



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ
ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

Διπλωματική Εργασία

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

του

ΚΡΑΛΚΑ ΚΡΙΣΤΙ

Επιβλέπων Καθηγητής: ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ ΝΟΥΛΑΣ

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού
Διπλώματος στη

Λογιστική και Χρηματοοικονομική

Οκτώβριος 2018

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου,

Στον Επιβλέποντα Καθηγητή κ. Αθανάσιο Νούλα, για την συνεχή καθοδήγηση και επίβλεψη του κατά την διάρκεια της εκπόνησης της διπλωματικής εργασίας.

Σε προσωπικό επίπεδο, στην οικογένεια μου για την στήριξη που μου παρείχαν σε όλη τη διάρκεια των σπουδών καθώς επίσης και ένα δικό μου άτομο το οποίο με τον δικό του τρόπο αποτέλεσε καταλύτη για όλη αυτή τη προσπάθεια που έγινε.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Τα τελευταία χρόνια οι επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν μεγάλο πόλο έλξης των επενδυτών. Το πλήθος των επιλογών που έχει κάθε επενδυτής στη διάθεση του σε επενδυτικά προϊόντα, όπως οι μετοχές, τα ομόλογα και άλλα χρεόγραφα βοηθούν στη μείωση του κινδύνου που το κάθε ένα διακατέχει μέσω της διαφοροποίησης. Η διπλωματική αυτή εργασία εξετάζει τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα για την πενταετία 2013-2018 μέσω κάποιων συγκεκριμένων δεικτών αξιολόγησης. Η αξιολόγηση αυτή γίνεται με τη χρήση του Συντελεστή Μεταβλητότητας καθώς και του συντελεστή Βήτα (β), τα οποία δίνουν μια πρώτη εικόνα των μετοχικών ΑΚ. Στη συνέχεια γίνεται εφαρμογή των δεικτών Treynor και Sharpe για την κατάταξη τους σύμφωνα με την καλύτερη απόδοση. Η εφαρμογή της μεθόδου των Modigliani and Modigliani ή αλλιώς M^2 χρησιμεύει στη σύγκριση της απόδοσης του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου με αυτήν της αγοράς, δηλαδή του Γενικού Δείκτη. Οι συγκρίσεις που πραγματοποιήθηκαν έδειξαν ότι δυστυχώς τα περισσότερα αμοιβαία κεφάλαια υστερούν έναντι του Γενικού Δείκτη, πάρα μόνο τέσσερα από αυτά κατάφεραν να «νικήσουν» την απόδοση της αγοράς, επιβεβαιώνοντας την επιλεκτική ικανότητα των επενδυτών ή διαχειριστών. Παράλληλα ενδιαφέρει και η μελέτη της σχέσης μεταξύ απόδοσης και κινδύνου και ο βαθμός συσχέτισης που υπάρχει μεταξύ τους.

ABSTRACT

The last few years investors are being attracted by mutual funds due to their advantages and the variety of choices they offer. Such as investing in bonds, shares and other financial assets. This variety of financial products allows each investor to diversify the risk they have and create a diversified portfolio. This thesis focuses on the performance of Equity Mutual Funds in Greece for the period 2013-2018 by using some specific metric ratios. These mutual funds are being evaluated by using the coefficient of variation and the beta coefficient (β). Then with the help of Treynor and Sharpe ratio, the funds are ranked according to their performance depending on their risk. The Modigliani and Modigliani method or M^2 method gives us the opportunity to compare the return of each mutual fund with the General Index or more specifically the market return. The results we get show us that only four of the mutual funds are able to defeat the market and as a result our investors to get a great reward for risking. At the same time we are interested in studying the connection or the relationship between the monthly average return of each fund with the danger or standard deviation they consist.

Πίνακας περιεχομένων

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	10
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο	12
ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΚΑΙ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΤΩΝ ΟΣΕΚΑ	12
1.1 Αμοιβαία Κεφάλαια: Βασικές έννοιες αμοιβαίων κεφαλαίων	12
Αμοιβαία Κεφάλαια	12
ΟΣΕΚΑ.....	12
Ενεργητικό Αμοιβαίου Κεφαλαίου	12
Εταιρίες Επενδύσεων και Διαχείρισης	13
Μετοχικό κεφάλαιο της ΑΕΔΑΚ.....	13
Μερίδια ΟΣΕΚΑ.....	14
Θεματοφύλακας Αμοιβαίου Κεφαλαίου	17
1.2 Κατηγορίες ΟΣΕΚΑ	19
Αδειοδότηση και λειτουργία ΟΣΕΚΑ.....	19
Κανονισμός ΟΣΕΚΑ.....	21
Επιτρεπόμενες Επενδύσεις των ΟΣΕΚΑ.....	22
Τα Όρια Επενδύσεων των ΟΣΕΚΑ.....	23
1.3 Διάκριση των ΟΣΕΚΑ με βάσει την επενδυτική τους πολιτική	24
ΟΣΕΚΑ Απόλυτης Απόδοσης (Absolute Return)	24
ΟΣΕΚΑ Ολικής Απόδοσης (Total Return).....	24
ΟΣΕΚΑ Κύκλου Ζωής (Life Cycle)	24
1.4 Σύντομη Ιστορική Ανασκόπηση.....	24
1.5 Πλεονεκτήματα επένδυσης σε Αμοιβαία Κεφάλαια.....	26
Επαγγελματική διαχείριση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου	26
Ελαχιστοποίηση του κινδύνου-Διαφοροποίηση	26
Άμεση Ρευστότητα.....	27
Ευελξία ποσού επένδυσης	27
Μικροί επενδυτές μπορούν να συμμετέχουν στο χρηματιστήριο.....	27
Διαφάνεια και πληροφόρηση.....	27
1.6 Κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	28
1.6.1 Επενδυτική Κατηγοριοποίηση	28

1.6.2 Γεωγραφική Κατηγοριοποίηση	31
1.7 Τρόποι Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου	32
1.7.1 Ενεργητική Διαχείριση Χαρτοφυλακίου	32
1.7.2 Παθητική Διαχείριση Χαρτοφυλακίου	32
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο	34
ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΔΙΕΘΝΩΣ	34
2.1 Παγκόσμια εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων	34
2.2 Εξέλιξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα	39
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο	44
ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	44
3.1 Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια	44
3.2 Απόδοση και Κίνδυνος Αμοιβαίων Κεφαλαίων	48
Απόδοση Αμοιβαίου Κεφαλαίου	48
Κίνδυνος Αμοιβαίου Κεφαλαίου	50
3.3 Σύγκριση των ΑΚ με βάση τον Συντελεστή Μεταβλητότητας	52
3.4 Σύγκριση των ΑΚ με βάση τον Συντελεστή Βήτα (Beta).....	54
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο	56
ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	56
4.1 Δείκτες Αξιολόγησης των ΑΚ.....	56
4.2 Μέθοδος Treynor	58
4.3 Μέθοδος Sharpe.....	62
4.3.1 Διαφορά μεταξύ δείκτη Treynor και δείκτη Sharpe.....	65
4.4 Μέθοδος Modigliani and Modigliani (M^2)	66
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο	71
ΜΕΛΕΤΗ ΣΧΕΣΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	71
5.1 Απλή Γραμμική Παλινδρόμηση	71
5.2 Εφαρμογή μοντέλου Απλής Γραμμικής Παλινδρόμησης	73
5.3 Έλεγχοι υποθέσεων και στατιστικοί έλεγχοι.....	76
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	81
ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ	83
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	84

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1.1	Κατηγοριοποίηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων	31
Πίνακας 2.1	Εξέλιξη ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων (δισ εκατ. Ευρώ)	35
Πίνακας 2.2	Καθαρό ενεργητικό αμοιβαίων κεφαλαίων ανά κατηγορία (εκατ. Ευρώ)	37
Πίνακας 2.3	Αξία ΟΣΕΚΑ σε Παγκόσμια κλίμακα, τελευταίο τρίμηνο του 2017 (εκατ. Ευρώ)	38
Πίνακας 2.4	Σύνολο Αξίας Ενεργητικού Αμοιβαίων Κεφαλαίων 2007-2017 (εκατ. Ευρώ)	40
Πίνακας 2.5	Κατανομή Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανά Κατηγορία σε εκατ. Ευρώ	41
Πίνακας 2.6	Σύνολο ενεργητικού αμοιβαίων κεφαλαίων ανά εταιρία στις 31/12/2017	42
Πίνακας 3.1	Ενεργητικό Αμοιβαίων Κεφαλαίων	45
Πίνακας 3.2	Στοιχεία Ενεργητικού και Μεριδίων των Μετοχικών ΑΚ	48
Πίνακας 3.3	Μέση Απόδοση, Τυπική Απόκλιση και Συντελεστής Μεταβλητότητας	53
Πίνακας 3.4	Συνδιακύμανση και Συντελεστής Βήτα του κάθε ΑΚ	55
Πίνακας 4.1	Κατάταξη ΑΚ κατά αύξουσα σειρά σύμφωνα με τον δείκτη Treynor	60
Πίνακας 4.2	Κατάταξη ΑΚ κατά αύξουσα σειρά σύμφωνα με τον δείκτη Sharpe	64
Πίνακας 4.3	Ανάλυση Αμοιβαίων Κεφαλαίων σύμφωνα με το M^2	69
Πίνακας 4.4	Ποσοστά επένδυσης και προσαρμοσμένης απόδοσης των ΑΚ	70
Πίνακας 5.1	Συντελεστές Απλής Γραμμικής Παλινδρόμησης	75
Πίνακας 5.2	Πίνακας Ανάδια	76
Πίνακας 5.3	Γραμμική Παλινδρόμηση Νέου Δείγματος	79

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ

Γράφημα 2.1	Παγκόσμια πορεία των αμοιβαίων κεφαλαίων	34
Γράφημα 2.2	Εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων γεωγραφικά στις 6 μεγαλύτερες περιοχές τις υψηλίου	36
Γράφημα 2.3	Αξία Ενεργητικού των ΑΚ στο πέρασμα των χρόνων	40
Γράφημα 2.4	Σύνθεση Αγοράς των ΑΚ σύμφωνα με το ενεργητικό τις 31/12/2017	41
Γράφημα 2.5	Παρουσίαση Μεριδίων Αγοράς της κάθε Α.Ε.Δ.Α.Κ. στις 31/12/2017	43
Γράφημα 4.1	Γραμμή Χρεογράφων (SML) σύγκρισης επιδόσεων κατά Treynor	61
Γράφημα 4.2	Γραμμή Κεφαλαιαγοράς (CML) και σύγκριση επιδόσεων κατά Sharpe	65
Γράφημα 5.1	Προσαρμογή στο μοντέλο της Απλής Γραμμικής Παλινδρόμησης	74
Γράφημα 5.2	Θηκόγραμμα Ακραίων Τιμών	78

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η ανάπτυξη της Παγκόσμιας Χρηματοοικονομικής αγοράς αποτέλεσε έναν ισχυρό καταλύτη για την ανάπτυξη των αμοιβαίων κεφαλαίων, τόσο σε παγκόσμιο όσο και σε εγχώριο επίπεδο λόγω των πλεονεκτημάτων που προσφέρουν. Η ανάγκη των επενδυτών, είτε μικρού είτε μεσαίου εισοδήματος, για αύξηση της απόδοσης με τον μικρότερο δυνατό κίνδυνο, ήταν αυτό που ώθησε τους επενδυτές στο να «ρίξουν» τα χρήματα τους στις διάφορες κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων. Πετυχαίνοντας έτσι την καλύτερη δυνατή απόδοση για δεδομένα επίπεδα κινδύνου, με βάση φυσικά τις προτιμήσεις και το επενδυτικό προφίλ του κάθε επενδυτή. Μέσω της διαφοροποίησης του εκάστοτε χαρτοφυλακίου επιτυγχάνεται η μείωση του κινδύνου. Παρόλα αυτά και η επαγγελματική διαχείριση που παρέχεται, είτε για την πραγματοποίηση της αρχικής επένδυσης είτε και για την μετέπειτα παρακολούθηση της. Κάνοντας κατά αυτόν τον τρόπο ευκολότερο την εύρεση επενδυτικών ευκαιριών που «δίνουν» υψηλότερες αποδόσεις με ελαχιστοποίηση του κινδύνου.

Σύμφωνα με έρευνες και στατιστικά δεδομένα των τελευταίων ετών του European Fund and Asset Management Association (EFAMA) παρατηρείται μια ραγδαία ανάπτυξη και ανοδική πορεία των αμοιβαίων κεφαλαίων. Το πλήθος των κατηγοριών των αμοιβαίων κεφαλαίων και παράλληλα των επιλογών που προσφέρεται σε κάθε είδους επενδυτή καλύπτει σε μεγάλο βαθμό τις ανάγκες αυτές για αξιοποίηση των διαθέσιμων ρευστών τους. Συνάμα όμως δελεάζει όλο και μεγαλύτερο ποσοστό του επενδυτικού κοινού να στραφεί προς αυτά.

Σκοπός της διπλωματικής εργασίας αυτής αποτελεί η αξιολόγηση των Ελληνικών Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων και της διαχείρισής τους από τον Ιούλιο του 2013 έως τον Ιούλιο 2018. Στη μελέτη περιλαμβάνονται μόνο τα αμοιβαία κεφάλαια που είχαν δημιουργηθεί μέχρι τις 22/07/2013.

Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μία περιγραφή και επεξήγηση βασικών εννοιών των αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς και ο ορισμός του. Παρουσιάζεται η διαδικασία λειτουργίας των ΟΣΕΚΑ, δηλαδή των εταιριών που διαχειρίζονται τα κεφάλαια αυτά καθώς και των κατηγοριών που υπάρχουν. Γίνεται μια σύντομη ανασκόπηση των αμοιβαίων κεφαλαίων μέχρι σήμερα δείχνοντας την πορεία τους, ενώ με βάση τα χαρακτηριστικά τους κατατάσσονται σε διάφορες κατηγορίες. Παρουσιάζονται τα

μειονεκτήματα και τα πλεονεκτήματα που κάθε επενδυτής θα πρέπει να είναι σε θέση να γνωρίζει προκειμένου να λάβει την βέλτιστη επενδυτική απόφαση.

Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται λόγος για τα αμοιβαία κεφάλαια σε παγκόσμια κλίμακα, δείχνοντας την πορεία τους διεθνώς από το..... Μέχρι και σήμερα. Παρουσιάζεται η πορεία του συνολικού Ενεργητικού, οι χώρες που συγκεντρώνουν τις περισσότερες επενδύσεις καθώς και τα μερίδια ανά κατηγορία αμοιβαίου κεφαλαίου. Στη συνέχεια χαρτογραφείται η πορεία των αμοιβαίων εντός των συνόρων της χώρας μας και δίνεται η εικόνα της κατανομής του ενεργητικού τους στις διάφορες μορφές τα τελευταία χρόνια.

Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται η εισαγωγή σε μία εκ των κατηγοριών των αμοιβαίων κεφαλαίων, δηλαδή στα Αμοιβαία Μετοχικά Κεφάλαια. Παρουσιάζεται η σύνθεση τους και η «διαδρομή» τους εντός της Ελλάδος. Αναλύεται ο τρόπος μέτρησης και υπολογισμού της απόδοσης και του κινδύνου τους. Κατατάσσονται τα αμοιβαία κεφάλαια αυτά βάση του συντελεστή μεταβλητότητας τους.

Στο τέταρτο κεφάλαιο ερευνάται η απόδοση των αμοιβαίων μετοχικών κεφαλαίων με βάση τους δείκτες αξιολόγησης της επίδοσης τους. Πιο συγκεκριμένα, παρουσιάζονται οι δείκτες Treynor και Sharpe, και γίνεται κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων αυτών σύμφωνα με τους δείκτες αυτούς. Στη συνέχεια εξετάζονται τα χαρτοφυλάκια αυτά και συγκρίνονται με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς σύμφωνα με τους Modigliani and Modigliani (Μέθοδος M^2).

Στο τέταρτο κεφάλαιο εξετάζεται η ύπαρξης συσχέτισης και του είδους της συσχέτισης μεταξύ της απόδοσης των εικοσιτεσσέρων αυτών αμοιβαίων κεφαλαίων και του κινδύνου μέσω του στατιστικού μοντέλου της παλινδρόμησης. Δηλαδή ερευνάται η ύπαρξη ή μη συσχέτισης μεταξύ των δύο μεταβλητών αυτών και ελέγχεται η στατιστική σημαντικότητα των συντελεστών του μοντέλου αυτού, αλλά και ολόκληρου του υποδείγματος.

Στο πέμπτο και τελευταίο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα κύρια συμπεράσματα της έρευνας αυτής πάνω στα αμοιβαία μετοχικά κεφάλαια.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΚΑΙ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΤΩΝ ΟΣΕΚΑ

1.1 Αμοιβαία Κεφάλαια: Βασικές έννοιες αμοιβαίων κεφαλαίων

Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν εδραιωθεί ως μία από τις πιο ευρέως γνωστές και αναγνωρισμένες μορφές επένδυσης τα τελευταία χρόνια εντός και εκτός συνόρων τις χώρας μας για πολλά χρόνια. Το αμοιβαίο κεφάλαιο είναι μια περιουσία που αποτελείται από κινητές αξίες και μετρητά, όπου η περιουσία αυτή δημιουργείται από πολλούς επενδυτές (μεριδιούχους) μαζί μέσω των χρημάτων (κεφαλαίου) που προσφέρουν με σκοπό την από κοινού διαχείριση και επένδυση αυτού¹.

ΟΣΕΚΑ

Οι ΟΣΕΚΑ αποτελούν τους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες, καθώς και οι ανώνυμες εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων. Σκοπός των ΟΣΕΚΑ είναι η συλλογική επένδυση κεφαλαίων που συγκεντρώνονται από το κοινό (στη περίπτωση μας κατά κύριο λόγο από τους επενδυτές), σε κινητές ή και σε άλλα ρευστά χρηματοοικονομικά μέσα σύμφωνα με τον ν. 4099/2012. Οι οργανισμοί αυτοί συνήθως είναι με την μορφή αμοιβαίου κεφαλαίου υπό την διαχείριση εταιρίας διαχείρισης επενδύσεων².

Ενεργητικό Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Το ενεργητικό ενός αμοιβαίου κεφαλαίου αποτελεί την συνολική του αξία. Δηλαδή, τις κινητές αξίες και μετρητά, το οποίο στη συνέχεια επενδύεται σε χρηματοοικονομικά προϊόντα, όπως ομολογίες, μετοχές ή και προθεσμιακές καταθέσεις. Στη συνέχεια το ενεργητικό αυτό του αμοιβαίου κεφαλαίου, διαιρείται σε

¹ Νούλας, 2016

² Νούλας, 2016

μερίδια ίσης αξίας τα οποία ανήκουν στους μεριδιούχους, στην ουσία στους επενδυτές. Η διαίρεση αυτή είναι αυτή που δημιουργεί τα λεγόμενα μερίδια του ΑΚ³.

Εταιρίες Επενδύσεων και Διαχείρισης

Με τον όρο εταιρία επενδύσεων και διαχείρισης εννοούμε την εταιρία η οποία έχει ως αποκλειστικό σκοπό την διαχείριση των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων (ΟΣΕΚΑ). Για την δημιουργία τους απαιτείται η απαραίτητη άδεια από τις αρμόδιες αρχές τις εκάστοτε χώρας. Η αρμόδια αρχή της κάθε χώρας, από τη στιγμή που βρίσκεται εντός Ευρωπαϊκής Ένωσης θα πρέπει να ενημερώνει την Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Στην Ελλάδα η αρμόδια αυτή αρχή είναι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και ως εταιρία διαχείρισης έχει οριστεί να είναι η Ανώνυμη Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ). Η Ανώνυμη Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι υπεύθυνη για:

- τη διαχείριση επενδύσεων
- τη διοίκηση ΟΣΕΚΑ, η οποία περιλαμβάνει υπηρεσίες όπως νομικές, λογιστικής διαχείρισης, εξυπηρέτησης πελατών, αλλά και άλλες ενέργειες όπως είναι αποτίμηση του ενεργητικού του χαρτοφυλακίου, υπολογισμός της αξίας των μεριδίων, έκδοση και εξαγορά.
- τη διαφήμιση των συλλογικών χαρτοφυλακίων και τη προώθηση της διάθεσης τους.

Μετοχικό κεφάλαιο της ΑΕΔΑΚ

Το μετοχικό κεφάλαιο της ΑΕΔΑΚ, του οποίου οι μετοχές που το απαρτίζουν είναι ονομαστικές και δεν διαπραγματεύονται στην αγορά του χρηματιστηρίου, καταβάλλεται ολοκληρωτικά σε μετρητά, με ελάχιστο ποσό κεφαλαίου τις πεντακόσιες χιλιάδες (500.000) ευρώ.

Όταν η αξία των χαρτοφυλακίων της ΑΕΔΑΚ είναι μεγαλύτερη των διακοσίων πενήντα εκατομμυρίων (250.000.000) ευρώ, τότε η ΑΕΔΑΚ είναι υποχρεωμένη να αυξήσει τα ίδια της τα κεφάλαια. Ο υπολογισμός του ποσού της αύξησης των ιδίων κεφαλαίων αντιστοιχεί στο 0,02% πολλαπλασιασμένο με το ποσό

³ Νούλας, 2016

εκείνο που υπερβαίνει την αξία των διακοσίων πενήντα εκατομμυρίων ευρώ των χαρτοφυλακίων της ΑΕΔΑΚ⁴. Η ΑΕΔΑΚ έχει το δικαίωμα να μην καταβάλει μέχρι και το πενήντα τοις εκατό (50%) του ποσού της αύξησης αυτής με την όρο ότι θα προσκομίσει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ποσό ίσης αξίας ως εγγύηση, στο οποίο θα αναφέρει την κατάθεση ποσού για αύξηση των ιδίων κεφαλαίων της. Αρμόδιος για την έκδοση τέτοιας εγγύησης τις περισσότερες φορές είναι είτε κάποιο πιστωτικό ίδρυμα είτε κάποια ασφαλιστική εταιρία.

Τα χαρτοφυλάκια της ΑΕΔΑΚ χωρίζονται στα εξής χαρτοφυλάκια:

- Των αμοιβαίων κεφαλαίων που είναι υπό την διαχείριση της ίδιας, καθώς και αυτά που έχει αναθέσει σε τρίτους για την διαχείριση τους. Δεν υπολογίζονται αυτά που της έχουν ανατεθεί για διαχείριση.
- Των εταιριών επενδύσεων που της έχει ανατεθεί η διαχείριση.
- Άλλων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων που διαχειρίζεται η ίδια, αλλά και αυτών που έχει δώσει προς διαχείριση σε τρίτους. Και πάλι εξαίρεση αποτελούν όσα της έχουν ανατεθεί προς διαχείριση.

Τα ίδια κεφάλαια της ΑΕΔΑΚ δεν γίνεται να είναι μικρότερα από τα ποσά που αναφέρθηκαν παραπάνω, συνεπώς έχει την υποχρέωση να καταθέτει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς όλες τις οικονομικές της καταστάσεις αφού τις δημοσιεύσει. Αν τα ίδια κεφάλαια υπολείπονται των παραπάνω ποσών τότε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει την δυνατότητα να θέσει προθεσμία στην ΑΕΔΑΚ για την προσαρμογή των ιδίων κεφαλαίων της, αλλιώς μπορεί να κινηθεί σε παύση ενός ή και ολόκληρου του συνόλου των δραστηριοτήτων της. Η ΑΕΔΑΚ είναι υποχρεωμένη να ακολουθεί τις αποφάσεις την Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για όλη την διάρκεια της λειτουργίας της.

Μερίδια ΟΣΕΚΑ

Τα μερίδια ΟΣΕΚΑ δύνανται να διακρίνονται σε διαφορετικές κατηγορίες, οι οποίες παρέχουν διαφορετικά δικαιώματα, ειδικά όσον αφορά σε θέματα όπως οι προμήθειες διάθεσης και εξαγοράς, η κατηγορία των επενδυτών στους οποίους απευθύνονται, η αμοιβή της εταιρείας διαχείρισης. Τα μερίδια της ίδιας κατηγορίας

⁴ Νούλας, 2016

παρέχουν ίδια δικαιώματα στους μεριδιούχους τους. Τυχόν κόστος που προκύπτει κατά την έκδοση νέας κατηγορίας μεριδίων λαμβάνεται υπόψη για τον υπολογισμό της τιμής του μεριδίου της νέας κατηγορίας. Η τιμή του μεριδίου υπολογίζεται ξεχωριστά για κάθε κατηγορία μεριδίων.

Διάθεση μεριδίων ΟΣΕΚΑ

Για την απόκτηση μεριδίων ενός αμοιβαίου κεφαλαίου από τον υποψήφιο επενδυτή απαιτείται:

- Υποβολή αίτησης του υποψήφιου μεριδιούχου προς την εταιρεία διαχείρισης (ΑΕΔΑΚ) με τρόπο που καθορίζεται από την εκάστοτε εταιρία, έτσι ώστε να διασφαλίζεται η ταυτοποίηση των στοιχείων του υποψήφιου μεριδιούχου.
- Να λάβει το έντυπο «Βασικές πληροφορίες για τους επενδυτές».
- Να καταβάλει στον θεματοφύλακα το σύνολο της αξίας των μεριδίων σε μετρητά ή σε κινητές αξίας, δεδομένου ότι η εταιρία διαχείρισης τις αποδέχεται.

Η εταιρεία διαχείρισης έχει τη δυνατότητα να διανείμει δωρεάν μερίδια του ΟΣΕΚΑ στους μεριδιούχους του, ύστερα από άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Η παραπάνω άδεια αυτή δεν απαιτείται σε περιπτώσεις κατά τις οποίες η εταιρεία διαχείρισης αποφασίσει την επανεπένδυση του μερίσματος σε μερίδια του ΟΣΕΚΑ. Η τιμή διάθεσης των μεριδίων ΟΣΕΚΑ προσδιορίζεται με βάση την αξία του μεριδίου την ημέρα υποβολής της αίτησης για την απόκτηση των μεριδίων, υπό την προϋπόθεση ότι έχει καταβληθεί ολοσχερώς στον θεματοφύλακα η αξία των μεριδίων. Η εταιρεία διαχείρισης μπορεί να διαθέτει μερίδια του ΟΣΕΚΑ απευθείας μέσω πιστωτικών ιδρυμάτων, εταιρειών διαχείρισης, ασφαλιστικών εταιρειών, εταιρειών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (ΕΠΕΥ) και ανωνύμων εταιρειών επενδυτικής διαμεσολάβησης (ΑΕΕΔ). Οι φορείς αυτοί περιμένουν ορισμένες πληροφορίες από τους υποψηφίους μεριδιούχους. Οι πληροφορίες αυτές έχουν να κάνουν με τις γνώσεις, την εμπειρία και τον κίνδυνο που είναι διατεθειμένος να αναλάβει ο κάθε υποψήφιος μεριδιούχος αναφορικά με την επένδυση σε συγκεκριμένο ΟΣΕΚΑ, προκειμένου να αξιολογηθεί αν η επένδυση στο αμοιβαίο κεφάλαιο αυτό είναι η βέλτιστη. Η ίδια διαδικασία ισχύει και για υφιστάμενους μεριδιούχους οι οποίοι επιθυμούν να κάνουν νέες επενδύσεις, εφόσον έχει μεταβληθεί

κάποια από τις πληροφορίες που έχουν ήδη παράσχει. Με την ολοκλήρωση της αξιολόγησης και εφόσον κριθεί, βάσει των πληροφοριών που έχουν ληφθεί, σύμφωνα με τα παραπάνω, ότι ο συγκεκριμένος ΟΣΕΚΑ δεν είναι κατάλληλος για τον υποψήφιο μεριδιούχο, οφείλουν να τον προειδοποιήσουν. Η προειδοποίηση αυτή μπορεί να δοθεί και σε τυποποιημένη μορφή. Σε περιπτώσει όπου η ενημέρωση έχει κριθεί ελλιπής βάσει των πληροφοριών που έχουν δοθεί, υπάρχει και πάλι ενημέρωση προς τους μεριδιούχους, ότι το αποτέλεσμα της αξιολόγησης δεν επαρκεί για να μπορέσουν να κρίνουν αν είναι κατάλληλος για επένδυση ο συγκεκριμένος ΟΣΕΚΑ ή όχι. Και πάλι η προειδοποίηση αυτή μπορεί να παρέχεται σε τυποποιημένη μορφή. Τα πιστωτικά ιδρύματα που αναγράφονται παραπάνω μπορούν να διαθέτουν μερίδια ΟΣΕΚΑ χωρίς να έχουν λάβει τις απαραίτητες πληροφορίες που αναφέρονται παραπάνω, εφόσον τα μερίδια του συγκεκριμένου ΟΣΕΚΑ παρέχονται κατόπιν πρωτοβουλίας του μεριδιούχου ή υποψήφιου μεριδιούχου, με την προϋπόθεση ότι ο εκάστοτε μεριδιούχος έχει προειδοποιηθεί εγγράφως για τον λόγο για τον οποίο δεν υποχρεούνται να αξιολογήσουν αν ο συγκεκριμένος ΟΣΕΚΑ είναι κατάλληλος ή όχι. Η αποδοχή ή η απόρριψη των αιτήσεων συμμετοχής αποφασίζεται από την εταιρία διαχείρισης, σύμφωνα με τους όρους του κανονισμού⁵.

Εξαγορά Μεριδίων

Η εξαγορά (πώληση) των μεριδίων ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι υποχρεωτική όταν το ζητήσει ο μεριδιούχος⁶. Για το σκοπό αυτό ο μεριδιούχος πρέπει να υποβάλει την αίτηση του στην εταιρία διαχείρισης (ΑΕΔΑΚ), προκειμένου να μπορέσει να πουλήσει τα μερίδια που επιθυμεί. Τα μερίδια εξαγοράζονται στη τιμή εξαγοράς, δηλαδή στη τιμή που αντιστοιχεί την ημέρα υποβολής της αίτησης για εξαγορά. Η αξία των μεριδίων που εξαγοράζονται καταβάλλεται μέσα σε πέντε (5) εργάσιμες ημέρες από την ημερομηνία υποβολής της αίτησης εξαγοράς σε μετρητά⁷.

Πολλές φορές, και το επιβάλλουν οι καταστάσεις, με γνώμονα το συμφέρον των μεριδιούχων, είναι δυνατή η αναστολή της εξαγοράς μεριδίων για χρονικό διάστημα έως τριών (3) μηνών, κατόπιν φυσικά αιτήσεως της εταιρίας διαχείρισης

⁵ Εφημερίς της Κυβερνήσεως, 2012

⁶ Εφημερίς της Κυβερνήσεως, 2012

⁷ Εφημερίς της Κυβερνήσεως, 2012

και της σχετικής άδειας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Η αναστολή αυτή μπορεί να πάρει παράταση για άλλους 3 μήνες το μέγιστο. Η αναστολή της εξαγοράς και η λήξη ή η ανάκληση της αναρτώνται στην ιστοσελίδα της εταιρείας διαχείρισης στο διαδίκτυο. Μαζί με την ανακοίνωση για αναστολή της εξαγοράς των μεριδίων γίνεται γνωστό και το σημείο λήξης της αναστολής αυτής. Όσο διαρκεί η αναστολή δεν επιτρέπεται η υποβολή αιτήσεων εξαγοράς από μεριδιούχους⁸.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να αποφασίσει, με οδηγό το συμφέρον των μεριδιούχων ΟΣΕΚΑ ή και γενικότερα το ευρύτερο επενδυτικό κοινό, την παύση της εξαγοράς μεριδίων. Όπως και προηγουμένως, και σε αυτή τη περίπτωση δεν επιτρέπεται καθ'όλη τη διάρκεια της παύσης αυτής, οι μεριδιούχοι να υποβάλλουν αιτήσεις εξαγοράς.

Υπάρχουν μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων τα οποία διατίθενται και σε άλλα κράτη. Γι'αυτό σε τέτοιες περιπτώσεις η εταιρία διαχείρισης, ανακοινώνει το συντομότερο δυνατό στις αρμόδιες αρχές των κρατών αυτών την απόφαση περί αναστολή της εξαγοράς των μεριδίων και αντίστοιχα για τη λήξη της αναστολής αυτής.

Θεματοφύλακας Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Με τον όρο θεματοφύλακα, εννοούμε την ευθύνη φύλαξης των περιουσιακών στοιχείων των αμοιβαίων κεφαλαίων. Την ευθύνη-ρόλο αναλαμβάνουν οι τράπεζες, μετά από ανάθεση της εταιρίας διαχείρισης. Πέρα από την ευθύνη της φύλαξης οι τράπεζες εκτελούν και χρέη ταμίας, συμβάλλοντας στη διάθεση και εξαγορά μεριδίων⁹. Ο θεματοφύλακας αυτός μπορεί να βρίσκεται σε άλλο κράτος εκτός Ελλάδας, αρκεί να ασκεί δραστηριότητες μέσω υποκαταστήματος στην Ελλάδα.

Ο θεματοφύλακας φέρει ευθύνη για την παρακολούθηση των ταμειακών ροών και την διαχείριση των κινήσεων των στοιχείων του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ενώ η εταιρία διαχείρισης θα πρέπει να ελέγχει αν γίνεται σωστή εφαρμογή των οδηγιών της από τον συγκεκριμένο θεματοφύλακα. Ο ΟΣΕΚΑ είναι

⁸ Εφημερίς της Κυβερνήσεως, 2012

⁹ Νούλας, 2016

υπεύθυνος να διενεργήσει όλες τις απαραίτητες ενέργειες για να μην αποκλείει η χρηματιστηριακή τιμή των μεριδίων από αυτή της καθαρής αξίας του ενεργητικού.

Ο κανονισμός του αμοιβαίου κεφαλαίου και οι καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσης και διάθεσης των κερδών, τις οποίες μπορεί κανείς να βρει στην ιστοσελίδα του κάθε ΟΣΕΚΑ, στο τέλος τις κάθε διαχειριστικής περιόδου, υπογράφονται από τον εκάστοτε θεματοφύλακα. Με την υπογραφή αυτή εξασφαλίζεται ότι:

- Οι ενέργειες που έχουν να κάνουν με την διάθεση, έκδοση, εξαγορά, καταβολή της αξίας των εξαγοραζόμενων μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου και η ακύρωση τους πραγματοποιούνται σύμφωνα με τις διατάξεις και κανονισμούς ή και αποφάσεις του ΟΣΕΚΑ.
- Η αποτίμηση της αξίας του ενεργητικού του ΑΚ και της καθαρής αξίας των μεριδίων του, γίνονται σύμφωνα με τις διατάξεις, κανονισμούς και αποφάσεις του ΟΣΕΚΑ.
- Οι οδηγίες της εταιρίας διαχείρισης εκτελούνται, εκτός και αν αυτές είναι αντίθετες των διατάξεων και κανονισμών του ΟΣΕΚΑ.
- Το κόστος των συναλλαγών αυτών που αφορούν στοιχεία του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου καταβάλλεται σε αυτόν εντός των συνήθη προθεσμιών.
- Τα κέρδη του ΟΣΕΚΑ διανέμονται προς τους μεριδιούχους σύμφωνα με τις διατάξεις, κανονισμούς και τις αποφάσεις του ΟΣΕΚΑ.

Ύστερα από αίτηση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ο θεματοφύλακας είναι υποχρεωμένος να παρέχει όλες τις δυνατές πληροφορίες που έχει συγκεντρώσει κατά τη λειτουργία του, προκειμένου η ίδια η Επιτροπή να ελέγξει τη συμμόρφωση του ΟΣΕΚΑ, άλλα και του ίδιου του θεματοφύλακα σύμφωνα με τις διατάξεις του ν.4099/2012 (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2012).

Στοιχεία της σύμβασης μεταξύ του Θεματοφύλακα και της Εταιρίας Διαχείρισης

Σε περιπτώσεις όπου η εταιρία διαχείρισης είναι εγκατεστημένη σε άλλο κράτος από τον θεματοφύλακα, τότε συντάσσουν μια σύμβαση στην οποία αναγράφονται οι υπηρεσίες που παρέχονται και οι διαδικασίες που πρέπει να εφαρμόζονται. Κατά αυτό τον τρόπο ρυθμίζεται η ροή των πληροφοριών που

κρίνονται απαραίτητες για την άσκηση των καθηκόντων. Τα βασικότερα στοιχεία είναι τα εξής:

- Αναγράφονται οι διαδικασίες που έχουν να κάνουν με την φύλαξη για κάθε στοιχείο του χαρτοφυλακίου που είναι υπό την ευθύνη του θεματοφύλακα.
- Αναγράφονται οι διαδικασίες που εφαρμόζονται σε περιπτώσεις όπου η εταιρία διαχείρισης σκέφτεται την τροποποίηση του κανονισμού ή του ενημερωτικού δελτίου του ΟΣΕΚΑ. Καθώς και προσδιορίζεται το χρονικό διάστημα που απαιτείται για την ενημέρωση του θεματοφύλακα ή αναφέρονται οι περιπτώσεις στις οποίες χρειάζεται η έγκριση του πριν την τροποποίηση.
- Αναγράφονται οι τρόποι και οι διαδικασίες, τις οποίες εφαρμόζει ο θεματοφύλακας για την μεταφορά και λήψη πληροφοριών προς και από την εταιρία διαχείρισης για την σωστή εκτέλεση των καθηκόντων τους .
- Αναγράφονται οι διαδικασίες με τις οποίες ο θεματοφύλακας αξιολογεί τις πληροφορίες που μεταφέρονται, καθώς και εξετάζει τις εργασίες της εταιρίας διαχείρισης.
- Αναγράφονται οι διαδικασίες με τις οποίες η εταιρία διαχείρισης εξετάζει αν ο θεματοφύλακας εκπληρώνει τις υποχρεώσεις του¹⁰.

1.2 Κατηγορίες ΟΣΕΚΑ

Υπάρχουν δύο κατηγορίες ΟΣΕΚΑ. Η πρώτη αφορά τα ΟΣΕΚΑ ανοιχτού τύπου και η δεύτερη αυτά του κλειστού τύπου. Στις παρακάτω παραγράφους θα γίνει περιγραφή των δύο κατηγοριών αυτών καθώς επίσης του τρόπου λειτουργίας τους, άλλα και του κανονισμού που πρέπει να ακολουθεί ένας ΟΣΕΚΑ.

Αδειοδότηση και λειτουργία ΟΣΕΚΑ

Ο ΟΣΕΚΑ με την μορφή ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, αποτελεί μια ομάδα περιουσίας, με επιμέρους στοιχεία κινητές αξίες, μετρητά και μέσα χρηματαγοράς,

¹⁰ Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2012

της οποίας τα στοιχεία αυτά ανήκουν εξ αδιαιρέτου σε όλους του μεριδιούχους. Λόγω του ότι το αμοιβαίο κεφάλαιο δεν αποτελεί νομικό πρόσωπο, η εταιρία διαχείρισης εκπροσωπεί δικαστικά τους μεριδιούχους. Αυτό αποτελεί και τον ΟΣΕΚΑ ανοιχτού τύπου.

Η εταιρία διαχείρισης θα πρέπει να υποβάλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τα παρακάτω, προκειμένου να πάρει άδεια σύστασης αμοιβαίου κεφαλαίου:

- Κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου, αφού έχει υπογραφεί από την εταιρία διαχείρισης και τον θεματοφύλακα.
- Δήλωση πιστωτικού ιδρύματος, στην οποία θα φαίνεται η αποδοχή από πλευράς του, η κατάθεση των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου και ότι αναλαμβάνει το καθήκον θεματοφύλακα.
- Αναλυτικό κατάλογο, στον οποίο θα φαίνονται τα στοιχεία του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου, αξίας τουλάχιστον τριακόσιες χιλιάδες (300.000) ευρώ¹¹.

Ο ΟΣΕΚΑ υπό την μορφή «Ανώνυμης Εταιρίας Επενδύσεων Μεταβλητού Κεφαλαίου» (ΑΕΕΜΚ), έχει ως μοναδική αρμοδιότητα τη διαχείριση του δικού της χαρτοφυλακίου και δεν επιτρέπεται να αναλάβει τη διαχείριση περιουσιακών στοιχείων για λογαριασμό τρίτων¹². Πάραυτα, το δικό της χαρτοφυλάκιο μπορεί να το διαχειρίζεται η ίδια ή να ορίσει εταιρία διαχείρισης. Μέσα στην ΑΕΕΜΚ επιτρέπεται η ύπαρξη περισσότερου του ενός (1) επενδυτικών τμημάτων. Αυτό αποτελεί και τον ΟΣΕΚΑ κλειστού τύπου.

Για να δοθεί άδεια λειτουργίας σε ΑΕΕΜΚ, θα πρέπει η ίδια να υποβάλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τα παρακάτω:

- Καταστατικά έγγραφα της ΑΕΕΜΚ

¹¹Νούλας, 2016

¹² Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 2012

- Δήλωση πιστωτικού ιδρύματος, στην οποία θα φαίνεται η αποδοχή από πλευράς του, η κατάθεση των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου και ότι αναλαμβάνει το καθήκον θεματοφύλακα.
- Δήλωση της εταιρίας διαχείρισης στην οποία θα αναγράφεται ότι συμφωνεί να ορισθεί ως εταιρία διαχείρισης της ΑΕΕΜΚ. Διαφορετικά απαιτείται το σχέδιο της σχετικής σύμβασης μεταξύ της υπό σύσταση ΑΕΕΜΚ και της εταιρίας διαχείρισης.
- Αναλυτικό κατάλογο με τα στοιχεία του αρχικού μετοχικού κεφαλαίου της ΑΕΕΜΚ, ύψους τουλάχιστον τριακόσιες χιλιάδες (300.000) ευρώ, στη περίπτωση που έχει οριστεί εταιρία διαχείρισης. Διαφορετικά, το ύψος του αρχικού μετοχικού κεφαλαίου είναι οχτακόσιες χιλιάδες (800.000) ευρώ. Το αρχικό μετοχικό κεφάλαιο μπορεί να «σπάσει» σε επιμέρους επενδυτικά τμήματα, εντός της ΑΕΕΜΚ, όπου το κάθε ένα θα έχει αρχικό ενεργητικό ύψους τουλάχιστον τριακόσιες χιλιάδες (300.000) ευρώ.

Κανονισμός ΟΣΕΚΑ

Η υποβολή του κανονισμού του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι αναγκαία. Ο κανονισμός αυτός πρέπει να είναι υπογεγραμμένος από την εταιρία διαχείρισης και τον εκάστοτε θεματοφύλακα. Βάση νομοθεσίας θα πρέπει να περιλαμβάνει τα εξής παρακάτω τουλάχιστον:

- Την ονομασία του ΑΚ, της εταιρίας διαχείρισης και του θεματοφύλακα.
- Τον επενδυτικό σκοπό και επενδυτική πολιτική του ΑΚ και τα χαρακτηριστικά του μέσου επενδυτή, στον οποίο απευθύνεται το συγκεκριμένο ΑΚ.
- Τα διάφορα είδη των επενδύσεων που μπορεί να επενδύει το ΑΚ.
- Την τιμή των μεριδίων του ΑΚ τη στιγμή της δημιουργίας του.
- Τις προμήθειες των μεριδίων του ΑΚ που επιβάλλονται κατά τη διάθεση και εξαγορά τους.
- Οι αμοιβές που δίνονται στην εταιρία διαχείρισης και στον θεματοφύλακα.
- Τον χρόνο και την διαδικασία διανομής των κερδών στους μεριδιούχους.

- Τους όρους διάθεσης και εξαγοράς των μεριδίων του ΑΚ.

Επιτρεπόμενες Επενδύσεις των ΟΣΕΚΑ

Παρακάτω παρουσιάζονται τα είδη των επενδύσεων στα οποία επιτρέπεται να πραγματοποιούνται οι επενδύσεις των ΟΣΕΚΑ:

- Κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς που είναι αποδεκτά ή αποτελούν μέρος διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη αγορά.
- Νέο εκδιδόμενες κινητές αξίες, στον οποίων οι όροι έκδοσης περιλαμβάνουν την υποχρέωση υποβολής αίτησης για εισαγωγή σε χρηματιστήριο αξιών, των οποίων η εισαγωγή αυτή θα έχει πραγματοποιηθεί το αργότερο εντός ενός (1) έτους από την έκδοση.
- Μεριδία ΟΣΕΚΑ εγκεκριμένων βάσει του ν.4099/2012 ή της Οδηγίας 2009/65/ΕΚ, με την προϋπόθεση ότι πληρούνται οι προϋποθέσεις βάσει της νομοθεσίας¹³.
- Καταθέσεις πιστωτικών ιδρυμάτων, οι οποίες αποδίδονται στους καταθέτες σε πρώτη ζήτηση ή προθεσμιακές καταθέσεις διάρκειας μέχρι δώδεκα (12) μηνών, δεδομένου ότι το πιστωτικό ίδρυμα έχει την καταστατική έδρα σε κράτος μέλος ή αν η καταστατική του έδρα είναι τοποθετημένη σε τρίτη χώρα, δεδομένου ότι το ίδρυμα αυτό υπόκειται σε καθεστώς προληπτικής εποπτείας, το οποίο είναι τουλάχιστον ισοδύναμο με αυτό που προβλέπεται εντός της κοινοτικής νομοθεσίας.
- Παράγωγα μέσα χρηματοπιστωτικών οντοτήτων, τα οποία αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης είτε σε οργανωμένες αγορές, είτε σε αγορά κράτους μέλους ή είτε σε αγορά τρίτης χώρας ή και παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία αποτελούν αντικείμενο εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών (Εφημερίς της Κυβερνήσεως, 2012)

¹³ Εφημερίς της Κυβερνήσεως, 2012

Τα Όρια Επενδύσεων των ΟΣΕΚΑ

Βάση της τρέχουσας νομοθεσίας, οι επενδυτικές δυνατότητες των ΟΣΕΚΑ βρίσκονται κάτω από κάποιους περιορισμούς. Οι κυριότεροι των οποίων είναι:

- Δυνατότητα επένδυσης έως και δέκα τοις εκατό (10%) του καθαρού ενεργητικού του ΟΣΕΚΑ, σε κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς του ίδιου εκδότη. Το παραπάνω ποσοστό αυτό, μπορεί να αυξηθεί έως και τριάντα πέντε τοις εκατό (35%) του καθαρού ενεργητικού, όταν οι κινητές αξίες ή τα μέσα χρηματαγοράς έχουν εκδοθεί ή είναι εγγυημένα από κράτος μέλος ή από τρίτα κράτη ή από δημόσιο διεθνή οργανισμό στον οποίο συμμετέχουν ένα ή περισσότερα του ενός κράτη μέλη.
- Δυνατότητα επένδυσης μέχρι και σαράντα τοις εκατό (40%) του καθαρού ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου σε κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς εκδοτών, σε καθένα από τους οποίους έχει επενδυθεί ποσοστό μεγαλύτερο του πέντε τοις εκατό (5%) του καθαρού ενεργητικού.
- Δίνεται η δυνατότητα επένδυσης μέχρι είκοσι πέντε τοις εκατό (25%) του ενεργητικού του ΟΣΕΚΑ σε ομολογίες που εκδίδονται από πιστωτικό ίδρυμα, βάση του οποίου αποτελεί κράτος μέλος υπό καθεστώς δημόσιας εποπτείας για την προστασία των ομολογιούχων. Οι σωρευτικές επενδύσεις των ΟΣΕΚΑ σε ομολογίες, των οποίων ανά εκδότη ξεπερνούν το πέντε τοις εκατό (5%), δεν πρέπει να ξεπερνούν το ογδόντα τοις εκατό (80%) του καθαρού ενεργητικού του ΟΣΕΚΑ, διατηρώντας το όριο του είκοσι πέντε τοις εκατό (25%) ανά εκδότη.
- Απαγορεύεται η τοποθέτηση ποσοστού μεγαλύτερου του είκοσι τοις εκατό (20%) του καθαρού ενεργητικού του ΑΚ, σε καταθέσεις που βρίσκονται στο ίδιο πιστωτικό ίδρυμα.

1.3 Διάκριση των ΟΣΕΚΑ με βάση την επενδυτική τους πολιτική

ΟΣΕΚΑ Απόλυτης Απόδοσης (Absolute Return)

Περιλαμβάνει ΟΣΕΚΑ των οποίων το σχέδιο επένδυσης στοχεύει στην κατανομή του ενεργητικού τους σε ποικίλες κατηγορίες στοιχείων του ενεργητικού, με τον περιορισμό ενός δεδομένου επιπέδου κινδύνου¹⁴.

ΟΣΕΚΑ Ολικής Απόδοσης (Total Return)

Αφορά ΟΣΕΚΑ των οποίων το επενδυτικό σχέδιο αφορά την κατανομή του ενεργητικού τους σε διάφορες κατηγορίες στοιχείων ενεργητικού με στόχο την επίτευξη ενός δεδομένου επιπέδου απόδοσης¹⁵.

ΟΣΕΚΑ Κύκλου Ζωής (Life Cycle)

Έχει να κάνει με ΟΣΕΚΑ των οποίων οι επενδυτική πολιτική «κοιτάζει» τη διαχρονική αλλαγή της κατανομής των στοιχείων του ενεργητικού τους, από μετοχές σε κινητές αξίες σταθερού εισοδήματος, βάσει προκαθορισμένων κανόνων όταν βρίσκονται κοντά στην ημερομηνία λήξης που έχει οριστεί¹⁶.

1.4 Σύντομη Ιστορική Ανασκόπηση

Από την Αρχαιότητα φαινόταν η τάση-διάθεση του ανθρώπου για συλλογικής μορφής επενδύσεων. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η Ελλάδα το 5^ο αιώνα π.Χ. . Καθώς στο διάστημα του σχηματισμού της Αθηναϊκής Συμμαχίας, που συγκροτήθηκε με αρχηγό την Αθηνά και λειτούργησε στη Δήλο, μπορεί να παρατηρήσει κανείς μια πρώτη ή/και πρόωμη μορφή συλλογικής περιουσίας-επένδυσης που δημιουργήθηκε υπό κοινή διαχείριση.

¹⁴ Νούλας, 2016

¹⁵ Νούλας, 2016

¹⁶ Νούλας, 2016

Στη σύγχρονη ιστορία, ο όρος Αμοιβαίο Κεφάλαιο προέρχεται από τις Κεφαλαιαγορές των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής (Η.Π.Α.). Τότε το 1924, η εταιρία επενδύσεων, Massachusetts Investors Trust, ιδρύει το πρώτο οργανωμένο ΑΚ. Το συγκεκριμένο ΑΚ πρόσφερε τη δυνατότητα στους μεριδιούχους (ή μελλοντικούς επενδυτές) να πουλήσουν ανά πάσα ώρα και στιγμή που αυτοί θα το επιθυμούσαν. Παράλληλα την περίοδο εκείνη παρατηρήθηκαν σημαντικές ανοδικές τάσεις στη χρηματιστηριακή αγορά της Wall Street, ενώ μεγάλο ποσοστό του επενδυτικού κοινού έστρεφε την προτίμηση του για επένδυση προς τα ΑΚ. Η μη ύπαρξη ενός οργανωμένου και σωστά θεσπισμένου νομοθετικού πλαισίου, αποτέλεσε παράθυρο για δημιουργία ατασθαλιών στον τρόπο λειτουργίας των συλλογικών επενδύσεων¹⁷.

Καθοριστικό ρόλο αποτέλεσε το έτος 1940, όπου και τότε ήταν το αμερικάνικο κογκρέσο θέσπισε νόμο για τον τρόπο λειτουργίας των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ο θεσμός αυτός που θεσπίστηκε ονομάστηκε «Investment Company Act». Οι επόμενες δεκαετίες που ακολούθησαν ήταν αρκετά ευνοϊκές για τους επενδυτές για την συγκεκριμένη μορφή επενδύσεων, καθώς και για το κομμάτι των αποδόσεων για την δεδομένη εποχή εκείνη¹⁸.

Στην Ελλάδα τα αμοιβαία κεφάλαια έκαναν την εμφάνιση τους πολύ αργότερα. Περίπου το 1970 με το Ν.Δ.608/70 καθιερώθηκε ο θεσμός του αμοιβαίου κεφαλαίου και στα τέλη του 1972 η Εμπορική Τράπεζα δημιούργησε την Εταιρία Διαχείρισης «Ελληνική» η οποία διέθεσε το πρώτο ΑΚ με το όνομα « Ερμής Δυναμικό». Λίγο διάστημα αργότερα, στις αρχές του 1973, η Εθνική Τράπεζα ήταν εκείνη που πήρε την σκυτάλη και δημιούργησε την Εταιρία Διαχείρισης «Διεθνική» και εξέδωσε το ΑΚ με το όνομα «Δήλος Μικτό». Το επόμενο διάστημα, σχεδόν είκοσι (20) ετών, που ακολούθησε χαρακτηρίζεται από μια αδράνεια στην κινητικότητα των ΑΚ, καθώς δεν εισήχθησαν στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά επιπλέον αμοιβαία κεφάλαια. Οι λόγοι ήταν οικονομικής και πολιτικής φύσεως, λόγω της κρίσης που πέρασε η Ελλάδα. Τα δεδομένα αυτά, ωστόσο άλλαξαν στα τέλη περίπου της δεκαετίας του 1980 λόγω των θεσμικών αλλαγών που ενστερνιστήκαν οι τότε κυβερνήσεις. Έτσι, από το 1989, κάνουν την εμφάνιση τους στη χώρα μας νέα

¹⁷ Φιλίππας, 2010

¹⁸ Περράτης, 2007

αμοιβαία κεφάλαια και από άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς και ασφαλιστικές εταιρίες.

1.5 Πλεονεκτήματα επένδυσης σε Αμοιβαία Κεφάλαια

Η ανοδική πορεία των αμοιβαίων κεφαλαίων είτε σε τοπικό είτε σε διεθνή επίπεδο, βασίζεται σε μεγάλο βαθμό στο πλήθος των πλεονεκτημάτων που συγκεντρώνουν, τα οποία και παρουσιάζονται παρακάτω:

Επαγγελματική διαχείριση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Η διαχείριση των ΑΚ γίνεται από ειδικευμένες εταιρίες (ΑΕΕΔΑΚ), οι οποίες είναι στελεχωμένες από έμπειρα και εξειδικευμένα άτομα¹⁹. Στόχος των στελεχών αποτελεί το συμφέρον των επενδυτών που τους έχουν εμπιστευτεί τα χρήματα τους. Για κάθε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο ορίζεται μια ομάδα αναλυτών, των οποίων η αρμοδιότητα είναι παρακολούθηση της αγοράς και των τελευταίων οικονομικών εξελίξεων, για την άντληση πληροφοριών, έτσι ώστε να επιλεγεί η καταλληλότερη απόφαση την πιο σωστή στιγμή. Δηλαδή είτε να γίνει κάποια πώληση είτε κάποια αγορά χρεογράφου, αλλά καθώς και κάποια μεταβολή στο ποσοστό συμμετοχής του εκάστοτε επενδυτή στο ΑΚ. Η επένδυση σε ένα ΑΚ, αποτελεί στην ουσία και μια επένδυση σε ένα κατάλληλα καταρτισμένο άτομο-επαγγελματία, υπεύθυνο για την διαχείριση της επένδυσης αυτής.

Ελαχιστοποίηση του κινδύνου-Διαφοροποίηση

Λόγω του μεγάλου εύρους επένδυσης των ΑΚ σε χρηματοοικονομικών προϊόντων, επιτυγχάνεται καλύτερη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου και συνεπώς και μείωση του κινδύνου²⁰. Κατά αυτόν τον τρόπο, η ζημιά που θα προκύψει από την κακή πορεία ενός χρηματοοικονομικού προϊόντος μπορεί να καλυφθεί από το κέρδος της καλής πορείας ενός άλλου χρηματοοικονομικού προϊόντος.

¹⁹ Νούλας, 2016

²⁰ Νούλας, 2016

Άμεση Ρευστότητα

Με τον όρο ρευστότητα εννοούμε την ταχύτητα με την οποία μπορούμε να μετατρέψουμε σε χρήμα ένα προϊόν, δίχως να χάσει από την αξία του. Συνεπώς οι επενδυτές έχουν την δυνατότητα να ρευστοποιήσουν τα μερίδια των ΑΚ στα οποία έχουν επενδύσει ανά πάσα ώρα και στιγμή, λαμβάνοντας το αντίστοιχο μερίδιο του μεριδίου εντός πέντε (5) ημερών από την ημέρα της ρευστοποίησης του.

Ευελιξία ποσού επένδυσης

Υπάρχει μεγάλη ελαστικότητα στο ύψος του ποσού που μπορεί κάποιος να επενδύσει σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο. Το ελάχιστο ποσό που απαιτείται τις περισσότερες φορές είναι περίπου στα χίλια (1000) ευρώ

Μικροί επενδυτές μπορούν να συμμετέχουν στο χρηματιστήριο

Οι επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια παρέχουν τη δυνατότητα σε επενδυτές με μικρά κεφάλαια να πραγματοποιούν επενδύσεις στο χρηματιστήριο και να πετυχαίνουν καλύτερες αποδόσεις σε σχέση με τις επενδύσεις σε τραπεζικές καταθέσεις. Αυτό συμβαίνει διότι τα ΑΚ λόγω της ευελιξίας που έχουν να πετυχαίνουν μικρότερο κίνδυνο χάρη στη διαφοροποίηση των μεριδίων και στο γεγονός ότι δεν απαιτείται μεγάλο αρχικό κεφάλαιο για την αγορά τέτοιων μεριδίων²¹.

Διαφάνεια και πληροφόρηση

Οι ακρίβεια των συναλλαγών και ο τρόπος λήψης των επενδυτικών αποφάσεων μέσω της ολικής ενημέρωσης των μεριδιούχων σχετικά με το ενεργητικό και την αξία των μεριδίων καλύπτουν την πλήρη διαφάνεια των αμοιβαίων κεφαλαίων. Επιπλέον σε κάθε επενδυτή, μελλοντικό ή μη, δίνεται η δυνατότητα να παρακολουθεί την πορεία του κάθε ΑΚ μέσω των πληροφοριών που δημοσιεύονται καθημερινά σχετικά με αυτό. Το νομοθετικό πλαίσιο που έχει σχηματιστεί γύρω από τα ΑΚ, είτε αυτό αφορά το κομμάτι των επενδύσεων είτε το κομμάτι της λειτουργίας του εξασφαλίζει την ασφάλεια των επενδύσεων σε αυτά.

²¹ Νούλας, 2016

1.6 Κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων

1.6.1 Επενδυτική Κατηγοριοποίηση

Αμοιβαία Κεφάλαια Χρηματαγοράς

Τα αμοιβαία κεφάλαια χρηματαγοράς επενδύουν κατά κύριο λόγο σε καταθέσεις υψηλής ποιότητας οι οποίες τηρούνται σε πιστωτικά ιδρύματα και σε προϊόντα χρηματαγοράς. Στη σύνθεση τους δεν επιτρέπεται να περιέχονται μετοχές. Ο διαχειριστής τους θα πρέπει να επενδύσει το εξήντα πέντε τοις εκατό (65%) του ενεργητικού σε μέσα της χρηματαγοράς και εν συνέχεια σε τίτλους σταθερού εισοδήματος²². Τα αμοιβαία κεφάλαια χρηματαγοράς εγγυούνται τον μικρότερο κίνδυνο, δίνοντας όμως και την μικρότερη απόδοση, σε σχέση με τις υπόλοιπες κατηγορίες ΑΚ. Η απόδοση τους εξαρτάται από τα επιτόκια διότι προσπαθούν να πετύχουν αποδόσεις ανάλογες των αποδόσεων της χρηματαγοράς. Οι επενδύσεις σε αυτή τη κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων απευθύνεται σε επενδυτές με βραχυπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα, συνήθως με διάρκεια έως το ένα (1) έτος. Η κατηγορία αυτή των ΑΚ αποτελεί την πιο ασφαλή κατηγορία, η οποία απευθύνεται κυρίως σε συντηρητικούς επενδυτές, στους οποίους δίνεται η δυνατότητα να ρευστοποιούν με μικρό κόστος ή να λαμβάνουν υψηλότερες αποδόσεις από αυτές των καταθέσεων σε τραπεζικούς λογαριασμούς²³.

Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα ομολογιακά ΑΚ επενδύουν τουλάχιστον το εξήντα πέντε τοις εκατό (65%) του χαρτοφυλακίου σε ομόλογα. Τα ομόλογα αυτά μπορεί να εκδίδονται είτε από το κράτος είτε από άλλες εταιρίες. Το ποσοστό που επενδύεται σε μετοχές δεν θα πρέπει να ξεπερνά το δέκα τοις εκατό (10%). Επίσης η κατηγορία αυτή των αμοιβαίων κεφαλαίων απευθύνεται σε συντηρητικούς επενδυτές, δηλαδή σε προφίλ επενδυτών που δεν είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν μεγάλο κίνδυνο ως αντάλλαγμα για μία μεγαλύτερη απόδοση²⁴.

Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια

²² Φιλίππας, 2010

²³ Νούλας, 2016

²⁴ Νούλας, 2016

Για να χαρακτηριστεί ένα αμοιβαίο κεφάλαιο ως μετοχικό, θα πρέπει να επενδυθεί τουλάχιστον το εξήντα πέντε τοις εκατό (65%) του καθαρού ενεργητικού του σε διάφορες μετοχές εταιριών. Τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια χαρακτηρίζονται με τον μεγαλύτερο κίνδυνο από όλες τις κατηγορίες των ΑΚ, γι' αυτό και προτιμώνται από επενδυτές που αρέσκονται στον κίνδυνο ενώ παράλληλα περιμένουν να λάβουν και μεγαλύτερη απόδοση ως αντάλλαγμα για το ρίσκο που αναλαμβάνουν. Η πορεία του γενικού δείκτη τιμών του χρηματιστηρίου αξιών καθορίζει σε μεγάλο βαθμό την τιμή και την αξία των μετοχικών ΑΚ και των μεριδίων του χαρτοφυλακίου το οποίο απαρτίζουν, για αυτό και συνεπώς τα αμοιβαία κεφάλαια αυτά χαρακτηρίζονται από μεγάλη διακύμανση. Επειδή οι τιμές των μετοχών επηρεάζονται από μέρα σε μέρα ανάλογα με την ζήτηση και την προσφορά που υπάρχει στην αγορά αξιών, επηρεάζεται και η καθαρή αξία του ενεργητικού της κατηγορίας αυτής των ΑΚ.

Στη χώρα μας, οι ΑΕΔΑΚ πρέπει διατηρούνε ανά τρίμηνο το ελάχιστο ποσοστό του εξήντα πέντε τοις εκατό (65%) του ενεργητικού της. Σε περιπτώσεις όπου το ποσοστό αυτό παρεκκλίνει κατά δέκα τοις εκατό (10%) ή περισσότερο, η ΑΕΔΑΚ θα πρέπει εντός δέκα (10) ημερών από τη λήξη του τριμήνου να το αναφέρει στους μεριδιούχους και στην επιτροπή κεφαλαιαγοράς. Θα πρέπει επιπλέον να κάνει γνωστό τον λόγο που την οδήγησαν σε αυτή την απόκλιση καθώς και τα μέτρα που θα λάβει. Σε περιπτώσεις που το ποσοστό αυτό ξεπερνά το είκοσι τοις εκατό (20%), η παρέκκλιση αυτή θα πρέπει να γίνεται γνωστή εντός του επόμενου εικοσιτετράωρου από την ΑΕΔΑΚ στην επιτροπή κεφαλαιαγοράς, όπως και οι λόγοι για την παρέκκλιση αυτή ²⁵.

Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα αμοιβαία κεφάλαια αυτά θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν ως μία μίξη επενδυτικών προϊόντων, καθώς αποτελούνται από επενδύσεις σε ομόλογα, προθεσμιακές καταθέσεις και μετοχές. Αυτός άλλωστε είναι και λόγος που χαρακτηρίζονται από μεγάλη ευελιξία στις επενδύσεις και εξασφαλίζουν μεγαλύτερες αποδόσεις. Ειδικότερα τα ΑΚ της κατηγορίας αυτής επενδύουν σε ποσοστό τουλάχιστον δέκα τοις εκατό (10%) του καθαρού ενεργητικού σε μετοχές και σε ποσοστό τουλάχιστον δέκα τοις εκατό (10%) του καθαρού ενεργητικού σε χρεωστικούς τίτλους, όπως ομόλογα. Το μέγιστο ποσοστό επένδυσης σε κάθε ένα από

²⁵ Νούλας, 2016

τα προαναφερθέντα χρηματοοικονομικά προϊόντα (μετοχές, ομόλογα, καταθέσεις κλπ.) δεν μπορεί να υπερβαίνει το εξήντα πέντε τοις εκατό (65%) του καθαρού ενεργητικού του.

Τα μικτά αμοιβαία κεφάλαια θεωρούνται κατάλληλα για επενδυτές, των οποίων το επενδυτικό προφίλ δεν αρέσκειται στην ανάληψη του μεγάλου κινδύνου που έχουν τα μετοχικά ΑΚ. Παράλληλα όμως θέλουν να εκμεταλλευτούν μία θετική πορεία της αγοράς, σημαίνοντας έτσι και μεγαλύτερη απόδοση των μετοχών. Ενώ σε περιπτώσεις που η αγορά κινείται αρνητικά, σημαίνοντας δηλαδή και μικρότερες αποδόσεις των μετοχών, οι απώλειες των επενδυτών αυτής της κατηγορίας είναι μικρότερες συγκριτικά με αυτές των μετοχικών ΑΚ.

Αμοιβαία Κεφάλαια Κεφαλαίων (Funds of Funds)

Τα αμοιβαία κεφάλαια της κατηγορίας αυτής επενδύουν το ενεργητικό τους σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της ίδιας ή άλλης ΑΕΔΑΚ ή και σε μερίδια άλλων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων²⁶.

Σε κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο μπορεί να επενδυθεί μέχρι το είκοσι τοις εκατό (20%) του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου. Τα ΑΚ της κατηγορίας αυτής διακρίνονται σε διάφορες κατηγορίες σε σχέση με το πώς είναι διαμορφωμένο το χαρτοφυλάκιο του ΑΚ. Δηλαδή όπως τα Funds of Funds Ομολογιακά, Μικτά ή Μετοχικά.

²⁶ Νούλας, 2016

Πίνακας 1.1 Κατηγοριοποίηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων

ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ	ΕΠΕΝΔΥΣΗ	ΕΠΙΠΕΔΟ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	ΑΠΟΔΟΣΗ	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΣ ΟΡΙΖΟΝΤΑΣ
Διαχείρισης Διαθεσίμων	Σε προϊόντα της αγοράς χρήματος	Χαμηλό	Χαμηλή	Βραχυπρόθεσμος
Ομολογιακά	Σε τουλ. 65% ομόλογα και το πολύ 10% σε μετοχές	Χαμηλό	Χαμηλή	Μεσοπρόθεσμος
Μικτά	Σε όλα τα είδη, με βάση τα ομόλογα και τις μετοχές	Μεσαίο	Μεσαία	Μακροπρόθεσμος
Μετοχικά	Σε τουλ. 65% μετοχές	Υψηλός	Υψηλή	Μακροπρόθεσμος
Funds of Funds	Σε μερίδια άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων διαφόρων κατηγοριών	Ανάλογα του είδους του ΑΚ	Ανάλογα του είδους του ΑΚ	

1.6.2 Γεωγραφική Κατηγοριοποίηση

Στη Ελλάδα τα αμοιβαία κεφάλαια χωρίζονται σε δύο (2) κατηγορίες με βάση την γεωγραφική σύνθεση του ενεργητικού και την γεωγραφική τους επένδυση. Οι κατηγορίες τους είναι οι εξής:

Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού

Τα αμοιβαία κεφάλαια της κατηγορίας αυτής επενδύουν τουλάχιστον το εξήντα πέντε τοις εκατό (65%) του ενεργητικού τους σε χρηματοοικονομικά προϊόντα, όπως μετοχές, ομόλογα και καταθέσεις που εκδίδονται από εταιρίες των οποίων η καταστατική τους έδρα είναι εντός της χώρας.

Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού

Τα αμοιβαία κεφάλαια της κατηγορίας αυτής επενδύουν τουλάχιστον το εξήντα πέντε τοις εκατό (65%) του ενεργητικού τους σε χρηματοοικονομικά προϊόντα, όπως μετοχές, ομόλογα και καταθέσεις που εκδίδονται από εταιρίες των οποίων η καταστατική τους έδρα είναι εκτός της χώρας²⁷.

²⁷ Νούλας, 2016

1.7 Τρόποι Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου

Ο τρόπος διαχείρισης του χαρτοφυλακίου ενός επενδυτή διακρίνεται σε δύο κατηγορίες. Η διάκριση αυτή έχει να κάνει με το πόσο ενεργή ή όχι είναι η συμμετοχή του διαχειριστή του εκάστοτε χαρτοφυλακίου στο σχηματισμό του χαρτοφυλακίου αυτού, άλλα και στο επενδυτικό προφίλ που επιλέγουν. Οι κατηγορίες αυτές είναι:

- Ενεργητική Διαχείριση Χαρτοφυλακίου
- Παθητική Διαχείριση Χαρτοφυλακίου

1.7.1 Ενεργητική Διαχείριση Χαρτοφυλακίου

Μέσω της ενεργητικής διαχείρισης που επιλέγει ο επενδυτής, αποσκοπεί στο να καταφέρει να πετύχει μεγαλύτερες αποδόσεις-υψηλότερες αποδόσεις από εκείνες του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Οι τεχνικές που χρησιμοποιούνται από τους διαχειριστές της κατηγορίας αυτής είναι οι ακόλουθες:

Θεμελιώδης Ανάλυση

Η θεμελιώδης ανάλυση προσπαθεί να βρει την εσωτερική-πραγματική αξία του αξιόγραφου και να την συγκρίνει με την χρηματιστηριακή του τιμή. Η ανάλυση αυτή στηρίζεται σε οικονομικούς παράγοντες. Πιο συγκεκριμένα αφορά την μελέτη της οικονομίας, του κλάδου και της εταιρίας²⁸.

Τεχνική Ανάλυση

Η τεχνική ανάλυση βασίζεται στην πρόβλεψη των διακυμάνσεων των τιμών των αξιόγραφων μέσω των στοιχείων της αγοράς.

1.7.2 Παθητική Διαχείριση Χαρτοφυλακίου

Η παθητική διαχείριση αποτελεί μία μακροπρόθεσμη στρατηγική. Σκοπός της μεθόδου αυτής είναι η επένδυση σε κάποιο δείκτη, δίχως να αγωνιά ο επενδυτής για

²⁸ Νούλας, 2016

την απόδοση του καθώς η πορεία του εξαρτάται από την πορεία του και μόνο. Πολλές φορές οι μέθοδοι αυτή αναφέρεται και ως στρατηγική δείκτη, καθώς η επένδυση γίνεται βάση της πορείας ενός δείκτη διαχρονικά²⁹. Οι τεχνικές που χρησιμοποιούν οι διαχειριστές της κατηγορίας αυτής για να πετύχουν την παθητική διαχείριση είναι:

Πλήρης Αντιγραφή

Αποτελεί την πιο απλή μέθοδο. Όλα τα αξιόγραφα συμπεριλαμβάνονται σε έναν δείκτη αναφοράς και αγοράζονται-επενδύονται ανάλογα με την βαρύτητα τους σε αυτόν. Έτσι η απόδοση που πετυχαίνουν είναι περίπου η ίδια με αυτή της απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Τεχνική Δειγματοληψίας

Με την τεχνική αυτή αγοράζεται ένα δείγμα αξιόγραφων του δείκτη από τον διαχειριστή.

Τετραγωνική Βελτιστοποίηση

Η τεχνική αυτή βασίζεται στη χρήση ειδικών προγραμμάτων-λογισμικών ηλεκτρονικών υπολογιστών. Στα προγράμματα αυτά καταχωρούνται δεδομένα-πληροφορίες που έχουν να κάνουν με τις μεταβολές των τιμών των αξιόγραφων αυτών, τους συντελεστές συσχέτισης μεταξύ των αποδόσεων τους κλπ, προκειμένου έτσι να καθοριστεί η σύνθεση ενός χαρτοφυλακίου³⁰.

²⁹ Βασιλείου, Ηρειώτης, 2009

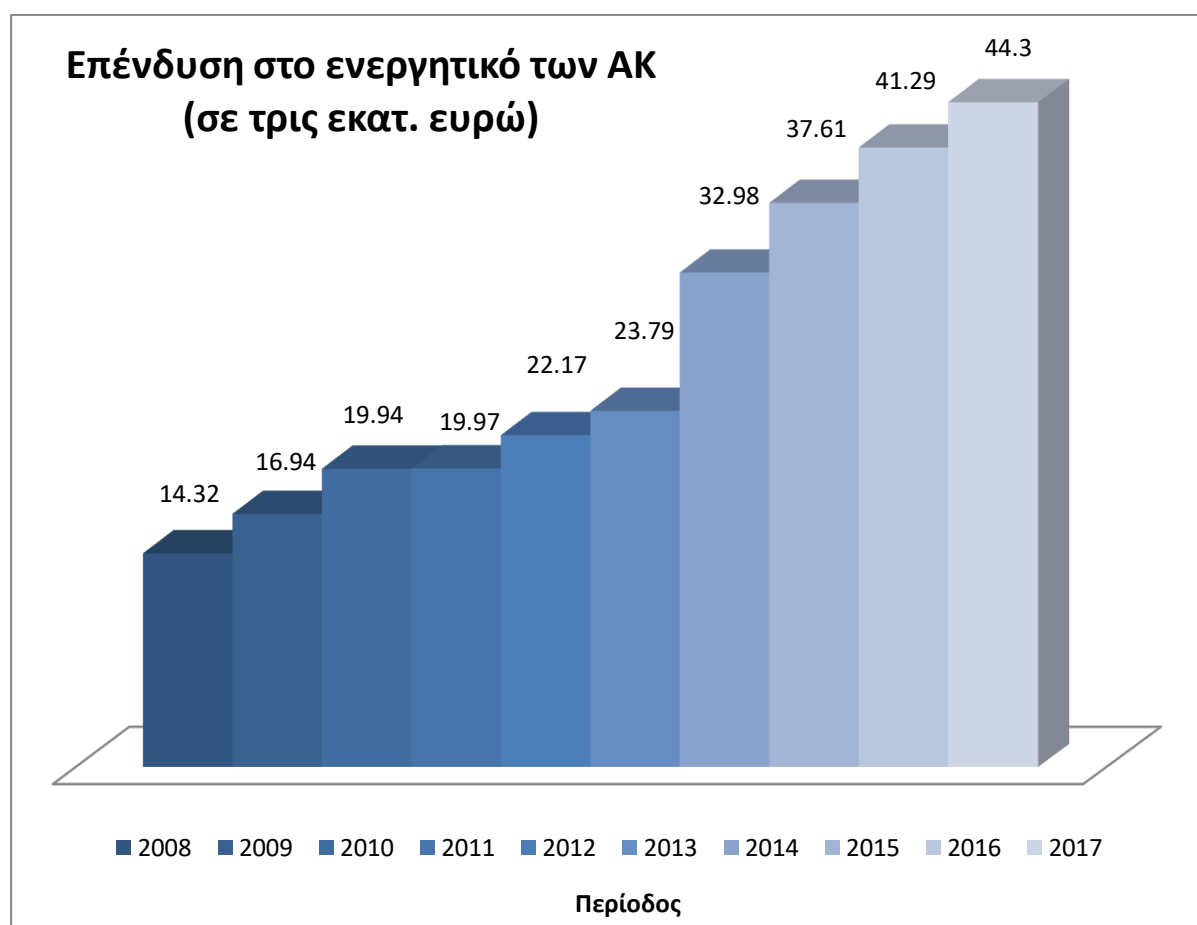
³⁰ Βασιλείου, Ηρειώτης, 2009

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΔΙΕΘΝΩΣ

2.1 Παγκόσμια εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων

Τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν έναν από τους πλέον πιο προσοδοφόρους ή «καρποφόρους» τρόπους επένδυσης. Αυτό δεν έχει κάνει μόνο με εύρος και πλήθος επιλογών που προσφέρονται για επένδυση, ανάλογα και με τις προτιμήσεις του κάθε επενδυτή, αλλά και από άποψη αριθμών. Δηλαδή στα τέλη του 2017 οι επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια ανήλθαν στα 44.3 τρισεκατομμύρια ευρώ, καταφέροντας έτσι μια αύξηση της τάξεως του 7,3% συγκριτικά με την προηγούμενη χρονιά. Στο παρακάτω γράφημα μπορεί κανείς να παρατηρήσει την ανοδική εξέλιξη των ΑΚ στα έτη 2008-2017.



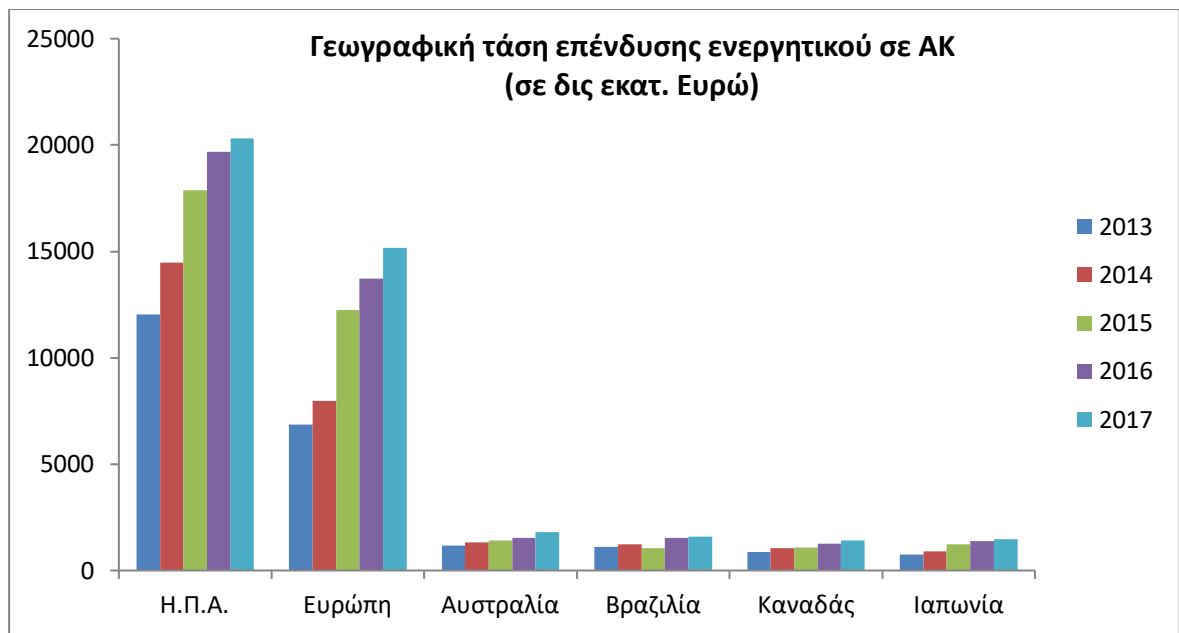
Γράφημα 2.1 Παγκόσμια πορεία των αμοιβαίων κεφαλαίων

Ο παρακάτω πίνακας (βλ. Πίνακα 2.1) παρουσιάζει την εξέλιξη του συνόλου του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων τα τελευταία πέντε (5) χρόνια στις έξι (6) μεγαλύτερες χώρες αυτή τη στιγμή. Όπως θα προσέξει κανείς στον πίνακα αυτό, θα παρατηρήσει ότι οι Η.Π.Α. καταλαμβάνουν την πρώτη θέση της κατάταξης, με δεύτερη να ακολουθεί η Ευρώπη. Πιο συγκεκριμένα, στα τέλη του 2017 η αξία στις Ηνωμένες Πολιτείες ανέρχεται σε 20.315 δισεκατομμύρια ευρώ και 15.169 για την Ευρώπη. Η συνεχής αύξηση της αξίας του ενεργητικού μόνο σε αυτές τις δύο περιοχές της υφελίου, όπως φαίνεται στον πίνακα παρακάτω άλλα και στο γράφημα που ακολουθεί (βλ. Γράφημα 2.2). Τα ποσά που αναγράφονται τόσο στον πίνακα όσο και για την κατασκευή του γραφήματος της γεωγραφικής απεικόνισης είναι σε δισεκατομμύρια ευρώ και αφορούν το τελευταίο τρίμηνο του κάθε έτους.

Πίνακας 2.1 Εξέλιξη ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων (δισ εκατ. Ευρώ)

Χώρα	2013	2014	2015	2016	2017
Η.Π.Α.	12.045	14.472	17.887	19.674	20.315
Ευρώπη	6.866	7.979	12.253	13.722	15.169
Αυστραλία	1.178	1.319	1.397	1.53	1.788
Βραζιλία	1.108	1.233	1.043	1.544	1.604
Καναδάς	862	1.042	1.077	1.259	1.416
Ιαπωνία	758	889	1.22	1.385	1.467

Πηγή: EFAMA



Γράφημα 2.2 Εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων γεωγραφικά στις 6 μεγαλύτερες περιοχές της υφηλίου

Πέρα της γεωγραφικής κατηγοριοποίησης και τοποθέτησης του συνόλου του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων, ενδιαφέρον παρουσιάζει και η κατηγοριοποίηση τους ανά είδος παγκοσμίως, όπως αυτή έχει διαμορφωθεί στο τελευταίο τρίμηνο του κάθε έτους. Συνεπώς στο παρακάτω πίνακα (βλ. Πίνακα 2.2) φαίνεται η διάρθρωση των ΑΚ παγκοσμίως και όπως μπορεί να παρατηρήσει κάποιος τα μετοχικά και ομολογιακά είναι αυτά που συγκεντρώνουν το μεγαλύτερο μερίδιο επενδύσεων σε αξία. Έτσι μπορούμε να συμπεράνουμε ότι οι προτιμήσεις των επενδυτών-μεριδιούχων τείνουν να είναι προς τα μακροπρόθεσμα επενδυτικά προϊόντα σε σχέση με τα βραχυπρόθεσμα. Στο πίνακα τα δεδομένα παρουσιάζονται σε εκατομμύρια του ευρώ.

Πίνακας 2.2 Καθαρό ενεργητικό αμοιβαίων κεφαλαίων ανά κατηγορία (εκατ. Ευρώ)

Έτος	Μετοχικά	Ομολογιακά	Μικτά	Χρηματαγοράς	Λοιπά
2010	7,842	4,035	3,738	2,108	770
2011	7,336	4,482	3,629	2,149	799
2012	8,122	5,299	3,633	2,399	893
2013	9,621	5,152	3,451	2,685	878
2014	11,441	6,106	3,732	3,277	1,291
2015	14,613	7,189	4,728	4,659	2,970
2016	16,235	8,482	5,050	4,772	3,754
2017	18,201	8,649	5,348	5,348	3,983

Πηγή: EFAMA, Εξαιρούνται τα αμοιβαία κεφάλαια Funds of Fund

Πέρα από την κατηγοριοποίηση των αμοιβαίων κεφαλαίων ανάλογα με το είδος τους, ενδιαφέρον παρουσιάζει και παρακάτω πίνακας (βλ. Πίνακα 2.3), στον οποίο παρουσιάζεται η κατανομή του ενεργητικού των ΑΚ σε Παγκόσμια κλίμακα. Ειδικότερα, η Αμερική φαίνεται να βρίσκεται πρώτη στη κατάταξη, έχοντας το μεγαλύτερο ποσοστό, αγγίζοντας περίπου το 53%. Στη συνέχεια ακολουθεί η Ευρώπη με ποσοστό 34%, ενώ η Ασία και ο Ειρηνικός λαμβάνουν περίπου το 12% και τέλος η Αφρική με ποσοστό μικρότερο του 0.5%, μόλις 0.4%. Αυτό που αξίζει να σημειωθεί είναι ότι από όλες τις χώρες, οι Ηνωμένες Πολιτείες είναι οι μοναδικές που λαμβάνουν το ποσοστό του 46% του συνολικού ενεργητικού των ΑΚ σε παγκόσμιο επίπεδο. Μέγεθος που προκαλεί εντύπωση αν προσέξει κανείς ότι τη δεύτερη θέση σε μέγεθος ενεργητικού τη καταλαμβάνει το Λουξεμβούργο με ποσοστό μόλις 9%, ποσοστό που θα χαρακτηριζόταν τρομακτικά μικρότερο μπροστά σε αυτό των Η.Π.Α. Από τις υπόλοιπες χώρες ελάχιστες είναι αυτές που υπερβαίνουν το ποσοστό του 1-2% καθώς οι πολυψήφια αυτών, συμπεριλαμβανομένου και της Ελλάδας, να βρίσκονται κάτω του 1%.

Πίνακας 2.3 Αξία ΟΣΕΚΑ σε Παγκόσμια κλίμακα, τελευταίο τρίμηνο του 2017 (εκατ. Ευρώ)

Χώρα			Χώρα		
	Σύνολο	Σύνολο σε %		Σύνολο	Σύνολο σε %
Παγκόσμια	44,295,635	100%	Λουξεμβούργο	4,159,614	9%
Αμερική	23,509,883	53%	Μάλτα	2,875	0.01%
Αργεντινή	24,358	0.05%	Ολλανδία	769,840	2%
Βραζιλία	1,604,166	4%	Νορβηγία	115,682	0.261%
Καναδάς	1,415,974	3%	Πολωνία	35,993	0.081%
Χιλή	45,647	0.10%	Πορτογαλία	23,086	0.052%
Κόστα Ρίκα	2,042	0.005%	Ρουμανία	4,858	0.011%
Μεξικό	96,815	0.22%	Σλοβακία	6,578	0.015%
Τρινιτάντ & Τομπάκο	6,192	0.014%	Σλοβενία	2,658	0.006%
Ηνωμένες Πολιτείες	20,314,689	46%	Ισπανία	292,927	1%
Ευρώπη	15,168,670	34%	Σουηδία	335,421	1%
Αυστρία	182,882	0.41%	Ελβετία	482,601	1%
Βέλγιο	149,672	0.338%	Τουρκία	10,994	0.025%
Βουλγαρία	645	0.001%	Ηνωμένο Βασίλειο	1,646,058	4%
Κροατία	2,487	0.006%	Ασία και Ειρηνικός	5,438,446	12%
Κύπρος	1,318	0.003%	Αυστραλία	1,787,753	4%
Τσεχία	11,674	0.026%	Κίνα	1,408,305	3%
Δανία	128,949	0.291%	Κινέζικη Ταιπέι	65,020	0.15%
Φιλανδία	116,254	0.262%	Ινδία	257,194	1%
Γαλλία	1,929,115	4%	Ιαπωνία	1,467,063	3%
Γερμανία	2,031,674	5%	Κορέα	395,998	1%
Ελλάδα	4,928	0.01%	Νέα Ζηλανδία	47,896	0.108%
Ουγγαρία	18,137	0.04%	Πακιστάν	4,279	0.010%
Ιρλανδία	2,396,089	5%	Φιλιππίνες	4,938	0.011%
Ιταλία	259,265	1%	Αφρική	178,636	0.403%
Λίχτενσταιν	46,396	0.10%	Νότια Αφρική	178,636	0.403%

Πηγή: ΕΦΑΜΑ, Συμπεριλαμβάνονται όλες οι κατηγορίες ΑΚ

2.2 Εξέλιξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα

Τα τελευταία χρόνια στην Ελλάδα η εξέλιξη και η επένδυση των αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσιάζει μια στασιμότητα, είτε αφορά το κομμάτι της επένδυσης σε αυτά είτε τον αποδόσεων που λαμβάνουν οι μεριδιούχοι-επενδυτές από αυτά σε σχέση με τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν. Αυτό βέβαια αποτελεί συνέπεια των δυσχερών οικονομικών καταστάσεων που βιώνει η χώρα μας τα τελευταία αυτά χρόνια και έχουν επηρεάσει κατά επέκταση και την αγορά του χρηματιστηρίου.

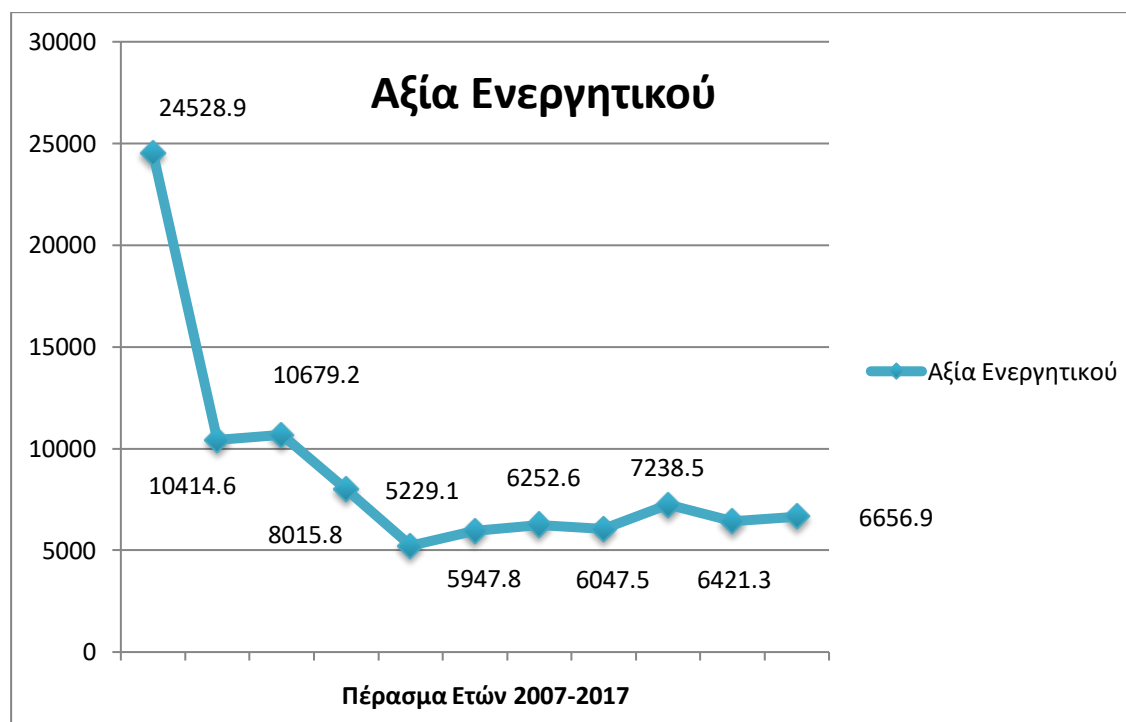
Αρχικά τα ΑΚ στην Ελλάδα εμφανίστηκαν στις αρχές του 1970, ύστερα από την θέσπιση του Ν.Δ. 608/1970. Τα 2 πρώτα ΑΚ που υπήρξαν όπως έχουν αναφερθεί και σε προηγούμενες παραγράφους ήταν το Ερμής από την Εμπορική Τράπεζα και το Δήλος από την Εθνική Τράπεζα. Ύστερα από ένα διάστημα δεκαπέντε ετών αδράνειας στον τομέα των ΑΚ, το 1989 εμφανίζεται το τρίτο αμοιβαίο κεφάλαιο στη χώρα μας από την εταιρία Intertrust, με το όνομα Ελληνικό. Θεματοφύλακας του συγκεκριμένου ΑΚ αποτέλεσε η Εθνική Τράπεζα. Λίγο καιρό αργότερα, περίπου το 1990, εισάγονται στην χρηματιστηριακή αγορά ακόμη έξι αμοιβαία κεφάλαια. Τα τέσσερα από αυτά είναι από την Alpha Τράπεζα Πίστεως και τα υπόλοιπα δύο από τις ασφαλιστικές εταιρίες Ευρωπαϊκή Πίστη και Ασπίς Πρόνοια αντίστοιχα. Στο διάστημα που ακολουθεί τα ΑΚ έχουν συνεχή ανοδική πορεία, ενώ το 1999 παρατηρείτε το μεγαλύτερο σε αξία ενεργητικό έως τότε για τα ελληνικά δεδομένα, ύψους τριάντα πέντε (35) δισεκατομμυρίων ευρώ.

Με την είσοδο του 2000 η πορεία που αναγράφεται για τα αμοιβαία κεφάλαια δεν φαίνεται και καλύτερη, καθώς ακολουθούν μια συνεχή πτωτική πορεία. Πιο συγκεκριμένα στο παρακάτω πίνακα (βλ. Πίνακα 2.4) φαίνεται η πορεία της αξίας του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων, με ιδιαίτερο ενδιαφέρον να παρουσιάζει η χρονιά του 2011, όπου και σημειώνεται η χαμηλότερη αξία στα πέντε (5) εκατομμύρια ευρώ περίπου. Στη πορεία όμως και μέχρι το 2015 φαίνεται να υπάρχει μια μικρή ανάκαμψη της κατάστασης αυτής, ενώ από την χρονιά αυτή και μέχρι τα τέλη του 2017 φαίνεται να υπάρχει και πάλι πτώση του ενεργητικού των ΑΚ. Ο πίνακας παρουσιάζει το συνολικό ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα από το 2007 μέχρι και τα τέλη του 2017.

Πίνακας 2.4 Σύνολο Αξίας Ενεργητικού Αμοιβαίων Κεφαλαίων 2007-2017 (εκατ. Ευρώ)

Έτος	Αξία Ενεργητικού
2007	24.528.805.925,17
2008	10.414.608.653,67
2009	10.679.186.618,00
2010	8.015.636.318,99
2011	5.214.188.726,80
2012	5.948.386.291,43
2013	6.252.592.992,09
2014	6.047.334.024,02
2015	7.238.628.895,05
2016	6.421.292.674,51
2017	6.656.895.602,96

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών



Γράφημα 2.3 Αξία Ενεργητικού των ΑΚ στο πέρασμα των χρόνων

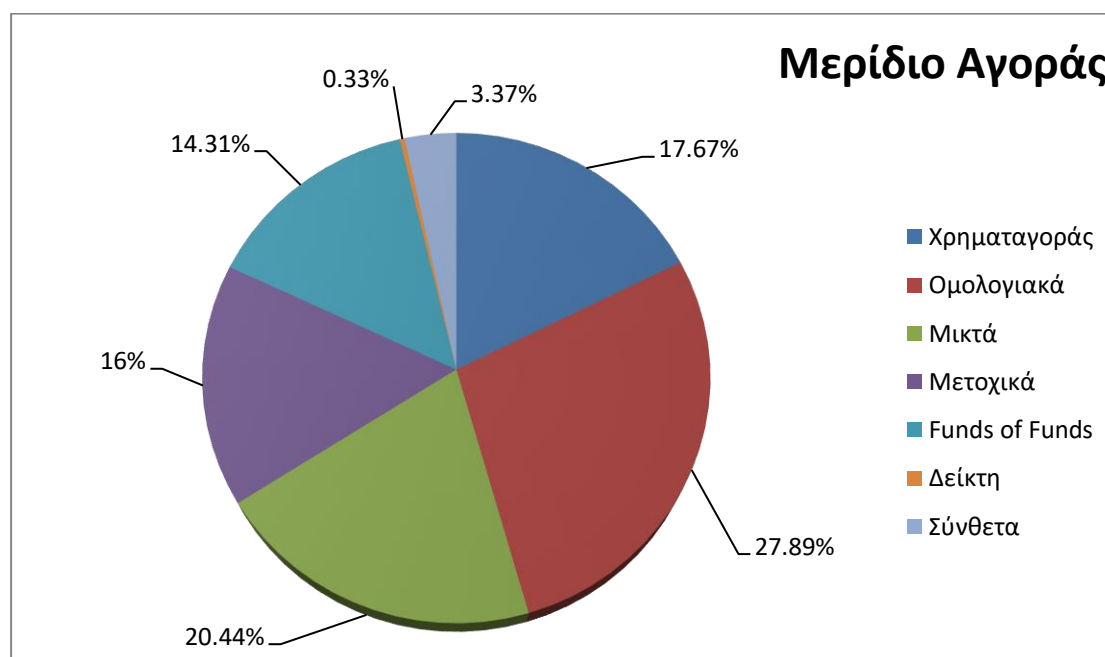
Στο παραπάνω γράφημα (βλ. Γράφημα 2.3) φαίνεται με μια πρώτη ματιά η μεγάλη πτώση της αξίας του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων από το 2007 και

έπειτα. Επιπλέον φαίνεται και το πόσο χαμηλή είναι η συνολική αξία του ενεργητικού τα χρόνια που ακολούθησαν.

Πίνακας 2.5 Κατανομή Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανά Κατηγορία σε εκατ. Ευρώ

Έτος	Χρηματαγοράς	Ομολογιακά	Μικτά	Μετοχικά	Funds of Funds	Λοιπά
2007	8000.6	5725.8	2725.8	5522.9	2047.4	506.4
2008	2524.9	3333.1	1295.2	2125.7	644.5	491.2
2009	2070.1	3160.9	1560.7	2615.6	743.5	528.4
2010	1206.2	2466.3	1181.3	1932.1	781.3	448.6
2011	814.9	1204.7	719.5	1084.7	519.3	886
2012	1061.3	1293.2	871.4	1304.6	505	912.3
2013	911.1	1277.6	1166.4	1554.4	525.9	817.2
2014	1031.2	1286.3	1051.8	1171.4	728.6	778.2
2015	2103.8	1419.1	1104.7	1011.9	1020.8	572.8
2016	1556.6	1465.5	1107.1	951.1	885.6	455.4
2017	1176.3	1856.6	1360.7	1065.1	952.6	246.3

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών



Γράφημα 2.4 Σύνθεση Αγοράς των ΑΚ σύμφωνα με το ενεργητικό τις 31/12/2017

Το γράφημα παραπάνω (βλ. Γράφημα 2.4) αναπαριστά την διάρθρωση του ενεργητικού των διαφόρων κατηγοριών των αμοιβαίων κεφαλαίων όπως ήταν διαμορφωμένη στις 31/12/2017. Όπως φαίνεται το μεγαλύτερο μερίδιο της αγοράς το κατέχουν τα ΑΚ ομολογιακά και ακολουθούν τα μικτά ΑΚ.

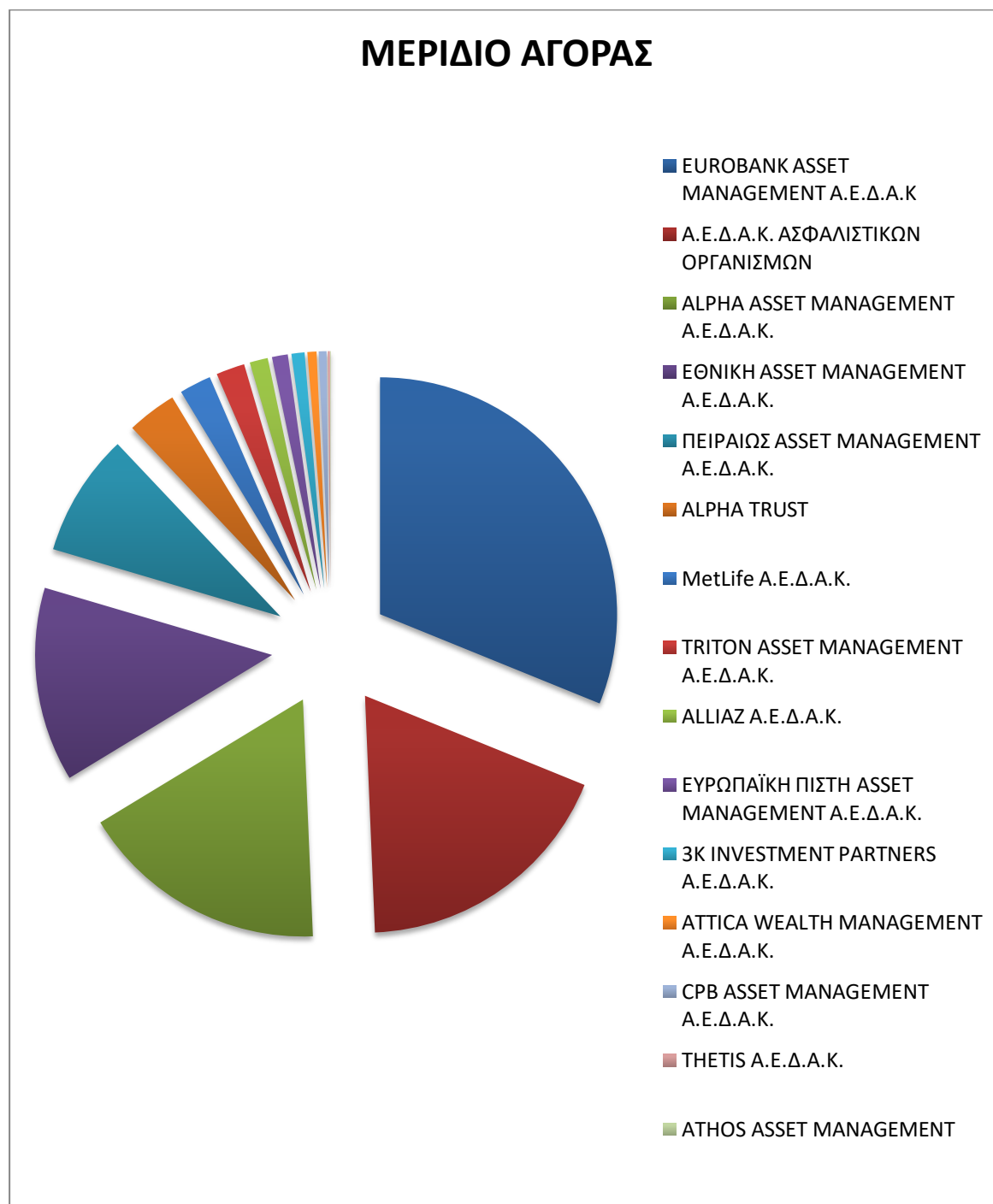
Πίνακας 2.6 Σύνολο ενεργητικού αμοιβαίων κεφαλαίων ανά εταιρία στις 31/12/2017

A/A	A.E.Δ.Α.Κ.	ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΑΚ	ΣΥΝ. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΜΕΡΙΔΙΟ ΑΓΟΡΑΣ
1	EUROBANK ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ	111	2.073.388.356,29	31.15%
2	A.E.Δ.Α.Κ. ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ	48	1.21.903.259,10	18.19%
3	ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ.	2	1.131.139.571,34	16.99%
4	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ.	24	882.599.831,28	13.26%
5	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ.	28	557.631.766,71	8.38%
6	ALPHA TRUST	13	225.421.678,92	3.39%
7	MetLife A.E.Δ.Α.Κ.	13	144.262.850,27	2.17%
8	TRITON ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ.	6	129.586.905,56	1.95%
9	ALLIAZ A.E.Δ.Α.Κ.	7	82.746.428,59	1.24%
10	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ.	5	71.759.697,93	1.08%
11	3K INVESTMENT PARTNERS A.E.Δ.Α.Κ.	9	59.179.185,44	0.89%
12	ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ.	6	40.944.448,83	0.62%
13	CPB ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ.	5	35.44.632,06	0.53%
14	THETIS A.E.Δ.Α.Κ.	4	9.341.732,11	0.14%
15	ATHOS ASSET MANAGEMENT	5	2.509.248,53	0.04%
	ΣΥΝΟΛΑ	286	6.656.895.602,96	100.00%

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Ο πίνακας 2.6 (βλ. παραπάνω) δείχνει το σύνολο του ενεργητικού της κάθε Α.Ε.Δ.Α.Κ. στην Ελλάδα καθώς και το μερίδιο της αγοράς που κατείχαν κατά τις 31/12/2017. Όπως φαίνεται στον πίνακα αυτό βάση των στοιχείων που συλλέχθηκαν η EUROBANK ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ. κατέχει το μεγαλύτερο μερίδιο της αγοράς με ποσοστό 31.15%, ενώ τέσσερις Α.Ε.Δ.Α.Κ. έχουν υπό την κατοχή τους περίπου το 80% της αγοράς.

Τα παραπάνω δεδομένα παρουσιάζονται και στο παρακάτω γράφημα (βλ. Γράφημα 2.5), στο οποίο φαίνεται ακόμη πιο έντονα η διαφορά στο ποσοστό του μεριδίου της αγοράς που κατέχει η εκάστοτε Α.Ε.Δ.Α.Κ. .



Γράφημα 2.5 Παρουσίαση Μεριδίων Αγοράς της κάθε Α.Ε.Δ.Α.Κ. στις 31/12/2017

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

3.1 Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν τουλάχιστον το 65% του ενεργητικού τους σε μετοχές, είναι αυτά που χαρακτηρίζονται ως μετοχικά. Λόγω του είδους και της φύσης της επένδυσης που αυτά πραγματοποιούν αντιλαμβάνεται κανείς ότι πρόκειται για ένα είδος αμοιβαίων κεφαλαίων με αρκετά μεγάλο κίνδυνο-ρίσκο. Για αυτό και τα αμοιβαία κεφάλαια αυτά απευθύνονται σε επενδυτές-μεριδιούχους που επιθυμούν σχετικά υψηλές αποδόσεις με βάση τον κίνδυνο που λαμβάνουν. Βέβαια ο κίνδυνος αυτός ενδέχεται να οδηγήσει τους επενδυτές είτε σε κάποιες σημαντικές απώλειες βραχυπρόθεσμα, είτε όμως μπορεί να επιφέρει μεγάλα κέρδη σε σύντομο χρονικό διάστημα με την σωστή διαχείριση τους.

Η καθαρή αξία του ενεργητικού και των μεριδίων των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων τείνει να έχει την μεγαλύτερη μεταβλητότητα από όλες τις άλλες κατηγορίες. Αυτό συμβαίνει γιατί οι μετοχές, δηλαδή οι τιμές τους και κατά επέκταση οι αποδόσεις τους, διαπραγματεύονται και αλλάζουν σε καθημερινή βάση. Συνεπώς έτσι επηρεάζεται και η καθαρή αξία των μεριδίων αυτών που αποτελούν το κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο.

Η μεγάλη ποικιλία και δυνατότητα επιλογών μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων που υπάρχουν στη χρηματιστηριακή αγορά, δημιουργεί και κάποιες διαφορές μεταξύ τους κατά κύριο λόγο ως προς την επενδυτική τους πολιτική. Πιο συγκεκριμένα, ορισμένα μετοχικά ΑΚ έχουν ως σκοπό την απόκτηση κεφαλαιακών κερδών, έναντι άλλων που επιδιώκουν την επίτευξη ενός σταθερού εισοδήματος, για παράδειγμα με τη μορφή μερισμάτων για τους μεριδιούχους τους. Έτσι θεωρείται χρήσιμη η αναφορά και παρουσίαση, επιγραμματικά κάποιων από των κατηγοριών αυτών. Οι κατηγορίες αυτές είναι:

- Επιθετικά Υπεραξίας Αμοιβαία Κεφάλαια (Aggressive Growth Funds)
- Αμοιβαία Κεφάλαια Υπεραξίας ή Αναπτυξιακά (Growth Funds)

- Αμοιβαία Κεφάλαια Υπεραξίας και Εισοδήματος (Growth and Income Funds)
- Κλαδικά Αμοιβαία Κεφάλαια (Sector Funds)
- Δεικτοποιημένα Αμοιβαία Κεφάλαια (Index Funds)

Επίσης τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια μπορούν να κατηγοριοποιηθούν και ανάλογα με την γεωγραφική κατανομή του ενεργητικού τους. Δηλαδή, χωρίζονται σε:

- Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού
- Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού

Ο πίνακας 3.1 (βλ. παρακάτω) παρουσιάζει το ενεργητικό μετοχικών, μικτών, χρηματαγοράς, ομολογιακών και σύνθετων αμοιβαίων κεφαλαίων ανά εταιρία διαχείρισης στο τέλος του δεύτερου τριμήνου του 2018. Από τον πίνακα φαίνεται πως η EUROBANK ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ. κατέχει το μεγαλύτερο σε ποσοστό μερίδιο της αγοράς, με ποσοστό περίπου 25%.

Πίνακας 3.1 Ενεργητικό Αμοιβαίων Κεφαλαίων

A/A	A.Ε.Δ.Α.Κ.	Συν. ΟΣΕΚΑ	Συν. Ενεργητικό σε ευρώ	Μερίδιο Αγοράς
1	EUROBANK ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ	69	1.356.236.596,64	25.34%
2	A.Ε.Δ.Α.Κ. ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ	2	1.094.253.477,88	20.45%
3	ALPHA ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.	32	981.007.119,87	18.33%
4	ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.	23	746.700.991,38	13.95%
5	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.	40	436.892.058,98	8.16%
6	ALPHA TRUST	10	180.205.486,36	3.37%
7	MetLife Α.Ε.Δ.Α.Κ.	6	143.030.424,43	2.67%
8	TRITON ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.	11	127.575.375,51	2.38%
9	ALLIAZ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	7	76.821.087,58	1.44%
10	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.	6	71.132.156,01	1.33%
11	3K INVESTMENT PARTNERS Α.Ε.Δ.Α.Κ.	9	69.432.987,60	1.30%
12	ATTICA WEALTH MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.	4	34.834.251,54	0.65%
13	CPB ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.	2	21.022.859,44	0.39%
14	THETIS Α.Ε.Δ.Α.Κ.	4	8.771.595,60	0.16%
15	ATHOS ASSET MANAGEMENT	8	4.264.314,15	0.08%
	ΣΥΝΟΛΑ	233	5.352.180.782,97	100%

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Στην Ελλάδα η σύνθεση των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων αποτελείται από τα εξής αμοιβαία κεφάλαια μέχρι τις 19/7/2018:

- 3Κ Α/Κ GREEK VALUE ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ(*)
- 3Κ Α/Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
- 3Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ-ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ ΜΕΡΙΔΙΩΝ(*)
- ALLIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
- ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
- ALPHA BLUE CHIPS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC
- ALPHA BLUE CHIPS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ INSTITUTION(*)
- ALPHA TRUST HELLENIC EQUITY FUND I(*)
- ALPHA TRUST HELLENIC EQUITY FUND R
- ALPHA TRUST NEW STRATEGY ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
- ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC
- ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΟ INSTITUTIONAL(*)
- ATHOS HIGH PEAKS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ (ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ ΜΕΡΙΔΙΩΝ Β) (*)
- ATHOS HIGH PEAKS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ (ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ ΜΕΡΙΔΙΩΝ Α) (*)
- ATTICA ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
- CPB ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ
- EUROBANK (LF) EQUITY FLEXI STYLE GREECE FUND
- EUROBANK (LF) EQUITY GREEK EQUITIES
- EUROBANK GF GREEK EQUITIES ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
- EUROBANK I (LF) EQUITY GREEK EQUITIES
- EUROBANK I GF GREEK EQUITIES ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
- EUROBANK NTT GT GREEK EQUITIES ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΙΚΟΥ
- INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤΟΧ. ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
- INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

- METLIFE ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΑΙ ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ
- NN HELLAS A/K ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ ΜΕΡΙΔΙΩΝ (Θ) (*)
- PRIVATE BANKING CLASS (LF) EQUITY FLEXI STYLE GREECE FUND (*)
- PRIVATE BANKING CLASS (LF) EQUITY GREEK EQUITIES FUND (*)
- THETIS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ
- TRITON ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
- ΔΗΛΟΣ (BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ)
- ΔΗΛΟΣ SMALL CAP (ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ)
- ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
- ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ)
- ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ ΜΕΡΙΔΙΩΝ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ (Θ) 3Κ ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ GREEK VALUE ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ (*)
- ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ (I)
- ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ (R)
- ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ (*)
- ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ (I) (*)
- ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ (R) (*)
- ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ (U) (*)

Τα αμοιβαία κεφάλαια με (*) δεν θα μελετηθούν στη παρούσα εργασία καθώς τα διαθέσιμα ιστορικά δεδομένα για αυτά είναι λιγότερα της πενταετίας.

Στο πίνακα 3.2 (βλ. παρακάτω) φαίνεται η πορεία των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα. Ειδικότερα παρουσιάζεται το συνολικό ενεργητικό που βρίσκεται υπό την κατοχή των μετοχικών ΑΚ, καθώς επίσης και τα μερίδια ανά έτος, για το διάστημα 2013-2017.

Πίνακας 3.2 Στοιχεία Ενεργητικού και Μεριδίων των Μετοχικών ΑΚ

	Έτος				
	2013	2014	2015	2016	2017
Ενεργητικά					
Τέλος του έτους Διαφορά από την αρχή του έτους	1.210.792.485,47 29.81%	840.985.421,08 -30.54%	690.513.751,99 -17.89%	666.759.560,21 -3.44%	806.085.114,61 20.90%
Μερίδια					
Τέλος του έτους Διαφορά από την αρχή του έτους	313.891.022,45 -3.17%	283.495.749,47 -9.68%	284.378.183,40 0.31%	271.504.778,49 -4.53%	262.588.633,60 -3.28%

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Η μελέτη αφορά τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια για το διάστημα 19/7/2013-19/7/2018. Για τη περίοδο αυτή της έρευνας συγκεντρώθηκαν οι ημερήσιες τιμές κλεισίματος κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου προκειμένου να υπολογιστούν οι μηνιαίες αποδόσεις αντίστοιχα του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου. Από τους παραπάνω υπολογισμούς προκύπτουν εξήντα (60) μηνιαίες αποδόσεις (δηλαδή εξήντα παρατηρήσεις). Βασιζόμενοι στις παρατηρήσεις αυτές υπολογίζεται η μέση μηνιαία απόδοση και η τυπική απόκλιση για κάθε ΑΚ. Με την ίδια ακριβώς διαδικασία υπολογίζονται και οι μηνιαίες αποδόσεις για τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών και έχει το ρόλο του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Η απόδοση του ακίνδυνου χρεογράφου (R_f) θεωρείται ότι είναι δύο τοις εκατό (2%) ετησίως.

3.2 Απόδοση και Κίνδυνος Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Απόδοση Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Η απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου ή μια μετοχής ή ενός χαρτοφυλακίου, είναι αυτή που καθορίζει το αν ο επενδυτής θα επιλέξει το συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο ή μετοχή για τον σχηματισμό του χαρτοφυλακίου. Αυτό φυσικά με

γνώμονα το επενδυτικό προφίλ του εκάστοτε επενδυτή. Η απόδοση μπορεί να υπολογιστεί από τον παρακάτω τύπο:

$$R = \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t}$$

Όπου:

R: η απόδοση της περιόδου που μας ενδιαφέρει (π.χ. ημερήσια, μηνιαία)

P_{t+1} : η τιμή το τέλος της περιόδου t

P_t : η τιμή στην αρχή της περιόδου t

Σε περιπτώσεις που κάποιο χρεόγραφο δίνει μέρισμα το τέλος της περιόδου, τότε ο παραπάνω τύπος διαμορφώνεται ως εξής:

$$R = \frac{P_{t+1} - P_t + D_{t+1}}{P_t}$$

Όπου D_{t+1} είναι το μέρισμα που διανέμεται στο τέλος της περιόδου.

Η απόδοση αποτελεί το ευρέως γνωστό και εύχρηστο μέτρο σύγκρισης και κατάταξης χρεογράφων ή στη προκειμένη περίπτωση αμοιβαίων κεφαλαίων. Αυτό γιατί ο υπολογισμός της είναι πολύ απλός, δηλαδή δεν απαιτείται η γνώση ή η χρήση κάποιου ειδικού προγράμματος ηλεκτρονικών υπολογιστών και επίσης δεν είναι χρονοβόρα. Μέσω των αποδόσεων οι επενδυτές έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες σχετικά με την πορεία ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, ενώ μπορούν σχεδόν αμέσως να καταλάβουν αν κάποιο αμοιβαίο κεφάλαιο έχει ανοδική ή καθοδική πορεία. Βέβαια ο υπολογισμός αποδόσεων προηγούμενων περιόδων δεν μπορεί να προβλέψει μελλοντικές αποδόσεις.

Στη μελέτη αυτή χρησιμοποιείται ο τύπος αυτός για τον υπολογισμό των μηνιαίων αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων. Χρησιμοποιήθηκαν οι τιμές

κλεισίματος των αμοιβαίων κεφαλαίων της πρώτης μέρας του μήνα και της τελευταίας. Τα μερίσματα δεν συμπεριλήφθηκαν στους υπολογισμούς.

Κίνδυνος Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Με τον όρο κίνδυνο ορίζουμε ως την απόκλιση των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων από την μέση απόδοση τους. Η απόκλιση υπολογίζεται μέσω της διακύμανσης των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων. Όσο μεγαλύτερη είναι η τυπική απόκλιση, τόσο μεγαλύτερος είναι και ο κίνδυνος ή το ρίσκο για τον επενδυτή μας. Για τον υπολογισμό της απόκλισης χρησιμοποιούμε τη τετραγωνική ρίζα της διακύμανσης. Παρακάτω δίνονται οι τύποι υπολογισμού των δύο αυτών σχέσεων:

Τύπος τυπικής απόκλισης (απόκλισης):

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2}$$

Όπου:

σ : τυπική απόκλιση

σ^2 : διακύμανση

Η διακύμανση υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\sigma^2 = \frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2$$

Όπου:

n : είναι το μέγεθος του δείγματος που έχουμε (στη περίπτωση μας των αποδόσεων)

R_i : είναι απόδοση του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου για την κάθε περίοδο (εδώ πέρα είναι ο μήνας)

\bar{R} : είναι η μέση απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων

Ο κίνδυνος ενός χρεογράφου ή ενός χαρτοφυλακίου αποτελείται από δύο μέρη. Το ένα αφορά τον συστηματικό κίνδυνο και το άλλο τον μη συστηματικό

κίνδυνο. Ο συστηματικός κίνδυνος αφορά την αγορά και τις συνθήκες τις οποίες επικρατούν σε αυτήν, όπως για παράδειγμα η φορολογία, ο πληθωρισμός, τα επιτόκια. Ο επενδυτής δεν μπορεί να απαλλαγεί από τον κίνδυνο αυτό, αλλά μπορεί να το μειώσει στο ελάχιστο δυνατό με τον σχηματισμό ενός κατάλληλα διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου. Ο μη συστηματικός κίνδυνος έχει να κάνει με την ίδια την εταιρία και τα χαρακτηριστικά της και συνεπώς την ίδια την μετοχή ή το αμοιβαία κεφάλαιο που μας ενδιαφέρει. Η μορφή αυτή του κινδύνου είναι πιο εύκολη να διαχειριστεί από τον επενδυτή μας ή τον διαχειριστή του αμοιβαίου κεφαλαίου, καθώς με την δημιουργία ενός χαρτοφυλακίου του οποίου τα χρεόγραφα που το απαρτίζουν δεν σχετίζονται μεταξύ τους (δηλαδή δεν υπάρχει θετική συσχέτιση), θα έχει ως πλεονέκτημα ότι αρνητικά γεγονότα που αφορούν το ένα χρεόγραφο θα αντισταθμίζονται από θετικά κάποιου άλλου.

Ο υπολογισμός του συνολικού κινδύνου γίνεται με τη χρήση του τύπου της τυπικής απόκλισης όπως παρουσιάστηκε παραπάνω. Ο συστηματικός κίνδυνος μετράται μέσω του συντελεστή βήτα (β , beta). Ο συντελεστής αυτός είναι ένας δείκτης που δείχνει την μεταβολή του κινδύνου εκάστοτε χρεογράφου ή χαρτοφυλακίου ή αμοιβαίου κεφαλαίου σε σχέση με τον κίνδυνο της αγοράς. Το χαρτοφυλάκιο της αγοράς έχει συντελεστή βήτα ίσο με την μονάδα εξ ορισμού. Ο συντελεστής βήτα υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\beta = \frac{\sigma}{\sigma_M}$$

Όπου:

σ : ο κίνδυνος του χρεογράφου ή του χαρτοφυλακίου ή του αμοιβαίου κεφαλαίου

σ_M : ο κίνδυνος της αγοράς

Οι μετοχές ή τα αμοιβαία κεφάλαια διακρίνονται σε δύο κατηγορίες ανάλογα με τις τιμές που παίρνει ο συντελεστής αυτός. Πιο συγκεκριμένα, αν οι μετοχές ή τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν συντελεστή βήτα μεγαλύτερο της μονάδας, τότε χαρακτηρίζονται ως επιθετικές ή επιθετικά, καθώς ο ρυθμός μεταβολής τους είναι μεγαλύτερος από αυτόν της αγοράς και παρουσιάζουν αρκετά υψηλές αποδόσεις. Βέβαια σε περιπτώσεις καθοδικής πορείας της αγοράς οι απώλειες είναι αντίστοιχα

μεγάλες. Από την άλλη πλευρά μετοχές ή αμοιβαία κεφάλαια που έχουν τιμές συντελεστή μικρότερο της μονάδας χαρακτηρίζονται ως αμυντικές ή αμυντικά διότι ο ρυθμός μεταβολής τους είναι μικρότερος από αυτόν της αγοράς και παρουσιάζουν σχετικά χαμηλότερες αποδόσεις. Όμως σε περιπτώσεις καθοδικής πορείας της αγοράς οι απώλειες είναι μικρότερες.

3.3 Σύγκριση των ΑΚ με βάση τον Συντελεστή Μεταβλητότητας

Ο συντελεστής μεταβλητότητας (ΣΜ) αποτελεί ένα επιπλέον χρήσιμο εργαλείο για τους επενδυτές για την μέτρηση του κινδύνου ανά μονάδα απόδοσης. Όσο μικρότερος είναι ο συντελεστής μεταβλητότητας τόσο μικρότερος είναι ο κίνδυνος που αναλαμβάνει ο επενδυτής ή ο διαχειριστής ανά μονάδα απόδοσης που επιτυγχάνει και αντίστροφα. Χρησιμεύει στη σύγκριση και αξιολόγηση χρηματοοικονομικών προϊόντων με διαφορετική απόδοση και κίνδυνο. Ο συντελεστής μεταβλητότητας υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$CV = \frac{\sigma}{\bar{R}}$$

Όπου:

CV : ο συντελεστής μεταβλητότητας

σ : τυπική απόκλιση

\bar{R} : η μέση τιμή των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων

Στο παρακάτω πίνακα (βλ. Πίνακα 3.3) παρουσιάζονται τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια έχοντας υπολογίσει την μέση μηνιαία απόδοση του, την τυπική τους απόκλιση και τον συντελεστή μεταβλητότητας. Όσο μικρότερος είναι ο συντελεστής μεταβλητότητας τόσο μικρότερος είναι και ο κίνδυνος ανά μονάδα απόδοσης.

Πίνακας 3.3 Μέση Απόδοση, Τυπική Απόκλιση και Συντελεστής Μεταβλητότητας

Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια	Μέση Μηνιαία Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Συντελεστής Μεταβλητότητας
3Κ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0.00084	0.059532	70.87142857
ΑΛΙΑΝΖ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0.000034	0.073032	2123.023256
ΑΛΙΑΝΖ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.000308	0.078903	-256.1785714
ΑΛΡΗΑ ΒΛΕ ΧΙΠΣ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	0.001469	0.067466	45.9264806
ΑΛΡΗΑ ΤΡΑΣΤ ΗΕΛΛΕΝΙΚ ΕΚΙΤΥ ΦΑΝΔ	0.000288	0.067453	234.2118056
ΑΛΡΗΑ ΤΡΑΣΤ ΝΕΥ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.00152	0.059332	-39.03421053
ΑΛΡΗΑ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	0.00227	0.068029	29.96872247
ΑΤΤΙΚΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.001936	0.066985	-34.59969008
ΣΡΒ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-0.009883	0.074131	-7.500860063
ΕΥΡΟΒΑΝΚ (ΛΦ) ΕΚΙΤΥ ΦΛΕΞΙ ΣΤΥΛ ΓΡΕΕΣΕ ΦΑΝΔ	-0.005367	0.076575	-14.26774734
ΕΥΡΟΒΑΝΚ (ΛΦ) ΕΚΙΤΥ ΓΡΕΕΚ ΕΚΙΤΥ	-0.004392	0.077465	-17.63775046
ΕΥΡΟΒΑΝΚ ΓΦ ΓΡΕΕΚ ΕΚΙΤΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.002989	0.073103	-24.45734359
ΕΥΡΟΒΑΝΚ Ι (ΛΦ) ΕΚΙΤΥ ΓΡΕΕΚ ΕΚΙΤΥ	-0.001999	0.077192	-38.61530765
ΙΝΤΕΡΑΜΕΡΙΚΑΝ ΑΝΑΠΤΥΣ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤΟΧ. ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.003544	0.073875	-20.84509029
ΙΝΤΕΡΑΜΕΡΙΚΑΝ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	-0.004101	0.073414	-17.90148744
ΜΕΤΛΙΦΕ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΑΙ ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	0.000802	0.063902	79.67830424
ΤΗΤΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-0.013909	0.053851	-3.871665828
ΤΡΙΤΟΝ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0.002472	0.066781	27.01496764
ΔΗΛΟΣ (ΒΛΕ ΧΙΠΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	-0.003643	0.07803	-21.41916003
ΔΗΛΟΣ ΣΜΑΛΛ ΣΑΡ (ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	0.000219	0.070437	321.630137
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.001447	0.067799	-46.85487215
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	0.005327	0.059463	11.16256805
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ (Ρ)	0.00111	0.066879	60.25135135
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ (Ρ)	-0.000792	0.073046	-92.22979798

3.4 Σύγκριση των ΑΚ με βάση τον Συντελεστή Βήτα (Beta)

Όπως αναφερθήκαμε παραπάνω, μέσω του συντελεστή βήτα (beta) μπορεί κάποιος να «μετρήσει» τον συστηματικό κίνδυνο του αμοιβαίου κεφαλαίου. Συνεπώς είναι χρήσιμο και σκόπιμο να γίνει και μία παρουσίαση των αμοιβαίων κεφαλαίων που συμπεριλαμβάνονται στη παρούσα μελέτη.

Ο συντελεστής βήτα πέρα από την σχέση που φαίνεται στη παράγραφο 3.2 για τον υπολογισμό του συντελεστή, μπορεί να χρησιμοποιηθεί και ο εξής τύπος:

$$\beta = \frac{COV(R_M, R_i)}{\sigma_M^2}$$

Όπου:

$COV(R_M, R_i)$: η συνδιακύμανση μεταξύ της απόδοσης της αγοράς (δηλαδή του Γενικού Δείκτη) και των αποδόσεων του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου

σ_M^2 : η διακύμανση της αγοράς

Στο παρακάτω πίνακα (βλ. Πίνακα 3.4) παρουσιάζονται τα αμοιβαία κεφάλαια έχοντας υπολογίσει τον συντελεστή βήτα για το κάθε ένα βάση του παραπάνω τύπου.

Πίνακας 3.4 Συνδιακύμανση και Συντελεστής Βήτα του κάθε ΑΚ

Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια	COV(R_M, R_i)	Συντελεστής Βήτα
3Κ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0.004232195	0.717796896
ALLIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0.005369019	0.910606801
ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0.00578689	0.981479275
ALPHA BLUE CHIPS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	0.004991079	0.846506555
ALPHA TRUST HELLENIC EQUITY FUND	0.005017921	0.851059119
ALPHA TRUST NEW STRATEGY ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0.004262313	0.722905077
ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	0.005023034	0.851926377
ΑΤΤΙΚΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0.004867883	0.8256121
CPB ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0.005311823	0.90090612
EUROBANK (LF) EQUITY FLEXI STYLE GREECE FUND	0.00547779	0.929054634
EUROBANK (LF) EQUITY GREEK EQUITIES	0.005398927	0.915679214
EUROBANK GF GREEK EQUITIES ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0.005380347	0.912528059
EUROBANK I (LF) EQUITY GREEK EQUITIES	0.00545466	0.925131848
INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤΟΧ. ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0.005432085	0.921302889
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	0.005409645	0.917497103
METLIFE ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΑΙ ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	0.004359017	0.73930648
THETIS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0.003516468	0.596406715
TRITON ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0.004867568	0.825558596
ΔΗΛΟΣ (BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	0.005830026	0.988795298
ΔΗΛΟΣ SMALL CAP (ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	0.004853375	0.823151439
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0.005046891	0.855972579
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	0.004295967	0.728612802
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ (R)	0.004664685	0.791148882
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ (R)	0.005446807	0.923799887

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

4.1 Δείκτες Αξιολόγησης των ΑΚ

Η αξιολόγηση ενός χρεογράφου, είτε αυτό είναι κάποια μετοχή, είτε κάποιο αμοιβαίο κεφάλαιο, είτε ακόμη κάποιο χαρτοφυλάκιο βασίζεται στον υπολογισμό της απόδοσης τους και του κινδύνου που έχουν. Η ανάγκη των επενδυτών ή μελλοντικών επενδυτών ή των διαχειριστών αυτών, τους ώθησε στην αναζήτηση περισσότερων εργαλείων-δεικτών για τον υπολογισμό της απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου.

Οι δείκτες που θα χρησιμοποιηθούν στο κεφάλαιο αυτό για τον μελέτη αυτή βασίζονται σε ένα από τα βασικότερα χρηματοοικονομικά μοντέλα, το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model, CAPM). Το υπόδειγμα CAPM εξετάζει και ελέγχει τη σχέση που υπάρχει μεταξύ της προσδοκώμενης απόδοσης και του κινδύνου για οποιοδήποτε χρεόγραφο ή/και χαρτοφυλάκιο. Στη μαθηματοοικονομική σχέση του υποδείγματος ο κίνδυνος λαμβάνεται υπόψη μέσω του συντελεστή βήτα (β) ο οποίος μετρά το συστηματικό κίνδυνο, διότι επηρεάζεται μόνο από την μεταβλητότητα των επιδόσεων της αγοράς. Η σχέση που αποτυπώνει το υπόδειγμα αυτό σε μαθηματικούς όρους εκφρασμένη είναι ως εξής:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(R_M - R_f)$$

Όπου:

$E(R_i)$: η αναμενόμενη απόδοση του εκάστοτε χρεογράφου ή χαρτοφυλακίου

R_f : η απόδοση του χρεογράφου μηδενικού κινδύνου

β_i : ο κίνδυνος του εκάστοτε χρεογράφου ή χαρτοφυλακίου (συντελεστής βήτα)

R_M : η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς

$(R_M - R_f)$: η επιπλέον απόδοση που παίρνει ο επενδυτής πάνω από την απόδοση του χρεογράφου μηδενικού κινδύνου

Το υπόδειγμα CAPM μπορεί να εφαρμοστεί και να ισχύει κάτω κάποιες συγκεκριμένες υποθέσεις. Οι υποθέσεις αυτές είναι οι ακόλουθες:

- Ο κάθε επενδυτής διατηρεί ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο και προσπαθεί να έχει εκείνο με την μεγαλύτερη απόδοση (R_p) και τον μικρότερο κίνδυνο (σ_p).
- Για κάθε επενδυτή υπάρχει ένας κοινός επενδυτικός ορίζοντας-πλάνο, το οποίο δίνει τη δυνατότητα σύγκρισης μεταξύ των αξιογράφων ή χαρτοφυλακίων.
- Υπάρχει ένα χρεόγραφο μηδενικού κινδύνου με απόδοση R_f .
- Όλοι οι επενδυτές μπορούν να δανείζονται και να δανείζουν με βάση το ακίνδυνο επιτόκιο.
- Υπάρχει μεγάλη ποικιλία χρεογράφων και αξιογράφων που μπορούν να πωληθούν και να αγοραστούν από τους επενδυτές.
- Υπάρχει τέλεια οργανωμένη αγορά για τα χρεόγραφα δίχως να επιβαρύνεται με φόρους και κόστη συναλλαγών.
- Όλες οι πληροφορίες είναι ελεύθερες και διαθέσιμες σε όλους τους επενδυτές.
- Κάθε επενδυτής έχει τις ίδιες προσδοκίες με κάθε άλλο.
- Οι χρηματοοικονομικές αγορές βρίσκονται σε κατάσταση χωρίς μεγάλες μεταβολές και διακυμάνσεις ή προσπαθούν να έρθουν σε κατάσταση ισορροπίας.
- Δεν υπάρχουν απροσδόκητες αλλαγές σε πληθωρισμό ή επιτόκια (Νούλας, 2016).

Στο κεφάλαιο αυτό θα παρουσιαστούν οι δείκτες αξιολόγησης της απόδοσης κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου. Οι δείκτες αυτοί είναι:

- Treynor
- Sharpe
- Modigliani and Modigliani (M^2)

4.2 Μέθοδος Treynor

Η μέτρηση της επίδοσης των χαρτοφυλακίων με τον τρόπο αυτό έγινε γνωστή από τον Treynor το 1965. Η μέθοδος αυτή προϋποθέτει ότι τα χαρτοφυλάκια είναι πλήρως διαφοροποιημένα και τον μόνο κίνδυνο που λαμβάνει υπόψη είναι αυτός του συστηματικού κινδύνου. Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του δείκτη Treynor, τόσο καλύτερο είναι το χαρτοφυλάκιο του επενδυτή μας σε σχέση με τα άλλα χαρτοφυλάκια.

Ο τύπος υπολογισμού του δείκτη αυτού δίνεται από την παρακάτω σχέση:

$$T_i = \frac{(R_i - R_f)}{\beta_i}$$

Όπου:

R_i : η απόδοση του χαρτοφυλακίου ή του αμοιβαίου κεφαλαίου i αντίστοιχα

R_f : η απόδοση του ακίνδυνου χρεογράφου

β_i : ο συστηματικό κίνδυνος (σχετικός κίνδυνος) του χρεογράφου ή αμοιβαίου κεφαλαίου i

Με βάση την σχέση που δίνεται για τον υπολογισμό του δείκτη Treynor, επιθυμία του κάθε επενδυτή είναι η μεγιστοποίηση της τιμής του δείκτη αυτού. Για να είναι σε θέση οι επενδυτές να πάρουν κάποια επενδυτική απόφαση, δηλαδή το πώς να διαχειριστούν τα χρεόγραφα που έχουν στην κατοχή τους ή που αποτελούν το χαρτοφυλάκιο τους, χρησιμοποιούν τον δείκτη αυτό:

- Είτε για να κατατάξουν τα χαρτοφυλάκια ή τα αμοιβαία κεφάλαια τους με βάση την τιμή του δείκτη.
- Είτε για να συγκρίνουν την τιμή του χαρτοφυλακίου ή αμοιβαίου κεφαλαίου με την αντίστοιχη τιμή του δείκτη αυτού της αγοράς.

Ο δείκτης Treynor κατά τον υπολογισμό του, λαμβάνει υπόψη του μόνο τον συστηματικό κίνδυνο, δεδομένου ότι ο μη συστηματικός με σωστή διαχείριση μπορεί να εξαλειφθεί από τον επενδυτή/διαχειριστή του χαρτοφυλακίου ή του ΑΚ

αντίστοιχα. Πρακτικά αυτό σημαίνει ότι ο δείκτης αυτός αξιολογεί απευθείας διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια ή ΑΚ.

Η αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων βάση του συγκεκριμένου δείκτη αποδεικνύει το εάν οι διαχειριστές μας τα πήγαν καλύτερα ή χειρότερα από την αγορά. Εάν δηλαδή η ενεργή διαχείριση των αμοιβαίων κεφαλαίων έχει καλύτερα ή χειρότερα αποτελέσματα από τη παθητική διαχείριση. Πιο απλά:

Αν $T_i < T_M$ τότε ο διαχειριστής του αμοιβαίου κεφαλαίου i κατάφερε χειρότερες αποδόσεις μέσω τις ενεργούς διαχείρισης.

Αν $T_i > T_M$ τότε ο διαχειριστής του αμοιβαίου κεφαλαίου i κατάφερε καλύτερες αποδόσεις μέσω τις ενεργούς διαχείρισης.

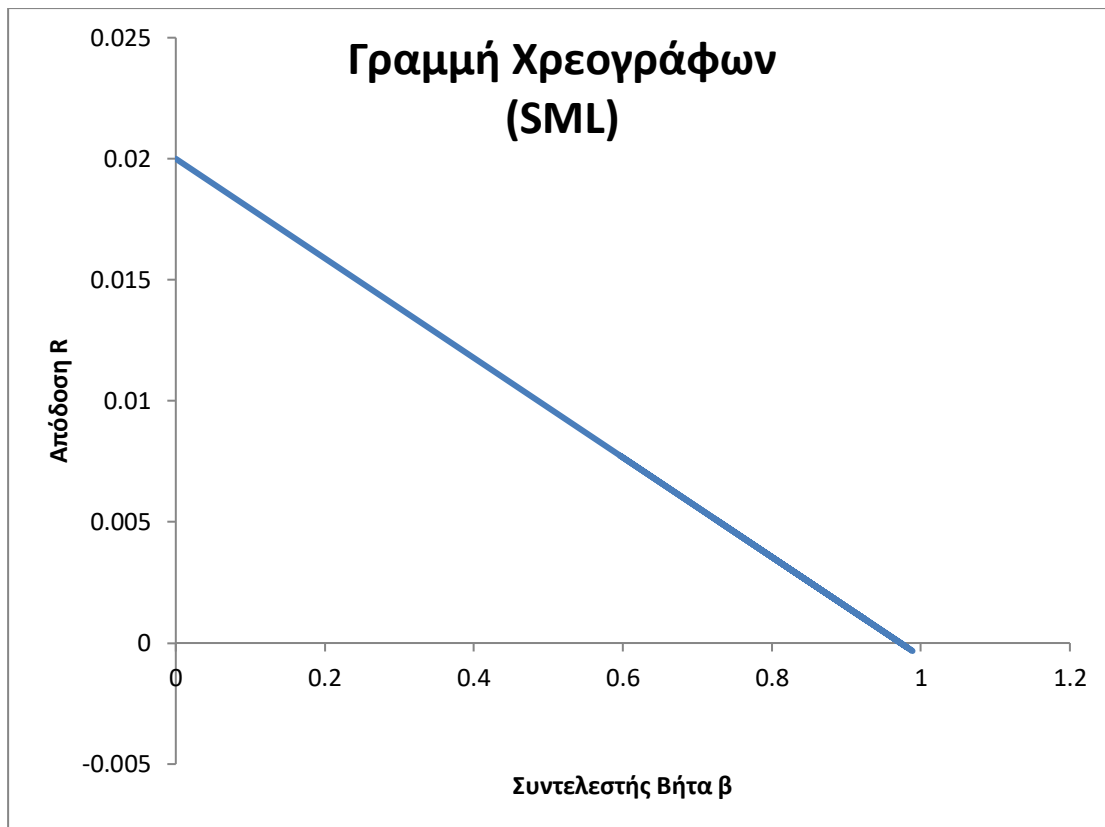
Παρά την ευκολία στη χρήση του δείκτη αυτού, δεν πρέπει να παραλείψουμε και ένα μειονέκτημα που φέρει. Συγκεκριμένα κατά την κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων σύμφωνα με τον δείκτη αυτό, δεν λαμβάνεται υπόψη ο μη συστηματικός κίνδυνος στον οποίο είναι εκτεθειμένα τα αμοιβαία κεφάλαια. Πρακτικά αυτό σημαίνει ότι μη πλήρως διαφοροποιημένα αμοιβαία κεφάλαια παρουσιάζονται να έχουν καλύτερες αποδόσεις, ενώ στη πραγματικότητα εμπεριέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο.

Στον πίνακα 4.1 που ακολουθεί φαίνονται ταξινομημένα κατά αύξουσα σειρά το κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο με τον αντίστοιχο δείκτη Treynor που πετυχαίνει.

Πίνακας 4.1 Κατάταξη ΑΚ κατά αύξουσα σειρά σύμφωνα με τον δείκτη Treynor

A/A	Όνομα Αμοιβαίου Κεφαλαίου	Δείκτης Treynor
1	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	-0.020138268
2	ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.020691216
3	ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	-0.020811658
4	TRITON ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.021231685
5	ALPHA BLUE CHIPS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	-0.021891148
6	ALLIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.021925599
7	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ (R)	-0.022507039
8	ALPHA TRUST HELLENIC EQUITY FUND	-0.023161728
9	EUROBANK I (LF) EQUITY GREEK EQUITIES	-0.023779313
10	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ (R)	-0.023876669
11	ΔΗΛΟΣ (BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	-0.023910915
12	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP (ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	-0.024030815
13	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.025055709
14	EUROBANK GF GREEK EQUITIES ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.02519265
15	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΞ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤΟΧ. ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.025555114
16	METLIFE ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΑΙ ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	-0.02596758
17	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	-0.026268203
18	ΑΤΤΙΚΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.026569378
19	EUROBANK (LF) EQUITY GREEK EQUITIES	-0.02663815
20	3Κ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.026692787
21	EUROBANK (LF) EQUITY FLEXI STYLE GREECE FUND	-0.027304099
22	ALPHA TRUST NEW STRATEGY ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.029768777
23	CPB ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-0.033169938
24	THETIS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-0.056855497

Στον παραπάνω πίνακα όλα τα αμοιβαία κεφάλαια εκτός από το πρώτο έχουν τιμή δείκτη μικρότερη από την τιμή του δείκτη της αγοράς, του οποίου είναι -0,02055848. Αυτό σημαίνει ότι τα αμοιβαία κεφάλαια αυτά έχουν χειρότερη απόδοση αυτή της αγοράς, σε σχέση με τον συστηματικό κίνδυνο β. Δηλαδή, αυτό σημαίνει ότι η παθητική διαχείριση έχει καλύτερα αποτελέσματα από την ενεργητικά για κεφάλαια αυτά.



Γράφημα 4.1 Γραμμή Χρεογράφων (SML) σύγκρισης επιδόσεων κατά Treynor

Στη Γραμμή Χρεογράφων (βλ Γράφημα 4.1) η τιμή του δείκτη Treynor που αντιστοιχεί στο χαρτοφυλάκιο της αγοράς δίνει την κλίση της γραμμής αυτής, της SML. Μέσω της SML φαίνεται η σχέση μεταξύ της απόδοσης και του συστηματικού κινδύνου για κάθε χρεόγραφο ή χαρτοφυλάκιο ή αμοιβαίο κεφάλαιο σε κατάσταση ισορροπίας. Η Γραμμή Χρεογράφων αποτελεί ένα πολύ χρήσιμο εργαλείο για τους επενδυτές ή τους διαχειριστές καθώς βοηθάει στην εύρεση υποτιμημένων και υπερτιμημένων μετοχών ή χαρτοφυλακίων ή αμοιβαίων κεφαλαίων. Με πιο απλά λόγια, αν η τιμή του δείκτη είναι μεγαλύτερη από την αντίστοιχη τιμή του δείκτη της αγοράς τότε το αμοιβαίο κεφάλαιο βρίσκεται πάνω από την SML, τότε έχουμε να κάνουμε με ένα υποτιμημένο ΑΚ. Αντίθετα, αν η τιμή του δείκτη του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι μικρότερη από την τιμή του δείκτη της αγοράς, το αμοιβαίο κεφάλαιο βρίσκεται κάτω από την SML, τότε έχουμε να κάνουμε με ένα υπερτιμημένο ΑΚ.

4.3 Μέθοδος Sharpe

Η μέθοδος Sharpe αποτελεί ακόμη ένα εργαλείο-δείκτης για την σύγκριση και την αξιολόγηση της απόδοσης χρεογράφων ή χαρτοφυλακίων ή αμοιβαίων κεφαλαίων. Ο συγκεκριμένος δείκτης μετρά την απόδοση του εκάστοτε αμοιβαίου κεφαλαίου ανά μονάδα συνολικού κινδύνου που αναλαμβάνει ο επενδυτής. Ο δείκτης Sharpe υπολογίζεται εύκολα από τον ακόλουθο τύπο:

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

Όπου:

R_i : η απόδοση του εκάστοτε χαρτοφυλακίου ή αμοιβαίου κεφαλαίου i

R_f : η απόδοση του ακίνδυνου χρεογράφου

σ_i : ο συνολικό κίνδυνος του εκάστοτε χαρτοφυλακίου ή αμοιβαίου κεφαλαίου i

Ο δείκτης Sharpe εν αντιθέσει με τον δείκτη Treynor λαμβάνει υπόψη του το συνολικό κίνδυνο μέσω της τυπικής απόκλισης σ που χρησιμοποιείται στον υπολογισμό του δείκτη και όχι μόνο τον σχετικό κίνδυνο μέσω του συντελεστή βήτα που χρησιμοποιείται στον δείκτη Treynor.

Ο κάθε επενδυτής στοχεύει στη μεγιστοποίηση της τιμής του δείκτη Sharpe, προκειμένου να καταλήξει στη βέλτιστη και στη πιο κερδοφόρα επενδυτική απόφαση. Συνεπώς οι επενδυτές για να μπορέσουν να εκμεταλλευτούν τα συμπεράσματα που προκύπτουν από τις τιμές του δείκτη, θα πρέπει:

- Να καταταγούν τα αμοιβαία κεφάλαια κατά αύξουσα σειρά με βάση τις τιμές του δείκτη Sharpe.
- Να συγκρίνουν την τιμή του δείκτη αυτού με την αντίστοιχη τιμή του δείκτη της αγοράς.

Όπως και στον δείκτη Treynor έτσι και με τον δείκτη Sharpe η αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων βάση του συγκεκριμένου δείκτη αποδεικνύει το εάν οι διαχειριστές μας τα πήγαν καλύτερα ή χειρότερα από την αγορά. Εάν δηλαδή η ενεργή διαχείριση των αμοιβαίων κεφαλαίων έχει καλύτερα ή χειρότερα αποτελέσματα από τη παθητική διαχείριση. Πιο απλά:

Αν $S_i < S_M$ τότε ο διαχειριστής του αμοιβαίου κεφαλαίου i κατάφερε χειρότερες αποδόσεις μέσω τις ενεργούς διαχείρισης.

Αν $S_i > S_M$ τότε ο διαχειριστής του αμοιβαίου κεφαλαίου i κατάφερε καλύτερες αποδόσεις μέσω τις ενεργούς διαχείρισης.

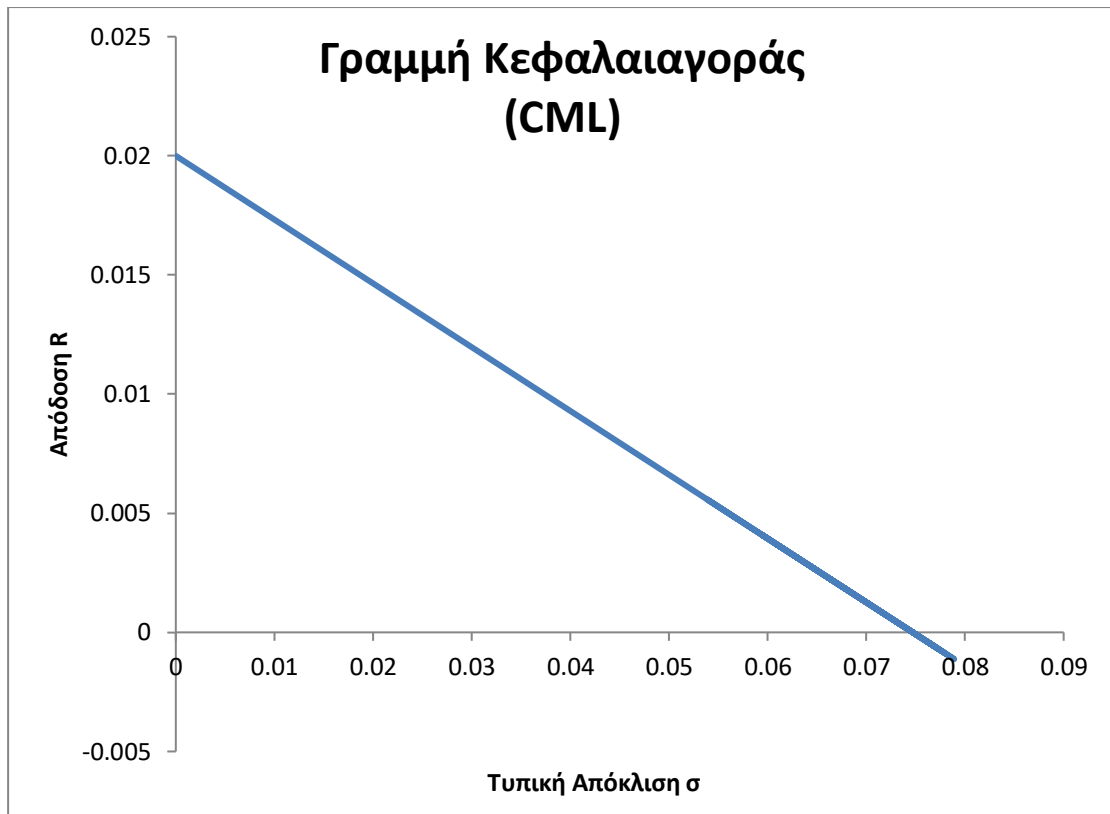
Παρά τα πιο αξιόπιστα αποτελέσματα και συμπεράσματα που προκύπτουν σύμφωνα με τον δείκτη Sharpe, φέρει ένα μειονέκτημα. Το μειονέκτημα αυτό έχει να κάνει με μη κανονικές αποδόσεις. Δηλαδή αποδόσεις που είτε είναι ασύμμετρες ή έχουν παχιές ουρές. Στις περιπτώσεις αυτές ο συγκεκριμένος δείκτης υποτιμά τον κίνδυνο και παρουσιάζει ένα πιο ωραιοποιημένο αποτέλεσμα.

Στον πίνακα 4.2 που ακολουθεί φαίνονται ταξινομημένα κατά αύξουσα σειρά το κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο με τον αντίστοιχο δείκτη Sharpe που πετυχαίνει.

Πίνακας 4.2 Κατάταξη ΑΚ κατά αύξουσα σειρά σύμφωνα με τον δείκτη Sharpe

A/A	Όνομα Αμοιβαίου Κεφαλαίου	Δείκτης Sharpe
1	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	-0.246758488
2	ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.257379314
3	ΑΛΡΗΑ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	-0.260624146
4	ΤΡΙΤΟΝ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.262469864
5	ALLIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.273381531
6	ΑΛΡΗΑ BLUE CHIPS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	-0.274671686
7	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP (ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	-0.280832517
8	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ (R)	-0.282450395
9	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ (R)	-0.284642554
10	EUROBANK I (LF) EQUITY GREEK EQUITIES	-0.284990673
11	ΑΛΡΗΑ TRUST HELLENIC EQUITY FUND	-0.29223311
12	ΜΕΤΛΙΦΕ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΑΙ ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	-0.300428782
13	ΔΗΛΟΣ (BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	-0.302998847
14	EUROBANK GF GREEK EQUITIES ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.314474098
15	EUROBANK (LF) EQUITY GREEK EQUITIES	-0.314877687
16	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.316332099
17	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤΟΧ. ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.318700508
18	3Κ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.321843714
19	ΑΤΤΙΚΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.327476301
20	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	-0.328288882
21	EUROBANK (LF) EQUITY FLEXI STYLE GREECE FUND	-0.331269997
22	ΑΛΡΗΑ TRUST NEW STRATEGY ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.36270478
23	CPB ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-0.403110709
24	ΤΗΤΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-0.6296819

Στον παραπάνω πίνακα όλα τα αμοιβαία κεφάλαια με εξαίρεση τα τρία πρώτα, έχουν τιμή του δείκτη Sharpe μικρότερη από την αντίστοιχη τιμή του δείκτη της αγοράς, του οποίου η τιμή είναι -0,267731097. Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι για τα αμοιβαία κεφάλαια αυτά ο επενδυτής-διαχειριστής καταφέρνει καλύτερες επιδόσεις ανά μονάδα κινδύνου που αναλαμβάνει μέσω της παθητικής διαχείρισης από ότι της ενεργής διαχείρισης.



Γράφημα 4.2 Γραμμή Κεφαλαιαγοράς (CML) και σύγκριση επιδόσεων κατά Sharpe

4.3.1 Διαφορά μεταξύ δείκτη Treynor και δείκτη Sharpe

Ο δείκτης Sharpe έχει ως βασικό κριτήριο μέτρησης του κινδύνου την τυπική απόκλιση, δηλαδή τον συνολικό κίνδυνο, ενώ από την άλλη πλευρά ο δείκτης Treynor χρησιμοποιεί και βασίζεται στον συντελεστή βήτα, δηλαδή τον συστηματικό κίνδυνο.

Όταν ένα χαρτοφυλάκιο έχει εξαλείψει τον μη συστηματικό κίνδυνο, που σημαίνει ότι είναι ένα πλήρως διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, οι δύο δείκτες θα δώσουν ακριβώς το ίδιο αποτέλεσμα από άποψη κατάταξης. Πρακτικά αυτό σημαίνει ότι ένα μη πλήρως διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο θα φαίνεται εμφανώς βελτιωμένο και σε υψηλότερη θέση με τη χρήση του δείκτη Treynor, από ότι με τη χρήση του δείκτη Sharpe.

Συνεπώς αυτό που αντιλαμβάνεται κανείς, είναι ότι οι δύο δείκτες αυτοί παρέχουν στους επενδυτές μας πληροφορία ανάλογα με την διαφοροποίηση του εκάστοτε χαρτοφυλακίου. Οπότε καλό θα ήταν ή να χρησιμοποιούνται

συμπληρωματικά οι δείκτες αυτοί ή μόνος ο δείκτης Sharpe που λαμβάνει υπόψη του τον συνολικό κίνδυνο.

4.4 Μέθοδος Modigliani and Modigliani (M^2)

Η κατάταξη των αμοιβαίων μετοχικών κεφαλαίων σύμφωνα με τους δείκτες Treynor και Sharpe μπορεί να δώσει πολύ χρήσιμες απαντήσεις στους επενδυτές μας για το αν ο κίνδυνος που αναλαμβάνουν επιλέγοντας το εκάστοτε αμοιβαίο κεφάλαιο ανταμείβεται με την αντίστοιχη απόδοση. Παρόλα αυτά όμως η ανάγκη για περισσότερη πληροφόρηση και βεβαιότητα για το αν έγινε η σωστή επιλογή οδήγησε στη χρήση της μεθόδου Modigliani and Modigliani ή αλλιώς γνωστή και ως M^2 μέθοδος. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή μπορεί κανείς να δει πόσο καλύτερη ή χειρότερη είναι η απόδοση ενός χαρτοφυλακίου σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Για μπορέσει να χρησιμοποιηθεί η μέθοδος M^2 θα πρέπει να δημιουργήσουμε ένα νέο χαρτοφυλάκιο με το κίνδυνο του προσαρμοσμένο στο κίνδυνο της αγοράς. Κατά αυτόν τον τρόπο το χαρτοφυλάκιο της αγοράς και το νέο χαρτοφυλάκιο που δημιουργήθηκε προσαρμόζοντας τον κίνδυνο αυτό θα έχουν την ίδια τυπική απόκλιση. Πρακτικά αυτό σημαίνει ότι οι αποδόσεις τους θα είναι πλέον συγκρίσιμες. Εύλογα τώρα δημιουργείται το ερώτημα πως εφαρμόζεται η μέθοδος αυτή. Η μέθοδος εφαρμόζεται με την εξής λογική, αν το εκάστοτε αμοιβαίο κεφάλαιο ή χαρτοφυλάκιο έχει μικρότερο κίνδυνο από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς, τότε το νέο χαρτοφυλάκιο, έστω P το όνομα του, που θα δημιουργήσουμε θα πρέπει να δανείζεται ένα ποσοστό με το ακίνδυνο επιτόκιο (R_f) και να επενδύει στο αμοιβαίο κεφάλαιο ή χαρτοφυλάκιο. Αν το αμοιβαίο κεφάλαιο ή χαρτοφυλάκιο έχει κίνδυνο μεγαλύτερο από εκείνο της αγοράς, τότε το νέο χαρτοφυλάκιο που θα δημιουργήσουμε θα πρέπει να επενδύει ένα ποσοστό στο χρεόγραφο μηδενικού κινδύνου και ένα ποσοστό του στο αμοιβαίο κεφάλαιο ή χαρτοφυλάκιο (Νούλας, 2016).

Το M^2 ορίζεται ως εξής:

$$M^2 = R_P - R_M$$

Όπου:

R_P : η απόδοση του νέου προσαρμοσμένου στο κίνδυνο χαρτοφυλακίου P

R_M : η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς

Για καλύτερη κατανόηση του τρόπου λειτουργίας της μεθόδου M^2 παρακάτω θα παρουσιαστεί ένα παράδειγμα με τη χρήση της μεθόδου αυτής σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο.

ALPHA BLUE CHIPS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC			
	Αμοιβαίο Κεφάλαιο	Χαρτοφυλάκιο Αγοράς (M)	Χρεόγραφο Μηδενικού Κινδύνου (F)
Μέση Μηνιαία Απόδοση (R)	0.001469	-0.000558	0.02
Τυπική Απόκλιση (σ)	0.067466	0.076786	

Παρατηρούμε ότι ο κίνδυνος του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι μικρότερος του κινδύνου της αγοράς. Αυτό σημαίνει ότι θα πρέπει να δανείσουμε με το ακίνδυνο επιτόκιο και να επενδύσουμε στο αμοιβαίο κεφάλαιο. Ο κίνδυνος του νέου χαρτοφυλακίου που θα προκύψει δίνεται από την εξής σχέση:

$$\sigma_P^2 = W_{AK}^2 * \sigma_{AK}^2 + W_F^2 * \sigma_F^2 - 2 * W_{AK} * \sigma_{AK} * W_F * \sigma_F \quad (4.1)$$

Επειδή όμως $\sigma_F = 0$, η σχέση (1) γίνεται :

$$\sigma_P^2 = W_{AK}^2 * \sigma_{AK}^2 \quad \text{ή} \quad \sigma_P = W_{AK} * \sigma_{AK} \quad (4.2)$$

Συνεπώς από τη σχέση (4.2) μπορούμε να πάρουμε να πάρουμε το ποσοστό που θα επενδυθεί στο AK:

$$W_{AK} = \frac{\sigma_P}{\sigma_{AK}} = 0,076786 / 0,067466 = 1,1381 \quad \text{και} \quad W_F = 1 - W_{AK}$$

Οπότε η απόδοση του νέου προσαρμοσμένου στο κίνδυνο της αγοράς χαρτοφυλακίου P είναι:

$$R_P = W_{AK} * R_{AK} + W_F * R_F$$

ή

$$R_P = 1,1381 * 0,001469 + (-0,1381) * 0,02 = -0,00109 \quad (4.3)$$

Οπότε από αντικαθιστώντας στη σχέση που δίνει την μέθοδο M^2 τη σχέση (4.3) και την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς έχουμε:

$$M^2 = R_P - R_M$$

ή

$$M^2 = -0,00109 - (-0,000558) = -0,000532$$

Επομένως, το συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι το συγκεκριμένο μετοχικό αμοιβαίο κεφάλαιο υπολείπεται του χαρτοφυλακίου της αγοράς κατά 0,05% ή αλλιώς το χαρτοφυλάκιο της αγοράς είναι καλύτερο κατά 0.05% από το συγκεκριμένο ΑΚ.

Εργαζόμενοι όπως στο παραπάνω παράδειγμα και πραγματοποιώντας συγκρίσεις μεταξύ του κινδύνου του εκάστοτε αμοιβαίου κεφαλαίου και του κινδύνου της αγοράς προκύπτει ότι όλα τα αμοιβαία κεφάλαια με εξαίρεση τέσσερα από αυτά έχουν μικρότερο κίνδυνο από αυτό της αγοράς συνεπώς θα πρέπει να γίνει προσαρμογή τους στο επίπεδο του κινδύνου της αγοράς όπως στο παράδειγμα που παρουσιάστηκε πρωτίτερα ενώ για τα υπόλοιπα θα πρέπει να επενδυθεί ένα ποσοστό στο χρεόγραφο μηδενικού κινδύνου και ένα ποσοστό στο ΑΚ.

Έτσι από την ανάλυση που πραγματοποιείται και με βάση την αντίστοιχη προσαρμογή του κάθε χαρτοφυλακίου στο κίνδυνο της αγοράς (δηλαδή στον κίνδυνο του γενικού δείκτη) στο παρακάτω πίνακα 4.3 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της ανάλυσης αυτής.

Ειδικότερα παρατηρώντας τον παρακάτω πίνακα μπορεί κανείς να προσέξει ότι τέσσερα από τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια που μελετώνται στη διπλωματική εργασία αυτή δεν υπολείπονται της απόδοσης του γενικού δείκτη, δηλαδή έχουν ή δίνουν μεγαλύτερη απόδοση στον επενδυτή μας από αυτή του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Πίνακας 4.3 Ανάλυση Αμοιβαίων Κεφαλαίων σύμφωνα με το M²

A/A	Αμοιβαίο Κεφάλαιο	M ²	Σύγκριση
1	3Κ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.004155091	Υπολείπεται
2	ALLIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.000433874	Υπολείπεται
3	ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0.000794872	Δεν υπολείπεται
4	ALPHA BLUE CHIPS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	-0.00053294	Υπολείπεται
5	ALPHA TRUST HELLENIC EQUITY FUND	-0.001881412	Υπολείπεται
6	ALPHA TRUST NEW STRATEGY ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.007292649	Υπολείπεται
7	ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	0.000545714	Δεν υπολείπεται
8	ΑΤΤΙΚΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.004587595	Υπολείπεται
9	CPB ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-0.010395259	Υπολείπεται
10	EUROBANK (LF) EQUITY FLEXI STYLE GREECE FUND	-0.004878898	Υπολείπεται
11	EUROBANK (LF) EQUITY GREEK EQUITIES	-0.003620198	Υπολείπεται
12	EUROBANK GF GREEK EQUITIES ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.003589208	Υπολείπεται
13	EUROBANK I (LF) EQUITY GREEK EQUITIES	-0.001325294	Υπολείπεται
14	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤΟΧ. ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.003913737	Υπολείπεται
15	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	-0.00464999	Υπολείπεται
16	METLIFE ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΑΙ ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	-0.002510724	Υπολείπεται
17	ΤΗΤΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-0.027792754	Υπολείπεται
18	ΤΡΙΤΟΝ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0.000403989	Δεν υπολείπεται
19	ΔΗΛΟΣ (BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	-0.002708069	Υπολείπεται
20	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP (ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	-0.001006006	Υπολείπεται
21	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.003731877	Υπολείπεται
22	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	0.001610403	Δεν υπολείπεται
23	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ (R)	-0.001130236	Υπολείπεται
24	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ (R)	-0.001298563	Υπολείπεται

Πίνακας 4.4 Ποσοστά επένδυσης και προσαρμοσμένης απόδοσης των ΑΚ

A/A	Αμοιβαίο Κεφάλαιο	W_{AK}	W_F	R_p
1	3Κ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	1.28982732	-0.28982732	-0.00471
2	ALLIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	1.051402125	-0.051402125	-0.00099
3	ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0.973169588	0.026830412	0.000237
4	ALPHA BLUE CHIPS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	1.138143658	-0.138143658	-0.00109
5	ALPHA TRUST HELLENIC EQUITY FUND	1.138363008	-0.138363008	-0.00244
6	ALPHA TRUST NEW STRATEGY ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	1.29417515	-0.29417515	-0.00785
7	ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ CLASSIC	1.128724515	-0.128724515	-1.2E-05
8	ΑΤΤΙΚΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	1.146316339	-0.146316339	-0.00515
9	CPB ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	1.035814976	-0.035814976	-0.01095
10	EUROBANK (LF) EQUITY FLEXI STYLE GREECE FUND	1.002755468	-0.002755468	-0.00544
11	EUROBANK (LF) EQUITY GREEK EQUITIES	0.991234751	0.008765249	-0.00418
12	EUROBANK GF GREEK EQUITIES ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	1.050380969	-0.050380969	-0.00415
13	EUROBANK I (LF) EQUITY GREEK EQUITIES	0.994740388	0.005259612	-0.00188
14	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤΟΧ. ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	1.039404399	-0.039404399	-0.00447
15	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	1.045931294	-0.045931294	-0.00521
16	ΜΕΤΛΙΦΕ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΑΙ ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	1.201621233	-0.201621233	-0.00307
17	ΤΗΤΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	1.425897384	-0.425897384	-0.02835
18	ΤΡΙΤΟΝ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	1.149818062	-0.149818062	-0.00015
19	ΔΗΛΟΣ (BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	0.984057414	0.015942586	-0.00327
20	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP (ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	1.090137286	-0.090137286	-0.00156
21	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	1.132553577	-0.132553577	-0.00429
22	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.)	1.291324017	-0.291324017	0.001052
23	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ (R)	1.148133196	-0.148133196	-0.00169
24	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ (R)	1.051200613	-0.051200613	-0.00186

Στον παραπάνω πίνακα 4.4 παρουσιάζονται τα ποσοστά που επενδύονται σε κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο και στο χρεόγραφο μηδενικού κινδύνου σε κάθε περίπτωση αντίστοιχα. Καθώς και η προσαρμοσμένη στον κίνδυνο απόδοση που προκύπτει.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο

ΜΕΛΕΤΗ ΣΧΕΣΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

5.1 Απλή Γραμμική Παλινδρόμηση

Η γραμμική παλινδρόμηση αποτελεί ένα εργαλείο, στατιστικομαθηματικό, το οποίο μπορεί να δώσει απαντήσεις σε ερωτήματα όπως το αν υπάρχει κάποια σχέση μεταξύ δύο μεταβλητών, δηλαδή αν υπάρχει σχέση εξαρτημένης και ανεξάρτητης μεταβλητής και αν υπάρχει τι είδους σχέση είναι αυτή. Πέρα από τον έλεγχο την ύπαρξης τέτοιου είδους σχέσης η γραμμική παλινδρόμηση είναι χρήσιμη για την πρόβλεψη των τιμών της μίας μεταβλητής (της εξαρτημένης) σε σχέση με τις τιμές της άλλης μεταβλητής (της ανεξάρτητης).

Η μαθηματική σχέση που περιγράφει την απλή γραμμική παλινδρόμηση μεταξύ δύο μεταβλητών και περιγράφει τη σχέση ή το είδος της σύνδεσης τους δίνεται από τον εξής τύπο:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 * X_i + \varepsilon_i, i = 1, \dots, n \quad (5.1)$$

Όπου:

Y_i : η εξαρτημένη μεταβλητή της παλινδρόμησης

X_i : η ανεξάρτητη μεταβλητή της παλινδρόμησης

β_0, β_1 : παράμετροι του μοντέλου της απλής γραμμής παλινδρόμησης

ε_i : σφάλματα του μοντέλου απλής γραμμικής παλινδρόμησης, περιέχει και πιθανούς άλλους παράγοντες που επηρεάζουν την Y_i εκτός της X_i

n : το πλήθος των παρατηρήσεων ή μέγεθος του δείγματος που έχουμε λάβει³¹

³¹ Μπατσίδης, 2014

Το εκτιμώμενο μοντέλο της απλής γραμμικής παλινδρόμησης που προκύπτει είναι το ακόλουθο:

$$\hat{Y}_i = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 * X_i \quad i=1,\dots,n \quad (5.2)$$

Όπου:

\hat{Y}_i : η εκτιμώμενη τιμή της εξαρτημένης μεταβλητής Y_i

$\hat{\beta}_0, \hat{\beta}_1$: οι εκτιμητές ελαχίστων τετραγώνων των παραμέτρων του μοντέλου που περιγράφεται στη σχέση (5.1). Η μεταβλητή $\hat{\beta}_0$ παριστάνει την τιμή της εξαρτημένης μεταβλητής για $X_i = 0$ και η μεταβλητή $\hat{\beta}_1$ εκφράζει τον ρυθμό μεταβολής της εξαρτημένης μεταβλητής του μοντέλου σε μοναδιαία μεταβολή της ανεξάρτητης μεταβλητής X_i ³².

Στη μελέτη αυτή και ειδικότερα στο κεφάλαιο αυτό, θα ερευνηθεί η σχέση που υπάρχει μεταξύ της μέσης μηνιαίας απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων και του συνολικού κινδύνου που αυτά εμπεριέχουν. Επομένως βάσει της σχέσης (5.1) που αναγράφεται παραπάνω έχουμε:

$$R_i = \beta_0 + \beta_1 * \sigma_i + \varepsilon_i, \quad i = 1, \dots, n \quad (5.3)$$

Όπου:

R_i : η μέση μηνιαία απόδοση του εκάστοτε αμοιβαίου κεφαλαίου (εξαρτημένη μεταβλητή)

σ_i : ο κίνδυνος του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου (ανεξάρτητη μεταβλητή)

β_0, β_1 : οι παράμετροι του μοντέλου της απλής γραμμικής παλινδρόμησης

ε_i : το σφάλμα του μοντέλου

n : το πλήθος των παρατηρήσεων που έχουμε, στη περίπτωση αυτή το πλήθος των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων

³² Μπατσίδης, 2014

Ενώ η αντίστοιχη εκτιμώμενη σχέση βάσει της (5.2) θα είναι:

$$\widehat{R}_i = \widehat{\beta}_0 + \widehat{\beta}_1 * \sigma_i \quad i=1,\dots,n \quad (5.4)$$

Όπου:

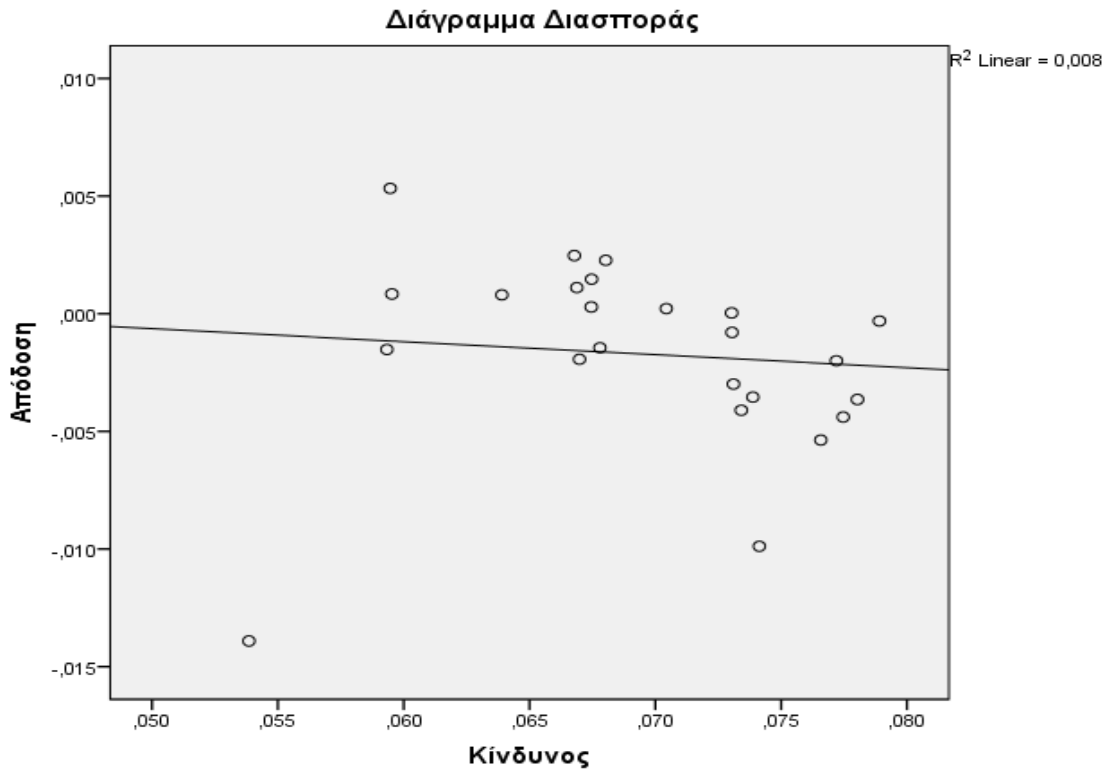
\widehat{R}_i : η εκτιμώμενη τιμή της εξαρτημένης μεταβλητής R_i

$\widehat{\beta}_0, \widehat{\beta}_1$: οι εκτιμητές ελαχίστων τετραγώνων των παραμέτρων του μοντέλου που περιγράφεται στη σχέση (5.3)

5.2 Εφαρμογή μοντέλου Απλής Γραμμικής Παλινδρόμησης

Στη παράγραφο αυτή θα γίνει μελέτη της σχέσης ανάμεσα στη μέση μηνιαία απόδοση των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων και του κινδύνου, δηλαδή της τυπικής απόκλισης.

Στο παρακάτω γράφημα 5.1, διάγραμμα διασποράς, παρουσιάζεται με μία πρώτη εικόνα η σύνδεση μεταξύ της απόδοσης (εξαρτημένη μεταβλητή) και του της τυπικής απόκλισης (ανεξάρτητη μεταβλητή). Το γράφημα προκύπτει με τη βοήθεια του μαθηματικού προγράμματος SPSS. Παρατηρώντας το διάγραμμα διασποράς θα μπορούσαμε να πούμε ότι τα δεδομένα προσαρμόζονται σε έναν αρκετά ικανοποιητικό βαθμό στο απλό γραμμικό μοντέλο της παλινδρόμησης.



Γράφημα 5.1 Προσαρμογή στο μοντέλο της Απλής Γραμμικής Παλινδρόμησης

Στη συνέχεια της παραγράφου αυτής τρέχουμε τα δεδομένα μας στο χρηματοοικονομικό-στατιστικό πρόγραμμα eViews. Δηλαδή αφού περάσουμε τα δεδομένα μας, τις μέσες μηνιαίες αποδόσεις του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου και τον κίνδυνο που διακατέχει το κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο αντίστοιχα, δημιουργούμε το μοντέλο της απλής γραμμικής παλινδρόμησης όπως φαίνεται από τη σχέση (5.3).

Αφού ολοκληρωθεί η διαδικασία αυτή, στον παρακάτω πίνακα 5.1 φαίνονται τα αποτελέσματα που λάβαμε από το πρόγραμμα.

Πίνακας 5.1 Συντελεστές Απλής Γραμμικής Παλινδρόμησης

Dependent Variable: ER				
Method: Least Squares				
Sample: 1 24				
Included observations: 24				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002127	0.008920	0.238494	0.8137
S	-0.055235	0.127879	-0.431927	0.6700
R-squared	0.008409	Mean dependent var		-0.001708
Adjusted R-squared	-0.036664	S.D. dependent var		0.004055
S.E. of regression	0.004128	Akaike info criterion		-8.062155
Sum squared resid	0.000375	Schwarz criterion		-7.963984
Log likelihood	98.74586	Hannan-Quinn criter.		-8.036110
F-statistic	0.186561	Durbin-Watson stat		2.071233
Prob(F-statistic)	0.669998			

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει το εκτιμώμενο μοντέλο της απλής γραμμικής παλινδρόμησης, το οποίο βάσει της σχέσης (5.4) είναι το εξής:

$$\hat{R}_t = 0,002127 - 0,055235 * \sigma \quad (5.5)$$

Από τη σχέση (5.5) παίρνουμε ότι οι εκτιμητές των ελαχίστων τετραγώνων των παραμέτρων του μοντέλου είναι: $\hat{\beta}_0 = 0,002127$ και $\hat{\beta}_1 = - 0,055235$. Αυτό σημαίνει ότι για μηδενικό κίνδυνο, δηλαδή $\sigma = 0$ ο επενδυτής λαμβάνει εκτιμώμενη απόδοση 0,002127 και για κάθε μοναδιαία μεταβολή του κινδύνου σ η απόδοση μειώνεται ή αυξάνεται ανάλογα με το αν αυξάνεται ή μειώνεται ο κίνδυνος του εκάστοτε αμοιβαίου κεφαλαίου αντίστοιχα.

Πίνακας 5.2 Πίνακας Ανάδια

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	0,000003	1	0,000003	0,187	0,670 ^b
	Residual	0,000375	22	0,000017		
	Total	0,000378	23			

a. Dependent Variable: Απόδοση

b. Predictors: (Constant), Κίνδυνος

Ο πίνακας 5.2 (βλ. παραπάνω) αποτελεί τον πίνακα Ανάδια της απλής γραμμικής παλινδρόμησης που προέκυψε με τη χρήση του προγράμματος SPSS. Η πρώτη στήλη αφορά το μοντέλο, η δεύτερη στήλη του πίνακα περιέχει τα αθροίσματα των τετραγώνων του μοντέλου, δηλαδή της παλινδρόμησης (Regression), των υπολοίπων (Residual) και στο σύνολο (Total). Στη τρίτη στήλη είναι οι βαθμοί ελευθερίας ενώ στη τέταρτη στήλη είναι τα μέσα τετράγωνα τα προκύπτουν από τα αθροίσματα των τετραγώνων διαιρούμενα με τους αντίστοιχους βαθμούς ελευθερίας τους και στη πέμπτη στήλη είναι η τιμή του F-στατιστικού.

5.3 Έλεγχοι υποθέσεων και στατιστικοί έλεγχοι

Στη προηγούμενη παράγραφο έγινε μια πρώτη παρουσίαση του στατιστικού μοντέλου που θα μελετηθεί στο κεφάλαιο αυτό. Στη συνέχεια της παραγράφου αυτή θα πραγματοποιηθούν κάποια έλεγχοι, με τη χρήση της οικονομετρίας, για τη διαπίστωση της στατιστικής σημαντικότητας τόσο των συντελεστών του μοντέλου που φαίνεται στη σχέση (5.5) όσο και ολόκληρου του μοντέλου.

Η απλή γραμμική παλινδρόμηση περιγράφεται από τη σχέση (5.5) που φαίνεται παραπάνω και είναι της μορφής:

$$\hat{Y}_i = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 * X_i \quad i=1,\dots,n$$

Περιλαμβάνει μία εξαρτημένη μεταβλητή (απόδοση) και μία ανεξάρτητη μεταβλητή (κίνδυνος-τυπική απόκλιση). Το δείγμα μας αποτελείται από 24 παρατηρήσεις. Ως επίπεδο σημαντικότητας α επιλέγεται το 5% ή 0.05.

Ο πρώτος έλεγχος που πραγματοποιείται αφορά την στατιστική σημαντικότητα των συντελεστών του μοντέλου που κατασκευάστηκε. Δηλαδή ορίζεται ως μηδενική υπόθεση η $H_0 : \beta = 0$ (δηλαδή ο συντελεστής βρέθηκε να είναι στατιστικά ασήμαντος) και ως εναλλακτική η $H_1 : \beta \neq 0$ (δηλαδή ο συντελεστής βρέθηκε να είναι στατιστικά σημαντικός). Η κρίσιμη περιοχή ορίζεται να είναι η p -τιμή (Prob) $< \alpha$ (επίπεδο σημαντικότητας), δηλαδή απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση H_0 .

Στον πίνακα 5.1, που παρουσιάστηκε παραπάνω, φαίνονται οι p -τιμές αντίστοιχα για κάθε συντελεστή. Έτσι παίρνουμε αντίστοιχα για κάθε συντελεστή, για τον β_0 η p -τιμή είναι $0,8137 > 0.05$ το οποίο σημαίνει ότι είναι στατιστικά ασήμαντος και για το β_1 είναι $0,6700 > 0.05$, όπου και πάλι έχουμε το ίδιο συμπέρασμα ότι είναι στατιστικά ασήμαντος, καθώς δεν μπορεί να απορριφθεί η μηδενική υπόθεση H_0 .

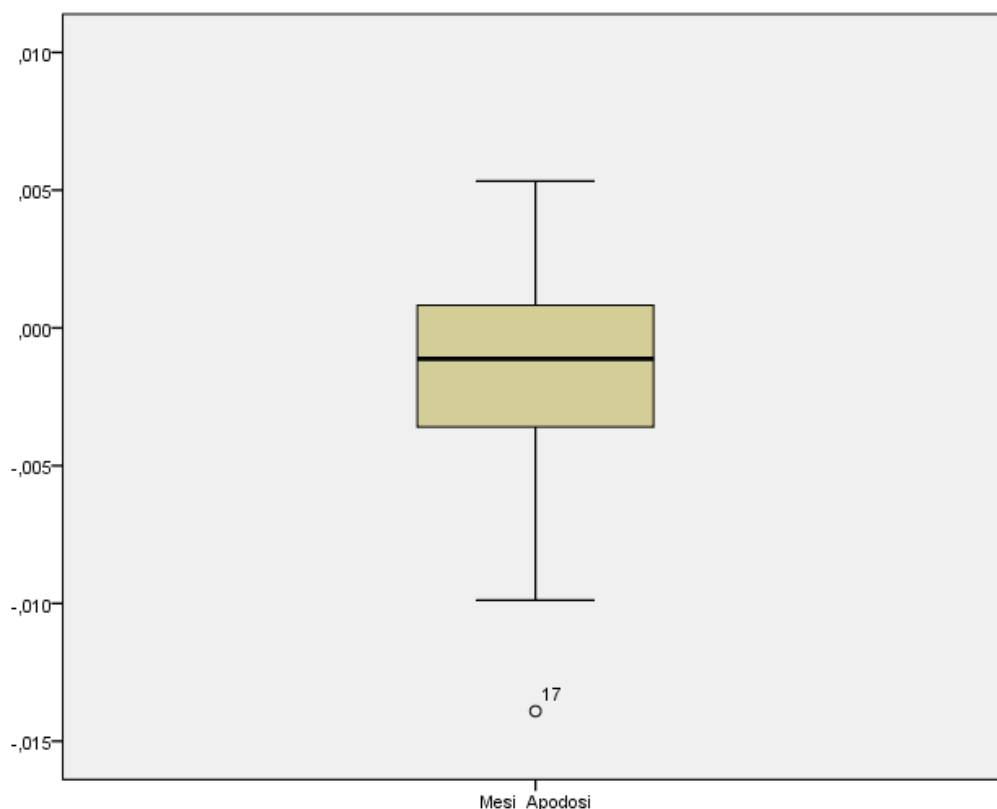
Ο δεύτερος έλεγχος που πραγματοποιείται αφορά την στατιστική σημαντικότητα του μοντέλου ολόκληρου. Δηλαδή ενδιαφέρει ο έλεγχος της μηδενικής υπόθεσης H_0 : Το μοντέλο δεν είναι στατιστικά σημαντικό έναντι της εναλλακτικής H_1 : Το μοντέλο είναι στατιστικά ασήμαντο. Η κρίσιμη περιοχή, όπως και προηγουμένως, ορίζεται να είναι η p -τιμή (Prob) $< \alpha$ (επίπεδο σημαντικότητας), που σημαίνει απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης H_0 . Ο συγκριμένος έλεγχος πραγματοποιείται μέσω του F -στατιστικού και την αντίστοιχη κρίσιμη τιμή (p -τιμή) του.

Στον πίνακα 5.1, που παρουσιάστηκε παραπάνω, μπορούμε να πάρουμε την κρίσιμη τιμή του F -στατιστικού, η οποία είναι $0.670 > 0.05$, μεγαλύτερη του αντίστοιχου επιπέδου σημαντικότητας που έχει επιλεγεί. Αυτό σημαίνει ότι δεν μπορεί να απορριφθεί η μηδενική υπόθεση, δηλαδή το μοντέλο δεν είναι στατιστικά σημαντικό.

Ακόμη ένα κριτήριο ελέγχου του μοντέλου παλινδρόμησης αποτελεί το R^2 , οποίο δείχνει τι ποσοστό της εξαρτημένης μεταβλητής επεξηγείται από την

ανεξάρτητη μεταβλητή. Στη συγκεκριμένη περίπτωση βλέποντας την τιμή του R^2 από τον πίνακα 5.1, είναι 0,0084 ή μόλις 0.84%. Αυτό σημαίνει ότι ένα πολύ μικρό μέρος της εξαρτημένης μεταβλητής, της απόδοσης, επεξηγείται από την ανεξάρτητη, τον κίνδυνο. Αυτό μπορεί να οφείλεται είτε στο γεγονός ότι δεν έχουν ληφθεί υπόψη και άλλοι παράγοντες που ενδεχομένως να έχουν επιρροή στην εξαρτημένη μεταβλητή μας ή στο μέγεθος του δείγματος που έχει επιλεγεί, το οποίο είναι μικρότερο του 30 και ίσως ένα μεγαλύτερο σε μέγεθος δείγμα να έδινε καλύτερα και αξιόπιστα αποτελέσματα.

Τα δεδομένα του δείγματος που έχει συλλέγει δεν δίνει καθόλου ενθαρρυντικά αποτελέσματα για το μοντέλο της απλής γραμμικής παλινδρόμησης. Πραγματοποιώντας έλεγχο ακραίων τιμών με τη χρήση του SPSS, όπως φαίνεται από το παρακάτω γράφημα 5.2, παρατηρούμε ότι υπάρχει μια ακραία τιμή, η οποία αντιστοιχεί στην 17 παρατήρηση του δείγματος που έχει επιλεγεί, η οποία αντιστοιχεί στο αμοιβαίο κεφάλαιο της Metlife Ελληνικό Μετοχικό Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης.



Γράφημα 5.2 Θηκόγραμμα Ακραίων Τιμών

Έτσι «τρέχοντας» τώρα το μοντέλο της απλής γραμμικής παλινδρόμησης εξαιρώντας από τη μελέτη μας και το δείγμα ταυτόχρονα τη παρατήρηση αυτή, συνεπώς τώρα θα έχουμε ένα δείγμα 23 παρατηρήσεων, παίρνουμε τα παρακάτω αποτελέσματα που φαίνονται στον πίνακα 5.3 (βλ. παρακάτω).

Πίνακας 5.3 Γραμμική Παλινδρόμηση Νέου Δείγματος

Dependent Variable: R				
Method: Least Squares				
Sample: 1 23				
Included observations: 23				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.021596	0.006462	3.342005	0.0031
S	-0.324775	0.091834	-3.536534	0.0020
R-squared	0.373267	Mean dependent var		-0.001178
Adjusted R-squared	0.343422	S.D. dependent var		0.003183
S.E. of regression	0.002579	Akaike info criterion		-9.000051
Sum squared resid	0.000140	Schwarz criterion		-8.901313
Log likelihood	105.5006	Hannan-Quinn criter.		-8.975219
F-statistic	12.50708	Durbin-Watson stat		1.597152
Prob(F-statistic)	0.001956			

Συνεπώς βάσει του παραπάνω πίνακα, το νέο μοντέλο της απλής γραμμικής παλινδρόμησης είναι το εξής:

$$\widehat{R}_t = 0,021596 - 0,324775 * \sigma \quad (5.6)$$

Έτσι από τη σχέση (5.6) παίρνουμε τις εξής πληροφορίες: ο σταθερός όρος $\widehat{\beta}_0$ παίρνει την τιμή 0,021596, πράγμα που σημαίνει ότι για μηδενικό επίπεδο κινδύνου ο επενδυτής λαμβάνει απόδοση 0,021596 ή περίπου 2%. Ενώ ο συντελεστής $\widehat{\beta}_1$ παίρνει την τιμή $-0,324775$, το οποίο σημαίνει ότι σε μοναδιαία αύξηση του κινδύνου η

απόδοση που λαμβάνει ο επενδυτής μειώνεται κατά $-0,324775$ ή περίπου -30% ή και αντίστροφα σε μία μοναδιαία μείωση του κινδύνου η απόδοση του επενδύτη αυξάνεται κατά τόσο αντίστοιχα.

Πραγματοποιώντας στη συνέχεια τους ίδιους ελέγχους με αυτούς που έγιναν παραπάνω, με το ίδιο επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=5\%$ και συγκρίνοντας τα με τις αντίστοιχες p-τιμές (Prob) των συντελεστών του μοντέλου τις απλής γραμμικής παλινδρόμησης, προκύπτει ότι κάθε συντελεστής πλέον είναι στατιστικά σημαντικός.

Αφού έχουμε p-τιμή του $\widehat{\beta}_0$ είναι μικρότερη του δεδομένου επιπέδου σημαντικότητας ($0,0031 < 0,05$), άρα απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση H_0 , άρα είναι στατιστικά σημαντικός. Αντίστοιχα και για τον συντελεστή $\widehat{\beta}_1$ η p-τιμή του είναι μικρότερη του δεδομένου επιπέδου σημαντικότητας ($0,0020 < 0,05$), άρα είναι στατιστικά σημαντικός αφού απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση H_0 .

Όμοια και για τον έλεγχο της στατιστική σημαντικότητας του μοντέλου όλου μέσω του F-στατιστικού, με την αντίστοιχη κρίσιμη τιμή του, απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση H_0 , καθώς η p-τιμή του είναι $0,001959 < 0,05$, που σημαίνει ότι το μοντέλο είναι στατιστικά σημαντικό.

Ένα ακόμη κριτήριο που αλλάζει είναι αυτό δείκτη R^2 , καθώς πλέον τώρα εμφανίζεται να είναι εμφανώς βελτιωμένος. Συγκεκριμένα τώρα ο συντελεστής αυτός λαμβάνει την τιμή $0,3732$ ή περίπου $37,32\%$ που σημαίνει ότι σε αυτό το ποσοστό της εξαρτημένης μεταβλητής μας επεξηγείται από την ανεξάρτητη μεταβλητή μας. Πάλι δεν αποτελεί καλό ποσοστό καθώς υπολείπεται και άλλη πληροφορία ή παράγοντες που δεν λαμβάνονται υπόψη, άλλα είναι εμφανώς βελτιωμένος σε σύγκριση με προηγούμενος.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Θέμα της διπλωματικής εργασίας αυτής αποτέλεσαν τα αμοιβαία κεφάλαια, τόσο σε θεωρητικό όσο και σε ερευνητικό επίπεδο. Σε πρώτο στάδιο παρουσιάστηκε ο θεσμός και ο τρόπος λειτουργίας των αμοιβαίων κεφαλαίων, καθώς και μία σύντομη εικόνα της πορείας και της εξέλιξης τους τόσο σε εγχώριο όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο. Ειδικότερα στη συνέχεια της μελέτης έγινε ανάλυση της απόδοσης και της σχέσης της με τον κίνδυνο των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων για τα τελευταία πέντε χρόνια.

Πιο συγκεκριμένα, βλέποντας κανείς την εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων, μπορεί εύκολα να παρατηρήσει ότι το ενεργητικό τους αυξάνεται με τρομακτικούς ρυθμούς σε παγκόσμια κλίμακα. Στηριζόμενοι σε στοιχεία και δεδομένα του European and Asset Management Association (EFAMA), το 2008 το σύνολο του ενεργητικού ανέρχεται σε 14,32 τρις εκατομμύρια ευρώ, ενώ στα τέλη του 2017 το ποσό αυτό ανέρχεται στα 44,3 τρις εκατομμύρια ευρώ. Έτσι εύκολα μπορεί να πει κάποιος ότι πρόκειται για μία τρομακτική διαφορά σε ένα διάστημα μικρότερο των δέκα ετών. Από την πλευρά όμως, στην Ελλάδα η πορεία και η εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν είναι τόσο ενθαρρυντική, διότι από το 2000 και έπειτα, ακολουθούν μια συνεχή καθοδική πορεία.

Στα πλαίσια της μελέτης που πραγματοποιήθηκε, συλλέχθηκε ένα δείγμα 24 μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Αφορούσε την αξιολόγηση τους μέσω του κινδύνου και της απόδοσης του κάθε χαρτοφυλακίου ΑΚ. Η απόδοση του εκάστοτε αμοιβαίου κεφαλαίου αποτελεί συνάρτηση του κινδύνου, καθώς κάθε επενδυτής ή διαχειριστής αναλαμβάνοντας μεγαλύτερο κίνδυνο-ρίσκο, αναμένει να λάβει πίσω και μεγαλύτερη απόδοση ως ανταμοιβή για αυτό. Σε κάθε περίπτωση όμως, τα αμοιβαία κεφάλαια δίνουν τη δυνατότητα ελαχιστοποίησης ή εξάλειψης του κινδύνου μέσω της σωστής διαχείρισης και της διαφοροποίησης. Δηλαδή ο κάθε επενδυτής ή διαχειριστής είναι σε θέση να εκμηδενίσει τον μη συστηματικό κίνδυνο, ο οποίος πηγάζει καθαρά από την εταιρία που προέρχεται το αμοιβαίο κεφάλαιο και έτσι να έχει να αντιμετωπίσει μόνο τον κίνδυνο που προέρχεται από την ίδια την αγορά και τις τρέχουσες συνθήκες της.

Η αξιολόγηση του κινδύνου των αμοιβαίων κεφαλαίων του δείγματος που έχει επιλεγεί στη μελέτη αυτή, έγινε μέσω της τυπικής απόκλισης (σ) και ο συστηματικός κίνδυνος μέσω του συντελεστή βήτα (β). Για τη μέτρηση της απόδοσης χρησιμοποιήθηκαν οι μέσες μηνιαίες αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων. Στο δείγμα των αποδόσεων υπάρχει πλήθος θετικών και δυστυχώς αρνητικών αποδόσεων.

Για την εκτίμηση και αξιολόγηση των αποδόσεων των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων έγινε χρήση αρχικά του συντελεστή μεταβλητότητας, για την μέτρηση του κινδύνου ανά μονάδα απόδοσης. Στη συνέχεια χρησιμοποιούνται οι δείκτες Treynor και Sharpe για την εκτίμηση των αποδόσεων και την κατάταξη τους σύμφωνα με αυτούς. Τα αποτελέσματα των κατατάξεων των ΑΚ με τη χρήση των δύο δεικτών διαφέρουν μεταξύ τους. Η διαφορά αυτή έγκειται στο γεγονός ότι στους δύο αυτούς δείκτες γίνεται διαφορετική χρήση κινδύνου. Παρά τις διαφορές στις κατατάξεις των ΑΚ με τη χρήση των δεικτών αυτών, ορισμένα ΑΚ διατηρούν σταθερά τις πρώτες ή τελευταίες θέσεις της κάθε λίστας αντίστοιχα.

Η εφαρμογή της μεθόδου των Modigliani and Modigliani (M^2) έδειξε το κατά πόσο οι επενδυτές πήραν τη σωστή απόφαση να επενδύσουν ή όχι στα χαρτοφυλάκια των αμοιβαίων κεφαλαίων τους έναντι του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Για την χρήση της μεθόδου αυτής απαιτούνταν να γίνει προσαρμογή του κινδύνου το εκάστοτε χαρτοφυλακίου με ΑΚ στον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου της αγοράς, έτσι ώστε να μπορούσαμε να κάνουμε τη σύγκριση αυτή.

Οι συγκρίσεις που πραγματοποιήθηκαν έδειξαν ότι σε μόλις τέσσερα αμοιβαία κεφάλαια οι επενδυτές μας ανταμείφθηκαν με υψηλότερες αποδόσεις (θετικός δείκτης M^2) από αυτές της αγοράς για την επιλογή τους να επενδύσουν στα ΑΚ αυτά. Τα ΑΚ που έλαβαν αρνητικές τιμές στον δείκτη M^2 , σημαίνει ότι είχαν και χαμηλότερες αποδόσεις από αυτή της αγοράς, συνεπώς η επένδυση σε αυτά θα είχε ως αποτέλεσμα χασούρα από πλευράς απόδοσης για τους επενδυτές ή διαχειριστές μας.

Με τη εφαρμογή του μοντέλου της Απλής Γραμμικής Παλινδρόμησης ερευνήθηκε η ύπαρξη ή όχι σχέσης εξάρτησης μεταξύ της μέσης μηνιαίας απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων και του κινδύνου τους. Από τα αποτελέσματα που λάβαμε προκύπτει το συμπέρασμα ότι υπάρχει σχέση εξάρτησης των δύο αυτών μεταβλητών, απλώς ότι τόσο δυνατή όσο θα θέλαμε ή θα ελπίζαμε. Αυτό γιατί ενδεχομένως να

υπάρχουν και άλλοι παράγοντες ή μεταβλητές που να επιδρούν σημαντικά στη σχέση αυτή, και οι οποίοι να μην λήφθηκαν υπόψη στη μελέτη αυτή ή ακόμη και το μέγεθος του δείγματος που επιλέχθηκε να μην ήταν το πλέον κατάλληλο για τη συγκεκριμένη μελέτη, προκειμένου να μπορούν τα συμπεράσματα αυτά να γενικευτούν.

ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ

Η παρούσα διπλωματική εργασία επικεντρώθηκε στη μελέτη και αξιολόγηση της απόδοσης και των ικανοτήτων επιλεκτικότητας ή διαχείρισης των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων των επενδυτών ή των διαχειριστών αυτών. Μια σκέψη ή πρόταση για μελλοντική μελέτη θα αποτελούσε η μελέτη και άλλων μεταβλητών ή παραγόντων που θα επηρέαζε τη σχέση μεταξύ απόδοσης και κινδύνου όπως η εποχικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων, δηλαδή αν η εποχή, για παράδειγμα αν είναι χειμώνας ή καλοκαίρι έχει επίπτωση στην απόδοση των μετοχών. Καθώς επίσης η κατάλληλη επιλογή χρεογράφων και ο σωστός συνδυασμός τους μπορεί να οδηγήσει και μεγιστοποίηση της απόδοσης και παράλληλα του κέρδους του κάθε επενδυτή.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Βασιλείου, Δ. Ηρειώτης, Ν (2009), *Ανάλυση Επενδύσεων και Διαχείριση Χαρτοφυλακίου*, Αθήνα: Rosili.

Μπατσίδης, Α. (2014), *Στατιστική Ανάλυση Δεδομένων με το SPSS*, Ιωάννινα : Πανεπιστημιακές Εκδόσεις Πανεπιστημίου Ιωαννίνων.

Νούλας, Α. (2016), *Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου*, Θεσσαλονίκη: Δεύτερη Έκδοση.

Φιλίππας, Ν. (2010), *Αμοιβαία Κεφάλαια η Ελληνική Πραγματικότητα και οι Σύγχρονες Διεθνείς Εξελίξεις*, Αθήνα: Ιδιωτική Έκδοση, Ελευθερουδάκης.

Εφημερίς της κυβέρνησεως, (2012), «ΝΟΜΟΣ ΥΠ' ΑΡΙΘ. 4099 Οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες και ανώνυμες εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, Οδηγία 2009/65/ΕΚ. Προσαρμογή της ελληνικής νομοθεσίας στις διατάξεις των Οδηγιών 2010/ 78/ΕΕ, 2010/73/ΕΕ, 2011/96/ΕΕ, 2009/133/ ΕΚ, 2004/ 113/ΕΚ. Ευρωπαϊκή Συνεταιριστική Εταιρεία. Μέτρα εφαρμογής των Κανονισμών (ΕΚ) 1338/2001 και (ΕΕ) 1210/2010 περί προστασίας του ευρώ και άλλες διατάξεις.», Εφημερίς της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας, 20 Δεκεμβρίου.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, (2012), «Οργανωτικές απαιτήσεις για τη λειτουργία των ΑΕΔΑΚ, σύγκρουση συμφερόντων, κανονισμός συμπεριφοράς, διαχείριση κινδύνων και περιεχόμενο της σύμβασης μεταξύ θεματοφύλακα και εταιρείας διαχείρισης.» Ελληνική Δημοκρατία Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Ν.Π.Δ.Δ, 20 Δεκεμβρίου.

Ηλεκτρονικές Πηγές

Naftemporiki, (2018), «Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια»,
<https://www.naftemporiki.gr/finance/mtfCategory/ib503173/metoxika-ak-elladas>.

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, (2018), «ΟΣΕΚΑ»,
<http://www.hcmc.gr/el/oseka3>.

eforologia, (2018), «Νόμος 4099/2012»,
<https://www.e-forologia.gr/lawbank/document.aspx?digest=6CB6327298F3E880.1D031AEA53&version=2012/12/20>.

efama, (2014), «Worldwide Investment Fund Assets and Flows Trends in the Fourth Quarter of 2013»,
<http://www.efama.org/Publications/Statistics/International/Quarterly%20%20International/International%20Statistical%20Release%202013%20Q4%20Update.pdf>.

efama, (2015), «Worldwide Investment Fund Assets and Flows Trends in the Fourth Quarter of 2014»,
<http://www.efama.org/Publications/Statistics/International/Quarterly%20%20International/International%20Statistical%20Release%202014%20Q4.pdf>.

efama, (2016), «Worldwide Regulated Open-ended Fund Assets and Flows Trends in the Fourth Quarter of 2015»,
http://www.efama.org/Publications/Statistics/International/Quarterly%20%20International/160324_InternationalStatisticalRelease2015Q.pdf.

efama, (2017), «Worldwide Regulated Open-ended Fund Assets and Flows Trends in the Fourth Quarter of 2016»,
http://www.efama.org/Publications/Statistics/International/Quarterly%20%20International/170327_International%20Statistical%20Release%202016%20Q4.pdf.

efama, (2018), «Worldwide Regulated Open-ended Fund Assets and Flows Trends in the Fourth Quarter of 2017»,
https://www.efama.org/Publications/Statistics/International/Quarterly%20%20International/180327_International%20Statistical%20Release%20Q4%202017.pdf.

Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, (2013), «Σύντομη εικόνα αγοράς- 4ο τρίμηνο του 2013»,
http://www.ethe.org.gr/index.php?view=charts&year=2013&month=12&option=com_statistic&lang=el.

Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, (2014), «Σύντομη εικόνα αγοράς- 4ο τρίμηνο του 2014»,

http://www.ethe.org.gr/index.php?view=charts&year=2014&month=12&option=com_statistic&lang=el.

Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, (2015), «Σύντομη εικόνα αγοράς- 4ο τρίμηνο του 2015»,

http://www.ethe.org.gr/index.php?view=charts&year=2015&month=12&option=com_statistic&lang=el.

Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, (2016), «Σύντομη εικόνα αγοράς- 4ο τρίμηνο του 2016»,

http://www.ethe.org.gr/index.php?view=charts&year=2016&month=12&option=com_statistic&lang=el.

Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, (2017), «Σύντομη εικόνα αγοράς- 4ο τρίμηνο του 2017»,

http://www.ethe.org.gr/index.php?view=charts&year=2016&month=12&option=com_statistic&lang=el.

Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, (2018), «Κατανομή Συνολικού Ενεργητικού Αγοράς ανά εταιρία»

http://www.ethe.org.gr/index.php?view=mfmcdistributionassetcompany&newmenu=Y&option=com_statistic&Itemid=123&lang=el.

Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, (2018), «Μετοχικά ΟΣΕΚΑ»

http://www.ethe.org.gr/index.php?view=mfmcsmcategory&categoryId=10&reportDate1=2018-09-26&reportDate2=2018-10-26&newmenu=Y&dropdown=Y&mainmenu=Y&option=com_statistic&Itemid=123&lang=el.