν κάθε αξία. Ο λογαριασμός «ειδικό αποθεματικό» δημιουργείται με απόφαση της γενικής συνέλευσης της εταιρίας, η οποία ορίζει και το ποσό των κερδών κεφαλαίου που θα κρατηθεί στο συγκεκριμένο λογαριασμό. Επίσης η γενική συνέλευση έχει τη δυνατότητα να τροποποιεί την απόφαση της, δηλαδή να αποφασίζει την κατάργηση του συγκεκριμένου λογαριασμού ή την επαναφορά του¹⁴. Η απόφαση κατάργησης ωστόσο είναι σπάνια, δεδομένου ότι ακόμα και αν σήμερα οι EEX πραγματοποιούν κέρδη, στο μέλλον ενδέχεται να έχουν ζημιές.

Η παραπάνω ρύθμιση δίνει τη δυνατότητα στις EEX να καλύπτουν τις προκύπτουσες ζημιές χωρίς να αναγκάζονται να ρευστοποιούν άλλες κινητές αξίες, που τους αποφέρουν υψηλές αποδόσεις (επί του χαρτοφυλακίου τους). Η παροχή όμως από το νόμο της δυνατότητας, στις EEX, να κρίνουν το ποσό των κερδών που θα παρακρατηθεί, που μπορεί να είναι και το σύνολο των κερδών σε μία χρήση, δημιουργεί μεγάλη

αβεβαιότητα ως προς τη διανομή ή όχι μερισμάτων στους μετόχους. Στη συγκεκριμένη περίπτωση ίσως θα έπρεπε ο νόμος να οριοθετήσει το ποσό των κερδών που μπορεί να παρακρατηθεί κατ' έτος. Με τον τρόπο αυτό θα περιορίζονταν η δυνατότητα αυθαιρεσίας από την πλευρά των γενικών συνελεύσεων των ΕΕΧ.

Όσον αφορά το σχηματισμό του ειδικού αποθεματικού, αυτός παύει όταν το ποσό ανέλθει στο 300% των ιδίων κεφαλαίων της Εταιρίας (άρθρο 10 παρ. 1 ν.1969/91). Το αξιοσημείωτο στοιχείο της συγκεκριμένης ρύθμισης είναι ότι τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας δεν παραμένουν σταθερά. Άρα το συγκεκριμένο ποσό μεταβάλλεται ανάλογα με τη μεταβολή των ιδίων κεφαλαίων. Εξάλλου το συγκεκριμένο αποθεματικό αποτελεί μέρος των ιδίων κεφαλαίων, οπότε το γεγονός αυτό καταλήγει σε μετάθεση του ορίου κάθε φορά που αυξάνει το αποθεματικό¹⁵. Η γενική συνέλευση της ΕΕΧ είναι αρμόδια να αποφασίζει και για την δημιουργία ή όχι τακτικού αποθεματικού, καθώς και για την αναθεώρηση οποιασδήποτε προηγούμενης απόφασης επί του συγκεκριμένου θέματος¹⁶.

Επιτρέπεται επίσης στις ΕΕΧ, κατόπιν απόφασης της γενικής συνελεύσεως, να σχηματίσουν λογαριασμό προβλέψεως, ώστε να καλύψουν ενδεχόμενες ζημιές που θα προκύψουν από την αποτίμηση

κινητών αξιών, μέχρι και του συνόλου της ζημιάς, η οποία θα προκύψει στο τέλος της λογιστικής χρήσης (άρθρο 10, παρ.3 ν.1969/91).

Όσον αφορά τις αμοιβές που καταβάλλουν οι ΕΕΧ στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου μέσα σε μία λογιστική χρήση, αυτές δεν επιτρέπεται να υπερβαίνουν το 1/10 των συνολικά διανεμομένων κερδών κατά τη λογιστική χρήση ή το 1/20 της υπεραξίας του χαρτοφυλακίου τους κατά την ίδια περίοδο (άρθρο 10 παρ.4 ν.1969/91).

Στόχος της ανωτέρω ρύθμισης είναι η προστασία των συμφερόντων των επενδυτών της, ούτως ώστε να μην μειώνονται σημαντικά τα διανεμόμενα προς αυτούς κέρδη. Από την άλλη πλευρά όμως, η ρύθμιση αυτή ωθεί τα στελέχη των ΕΕΧ να επιτυγχάνουν όσο το δυνατό υψηλότερες επιδόσεις (επί του χαρτοφυλακίου τους), γεγονός που μπορεί να οδηγήσει τα στελέχη των ΕΕΧ σε ατασθαλίες, για να αυξηθεί το ποσό των διανεμομένων κερδών και συνεπώς των αμοιβών που θα λάβουν.

Επίσης, το άρθρο 10 παρ.4 αφορά τις αμοιβές των μελών του διοικητικού συμβουλίου, για τις υπηρεσίες που παρέχουν στην εταιρία ως σύμβουλοι και όχι για άλλες υπηρεσίες που ορίζονται με άλλες συμβάσεις¹⁷, από τη συγκεκριμένη. Αποτέλεσμα αυτού είναι οι αμοιβές των στελεχών για τις άλλες υπηρεσίες που παρέχουν στην ΕΕΧ, να ενσωματώνονται στα έξοδα

διοικητικής λειτουργίας και συνεπώς να μειώνονται περαιτέρω τα διανεμόμενα κέρδη.

2.8 ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ-ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΑΠΑΛΛΑΓΕΣ

Οι φορολογικές υποχρεώσεις των ΕΕΧ και των ΕΧΑΑ προσδιορίζονται από τα άρθρα 14, 16 και 16^Α του ν. 1969/91, καθώς και από το άρθρο 14 του ν. 2166/93. Οι ρυθμίσεις αυτές, εκτός από τις φορολογικές υποχρεώσεις, προσδιορίζουν και μία σειρά φορολογικών απαλλαγών για τις συγκεκριμένες εταιρίες. Στόχος των προνομιακών απαλλαγών είναι η οικονομική ενίσχυση τους και η σταθεροποίηση τους στην Ελληνική αγορά.

2.8.1 ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ

Σύμφωνα με το άρθρο 16 παρ. 3 του ν. 1969/91, οι ΕΕΧ και οι ΕΧΑΑ οφείλουν να καταβάλλουν κάθε χρόνο 3 τοις χιλίοις επί του αθροίσματος του μέσου όρου των επενδύσεων τους και των διαθεσίμων τους, σε τρέχουσες τιμές, σύμφωνα με τους τριμηνιαίους πίνακες επενδύσεων που θέτουν στη διάθεση του κοινού. Ο φόρος αποδίδεται στη δημόσια οικονομική υπηρεσία κατά το πρώτο δεκαπενθήμερο των μηνών Ιουλίου και Ιανουαρίου του επομένου εξαμήνου από τον υπολογισμό.

Τέλος, οι τόκοι που αποκτούν οι ΕΕΧ και οι ΕΧΑΑ από καταθέσεις ή από εξωχρηματιστηριακές πράξεις επαναγοράς εντόκων γραμματίων ή ομολόγων του δημοσίου (gepos), υπόκεινται σε παρακράτηση φόρου 15% (άρθρο 14 ν.2166/93). Σε περίπτωση όμως, που οι τόκοι προέρχονται από ομολογιακά δάνεια επιχειρήσεων ή από την αλλοδαπή (από οποιαδήποτε άλλη αιτία), τότε οι τόκοι αυτοί υπόκεινται σε παρακράτηση φόρου 20%¹⁸ (σύμφωνα με το άρθρο 14 ν.2166/93). Οι ανωτέρω παρακρατήσεις διενεργούνται από το νομικό πρόσωπο που καταβάλλει τους τόκους και με τη συγκεκριμένη παρακράτηση εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση τόσο των ΕΕΧ, όσο και των μετόχων στους οποίους διανέμονται στη συνέχεια.

2.8.2 ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΕΣ ΑΠΑΛΛΑΓΕΣ

Σύμφωνα με το άρθρο 16 παρ1 του ν.1969/91, οι ΕΕΧ και οι ΕΧΑΑ απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλη, εισφορές, τέλη χαρτοσήμου, δικαιώματα ή επιβαρύνσεις υπέρ του Δημοσίου ή τρίτου επί του κεφαλαίου τους, τόσο του αρχικού, όσο και των μεταγενέστερων αυξήσεων, εκτός από τον φόρο συγκέντρωσης κεφαλαίου και τον ΦΠΑ.

Από κάθε φόρο, τέλος, ή άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου ή τρίτων απαλλάσσονται και οι πράξεις σύστασης, το καταστατικό των ΕΕΧ, καθώς και οι πράξεις έκδοσης και μεταβίβασης μετοχών, με εξαίρεση το φόρο

συγκέντρωσης κεφαλαίου, τον ΦΠΑ και την νόμιμη προμήθεια του χρηματιστή, που μεσολαβεί για την μεταβίβαση των μετοχών (άρθρ. 16 παρ.4 του ν. 1969/91).

Αξιοσημείωτο είναι ότι παλαιότερες διατάξεις του άρθρου 16 του νόμου 1969/91 απάλλασσαν από φόρους τα μερίσματα που πλήρωναν οι ΕΕΧ στους μετόχους τους. Η συγκεκριμένη ρύθμιση αφορά πλέον μόνο τις ΕΧΑΑ, ως μία προσπάθεια προσέλκυσης μετόχων. Μάλιστα, σε περίπτωση που η ΕΧΑΑ μετατραπεί σε ΕΕΧ η ανωτέρω φορολογική απαλλαγή παύει να ισχύει (άρθρο 16^Α παρ.5 ν.1969/91).

2.9 ΜΕΤΑΤΡΟΠΗ ΤΩΝ ΕΕΧ ΣΕ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Οι ΕΕΧ μπορούν να μετατραπούν σε Αμοιβαία Κεφάλαια (Α/Κ), σύμφωνα με το άρθρο 12^Α του νόμου 1969/91 και η διαχείριση τίθεται στην υπάρχουσα ή νεοσυσταθείσα ΑΕ Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (άρθρο 17^Α ν. 1969/91). Η μετατροπή αυτή είναι δυνατή εφόσον πρώτα δοθεί η σχετική άδεια μετατροπής από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Για την μετατροπή συντάσσεται σχετική έκθεση από τον ορκωτό ελεγκτή, η οποία υποβάλλεται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και τίθεται στην διάθεση των μετόχων, τουλάχιστον 30 ημέρες πριν την συνεδρίαση της γενικής συνελεύσεως που θα αποφασίσει τη μετατροπή. Η έκθεση του

ελεγκτή πρέπει να δίνει έμφαση στον υπολογισμό της αξίας του ενεργητικού και των λοιπών περιουσιακών στοιχείων της μετατρεπόμενης EEX και να αναφέρονται κυρίως οι μέθοδοι αποτίμησης που ακολουθήθηκαν. Τυχόν εκκρεμείς δίκες της EEX συνεχίζονται στο όνομα της ΑΕ Διαχείρισης χωρίς να επέρχεται βίαιη διακοπή της δίκης και χωρίς να απαιτείται η τήρηση άλλης ειδικής διατύπωσης.

Υπάρχει περίπτωση να διαφωνούν μερικοί μέτοχοι ως προς τη μετατροπή αυτή. Επίσης μπορεί κάποιοι από αυτούς να μην ενδιαφέρονται να αποκτήσουν μερίδια του νέου αμοιβαίου κεφαλαίου. Σε αυτή την περίπτωση η νομοθεσία ορίζει ότι η EEX μπορεί να αποκτήσει τις μετοχές των μετόχων που διαφωνούν ή δεν ενδιαφέρονται να αποκτήσουν μερίδια, σε διάστημα 15 ημερών πριν από την ημερομηνία συνεδρίασης της γενικής συνέλευσης που θα αποφασίσει τη μετατροπή (αρθρ. 12^α παρ2 ν. 1969/91). Η EEX καταβάλλει στους μετόχους την αξία των μετοχών τους με βάση την τιμή κλεισίματος των χρηματιστηριακών συναλλαγών της προηγούμενης εργάσιμης ημέρας του Χρηματιστηρίου, στο οποίο είναι εισηγμένες. Εάν κατά την προηγούμενη ημέρα δεν έγινε χρηματιστηριακή συναλλαγή, λαμβάνεται η τελευταία τιμή προσφοράς ή ζήτησης (αρθρ.12^α παρ.2 ν.1969/91). Στην περίπτωση που η μετατροπή δεν πραγματοποιηθεί η απόκτηση των μετοχών από την EEX ανατρέπεται,

Από την μετατροπή της ΕΕΧ σε Αμοιβαίο Κεφάλαιο δεν δημιουργείται καμία φορολογική υποχρέωση σε βάρος του Αμοιβαίου Κεφαλαίου που προκύπτει ή σε βάρος των μεριδιούχων του (άρθρο 12^α παρ. 3 ν.1969/91).

2.10 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Ο νόμος 1969/91 ορίζει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως όργανο εποπτείας των ΕΕΧ και των ΕΧΑΑ. Γενικότερα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θέτει τους γενικούς κανόνες της οργάνωσης και λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς και εκδίδει οδηγίες προκειμένου να καθορισθεί ο τρόπος εφαρμογής αυτών των κανόνων. Ο στόχος της είναι να προάγει τη σταθερότητα στην αγορά κεφαλαίου, να ενισχύει τη δημόσια εμπιστοσύνη στους θεσμούς της εποπτείας και στους κανόνες συμπεριφοράς στην κεφαλαιαγορά και να εξασφαλίσει την προστασία του συμφέροντος του επενδυτικού κοινού¹⁹.

2.10.1 ΕΠΟΠΤΕΙΑ

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι υπεύθυνη για την έκδοση άδειας λειτουργίας των νέων ΕΕΧ και των ΕΧΑΑ, ύστερα από τη διεξαγωγή ελέγχου καταλληλότητας, άδειας για τη μετατροπή των ΕΕΧ σε Α/Κ, καθώς και άδεια για την τροποποίηση του καταστατικού τους.

Η εποπτεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς δεν εξαντλείται στα ανωτέρω, αλλά συνεχίζει να ασκείται καθ' όλη την διάρκεια του βίου των ΕΕΧ και των ΕΧΑΑ. Συγκεκριμένα, είναι αρμόδια για τη διασφάλιση της εφαρμογής των διατάξεων του ν. 1969/91 από τις ΕΕΧ και τις ΕΧΑΑ, ώστε να εξασφαλίζεται η χρηστή διοίκηση και λειτουργία τους, αλλά και για την προστασία των επενδυτών που τοποθετούν τα διαθέσιμα τους σε μετοχές των ΕΕΧ.

Για τους παραπάνω λόγους, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι δυνατόν να πραγματοποιεί ελέγχους και να επιβάλλει κυρώσεις, τόσο προς τις ΕΕΧ και ΕΧΑΑ, όσο και προς το Διοικητικό Συμβούλιο και το προσωπικό τους, όταν διαπιστώνει την ύπαρξη των αναλόγων παραβάσεων.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει τη δυνατότητα να αναθέτει σε μέλη του Σώματος Ορκωτών Ελεγκτών τη διενέργεια έκτακτων ελέγχων των ΕΕΧ και των ΕΧΑΑ. Οι εταιρίες, σε αυτή την περίπτωση, έχουν την υποχρέωση να θέτουν στη διάθεση των ελεγκτών όλα τα απαραίτητα στοιχεία για τη διενέργεια του ελέγχου (άρθρο 11 ν. 1969/91). Όμως, οι έλεγχοι αυτοί έχουν ανεπίσημο χαρακτήρα και συνεπώς δεν μπορούν να θεμελιώσουν διοικητική απόφαση σε βάρος της ελεγχόμενης ΕΕΧ ή ΕΧΑΑ.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει πρόσθετες κυρώσεις στις ίδιες τις ΕΕΧ και ΕΧΑΑ, στην περίπτωση που συντρέχουν περισσότερες από τις εξής περιπτώσεις:

1. Αν κατά τη λειτουργία τους παύουν να υφίσταται οι όροι και οι προϋποθέσεις που απαιτούνται για τη σύσταση τους.
2. Αν οι ΕΕΧ ή οι ΕΧΑΑ παρακωλύουν με οποιοδήποτε τρόπο τον έλεγχο που ασκεί η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.
3. Αν οι ΕΕΧ ή οι ΕΧΑΑ παραβιάζουν τις διατάξεις του ν. 1969/91 ή του κοινού δικαίου, των αποφάσεων ή των κανονισμών της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ή του καταστατικού τους.

2.10.2 ΚΥΡΩΣΕΙΣ

Οι κυρώσεις που μπορεί να επιβάλλει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, σύμφωνα με το άρθρο 15 ν. 1969/91, είναι:

1. Διορισμός προσωρινού επιτρόπου.
2. Διορισμός επιτρόπου για χρονικό διάστημα που ορίζει η ίδια η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.
3. Ανάκληση της άδειας λειτουργίας, χωρίς την επιβολή των ανωτέρω κυρώσεων.

Σε κάθε περίπτωση όμως, πριν λάβει οποιαδήποτε απόφαση η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, οφείλει να ζητήσει εξηγήσεις από τις ΕΕΧ ή την ΕΧΑΑ.

Όσον αφορά την πρώτη κύρωση, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ορίζει με απόφαση της το διορισμό προσωρινού επιτρόπου, τα προσόντα του και την αμοιβή του, η οποία καταβάλλεται από την ΕΕΧ ή την ΕΧΑΑ. Αξίζει να σημειωθεί ότι ο προσωρινός επίτροπος δεν υποκαθιστά το Διοικητικό Συμβούλιο της ελεγχόμενης ΕΕΧ, αλλά συμπράττει με αυτό. Ο προσωρινός επίτροπος, εντός προθεσμίας 90 ημερών από το διορισμό του, οφείλει να υποβάλει έκθεση με την οικονομική και διοικητική κατάσταση της ελεγχόμενης ΕΕΧ.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, εφόσον εξετάσει την έκθεση αποφασίζει:

1. Την παύση του προσωρινού επιτρόπου και την λύση ή όχι της ΕΕΧ ή της ΕΧΑΑ.
2. Την παράταση του διορισμού του προσωρινού επιτρόπου ή και την αντικατάστασή του.
3. Το διορισμό επιτρόπου.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να προχωρήσει άμεσα στο διορισμό επιτρόπου για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, χωρίς να προηγηθεί ο

διορισμός προσωρινού επιτρόπου. Όπως και στην ανωτέρω περίπτωση, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με την απόφαση διορισμού, προσδιορίζει τα προσόντα, καθώς και την αμοιβή του. Για να ληφθεί ωστόσο η απόφαση διορισμού πρέπει να ισχύει κάποιος από τους προαναφερόμενους λόγους ή εάν το επιβάλλει το δημόσιο συμφέρον ή η προστασία των επενδυτών ή επιτάσσεται από την επιδίωξη αποφυγής δυσμενών επιπτώσεων στην εξωτραπεζική ή χρηματιστηριακή αγορά και στην Εθνική Οικονομία γενικότερα.

Ο συγκεκριμένος επίτροπος, από τη στιγμή της δημοσίευσης του διορισμού του στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως, υποκαθιστά το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΕΧ ή της ΕΧΑΑ σε κάθε ενέργεια του²⁰. Η υποκατάσταση αυτή παύει να ισχύει μόνο ύστερα από σχετική απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Στη συγκεκριμένη περίπτωση ο επίτροπος συμπράττει με το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΕΧ ή της ΕΧΑΑ, ωστόσο αποφασισθεί η εκκαθάριση ή όχι της ΕΕΧ ή της ΕΧΑΑ.

Εφόσον ο επίτροπος καταρτίσει τη σχετική έκθεση της ΕΕΧ ή της ΕΧΑΑ, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποφασίζει αν θα ανακαλέσει ή όχι την άδεια λειτουργίας της πρώτης. Σε περίπτωση ανάκλησης της άδειας λειτουργίας, με την ίδια απόφαση διορίζει από έναν έως τρεις εκκαθαριστές, ορίζοντας και τα προσόντα και τις αμοιβές τους, που επιβαρύνουν την ΕΕΧ ή την

ΕΧΑΑ, ενώ ορίζει και τον τρόπο απογραφής των στοιχείων του ενεργητικού και παθητικού της ΕΕΧ ή της ΕΧΑΑ και την εν γένει διαδικασία διεκπεραίωσης της εκκαθάρισης.

2.11 ΚΩΔΙΚΑΣ ΔΕΟΝΤΟΛΟΓΙΑΣ ΤΩΝ ΑΕΔΑΚ ΤΩΝ ΕΕΧ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΧΑΑ

Η λειτουργία των ΕΕΧ διέπεται, εκτός από τον ν. 1969/91 και τα σχετικά προεδρικά διατάγματα, από τον Κώδικα Δεοντολογίας των ΑΕΔΑΚ των ΕΕΧ, αλλά και των ΕΧΑΑ (απόφαση 132^η Συνεδρίαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς /19.5.98).

Ο ανωτέρω κώδικας θεσπίζει κανόνες που διέπουν τις σχέσεις και τη συμπεριφορά των ΑΕΔΑΚ, των ΕΕΧ, των ΕΧΑΑ και των εκπροσώπων τους, κατά την άσκηση των δραστηριοτήτων τους, έτσι ώστε να διασφαλίζεται η εύρυθμη λειτουργία της αγοράς, να υποστηρίζεται η ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς και να διασφαλίζεται η διενέργεια της διαχείρισης αποκλειστικά προς το συμφέρον των επενδυτών²¹.

Σύμφωνα με το άρθρο 4 του Κώδικα Δεοντολογίας των ΑΕΔΑΚ και των ΕΕΧ, οι ΕΕΧ και οι ΕΧΑΑ είναι υποχρεωμένες να αποτρέπουν τη χρησιμοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών για προσωπικό όφελος του

διοικητικού συμβουλίου, των φυσικών προσώπων που απασχολούνται σε αυτές, τα οποία ορίζονται ως Καλυπτόμενα Πρόσωπα. Επίσης, τα Καλυπτόμενα Πρόσωπα οφείλουν να μη διενεργούν συναλλαγές με αντικείμενο μετοχές των ΕΕΧ ή μερίδια Α/Κ, εκμεταλλεζόμενα εμπιστευτικές πληροφορίες που κατέχουν λόγω της ιδιότητάς τους. Οι ΕΕΧ οφείλουν μάλιστα να θεσπίζουν κανόνες σχετικά με τις χρηματιστηριακές συναλλαγές και τις υποχρεώσεις των συγκεκριμένων προσώπων. Στόχος των ρυθμίσεων αυτών είναι η διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς.

Οι ΕΕΧ, σύμφωνα με το άρθρο 5 του ανωτέρω Κώδικα, πρέπει να λαμβάνουν τα κατάλληλα μέτρα για τη διασφάλιση της αυτονομίας της διαχείρισης και του εμπιστευτικού χαρακτήρα των επενδυτικών αποφάσεων, από τις άλλες δραστηριότητες του ομίλου στον οποίο ανήκουν.

Οι ΕΕΧ έχουν αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση χαρτοφυλακίων κινητών αξιών με αντικειμενικό στόχο την καλύτερη εξυπηρέτηση των μετόχων τους και όχι των συμφερόντων των μητρικών ή άλλων θυγατρικών εταιριών του ομίλου στον οποίο ανήκουν. Η ρύθμιση αυτή προσπαθεί να προστατεύσει τις ΕΕΧ ως προς την άσκηση ορθολογικής διαχείρισης των χαρτοφυλακίων τους από συμφέροντα που τυχόν την εμποδίζουν.

Προτρέπει δε τις ΕΕΧ να λάβουν μέτρα αντιμετώπισης πιθανόν περιπτώσεων σύγκρουσης συμφερόντων.

Το άρθρο 6 του Κώδικα Δεοντολογίας καθορίζει τους όρους σύμφωνα με τους οποίους πρέπει να ασκούν οι ΕΕΧ τα δικαιώματα ψήφου ή συμμετοχής της σε γενικές συνελεύσεις, που απορρέουν από τους μετοχικούς τίτλους του χαρτοφυλακίου τους. Οι συγκεκριμένοι όροι έχουν ως κύριο σκοπό την καλύτερη δυνατή εξυπηρέτηση των συμφερόντων των μετόχων των ΕΕΧ.

Επίσης, σύμφωνα με το άρθρο 7 του Κώδικα Δεοντολογίας, οι ΕΕΧ οφείλουν να λαμβάνουν τα κατάλληλα μέτρα, ούτως ώστε να αποφεύγεται η μετάδοση παραπλανητικών μηνυμάτων ή η δημιουργία πεπλανημένων εντυπώσεων στους επενδυτές, κυρίως μέσω διαφημιστικών και ενημερωτικών εντύπων.

Τέλος, οι ΕΕΧ οφείλουν να μεριμνούν για την οργάνωση τους και την αποτελεσματικότητα των διαδικασιών εσωτερικού ελέγχου. Για το λόγο αυτό δίνεται η δυνατότητα στις ΕΕΧ να λαμβάνουν τα απαραίτητα μέτρα όπως καθιέρωση εσωτερικού κανονισμού, εξασφάλιση ασφαλούς αποθήκευσης των πληροφοριών και δημιουργία ειδικής υπηρεσίας

εσωτερικού ελέγχου (άρθρο 8 Κώδικα Δεοντολογίας των ΑΕΔΑΚ και των ΕΕΧ).

2.12 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΕΝΩΣΗΣ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ

Η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών (ΕΘΕ) ιδρύθηκε το 1985. Αποτελεί το κλαδικό συλλογικό όργανο των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των ΕΕΧ, ενώ επίσης είναι μέλος της «Ευρωπαϊκής Ένωσης Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων».

Οι σκοποί της ΕΘΕ είναι οι εξής:

1. Ανάπτυξη και προαγωγή της δραστηριότητας των μελών της.
2. Μελέτη ζητημάτων κοινού ενδιαφέροντος των μελών της.
3. Προάσπιση των επαγγελματικών συμφερόντων των μελών της.
4. Προστασία του επενδυτικού κοινού.

Η ΕΘΕ θέσπισε ένα κώδικα δεοντολογίας των μελών της που προσδιορίζει τους κανόνες που ρυθμίζουν τις σχέσεις και τη συμπεριφορά μεταξύ τους.

Ο συγκεκριμένος κώδικας έχει ως στόχο την πλήρη συμμόρφωση των μελών της ένωσης στην κείμενη νομοθεσία και τις αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, την προώθηση συνθηκών ευπρεπούς

ανταγωνισμού και την προστασία του επενδυτικού κοινού. Συγκεκριμένα, τα μέλη της ένωσης πρέπει να τηρούν τη κείμενη νομοθεσία. Δεν πρέπει να καταφεύγουν σε άμεσες ή έμμεσες συγκρίσεις με άλλα μέλη της ένωσης. Πρέπει να συγκεκριμενοποιούν τον επενδυτικό τους τύπο με σαφήνεια και να μην παραπλανούν τους επενδυτές. Σε περίπτωση που καταπατηθεί ένας από τους παραπάνω κανόνες του κώδικα δεοντολογίας της ΕΘΕ, τότε γίνονται συστάσεις στο μέλος από την ένωση.

Στο βαθμό που ο κώδικας αυτός γίνεται σεβαστός ανάμεσα στα μέλη των συλλογικών επενδύσεων, επιτυγχάνεται η αυτοεποπτεία στο τμήμα. Το γεγονός αυτό έχει ως αποτέλεσμα να μειώνεται η εποπτεία που πρέπει να εφαρμόζει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς²².

2.13 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΠΑΡΑΠΟΜΠΕΣ

1. Μούζουλας Αντ.Σπήλιος, Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων στην Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ένωση, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 1996, σελ. 305-306.
2. Παμπούκης Γ. Κωνσταντίνος, Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε κινητές αξίες, Αφοί Σάκκουλα, Θεσσαλονίκη 1992, σελ.30.
3. Σκουλούδης Ζαχ., Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, Αθήνα 1992, σελ. 81.
4. Μούζουλας Γ. Σπήλιος, ο.π., σελ. 305.
5. Σκουλούδης Ζαχ., ο.π., σελ. 27.
6. Σκουλούδης Ζ., ο.π., σελ. 28.
7. Μούζουλας Γ. Σπήλιος, ο.π., σελ 303.
8. Σκουλούδης Ζαχ., ο.π., σελ. 22.
9. Σκουλούδης Ζαχ., ο.π., σελ. 37.
10. Σκουλούδης Ζαχ., ο.π., σελ. 38.
- 11.Σκουλούδης Ζαχ., ο.π., σελ. 40.
12. Μούζουλας Γ. Σπήλιος, ο. π., σελ. 313.
- 13.Απολογισμοί των εταιριών: Αιολική, Alpha Επενδύσεων, Δίας, Εθνική Χαρτοφυλακίου, Επενδύσεις Εργασίας, Εξέλιξη, Ιονική Επενδύσεων, Interinvest, Πειραιώς Επενδυτική, Πρόοδος, Marfin., έτη 1997, 1998, 1999.

14. Σκουλούδης Ζαχ., ο. π., σελ. 71.
15. Μούζουλας Αντ. Σπήλιος, ο.π., σελ. 322.
16. Σκουλούδης Ζαχ., ο. π., σελ. 72-73.
17. Μούζουλας Γ. Σπήλιος, ο. π., σελ. 323.
18. Μούζουλας Γ. Σπήλιος, ο. π., σελ. 331.
- 19.«Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς», ετήσια έκθεση, 1998, σελ. 9.
20. Μούζουλας Γ. Σπήλιος, ο. π., σελ. 330.
- 21.«Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς», ετήσια έκθεση, 1998, σελ.56.
22. Μυλωνάς Θ. Νικόλαος, Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια, εκδόσεις Αντ. Σάκκουλα, 1999, σελ.91.

3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στο κομμάτι της εμπειρικής μελέτης εξετάζεται η διαχρονική εξέλιξη των μεγεθών των ΕΕΧ και η επενδυτική πολιτική που ακολούθησαν το ίδιο διάστημα, ενώ επίσης, αξιολογείται και η αποδοτικότητα τους.

Στο πρώτο μέρος της μελέτης παρουσιάζεται η εξέλιξη των μεγεθών και η σύνθεση του χαρτοφυλακίου του κλάδου των ΕΕΧ με στόχο τον προσδιορισμό της συνολικής επενδυτικής πολιτικής που ακολούθησαν οι ΕΕΧ την περίοδο 1997-1999. Παράλληλα αναλύεται και η επενδυτική πολιτική των 7 ΕΕΧ του δείγματος την ίδια περίοδο, καθώς και κατά τις υποπεριόδους 05.97-08.98 και 09.98-12.99. Το δείγμα αποτελείται από την «Δίας», «Εθνική Χαρτοφυλακίου», «Επενδύσεις Εργασίας», «Interinvest», «Ιονική Επενδύσεων», «Πειραιώς Επενδυτική», και την «Πρόοδο».

Για την ανάλυση αυτή χρησιμοποιήθηκαν τα παρακάτω στοιχεία, όπως αυτά διαμορφώθηκαν την 31.12.97, 31.12.98 και 31.12.99:

- Καθαρή αξία ενεργητικού

- Χρηματιστηριακή αξία ενεργητικού
- Ποσοστά των τοποθετήσεων του συνολικού ενεργητικού του κλάδου σε μετοχές, ομολογίες και διαθέσιμα

Για την ανάλυση των EEX του δείγματος χρησιμοποιήθηκαν επίσης τα παραπάνω στοιχεία όπως αυτά διαμορφώθηκαν και την 31.05.97, 31.08.98, καθώς και την 31.09.98.

Στο δεύτερο μέρος της μελέτης εξετάζονται οι πραγματοποιούμενες αποδόσεις και ο κίνδυνος των αποδόσεων των EEX του δείγματος, κατά την περίοδο 05.97-08.98 και 09.98-12.99.

Στο τρίτο μέρος της μελέτης επιχειρείται η αξιολόγηση της αποδοτικότητας του δείγματος με τη χρησιμοποίηση των δεικτών Treynor, Sharpe και Jensen για τις εξεταζόμενες χρονικές περιόδους.

Για τον υπολογισμό των μεταβλητών και την ανάλυση του δευτέρου και τρίτου μέρους της εμπειρικής μελέτης ελήφθησαν, από 31.05.97 έως 31.08.98 και από 31.09.98 έως 31.12.99, οι μηνιαίες παρατηρήσεις των εξής στοιχείων:

- Τιμή μετοχής κάθε EEX του δείγματος
- Μέρισμα ανά μετοχή
- Τιμή Γενικού Δείκτη ΧΑΑ

Επίσης, υπολογίστηκε και η μέση μηνιαία απόδοση του εντόκου γραμματίου του Ελληνικού Δημοσίου.

3.2 ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΤΩΝ ΕΕΧ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1997-1999

Στο συγκεκριμένο κομμάτι της εμπειρικής μελέτης παρουσιάζεται η διαχρονική εξέλιξη της χρηματιστηριακής αξίας και της καθαρής αξίας του ενεργητικού των ΕΕΧ του κλάδου, καθώς επίσης η διάρθρωση του συνολικού χαρτοφυλακίου του κλάδου και των χαρτοφυλακίων των εταιριών του δείγματος.

3.2.1 ΤΑ ΜΕΓΕΘΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ

Η χρονική περίοδος 1997-1999 ήταν μία ιδιαίτερα σημαντική περίοδος για τον κλάδο των ΕΕΧ. Οι θετικές εξελίξεις στο χώρο της Ελληνικής Οικονομίας επηρέασαν θετικά τα κέρδη των ΕΕΧ, τη χρηματιστηριακή και καθαρή αξία του ενεργητικού τους αλλά και την τιμή των μετοχών τους. Επίσης, το Σεπτέμβριο του 1999 είχαμε την είσοδο μίας νέας ΕΕΧ στον κλάδο αυξάνοντας τον συνολικό τους αριθμό σε 17.

Συγκεκριμένα, το 1997 επικράτησε στο Χρηματιστήριο Αθηνών ένα έντονο ανοδικό κλίμα. Αυτό οφείλεται κυρίως στην πτώση των επιτοκίων των καταθέσεων, των χορηγήσεων και των αποδόσεων των ομολογιακών τίτλων, τα οποία είχαν ως αποτέλεσμα τη στροφή του αποταμιευτικού κοινού στο Χρηματιστήριο.

Το ίδιο χρονικό διάστημα η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εντείνει τις προσπάθειες της προς τον εκσυγχρονισμό και την ανάπτυξη της Κεφαλαιαγοράς. Συγκεκριμένα, προχωρά στη θέσπιση της κανονιστικής απόφασης με αριθμό 106/13.5.97 περί Χρήσεως Χρηματοοικονομικών Παραγώγων από Θεσμικούς Επενδυτές, καθώς και στην απόφαση με αριθμό 119/ 11.11.97 που αφορούσε την παροχή άδειας στις ΕΕΧ, όσο και στα Αμοιβαία Κεφάλαια, ώστε να επενδύουν σε τίτλους επιλογής (Warrants)¹.

Η θετική πορεία του Χρηματιστηρίου συνεχίστηκε τόσο το 1998, όσο και το 1999. Το γεγονός αυτό οφείλεται στην περαιτέρω πτώση των επιτοκίων των τίτλων του δημοσίου και των καταθέσεων και των χορηγήσεων, στην καλύτερη αξιολόγηση της Ελληνικής Οικονομίας από τους διεθνείς οργανισμούς αλλά και στην αύξηση των κερδών των επιχειρήσεων.

Τα παραπάνω γεγονότα επέδρασαν θετικά τόσο στη συνολική χρηματιστηριακή αξία των ΕΕΧ, όσο και στην συνολική καθαρή αξία του ενεργητικού τους.

Όπως εμφανίζεται στον Πίνακα 4, το 1997 η συνολική χρηματιστηριακή αξία του κλάδου των ΕΕΧ ανερχόταν σε 173 δις δραχμές. Το 1998 ήταν 323 δις δραχμές, σημειώνοντας αύξηση κατά 86,2% έναντι του προηγούμενου έτους. Ενώ το 1999 η συνολική χρηματιστηριακή αξία των 17 πλέον ΕΕΧ ανερχόταν σε 2 τρις δραχμές, σημειώνοντας αύξηση 536,1% έναντι του 1998.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4
ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΜΕΓΕΘΩΝ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΤΩΝ ΕΕΧ
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1997-1999

	<i>31.12.97</i>	<i>31.12.98</i>	<i>31.12.99</i>	<i>%MET. 97/98</i>	<i>%MET. 98/99</i>
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΞΙΑ (σε εκατομμύρια δραχμές)	173.477	322.968	2.054.431*	86,20	536,10
ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (σε εκατομμύρια δραχμές)	167.291	335.506	1.442.090**	100,55	329,80

*Συμπεριλαμβάνεται και η χρηματιστηριακή αξία του ενεργητικού της Active Επενδυτικής.

**Συμπεριλαμβάνεται και η καθαρή αξία ενεργητικού της Active Επενδυτικής.

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών.

Μηνιαία στατιστικά δελτία των ΕΕΧ: Νο 10 (Ιανουάριος 98), Νο 21 (Ιανουάριος 99), Νο 33 (Ιανουάριος 00).

Η καθαρή αξία του ενεργητικού του συνόλου των ΕΕΧ το 1997 ανερχόταν σε 167 δις δραχμές. Το 1998 έφτασε τα 335 δις δραχμές, σημειώνοντας

αύξηση 100% έναντι του 1997, ενώ το 1999 η καθαρή αξία του ενεργητικού τους αυξήθηκε κατά 329,8% έναντι του 1998, καταλήγοντας σε 1,442 τρις δραχμές.

3.2.2 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΕΧ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Η διάρθρωση του χαρτοφυλακίου των ΕΕΧ για την περίοδο 1997-1999 παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5
ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΤΩΝ ΕΕΧ

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ	31.12.97	31.12.98	31.12.99
	%	%	%
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	73,6	77,1	78,6
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	8,1	5,2	2,7
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	9,5	4,7	0,6
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	1,1	0,6	0,1
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	6,8	11,2	16,4
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,9	1,2	1,6

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών.

Μηνιαία στατιστικά δελτία των ΕΕΧ: Νο10 (Ιανουάριος 98),

Νο21 (Ιανουάριος 99), Νο33 (Ιανουάριος 00).

Το 1997 η συνολική τοποθέτηση των 16 ΕΕΧ σε μετοχές των Ελληνικών εταιριών αποτελούσε ποσοστό 73,6% επί του συνολικού τους ενεργητικού τους σε τρέχουσες τιμές. Η δεύτερη κατά σειρά επενδυτική τους επιλογή ήταν οι τίτλοι σταθερού εισοδήματος του εσωτερικού, αλλά και του εξωτερικού σε συνολικό ποσοστό 10,6%, ενώ επένδυσαν και σε μετοχές

του εξωτερικού σε ποσοστό 8,1%. Επίσης, η συνολική τοποθέτηση τους σε διαθέσιμα του εσωτερικού και του εξωτερικού έφτασε το 7,7%.

Το 1998, ως αποτέλεσμα της θετικής πορείας του χρηματιστηρίου, οι ΕΕΧ αυξάνουν τα ποσοστά τοποθέτησης τους σε μετοχές του εσωτερικού και σε διαθέσιμα του εσωτερικού και του εξωτερικού. Παράλληλα, μειώνουν τα ποσοστά τοποθέτησης τους σε μετοχές του εξωτερικού, καθώς και σε τίτλους σταθερού εισοδήματος του εσωτερικού και του εξωτερικού. Συγκεκριμένα, οι μετοχές του εσωτερικού αποτελούσαν στις 31.12.98 ποσοστό 77,1% επί του συνολικού ενεργητικού του κλάδου και τα συνολικά διαθέσιμα ποσοστό 12,4%, ενώ οι μετοχές εξωτερικού και οι συνολικές ομολογίες περιορίστηκαν στο 5,2% και 5,3% αντίστοιχα.

Το 1999 έχουμε την είσοδο μίας ακόμα ΕΕΧ, της Active Επενδυτικής. Οι ΕΕΧ διατήρησαν την πολιτική αύξησης των τοποθετήσεων τους σε μετοχές του εσωτερικού και σε διαθέσιμα εσωτερικού και εξωτερικού, ενώ παράλληλα συνέχισαν να περιορίζουν τα ποσοστά των επενδύσεων τους σε μετοχές του εξωτερικού και ομολογίες του εσωτερικού και του εξωτερικού. Η συνολική τοποθέτηση σε μετοχές των Ελληνικών εταιριών έφτασε το 78,6% επί του συνολικού ενεργητικού, σε τρέχουσες τιμές. Η τοποθέτηση σε διαθέσιμα εσωτερικού και εξωτερικού αυξήθηκε σημαντικά έναντι του 1998 φτάνοντας το 18%, ενώ οι τοποθετήσεις σε μετοχές

εταιριών του εξωτερικού, των ομολογιών εσωτερικού και εξωτερικού αποτέλεσαν το 2,7%, 0,6% και 0,1% του συνολικού ενεργητικού, αντίστοιχα.

Η διάρθρωση των χαρτοφυλακίων του δείγματος των 7 ΕΕΧ για την χρονική περίοδο 1997-1999, καθώς και για τις υποπεριόδους 05.97-08.98, 09.98-12.99, παρουσιάζεται στους παρακάτω πίνακες.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6
ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΙΣ ΤΗΣ «ΔΙΑΣ»
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1997-1999

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ	31/12/97	31/12/98	31/12/99
	%	%	%
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	76,0	75,8	67,2
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ			
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	15,7	6,6	
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ			
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	8,3	5,1	32,8
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ		12,5	

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών.

Μηνιαία στατιστικά δελτία των ΕΕΧ: Νο10, 21, 33.

Όπως παρουσιάζεται στον Πίνακα 6, η «Δίας» το 1997 τοποθετεί τα κεφάλαια της σε μετοχές των Ελληνικών εταιριών σε ποσοστό 76%. Σε τίτλους σταθερού εισοδήματος εσωτερικού επενδύει σε ποσοστό 15,7%, ενώ σε διαθέσιμα του εσωτερικού σε ποσοστό 8,3%. Το 1998 η «Δίας» μείωσε ελάχιστα το ποσοστό των επενδύσεων της σε μετοχές του εσωτερικού, καταλήγοντας να αποτελεί το 75,8% του συνολικού χαρτοφυλακίου της. Παράλληλα μείωσε το ποσοστό της τοποθέτησης της σε ομολογίες και διαθέσιμα του εσωτερικού, ενώ αύξησε τα ποσοστά

τοποθέτησης της σε διαθέσιμα του εξωτερικού. Το 1999 αλλάζει δραστικά την πολιτική των επενδύσεων της, περιορίζοντας το ποσοστό συμμετοχής της σε μετοχές του εσωτερικού σε 67,2%, αυξάνοντας το ποσοστό των διαθέσιμων της σε 32,8% και μηδενίζοντας παράλληλα τις άλλες τοποθετήσεις της.

ΠΙΝΑΚΑΣ 7
ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΙΣ ΤΗΣ «ΔΙΑΣ»
ΠΕΡΙΟΔΟΙ 05. 97-08. 98 & 09. 98-12. 99

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ	31/05/97	31/12/97	31/08/98	31/09/98	31/12/98	31/12/99
	%	%	%	%	%	%
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΣΩΤ.	57,2	76,0	39,4	49,6	75,8	67,2
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΞΩΤ.						
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΣΩΤ.	25,3	15,7	6,6	7,7	6,6	
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΞΩΤ.						
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΣΩΤ.	17,4	8,3	34,5	20,8	5,1	32,8
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΞΩΤ.			19,5	21,9	12,5	

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών.

Μηνιαία στατιστικά δελτία των ΕΕΧ: Νο 2, 10, 18, 19, 21, 33.

Εξετάζοντας λεπτομερέστερα τις επενδυτικές επιλογές της «Δίας», κατά την διάρκεια των υποπεριόδων, όπως αυτές παρουσιάζονται στον Πίνακα 7, διαπιστώνεται επίσης ότι η εταιρία μεταβάλλει συχνά την επενδυτική πολιτική της αυξομειώνοντας αισθητά τα ποσοστά των τοποθετήσεων της σε μετοχές του εσωτερικού και των συνολικών διαθέσιμων της. Μάλιστα, η πορεία των τοποθετήσεων της σε μετοχές ακολουθεί ακριβώς αντίθετη φορά από εκείνη των τοποθετήσεων της στα διαθέσιμα, γεγονός που σημαίνει ότι τοποθετεί τις ρευστοποιήσεις των αξιών του χαρτοφυλακίου

της σε διαθέσιμα και αντίστροφα. Επίσης, επέλεξε να περιορίσει σταδιακά τα ποσοστά των τοποθετήσεων της σε ομολογίες του εσωτερικού καταλήγοντας στις 31.12.99 στο μηδενισμό τους.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8
ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΙΣ ΤΗΣ «ΕΘΝΙΚΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ»
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1997-1999

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ	31/12/97	31/12/98	31/12/99
	%	%	%
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	68,8	73,9	95,8
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	5,9	2,7	1,1
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	17,8	8,6	0,7
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	4,3	4,5	0,7
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	1,2	4,3	1,8
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	2,0	0,5	0,1

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών.

Μηνιαία στατιστικά δελτία των ΕΕΧ: Νο10, 21, 33.

Όπως παρουσιάζεται στον Πίνακα 8, η «Εθνική Χαρτοφυλακίου» το 1997 επενδύει κυρίως σε μετοχές του εσωτερικού, σε ποσοστό 68,8% και σε τίτλους σταθερού εισοδήματος σε ποσοστό 17,8%, ενώ μικρότερα ποσοστά επενδύσεων διατηρεί σε όλες τις κατηγορίες τοποθετήσεων. Το 1998 αυξάνει το ποσοστό συμμετοχής της στις μετοχές του εσωτερικού σε 73,9%, καθώς και σε μικρότερη κλίμακα στα διαθέσιμα εσωτερικού και στις ομολογίες εξωτερικού, ενώ ταυτοχρόνως περιορίζει την τοποθέτηση της σε ομολογίες του εσωτερικού και διαθέσιμα του εξωτερικού, σε ποσοστό 8,6% και 0,5% αντίστοιχα. Το 1999 η εταιρία συνεχίζει την ίδια πολιτική, όπως το 1998, αυξάνοντας την συμμετοχή της σε μετοχές του εσωτερικού και περιορίζοντας τη συμμετοχή της σε όλες τις άλλες τοποθετήσεις. Μάλιστα, από την εξέταση των υποπεριόδων που

παρουσιάζονται στον Πίνακα 9, διαπιστώνεται ότι η τάση ανόδου του ποσοστού συμμετοχής της στις μετοχές εσωτερικού αρχίζει να είναι ιδιαίτερα εμφανής κυρίως κατά την υποπερίοδο 09.98-12.99.

ΠΙΝΑΚΑΣ 9
ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΙΣ ΤΗΣ «ΕΘΝΙΚΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ»
ΠΕΡΙΟΔΟΙ 05. 97-08. 98 & 09. 98-12. 99

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ	31/05/97	31/12/97	31/08/98	31/09/98	31/12/98	31/5/99
	%	%	%	%	%	%
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΣΩΤ.	60,9	68,8	64,4	66,0	73,9	95,8
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΞΩΤ.	0,4	5,9	3,4	2,8	2,7	1,1
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΣΩΤ.	18,0	17,8	9,3	16,4	8,6	0,7
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΞΩΤ.	0,1	4,3	2,8	7,6	4,5	0,7
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΣΩΤ.	11,0	1,2	15,0	5,7	4,3	1,8
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΞΩΤ.	9,5	2,0	5,1	1,4	0,5	0,1

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών.

Μηνιαία στατιστικά δελτία των ΕΕΧ: Νο2, 10, 18, 19, 21, 33.

Η εταιρία «Επενδύσεις Εργασίας», όπως παρουσιάζεται στον Πίνακα 10, το 1997 διατηρεί ένα χαρτοφυλάκιο που αποτελείται σε μεγάλο ποσοστό από μετοχές του εσωτερικού και σε μικρότερο ποσοστό από μετοχές του εξωτερικού.

ΠΙΝΑΚΑΣ 10
ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΙΣ ΤΗΣ «ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ»
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1997-1999

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ	31/12/97	31/12/98	31/12/99
	%	%	%
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	92	90,4	95,7
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	4,9	2,8	0,5
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	1,2		
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ			
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,2	5,9	2,6
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	1,8	1,0	1,1

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών.

Μηνιαία στατιστικά δελτία των ΕΕΧ: Νο10, 21, 33.

Συγκεκριμένα, οι μετοχές του εσωτερικού αποτελούσαν ποσοστό 92%, ενώ του εξωτερικού 4,9%. Επίσης έχει επενδύσει σε τίτλους σταθερού εισοδήματος εσωτερικού σε ποσοστό 1,2% και σε συνολικά διαθέσιμα σε ποσοστό 2%.

Το 1998, η «Επενδύσεις Εργασίας» μειώνουν το ποσοστό των τοποθετήσεων τους σε μετοχές των εταιριών του εσωτερικού και του εξωτερικού σε 90,4% και 2,8%, ενώ αυξάνει το ποσοστό των διαθεσίμων.

Το 1999, συνεχίζει να τοποθετεί τα κεφάλαια της στις ίδιες επενδυτικές κατηγορίες με μικρές μεταβολές στα ποσοστά των τοποθετήσεων αυτών.

Συγκεκριμένα αύξησε το ποσοστό των μετοχών εσωτερικού σε 95,7%, ενώ μείωσε τα ποσοστά των άλλων τοποθετήσεων της, εκτός των διαθεσίμων εξωτερικού που σημείωσαν μικρή άνοδο κατά 0,1 ποσοστιαίες μονάδες.

ΠΙΝΑΚΑΣ 11
ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΙΣ ΤΗΣ «ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ»
ΠΕΡΙΟΔΟΙ 05. 97-08. 98 & 09. 98-12. 99

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ	31/05/97	31/12/97	31/08/98	31/09/98	31/12/98	31/12/99
	%	%	%	%	%	%
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΣΩΤ.	91,0	92,0	92,4	94,4	90,4	95,7
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΞΩΤ.	7,6	4,9	4,3	4,2	2,8	0,5
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΣΩΤ.		1,2				
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΞΩΤ.						
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΣΩΤ.	0,9	0,2	2,9	0,8	5,9	2,6
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΞΩΤ.	0,5	1,8	0,4	0,6	1,0	1,1

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών.

Μηνιαία στατιστικά δελτία των ΕΕΧ: Νο 2, 10, 18, 19, 21, 33.

Από την μελέτη των υποπεριόδων, οι οποίες παρουσιάζονται στον Πίνακα 11, συμπεραίνεται επίσης ότι η Επενδύσεις Εργασίας ακολουθούν έως τις 31.08.98 σταθερή πολιτική διατήρησης των τοποθετήσεων σε εγχώριες μετοχές στο 92% περίπου. Ενώ από τις 31.09.98 αυξομειώνει το ποσοστό διακράτησης μετοχών εσωτερικού καταλήγοντας στις 31.12.98 στο 95,7%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 12
ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΙΣ ΤΗΣ «INTERINVEST»
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1997-1999

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ	31/12/97	31/12/98	31/12/99
	%	%	%
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	58,4	63,9	86,5
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	19,1	15,6	5,5
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	16,0	8,4	2,0
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ			
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	2,2	8,4	4,5
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	4,3	3,7	1,5

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών.

Μηνιαία στατιστικά δελτία των ΕΕΧ: Νο10, 21, 33.

Η «Interinvest», όπως διαπιστώνεται από τον Πίνακα 12, το διάστημα 1997-1999 επενδύει σε μετοχές και διαθέσιμα του εσωτερικού και του εξωτερικού, καθώς και ομολογίες του εσωτερικού. Το 1997 το ποσοστό τοποθέτησης της σε αυτές τις κατηγορίες ήταν 58,4%, 19,1% και 16% αντίστοιχα. Διαχρονικά αυξάνει το ποσοστό των τοποθετήσεων της σε μετοχές εσωτερικού από 58,4% το 1997 σε 86,5% το 1999, ενώ παράλληλα μειώνει τα ποσοστά των τοποθετήσεων της σε όλες τις άλλες κατηγορίες.

Αξίζει να σημειωθεί ότι η τάση αύξησης του ποσοστού των μετοχών εσωτερικού στο χαρτοφυλάκιο της «Interinvest» δεν ήταν συνεχής.

ΠΙΝΑΚΑΣ 13
ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΙΣ ΤΗΣ «INTERINVEST»
ΠΕΡΙΟΔΟΙ 05. 97-08. 98 & 09. 98-12. 99

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ	31/05/97	31/12/97	31/08/98	31/09/98	31/12/98	31/12/99
	%	%	%	%	%	%
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΣΩΤ.	59,1	58,4	61,8	66,1	63,9	86,5
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΞΩΤ.	17,6	19,1	18,3	15,6	15,6	5,5
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΣΩΤ.	16,0	16,0	6,8	7,1	8,4	2,0
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΞΩΤ.						
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΣΩΤ.	3,0	2,2	10,0	7,1	8,4	4,5
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΞΩΤ.	4,3	4,3	3,1	4,1	3,7	1,5

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών.

Μηνιαία στατιστικά δελτία των ΕΕΧ: Νο2, 10, 18, 19, 21, 33.

Από την εξέταση των υποπεριόδων, οι οποίες παρουσιάζονται στον Πίνακα 13, διαφαίνεται ότι η παραπάνω τάση διακόπτεται το Δεκέμβριο του 1997 και του 1998.

ΠΙΝΑΚΑΣ 14
ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΙΣ ΤΗΣ «ΙΟΝΙΚΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ»
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1997-1999

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ	31/12/97	31/12/98	31/12/99
	%	%	%
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	52,2	73,2	85,0
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	14,4	7,4	
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	16,9	5,3	
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ			
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	14,7	11,8	15,0
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	1,8	2,3	

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών.

Μηνιαία στατιστικά δελτία των ΕΕΧ: Νο10, 21, 33.

Η «Ιονική Επενδύσεων», όπως παρουσιάζεται στον Πίνακα 14, το διάστημα 1997-1998 ακολουθεί την ίδια στρατηγική με την «Interinvest».

Συγκεκριμένα, επενδύει σε όλες τις κατηγορίες τοποθετήσεων εκτός από τις ομολογίες του εξωτερικού. Μάλιστα, το 1998, αυξάνει το ποσοστό τοποθέτησης της σε μετοχές εσωτερικού σε ποσοστό 73,2%, ενώ περιορίζει τα ποσοστά των άλλων τοποθετήσεων της.

ΠΙΝΑΚΑΣ 15
ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΙΣ ΤΗΣ «ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ»
ΠΕΡΙΟΔΟΙ 05. 97- 08. 98 & 09. 98-12. 99

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ	31/05/97	31/12/97	31/08/98	31/09/98	31/12/98	31/12/99
	%	%	%	%	%	%
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΣΩΤ.	58,0	52,2	72,4	74,7	73,2	85,0
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΞΩΤ.	9,1	14,4	9,2	8,3	7,4	
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΣΩΤ.	25,5	16,9	6,0	6,2	5,3	
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΞΩΤ.						
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΣΩΤ.	2,0	14,7	9,3	7,6	11,8	15,0
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΞΩΤ.	5,4	1,8	3,1	3,2	2,3	

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών.

Μηνιαία στατιστικά δελτία των ΕΕΧ: Νο 2, 10, 18, 19, 21, 33.

Επιπρόσθετα, όπως διαπιστώνεται από τον Πίνακα 15, όπου παρουσιάζονται οι υποπερίοδοι, η αυξητική πορεία των τοποθετήσεων της σε μετοχές του εσωτερικού είναι αντίστοιχη της πορείας των αντίστοιχων εγχωρίων τοποθετήσεων της «Interinvest». Το 1999 η «Ιονική Επενδύσεων» διαφοροποιείται εντελώς τόσο ως προς τις επενδυτικές της επιλογές, όσο και ως προς τα ποσοστά των τοποθετήσεων της. Συγκεκριμένα, εστίαστηκε στην τοποθέτηση των κεφαλαίων της σε μετοχές του εσωτερικού και σε διαθέσιμα του εσωτερικού σε ποσοστό 85% και 15%.

Η «Πειραιώς Επενδυτική», όπως παρουσιάζεται στον Πίνακα 16, μεταβάλλει διαχρονικά την επενδυτική της πολιτική, καταλήγοντας το 1999 να τοποθετεί τα κεφάλαια της σε μετοχές του εσωτερικού, του εξωτερικού και σε διαθέσιμα εσωτερικού.

ΠΙΝΑΚΑΣ 16
ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΙΣ ΤΗΣ «ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ»
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1997-1999

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ	31/12/97	31/12/98	31/12/99
	%	%	%
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	62,1	85,5	96,4
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	15,1	11,5	3,2
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,3		
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ			
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	14,7	1,1	0,4
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	1,8	1,9	

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών.

Μηνιαία στατιστικά δελτία των ΕΕΧ: Νο10, 21, 33.

Μάλιστα, το 1999 το ποσοστό τοποθέτησης της σε μετοχές του εσωτερικού έφθασε το 96,4%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 17
ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΙΣ ΤΗΣ «ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ»
ΠΕΡΙΟΔΟΙ 05. 97-08. 98 & 09. 98-12. 99

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ	31/05/97	31/12/97	31/08/98	31/09/98	31/12/98	31/12/99
	%	%	%	%	%	%
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΣΩΤ.	73,4	62,1	78,0	80,0	85,5	96,4
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΞΩΤ.	22,8	15,1	17,3	15,2	11,5	3,2
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΣΩΤ.		0,3				
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΞΩΤ.						
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΣΩΤ.	3,5	14,7	0,2	4,5	1,1	0,4
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΞΩΤ.	0,3	1,8	4,5	0,3	1,9	

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών.

Μηνιαία στατιστικά δελτία των ΕΕΧ: Νο 2, 10, 18, 19, 21, 33.

Από τον Πίνακα 17, όπου παρουσιάζεται η διάρθρωση του χαρτοφυλακίου της στη διάρκεια των υποπεριόδων, διαπιστώνεται ότι η «Πειραιώς Επενδυτική» αυξάνει συνεχώς το ποσοστό των τοποθετήσεων της σε εγχώριες μετοχές, σε μικρά μεγέθη έως τον Σεπτέμβριο του 1998 και σε μεγαλύτερο βαθμό από εκεί και έπειτα.

Η «Πρόδος», όπως διαπιστώνεται από τον Πίνακα 18, το 1997 επενδύει σε ποσοστό 71,9% σε μετοχές εσωτερικού. Διατηρεί ένα υψηλό ποσοστό σε διαθέσιμα, 26%, ενώ επενδύει και σε τίτλους του εσωτερικού σε ποσοστό 2,1%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 18
ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΙΣ ΤΗΣ «ΠΡΟΔΟΣ»
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1997-1999

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ	31/12/97	31/12/98	31/12/99
	%	%	%
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	71,9	81,7	90,5
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ			
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	2,1	3,1	1,0
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ			
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	26,0	15,2	8,5
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ			

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών.

Μηνιαία στατιστικά δελτία των ΕΕΧ: Νο10, 21, 33.

Τα επόμενα χρόνια η εταιρία ακολουθεί την ίδια πολιτική ενισχύοντας κυρίως τις τοποθετήσεις σε μετοχές του εσωτερικού.

ΠΙΝΑΚΑΣ 19
ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΙΣ ΤΗΣ «ΠΡΟΟΔΟΣ»
ΠΕΡΙΟΔΟΙ 05. 97-08. 98 & 09. 98-12. 99

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ	31/05/97	31/12/97	31/08/98	31/09/98	31/12/98	31/12/99
	%	%	%	%	%	%
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΣΩΤ.	84,4	71,9	81,2	84,1	81,7	90,5
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΞΩΤ.						
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΣΩΤ.	2,0	2,1	1,7	1,7	3,1	1,0
ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ ΕΞΩΤ.	6,0					
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΣΩΤ.	1,9	26,0	11,4	14,2	15,2	8,5
ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΞΩΤ.	5,7		5,8			

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών.

Μηνιαία στατιστικά δελτία των ΕΕΧ: Νο 2, 10, 18, 19, 21, 33.

Συγκεκριμένα, η «Πρόοδος», όπως εμφανίζεται στον Πίνακα 19, από τον 08.98 έως και τον 12.98 διατηρεί το ποσοστό τοποθέτησης της σε μετοχές εσωτερικού στο 82% κατά μέσο όρο, ενώ από το 1999 το αύξησε στο 90,5%.

Συμπερασματικά, μέσα από τη διαχρονική διάρθρωση των χαρτοφυλακίων των ΕΕΧ του δείγματος, διαπιστώνεται η στροφή της επενδυτικής πολιτικής των ΕΕΧ κυρίως προς τις μετοχές εσωτερικού και κατά δεύτερο λόγο στα διαθέσιμα εσωτερικού, με αντίστοιχο περιορισμό των τοποθετήσεων τους σε όλες τις άλλες κατηγορίες επένδυσης. Μάλιστα, η μεταβολή αυτή αντικατροπτίζει τη γενικότερη επενδυτική μεταβολή του κλάδου των ΕΕΧ προς τις συγκεκριμένες κατηγορίες επένδυσης. Επιπρόσθετα, η μεταβολή αυτή οφείλεται στις ευνοϊκές συνθήκες που επικράτησαν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, όσο και στην Ελληνική Οικονομία

3.3 ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΕΕΧ

Ο προσδιορισμός της απόδοσης των ΕΕΧ παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον για τους επενδυτές. Διότι οι επενδυτές επιθυμούν να γνωρίζουν, εκ των προτέρων, την απόδοση που μπορούν να προσδοκούν, καθώς και τον κίνδυνο που συνδέεται με την πραγματοποίηση της συγκεκριμένης επένδυσης, προκειμένου να αποφασίσουν αν θα επενδύσουν σε μετοχές των ΕΕΧ.

3.3.1 ΜΕΤΡΗΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Η απόδοση μίας ΕΕΧ υπολογίζεται ως το άθροισμα της μεταβολής της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής, σε μία περίοδο και του ποσού του μερίσματος που διανεμήθηκε την ίδια περίοδο, προς την αξία της μετοχής στην αρχή της περιόδου.

$$A_t = \frac{TM_t - TM_{t-1} + M_t}{TM_{t-1}}$$

Όπου:

A_t = η απόδοση μίας ΕΕΧ την περίοδο t

TM_t = η τιμή της μετοχής της ΕΕΧ την περίοδο t

TM_{t-1} = η τιμή της μετοχής της ΕΕΧ την περίοδο $t-1$

M_i = το μέρισμα που καταβάλλεται στη διάρκεια της περιόδου t

Η απόδοση της EEX μπορεί να εκφραστεί και σε ποσοστό, εφόσον πολλαπλασιάσουμε τον ανωτέρω τύπο με το 100.

Στη μελέτη του δείγματος των 7 EEX, υπολογίστηκε η μηνιαία απόδοση κάθε EEX και η μέση μηνιαία απόδοση σύμφωνα με τον παρακάτω τύπο:

$$\bar{A} = \frac{\sum_{t=1}^n A_t}{n}$$

Όπου:

A_t = η μηνιαία απόδοση

n = ο αριθμός των παρατηρήσεων

Για τον υπολογισμό των παραπάνω μεταβλητών, για τις EEX του δείγματος, κατά τις εξεταζόμενες περιόδους, χρησιμοποιήθηκαν οι μηνιαίες παρατηρήσεις (τελευταία ημέρα συναλλαγών κάθε μήνα) των τιμών των μετοχών τους και τα καταβαλλόμενα μερίσματα.

3.3.2 ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΕΧ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Η κατάταξη των ΕΕΧ σύμφωνα με τις μέσες μηνιαίες αποδόσεις, κατά τις περιόδους 05.97-08.98 και 09.98-12.99, εμφανίζεται στους πίνακες 20 και 21 αντίστοιχα.

Όπως διαπιστώνεται από τον Πίνακα 20, η «Interinvest» και η «Ιονική Επενδύσεων» επέτυχαν τη μεγαλύτερη μέση μηνιαία απόδοση για το χρονικό διάστημα 05.97-08.98.

ΠΙΝΑΚΑΣ 20
ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ ΕΕΧ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΣΗ ΜΗΝΙΑΙΑ
ΑΠΟΔΟΣΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 05. 97-08. 98

	ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ %
INTERINVEST	3,943
ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	3,129
ΠΡΟΟΔΟΣ	2,863
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	1,768
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	1,735
ΔΙΑΣ	1,586
ΕΘΝΙΚΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	0,754
Γενικός Δείκτης	3,156

Μάλιστα, η «Interinvest» επέτυχε μέση μηνιαία απόδοση μεγαλύτερη από την αντίστοιχη απόδοση του Γενικού Δείκτη. Στην τελευταία θέση της κατάταξης βρίσκεται η «Εθνική Χαρτοφυλακίου», η οποία ήταν η μόνη την περίοδο αυτή με μέση μηνιαία απόδοση μικρότερη του 1%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 21
ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ ΕΕΧ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΣΗ ΜΗΝΙΑΙΑ
ΑΠΟΔΟΣΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 09.98-12.99

	ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ %
	27,082
ΔΙΑΣ	15,168
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	14,838
ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	14,819
INTERINVEST	11,377
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	9,467
ΕΘΝΙΚΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	8,215
ΠΡΟΟΔΟΣ	6,804
Γενικός δείκτης	

Την περίοδο 09.98-12.99, σύμφωνα με τον Πίνακα 21, οι υψηλές μέσες μηνιαίες αποδόσεις των ΕΕΧ, αποτυπώνουν την ανοδική πορεία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Στην πρώτη θέση βρίσκεται η «Δίας» με μέση μηνιαία απόδοση 27,082%. Στην τελευταία θέση της κατάταξης βρίσκεται η «Πρόοδος» με μέση μηνιαία απόδοση 8,572%.

Την περίοδο αυτή όλες οι ΕΕΧ του δείγματος επέτυχαν αποδόσεις ανώτερες του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Συνεπώς, οι επενδυτές που τη συγκεκριμένη περίοδο τοποθέτησαν τα κεφάλαια τους σε μετοχές των ΕΕΧ αποκόμισαν υψηλότερες αποδόσεις από ότι θα αποκόμιζαν αν τα είχαν επενδύσει σε ένα χαρτοφυλάκιο που προσομοιάζει με εκείνο του Γενικού Δείκτη.

3.4 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Οι επενδυτές επιθυμούν να γνωρίζουν, τόσο την αναμενόμενη απόδοση της επενδυτικής τους επιλογής, όσο και τον κίνδυνο που συνδέεται με τη συγκεκριμένη απόδοση.

Ο συνολικός κίνδυνος των αποδόσεων μίας μετοχής εκφράζεται με την τυπική απόκλιση, η οποία εκφράζει τη μεταβλητότητα των ποσοστών απόδοσης της συγκεκριμένης μετοχής². Ο συνολικός κίνδυνος μπορεί επίσης να εκφραστεί ανά μονάδα απόδοσης, σύμφωνα με το συντελεστή μεταβλητότητας. Ο συγκεκριμένος συντελεστής επιτρέπει στους επενδυτές τις συγκρίσεις μεταξύ εταιριών, για τον κίνδυνο τον οποίο ενέχει κάθε μονάδα απόδοσης που αυτές πραγματοποιούν.

Ο συνολικός κίνδυνος μίας μετοχής αποτελείται από τον ειδικό κίνδυνο και τον συστηματικό κίνδυνο ή κίνδυνο της αγοράς. Ο ειδικός κίνδυνος οφείλεται στην καλή ή όχι διοίκηση της εταιρίας, στο αποτελεσματικό ή όχι μάρκετινγκ και σε άλλους ειδικούς παράγοντες που αφορούν την ίδια την εταιρία³. Στις EEX ο ειδικός κίνδυνος εκφράζει την αβεβαιότητα που χαρακτηρίζουν τις επιδόσεις και τις προοπτικές των επιμέρους μετοχών που συνθέτουν το χαρτοφυλάκιο τους⁴. Ο κίνδυνος αυτός μπορεί να

μειωθεί και θεωρητικά να μηδενισθεί με την κατάλληλη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου.

Ο συστηματικός κίνδυνος οφείλεται σε παράγοντες που επηρεάζουν όλες τις μετοχές. Τέτοιοι παράγοντες είναι ο πληθωρισμός, η νομισματική πολιτική, καθώς και άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν την Οικονομία συνολικά⁵. Ο συστηματικός κίνδυνος εκφράζεται με το βήτα της μετοχής. Ο συγκεκριμένος κίνδυνος δεν μπορεί να εξουδετερωθεί. Το μέγεθος του εξαρτάται από τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου, δηλαδή την ευαισθησία του κάθε τίτλου που περιλαμβάνει το χαρτοφυλάκιο, έναντι των διακυμάνσεων της αγοράς⁶.

Ωστόσο, για τις EEX, η αγορά είναι εκείνη που προσδιορίζει την ευαισθησία κάθε μετοχής. Προφανώς, η αγορά λαμβάνει υπόψη της τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου της κάθε EEX. Έτσι πρέπει να αναμένεται μικρή ευαισθησία, έναντι των διακυμάνσεων της αγοράς, μετοχής μίας EEX της οποίας το χαρτοφυλάκιο περιλαμβάνει μη ευαίσθητες μετοχές. Ομοίως, η αγορά προσδιορίζει το μέγεθος του ειδικού κινδύνου λαμβάνοντας υπόψη το βαθμό διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου της εταιρίας⁷.

3.4.1 ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ

Ο κίνδυνος της απόδοσης, ορίζεται ως το μέγεθος της διασποράς των αποδόσεων γύρω από τη μέση απόδοση.

Για τον υπολογισμό του κινδύνου της απόδοσης χρησιμοποιείται ο τύπος της διακύμανσης ή της τυπικής απόκλισης σ_A . Όμως για να εκφράζεται ο κίνδυνος στην ίδια μονάδα με την απόδοση, ως μέτρηση του κινδύνου, χρησιμοποιείται η τυπική απόκλιση. Ο τύπος υπολογίζεται ως εξής:

$$\sigma_A = \sqrt{\frac{1}{(n-1)} \sum_{i=1}^n (A_i - \bar{A})^2}$$

όπου:

σ_A = η τυπική απόκλιση σε μία περίοδο

\bar{A} = η μέση απόδοση σε μία περίοδο

Η τυπική απόκλιση μπορεί να εκφραστεί και σε ποσοστιαίες μονάδες εφόσον πολλαπλασιάσουμε τον παραπάνω τύπο με το 100.

3.4.2 ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑΣ

Ο συντελεστής μεταβλητότητας αποτελεί μία εναλλακτική μέθοδο μέτρησης του κινδύνου. Ο συντελεστής αυτός εκφράζει τον κίνδυνο ανά μονάδα απόδοσης. Ο υπολογισμός του συντελεστή μεταβλητότητας (ΣΜ) έχει ως εξής:

$$\Sigma\text{M} = \frac{\sigma_A}{\bar{A}}$$

όπου:

σ_A = η τυπική απόκλιση σε μία περίοδο

\bar{A} = η μέση απόδοση σε μία περίοδο

Ο συντελεστής μεταβλητότητας αποτελεί ένα χρήσιμο μέσο σύγκρισης των ΕΕΧ, σύμφωνα με τον κίνδυνο που ενέχει κάθε μονάδα απόδοσης που οι ΕΕΧ πραγματοποιούν σε δεδομένη περίοδο.

3.4.3 ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΒΗΤΑ

Το μέγεθος του συστηματικού κινδύνου μίας EEX που οφείλεται σε μεταβολές των αποδόσεων της, λόγω των μεταβολών του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών, μετράται με το συντελεστή βήτα.

Ο συντελεστής βήτα υπολογίζεται από την παλινδρόμηση της παρακάτω σχέσης:

$$Y_t = \alpha + \beta X_t + \varepsilon_t$$

όπου:

Y_t = η απόδοση της EEX στο χρόνο t

X_t = η απόδοση του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών στο χρόνο t

ε_t = το τυχαίο σφάλμα της παλινδρομής που εκφράζει την επίδραση των μη συστηματικών παραγόντων

Η τιμή βήτα κάθε EEX συγκρίνεται με το βήτα του χαρτοφυλακίου αγοράς, το οποίο εξ' ορισμού ισούται με τη μονάδα. Εάν η τιμή β είναι μικρότερη της μονάδας, που αντιπροσωπεύει το βήτα του χαρτοφυλακίου αγοράς, τότε συνεπάγεται ότι ο κίνδυνος των αποδόσεων μίας EEX είναι μικρότερος από τον κίνδυνο που εμφανίζουν οι αποδόσεις του Γενικού

Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών (χαρτοφυλάκιο αγοράς). Στην συγκεκριμένη περίπτωση υπάρχει χαμηλός βαθμός ευαισθησίας των αποδόσεων της EEX έναντι των διακυμάνσεων της χρηματιστηριακής αγοράς. Αντίστοιχα, εάν η τιμή του β είναι μεγαλύτερη της μονάδας, τότε συνεπάγεται ότι ο κίνδυνος των αποδόσεων μίας EEX είναι μεγαλύτερος από τον κίνδυνο των αποδόσεων του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Επιπρόσθετα, σημαίνει ότι οι αποδόσεις της EEX παρουσιάζουν μεγάλη ευαισθησία έναντι των διακυμάνσεων της χρηματιστηριακής αγοράς.

Η εκτίμηση των παραμέτρων της παλινδρόμησης γίνεται με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων. Για την αξιοπιστία και την ορθότητα των αποτελεσμάτων της παλινδρόμησης πραγματοποιούνται οι έλεγχοι κανονικότητας, ετεροσκεδαστικότητας και αυτοσυσχέτισης. Με τους συγκεκριμένους ελέγχους εξετάζουμε, εάν παραβιάζονται ή όχι, οι υποθέσεις στις οποίες στηρίζεται το υπόδειγμα της κλασσικής γραμμικής παλινδρόμησης και συνεπώς η αξιοπιστία των αποτελεσμάτων της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων.

Ο έλεγχος κανονικότητας είναι απαραίτητος για να διαπιστωθεί αν τα κατάλοιπα της παλινδρόμησης ακολουθούν την κανονική κατανομή. Ο έλεγχος αυτός είναι ιδιαίτερα σημαντικός διότι η εγκυρότητα των

αποτελεσμάτων, στηρίζεται στην υπόθεση ότι τα κατάλοιπα ακολουθούν την κανονική κατανομή. Ο έλεγχος αυτός είναι ιδιαίτερα απαραίτητος σε μικρά δείγματα⁸. Για τον έλεγχο αυτό χρησιμοποιείται το κριτήριο Bowman-Shelton, το οποίο υπολογίζεται ως εξής:

$$B = n * \left[\frac{(\text{skewness})^2}{6} + \frac{(\text{kurtosis} - 3)^2}{24} \right]$$

όπου:

$$\text{skewness} = \frac{\frac{1}{n} \sum \hat{\varepsilon}_i^3}{\hat{\sigma}^3}, \quad \text{kurtosis} = \frac{\frac{1}{n} \sum \hat{\varepsilon}_i^4}{\hat{\sigma}^4}$$

$$\hat{\sigma}^2 = \frac{1}{n} \sum \hat{\varepsilon}_i^2, \quad \hat{\sigma} = \sqrt{\hat{\sigma}^2}, \quad \hat{\varepsilon}_i = \text{τα κατάλοιπα της παλινδρόμησης}$$

Για μεγάλο αριθμό παρατηρήσεων η στατιστική Bowman-Shelton ακολουθεί την κατανομή χ^2 με δύο βαθμούς ελευθερίας. Ωστόσο, επειδή αυτό ισχύει μόνο για μεγάλο αριθμό παρατηρήσεων, για τον έλεγχο της ύπαρξης ή όχι κανονικότητας χρησιμοποιούνται οι πίνακες τιμών των A.K Bera και C.M. Jargue⁹.

Ο έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας διενεργείται για να διαπιστωθεί αν ισχύει ή όχι η υπόθεση ότι τα κατάλοιπα της παλινδρομήσεως, που διεξάχθηκε με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, έχουν την ίδια διακύμανση. Αν η υπόθεση αυτή δεν ισχύει τότε υπάρχει πρόβλημα ετεροσκεδαστικότητας.

Σε αυτή την περίπτωση η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων θεωρείται αναποτελεσματική ως προς την εκτίμηση των συντελεστών της παλινδρομήσεως. Επιπρόσθετα, οι διακυμάνσεις των συντελεστών θα είναι μεροληπτικές (συνήθως υποεκτιμημένες)¹⁰ και οι έλεγχοι της στατιστικής σημαντικότητας των συντελεστών της παλινδρομήσεως παύουν να είναι αξιόπιστοι¹¹. Για να ελέγξουμε την ύπαρξη ή όχι της ετεροσκεδαστικότητας εκτελούμε την παρακάτω παλινδρόμηση¹²:

$$\varepsilon_t^2 = \gamma + \delta \widehat{Y}_t + u_t$$

όπου:

ε_t^2 = το τετράγωνο των καταλοίπων την περίοδο t .

\widehat{Y}_t = οι εκτιμήσεις των αποδόσεων στην περίοδο t .

u_t = τα κατάλοιπα της παλινδρομήσεως.

Από την παραπάνω παλινδρόμηση λαμβάνεται ο συντελεστής προσδιορισμού R^2 . Εάν ο $nR^2 < X_{(1,\alpha)}^2$, τότε δεχόμαστε ότι δεν υπάρχει ετεροσκεδαστικότητα¹³.

Μία τρίτη υπόθεση του κλασσικού γραμμικού υποδείγματος είναι ότι τα κατάλοιπα της παλινδρόμησης δεν σχετίζονται μεταξύ τους. Αν αυτή η υπόθεση δεν ικανοποιείται, τότε υπάρχει πρόβλημα αυτοσυσχέτισης. Το

πρόβλημα αυτό επηρεάζει την αξιοπιστία των εκτιμήσεων που προκύπτουν από την κλασική μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων. Συγκεκριμένα, οι εκτιμητές που προκύπτουν δεν είναι αποτελεσματικοί, δηλαδή δεν έχουν τη μικρότερη δυνατή διακύμανση. Επίσης, οι εκτιμήσεις των διακυμάνσεων των συντελεστών είναι υποεκτιμήσεις των αληθινών διακυμάνσεων¹⁴. Για τον έλεγχο της ύπαρξης ή όχι αυτοσυσχετίσεως χρησιμοποιείται το κριτήριο Durbin-Watson, το οποίο υπολογίζεται ως εξής:

$$d = \frac{\sum_{t=2}^n (\varepsilon_t - \varepsilon_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^N \varepsilon_t^2}$$

όπου:

ε_t = η διαφορά των καταλοίπων των EEX την περίοδο t

ε_{t-1} = η διαφορά των καταλοίπων των EEX την περίοδο t-1

Η τιμή της τιμής d κάθε EEX συγκρίνεται με κατώτερα (d_L) και ανώτερα (d_u) όρια της στατιστικής d για δεδομένο επίπεδο σημαντικότητας. Αν η τιμή $d > d_u$ αποδεχόμαστε ότι δεν υπάρχει θετική αυτοσυσχέτιση. Αν η τιμή $d < d_L$, τότε υπάρχει θετική αυτοσυσχέτιση, ενώ αν $d_L < d < d_u$ τότε το κριτήριο δεν δίνει απάντηση αν υπάρχει θετική αυτοσυσχέτιση ή όχι. Παράλληλα, αν η τιμή $(4-d)$ κάθε EEX είναι μεγαλύτερη της τιμής d_u ,

αποδεχόμαστε ότι δεν υπάρχει αρνητική αυτοσυσχέτιση. Αν $(4-d) < d_L$, τότε υπάρχει αρνητική αυτοσυσχέτιση, ενώ αν $d_L < (4-d) < d_u$ το κριτήριο δεν δίνει αποτέλεσμα ως προς την ύπαρξη ή όχι αρνητικής αυτοσυσχέτισης¹⁵.

3.4.4 ΚΙΝΔΥΝΟΣ-ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΕΕΧ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Στους Πίνακες 22 και 23 παρουσιάζονται, σε ποσοστιαίες μονάδες, η μέση μηνιαία απόδοση και η τυπική απόκλιση των αποδόσεων των ΕΕΧ του δείγματος για τις εξεταζόμενες περιόδους.

ΠΙΝΑΚΑΣ 22
ΚΙΝΔΥΝΟΣ-ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΕΕΧ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 05.97-08.98

	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ %	ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ %
ΕΘΝΙΚΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	23,805	0,754
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	20,448	1,735
ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	17,304	3,129
ΠΡΟΟΔΟΣ	14,943	2,863
ΔΙΑΣ	13,827	1,586
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	13,737	1,768
ΙΝΤΕΡΙΝΒΕΣΤ	10,856	3,943
<i>Γενικός δείκτης</i>	<i>17,038</i>	<i>3,156</i>

Εξετάζοντας τον κίνδυνο και την απόδοση των ΕΕΧ και για τις δύο περιόδους, διαπιστώνεται ότι όσο υψηλότερη είναι η μέση απόδοση, τόσο μεγαλύτερη είναι και η τυπική απόκλιση. Ωστόσο, κάποιες ΕΕΧ εμφανίζονται να επιτυγχάνουν μικρότερη μέση μηνιαία απόδοση με σχετικά μεγαλύτερο κίνδυνο, σε σχέση με άλλες ΕΕΧ.

Ένα τέτοιο παράδειγμα αποτελεί η «Εθνική Χαρτοφυλακίου» όπου την περίοδο 05.97-08.99, όπως διαπιστώνεται από τον Πίνακα 22, επέτυχε μία μέση απόδοση 0,754% με τυπική απόκλιση 23,805%. Επίσης, την ίδια περίοδο η «Interinvest» επέτυχε υψηλότερη απόδοση (3,94%) με σχετικά μικρότερο κίνδυνο (10,856%).

ΠΙΝΑΚΑΣ 23
ΚΙΝΔΥΝΟΣ-ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΕΕΧ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 09. 98-12. 99

	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ %	ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ %
ΔΙΑΣ	51,874	27,082
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	30,809	11,377
ΕΘΝΙΚΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	28,421	9,467
INTERINVEST	27,262	14,819
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	24,147	15,168
ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	19,929	14,838
ΠΡΟΟΔΟΣ	8,572	8,215
Γενικός δείκτης	6,785	6,804

Για την περίοδο 09.98-12.99, όπως διαπιστώνεται από τον Πίνακα 23, ένα αντίστοιχο παράδειγμα αποτελεί η «Πειραιώς Επενδυτική», η οποία επέτυχε μικρότερη μέση μηνιαία απόδοση (11,377%) με σχετικά μεγαλύτερο κίνδυνο (30,809%).

3.4.5 ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΕΕΧ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Η κατάταξη των ΕΕΧ του δείγματος σύμφωνα με το συντελεστή μεταβλητότητας για τις εξεταζόμενες περιόδους, από τον χαμηλότερο προς τον υψηλότερο, παρουσιάζεται στους Πίνακες 24 και 25.

Όπως διαπιστώνεται από τον Πίνακα 24, την περίοδο 05.97-08.98 η ΕΕΧ με τον χαμηλότερο κίνδυνο ανά μονάδα απόδοσης είναι η «Interinvest» (2,753).

ΠΙΝΑΚΑΣ 24 ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ ΕΕΧ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟΝ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑΣ ΠΕΡΙΟΔΟΣ 05.97-08.98

	ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑΣ
INTERINVEST	2,753
ΠΡΟΟΔΟΣ	5,520
ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	5,529
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	7,770
ΔΙΑΣ	8,720
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	11,786
ΕΘΝΙΚΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	31,566
<i>Γενικός δείκτης</i>	<i>5,398</i>

Ακολουθεί η «Πρόοδος» και η «Ιονική Επενδύσεων» με συντελεστή μεταβλητότητας 5,520 και 5,529 αντίστοιχα. Στην τελευταία θέση, όπως αναμενόταν, βρίσκεται η «Εθνική Χαρτοφυλακίου», η οποία έχει το

μεγαλύτερο συντελεστή μεταβλητότητας από όλες τις ΕΕΧ του δείγματος (31,566).

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του Πίνακα 25, την περίοδο 09.98-12.99 η «Πρόοδος» έχει τον χαμηλότερο συντελεστή μεταβλητότητας (1,043) από όλες τις ΕΕΧ του δείγματος.

ΠΙΝΑΚΑΣ 25
ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ ΕΕΧ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟΝ
ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑΣ
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 09.98-12.99

	ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑΣ
ΠΡΟΟΔΟΣ	1,043
ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	1,343
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	1,592
INTERINVEST	1,839
ΔΙΑΣ	1,915
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	2,708
ΕΘΝΙΚΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	3,002
Γενικός Δείκτης	0,997

Στην τελευταία θέση βρίσκεται πάλι η «Εθνική Χαρτοφυλακίου» με τον υψηλότερο συντελεστή μεταβλητότητας (3,002).

Συγκρίνοντας τις δύο περιόδους διαπιστώνεται ότι την δεύτερη περίοδο οι συντελεστές μεταβλητότητας των ΕΕΧ έχουν περιορίσει σημαντικά το μέγεθος τους. Το γεγονός αυτό οφείλεται στην επιτυχημένη αναλογικά

μεγαλύτερη αύξηση των αποδόσεων έναντι των τυπικών αποκλίσεων των αποδόσεων αυτών.

3.4.6 ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΒΗΤΑ ΤΩΝ ΕΕΧ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Για τον υπολογισμό του συντελεστή βήτα των ΕΕΧ του δείγματος έγινε παλινδρόμηση της παρακάτω σχέσης:

$$Y_t = \alpha + \beta X_t + \varepsilon_t$$

Όπου:

Y_t = οι μηνιαίες αποδόσεις των ΕΕΧ κατά τις περιόδους 05.97-08.98, 09.98-12.99.

X_t = μηνιαίες αποδόσεις του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών κατά τις περιόδους 05.97-08.98, 09.98-12.99.

ε_t = το τυχαίο σφάλμα της παλινδρόμησης που εκφράζει την επίδραση των μη συστηματικών παραγόντων.

Οι Πίνακες 26 και 27 προβάλλουν τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων, δηλαδή των παραμέτρων άλφα και βήτα, για τις περιόδους 05.97-08.98 και 09.98-12.99.

ΠΙΝΑΚΑΣ 26
ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΒΗΤΑ ΚΑΙ ΑΛΦΑ ΤΩΝ ΕΕΧ
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 05.97-08.98

	$\hat{\beta}$	$t_{\hat{\beta}}$	$\hat{\alpha}$	$t_{\hat{\alpha}}$
ΕΘΝΙΚΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	1,183	5,734	-0,029	-0,862
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	1,069	7,083	-0,016	-0,648
ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	0,813	4,809	0,006	0,199
ΠΡΟΟΔΟΣ	0,799	7,998	0,003	0,202
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	0,692	6,046	-0,004	-0,217
ΔΙΑΣ	0,548	3,305	-0,001	-0,052
INTERINVEST	0,343	2,309	0,028	1,146

Η κατάταξη έγινε με βάση το βήτα σε φθίνουσα διάταξη. Επιπρόσθετα στους παρακάτω πίνακες παρουσιάζονται τα στατιστικά t (Student) των παραπάνω παραμέτρων. Την περίοδο 05.97-08.98 οι στατιστικές t των συντελεστών βήτα των ΕΕΧ είναι μεγαλύτερες του 1,771. Συνεπώς, οι εκτιμήσεις των βήτα είναι όλες στατιστικά σημαντικές σε 5% επίπεδο σημαντικότητας. Δεν ισχύει όμως το ίδιο για τις τιμές t των συντελεστών άλφα, οι οποίες είναι στατιστικά ασήμαντες.

Την περίοδο 09.98-12.99 οι εκτιμήσεις των βήτα όλων των ΕΕΧ, εκτός από εκείνη της «Προόδου», είναι όλες στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Όσον αφορά τις εκτιμήσεις των άλφα, υπάρχουν δύο περιπτώσεις, οι οποίες είναι στατιστικά σημαντικές.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των συντελεστών βήτα, που παρουσιάζονται στο Πίνακα 26, κατά την περίοδο 05.97-08.98 διαπιστώνεται ότι μόνο η

«Εθνική Χαρτοφυλακίου» και η «Επενδύσεις Εργασίας» έχουν βήτα μεγαλύτερο της μονάδος, γεγονός που σημαίνει ότι το διάστημα αυτό οι αποδόσεις τους παρουσιάζουν έντονη ευαισθησία έναντι των διακυμάνσεων της χρηματιστηριακής αγοράς.

ΠΙΝΑΚΑΣ 27
ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΒΗΤΑ ΚΑΙ ΑΛΦΑ ΤΩΝ ΕΕΧ
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 09. 98-12. 99

	$\hat{\beta}$	$t_{\hat{\beta}}$	$\hat{\alpha}$	$t_{\hat{\alpha}}$
ΔΙΑΣ	4,883	2,993	-0,061	-0,398
ΕΘΝΙΚΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	3,100	3,969	-0,116	-1,575
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	2,539	2,432	-0,059	-0,598
INTERINVEST	2,153	2,287	0,002	0,019
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	1,700	1,960	0,036	0,439
ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	1,338	1,846	0,057	0,836
ΠΡΟΟΔΟΣ	0,422	1,278	0,053	1,712

Το αποτέλεσμα αυτό θεωρείται αναμενόμενο για την «Επενδύσεις Εργασίας», εφόσον το διάστημα αυτό επενδύει σε μετοχικούς τίτλους του εσωτερικού σε ποσοστό 92%, κατά μέσο όρο. Όμως δεν ισχύει το ίδιο για την «Εθνική Χαρτοφυλακίου», η οποία το διάστημα αυτό επενδύει σε μετοχές του εσωτερικού σε ποσοστό 64% κατά μέσο όρο. Η τοποθέτηση αυτή θα δικαιολογούσε έναν υψηλό συντελεστή βήτα, αλλά όχι μεγαλύτερο της μονάδος, όπως αυτός αποτιμήθηκε από την αγορά.

Οι υπόλοιπες ΕΕΧ έχουν βήτα μικρότερο της μονάδος και συνεπώς οι αποδόσεις τους παρουσιάζουν μικρότερη ευαισθησία στις μεταβολές του Γενικού Δείκτη. Μάλιστα, η «Interinvest» έχει τον χαμηλότερο συντελεστή

βήτα. Το αποτέλεσμα αυτό υποδηλώνει ότι η αγορά εκτιμά ότι η σύνθεση του χαρτοφυλακίου της είναι τέτοια που δεν επηρεάζεται από τις μεταβολές της χρηματιστηριακής αγοράς, παρόλο που η «Interinvest» επενδύει σε εγχώριες μετοχές σε ποσοστό 59%, κατά μέσο όρο.

Την περίοδο 09.98-12.98, όπως διαπιστώνεται από τον Πίνακα 27, όλες οι ΕΕΧ του δείγματος, εκτός από την «Πρόοδος», εμφανίζουν έντονη ευαισθησία έναντι των διακυμάνσεων της αγοράς. Μάλιστα, η Δίας εμφανίζει τον υψηλότερο βαθμό ευαισθησίας έναντι των μεταβολών της χρηματιστηριακής αγοράς. Ο συντελεστής βήτα της «Πρόοδος», όπως διαπιστώθηκε, είναι στατιστικά ασήμαντος, γεγονός που υποδηλώνει ότι την συγκεκριμένη περίοδο οι μεταβολές των αποδόσεων του Γενικού Δείκτη δεν αποτελούν σημαντικό παράγοντα στην ερμηνεία της μεταβολών των αποδόσεων της «Πρόοδος».

Για την αξιοπιστία των παραπάνω αποτελεσμάτων διενεργήθηκε έλεγχος κανονικότητας. Για τον έλεγχο αυτό χρησιμοποιήθηκε η στατιστική Bowman-Shelton. Η τιμή της στατιστικής συγκρίνεται με την αντίστοιχη τιμή στον πίνακα τιμών των A.K.Bera και C.M.Jarque¹⁶, σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Τα αποτελέσματα του ελέγχου κανονικότητας εμφανίζονται στους Πίνακες 28 και 29.

ΠΙΝΑΚΑΣ 28
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΛΕΓΧΟΥ ΚΑΝΟΝΙΚΟΤΗΤΑΣ
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 05. 97-08. 98

	BOWMAN	*n=20, 5%	Αποτέλεσμα
ΔΙΑΣ	1,018	<3,26	Κανονικότητα
ΕΘΝΙΚΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	2,106	<3,26	Κανονικότητα
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	0,092	<3,26	Κανονικότητα
INTERINVEST	3,120	<3,26	Κανονικότητα
ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	2,130	<3,26	Κανονικότητα
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	0,848	<3,26	Κανονικότητα
ΠΡΟΟΔΟΣ	1,770	<3,26	Κανονικότητα

**Τιμή από τους πίνακες A.K.Bera και C.M.Jargue.*

ΠΙΝΑΚΑΣ 29
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΛΕΓΧΟΥ ΚΑΝΟΝΙΚΟΤΗΤΑΣ
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 09. 98-12. 99

	BOWMAN	*n=20, 5%	Αποτέλεσμα
ΔΙΑΣ	1,05	<3,26	Κανονικότητα
ΕΘΝΙΚΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	0,712	<3,26	Κανονικότητα
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	2,364	<3,26	Κανονικότητα
INTERINVEST	0,183	<3,26	Κανονικότητα
ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	2,98	<3,26	Κανονικότητα
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	1,454	<3,26	Κανονικότητα
ΠΡΟΟΔΟΣ	0,373	<3,26	Κανονικότητα

**Τιμή από τους πίνακες A.K.Bera και C.M.Jargue.*

Όπως διαπιστώνεται η υπόθεση της κανονικότητας ισχύει για όλες τις ΕΕΧ και τις δύο εξεταζόμενες περιόδους.

Στη συνέχεια διενεργήθηκε έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας για να διαπιστωθεί, εάν παραβιάζεται ή όχι η υπόθεση ότι τα κατάλοιπα έχουν την ίδια διακύμανση.

ΠΙΝΑΚΑΣ 30
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΛΕΓΧΟΥ ΕΤΕΡΟΣΚΕΔΑΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 05. 97-08. 98

	$N \cdot R^2$	$\chi^2 (1,5\%)$	Αποτέλεσμα
ΔΙΑΣ	1,585	<3,86	Δεν υπάρχει
ΕΘΝΙΚΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	0,966	<3,86	Δεν υπάρχει
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	0,951	<3,86	Δεν υπάρχει
INTERINVEST	0,760	<3,86	Δεν υπάρχει
ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	2,03	<3,86	Δεν υπάρχει
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	0,534	<3,86	Δεν υπάρχει
ΠΡΟΟΔΟΣ	0,613	<3,86	Δεν υπάρχει

Για τον έλεγχο αυτό εξετάζουμε εάν η στατιστική $n \cdot R^2$ είναι μικρότερη ή όχι της $\chi^2 (1,5\%)$, όπου R^2 ο συντελεστής προσδιορισμού της παλινδρόμησης: $e_t^2 = \gamma + \delta \hat{Y}_t + U_t$

ΠΙΝΑΚΑΣ 31
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΛΕΓΧΟΥ ΕΤΕΡΟΣΚΕΔΑΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 09. 98-12. 99

	$N \cdot R^2$	$\chi^2 (1,5\%)$	Αποτέλεσμα
ΔΙΑΣ	0,079	<3,86	Δεν υπάρχει
ΕΘΝΙΚΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	1,181	<3,86	Δεν υπάρχει
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	0,006	<3,86	Δεν υπάρχει
INTERINVEST	0,761	<3,86	Δεν υπάρχει
ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	1,858	<3,86	Δεν υπάρχει
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	0,505	<3,86	Δεν υπάρχει
ΠΡΟΟΔΟΣ	0,075	<3,86	Δεν υπάρχει

Όπως διαπιστώνεται από τα αποτελέσματα του ελέγχου στους Πίνακες 30, 31, δεν υπάρχει ετεροσκεδαστικότητα.

Τέλος, διενεργήθηκε έλεγχος αυτοσυσχέτισης ώστε να ελεγχθεί εάν παραβιάζεται ή όχι η υπόθεση ότι τα κατάλοιπα της παλινδρομήσεως δεν σχετίζονται μεταξύ τους.

ΠΙΝΑΚΑΣ 32
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΛΕΓΧΟΥ ΑΥΤΟΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 05. 97-08. 98

	Τιμή d	Τιμή (4-d)	Αποτέλεσμα
ΔΙΑΣ	2,604	1,396	Δεν υπάρχει
ΕΘΝΙΚΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	2,784	1,216	$d_L < d < d_u$
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	2,86	1,14	Δεν υπάρχει
INTERINVEST	2,373	1,627	Δεν υπάρχει
ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	3,235	0,765	Αρνητική αυτοσυσχέτιση
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	1,413	2,587	Δεν υπάρχει
ΠΡΟΟΔΟΣ	1,935	2,065	Δεν υπάρχει

Για τον συγκεκριμένο έλεγχο χρησιμοποιήθηκε το κριτήριο Durbin-Watson. Τα αποτελέσματα του ελέγχου παρουσιάζονται στους Πίνακες 32 και 33.

ΠΙΝΑΚΑΣ 33
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΛΕΓΧΟΥ ΑΥΤΟΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 09. 98-12. 99

	Τιμή d	Τιμή (4-d)	Αποτέλεσμα
ΔΙΑΣ	2,058	1,942	Δεν υπάρχει
ΕΘΝΙΚΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	1,33	2,67	$d_L < d < d_u$ * **
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	2,104	1,896	Δεν υπάρχει
INTERINVEST	2,265	1,735	Δεν υπάρχει
ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	2,262	1,738	Δεν υπάρχει
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	1,993	2,007	Δεν υπάρχει
ΠΡΟΟΔΟΣ	2,487	1,513	Δεν υπάρχει
*για την ύπαρξη ή όχι θετικής αυτοσυσχέτισης.			
**Δεν υπάρχει αρνητική αυτοσυσχέτιση			

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του ελέγχου, μόνο η «Ιονική Επενδύσεων» παρουσιάζει πρόβλημα αρνητικής αυτοσυσχέτισης κατά το διάστημα 05.97-08.98. Η διόρθωση της αυτοσυσχέτισης γίνεται υπολογίζοντας το $r = 1 - \frac{d}{2}$ και εκτιμώντας με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων την παρακάτω παλινδρόμηση:

$$(Y_t - rY_{t-1}) = \alpha' + \beta(X_t - rX_{t-1}) + \varepsilon$$

από την οποία λαμβάνουμε τη νέα διορθωμένη εκτίμηση για τον συντελεστή βήτα και τον συντελεστή άλφα, όπου $\alpha = \frac{\alpha'}{(1-r)}$.

Οι διορθωμένοι συντελεστές της «Ιονικής Επενδύσεων» εμφανίζονται στον πίνακα 34.

ΠΙΝΑΚΑΣ 34
ΔΙΟΡΘΩΜΕΝΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΤΗΣ
«ΙΟΝΙΚΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ»

	$\hat{\beta}$	$t_{\hat{\beta}}$	$\hat{\alpha}$	$t_{\hat{\alpha}}$	$d > d_u$
ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	0,867	8,116	0,009	0,659	2,017

Αξίζει να σημειωθεί ότι η διορθωμένη εκτίμηση του βήτα είναι στατιστικά σημαντικοί σε επίπεδο 5% και δεν παρουσιάζεται πρόβλημα αυτοσυσχέτισης, εφόσον η τιμή $d = (2,017) > d_u$.

3.5 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΕΕΧ

Η αξιολόγηση της ικανότητας των ΕΕΧ να επιτυγχάνουν υψηλές αποδόσεις σε σχέση με τον κίνδυνο που ενέχει το χαρτοφυλάκιο τους, ενδιαφέρει ιδιαίτερα τους επενδυτές.

Οι επενδυτές δεν επιθυμούν μόνο να γνωρίζουν την απόδοση και τον κίνδυνο που συνδέεται με την τοποθέτηση των κεφαλαίων τους σε μετοχές των ΕΕΧ, αλλά πολύ περισσότερο ενδιαφέρονται για το κατά πόσο οι αποδόσεις αυτές είναι ικανοποιητικές σε σχέση με τον κίνδυνο που ενέχει η επένδυση αυτή.

Για τους παραπάνω λόγους αναπτύχθηκαν αρκετές μέθοδοι αξιολόγησης των αποδόσεων των ΕΕΧ. Οι τρεις γνωστότερες μέθοδοι, που παρουσιάζονται παρακάτω, με βάση τους οποίους θα αξιολογηθεί η αποδοτικότητα των ΕΕΧ του δείγματος, είναι ο δείκτης Treynor, ο δείκτης Sharpe και ο δείκτης Jensen.

Αξίζει να σημειωθεί ότι στην περίπτωση της αξιολόγησης των αποδόσεων των ΕΕΧ ασχολούμαστε με την απόδοση των μετοχών τους και όχι του χαρτοφυλακίου τους. Οι μετοχές των συγκεκριμένων εταιριών διαπραγματεύονται και τιμολογούνται ξεχωριστά από τα στοιχεία που

περιλαμβάνουν στα χαρτοφυλάκια τους. Συνεπώς τα κριτήρια αξιολόγησης δεν αξιολογούν τη διαχείριση των χαρτοφυλακίων τους, αλλά την αποτίμηση της αγοράς για τα χαρτοφυλάκια τους¹⁷.

3.5.1. ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ TREYNOR (1965)

Ο δείκτης Treynor μας επιτρέπει να υπολογίσουμε την επιπλέον απόδοση της EEX από την ακίνδυνη απόδοση των εντόκων γραμματίων του Δημοσίου, ανά μονάδα συστηματικού κινδύνου.

Ο δείκτης αξιολόγησης Treynor¹⁸, υπολογίζεται ως εξής:

$$T = \frac{A_i - A_f}{\beta}$$

Όπου:

A_i = η απόδοση μίας EEX για μία δεδομένη χρονική περίοδο

A_f = η ακίνδυνη απόδοση από την επένδυση σε έντοκα γραμμάτια του δημοσίου την ίδια περίοδο

β = ο συντελεστής συστηματικού κινδύνου της EEX

Ο δείκτης Treynor χρησιμοποιείται για την κατάταξη διαφορετικών χαρτοφυλακίων, αλλά και για την κατάταξη μεμονομένων μετοχών από

επενδυτές που εξετάζουν αν θα προσθέσουν μία μετοχή ή όχι σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο¹⁹.

3.5.2. ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ SHARPE (1966)

Ο δείκτης αξιολόγησης Sharpe δείχνει πόση ήταν η επιπλέον απόδοση της EEX από την ακίνδυνη απόδοση σε επένδυση σε έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου, ανά μονάδα συνολικού κινδύνου. Ο δείκτης Sharpe²⁰ υπολογίζεται ως παρακάτω:

$$S = \frac{A_i - A_f}{\sigma}$$

Όπου:

A_i = η απόδοση της EEX για μία συγκεκριμένη περίοδο

A_f = η ακίνδυνη απόδοση από επένδυση σε έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου για την ίδια περίοδο

σ = η τυπική απόκλιση των αποδόσεων της EEX την ίδια περίοδο

Η μόνη διαφορά του συγκεκριμένου δείκτη σε σχέση με το δείκτη Treynor είναι ο παρονομαστής. Ενώ ο Treynor χρησιμοποιεί το συστηματικό κίνδυνο β ως παρονομαστή, ο Sharpe χρησιμοποιεί την μέτρηση του συνολικού κινδύνου της EEX, δηλαδή την τυπική απόκλιση σ της EEX²¹.

Ο William Sharpe δημιούργησε τον δείκτη αυτό ως μία προσπάθεια βελτίωσης της μεθόδου αξιολόγησης του Treynor, στις περιπτώσεις που αυτός δεν αποτελούσε ικανοποιητικό μέτρο πρόβλεψης της μελλοντικής αποδοτικότητας των χαρτοφυλακίων (EEX, A/K), δηλαδή όταν τα χαρτοφυλάκια δεν είναι πλήρως διαφοροποιημένα.

Ο δείκτης Sharpe βασίζεται στην έννοια του αποτελεσματικού χαρτοφυλακίου και της διαφοροποίησης. Στην περίπτωση που τα χαρτοφυλάκια των EEX είναι πλήρως διαφοροποιημένα, τότε ο συνολικός κίνδυνος των χαρτοφυλακίων ισούται με τον συστηματικό κίνδυνο, εφόσον ο μη συστηματικός κίνδυνος ή ειδικός κίνδυνος έχει μηδενισθεί. Συνεπώς η κατάταξη των EEX με βάση τον δείκτη Treynor και τον δείκτη Sharpe δεν θα διαφέρει σημαντικά (όπως απέδειξε από τον υπολογισμό ενός δείγματος A/K την περίοδο 1954-1963)²². Αν όμως τα χαρτοφυλάκια των EEX δεν είναι καλά διαφοροποιημένα, τότε ο δείκτης Sharpe θα διαφέρει σημαντικά από τον δείκτη Treynor. Το γεγονός αυτό οφείλεται στο ότι ο δείκτης Sharpe θα λαμβάνει υπόψη εκείνο το κομμάτι του συνολικού κινδύνου (τον μη συστηματικό κίνδυνο) που οφείλεται στη όχι καλή διαφοροποίηση, ενώ ο δείκτης Treynor υποθέτει ότι τα χαρτοφυλάκια είναι πλήρως διαφοροποιημένα.

Ο δείκτης Sharpe προσιδεάζει για την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας των EEX στην οποία προβαίνει ο επενδυτής που σκοπεύει να αγοράσει μετοχές της ως μοναδική επένδυση, εφόσον ο κίνδυνος που διατρέχει ένας επενδυτής που κρατάει τίτλους μίας εταιρίας, εκφράζεται με τη συνολική μεταβλητότητα των ποσοστών απόδοσης δηλαδή τον συνολικό κίνδυνο²³.

3.5.3 ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ JENSEN (1968)

Ο δείκτης αξιολόγησης Jensen στηρίζεται στο υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων. Ο Jensen²⁴ ξεκινώντας από το υπόδειγμα αυτό δημιούργησε μία νέα μέθοδο αξιολόγησης χαρτοφυλακίων. Συγκεκριμένα, ξεκινώντας από το υπόδειγμα της αγοράς αφαίρεσε την ακίνδυνη απόδοση των εντόκων γραμματίων του Δημοσίου από τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου και τις αποδόσεις της αγοράς, διαμορφώνοντας το υπόδειγμα ως εξής:

$$A_t - A_i = \alpha + \beta(A_{\Delta t} - A_i) + \varepsilon_t$$

Όπου για την αξιολόγηση του δείγματος λαμβάνουμε:

A_t = η απόδοση της EEX

A_i = η απόδοση του εντόκου γραμματίου του Ελληνικού Δημοσίου

$A_{\Delta i}$ = η απόδοση του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών

Χρησιμοποιώντας ιστορικές παρατηρήσεις για τα παραπάνω μεγέθη και εφαρμόζοντας την μέθοδο της παλινδρόμησης εκτιμώνται οι παράμετροι α και β , οι οποίοι είναι σταθεροί για την κάθε EEX.

Ο συντελεστής α είναι ο δείκτης Jensen. Ο δείκτης αυτός εξετάζει εάν μία μετοχή επέτυχε αποδόσεις υψηλότερες ή όχι από τις αναμενόμενες για τον συστηματικό κίνδυνο που εμφανίζει. Συγκεκριμένα, αν η μετοχή της EEX αμοιβεται σύμφωνα με τον συστηματικό της κίνδυνο η επιπλέον απόδοση που θα επιτυγχάνει από την ακίνδυνη απόδοση του εντόκου γραμματίου θα είναι κατά μέσο όρο συνάρτηση μόνο του συστηματικού της κινδύνου β και της επιπλέον απόδοσης της αγοράς ($A_{\Gamma\Delta} - A_i$), τότε το α πρέπει να ισούται με το μηδέν²⁵. Στην περίπτωση που ο δείκτης Jensen είναι μεγαλύτερος ή μικρότερος του μηδενός, σημαίνει ότι η μετοχή επέτυχε υψηλότερη ή χαμηλότερη απόδοση από αυτή που αναμένονταν, σύμφωνα με τον συστηματικό της κίνδυνο.

3.6 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ EEX ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Η κατάταξη των EEX του δείγματος, σύμφωνα με το δείκτη Treynor, κατά τις εξεταζόμενες περιόδους, παρουσιάζεται στους πίνακες 35 και 36. Για

τον υπολογισμό του δείκτη Treynor χρησιμοποιήθηκαν οι μετρήσεις της μέσης μηνιαίας απόδοσης για κάθε ΕΕΧ, η μέση μηνιαία απόδοση του εντόκου γραμματίου του Ελληνικού Δημοσίου, η οποία υπολογίστηκε ως το σταθμικό επιτόκιο της κάθε περιόδου και ο συντελεστής βήτα κάθε ΕΕΧ. Το επιτόκιο του εντόκου γραμματίου του Ελληνικού Δημοσίου την περίοδο 05.97-08.98 υπολογίστηκε σε 0,089, ενώ την περίοδο 09.98-12.99 υπολογίστηκε σε 0,009.

Όπως εμφανίζεται στον Πίνακα 35, την περίοδο 05.97-08.98, όλες οι ΕΕΧ του δείγματος, εκτός από την «Εθνική Χαρτοφυλακίου», παρουσιάζουν θετικό δείκτη Treynor.

ΠΙΝΑΚΑΣ 35
ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ ΕΕΧ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ TREYNOR
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 05.97-08.98

	TREYNOR
INTERINVEST	0,086
ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	0,026
ΠΡΟΟΔΟΣ	0,023
ΔΙΑΣ	0,011
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	0,011
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	0,007
ΕΘΝΙΚΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	-0,002

Στις πρώτες θέσεις της κατάταξης, από απόψεως αποτελεσματικότητας, βρίσκονται η «Interinvest», η «Πρόοδος» και η «Ιονική Επενδύσεων».

Στην τελευταία θέση της κατάταξης βρίσκεται η «Εθνική Χαρτοφυλακίου», η οποία παρουσιάζει αρνητικό δείκτη Treynor

ΠΙΝΑΚΑΣ 36
ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ ΕΕΧ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ TREYNOR
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 09.98-12.99

	TREYNOR
ΠΡΟΟΔΟΣ	0,173
ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	0,104
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	0,084
INTERINVEST	0,065
ΔΙΑΣ	0,054
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	0,041
ΕΘΝΙΚΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	0,028

Την περίοδο 09.98-12.99, σύμφωνα με τον Πίνακα 36, όλες οι ΕΕΧ παρουσιάζουν θετικούς δείκτες Treynor και υψηλότερες τιμές σε σύγκριση με την προηγούμενη περίοδο. Το γεγονός αυτό πιστοποιεί μία καλή αποδοτικότητα από πλευράς των ΕΕΧ. Στην πρώτη θέση της κατάταξης βρίσκεται η «Πρόοδος» με την υψηλότερη πρόσθετη απόδοση, επιπλέον του ακίνδυνου επιτοκίου, ανά μονάδα κινδύνου. Ακολουθούν η «Ιονική Επενδύσεων» και η «Επενδύσεις Εργασίας». Στην τελευταία θέση βρίσκεται και για αυτή την περίοδο η «Εθνική Χαρτοφυλακίου», με τη μικρότερη επιπλέον του ακίνδυνου επιτοκίου απόδοση ανά μονάδα κινδύνου, από όλες τις άλλες.

Αξίζει να σημειωθεί ότι ο υπολογισμός του δείκτη Treynor, για την «Πρόδος», δεν παρουσιάζει πραγματική αξία, εφόσον ο συντελεστής βήτα της συγκεκριμένης εταιρίας, για την περίοδο 09.98-12.99, είναι στατιστικά ασήμαντος.

Οι Πίνακες 37 και 38 παρουσιάζουν την κατάταξη των EEX του δείγματος, σύμφωνα με το δείκτη Sharpe. Για τον υπολογισμό του δείκτη Sharpe χρησιμοποιήθηκε η μέση μηνιαία απόδοση των EEX κάθε περιόδου, η απόδοση του εντόκου γραμματίου του Ελληνικού Δημοσίου και η τυπική απόκλιση των αποδόσεων των EEX κάθε εξεταζόμενη περίοδο.

ΠΙΝΑΚΑΣ 37
ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ EEX ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ SHARPE
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 05.97-08.98

	SHARPE
INTERINVEST	0,272
ΠΡΟΟΔΟΣ	0,125
ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	0,123
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	0,056
ΔΙΑΣ	0,043
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	0,036
ΕΘΝΙΚΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	-0,010

Σύμφωνα με τον πίνακα 37, την περίοδο 05.97-08.98 στην πρώτη θέση, από πλευράς αποτελεσματικότητας, βρίσκεται η «Interinvest», ενώ ακολουθούν η «Πρόδος» και η «Ιονική Επενδύσεων». Στην τελευταία θέση της κατάταξης, με την χαμηλότερη επιπρόσθετη απόδοση ανά μονάδα συνολικού κινδύνου, βρίσκεται η «Εθνική Χαρτοφυλακίου». Μάλιστα, το

αρνητικό πρόσημο του δείκτη Sharpe της συγκεκριμένης εταιρίας, υποδηλώνει μία κακή αποδοτικότητα.

Όπως διαπιστώνεται από την συγκριτική μελέτη των αποτελεσμάτων των Πινάκων 35 και 37, οι κατατάξεις των ΕΕΧ σύμφωνα με τους δείκτες Treynor και Sharpe, δεν είναι ίδιες, με εξαίρεση εκείνη της «Interinvest».

ΠΙΝΑΚΑΣ 38
ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ ΕΕΧ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ SHARPE
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 09.98-12.99

	SHARPE
ΠΡΟΟΔΟΣ	0,853
ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	0,699
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	0,591
INTERINVEST	0,511
ΔΙΑΣ	0,505
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	0,340
ΕΘΝΙΚΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	0,301

Την περίοδο 09.98-12.99, στις πρώτες θέσεις της κατάταξης του Πίνακα 38 βρίσκονται η «Πρόοδος», η «Ιονική Επενδύσεων» και οι «Επενδύσεις Εργασίας». Στην τελευταία θέση βρίσκεται και πάλι η «Εθνική Χαρτοφυλακίου».

Όπως παρουσιάζεται στον Πίνακες 36 και 38, οι κατατάξεις των ΕΕΧ σύμφωνα με τους δείκτες Treynor και Sharpe είναι ίδιες. Συνεπώς, διαπιστώνεται ότι την περίοδο αυτή η αγορά αποτιμά ότι οι διαχειριστές

των ΕΕΧ επέτυχαν πλήρη διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων, εξαλείφοντας πλήρως τον μη συστηματικό κίνδυνο.

Η κατάταξη των ΕΕΧ του δείγματος σύμφωνα με το κριτήριο Jensen παρουσιάζεται στους Πίνακες 39 και 40, για κάθε εξεταζόμενη περίοδο. Για την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων της παλινδρόμησης και συνεπώς της εκτίμησης του δείκτη Jensen, διενεργήθηκε ο έλεγχος κανονικότητας, ετεροσκεδαστικότητας και αυτοσυσχέτισης. Από τους ελέγχους αυτούς δεν διαπιστώθηκε η ύπαρξη μη-κανονικότητας, ετεροσκεδαστικότητας, ή αυτοσυσχέτισης.

ΠΙΝΑΚΑΣ 39
ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ ΕΕΧ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ JENSEN
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 05.97-08.98

	$\hat{\alpha}$ JENSEN	$t_{\hat{\alpha}}$
INTERINVEST	0,022	0,892
ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	0,004	0,134
ΠΡΟΟΔΟΣ	0,001	0,084
ΕΘΝΙΚΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	-0,028	-0,810
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	-0,016	-0,627
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	-0,007	-0,381
ΔΙΑΣ	-0,006	-0,215

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του Πίνακα 39, την περίοδο 05.97-08.98, οι ΕΕΧ που πραγματοποίησαν αποδόσεις μεγαλύτερες από εκείνες που αναμένονταν σύμφωνα με τον συστηματικό τους κίνδυνο ήταν η «Interinvest», η «Ιονική Επενδύσεων» και η «Πρόοδος». Οι υπόλοιπες

ΕΕΧ του δείγματος πραγματοποίησαν αποδόσεις μικρότερες από τις αναμενόμενες σύμφωνα με τον συστηματικό τους κίνδυνο.

Την περίοδο 09.98-12.99, όπως διαπιστώνεται στον Πίνακα 40, οι ΕΕΧ που παρουσιάζουν θετικό δείκτη Jensen είναι και πάλι η «Interinvest», η «Ιονική Επενδύσεων» και η «Πρόοδος», ενώ σε αυτές προστέθηκε και η «Επενδύσεις Εργασίας». Οι συγκεκριμένες ΕΕΧ επέτυχαν αποδόσεις μεγαλύτερες από τις αναμενόμενες σύμφωνα με τον συστηματικό τους κίνδυνο.

ΠΙΝΑΚΑΣ 40
ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ ΕΕΧ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ JENSEN
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 09.98-12.99

	$\bar{\alpha}$ JENSEN	$t_{\bar{\alpha}}$
ΙΟΝΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	0,060	0,944
ΠΡΟΟΔΟΣ	0,048	1,655
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	0,042	0,553
INTERINVEST	0,012	0,146
ΕΘΝΙΚΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	-0,097	-1,413
ΔΙΑΣ	-0,026	-0,183
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ	-0,045	-0,490

Όσον αφορά τις ΕΕΧ με αρνητικούς δείκτες Jensen και συνεπώς με πραγματοποιούμενες αποδόσεις μικρότερες από τις αναμενόμενες με βάση τον συστηματικό τους κίνδυνο, κατά την συγκεκριμένη περίοδο, αυτές είναι η «Εθνική Χαρτοφυλακίου», η «Δίας» και η «Πειραιώς Επενδυτική».

3.7 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΠΑΡΑΠΟΜΠΕΣ

1. «Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς», ετήσια έκθεση 1997, σελ. 17.
2. Δελής Κωνσταντίνος, Χέβας Δημοσθένης, Αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα, 1990, σελ. 22.
3. Καραθανάσης Α. Γεώργιος, Αξιολόγηση επενδύσεων χρηματοδοτήσεις και χρηματιστηριακές αγορές, τόμος γ', Το οικονομικό, Αθήνα, 1995, σελ. 508-509.
4. Δελής Κωνσταντίνος, Χέβας Δημοσθένης, ο. π., σελ. 52.
5. Δελής Κωνσταντίνος, Χέβας Δημοσθένης, ο. π., σελ. 52.
6. Δελής Κωνσταντίνος, Χέβας Δημοσθένης, ο. π., σελ. 110.
7. Δελής Κωνσταντίνος, Χέβας Δημοσθένης, ο. π., σελ. 110.
8. Σταυρινός Γ. Βασίλης, Οικονομετρία, τόμος α', εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα-Κομοτηνή, 1984, σελ. 224.
9. Jargue C. M., Bera A. K., "Test for normality of observations and regression residuals", International Statistical Review, 55, 1987, σελ. 163-172.
10. Χρήστου Κ. Γεώργιος, Εισαγωγή στην Οικονομετρία, τόμος 1, β' βελτιωμένη έκδοση, Θεσσαλονίκη, 1982, σελ. 290.
11. Newbold Paul, Statistics for Business and Economics, Fourth edition, Prentice Hall international editions, 1995, σελ. 566-567.
12. Newbold Paul, ο.π., σελ. 570.

13. Newbold Paul, ο.π., σελ. 570.
14. Χρήστου Κ. Γεώργιος, ο.π., σελ 308.
15. Newbold Paul, ο.π., σελ. 578.
16. Jargue C. M., Bera K. A., ο. π., σελ. 163-172.
17. Καραθανάσης Α. Γεώργιος, ο. π., σελ. 542.
18. Treynor Jack, “How to rate management of investment funds”, Harvard Business Review, τόμος 44, 1966, σελ. 131-136.
19. Καραθανάσης Α. Γεώργιος, ο. π., σελ. 538
20. Sharpe William, “Mutual Fund performance”, Journal of Finance, τόμος 39, 1966, σελ. 119-138.
21. Μυλωνάς Θ. Νικόλαος, Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια, εκδόσεις Αντ. Σάκκουλα, 1999, σελ. 133.
22. Sharpe William, ο. π., σελ. 125-127.
23. Δελής Κωνσταντίνος, Χέβας Δημοσθένης, ο. π., σελ. 57.
24. Jensen Michael, “The performance of Mutual Funds in the period 1945-1964”, Journal of Finance, τόμος 23, σελ. 389-416.
25. Καραθανάσης Α. Γεώργιος, Σταματίου Β. Χρήστος, Αξιολόγηση των αποδόσεων των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, Αθήνα, 1993, σελ. 78.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Οι προοπτικές ανάπτυξης των ΕΕΧ είναι ιδιαίτερα θετικές, κυρίως διότι συνδέονται στενά με την πορεία του Χρηματιστηρίου Αθηνών και της Ελληνικής Οικονομίας.

Η συνεχής μείωση των επιτοκίων, λόγω της αναγκαίας προσαρμογής με αυτά της ζώνης του Ευρώ, θα περιορίσει ακόμα περισσότερο τις αποδόσεις που αποκομίζουν οι καταθέτες και οι κάτοχοι τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου, με αποτέλεσμα να στραφούν στην χρηματιστηριακή αγορά. Ένα σημαντικό μέρος των επενδυτών αυτών θα στραφούν κυρίως στις ΕΕΧ, διότι προσφέρουν υψηλή μερισματική απόδοση σε σχέση με άλλες εισηγμένες εταιρίες.

Η απελευθέρωση της διαχείρισης των κεφαλαίων των Ασφαλιστικών Ταμείων θα στρέψει σταδιακά ένα σημαντικό κομμάτι των διαθέσιμων τους προς τις ΕΕΧ, οι οποίες προσφέρουν υψηλές αποδόσεις και τους απαλλάσσουν από τον κίνδυνο των μεμονωμένων τίτλων.

Η αναβάθμιση της Χρηματιστηριακής Αγοράς από αναδύομενη σε ανεπτυγμένη, η σταδιακή βελτίωση του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας και

του εποπτικού περιβάλλοντος της Κεφαλαιαγοράς προς την κατεύθυνση της προστασίας του επενδυτικού κοινού θα συμβάλλει στην είσοδο τόσο ξένων κεφαλαίων, όσο και εγχωρίων κεφαλαίων, ένα μέρος των οποίων θα στραφεί στις ΕΕΧ.

Παράλληλα, η δυνατότητα των ΕΕΧ να τοποθετούν τα διαθέσιμα τους σε Ευρωπαϊκούς τίτλους, κυρίως της ζώνης του Ευρώ, θα αυξήσουν σημαντικά τις αποδόσεις των χαρτοφυλακίων τους. Ενώ η ανάπτυξη του Χρηματιστηρίου Παραγώγων και η δυνατότητα πλέον των ΕΕΧ να χρησιμοποιούν χρηματοοικονομικά παράγωγα με στόχο να μειώσουν τους επενδυτικούς τους κινδύνους, στο πλαίσιο της διαχείρισης των χαρτοφυλακίων τους, θα τους επιτρέψει να περιορίσουν περαιτέρω τον κίνδυνο των αποδόσεων τους.

Η δημιουργία της Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς (NEXA) επεκτείνει τις επενδυτικές επιλογές των ΕΕΧ, οι οποίες μπορούν να αποκομίσουν σημαντικές αποδόσεις από την τοποθέτηση ενός μέρους των κεφαλαίων τους σε νέες δυναμικές εταιρίες.

Η μείωση των επιτοκίων και του πληθωρισμού επιδρούν θετικά και στην κερδοφορία των εταιριών, αλλά και στην αύξηση των τιμών των μετοχών τους. Επιπρόσθετα, το ενιαίο νόμισμα θα επιτρέψει την περαιτέρω

βελτίωση των οικονομικών αποτελεσμάτων των συγκεκριμένων εταιριών, εφόσον θα μειωθεί το κόστος διακίνησης των αγαθών και οι συναλλαγματικοί κίνδυνοι που απορρέουν από τη μεταβολή των ισοτιμιών. Συνεπώς, οι ΕΕΧ που επενδύουν τα διαθέσιμα τους στις μετοχές των συγκεκριμένων εταιριών θα πραγματοποιήσουν σημαντικά κέρδη, είτε με την πώληση των συγκεκριμένων μετοχών, είτε από τα μερίσματα που θα αποκομίσουν από αυτές.

Η αυξημένη ρευστότητα και το ευνοϊκό κλίμα που δημιουργούν οι παραπάνω εξελίξεις θα οδηγήσουν τόσο στην αύξηση της ζήτησης των μετοχών των ΕΕΧ, όσο και του αριθμού των εταιριών αυτών, αλλά και στη δημιουργία νέων κατηγοριών ΕΕΧ.

Ο Έλληνας νομοθέτης στοχεύοντας να καλύψει νομοθετικά τις νέες επενδυτικές ανάγκες των μετόχων-επενδυτών, προέβη ήδη στη θέσπιση ειδικών ρυθμίσεων και νόμων που ρυθμίζουν τη λειτουργία δύο νέων κατηγοριών Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου Αναδυομένων Αγορών (ΕΧΑΑ) και των Εταιριών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΕΧΑΠ). Οι ΕΧΑΑ επενδύουν κυρίως σε κινητές αξίες αναδυομένων αγορών με αποτέλεσμα να επιτυγχάνουν υψηλότερες αποδόσεις από τις «παραδοσιακές ΕΕΧ». Οι ΕΧΑΠ έχουν ως αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση χαρτοφυλακίου

κινητών αξιών και κυρίως ακίνητης περιουσίας. Οι συγκεκριμένες EEX εκμεταλλεύονται τις επενδυτικές ευκαιρίες που προσφέρει η αγορά των ακινήτων, γεγονός που τις επιτρέπει να επιτυγχάνουν σταθερά ανοδικές αποδόσεις. Με την συγκεκριμένη EEX καλύπτονται οι ανάγκες εκείνων των επενδυτών που δεν μπορούν να επενδύσουν άμεσα στην αγορά ακινήτων, αλλά θέλουν να αποκομίζουν τις αποδόσεις που αυτή προσφέρει.

Παρόλο που ο Έλληνας νομοθέτης προσπαθεί να καλύψει άμεσα τα νομοθετικά κενά ως προς τη δημιουργία νέων κατηγοριών EEX, ωστόσο δεν κατάφερε να προβεί στις απαραίτητες αλλαγές των ρυθμίσεων του νόμου 1969/91 που παρουσιάζουν ασάφειες ή κενά και αποτελούν τροχοπέδη, τόσο στη χρηστή λειτουργία των EEX, όσο και στην αύξηση της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού προς το θεσμό των εταιριών αυτών. Συγκεκριμένα διαπιστώθηκαν τα εξής:

1. Ο νόμος 1969/91 δίνει σημαντικές εξουσίες στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, χωρίς παράλληλα να θέτει και τους κατάλληλους περιορισμούς. Συγκεκριμένα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι υπεύθυνη για τη χορήγηση ή όχι της άδειας λειτουργίας των EEX με κριτήρια που μπορεί η ίδια να εξειδικεύει για κάθε EEX. Όμως το γεγονός αυτό δημιουργεί ερωτηματικά για το εάν εφαρμόζεται ή όχι η

αρχή της ίσης αντιμετώπισης των ΕΕΧ, με αποτέλεσμα να επηρεάζεται αρνητικά η εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού. Ο νομοθέτης θα μπορούσε στην συγκεκριμένη περίπτωση να τροποποιήσει το συγκεκριμένο άρθρο (αρθ.2 παρ.2 του ν. 1969/91) προσδιορίζοντας ο ίδιος τα κριτήρια εκείνα που πρέπει να πληρούνται, ώστε να χορηγηθεί η άδεια λειτουργίας.

2. Σύμφωνα με το άρθρο 3 του ν. 1969/91 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει τη δυνατότητα να παράσχει εφάπαξ παράταση της προθεσμίας εισαγωγής μίας ΕΕΧ στο Χρηματιστήριο, εφόσον εκτιμά ότι οι συνθήκες της αγοράς θέτουν σε κίνδυνο την κάλυψη του κεφαλαίου και την απαιτούμενη διασπορά των μετοχών. Στη συγκεκριμένη περίπτωση θα ήταν καλύτερο ο νομοθέτης ή η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να καθορίσει, με συγκεκριμένες ρυθμίσεις ή τροποποιώντας ήδη υπάρχουσες, τις συνθήκες εκείνες που δικαιολογούν την παράταση της προθεσμίας εισαγωγής στο Χρηματιστήριο, αλλά και τον αριθμό των παρατάσεων που μπορούν να δοθούν σε μία ΕΕΧ, έτσι ώστε να αποτραπεί ο κλωνισμός της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού τόσο προς το θεσμό των ΕΕΧ, από περιπτώσεις διαιώνισης της εκκρεμότητας εισόδου ΕΕΧ στο Χρηματιστήριο, όσο και προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, από περιπτώσεις άνισης μεταχείρισης μεταξύ των ΕΕΧ, ως προς τον αριθμό των παρεχομένων παρατάσεων.

3. Διαπιστώθηκε επίσης, ότι τα άρθρα του ν. 1969/91 που καθορίζουν τις επενδυτικές επιλογές και τους περιορισμούς αυτών των επιλογών παρουσιάζουν σημαντικές ασάφειες και παραλείψεις. Συγκεκριμένα ο νόμος ορίζει ότι οι ΕΕΧ μπορούν να διατηρήσουν τα διαθέσιμα τους σε μετρητά και τραπεζικές καταθέσεις, χωρίς να προσδιορίζει το μέγιστο ποσοστό της τοποθέτησης αυτής. Το ποσοστό αυτό πρέπει να προσδιορισθεί από το νόμο ώστε να αποφευχθεί ο κίνδυνος οι ΕΕΧ να πάψουν να υπηρετούν το σκοπό τους που είναι η διαχείριση χαρτοφυλακίου κινητών αξιών και η επίτευξη υψηλών αποδόσεων, με την τοποθέτηση σημαντικών ποσοστών των διαθεσίμων τους σε λιγότερο αποδοτικές επενδύσεις. Όπως διαπιστώθηκε από την εμπειρική μελέτη των ΕΕΧ του δείγματος κατά την περίοδο 97-99, πολλές από τις συγκεκριμένες εταιρίες διακρατούσαν κεφάλαια με τη μορφή διαθεσίμων σε ποσοστό έως και 54%. Μάλιστα, το γεγονός αυτό αποτιμήθηκε αρνητικά από την αγορά, για τις συγκεκριμένες εταιρίες, επηρεάζοντας τις αντίστοιχες αποδόσεις τους. Επιπρόσθετα, πρέπει να διευκρινιστεί από το νόμο εάν οι ΕΕΧ μπορούν να επενδύουν σε πιστωτικούς τίτλους ισοδύναμης ρευστότητας ή όχι.
4. Στο άρθρο 5 του ν. 1969/91 δεν διευκρινίζεται εάν θεωρούνται ως μετοχές του ίδιου εκδότη και εκείνες ξεχωριστών εταιριών, οι οποίες όμως ανήκουν στον ίδιο όμιλο. Συνεπώς, η ΕΕΧ διατρέχει τον κίνδυνο να κατηγορηθεί ότι παραβιάζει τις διατάξεις του νόμου αυτού, σε

περίπτωση που επενδύει σε μετοχές εταιριών του ίδιου ομίλου, τις οποίες ο νόμος θεωρεί ως μετοχές του ίδιου εκδότη. Στην συγκεκριμένη περίπτωση είναι απαραίτητο ο νομοθέτης να προχωρήσει σε τροποποιήσεις των συγκεκριμένων άρθρων, ώστε να μην αποτελεί ο νόμος τροχοπέδη για την πραγματοποίηση αποδοτικών τοποθετήσεων, από την πλευρά των ΕΕΧ.

5. Το άρθρο 10 του ν. 1969/91 δίνει τη δυνατότητα στις Γενικές Συνελεύσεις των ΕΕΧ να παρακρατούν έως και το σύνολο των κερδών σε λογαριασμούς αποθεματικών για την αντιμετώπιση ζημιών από αγοραπωλησίες κινητών αξιών των χαρτοφυλακίων τους. Η συγκεκριμένη όμως ρύθμιση δημιουργεί αβεβαιότητα στους μετόχους των εταιριών αυτών ως προς το εάν θα τους διανεμηθεί ή όχι μέρισμα, καθώς επίσης και ερωτηματικά ως προς το πόσο δικαιολογημένη είναι η απόφαση της Γενικής Συνέλευσης να μη διανείμει μέρισμα. Ο νόμος ίσως θα έπρεπε να ορίζει το ανώτατο επίπεδο κερδών κατ' έτος που μπορεί να διακρατηθεί στους συγκεκριμένους ειδικούς λογαριασμούς, ώστε να περιορισθεί, ως έναν βαθμό, η δυνατότητα αυθαιρεσιών από την πλευρά των Γενικών Συνελεύσεων των ΕΕΧ, αλλά και η αβεβαιότητα των επενδυτών ως προς την είσπραξη ή όχι μερίσματος και συνεπώς της επίτευξης ή όχι μίας ικανοποιητικής απόδοσης.
6. Το άρθρο 10 παρ.4 του ν. 1969/91 καθορίζει τα ανώτατα όρια των αμοιβών των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου των ΕΕΧ, με στόχο

να προστατεύσει τα συμφέροντα των επενδυτών, δηλαδή να μην περιορίζονται σημαντικά τα διανεμόμενα προς αυτούς κέρδη. Όμως η συγκεκριμένη ρύθμιση αδυνατεί να ελέγξει τις επιπρόσθετες αμοιβές των μελών αυτών, που τυχόν λαμβάνουν για υπηρεσίες που προσφέρουν πέραν του συμβούλου και οι οποίες ρυθμίζονται με άλλες συμβάσεις. Ίσως ο νόμος θα έπρεπε, στη συγκεκριμένη ρύθμιση, να συμπεριλάβει και τις προαναφερόμενες αμοιβές, οι οποίες πιθανώς να εμφανίζονται στα έξοδα διοικητικής λειτουργίας και συνεπώς περιορίζουν τα διανεμόμενα προς τους μετόχους κέρδη.

7. Επιπρόσθετα με τη δημιουργία της NEXA δημιουργείται ένα νομοθετικό κενό, το οποίο καλείται να καλύψει ο Έλληνας νομοθέτης. Η NEXA παρουσιάζει σημαντικές ιδιαιτερότητες σε σχέση με τις ήδη υπάρχουσες εγχώριες αγορές. Συγκεκριμένα, η αγορά αυτή θα απαρτίζεται από εκείνες τις εταιρίες, οι οποίες είχαν μικρή διάρκεια πριν την εισαγωγή τους στη συγκεκριμένη αγορά, αλλά δυνατότητα υψηλών ρυθμών ανάπτυξης και βελτίωσης της αποδοτικότητας τους. Συνεπώς, οι εταιρίες αυτές εμπεριέχουν έναν υψηλό επενδυτικό κίνδυνο από εκείνες των άλλων αγορών, εφόσον η αξιολόγηση τους στηρίζεται, ως επί το πλείστον, σε προβλέψεις των μελλοντικών τους οικονομικών στοιχείων και σχεδόν καθόλου σε ιστορικά στοιχεία. Ο νομοθέτης θα πρέπει να προβεί στις κατάλληλες ρυθμίσεις και τροποποιήσεις ώστε να προσδιορίσει, α) τις κατηγορίες των EEX που

θα μπορούν να επενδύουν στη συγκεκριμένη αγορά, β) τους κανόνες και τους περιορισμούς εκείνους, σύμφωνα με τους οποίους μπορούν οι συγκεκριμένες εταιρίες να τοποθετούν τα διαθέσιμα τους σε μετοχές των εταιριών της NEXA.

Από την εμπειρική μελέτη του κλάδου και του συγκεκριμένου δείγματος των EEX την περίοδο 1997-1999 και κατά τις εξεταζόμενες υποπεριόδους προέκυψαν σημαντικά συμπεράσματα.

Η περίοδος 1997-1999 ήταν μία ιδιαίτερα σημαντική περίοδος για τον κλάδο των EEX. Οι θετικές εξελίξεις στο χώρο της Ελληνικής Οικονομίας και το ανοδικό κλίμα που επικράτησε στο Χρηματιστήριο Αθηνών έστρεψαν τον συνολικό κλάδο σε αύξηση των ποσοστών τοποθετήσεων του σε μετοχές εσωτερικού, με αντίστοιχο περιορισμό των ποσοστών των άλλων τοποθετήσεων του. Το γεγονός αυτό επέδρασε θετικά στην χρηματιστηριακή αξία και την καθαρή αξία του ενεργητικού του συνολικού κλάδου, καθώς επίσης και στα κέρδη των επιμέρους εταιριών.

Από τη διάρθρωση των χαρτοφυλακίων των EEX του δείγματος κατά τις υποπεριόδους επιβεβαιώνεται η στροφή της επενδυτικής πολιτικής των EEX προς τις μετοχές εσωτερικού. Οι τοποθετήσεις αυτές, που έφτασαν έως και το 96,4% του συνολικού ενεργητικού τους και η κατάλληλη

διάρθρωση των χαρτοφυλακίων τους, συνέβαλαν στην πραγματοποίηση υψηλών μέσων μηνιαίων αποδόσεων, κυρίως κατά την υποπερίοδο 09.97-12.99.

Συγκεκριμένα, την περίοδο 05.97-08.98, μόνο μία EEX από τις επτά συνολικά του δείγματος επέτυχε μέση μηνιαία απόδοση μεγαλύτερη της απόδοσης του Γενικού Δείκτη. Αντίστοιχα, ο κίνδυνος ανά μονάδα απόδοσης των EEX διατηρείται σε υψηλότερα επίπεδα από εκείνον του Γενικού Δείκτη. Την περίοδο 09.98-12.99, όπου οι τοποθετήσεις των EEX του δείγματος σε μετοχές του εσωτερικού φτάνουν μέχρι και το 96,4%, οι αποδόσεις των EEX ήταν θεαματικές και σημαντικά υψηλότερες από την αντίστοιχη απόδοση του Γενικού Δείκτη την ίδια περίοδο.

Όσον αφορά τον κίνδυνο των αποδόσεων των EEX του δείγματος, διαπιστώθηκε η ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ του κινδύνου και της απόδοσης. Ωστόσο, υπήρξαν περιπτώσεις όπου κάποιες EEX επέτυχαν υψηλότερες αποδόσεις με σχετικά χαμηλότερο κίνδυνο και το αντίστροφο. Από τη μελέτη των συντελεστών βήτα των EEX διαπιστώνεται ότι την περίοδο 05.97-08.98 μόνο δύο EEX παρουσιάζουν μεγαλύτερη ευαισθησία απέναντι στις διακυμάνσεις της χρηματιστηριακής αγοράς. Όμως την περίοδο 9.98-12.99 όλες οι EEX του δείγματος, εκτός από μία,

παρουσιάζουν σημαντικά μεγαλύτερη ευαισθησία στις διακυμάνσεις της χρηματιστηριακής αγοράς.

Από την αξιολόγηση των EEX του δείγματος σύμφωνα με τους δείκτες Treynor και Sharpe, κατά τις εξεταζόμενες περιόδους, διαπιστώθηκε ότι οι περισσότερες EEX παρουσίασαν μία καλή αποδοτικότητα, σημειώνοντας υψηλές πρόσθετες αποδόσεις, επιπλέον του ακίνδυνου επιτοκίου, ανά μονάδα κινδύνου. Συγκεκριμένα, την περίοδο 05.97-08.98 την υψηλότερη θέση από πλευράς αποτελεσματικότητας κατέλαβε η «Interinvest». Ενώ η μόνη EEX που παρουσίασε αρνητικούς δείκτες Treynor και Sharpe ήταν η «Εθνική Χαρτοφυλακίου». Όμως την περίοδο 09.98-12.99, όλες οι EEX του δείγματος σημείωσαν θετικές πρόσθετες αποδόσεις, επιπλέον του ακίνδυνου επιτοκίου, ανά μονάδα κινδύνου, με την «Πρόοδο» να καταλαμβάνει την πρώτη θέση της κατάταξης. Μάλιστα, οι δύο δείκτες αξιολόγησης κατέταξαν τις EEX στις ίδιες θέσεις. Το γεγονός αυτό υποδηλώνει ότι την περίοδο αυτή η αγορά αποτιμά τα χαρτοφυλάκια των συγκεκριμένων EEX ως πλήρως διαφοροποιημένα.

Η κατάταξη των EEX του δείγματος σύμφωνα με τον Jensen, την περίοδο 5.97-08.98, απέδειξε ότι η EEX που επέτυχε απόδοση μεγαλύτερη από την αναμενόμενη σύμφωνα με τον συστηματικό της κίνδυνο ήταν η «Interinvest». Ενώ, τέσσερις EEX του δείγματος σημείωσαν αποδόσεις

μικρότερες από τις αναμενόμενες σύμφωνα με τον συστηματικό τους κίνδυνο. Την περίοδο 9.98-12.99 τέσσερις από τις επτά ΕΕΧ του δείγματος επέτυχαν αποδόσεις μεγαλύτερες από τις αναμενόμενες σύμφωνα με τον συστηματικό τους κίνδυνο. Η ΕΕΧ που κατέλαβε την υψηλότερη θέση στην κατάταξη ήταν η «Ιονική Επενδύσεων». Οι υπόλοιπες τρεις εταιρίες σημείωσαν αποδόσεις μικρότερες από τις αναμενόμενες σε σχέση με τον συστηματικό τους κίνδυνο.

Α. ΕΛΛΗΝΙΚΗ

1. Δελής Κωνσταντίνος, Χέβας Δημοσθένης, Αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα 1990.
2. «Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς», ετήσια έκθεση, 1997.
3. «Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς», ετήσια έκθεση, 1998.
4. Καραθανάσης Α. Γεώργιος, Σταματίου Β. Χρήστος, Αξιολόγηση των αποδόσεων των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, 1993.
5. Καραθανάσης Α. Γεώργιος, Αξιολόγηση επενδύσεων χρηματοδοτήσεις και χρηματιστηριακές αγορές, τόμος γ', Το οικονομικό, Αθήνα, 1995.
6. Μούζουλας Αντ. Σπήλιος, Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων στην Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ένωση, Νομική βιβλιοθήκη, Αθήνα, 1996.
7. Μυλωνάς Θ. Νικόλαος, Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια, εκδόσεις Αντ. Σάκκουλα, 1999.
8. Παμπούκης Γ. Κωνσταντίνος, Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε κινητές αξίες, Αφοί Σάκκουλα, Θεσσαλονίκη, 1992.
9. Σκουλούδης Ζαχ., Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, Αθήνα, 1992.
10. Σταυρινός Γ. Βασίλης, Οικονομετρία, τόμος α', εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα-Κομοτηνή, 1984.

11. Χρήστου Κ. Γεώργιος, Εισαγωγή στην Οικονομετρία, τόμος 1, β' βελτιωμένη έκδοση, Θεσσαλονίκη, 1982.

B. ΞΕΝΗ

1. Jargue C. M., Bera A. K., "Test for normality of observations and regression residuals", International Statistical Review, 55, 1987.
2. Jensen Michael, "The performance of Mutual Funds in the period 1945-1964", Journal of Finance, τόμος 23.
3. Newbold Paul, Statistics for Business and Economics, fourth edition, Prentice Hall international editions, 1995.
4. Sharpe William, "Mutual Fund performance", Journal of Finance, τόμος 39, 1966.
5. Treynor Jack, "How to rate management of investment funds", Harvard Business Review, τόμος 44, 1966.