



ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**Μέθοδοι αξιολόγησης επίδοσης χαρτοφυλακίων:
Μια εμπειρική έρευνα στα μετοχικά
χαρτοφυλάκια αμοιβαίων κεφαλαίων**



**Πανεπιστήμιο Μακεδονίας
Σχολή :Επιστημών Διοίκησης Επιχειρήσεων
Τμήμα: Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής
Πρόγραμμα: Μεταπτυχιακών σπουδών στην
Λογιστική φορολογία και Χρηματοοικονομική
Διοίκηση**

Μπρέγκασι Μπεσμίρ:

**Επιβλέπων Καθηγητής:
Νούλας Αθανάσιος**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΘΕΜΑ: «Μέθοδοι αξιολόγησης επίδοσης χαρτοφυλακίων: Μια εμπειρική έρευνα στα μετοχικά χαρτοφυλάκια αμοιβαίων κεφαλαίων»

Πανεπιστήμιο Μακεδονίας

Σχολή :Επιστημών Διοίκησης Επιχειρήσεων

Τμήμα: Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής

Πρόγραμμα: Μεταπτυχιακών σπουδών στην Λογιστική φορολογία και Χρηματοοικονομική Διοίκηση

Μπρέγκασι Μπεσμίρ:

A.M.: MAS19018

Επιβλέπων Καθηγητής:

Νούλας Αθανάσιος

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ.....	2
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΑΤΩΝ	4
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ	5
ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	6
ABSTRACT.....	7
ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	8
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	9
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ	10
1.1 ΕΠΕΝΔΥΣΗ	10
1.1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	10
1.1.2 ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ.....	11
1.1.3 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ	12
1.1.3 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ	13
1.2 ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ	14
1.2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	14
1.2.2 ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	16
1.2.3 ΒΕΛΤΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	17
1.3 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	19
1.3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	19
1.3.3 Πλεονεκτήματα – Μειονεκτήματα Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	20
1.3.4 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	22
1.3.5 Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ	23
1.3.6 Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΕΝΤΟΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	27
1.4 ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ	30
1.4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	30
1.4.2 ΔΕΙΚΤΗΣ SHARPE	31
1.4.3 ΔΕΙΚΤΗΣ TREYNOR.....	32
1.4.4 ΔΕΙΚΤΗΣ SORTINO	32
1.4.5 ΔΕΙΚΤΗΣ ALPHA (JENSEN)	33
1.4.7 MORNINGSTAR	34
1.4.8 LIPPER	35
1.4.9 ΔΕΙΚΤΗΣ M2.....	36
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΠΡΩΤΟΓΕΝΗ ΕΡΕΥΝΑ	37

2.1 ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗ ΠΡΩΤΟΓΕΝΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ.....	37
2.1.1 ΤΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ ΠΟΥ ΕΠΙΛΕΓΧΤΗΚΑΝ	38
2.2 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.....	39
2.2.1 ΑΠΟΔΟΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ	39
2.2.2 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ	40
2.2.3 ΔΕΙΚΤΗΣ ΒΕΤΑ (ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ)	42
2.2.4 ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑΣ	43
2.2.5 ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΡΕΥΝΟΡ.....	44
2.2.6 ΔΕΙΚΤΗΣ SHARPE	45
2.2.7 ΔΕΙΚΤΗΣ JENSEN (ALPHA)	46
2.2.8 ΔΕΙΚΤΗΣ M²	48
2.2.9 ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΛΩΝ ΤΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ	49
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	51
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	53

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΑΤΩΝ

1.3.1: Ευρωπαϊκά κεφάλαια υπό διαχείριση	σ 24
1.3.2: Παγκόσμια ρυθμιζόμενα αμοιβαία κεφάλαια και ροές αμοιβαίων κεφαλαίων σε τρισεκατομμύρια ευρώ ανά τετράμηνο	σ 25
1.3.3: Διάρθρωση αμοιβαίων κεφαλαίων. Πρώτο τρίμηνο του 2020	σ 25
1.3.4: Καθαρά κεφάλαια Ευρωπαϊκών επενδύσεων ανά τρίμηνο σε τρισεκατομμύρια ευρώ	σ 26
1.3.5: Καθαρές πωλήσεις ICITS και AIFs ανά τρίμηνο σε δισεκατομμύρια ευρώ	σ 26
1.3.6: Σύνολο ενεργητικού σε δισεκατομμύρια ευρώ τα έτη 2009-2020	σ 29

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

1.3.1: Συνολικό ενεργητικό σε ευρώ και μερίδιο αγοράς 2020	σ 28
1.3.2: Σύνολο ενεργητικού σε δισεκατομμύρια ευρώ τα έτη 2009-2020	σ 29
2.2.1: Μέση εβδομαδιαία απόδοση χαρτοφυλακίων	σ 40
2.2.2: Κίνδυνος χαρτοφυλακίων αμοιβαίων κεφαλαίων και γενικού δείκτη	σ 41
2.2.3: Συστηματικός κίνδυνος χαρτοφυλακίων αμοιβαίων κεφαλαίων	σ 42
2.2.4: Συντελεστής Μεταβλητότητας χαρτοφυλακίων αμοιβαίων κεφαλαίων και γενικού δείκτη	σ 43
2.2.5: Δείκτης Treynor χαρτοφυλακίων και γενικού δείκτη	σ 44
2.2.6: Δείκτης Sharpe χαρτοφυλακίων αμοιβαίων κεφαλαίων και γενικού δείκτη	σ 46
2.2.7: Δείκτης Jensen (alpha) χαρτοφυλακίων αμοιβαίων κεφαλαίων	σ 47
2.2.8: Δείκτης M2 των χαρτοφυλακίων αμοιβαίων κεφαλαίων	σ 48
2.2.9: Συγκέντρωση όλων των δεικτών για κάθε χαρτοφυλάκιο αμοιβαίων κεφαλαίων	σ 50

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα επιθυμούσα να ευχαριστήσω το σύνολο των διδασκόντων του τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής και κυρίως, τον επιβλέποντα καθηγητή κ. Νούλα Αθανάσιο για την χρήσιμη καθοδήγησή του και για τις συμβουλές του καθ' όλη την διάρκεια της εργασίας μου. Θα ήθελα επίσης να ευχαριστήσω όλους όσους συνέβαλαν με οποιονδήποτε τρόπο στην επιτυχή ολοκλήρωση της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

ABSTRACT

The main goal of this thesis is the evaluation of equity mutual funds, and then to see if they constitute efficient investments. The portfolios were evaluated according to various methods like those of Treynor, Sharpe, Alpha (Jensen) and M². We evaluated 20 mutual funds for a five-year period and the main results are the following. The performances and risk of equity mutual funds are lower than the performance and risk of the market. Then, we evaluated the portfolios in accordance to the Sharpe index and concluded that the market portfolio has better results than the equity mutual funds. Also, through analyzing the alpha of Jensen we saw that all the portfolios had value almost zero. The analysis of M² showed that the performance of mutual funds was worse than the market portfolio.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Ο βασικός στόχος της διπλωματικής είναι η αξιολόγηση μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων και να δει αν αυτά αποτελούν μια ορθή επενδυτική κίνηση. Η αξιολόγηση έγινε για είκοσι αμοιβαία κεφάλαια για μια περίοδο πέντε ετών χρησιμοποιώντας δείκτες αξιολόγησης, όπως Treynor, Sharpe, Alpha του Jensen και M^2 . Τα κύρια αποτελέσματα είναι τα εξής. Οι αποδόσεις και οι κίνδυνοι των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων είναι χαμηλότερα από την απόδοση και τον κίνδυνο της αγοράς. Στη συνέχεια, αξιολογήσαμε τα χαρτοφυλάκια με βάση τον δείκτη Sharpe και συμπεράναμε ότι το χαρτοφυλάκιο της αγοράς έχει καλύτερα αποτελέσματα από τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια. Επιπρόσθετα, στην ανάλυση του δείκτη Alpha του Jensen παρατηρήσαμε ότι όλα τα χαρτοφυλάκια είχαν τιμή σχεδόν μηδέν. Τέλος, η ανάλυση του M^2 έδειξε η απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι χειρότερη από αυτήν των αμοιβαίων κεφαλαίων.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στα πλαίσια του μεταπτυχιακού προγράμματος σπουδών του τμήματος χρηματοοικονομικής διοίκησης και λογιστικής φορολογίας με κατεύθυνση την χρηματοοικονομική διοίκηση καλούμαι να εκπονήσω την διπλωματική μου εργασία διεκπεραιώνοντας μια εμπειρική μελέτη με θέμα «Μέθοδοι αξιολόγησης επίδοσης χαρτοφυλακίων».

Αρχικά κλήθηκα να αναζητήσω επενδυτικά προϊόντα που υπάρχουν στην αγορά εστιάζοντας κυρίως στα χαρτοφυλάκια και την επένδυση σε αυτά, αναλύοντάς τα μου κέντρισαν το ενδιαφέρον τα χαρτοφυλάκια των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ως πυρήνας της έρευνας ήταν τα μετοχικά χαρτοφυλάκια αμοιβαίων κεφαλαίων. Έτσι προχώρησα στην έρευνα θέλοντας να απαντήσω σε ένα βασικό ερώτημα το οποίο είναι: «Δεδομένου ότι στην αγορά υπάρχουν πολλές κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων, μια επένδυση σε μετοχικά χαρτοφυλάκια αμοιβαίων κεφαλαίων θα αποτελούσε ορθή επένδυση ;».

Αυτή η έρευνα είναι μια εμπειρική μελέτη στην οποία συλλέχτηκαν τιμές κλεισίματος από διάφορα μετοχικά χαρτοφυλάκια αμοιβαίων κεφαλαίων για πέντε έτη, υπολογίζοντας εβδομαδιαίες αποδόσεις για το καθένα. Τα δεδομένα της έρευνας προέρχονται από το site της Ναφτεμπορικής. Με βάση τα παραπάνω δεδομένα υπολογίστηκε η διακύμανση και η τυπική απόκλιση και στην συνέχεια πραγματοποιήθηκε η αξιολόγηση της επίδοσης των χαρτοφυλακίων με βάση κάποιους δείκτες. Η επεξεργασία των δεδομένων έγινε με το πρόγραμμα Excel.

Μέσα από την ανάλυση αυτή ο αναγνώστης θα μπορεί να αντιληφθεί και να αξιολογήσει την επένδυση σε μετοχικά χαρτοφυλάκια αμοιβαίων κεφαλαίων. Σκοπός της έρευνας είναι η διερεύνηση της αγοράς των χαρτοφυλακίων αμοιβαίων κεφαλαίων ως επενδυτική κίνηση εστιάζοντας πάντοτε στα μετοχικά χαρτοφυλάκια αμοιβαίων κεφαλαίων.

Ο γενικός στόχος της παρούσας μελέτης είναι η αναγνώριση των μετοχικών χαρτοφυλακίων αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς και η αξιολόγηση της επίδοσής τους. Οι ειδικοί στόχοι της έρευνας είναι η ανάλυση της επένδυσης και του επενδυτή, η παρατήρηση των χρηματοπιστωτικών αγορών και προϊόντων, η εμβάθυνση στα χαρτοφυλάκια και την λειτουργία τους, η διείσδυση στα χαρτοφυλάκια αμοιβαίων κεφαλαίων και τις επιμέρους κατηγορίες τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

1.1 ΕΠΕΝΔΥΣΗ

1.1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η χρηματοοικονομική ανάπτυξη είναι ένα από τα βασικά χαρακτηριστικά των σύγχρονων οικονομιών. Η χρηματοοικονομική παγκοσμιοποίηση ξεκινώντας από τις πιο ανεπτυγμένες χώρες και επεκτεινόμενη σε πολλές αναδυόμενες οικονομικά χώρες έχει καταλάβει τον κόσμο. Την σημερινή εποχή θεωρούμε δεδομένη την χρήση χρηματοοικονομικών εργαλείων και χρηματοοικονομικών προϊόντων από τους επενδυτές (Feenstra και Taylor, 2012). Σε μια οικονομία σημαντικό ρόλο έχουν τα χρηματιστήρια καθώς δίνουν την ευκαιρία της επένδυσης σε διάφορα χρηματοοικονομικά προϊόντα δίνοντας έτσι την δυνατότητα στους επενδυτές να πετύχουν μεγαλύτερες αποδόσεις από αυτές που παρέχουν οι τραπεζικές καταθέσεις (Νούλας, 2016).

Βασικό ρόλο στους επενδυτικούς ορίζοντες των επενδυτών έχουν τα θεσμικά χαρακτηριστικά κάθε χώρας, οι οικονομικές, οι νομικές και οι πολιτισμικές παράμετροι καθώς και η αβεβαιότητα οικονομικής και πολιτικής κατάστασης. Οι χώρες με χρηματοοικονομικό σύστημα βασισμένο στην αγορά, το οποίο νομικά προστατεύει τους επενδυτές με δικαστική αποτελεσματικότητα στην επιβολή του νόμου και ισχυρό νόμισμα, προσελκύουν μακροπρόθεσμους επενδυτές. Αντίθετα βραχυπρόθεσμοι επενδυτές δίνουν λιγότερη σημασία σε τέτοια χαρακτηριστικά κάθε χώρας, επειδή συμπεριφέρονται ευκαιριακά και επωφελούνται από τις αδύναμες δομές της διακυβέρνησης. Ωστόσο, μια χώρα με λιγότερο αναπτυγμένες χρηματοπιστωτικές αγορές θα μπορούσε να οδηγήσει σε μεγάλη αστάθεια, με αποτέλεσμα την αποχώρηση μεγάλου αριθμού βραχυπρόθεσμων επενδυτών και την συντριβή του χρηματιστηρίου (Doring κ.α., 2020).

Επιπλέον, ένα κράτος με αδυναμίες στην νομοθεσία περί επενδυτών επιδεινώνει τις δυσκολίες που αντιμετωπίζουν οι επενδυτές αποθαρρύνοντάς τους να επενδύουν με μακροχρόνιους στόχους. Αυτό συμβαίνει διότι η μακροπρόθεσμοι επενδυτές δίνουν μεγαλύτερη σημασία στο νομικό πλαίσιο κάθε χώρας θέλοντας να διασφαλίσουν τα δικαιώματά τους (Dissanaike κ.α., 2020). Ένας άλλος παράγοντας που επηρεάζει τις επενδύσεις είναι ο πολιτισμός και η εθνική κουλτούρα της εκάστοτε χώρας τα οποία μπορούν είτε να απωθήσουν είτε να προσελκύσουν επενδύσεις (Honlderness, 2017).

Τέλος τα λογιστικά πρότυπα που ακολουθεί η κάθε εταιρία μπορούν να επηρεάσουν τον επενδυτικό ορίζοντα των επενδυτών. Βγάζοντας αποτελέσματα με βασικά πρότυπα λογιστικής είναι δυνατή η προσέλκυση μακροπρόθεσμων επενδυτών. Οι βραχυπρόθεσμοι επενδυτές δεν προτιμούν τέτοια περιβάλλοντα και δεν δίνουν την ίδια βαρύτητα στα λογιστικά πρότυπα, και μάλιστα πολλοί από αυτούς θεωρούν ότι η αδυναμία στα λογιστικά πρότυπα μπορεί να τους ευνοήσει και να πετύχουν καλύτερα βραχυπρόθεσμα αποτελέσματα (Cremers και Pareek, 2015).

1.1.2 ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ

Η διαδικασία της κάθε επένδυσης φέρει μέσα της προσωπικά κίνητρα, προτιμήσεις και αντιλήψεις τα οποία επηρεάζονται από την ηλικία, το εισόδημα, την εκπαίδευση, την προσωπικότητα και την συμπεριφορά ως προς τον κίνδυνο του κάθε επενδυτή (Εξαδάκτυλος, 2009). Η συμπεριφορά του κάθε επενδυτή είναι αποτέλεσμα των εμπειριών του, της κληρονομικότητας και του περιβάλλοντός του που από κοινού την διαμορφώνουν (Βοσνιάδου, 2007).

Θέλοντας να ορίσουμε τους επενδυτές μπορούμε να πούμε ότι ο επενδυτής καθορίζεται από τον επενδυτικό του ορίζοντα. Από την μια πλευρά ταξινομούμε τους μακροπρόθεσμους επενδυτές που πριν την επένδυση παρακολουθούν στενότερα τις εταιρίες- τους διαχειριστές αυτών που θέλουν να επενδύσουν αφιερώνοντας αρκετό χρόνο για να μάθουν για την επένδυση και το πώς θα επωφεληθούν μακροπρόθεσμα (Edmans, 2014). Από την άλλη πλευρά ταξινομούμε τους βραχυπρόθεσμους επενδυτές οι οποίοι δεν δημιουργούν σχέσεις με τις εταιρίες και αντίθετα με τους πρώτους προσπαθούν να επωφεληθούν από την γρήγορη πώληση (Döring κ.α., 2019).

Όλοι οι επενδυτές υποφέρουν σε χώρες με φτωχό χρηματοοικονομικό πλαίσιο και αδυναμία επιβολής του νόμου. Ωστόσο, παρατηρούμε και κάποιους μακροπρόθεσμους επενδυτές να εστιάζουν την προσοχή τους σε αυτά. Έτσι, σε τέτοιες περιπτώσεις μπορούμε να πούμε ότι οι μακροπρόθεσμοι επενδυτές είναι αυτοί που πρέπει να αναλάβουν τον κίνδυνο διότι σε μια χώρα με οικονομικά και νομικά προβλήματα σε βάθος χρόνου πιθανόν να υπάρξει επιδείνωση της αξίας των μετοχών. Αντίθετα οι βραχυπρόθεσμοι επενδυτές συμπεριφέρονται ευκαιριακά και μπορεί να επωφελούνται από προσωρινή υποτίμηση μετοχών (Doring κ.α., 2020).

Ένας σημαντικός παράγοντας που επηρεάζει τις επενδύσεις είναι η αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής σε κάθε χώρα. Οι επενδυτές σε τέτοιες καταστάσεις τείνουν να μειώνουν τα κεφάλαια που επενδύουν σε κοινές μετοχές (Francis κ.α., 2020). Καλό είναι να σημειωθεί ότι σε περιπτώσεις, οικονομικής και πολιτικής αβεβαιότητας, δεν υπάρχει επαρκής πληροφόρηση προς τους επενδυτές με αποτέλεσμα την αύξηση της μεταβλητότητας και του κινδύνου στις επενδύσεις (Nagar κ.α., 2019).

Μιλώντας για τον κίνδυνο καλό θα ήταν να αναφερθεί ότι ένας βασικός διαχωρισμός των επενδυτών είναι μεταξύ αυτών που αγαπούν τον κίνδυνο και αυτών που τον αποφεύγουν. Οι πρώτοι στις μέρες μας τείνουν να λιγοστεύουν και η προσοχή επικεντρώνεται αποκλειστικά στην αποτροπή του κινδύνου. Ωστόσο, υπάρχουν αρκετοί λάτρεις του κινδύνου και ο ρόλος τους φαίνεται να είναι διαφορούμενος. Ένας ορθολογικός λάτρης κινδύνου διασφαλίζει ένα μέρος των χρημάτων που επενδύει για κάποια μελλοντική αποτυχία (Crainich κ.α., 2013).

Σε αναπτυσσόμενες χώρες οι επενδυτές αυξάνονται τα τελευταία χρόνια και ένας πολύ σημαντικός παράγοντας που βοηθάει στην αύξηση αυτήν είναι η αποτροπή προς τον κίνδυνο. Οι επενδυτές προσπαθώντας να μειώσουν τον κίνδυνο οδηγούνται σε χαμηλές αποδόσεις, έτσι μεγάλα κεφάλαια από αναδυόμενες οικονομίες μεταφέρονται σε αναπτυσσόμενες (Broner κ.α., 2010).

Βέβαια μια αλλαγή από λάτρης κινδύνου σε επενδυτή που θέλει να αποτρέψει τον κίνδυνο δεν γίνεται τόσο εύκολα για να γίνει αυτό ίσως θα πρέπει να υπάρξει μεγάλη μεταβολή στα χρήματα που διαθέτει για να επενδύσει (Jindapon, 2013). Τέτοιες μεγάλες αλλαγές μπορούν να εξηγηθούν από ένα μεγάλο σοκ, όπως μια τεράστια πτώση των τιμών που οδηγεί σε μείωση της περιουσίας του επενδυτή. Ένα τέτοιο μεγάλο σοκ επηρεάζει ψυχολογικά τον επενδυτή και αλλάζει τα συναισθήματα που τον παρακινούσαν να αναλάβει κίνδυνο και τώρα τον αποτρέπουν. (Guiso κ.α., 2018)

1.1.3 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα, το οποίο αποτελείται από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τις χρηματοπιστωτικές αγορές και τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, μεταφέρει τους περιορισμένους πόρους μιας οικονομίας από τους αποταμιευτές στους δανειζόμενους. Ο ρόλος των χρηματοπιστωτικών αγορών είναι να διευκολύνουν τη ροή κεφαλαίων από τις πλεονασματικές στις ελλειμματικές οικονομικές μονάδες διασφαλίζοντας την εφαρμογή συγκεκριμένων κανόνων και αυστηρών νόμων, την ελαχιστοποίηση των επενδυτικών κινδύνων, την απρόσκοπτη συμμετοχή όλων των ενδιαφερόμενων μερών και τέλος την διάχυση όλης της διαθέσιμης και σχετικής πληροφόρησης. Οι τιμές των διαφόρων χρηματοπιστωτικών προϊόντων διαμορφώνονται από τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης και έτσι επιτυγχάνεται η αποτελεσματική λειτουργία των αγορών και η δίκαιη αποτίμηση των προϊόντων που διαπραγματεύονται (Σουμπενιώτης και Ταμπακούδης, 2017).

Οι χρηματοπιστωτικές αγορές διακρίνονται σε χρηματαγορά και κεφαλαιαγορά ανάλογα με την διάρκεια των προϊόντων που διαπραγματεύονται. Στην πρώτη κατηγορία έχουμε τους χρηματοοικονομικούς τίτλους οι οποίοι είναι υποκατάστατα του χρήματος και η χρονική διάρκεια τους δεν ξεπερνά το ένα έτος. Τα προϊόντα της χρηματαγοράς χαρακτηρίζονται κυρίως από μεγάλη ρευστότητα και χαμηλό κίνδυνο. Έτσι μπορούμε να πούμε ότι όσοι επενδύουν σε τέτοια προϊόντα ενδιαφέρονται για ρευστότητα και ασφάλεια των κεφαλαίων και όχι για την απόδοση (Νούλας, 2015).

Οι κύριοι εκδότες των προϊόντων της χρηματαγοράς είναι οργανισμοί που χρηματοδοτούνται από το κράτος, μεγάλες τράπεζες είτε εγχώριες είτε ξένες, μεγάλες βιομηχανικές επιχειρήσεις και τοπικές κυβερνήσεις. Αυτοί οι οργανισμοί αποτελούν και τους κύριους επενδυτές, στους οποίους πρέπει να προστεθούν διάφοροι αποταμιευτικοί οργανισμοί, τα αμοιβαία κεφάλαια, τους μεγάλους επενδυτές, τα ταμεία συντάξεων καθώς και τις ασφαλιστικές υπηρεσίες (Αρσένος και Καλδής, 2013).

Στην δεύτερη κατηγορία έχουμε την κεφαλαιαγορά όπου αντίθετα με την χρηματαγορά εδώ διαπραγματεύονται χρηματοπιστωτικοί τίτλοι που έχουν μεγάλη διάρκεια λήξης και φέρουν σχετικά υψηλό κίνδυνο αποπληρωμής. Οι οικονομικές μονάδες χρησιμοποιούν τις αγορές κεφαλαίου για την χρηματοδότηση μακροχρόνιου επενδυτικού προγράμματος. Ουσιαστικά οι κεφαλαιαγορές εξυπηρετούν τις ανάγκες σε μακροπρόθεσμα κεφάλαια των οικονομικών μονάδων που μετέχουν σε αυτές. Αναλυτικότερα, τα χαρακτηριστικά των χρηματοπιστωτικών τίτλων που διαπραγματεύονται σε τέτοιες αγορές είναι: η παρουσία μεγάλου κινδύνου, ιδιαίτερα όταν αναφερόμαστε σε μετοχές οι οποίες αποτελούν απαιτήσεις συμμετοχής στο κεφάλαιο των επιχειρήσεων, η δυσκολία ρευστοποίησής τους σε αντίθεση με τα προϊόντα της χρηματαγοράς και τέλος η διάρκειά τους η οποία μπορεί να είναι από μεγάλο χρονικό διαστήματος έως και να μην έχουν χρονική λήξη (Κιοχος και Παπανικολάου, 2011).

1.1.3 ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

Τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα είναι συμφωνίες νομικού χαρακτήρα ανάμεσα σε δύο οικονομικές οντότητες στην οποία η μια οντότητα κατέχει ένα χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο και η άλλη μια χρηματοοικονομική υποχρέωση. Τα προϊόντα αυτά μπορούμε να τα χωρίσουμε σε δύο βασικές κατηγορίες τα ρευστά μέσα και στα χρηματοοικονομικά παράγωγα. Στην πρώτη κατηγορία εντάσσονται τα χρεόγραφα, τα δάνεια και οι καταθέσεις, η αξία των οποίων καθορίζεται από τον νόμο της προσφοράς και της ζήτησης δηλαδή από την ίδια την αγορά. Όσον αφορά τα χρηματοοικονομικά παράγωγα, η αξία εξαρτάται και επηρεάζεται από το προϊόν από το οποίο δημιουργείται. Σε αυτήν την κατηγορία εμπεριέχονται τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, προθεσμιακά συμβόλαια, συμβάσεις ανταλλαγής και δικαιώματα προαίρεσης (Σουμπενιώτης και Ταμπακούδης, 2017).

Τα χρεόγραφα με την σειρά τους διαχωρίζονται σε χρεωστικούς τίτλους βραχυπρόθεσμης και μακροπρόθεσμης διάρκειας. Στην βιβλιογραφία αυτές τις δυο κατηγορίες τις αναφέρουν και ως προϊόντα χρηματαγοράς και προϊόντα κεφαλαιαγοράς.

1.2 ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ

1.2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Χαρτοφυλάκιο είναι ένα σύνολο περιουσιακών στοιχείων όπως μετοχές, ομόλογα, αμοιβαία κεφάλαια και άλλα χρηματοπιστωτικά προϊόντα. Η σύνθεση του χαρτοφυλακίου γίνεται με σκοπό το μέγιστο δυνατό όφελος για συγκεκριμένο επίπεδο κινδύνου που είναι διατεθειμένος να αναλάβει ο κάθε επενδυτής. Ανάλογα με το επενδυτικό προφίλ των επενδυτών δημιουργούνται χιλιάδες διαφορετικές μορφές και μεγέθη χαρτοφυλακίων που απαιτούν μια διαδικασία αξιολόγησης και αποτίμησης της απόδοσης και του κινδύνου (Αρσένος και Καλδής, 2013).

Γενικά, η διαδικασία της δημιουργίας του χαρτοφυλακίου στοχεύει στον εντοπισμό του καλύτερου συνόλου από τίτλους προκειμένου να ικανοποιηθούν οι καθορισμένοι στόχοι (Stettina και Horz, 2015). Είναι μια δύσκολη διαδικασία αν υπολογιστούν οι διάφοροι περιορισμοί όπως είναι η σπατάλη πόρων και χρόνου που απαιτούνται και ο μεγάλος κίνδυνος αποτυχίας. Αυτό αποτελεί μείζον πρόβλημα για ιδιώτες αλλά κυρίως για οργανισμούς αν αναλογιστούμε ότι μια αποτυχία σε ένα χαρτοφυλάκιο μπορεί να θέσει σε κίνδυνο και τα υπόλοιπα χαρτοφυλάκια. Για τους παραπάνω λόγους συνήθως ορίζεται ένας διαχειριστής, η επιλογή του οποίου είναι και αυτή δύσκολη. Ο διαχειριστής θα κληθεί να αντιμετωπίσει δύσκολες καταστάσεις, θα πρέπει να αποδείξει με στοιχεία τις επιλογές του και πολλές φορές θα χρειαστεί να δείξει τα κριτήρια που χρησιμοποιήθηκαν στην αξιολόγηση που έκανε (Korotkov και Wu, 2019).

Τις τελευταίες δεκαετίες γίνονται πολλές προσπάθειες για την δημιουργία χαρτοφυλακίων. Ο διαχειριστής θα πρέπει να προσεγγίσει το θέμα από τρεις βασικές μεριές, η πρώτη σχετίζεται με την ανάλυση και αξιολόγηση πολλών κριτηρίων, η δεύτερη έχει να κάνει με την χρήση διάφορων μοντέλων προγραμματισμού και η τρίτη επικεντρώνεται στην ευφυΐα του διαχειριστή να μπορέσει να συνδυάσει τα πρώτα δύο και να δημιουργήσει έξυπνους αλγορίθμους. Με τα παραπάνω και έχοντας έναν μόνο στόχο θα καταφέρει να αντιμετωπίσει τα διάφορα προβλήματα. Καλό θα ήταν να αναφερθεί ότι στο παρελθόν τις παραπάνω τεχνικές τις χρησιμοποιούσαν ανεξάρτητα. Η χρήση της ιδέας, ότι δύο ή περισσότερες τεχνικές μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την σωστή δημιουργία ενός χαρτοφυλακίου, πρόσφατα προσέλκυσε το ενδιαφέρον (Danesh κ.α., 2018).

Για την επιλογή του πιο αξιόπιστου χαρτοφυλακίου πρέπει να γίνει μια μελέτη των ιστορικών επιδόσεων. Κατά την διαδικασία αξιολόγησης των χαρτοφυλακίων ένας επενδυτής θα πρέπει να εξετάσει τρεις πτυχές, τον μέσο όρο της αξίας, την ανοδική τάση της απόδοσης και τέλος την σταθερότητα. Το πρώτο αντιπροσωπεύει τη συνολική απόδοση, το δεύτερο αντικατοπτρίζει πιθανές διακυμάνσεις με την πάροδο του χρόνου και το τρίτο δείχνει την ικανότητα να παρέχει συνεχώς οφέλη και τον χαμηλότερο κίνδυνο αποτυχίας (Zhang κ.α., 2019).

Η επιτυχία του χαρτοφυλακίου εξαρτάται από τον χρόνο που θα αφιερώσουν στην δημιουργία του. Ανάλογα με το είδος των ενδιαφερόμενων δίνεται προτεραιότητα σε διαφορετικούς στόχους. Βέβαια, όταν αναφερόμαστε σε εταιρείες οι διαχειριστές υιοθετούν τους στόχους της εταιρείας και ως εκ τούτου ο καθορισμός των κριτηρίων επιτυχίας του χαρτοφυλακίου γίνεται στο πλαίσιο που θέτει κάθε εταιρεία. Επιπλέον, η επιτυχία απαιτεί και εξωτερικό προσανατολισμό από τις εταιρείες, όπως για παράδειγμα η ανάπτυξη νέων χαρτοφυλακίων και η εισαγωγή νέων προσφορών στην αγορά μπορεί να επιφέρουν σημαντικά αποτελέσματα (Martinsuo και Geraldi, 2020).

Οι εταιρείες ξεκινούν την δημιουργία των χαρτοφυλακίων για να εφαρμόσουν και να ανανεώσουν τις στρατηγικές τους. Ως σημείο εκκίνησης, ορίζουν το χαρτοφυλάκιο ως μια συλλογή από παραγόμενα έργα, προγράμματα και θυγατρικά χαρτοφυλάκια. Η διαχείριση των έργων χαρτοφυλακίου συντονίζει και ελέγχει τα πολλαπλά έργα που γίνονται ταυτόχρονα, στα οποία ο κάθε διαχειριστής δίνει προτεραιότητα στο δικό του χαρτοφυλάκιο. Έτσι μπορούμε να πούμε ότι η διαχείριση των χαρτοφυλακίων ακολουθεί τις στρατηγικές της εταιρείας και ταυτόχρονα μπορεί να φέρει σημαντικές αλλαγές σε αυτές. Ωστόσο, οι εταιρείες μπορούν να επιλέξουν να διαχειρίζονται τα χαρτοφυλάκια ξεχωριστά (Martinsuo και Geraldi, 2020).

Τα χαρτοφυλάκια έχουν διαφορετικά χαρακτηριστικά μεταξύ τους. Έτσι το πρόβλημα επιλογής γίνεται πιο σύνθετο. Στην βιβλιογραφία έχουν εξεταστεί πολλοί μέθοδοι και πολλές διαφορετικές διαδικασίες, οι οποίες έχουν δοκιμαστεί σε διάφορους τομείς και επενδυτικά χαρτοφυλάκια. Ωστόσο, ακόμα και αν βρεθεί η πιο κατάλληλη μέθοδος για ένα χαρτοφυλάκιο, το πιο πιθανό είναι να μην είναι και τόσο κατάλληλη για κάποιο άλλο χαρτοφυλάκιο. Επίσης, θα ήταν σκόπιμο να αναφερθεί ότι το ζήτημα αυτό έχει αναλυθεί από πολλούς ερευνητές και από διάφορες οπτικές γωνίες, αν και λόγω της πολυπλοκότητάς του, πολλές φορές τα ευρήματα είναι αντικρουόμενα μεταξύ τους. Συνεπώς, το θέμα χρήζει περαιτέρω έρευνας (Dash κ.α., 2018).

Τέλος, δεν είναι σωστό να αναφέρουμε ότι τα καλύτερα χαρτοφυλάκια στην αγορά είναι εκείνα με την καλύτερη αξιολόγηση ιστορικών αποδόσεων, καθώς η τελική αξιολόγηση γίνεται επί του αποτελέσματος. Έτσι, η επιλογή των χαρτοφυλακίων δεν θα πρέπει να εξαρτάται απλώς από τα ιστορικά χαρακτηριστικά. Πρόκειται για μια πολύπλοκη διαδικασία για την οποία απαιτούνται περισσότερες τεχνικές έτσι ώστε να γίνουν λιγότερες διορθώσεις στο μέλλον (Zhang κ.α., 2019).

1.2.2 ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Η ανησυχία που έχουν οι επενδυτές για τυχόν απώλειες είναι γνωστή ως αποτροπή από τον κίνδυνο. Ένα μεγάλο ερευνητικό θέμα στην θεωρία της χρηματοδότησης είναι ο προσδιορισμός και η ποσοτικοποίηση του κινδύνου αυτού. Η μέση διακύμανση προσδιορίζει τον κίνδυνο ενός χαρτοφυλακίου από την διακύμανση της απόδοσής του. Μέχρι στιγμής, οι επενδυτές εξετάζουν τις πραγματοποιημένες αποδόσεις των επενδύσεων. Ωστόσο, κανένας επενδυτής δεν έχει την τύχη να μπορεί να επενδύει με τέλεια προοπτική. Η ανάλυση, λοιπόν, της μέσης διακύμανσης εστιάζεται στις αναμενόμενες μελλοντικές αποδόσεις. Υπάρχει μια ποικιλία αναμενόμενων αποτελεσμάτων απόδοσης για συγκεκριμένο επίπεδο κινδύνου και κάθε αποτέλεσμα μπορεί να συμβεί με συγκεκριμένη πιθανότητα. (Hillier κ.α., 2012). Στην κλασική θεωρία χαρτοφυλακίου, ο κίνδυνος ταυτίζεται με την αστάθεια των αποδόσεων, δηλαδή όσο μεγαλύτερη είναι η μεταβλητότητα τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος. Η μεταβλητότητα αναφέρεται στην αβεβαιότητα και στις αλλαγές της αξίας του χαρτοφυλακίου και υπολογίζεται με βάση την αναμενόμενη απόδοση, την διακύμανση της αναμενόμενης απόδοσης και την τυπική απόκλιση (Markowitz, 1959).

Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος έχει οριστεί ως η απόκλιση από τις αναμενόμενες ιστορικές αποδόσεις κατά την διάρκεια μιας χρονικής περιόδου. Η κλασική θεωρία επιλογής χαρτοφυλακίου υποστηρίζει ότι η βασική πτυχή, που σχετίζεται με τον κίνδυνο ενός περιουσιακού στοιχείου, δεν είναι ο κίνδυνος του ίδιου του στοιχείου αλλά η συμβολή του στον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου. Ο κίνδυνος μπορεί να αναλυθεί σε δυο βασικά στοιχεία: στον συστηματικό κίνδυνο γνωστός και ως κίνδυνος της αγοράς και στον μη συστηματικό κίνδυνο που είναι γνωστός ως διαφοροποιήσιμος κίνδυνος (Mangram, 2013).

Ο συστηματικός κίνδυνος είναι μια μορφή κινδύνου σε μακροοικονομικό επίπεδο και επηρεάζει πολλά περιουσιακά στοιχεία ταυτόχρονα. Τέτοιοι κίνδυνοι μπορεί να οφείλονται σε γενικές οικονομικές συνθήκες, όπως για παράδειγμα ο πληθωρισμός, τα επιτόκια, τα επίπεδα ανεργίας, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες κ.α.. Κατά συνέπεια, ο κίνδυνος αυτός δεν μπορεί να εξαλειφθεί. Αντίθετα, ο μη συστηματικός κίνδυνος είναι μια μορφή κινδύνου σε μικροεπίπεδο που επηρεάζει μεμονωμένα στοιχεία ή μια μικρή ομάδα στοιχείων με κοινά χαρακτηριστικά. Ο μη συστηματικός κίνδυνος μπορεί να μειωθεί σημαντικά με την διαφοροποίηση των κινητών αξιών σε ένα χαρτοφυλάκιο. Ωστόσο, ο μη συστηματικός κίνδυνος ενώ μπορεί να μειωθεί αισθητά, δεν μπορεί να εξαλειφθεί πραγματικά, ανεξάρτητα από τις στρατηγικές και τα είδη περιουσιακών στοιχείων που περιέχει ένα χαρτοφυλάκιο (McClyre, 2010).

Η τιμή των περιουσιακών στοιχείων συνήθως κυμαίνεται διαχρονικά, είτε προς τα πάνω, είτε προς τα κάτω. Το εύρος αυτών των διακυμάνσεων γύρω από το μέσο ήταν από τα πρώτα εργαλεία που χρησιμοποιήθηκαν για τον προσδιορισμό του κινδύνου. Σύμφωνα με τον Markowitz και την θεωρία του χαρτοφυλακίου, όσο μεγαλύτερη είναι η διακύμανση γύρω από τον μέσο, τόσο πιο επικίνδυνο θεωρείται το περιουσιακό στοιχείο. Πλέον, στην χρηματοοικονομική, για την μέτρηση του κινδύνου στα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, πολύ συχνά χρησιμοποιείται η τυπική απόκλιση (Snorek, 2012).

Για την πρόβλεψη μελλοντικών αποδόσεων σε ένα χαρτοφυλάκιο εξετάζουμε την αναμενόμενη απόδοση, η οποία ορίζεται ως ο μέσος όρος μιας κατανομής πιθανοτήτων από πιθανές αποδόσεις. Συνήθως, η αναμενόμενη απόδοση αναφέρεται ως ο μέσος όρος αποδόσεων. Τα δύο πιο κοινά μέτρα για τον προσδιορισμό του κινδύνου, που σχετίζεται με την αναμενόμενη απόδοση, είναι η διακύμανση και η τυπική απόκλιση (Mangram, 2013).

1.2.3 ΒΕΛΤΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Τα χαρτοφυλάκια είναι περίπλοκα και ας αποτελούνται από μοναδικά, προσωρινά και αβέβαια στοιχεία. Η καθοδήγηση των κοινωνικών αλληλεπιδράσεων μεταξύ των επενδυτών και των διαχειριστών εμπεριέχεται στην οργανωτική διαδικασία, με σκοπό την ολοκλήρωση ενός χαρτοφυλακίου (Martinsuo και Geraldí, 2020).

Ένας διαχειριστής για να μπορέσει να βελτιώσει τα χαρτοφυλάκια θα πρέπει να συνδυάζει τρία χαρακτηριστικά. Το πρώτο αφορά την προβλεπτικότητα, η οποία σχετίζεται με τον εντοπισμό πιθανών ευκαιριών, λαμβάνοντας υπόψη τις μελλοντικές εξελίξεις και την αναζήτηση νέων ιδεών. Το δεύτερο έχει να κάνει με την προθυμία αποδοχής του κινδύνου και σχετίζεται με τις ευκαιρίες από την ανάληψη κινδύνων. Τέλος, το τρίτο χαρακτηριστικό είναι η καινοτομία, η οποία αναφέρεται στην διαφορετική αντιμετώπιση των υπαρχόντων λύσεων και γενικά έχει στόχο την ανάπτυξη νέων στρατηγικών (Mickiewicz κ.α., 2016).

Η στρατηγική μιας εταιρείας παίζει σημαντικό ρόλο στη δημιουργία ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Στην θεωρία διαχείρισης χαρτοφυλακίων, η στρατηγική αναγνωρίζεται ως ο καθορισμός των βασικών μακροπρόθεσμων στόχων, ο προσανατολισμός της εταιρείας στους στόχους αυτούς και η δημιουργία πλάνου δράσης για την επίτευξη αυτών των στόχων με την κατάλληλη κατανομή των πόρων. Η διαχείριση χαρτοφυλακίου διαδραματίζει καθοριστικό ρόλο στην εταιρεία, δίνοντάς της την ικανότητα να αντιδρά σε τυχόν αλλαγές στο περιβάλλον. Στην διαδικασία δημιουργίας χαρτοφυλακίου, η στρατηγική εφαρμόζεται στην επιλογή και στον προσδιορισμό των τίτλων. Για παράδειγμα, τέτοιες αποφάσεις είναι τα ρίσκα που θα χρειαστεί να πάρει ο διαχειριστής, με σκοπό την μεγιστοποίηση της αξίας του χαρτοφυλακίου (Kaufmann κ.α., 2020).

Στην βιβλιογραφία, οι δύο διαδοσμένες στρατηγικές είναι: η επιλογή μιας περιόδου που αναπτύχθηκε το 1952 από τον Markowitz και η επιλογή πολλαπλών περιόδων από τους Woodside-Oriakhi κ.α. το 2013. Στην πρώτη περίπτωση, έχουμε αντιστάθμιση μεταξύ του μέσου όρου και της διακύμανσης ενός χαρτοφυλακίου, με βάση την μέση διακύμανση σε επιλογή χαρτοφυλακίου μιας περιόδου. Αντίθετα, στην περίπτωση των χαρτοφυλακίων πολλαπλών περιόδων, ο επενδυτής έχει την δυνατότητα να επιλέξει μια ακολουθία συναλλαγών, για να κατανοήσει τα μεταβαλλόμενα σενάρια της αγοράς (Sehgal και Mehra, 2019).

1.3 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

1.3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στις σύγχρονες μορφές αποταμιεύσεων και επενδύσεων υπάρχει και η επιλογή των αμοιβαίων κεφαλαίων, τα οποία είναι περιουσιακά στοιχεία που σχηματίζονται από καταθέσεις πολλών αποταμιευτών. Τα κεφάλαια αυτά επενδύονται σε χρηματιστηριακούς και άλλους τίτλους και δημιουργούν χαρτοφυλάκια αμοιβαίων κεφαλαίων για λογαριασμό των αποταμιευτών. Σκοπός τους, όπως και σε όλα τα χαρτοφυλάκια, είναι η υψηλότερη δυνατή απόδοση με παράλληλη ελαχιστοποίηση του κινδύνου. Οι επενδύσεις ή αποταμιεύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια θεωρούνται αποδοτικές για μικρούς και μεγάλους επενδυτές (Αρσένος και Καλδής, 2013).

Τα αμοιβαία κεφάλαια είναι ένα πολύ δημοφιλές επενδυτικό μέσο, το οποίο επιτρέπει την επένδυση ακόμα και με μικρά ποσά, επενδύοντας στοχευμένα ή σε διαφοροποιημένες επενδυτικές στρατηγικές. Μια εταιρεία επενδύσεων συγκεντρώνει χρήματα από επενδυτές για να αγοράσει μετοχές, ομόλογα και άλλα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. Με την διαδικασία αυτή δημιουργούνται χαρτοφυλάκια αμοιβαίων κεφαλαίων (Huangler κ.α., 2020).

Στην βιβλιογραφία, οι περισσότερες μελέτες έχουν αποδείξει ότι τα αμοιβαία κεφάλαια αποδίδουν στην αγορά και ως έχουν χαμηλότερο μέσο όρο απόδοσης έναντι επενδύσεων σε μετοχές. Η χαμηλή απόδοση είναι λογική, διότι σε αποτελεσματικές αγορές μετοχών, οι διαχειριστές δυσκολεύονται να αυξήσουν την απόδοσή τους χωρίς προμήθειες. Γενικά, οι επενδυτές αμοιβαίων κεφαλαίων μεταβιβάζουν τις επενδύσεις τους σε διαχειριστές, με την ελπίδα να επωφεληθούν από τις δεξιότητές τους. Ωστόσο, πολλές έρευνες έχουν δείξει ότι οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων δεν μπορούν να νικήσουν την αγορά (Lee κ.α., 2020).

Ορίζοντας τα αμοιβαία κεφάλαια, θα μπορούσαμε να πούμε ότι είναι μια περιουσία που αποτελείται από κινητές αξίες και μετρητά, τα οποία ανήκουν στους μεριδιούχους με βάση τα κεφάλαια που έχουν επενδύσει. Οι επενδυτές προσφέρουν χρήματα στις ανώνυμες εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων και με αυτόν τον τρόπο δημιουργείται αυτή η περιουσία. Στην συνέχεια, τα χρήματα αυτά επενδύονται σε διάφορα χρηματοοικονομικά προϊόντα (Νούλας, 2016). Πιο συγκεκριμένα, οι εταιρείες επενδύσεων, που διαχειρίζονται αμοιβαία κεφάλαια, εφαρμόζουν τις στρατηγικές τους σύμφωνα με τους στόχους που καθορίζονται από το ενημερωτικό δελτίο του αμοιβαίου κεφαλαίου. Το ενημερωτικό δελτίο είναι ένα επίσημο νομικό έγγραφο, που παρέχει λεπτομέρειες στους επενδυτές σχετικά με μια επενδυτική προσφορά. Κατά συνέπεια, με τα αμοιβαία κεφάλαια, οι επενδυτές εμπιστεύονται τις αποταμιεύσεις τους σε επαγγελματίες διαχειριστές κεφαλαίων (Kiyamaz κ.α., 2019).

Όπως αναφέραμε και παραπάνω, η διαχείριση των αμοιβαίων κεφαλαίων αναλαμβάνεται από μια ανώνυμη εταιρία διαχείρισης, η οποία είναι στελεχωμένη με εξειδικευμένο προσωπικό. Το χαρτοφυλάκιο των αμοιβαίων κεφαλαίων ονομάζεται ενεργητικό και υποχρεωτικά φυλάσσεται σε κάποια τράπεζα, που ονομάζεται θεματοφύλακας. Το ενεργητικό διαιρείται σε μερίδια, τα οποία ανήκουν στους επενδυτές (Αρσένος και Καλδής, 2013).

Τα διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια ασκούν μια παθητική επενδυτική προσέγγιση και επαναλαμβάνουν ένα διεπιστημονικό διαφοροποιημένο δείκτη στην αγορά. Τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν μια πολύ καλή επιλογή για τα χαρτοφυλάκια των νοικοκυριών, καθώς υποφέρουν συνήθως από την δύσκολη βελτιστοποίηση του μέσου όρου απόδοσης. (Arrondel κ.α., 2016).

1.3.3 Πλεονεκτήματα – Μειονεκτήματα Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Ξεκινώντας από τα πλεονεκτήματα, καλό θα ήταν να αναφέρουμε ότι τα αμοιβαία κεφάλαια είναι μια δημοφιλής επενδυτική επιλογή. Οι έξυπνοι επενδυτές τα εκτιμούν διότι προσφέρουν μια μεγάλη ποικιλία επενδυτικών στρατηγικών. Επιπρόσθετα, τα αμοιβαία κεφάλαια παρέχουν διαφοροποίηση, θεωρούνται βολικά, οικονομικά αποδοτικά και τα διαχειρίζονται επαγγελματίες. Σε ορισμένες περιπτώσεις, όπως το πρόγραμμα συνταξιοδότησης, τα αμοιβαία κεφάλαια μπορεί να είναι η μοναδική διαθέσιμη επιλογή (Spieler κ.α., 2020).

Πιο συγκεκριμένα τα πλεονεκτήματα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι:

- **Άμεση ρευστότητα**

Ρευστότητα θεωρείται η ταχύτητα με την οποία μπορούμε να μετατρέψουμε ένα περιουσιακό στοιχείο σε ρευστό χρήμα, χωρίς απώλεια της αξίας του. Η ρευστότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι υψηλότερη από αυτή των μεμονωμένων μετοχών, ιδιαίτερα σε περιόδους μεγάλης αβεβαιότητας, όπου οι τιμές των μετοχών μειώνονται και όσοι χρειάζονται χρήματα αναγκάζονται να πουλήσουν σε τιμές χαμηλότερες από την αξία. Οι επενδυτές των αμοιβαίων κεφαλαίων μπορούν να ρευστοποιήσουν ανά πάσα στιγμή τα μερίδιά τους και να πάρουν το αντίτιμο αυτών εντός πέντε ημερών. Αυτή η δυνατότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων προέρχεται από ένα ποσοστό του ενεργητικού τους, που το έχουν για βραχυπρόθεσμα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Έτσι, η ρευστοποίηση πραγματοποιείται άμεσα και χωρίς απώλειες, δεδομένου ότι δεν γίνονται μαζικές ρευστοποιήσεις από όλους τους επενδυτές (Νουλας, 2016).

- **Επαγγελματίες Διαχειριστές**

Ένας επαγγελματίας διαχειριστής ή μια ομάδα έμπειρων επαγγελματιών δημιουργούν ένα χαρτοφυλάκιο αμοιβαίων κεφαλαίων. Οι διαχειριστές εφαρμόζουν αυστηρή έρευνα και ανάλυση, χρησιμοποιώντας πληροφορίες σε πραγματικό χρόνο, στα οποία δεν έχουν εύκολα πρόσβαση τυπικοί άνθρωποι. Η πλήρης απασχόληση και η άρτια εκπαίδευση των διαχειριστών, τους βοηθούν να παρακολουθούν την αγορά και να λαμβάνουν αποφάσεις καλύτερα από τους επενδυτές μερικής απασχόλησης (Spieler κ.α., 2020).

- Ευκολία και ευελιξία ποσού

Η επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια είναι εύκολη και βολική ταυτοχρόνως. Ουσιαστικά με ένα αρχικό εφάπαξ ποσό δημιουργούνται αυτόματα μηνιαίες συνεισφορές απευθείας από τον τραπεζικό λογαριασμό του επενδυτή. Κάθε χαρτοφυλάκιο αμοιβαίων κεφαλαίων έχει την δική του ελάχιστη αρχική επένδυση, οι τιμές της οποίας κυμαίνονται από εκατό έως τρεις χιλιάδες δολάρια (Spieler κ.α., 2020).

- Διαφάνεια και Δημοσιότητα

Η διαφάνεια αφορά τον τρόπο λειτουργίας των αμοιβαίων κεφαλαίων, την διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων, την ολοκληρωμένη ενημέρωση των επενδυτών σε ό,τι αφορά τις προμήθειες και τις οικονομικές καταστάσεις. Τα αμοιβαία κεφάλαια δημοσιεύουν το ενεργητικό και τις τιμές τους, και βάσει αυτών ο επενδυτής μπορεί να παρατηρεί και να συγκρίνει την πορεία των διάφορων αμοιβαίων κεφαλαίων σε καθημερινή βάση (Νούλας, 2016).

- Μείωση του κινδύνου

Η διαφοροποίηση μειώνει τον συνολικό κίνδυνο ενός χαρτοφυλακίου. Τα αμοιβαία κεφάλαια μπορούν να έχουν πολύ διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια καθότι έχουν τη δυνατότητα να επενδύουν σε με μεγάλη γκάμα χρηματοοικονομικών προϊόντων (Spieler κ.α., 2020).

Τέλος, θα μπορούσαμε να πούμε ότι τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν μια εξαιρετική επενδυτική επιλογή για άτομα τα οποία δεν θέλουν να αντιμετωπίσουν τις πολυπλοκότητες της διαφοροποίησης, διαθέτουν μικρό αρχικό κεφάλαιο προς επένδυση και μπορούν να κάνουν μικρές περιοδικές συνεισφορές (Spieler κ.α., 2020).

Όσον αφορά τα μειονεκτήματα, το κόστος αποτελεί ένα από τα βασικά. Οι επενδυτές επιβαρύνονται με έξοδα και χρεώσεις, ανεξάρτητα από το ποσό που χρειάζεται το ταμείο να λειτουργήσει. Τέτοια έξοδα είναι χρεώσεις πωλήσεων, ετήσια τέλη κ.α., τα οποία με την πάροδο του χρόνου καταλήγουν σε μείωση των συνολικών αποδόσεων. Επίσης, τα αμοιβαία κεφάλαια πρέπει να διατηρούν μετρητά στο αποθεματικό τους για την κάλυψη της ζήτησης εξαγοράς των επενδυτών. Σε περίπτωση, όμως, που έχουν υπερβολικά μετρητά ενδέχεται να μειωθεί η απόδοση (Kiyamaz κ.α., 2019).

Παρόλο που η επαγγελματική διαχείριση είναι ένα από τα πλεονεκτήματα των αμοιβαίων κεφαλαίων, ορισμένοι υποστηρίζουν ότι οι επαγγελματίες διαχειριστές δεν είναι καλύτεροι από τον μέσο επενδυτή, αφού και οι δύο επιλέγουν μετοχές και χρονοδιαγράμματα της αγοράς για αγοραπωλησίες κινητών αξιών στα χαρτοφυλάκιά τους. Επίσης, οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων ενδέχεται να προσπαθήσουν να κάνουν την στρατηγική window dress για την βελτίωση της απόδοσης του ταμείου. Window dressing είναι μια στρατηγική που χρησιμοποιούν οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων, κοντά στο τέλος ενός τριμήνου ή ενός έτους, για την ενίσχυση της εμφάνισης της απόδοσης του ταμείου. Αυτή η ενέργεια μπορεί να περιλαμβάνει πώληση τίτλων με αρκετά μεγάλη μείωση της αξίας τους και αγορά άλλων τίτλων με καλή απόδοση, ώστε το χαρτοφυλάκιο να φαίνεται καλύτερο και να προσελκύσει περισσότερους επενδυτές (Kiyamaz κ.α., 2019).

1.3.4 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Οι επενδυτές έχουν πρόσβαση σε πολλούς διαφορετικούς τύπους αμοιβαίων κεφαλαίων, οι οποίοι διαφοροποιούνται ανάλογα με τον κίνδυνο και την απόδοση που θέλουν να πετύχουν. Γενικά, όσο υψηλότερη είναι η πιθανή απόδοση τόσο υψηλότερος είναι ο κίνδυνος απώλειας (Kiyamaz κ.α., 2019).

Οι κύριες κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων είναι:

- Αμοιβαία κεφάλαια χρηματαγοράς

Τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς επενδύουν σε πολύ ασφαλείς τίτλους που λήγουν σε λιγότερο από δεκατρείς μήνες. Αυτά τα περιουσιακά στοιχεία, συνήθως, είναι ομόλογα του υπουργείου οικονομικών, βραχυπρόθεσμα εμπορικά γραμμάτια και πιστοποιητικά καταθέσεων. Οι αποδόσεις, οι κίνδυνοι και οι στόχοι είναι παρόμοια με μια εξοικονόμηση χρηματαγοράς σε τραπεζικούς λογαριασμούς (Spieler κ.α., 2020).

- Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύουν τουλάχιστον το εξήντα πέντε τοις εκατό του ενεργητικού τους σε έντοκα γραμμάτια ελληνικού δημοσίου, ομόλογα δημοσίου και άλλων εταιρειών. Το ποσοστό των μετοχών δεν μπορεί να ξεπερνά το δέκα τοις εκατό. Η απόδοσή τους καθορίζεται από την πορεία των επιτοκίων. Αυτή η κατηγορία απευθύνεται σε συντηρητικούς επενδυτές που ενδιαφέρονται για ένα σταθερό εισόδημα χωρίς μεγάλο κίνδυνο (Νούλας, 2016).

- Μεικτά Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα αμοιβαία κεφάλαια της κατηγορίας αυτής διατηρούν ισορροπία μεταξύ των μετοχών και των τίτλων σταθερής απόδοσης. Πρόκειται για εξειδικευμένες επενδύσεις που πραγματοποιούν και συνεχώς αναπροσαρμόζονται σύμφωνα με τις οικονομικές και πολιτικές συνθήκες που επικρατούν. Τα μεικτά αμοιβαία κεφάλαια προσφέρουν ποικιλία και διασπορά στους τίτλους, έτσι δημιουργούν υψηλότερη απόδοση για τους μεριδιούχους (Αρσένος και Καλδής, 2013).

- Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια επενδύουν συνήθως σε μετοχές εταιρειών από μια συγκεκριμένη χώρα. Αυτής της κατηγορίας τα χαρτοφυλάκια φέρνουν υψηλό κίνδυνο, αλλά επίσης παρέχουν μεγαλύτερες πιθανές αποδόσεις. Αυτό συμβαίνει διότι οι μετοχές έχουν ιστορικά υψηλότερες επιδόσεις από ότι οι άλλοι τύποι παραδοσιακών επενδύσεων. Τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια μπορούν επίσης να επικεντρωθούν σε εταιρείες από συγκεκριμένο κλάδο. Συνήθως, υπόκεινται σε κίνδυνο αγοράς ο οποίος σχετίζεται με τις διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών. Έχουν πολλές ποικιλίες που σχετίζονται με το σταθερό μέγεθος και το στυλ διαχείρισης. Επίσης, περιλαμβάνουν ταμεία ανάπτυξης, ταμεία για τον κάθε τομέα, κεφάλαια εισοδήματος και δείκτες κεφαλαίων. Όντας η μεγαλύτερη κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων, ο στόχος τους είναι να προσφέρουν μακροπρόθεσμη ανάπτυξη μαζί με το εισόδημα (Kiyamaz κ.α., 2019).

- Διεθνές – Παγκόσμιο

Σε αυτήν την κατηγορία, τα αμοιβαία κεφάλαια αγοράζουν τίτλους από όλο τον κόσμο. Συγκεκριμένα, τα διεθνή ταμεία επενδύουν έκτος χώρας παραγωγής. Αν και παρέχουν μια μεγάλη ευκαιρία διαφοροποίησης, συνεπάγονται επιπλέον κίνδυνοι, λόγω των διακυμάνσεων στην ισοτιμία των νομισμάτων και διάφοροι κίνδυνοι, που σχετίζονται με τις ξένες κυβερνήσεις (Spieler κ.α., 2020).

- Εξειδικευμένα Αμοιβαία κεφάλαια

Τα εξειδικευμένα αμοιβαία κεφάλαια εστιάζουν τις επενδύσεις τους σε ένα συγκεκριμένο τομέα ή κλάδο εντός της οικονομίας, όπως για παράδειγμα ο κλάδος της τεχνολογίας ή χρηματοοικονομικών εταιρειών. Αυτή η εξειδίκευση, τα καθιστά λιγότερο διαφοροποιημένα και ταυτόχρονα περισσότερο επικίνδυνα (Spieler κ.α., 2020).

1.3.5 Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ

Τις τελευταίες δύο δεκαετίες, τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν γίνει η κύρια επένδυση για μικρούς επενδυτές. Για παράδειγμα, στις αρχές του 21^{ου} αιώνα, ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων στις ΗΠΑ υπερέβησαν τον αριθμό των τίτλων που αναφερόντουσαν στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Αν και τα αμοιβαία κεφάλαια είναι σχετικά πρόσφατα, η προέλευση τους χρονολογείται από τις αρχές των οργανωμένων αγορών διαπραγμάτευσης μετοχών. Πριν από τον 18^ο αιώνα εμφανίστηκε ένας αριθμός επενδυτικών οχημάτων, που δημιούργησαν κοινά συμφέροντα σε μια ομάδα χρηματοοικονομικών και μη χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Αν και αυτά τα χρεόγραφα δεν ήταν πανομοιότυπα με τα σύγχρονα αμοιβαία κεφάλαια, είχαν μερικά παρόμοια χαρακτηριστικά. Η εξέλιξή τους ρίχνει φως στα πρώτα επενδυτικά καταπιστεύματα, για τη δημιουργία διαπραγματεύσιμης ιδιοκτησίας ενός χαρτοφυλακίου χρηματοοικονομικών τίτλων (Chambers και Dimson, 2016).

Στις Ηνωμένες Πολιτείες, η αγορά αυξήθηκε από περίπου 0,7 τρισεκατομμύρια το 1988 σε 4,5 τρισεκατομμύρια το 1997. Ο αριθμός των κεφαλαίων επεκτάθηκε με τον ίδιο ρυθμό και από 1.100 το 1988 έφτασε σε 6.900 το 1997. Στις αρχές του 21^{ου} αιώνα, ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι κατά προσέγγιση εξήντα τοις εκατό μεγαλύτερος από τον αριθμό των εισηγμένων τίτλων στην αγορά των ΗΠΑ. Στην αγορά της Ευρώπης, μέχρι το τέλος του 1997, υπήρχαν δύο τρισεκατομμύρια ευρώ περιουσιακών στοιχείων υπό διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων. Αυτά κατανεμήθηκαν σε 17.000 κεφαλαία, που προωθήθηκαν από 1.400 διαφορετικές ομάδες διαχειριστών. Αυτό σημαίνει ότι η ευρωπαϊκή βιομηχανία αμοιβαίων κεφαλαίων ήταν η δεύτερη μεγαλύτερη στον κόσμο και αντιπροσώπευε το είκοσι εννιά τοις εκατό των περιουσιακών στοιχείων του παγκόσμιου ταμείου (Otten κ.α., 2002). Σύμφωνα με την έρευνα του EFAMA (European Fund and Asset Management Association), που δημοσιεύθηκε το 2019 και το ακόλουθο διάγραμμα 1.3.1, τα περιουσιακά στοιχεία, που διαχειρίστηκαν στην Ευρώπη το 2018, ανήλθαν σε 23,1 τρισεκατομμύρια ευρώ, μια αύξηση 71% από το τέλος του 2007. Αυτή η μεγάλη αύξηση των περιουσιακών στοιχείων πηγάζει από την υψηλή απόδοση των μετοχών και των ομολόγων.

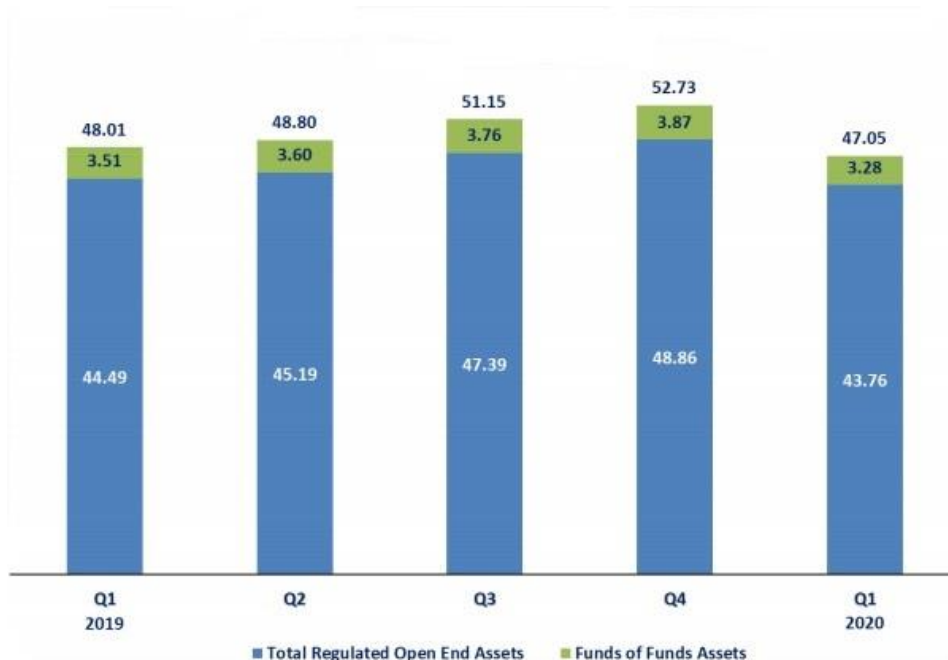


Διάγραμμα 1.3.1: Ευρωπαϊκά κεφάλαια υπό διαχείριση

Πηγή: EFAMA (2019).

[http://www.efama.org/Publications/Statistics/Asset%20Management%20Report/Asset ManagementReport2019.pdf](http://www.efama.org/Publications/Statistics/Asset%20Management%20Report/Asset%20ManagementReport2019.pdf)

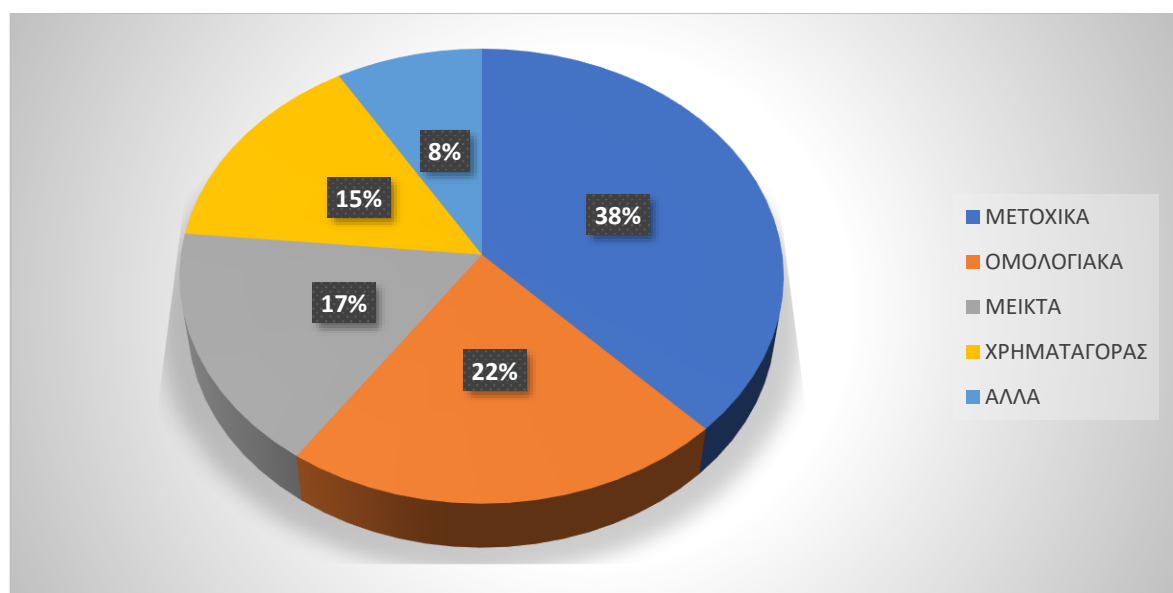
Σε παγκόσμιο επίπεδο, όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 1.3.2, τα περιουσιακά στοιχεία αμοιβαίων κεφαλαίων μειώθηκαν κατά 10,8%, δηλαδή από 52,73 τρισεκατομμύρια ευρώ το τελευταίο τρίμηνο του 2019 σε 47,05 τρισεκατομμύρια ευρώ το πρώτο τρίμηνο του 2020. Επίσης, η καθαρή ταμειακή ροή σε όλα τα κεφάλαια ανήλθε σε 617 δισεκατομμύρια ευρώ, σε σύγκριση με το τέταρτο τρίμηνο του 2019 που ήταν 808 δισεκατομμύρια ευρώ. Η έρευνα πραγματοποιήθηκε από το EFAMA και το ICI το 2020.



Διάγραμμα 1.3.2: Παγκόσμια ρυθμιζόμενα αμοιβαία κεφάλαια και ροές αμοιβαίων κεφαλαίων σε τρισεκατομμύρια ευρώ ανά τετράμηνο
 Πηγή: EFAMA 2020.

<https://www.efama.org/Publications/Statistics/International/Quarterly%20%20International/20%2006%20International%20Statistical%20Release%20Q1%202020.pdf>

Στο διάγραμμα 1.3.3, που ακολουθεί, παρατηρούμε την διάρθρωση των αμοιβαίων κεφαλαίων ανά τον κόσμο για το πρώτο τρίμηνο του 2020. Τα μετοχικά αμοιβαία κεφαλαία συγκεντρώνουν το μεγαλύτερο ποσοστό με 38%, έχοντας αρκετά μεγάλη διαφορά από τα ομολογιακά, που είναι τα αμέσως επόμενα με 22%. Ακολουθούν τα μεικτά και τα χρηματαγοράς με 17% και 15% αντίστοιχα. Από το παρακάτω διάγραμμα γίνεται κατανοητό ότι το μεγαλύτερο μέρος των αμοιβαίων κεφαλαίων ανά τον κόσμο είναι τα μετοχικά.

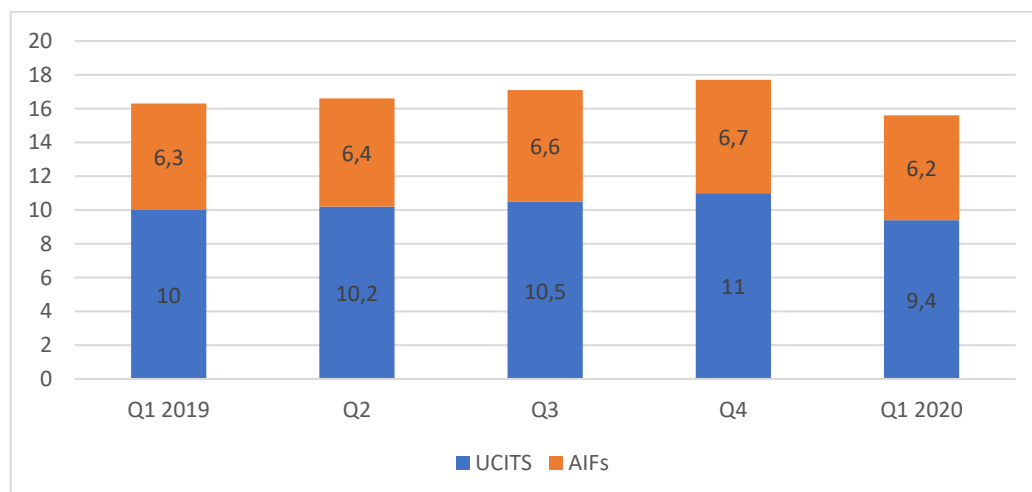


Διάγραμμα 1.3.3: Διάρθρωση αμοιβαίων κεφαλαίων. Πρώτο τρίμηνο του 2020

Πηγή: EFAMA 2020.

<https://www.efama.org/Publications/Statistics/International/Quarterly%20%20International/20%2006%20International%20Statistical%20Release%20Q1%202020.pdf>

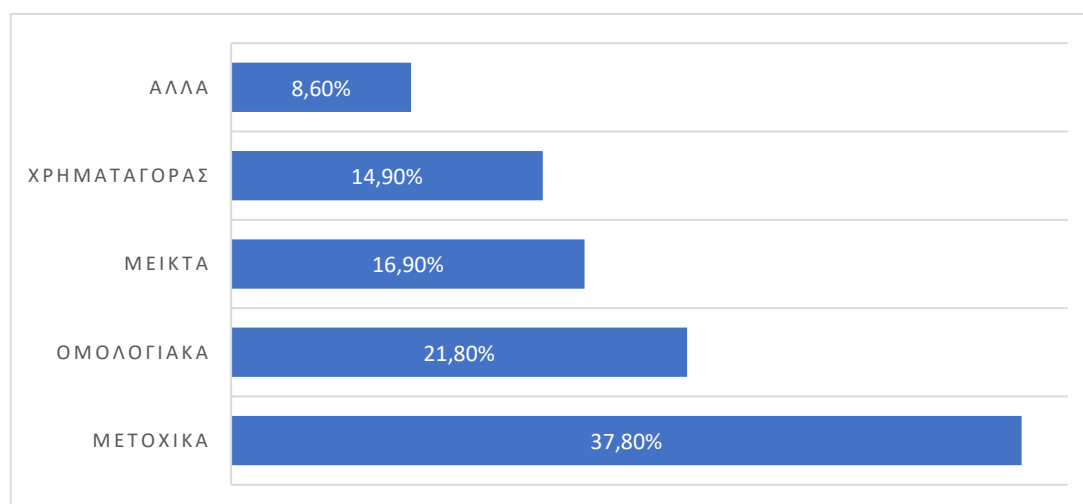
Εστιάζοντας στην Ευρώπη, παρατηρούμε ότι το σύνολο των καθαρών περιουσιακών στοιχείων, των UCITS και AIFs, μειώθηκαν κατά 11,6%, δηλαδή 15,68 τρισεκατομμύρια ευρώ από το τελευταίο τρίμηνο του 2019 στο πρώτο τρίμηνο του 2020, σύμφωνα με το διάγραμμα 1.3.4 και 1.3.5. Η απότομη πτώση των παγκόσμιων χρηματοοικονομικών αγορών, έπειτα από το ξέσπασμα του Covid-19, εξηγούν το 94% της πτώσης που προαναφέραμε, ενώ το υπόλοιπο 6% εξηγείται από καθαρές εκροές. Τα καθαρά περιουσιακά στοιχεία των UCITS μειώθηκαν κατά 14,5%, ενώ τα περιουσιακά στοιχεία των AIFs κατά 7,5%. Η διαφορά αυτή εξηγείται κυρίως από το γεγονός ότι το μερίδιο των ιδίων κεφαλαίων σε καθαρά περιουσιακά στοιχεία είναι σημαντικά υψηλότερο των UCITS έναντι των AIFs (EFAMA, 2020).



Διάγραμμα 1.3.4 : Καθαρά κεφάλαια Ευρωπαϊκών επενδύσεων ανά τρίμηνο σε τρισεκατομμύρια ευρώ.

Πηγή: EFAMA 2020.

<https://www.efama.org/Publications/Statistics/Quarterly/Quarterly%20Statistical%20Reports/20%2006%20Quarterly%20Statistical%20Release%20Q1%202020.pdf>



Διάγραμμα 1.3.5: Καθαρές πωλήσεις UCITS και AIFs ανά τρίμηνο σε δισεκατομμύρια ευρώ.

Πηγή: EFAMA 2020.

<https://www.efama.org/Publications/Statistics/Quarterly/Quarterly%20Statistical%20Reports/20%2006%20Quarterly%20Statistical%20Release%20Q1%202020.pdf>

1.3.6 Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΕΝΤΟΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Η ελληνική αγορά είναι μια αναδυόμενη αγορά, που μεγαλώνει και ωριμάζει σε ένα ολιγοπωλιακό χρηματοπιστωτικό σύστημα που κυριαρχείται από τράπεζες. Έτσι, θα μπορούσαμε να πούμε ότι είναι μια ξεχωριστή αγορά σε σχέση με τις αναπτυγμένες και ανταγωνιστικές βιομηχανίες των αγγλοσαξονικών χωρών. Η ελληνική βιομηχανία αμοιβαίων κεφαλαίων ιδρύθηκε το 1972 με την εισαγωγή ενός μετοχικού κεφαλαίου και ενός υβριδικού ταμείου. Από το 1989 και έπειτα από μια σειρά θεσμικών μεταρρυθμίσεων στην ελληνική κεφαλαιαγορά, τα αμοιβαία κεφάλαια είχαν ραγδαία ανάπτυξη. Ενώ το 1985 υπήρχαν μόνο δύο κρατικά αμοιβαία κεφάλαια με σχεδόν 4 δισεκατομμύρια δραχμές, μέχρι το τέλος του 2006 υπήρχαν είκοσι πέντε εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων, που πρόσφεραν 269 αμοιβαία κεφάλαια όλων των τύπων και διαχειρίζονταν περισσότερα από 23,90 δισεκατομμύρια ευρώ (Babalos κ.α., 2009).

Καλό θα ήταν να αναφερθεί ότι το 1999 το συνολικό ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων ανήλθε στα 35 δισεκατομμύρια ευρώ, ύψος ρεκόρ για την ελληνική αγορά. Από εκείνο το σημείο και έπειτα, η πορεία του συνολικού ενεργητικού ήταν πτωτική αντικατοπτρίζοντας την πορεία της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς. Στις 31/12/2015 το σύνολο του ενεργητικού ήταν στα επίπεδα του 1995 με μόλις επτά δισεκατομμύρια ευρώ (Νούλας, 2016).

Στις μέρες μας, το χρηματοπιστωτικό σύστημα κυριαρχείται από τις τέσσερις μεγάλες εμπορικές τράπεζες της χώρας, την Εθνική τράπεζα, την Τράπεζα Πειραιώς, την Alpha Bank και την Eurobank, οι οποίες κατέχουν το 88,27% του μεριδίου της αγοράς. Πιο αναλυτικά, στον πίνακα 1.3.1 βλέπουμε ότι οι εταιρείες της Eurobank και της Alpha bank (με δύο εταιρείες) κατέχουν το μεγαλύτερο μερίδιο στην αγορά με 28,51% και 29,08% αντίστοιχα (ethe.org.gr, 2020).

Πίνακας 1.3.1 : Συνολικό ενεργητικό σε ευρώ και μερίδιο αγοράς 2020.

A.E.Δ.Α.Κ.	Συν. ΟΣΕΚΑ	Ενεργητικό σε € την 1/1/2020	Μερίδιο αγοράς 30/06/2020
EUROBANK ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ.	129	2.152.473.282,11	28,51%
ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ.	43	1.609.151.283,12	18,72%
A.E.Δ.Α.Κ. ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ	2	1.404.942.098,42	18,46%
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ.	55	897.581.959,42	12,25%
ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ.	25	837.926.541,34	10,36%
ALPHA TRUST	17	260.449.046,52	3,14%
TRITON ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ.	6	174.555.210,34	2,12%
MetLife A.E.Δ.Α.Κ.	12	140.698.459,49	1,72%
3K INVESTMENT PARTNERS A.E.Δ.Α.Κ.	10	109.630.878,09	1,34%
ALLIANZ A.E.Δ.Α.Κ.	7	103.724.323,81	1,25%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ.	6	78.877.447,44	0,96%
ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ.	5	39.818.309,07	0,51%
Optima asset management A.E.Δ.Α.Κ.	5	32.038.705,27	0,40%
ATHOS ASSET MANAGEMENT	20	17.525.407,65	0,25%
ΣΥΝΟΛΑ	342	7.859.392.923,09	100,00%

Πηγή: Ethe.org.gr

http://www.ethe.org.gr/files/pdf/STATISTIKOI%20PINAKES_1594807955.pdf

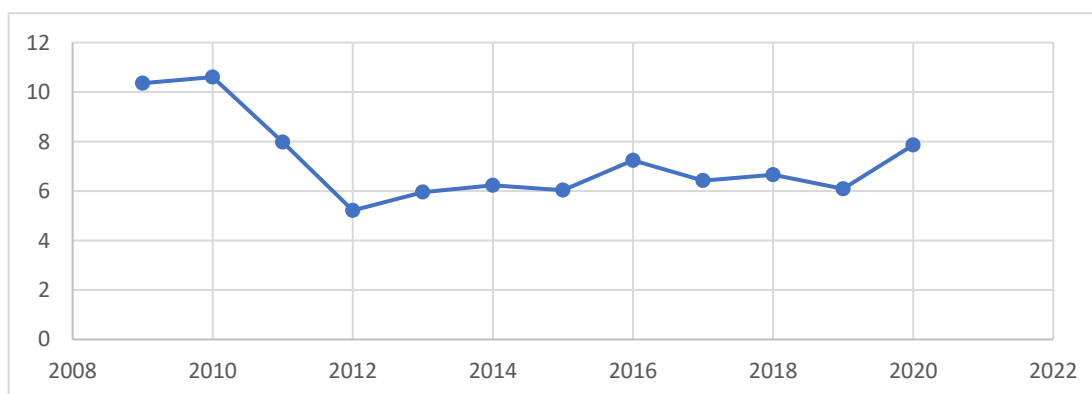
Η πορεία των αμοιβαίων κεφαλαίων στην ελληνική αγορά, όπως φαίνεται στο διάγραμμα 1.3.6 και στον πίνακα 1.3.2, είχε μια μικρή ανάκαμψη τον τελευταίο χρόνο. Γενικά, είχε υποστεί μεγάλη πτώση τις χρονιές μεταξύ 2011 έως 2015, φτάνοντας στο πιο χαμηλό σύνολο ενεργητικού της τελευταίας δεκαετίας με 5,214 δισεκατομμύρια ευρώ το 2012. Το έτος 2016, φαίνεται να έκανε μια μικρή ανάκαμψη φτάνοντας τα 7,238 δισεκατομμύρια ευρώ, ενώ τα επόμενα τρία χρόνια είναι κοντά στα 6,5 δισεκατομμύρια ευρώ, αλλά την τελευταία χρονιά έφτασε τα 7,859 δισεκατομμύρια ευρώ (ethe.org.gr).

Πίνακας 1.3.2: Σύνολο ενεργητικού σε δισεκατομμύρια ευρώ τα έτη 2009-2020.

ΕΤΗ	Συν. Ενεργητικού
2009	10,357
2010	10,604
2011	7,973
2012	5,214
2013	5,956
2014	6,23
2015	6,031
2016	7,238
2017	6,421
2018	6,656
2019	6,086
2020	7,859

Πηγή: Ethe.org.gr

http://www.ethe.org.gr/index.php?view=mfmccassetcompany&mfCategory=ALL&reportDate=2020-07-17&newmenu=Y&option=com_statistic&lang=el



Διάγραμμα 1.3.6: Σύνολο ενεργητικού σε δισεκατομμύρια ευρώ τα έτη 2009-2020

Πηγή: Ethe.org.gr

http://www.ethe.org.gr/index.php?view=mfmccassetcompany&mfCategory=ALL&reportDate=2020-07-17&newmenu=Y&option=com_statistic&lang=el

1.4 ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

1.4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η αξιολόγηση της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων και γενικώς των χαρτοφυλακίων πραγματοποιείται με βάση δυο παράγοντες. Ο πρώτος αφορά την ικανότητα του χαρτοφυλακίου να έχει, για ένα δεδομένο επίπεδο κινδύνου, υψηλότερη απόδοση από την μέση απόδοση και ο δεύτερος την ικανότητα της διαφοροποίησης, δηλαδή την εξάλειψη του μη συστηματικού κινδύνου. Το πρώτο κομμάτι σχετίζεται με την ικανότητα της διοίκησης να επιλέγει μετοχές, οι οποίες είναι υποτιμημένες και να αγοράζει και να πουλά την κατάλληλη στιγμή. Η δεύτερη περίπτωση έχει να κάνει με την δυνατότητα της διοίκησης να προβλέπει τις στροφές της αγοράς και να λαμβάνει τις κατάλληλες αποφάσεις (Νούλας, 2016).

Μερικοί δείκτες, τους οποίους μπορούν οι επενδυτές να χρησιμοποιήσουν για την αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων και γενικώς των χαρτοφυλακίων, είναι (Κιγμάζ κ.α., 2019):

- Ο δείκτης **Sharpe**: είναι ο πιο συχνά χρησιμοποιήσιμος δείκτης για τον υπολογισμό της απόδοσης, προσαρμοσμένης στον κίνδυνο (Κιγμάζ κ.α., 2019).
- Ο δείκτης **Treynor**: είναι ένα μέτρο για τον προσδιορισμό της υπερβολικής απόδοσης, που λαμβάνεται από το ακίνδυνο επιτόκιο για κάθε μονάδα κινδύνου (Κιγμάζ κ.α., 2019).
- Ο δείκτης **Sortino**: υπολογίζει ένα μέτρο κινδύνου, διαιρώντας τις αποδόσεις, που είναι πάνω από το ακίνδυνο επιτόκιο, με την αστάθεια των αρνητικών αποδόσεων (Κιγμάζ κ.α., 2019).
- Ο δείκτης **Alpha** (Jensen) : είναι το μέτρο απόδοσης του χαρτοφυλακίου σε σχέση με τον δείκτη της αγοράς ή κάποιον άλλον δείκτη αναφοράς (Κιγμάζ κ.α., 2019).
- Το **Beta**: είναι το μέτρο μεταβλητότητας ενός χαρτοφυλακίου σε σχέση με τον δείκτη της αγοράς (Κιγμάζ κ.α., 2019).
- Ο δείκτης **Morningstar**: είναι ένα σύστημα αξιολόγησης με βάση τον κίνδυνο (Κιγμάζ κ.α., 2019).
- Ο δείκτης **Lipper**: είναι ένα σύστημα με πέντε επίπεδα αξιολόγησης, που παρέχει μια ποικιλία αξιολογήσεων (Κιγμάζ κ.α., 2019).
- Ο δείκτης **M²**: υπολογίζει την απόδοση που θα είχε ένας επενδυτής, στην περίπτωση που δανειζόταν με επιτόκιο ίσο με την απόδοση του ακίνδυνου επιτοκίου (Modigliani και Modigliani, 1997).

1.4.2 ΔΕΙΚΤΗΣ SHARPE

Ο δείκτης Sharpe μετρά την σχέση μεταξύ του μέσου όρου και της τυπικής απόκλισης των υπερβολικών αποδόσεων. Είναι μια από τις πιο γνωστές και ευρέως χρησιμοποιούμενες μεθόδους για την μέτρηση και την σύγκριση της επενδυτικής απόδοσης. Το μέτρο αυτό, έπειτα από τις ανακαλύψεις σχετικά με την θεωρητική αιτιολόγησή του, απέκτησε μεγαλύτερο ενδιαφέρον για την αξιολόγηση των χαρτοφυλακίων (Auer και Schuhmacher, 2013) Το μοντέλο του Sharpe έγινε πολύ δημοφιλές, επειδή απλοποίησε τον υπολογισμό του κινδύνου σε μια αποτελεσματική σχέση απόδοσης-κινδύνου. Μεταξύ των άλλων, όρισε το μέτρο κινδύνου ως την προβλεπόμενη διακύμανση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου, όταν οι υπόλοιπες μελέτες χρησιμοποιούσαν υποθετικά γραμμικά μοντέλα. (Baghdadabad, 2013).

Για έναν επενδυτή είναι απαραίτητο να εξετάζει την απόδοση για καθορισμένο κίνδυνο του χαρτοφυλακίου του. Όπως αναφέραμε και παραπάνω, ο δείκτης Sharpe είναι το κύριο μέσο για την σύγκριση αποδόσεων ανά μονάδα κινδύνου. Ο δείκτης αυτός προήλθε από τον οικονομολόγο William Sharpe ο οποίος έλαβε το βραβείο νόμπελ για την συμβολή του στην σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου. Ωστόσο, μερικοί ερευνητές εναντιώθηκαν στην θεωρία του Sharpe αναφέροντας ότι η τυπική απόκλιση είναι ένας πολύ απόλυτος τρόπος μέτρησης του κινδύνου και δίνει υψηλότερα αποτελέσματα σε κεφάλαια με μη κανονικές αποδόσεις. Μια από τις μεγαλύτερες κριτικές, που έχει υποστεί ο δείκτης Sharpe, είναι ότι μετρά μόνο ιστορικές αποδόσεις, ενώ είναι σαφές ότι οι προηγούμενες αποδόσεις δεν εγγυούνται μελλοντικά αποτελέσματα. Αν και ο δείκτης έχει πολλές παγίδες, τα αποτελέσματά του παρουσιάζουν μια πιο ολοκληρωμένη εικόνα της απόδοσης του χαρτοφυλακίου σε σχέση με την αρχική απόδοση (Varamini και Kalash, 2008).

Ο Δείκτης Sharpe ορίζεται ως η υπερβολική απόδοση ανά μονάδα κινδύνου και υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο (Varamini και Kalash, 2008):

$$\text{Sharpe} = (R_s - R_{rf}) / \sigma_s$$

Όπου R_s = η μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου.

Όπου R_{rf} = η απόδοση του ακίνδυνου επιτοκίου.

Όπου σ_s = η τυπική απόκλιση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου.

Όσο πιο μεγάλος ο δείκτης Sharpe τόσο καλύτερο το χαρτοφυλάκιο.

Γενικά, η αύξηση του δείκτη Sharpe συνεπάγεται με επενδυτικές στρατηγικές και μπορεί να σημαίνει θετικά alpha για ένα χαρτοφυλάκιο. Τέτοιες στρατηγικές μπορεί να είναι η υιοθέτηση απλών συναλλαγών, με κανόνες κλιμακωτής θέσης σε δημοφιλή χαρτοφυλάκια μετοχών με χαμηλή διακύμανση ή με άμεσες επενδύσεις σε χαρτοφυλάκια διαχειριζόμενης μεταβλητότητας (Cederburg κ.α., 2019).

1.4.3 ΔΕΙΚΤΗΣ TREYNOR

Ο δείκτης Treynor είναι ένα μέτρο για τον προσδιορισμό της επιπλέον απόδοσης, που λαμβάνει ο επενδυτής για κάθε μονάδα συστηματικού κινδύνου πάνω από το ακίνδυνο επιτόκιο. Όσο πιο υψηλός ο δείκτης αυτός τόσο πιο ελκυστική δείχνει μια επένδυση (Kiyamaz κ.α., 2019). Ο δείκτης αυτός παρέχει ένα μέτρο απόδοσης προσαρμοσμένο στο συστηματικό κίνδυνο, ο οποίος υπολογίζεται από το beta. Αν το χαρτοφυλάκιο είναι καλά διαφοροποιημένο, ο δείκτης Treynor παρέχει πιο ενημερωτικό μέτρο απόδοσης. Ωστόσο, δεν μπορούμε να θεωρήσουμε την απόδοση αυτή ως ανταμοιβή για την αντιμετώπιση του συστηματικού κινδύνου, όταν η πραγματοποιηθείσα απόδοση είναι αρνητική. Επίσης, αν το beta μιας επένδυσης είναι κοντά στο μηδέν, τότε ο δείκτης Treynor φτάνει σχεδόν στο άπειρο, ανεξάρτητα από την πραγματοποιηθείσα απόδοση. Συνεπώς, είναι λογικό, ο δείκτης αυτός να μην είναι κατάλληλος για τη μέτρηση της απόδοσης (Choi και Min, 2017).

Ουσιαστικά, ο δείκτης Treynor θεωρεί ότι τα χαρτοφυλάκια είναι διαφοροποιημένα και ότι ο μόνος κίνδυνος που υπάρχει είναι ο συστηματικός. Ο υπολογισμός του δείκτη σε ένα χαρτοφυλάκιο γίνεται με βάση τον παρακάτω τύπο :

$$\text{Treynor} = (R_s - R_{rf}) / \beta_s$$

Όπου R_s η μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου.

Όπου R_{rf} η απόδοση του ακίνδυνου επιτοκίου.

Όπου β_s το beta του χαρτοφυλακίου.

Ο δείκτης αυτός δείχνει την απόδοση ανά μονάδα κινδύνου, οπότε όσο μεγαλύτερος είναι τόσο καλύτερο θεωρείται το χαρτοφυλάκιο σε σχέση με άλλα χαρτοφυλάκια.

1.4.4 ΔΕΙΚΤΗΣ SORTINO

Ο δείκτης αυτός αντικαθιστά την τυπική απόκλιση, η οποία περιλαμβάνει τόσο την ανοδική όσο και την πτωτική μεταβλητότητα. Δηλαδή, ο δείκτης Sortino υπολογίζει ένα μέτρο κινδύνου, διαιρώντας τις υπερβολικές αποδόσεις ενός χαρτοφυλακίου, οι οποίες ξεπερνούν την απόδοση του ακίνδυνου επιτοκίου, με το επιτόκιο των αρνητικών αποδόσεων. Κατά την αξιολόγηση παρόμοιων επενδύσεων, θα πρέπει να επιλέγεται αυτή με την υψηλότερη αναλογία Sortino, καθώς ο δείκτης αυτός δείχνει ότι το χαρτοφυλάκιο αυτό κερδίζει περισσότερη απόδοση ανά μονάδα μειωμένου κινδύνου (Kiyamaz κ.α., 2019).

Ο δείκτης Sortino μπορεί να βοηθήσει τους επενδυτές να αξιολογήσουν τον κίνδυνο σε ένα χαρτοφυλάκιο με καλύτερο τρόπο, καθώς διακρίνει την μεταβλητότητα που προκαλείται από τις δυσμενείς αποδόσεις, σε αντίθεση με τον δείκτη Sharpe, ο οποίος χρησιμοποιεί την τυπική απόκλιση ως μέτρο κινδύνου. Ουσιαστικά, η τυπική απόκλιση καθορίζεται και από τις αρνητικές αποδόσεις, οι οποίες θεωρούνται ανεπιθύμητες για τους επενδυτές. Κατά συνέπεια, όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης Sortino τόσο καλύτερα προσαρμοσμένη είναι η απόδοση στον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου (Fan, 2018).

Επίσης, δείχνει τη μέση απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου, που υπερβαίνει τη μέση απόδοση του ακίνδυνου επιτοκίου, προσαρμοσμένη στον αρνητικό βαθμό κινδύνου του αμοιβαίου κεφαλαίου. Ο αρνητικός κίνδυνος επικεντρώνεται στις περιπτώσεις που οι αποδόσεις δεν υπερβαίνουν την απόδοση του ακίνδυνου επιτοκίου (Arugaslan κ.α., 2007).

Ο δείκτης Sortino υπολογίζεται διαιρώντας τη μέση θετική τιμή με τις αποδόσεις, οι οποίες είναι χαμηλότερες από την απόδοση του ακίνδυνου επιτοκίου. Δηλαδή (Arugaslan κ.α., 2007):

$$\text{Sortino} = (R_i - R_f) / DD_i$$

Όπου R_i η απόδοση του χαρτοφυλακίου.

Όπου R_f η απόδοση του ακίνδυνου επιτοκίου.

Όπου DD_i η τυπική απόκλιση των αρνητικών αποδόσεων.

Για να δημιουργήσουμε ένα καλό χαρτοφυλάκιο, κατατάσσουμε τα διαθέσιμα κεφάλαια με βάση τον δείκτη Sortino. Η πιο σωστή επιλογή είναι να προσθέσουμε αμοιβαία κεφάλαια με υψηλότερο δείκτη Sortino, διότι αποτελεί μια τροποποίηση του δείκτη Sharpe και τιμωρεί μόνο την αρνητική απόδοση ή την απόδοση κάτω από τα στάνταρ του επενδυτή. Έτσι λοιπόν, κατά την αξιολόγηση ενός χαρτοφυλακίου, ο δείκτης Sortino δείχνει πιο σωστή απόδοση από τον δείκτη Sharpe, ως προς τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου (Chen κ.α., 2014).

1.4.5 ΔΕΙΚΤΗΣ ALPHA (JENSEN)

Ο Jensen, το 1967 και το 1969, δημιούργησε τον δείκτη alpha, ο οποίος χρησιμοποιείται για τη μέτρηση του κινδύνου που προσαρμόζεται στην απόδοση του τίτλου ή του χαρτοφυλακίου. Ο δείκτης αυτός βασίστηκε στην αναμενόμενη απόδοση της αγοράς από το μοντέλο CAPM, το οποίο συζητήθηκε από τους Treynor (1961), Sharpe (1964) και Lintner (1965) (Phuoc, 2018).

Το alpha (Jensen) είναι το μέτρο της απόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου έναντι του δείκτη της αγοράς ή κάποιου δείκτη αναφοράς. Με άλλα λόγια, η υπερβολική απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου σε σχέση με την απόδοση του δείκτη της αγοράς είναι το alpha. Ένα alpha στατιστικά μεγαλύτερο από το μηδέν δείχνει ότι το χαρτοφυλάκιο παρείχε μεγαλύτερη απόδοση από τον δείκτη αναφοράς, αφού ληφθεί υπόψη ο κίνδυνος. Ομοίως, το αρνητικό και στατιστικά σημαντικό alpha δείχνει ότι το χαρτοφυλάκιο παρείχε μικρότερη απόδοση σε σχέση με το σημείο αναφοράς (Kiyamaz κ.α., 2019).

Ο δείκτης Alpha (Jensen) υπολογίζεται αφαιρώντας την αναμενόμενη απόδοση κάθε χαρτοφυλακίου από την πραγματική μέση απόδοση (Arugaslan κ.α., 2007):

$$\text{Alpha} = R_i - [R_f + \beta_i (R_m - R_f)]$$

Όπου R_i η μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου.

Όπου R_f η απόδοση του ακίνδυνου επιτοκίου.

Όπου β_i το beta του χαρτοφυλακίου.

Όπου R_m η απόδοση του δείκτη της αγοράς.

Η αναμενόμενη απόδοση για κάθε αμοιβαίο κεφαλαίο υπολογίζεται χρησιμοποιώντας το μοντέλο τιμολόγησης κεφαλαίων CAPM. Πολύ σημαντικό είναι να κατανοήσουμε ότι ο δείκτης Jensen σημαίνει ότι ο διαχειριστής κεφαλαίων ήταν σε θέση να αποφέρει αποδόσεις και να ξεπεράσει τις αναμενόμενες αποδόσεις, δεδομένου του συστηματικού κινδύνου (Arugaslan κ.α., 2007).

Τέλος, καλό θα ήταν να αναφερθεί ότι οι ακαδημαϊκοί τείνουν να είναι απορριπτικοί για την επιμονή του δείκτη Alpha, καθώς θεωρούν ότι είναι μια γκριζα ζώνη, που ο αντίκτυπος πρέπει να οροθετηθεί με μεγαλύτερη σαφήνεια. Οι εκτεταμένες εμπειρικές έρευνες για την επιμονή του δείκτη αυτού απομακρύνονται από τον ακαδημαϊκό χώρο (Broby, 2018).

1.4.7 MORNINGSTAR

Το Morningstar χρησιμοποιεί ένα δικό του βαθμολογικό σύστημα αξιολόγησης των αμοιβαίων κεφαλαίων με βάση τον κίνδυνο. Οι βαθμολογίες κυμαίνονται από ένα μέχρι πέντε αστέρια, όπως για παράδειγμα αποδίδεται βαθμολογία πέντε αστεριών στα κορυφαία 10% κεφάλαια, στην κατηγορία των αμοιβαίων κεφαλαίων. Το Morningstar μπορεί να χρησιμοποιηθεί για αξιολόγηση των κεφαλαίων, που έχουν συμπεριληφθεί σε κάποιο χαρτοφυλάκιο. Αξίζει να αναφερθεί ότι οι βαθμολογίες προορίζονται για να αποτελέσουν σημείο εκκίνησης για περαιτέρω έρευνα και όχι για αγοραπωλησίες (Kiyamaz κ.α., 2019).

Από το 2009, το Morningstar δημοσιεύει μια εξαμηνιαία έκθεση εμπειρίας επενδυτών, η οποία μεταξύ άλλων τιμολογεί διεθνείς βιομηχανίες αμοιβαίων κεφαλαίων σε κλίμακα από το F έως το A⁺. Αρκετοί διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων πιστεύουν ότι η αποκάλυψη πληροφοριών είναι επιβλαβής για την απόδοση των κεφαλαίων. Αν και είναι λογικό οι επενδυτές να χρειάζονται μια συγκεκριμένη ποσότητα πληροφοριών για να λάβουν επενδυτικές αποφάσεις, συχνά τα στοιχεία αυτά, που αποκαλύπτει η έκθεση, θεωρούνται υπερβολικά. Οι πληροφορίες αυτές επιτρέπουν σε άλλους διαχειριστές κεφαλαίων να αντιγράψουν ή και να προλάβουν καταστάσεις (Allen κ.α., 2019).

Η βαθμολογία με τα αστέρια, που εισήχθη το 1985, αυξήθηκε το 2002 με νέες ομότιμες ομάδες και νέα μέτρα προσαρμοσμένα στον κίνδυνο των αποδόσεων. Επιπλέον, δημιουργήθηκαν ομάδες μικρότερης κατηγορίας για να αντικαταστήσουν ευρείες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων. Η βαθμολογία επιτρέπει στους επενδυτές να κάνουν διάκριση μεταξύ παρόμοιων κεφαλαίων ή αυτών που χρησιμοποιούν παρόμοιες στρατηγικές (Graham κ.α., 2019).

Θέλοντας να δώσουμε μια λεπτομερή περιγραφή στην μεθοδολογία αξιολόγησης, θα λέγαμε ότι η βαθμολογία Morningstar είναι μια ποσοτική αξιολόγηση της προηγούμενης απόδοσης ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, που περιλαμβάνει διάφορες αμοιβές για τις προηγούμενες περιόδους τριών, πέντε και δέκα ετών. Αμοιβαία κεφάλαια με λιγότερα από τρία χρόνια ιστορίας δεν αξιολογούνται. Οι αξιολογήσεις αστεριών βασίζονται στην αναμενόμενη θεωρία χρησιμότητας, η οποία υποθέτει ότι οι επενδυτές είναι πιο ευαίσθητοι σε αρνητικά αποτελέσματα από ότι σε απροσδόκητα υψηλές αποδόσεις και είναι πρόθυμοι να εγκαταλείψουν ένα μέρος της αναμενόμενης απόδοσης σε αντάλλαγμα χαμηλότερου κινδύνου (Graham κ.α., 2019).

Η χρηματιστηριακή αγορά του Morningstar χωρίζεται σε 123 συγκεκριμένους κλάδους της βιομηχανίας. Οι κλάδοι αυτοί χρησιμοποιούνται για την σύγκριση και την κατανόηση της απόδοσης του κλάδου και δεν διατρέχουν κίνδυνο. Μερικοί κλάδοι είναι τα εταιρικά, τα κυβερνητικά, τα ομολογιακά κ.α.. Παράλληλα, το Morningstar διακρίνεται σε διάφορους τομείς, οι οποίοι βασίζονται σε πραγματικές εταιρείες. Κάποιοι από αυτούς τους τομείς είναι οι κυκλικοί, οι αμυντικοί, ο ευαίσθητος κ.α. (Lawrence κ.α., 2015).

Ωστόσο, η βαθμολογία των αστεριών είναι ένα μέτρο με αντίστροφη όψη και είναι περιορισμένο στην χρήση από τους επενδυτές, διότι η απόδοση του παρελθόντος είναι συνήθως κακή πρόβλεψη για μελλοντικές αποδόσεις. Η βαθμολογία παραλείπει σημαντικές πληροφορίες για τα αμοιβαία κεφάλαια, όπως για παράδειγμα οι απόψεις αναλυτών, η απόδοση του διαχειριστή κ.α. Παρόλο που είναι κατάλληλη για την αξιολόγηση ποιότητας διαχείρισης ενός κεφαλαίου, δεν αποτελεί ένδειξη μελλοντικών αποδόσεων. Υπάρχουν πολλά χαρακτηριστικά που δεν περιλαμβάνονται σε αυτήν την αξιολόγηση και μπορεί να είναι πολύ σημαντικά για την επιλογή ή όχι ενός αμοιβαίου κεφαλαίου. Ωστόσο, η βαθμολογία προσδιορίζει τα κεφάλαια που αξίζουν, για να εστιάσουν περαιτέρω την προσοχή τους οι πιθανοί επενδυτές (Graham κ.α., 2019).

1.4.8 LIPPER

Η Lipper έχει επίσης ένα ιδιόκτητο σύστημα αξιολόγησης πέντε επιπέδων, που παρέχει μια ποικιλία αξιολογήσεων αμοιβαίων κεφαλαίων, ανάλογα με τους στόχους των επενδυτών. Σε αυτά συμπεριλαμβάνονται η συνολική απόδοση, η συνεπής απόδοση, η διατήρηση της απόδοσης, τα διάφορα έξοδα και η φορολογική απόδοση. Η βαθμολογία κυμαίνεται από το ένα έως το πέντε. Με βάση την αξιολόγηση Lipper, με ένα (1) βαθμολογούνται τα χειρότερα αμοιβαία κεφάλαια ενώ με πέντε (5) τα καλύτερα (Kiyamaz κ.α., 2019).

Η Lipper είναι ανταγωνιστής του Morningstar και όπως αναφέραμε παραπάνω έχει το δικό της σύστημα βαθμολόγησης. Οι Βαθμολογίες της Lipper κατατάσσουν τα αμοιβαία κεφάλαια σε κοινές κατηγορίες. Σε κάθε κατηγορία, το χαμηλότερο 20% των κεφαλαίων έχει βαθμολογία ένα και το κορυφαίο 20% των κεφαλαίων λαμβάνει την βαθμολογία πέντε. Τα κορυφαία κεφάλαια χαρακτηρίζονται ως Lipper Leader (Spieler κ.α., 2020).

1.4.9 ΔΕΙΚΤΗΣ M²

Ο λόγος χρήσης του M² είναι ότι θεωρείται διαισθητικά αρκετά ελκυστικό για τους επενδυτές. Η ιδέα, στην οποία βασίζεται η μεθοδολογία αυτού του δείκτη, είναι η προσαρμογή της απόδοσης ενός αμοιβαίου κεφαλαίου στο επίπεδο κινδύνου ενός μη διαχειριζόμενου δείκτη του χρηματιστηρίου, όπως του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Στην συνέχεια, υπολογίζει την απόδοση του προσαρμοσμένου στον κίνδυνο της αγοράς χαρτοφυλακίου. Αυτή η μέθοδος έχει δύο ξεχωριστά πλεονεκτήματα σε σχέση με τους προηγούμενους δείκτες. Πρώτον, αυτός ο δείκτης αναφέρει την αναπροσαρμοσμένη στον κίνδυνο απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου ως ποσοστό, το οποίο είναι ευκολότερα κατανοητό σε έναν απλό επενδυτή. Δεύτερον, ο δείκτης αυτός επιτρέπει στους επενδυτές να υπολογίσουν το βαθμό μόχλευσης, που απαιτείται για την επίτευξη της υψηλότερης απόδοσης για ένα δεδομένο επίπεδο κινδύνου (Baghdadabad, κ.α., 2012).

Ο δείκτης M², ουσιαστικά, είναι μια παραλλαγή του δείκτη Sharpe, που είδαμε παραπάνω. Οι δύο αυτοί δείκτες αξιολογούν τα χαρτοφυλάκια με παρόμοιο τρόπο και τα κατατάσσουν στην ίδια θέση, αφού και στα δύο η αξιολόγηση της απόδοσης γίνεται σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Ωστόσο, ο δείκτης M² μπορεί να συγκριθεί άμεσα με την μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Ο δείκτης M² υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$M^2 = R_p - R_M$$

Όπου R_M η μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Όπου R_p η απόδοση του χαρτοφυλακίου προσαρμοσμένη στον κίνδυνο της αγοράς.

Το οποίο υπολογίζεται με τον παρακάτω τύπο.

$$R_p = R_f + [(R_a - R_f) / \sigma_a] * \sigma_M$$

Όπου R_f η απόδοση του ακίνδυνου επιτοκίου.

Όπου R_p η μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου.

Όπου σ_p η τυπική απόκλιση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου.

Όπου σ_M η τυπική απόκλιση της απόδοσης της αγοράς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΠΡΩΤΟΓΕΝΗ ΕΡΕΥΝΑ

2.1 ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗ ΠΡΩΤΟΓΕΝΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

Τα αμοιβαία κεφάλαια στην ελληνική αγορά δεν απεικονίζουν την ίδια πορεία με τα διεθνή. Στην διεθνή αγορά, τα αμοιβαία κεφάλαια διαγράφουν μια ανοδική πορεία διαχρονικά. Αντίθετα, στην ελληνική αγορά υπάρχει μια ημι-σταθερότητα καθώς και αρκετές μειώσεις στην περίοδο της κρίσης.

Από την ανασκόπηση της βιβλιογραφίας, που αναλύθηκε παραπάνω, καταλήξαμε σε ένα ερευνητικό κενό, το οποίο είναι οι αιτίες των μειώσεων των επενδύσεων σε αμοιβαία κεφάλαια και το αν θα άξιζε μια επένδυση στα αμοιβαία κεφάλαια που υπάρχουν στην ελληνική αγορά.

Επομένως, κληθήκαμε να πράξουμε μια εμπειρική μελέτη, στην οποία θα αξιολογήσουμε τις επιδόσεις από μια μερίδα χαρτοφυλακίων αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς και πιο συγκεκριμένα τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια.

Ένα από τα πλεονεκτήματα της εμπειρικής έρευνας είναι η προσέγγιση της γνώσης μέσα από την έμμεση παρατήρηση ενός φαινομένου. Η παρούσα έρευνα βασίζεται σε μετρήσεις και σε παρατηρήσεις, οι οποίες αναλύονται σε ποσοτικά αποτελέσματα. Η ποσοτική έρευνα βασίζεται σε διερεύνηση φαινομένων μέσω στατιστικών και μαθηματικών δοκιμασιών. Στην δική μας περίπτωση, η αξιολόγηση πραγματοποιείται με βάση τους δείκτες αξιολόγησης που αναλύσαμε στην βιβλιογραφική επισκόπηση.

Στα αρνητικά της εμπειρικής έρευνας είναι ότι τα δεδομένα είναι παρελθοντικά, καθώς στην πράξη η επίδοση των χαρτοφυλακίων συνήθως δεν έχει σχέση με τα ιστορικά δεδομένα. Παρόλο αυτά, στατιστικά τα αποτελέσματα είναι ορθά. Ωστόσο, αναλύοντας τα ιστορικά στοιχεία ίσως να κατανοήσουμε την πορεία των αμοιβαίων κεφαλαίων μέχρι το σήμερα.

Για τις ανάγκες της έρευνας αντλήσαμε δεδομένα από το site της Ναυτεμπορικής και συγκεκριμένα εβδομαδιαίες τιμές κλεισίματος για είκοσι ένα χαρτοφυλάκια μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων από 04.05.2015 έως 24.04.2020. Αυτήν την στιγμή, στην ελληνική αγορά υπάρχουν πάνω από εκατό μετοχικά χαρτοφυλάκια αμοιβαίων κεφαλαίων. Τα χαρτοφυλάκια επιλέχθηκαν δειγματοληπτικά, ωστόσο αρκετά χαρτοφυλάκια είχαν μικρότερη διάρκεια ζωής από το επιθυμητό και έτσι απορρίφθηκαν καταλήγοντας σε είκοσι. Επίσης, για τις ίδιες ημερομηνίες αντλήθηκαν εβδομαδιαίες τιμές κλεισίματος και για το γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου Αθηνών.

Τα δεδομένα, τα οποία αντλήθηκαν από την Ναυτεμπορική, επεξεργάστηκαν από το πρόγραμμα excel και έτσι υπολογίστηκε η μέση εβδομαδιαία απόδοση, η τυπική απόκλιση και η διακύμανση των αποδόσεων του κάθε χαρτοφυλακίου και του γενικού δείκτη. Με βάση τα παραπάνω, για την τελική φάση της εμπειρικής μελέτης εφαρμόσαμε ορισμένους δείκτες αξιολόγησης, οι οποίοι είναι: ο δείκτης Treynor, ο δείκτης Sharpe, ο δείκτης Jensen (alpha), το beta, συντελεστής μεταβλητότητας καθώς και το M^2 .

Για να υπολογιστούν οι παραπάνω δείκτες χρειάζεται η απόδοση του ακίνδυνου επιτοκίου. Για την έρευνα αυτή, ως ακίνδυνο επιτόκιο θεωρήθηκε το 10ετές ομόλογο του ελληνικού δημοσίου, το οποίο από ετήσια απόδοση μετατράπηκε σε εβδομαδιαία για να συμβαδίσει με τις εβδομαδιαίες αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων (<https://gr.investing.com/rates-bonds/>).

Η ετήσια απόδοση είναι: **1,032%**

Η εβδομαδιαία απόδοση είναι: **0,02%**

2.1.1 ΤΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ ΠΟΥ ΕΠΙΛΕΓΧΤΗΚΑΝ

- ALPHA FOF COSMOS STARS COMMODITIES METOXIKO
- ALPHA FOF COSMOS STARS EUROPE METOXIKO CLASSIC
- ALPHA FOF COSMOS STARS SILK ROUTE ASIA METOXIKO CLASSIC
- ALPHA FOF COSMOS STARS USA METOXIKO CLASSIC
- EUROBANK \$ (LF) FOF ESG FOCUS
- EUROBANK (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS
- EUROBANK (LF) FOF EQUITY BLEND
- INTERAMERICAN (LF) FOF GLOBAL EMERGING MARKETS
- INTERAMERICAN (LF) FOF ESG FOCUS
- METLIFE FOF ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΙΚΩΝ ΑΞΙΩΝ
- METLIFE FOF ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ
- OPTIMA PREMIUM SELECTION FOF ΜΕΤΟΧΙΚΟ
- S&B ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΟ GLOBAL FOF ΜΕΤΟΧΙΚΟ
- ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED FOF ΜΕΤΟΧΙΚΟ
- ΠΕΙΡΑΙΩΣ FOF ΜΕΤΟΧΙΚΟ (R)
- 3Κ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
- ALPHA TRUST GLOBAL LEADERS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ R
- METLIFE ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΔΕΙΚΤΗ ΥΨΗΛΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ
- TRITON AMERICAN ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ
- ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ US ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ (R)

2.2 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Στην ενότητα αυτή παραθέτουμε την μέση εβδομαδιαία απόδοση, την τυπική απόκλιση και την διακύμανση των χαρτοφυλακίων και του γενικού δείκτη, καθώς και διάφορους δείκτες, οι οποίοι χρησιμοποιήθηκαν για την αξιολόγηση των χαρτοφυλακίων. Όλα τα παραπάνω υπολογίστηκαν με την εφαρμογή των μεθοδολογιών, που έχουμε αναπτύξει προηγουμένως, στο πρόγραμμα excel.

2.2.1 ΑΠΟΔΟΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ

Ξεκινώντας από την μέση απόδοση των χαρτοφυλακίων και του γενικού δείκτη, είναι σημαντικό να αναφέρουμε ότι υπολογίστηκε με βάση τον γεωμετρικό μέσο όρο των εβδομαδιαίων αποδόσεων, οι οποίες προέκυψαν από τις εβδομαδιαίες τιμές κλεισίματος των χαρτοφυλακίων και του γενικού δείκτη, στο χρηματιστήριο Αθηνών. Στον πίνακα 2.2.1 παρατηρούμε ότι τα περισσότερα χαρτοφυλάκια παρουσιάζουν θετική μέση εβδομαδιαία απόδοση, καθώς μόνο 5 από τα 21 έχουν αρνητική απόδοση.

Η απόδοση της αγοράς, όπου στην προκειμένη περίπτωση είναι ο γενικός δείκτης, παρατηρούμε ότι είναι θετική, με μέση εβδομαδιαία απόδοση 0,27%. Το ενδιαφέρον της μελέτης κέντρισε το ότι κανένα χαρτοφυλάκιο δεν κατέχει υψηλότερη απόδοση από τον γενικό δείκτη. Την υψηλότερη απόδοση την έχει το «ALPHA FOF COSMOS USA» με απόδοση 0,198% και την μικρότερη το «METLIFE FOF ΕΜΠΟΡΕΥΜ. ΑΞΙΩΝ» με απόδοση -0,101. Το χαρτοφυλάκιο με την αμέσως επόμενη υψηλότερη απόδοση είναι το «ALPHA FOF COSMOS SILK R. ASIA» με απόδοση 0,134%. Η μέση απόδοση όλων των αμοιβαίων κεφαλαίων, που υπάρχουν στο δείγμα, είναι 0,049%, η οποία είναι αρκετά κάτω από την απόδοση της αγοράς, και ταυτόχρονα υψηλότερη από το ακίνδυνο επιτόκιο, του οποίου η απόδοση είχε υπολογιστεί παραπάνω και είναι 0,02%. Καλό θα ήταν να αναφερθεί ότι έξι από τα χαρτοφυλάκια έχουν μικρότερη μέση απόδοση από το ακίνδυνο επιτόκιο.

Πίνακας 2.2.1: Μέση εβδομαδιαία απόδοση χαρτοφυλακίων αμοιβαίων κεφαλαίων.

	ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ	Μ.ΕΒΔ. ΑΠΟΔΟΣΗ (ΓΕΩΜ)
1	ALPHA FOF COSMOS COMMODITIES	-0,078%
2	ALPHA FOF COSMOS EUROPE	0,063%
3	ALPHA FOF COSMOS SILK R. ASIA	0,134%
4	ALPHA FOF COSMOS USA	0,198%
5	EUROBANK FOF ESG FOCUS	-0,036%
6	EUROBANK FOF GLOBAL EMER. MARK.	0,096%
7	EUROBANK FOF EQUITY BLEND	0,055%
8	ΠΕΙΡΑΙΩΣ FOF®	0,092%
9	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED FOF	0,090%
10	S&B ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΟ GLOBAL FOF	-0,003%
11	3Κ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,088%
12	ΟΡΤΙΜΑ PREMIUM SELEC. FOF	0,022%
13	METLIFE FOF ΕΥΡΩΠΑΙΚΟ	0,001%
14	METLIFE FOF ΕΜΠΟΡΕΥΜ. ΑΞΙΩΝ	-0,101%
15	INTERAMERICAN FOF GLOBAL EMER. MARK.	0,092%
16	INERAMERICAN FOF. ESG FOCUS	0,024%
17	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ US ΕΞΩΤΕΡ.	0,115%
18	TRITON AMERICAN ΕΞΩΤΕΡ.	0,095%
19	METLIFE ΔΕΙΚΤΗ ΥΨ. ΚΕΦΑΛ. Χ.Α.	-0,079%
20	ALPHA TRUST GLOBAL LEADERS	0,115%
	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ (ΓΔ)	0,270%

2.2.2 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ

Οι αποδόσεις των χαρτοφυλακίων κυμαίνονται μέσα σε ένα χρονικό διάστημα και έτσι για να μπορέσουμε να υπολογίσουμε τον κίνδυνο, θα πρέπει να υπολογίσουμε την διασπορά των αποδόσεων από τον μέσο. Η διακύμανση είναι ένα στατιστικό εργαλείο, το οποίο προσδιορίζει την απόλυτη διασπορά των τιμών από το μέσο, όμως μπορεί να επηρεαστεί αρκετά από τις ακραίες τιμές. Για αυτόν τον λόγο, τον κίνδυνο των χαρτοφυλακίων τον προσδιορίζουμε με την τυπική απόκλιση των ιστορικών αποδόσεων, διότι η τυπική απόκλιση ορίζει με αντικειμενικό τρόπο την διασπορά.

Στον πίνακα 2.2.2 παρατηρούμε την τυπική απόκλιση των χαρτοφυλακίων και του γενικού δείκτη. Τα χαρτοφυλάκια με τον υψηλότερο κίνδυνο είναι το «METLIFE ΔΕΙΚΤΗ ΥΨ. ΚΕΦΑΛ. Χ.Α.» και το «3Κ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ » με τυπική απόκλιση 4,397% και 2,540% αντίστοιχα. Ο γενικός δείκτης έχει κίνδυνο 3,014%. Ο μέσος όρος κινδύνου των χαρτοφυλακίων είναι 1,873%, πράγμα που μας δείχνει ότι σχεδόν όλα τα χαρτοφυλάκια έχουν χαμηλότερο κίνδυνο από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Τα αμοιβαία κεφάλαια με τον μικρότερο κίνδυνο είναι το «ALPHA FOF COSMOS COMMODITIES» και το «INERAMERICAN FOF. ESG FOCUS» με κίνδυνο 1,587% και 1,649% αντίστοιχα.

Πίνακας 2.2.2 : Κίνδυνος χαρτοφυλακίων αμοιβαίων κεφαλαίων και γενικού δείκτη.

	ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠ.
1	ALPHA FOF COSMOS COMMODITIES	1,587%
2	ALPHA FOF COSMOS EUROPE	1,874%
3	ALPHA FOF COSMOS SILK R. ASIA	1,895%
4	ALPHA FOF COSMOS USA	1,938%
5	EUROBANK FOF ESG FOCUS	1,708%
6	EUROBANK FOF GLOBAL EMER. MARK.	1,844%
7	EUROBANK FOF EQUITY BLEND	1,950%
8	ΠΕΙΡΑΙΩΣ FOF®	1,676%
9	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED FOF	1,770%
10	S&B ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΟ GLOBAL FOF	1,847%
11	OPTIMA PREMIUM SELEC. FOF	1,978%
12	METLIFE FOF ΕΥΡΩΠΑΙΚΟ	1,851%
13	METLIFE FOF ΕΜΠΟΡΕΥΜ. ΑΞΙΩΝ	1,885%
14	INTERAMERICAN FOF GLOBAL EMER. MARK.	1,843%
15	INERAMERICAN FOF. ESG FOCUS	1,649%
16	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ US ΕΞΩΤΕΡ.	1,870%
17	TRITON AMERICAN ΕΞΩΤΕΡ.	2,152%
18	METLIFE ΔΕΙΚΤΗ ΥΨ. ΚΕΦΑΛ. Χ.Α.	4,397%
19	ALPHA TRUST GLOBAL LEADERS	1,736%
20	3Κ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	2,540%
	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ (ΓΔ)	3,014%

2.2.3 ΔΕΙΚΤΗΣ ΒΕΤΑ (ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ)

Ο δείκτης Beta αναφέρεται στον συστηματικό κίνδυνο, δηλαδή αυτόν που σχετίζεται με την αγορά. Ο πίνακας 2.2.3, που βρίσκεται παρακάτω, αναφέρει το δείκτη Beta των χαρτοφυλακίων.

Αναλύοντας τον πίνακα 2.2.3, συνειδητοποιούμε ότι τα περισσότερα χαρτοφυλάκια αμοιβαίων κεφαλαίων έχουν δείκτη Beta από 0,1872 έως 0,3767, πράγμα που σημαίνει ότι σχεδόν όλα τα χαρτοφυλάκια έχουν χαμηλό συστηματικό κίνδυνο, δηλαδή οι αποδόσεις των χαρτοφυλακίων δεν έχουν συσχέτιση με τις αποδόσεις της αγοράς. Δύο από τα χαρτοφυλάκια έχουν υψηλότερο δείκτη Beta και όπως είναι λογικό τα θεωρούμε πιο επικίνδυνα από τα υπόλοιπα. Τα χαρτοφυλάκια αυτά είναι το «METLIFE ΔΕΙΚΤΗ ΥΨ. ΚΕΦΑΛ. Χ.Α.» και το «3Κ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ» με 0,6262 και 0,6974 αντίστοιχα.

Συμπερασματικά, όλα τα χαρτοφυλάκια έχουν δείκτη Beta μικρότερο της μονάδας που σημαίνει ότι δεν ταυτίζονται με τον κίνδυνο της αγοράς. Επίσης, σε όλα τα χαρτοφυλάκια οι τιμές είναι πάνω από το μηδέν, το οποίο μας δείχνει ότι δεν έχουν αντίθετη κατεύθυνση με τον κίνδυνο της αγοράς.

Πίνακας 2.2.3: Συστηματικός κίνδυνος χαρτοφυλακίων αμοιβαίων κεφαλαίων.

	ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ	Beta
1	ALPHA FOF COSMOS COMMODITIES	0,1872
2	ALPHA FOF COSMOS EUROPE	0,3767
3	ALPHA FOF COSMOS SILK R. ASIA	0,2563
4	ALPHA FOF COSMOS USA	0,3111
5	EUROBANK FOF ESG FOCUS	0,1871
6	EUROBANK FOF GLOBAL EMER. MARK.	0,2634
7	EUROBANK FOF EQUITY BLEND	0,2574
8	ΠΕΙΡΑΙΩΣ FOF®	0,2962
9	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED FOF	0,3038
10	S&B ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΟ GLOBAL FOF	0,2406
11	OPTIMA PREMIUM SELEC. FOF	0,2698
12	METLIFE FOF ΕΥΡΩΠΑΙΚΟ	0,3326
13	METLIFE FOF ΕΜΠΟΡΕΥΜ. ΑΞΙΩΝ	0,2622
14	INTERAMERICAN FOF GLOBAL EMER. MARK.	0,2626
15	INERAMERICAN FOF. ESG FOCUS	0,2264
16	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ US ΕΞΩΤΕΡ.	0,2454
17	TRITON AMERICAN ΕΞΩΤΕΡ.	0,2864
18	METLIFE ΔΕΙΚΤΗ ΥΨ. ΚΕΦΑΛ. Χ.Α.	0,6262
19	ALPHA TRUST GLOBAL LEADERS	0,2699
21	3Κ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,6974

2.2.4 ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑΣ

Ο συντελεστής μεταβλητότητας είναι ένας πολύ σημαντικός δείκτης για την αξιολόγηση χαρτοφυλακίων. Ο δείκτης αυτός δείχνει τον κίνδυνο που αναλαμβάνει ο επενδυτής ανά μονάδα απόδοσης. Μια υψηλή τιμή του δείκτη σημαίνει υψηλό κίνδυνο για κάθε μονάδα απόδοσης. Όπως είναι λογικό, στην παρούσα μελέτη τα νούμερα του δείκτη είναι γενικά υψηλά και σε μερικά χαρτοφυλάκια είναι τεράστια. Πέντε χαρτοφυλάκια αμοιβαίων κεφαλαίων έχουν αρνητικό συντελεστή μεταβλητότητας, καθώς έχουν αρνητική μέση εβδομαδιαία απόδοση. Το εύρος των τιμών, όπως θα δούμε στον πίνακα 2.2.4, είναι από -613,72 έως 1463,85. Οι δύο αυτές τιμές είναι ακραίες, καθώς το μεγαλύτερο μέρος των χαρτοφυλακίων έχει τιμές από -20,27 έως 35,59. Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι ο γενικός δείκτης, ο οποίος αποτελεί το χαρτοφυλάκιο της αγοράς, έχει συντελεστή μεταβλητότητας 11,16.

Πίνακας 2.2.4: Συντελεστής Μεταβλητότητας χαρτοφυλακίων αμοιβαίων κεφαλαίων και γενικού δείκτη.

	ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ	ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑΣ
1	ALPHA FOF COSMOS COMMODITIES	-20,27
2	ALPHA FOF COSMOS EUROPE	29,62
3	ALPHA FOF COSMOS SILK R. ASIA	14,19
4	ALPHA FOF COSMOS USA	9,79
5	EUROBANK FOF ESG FOCUS	-47,56
6	EUROBANK FOF GLOBAL EMER. MARK.	19,20
7	EUROBANK FOF EQUITY BLEND	35,59
8	ΠΕΙΡΑΙΩΣ FOF®	18,22
9	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED FOF	19,77
10	S&B ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΟ GLOBAL FOF	-613,72
11	OPTIMA PREMIUM SELEC. FOF	90,52
12	METLIFE FOF ΕΥΡΩΠΑΙΚΟ	1463,85
13	METLIFE FOF ΕΜΠΟΡΕΥΜ. ΑΞΙΩΝ	-18,63
14	INTERAMERICAN FOF GLOBAL EMER. MARK.	20,06
15	INERAMERICAN FOF. ESG FOCUS	67,51
16	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ US ΕΞΩΤΕΡ.	16,27
17	TRITON AMERICAN ΕΞΩΤΕΡ.	22,66
18	METLIFE ΔΕΙΚΤΗ ΥΨ. ΚΕΦΑΛ. Χ.Α.	-55,56
19	ALPHA TRUST GLOBAL LEADERS	15,10
20	3Κ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	28,75
	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ (ΓΔ)	11,16

2.2.5 ΔΕΙΚΤΗΣ TREYNOR

Ο δείκτης Treynor, που αναλύσαμε σε προηγούμενη ενότητα, είναι ένα μέτρο το οποίο υπολογίζει την επιπλέον απόδοση, που λαμβάνει ο επενδυτής για κάθε μονάδα κινδύνου πάνω από το ακίνδυνο επιτόκιο.

Στον πίνακα 2.2.5 αντιλαμβανόμαστε ότι οι τιμές κυμαίνονται από -0,0053 έως 0,0056, τις οποίες κατέχουν τα χαρτοφυλάκια «ALPHA FOF COSMOS COMMODITIES» και «ALPHA FOF COSMOS USA» αντίστοιχα. Από το σύνολο των χαρτοφυλακίων, τα έξι έχουν αρνητική τιμή και ο λόγος είναι ότι η απόδοσή τους είναι χαμηλότερη από το ακίνδυνο επιτόκιο.

Ο γενικός δείκτης έχει τιμή 0,0025, που είναι υψηλότερη από αυτή των περισσότερων χαρτοφυλακίων. Αυτό είναι λογικό, καθώς και στις αποδόσεις, όπως είδαμε, ο γενικός δείκτης είχε υψηλότερη απόδοση από τα περισσότερα χαρτοφυλάκια. Μόνο τα επτά χαρτοφυλάκια σημείωσαν υψηλότερη τιμή από αυτή του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Πίνακας 2.2.5: Δείκτης Treynor χαρτοφυλακίων αμοιβαίων κεφαλαίων και γενικού δείκτη.

	ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ	ΔΕΙΚΤΗΣ TREYNOR
1	ALPHA FOF COSMOS COMMODITIES	-0,0053
2	ALPHA FOF COSMOS EUROPE	0.0011
3	ALPHA FOF COSMOS SILK R. ASIA	0.0044
4	ALPHA FOF COSMOS USA	0.0057
5	EUROBANK FOF ESG FOCUS	-0.0030
6	EUROBANK FOF GLOBAL EMER. MARK.	0.0029
7	EUROBANK FOF EQUITY BLEND	0.0014
8	ΠΕΙΡΑΙΩΣ FOF®	0.0024
9	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED FOF	0.0023
10	S&B ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΟ GLOBAL FOF	-0.001
11	OPTIMA PREMIUM SELEC. FOF	0,0001
12	METLIFE FOF ΕΥΡΩΠΑΙΚΟ	-0,0006
13	METLIFE FOF ΕΜΠΟΡΕΥΜ. ΑΞΙΩΝ	-0,0046
14	INTERAMERICAN FOF GLOBAL EMER. MARK.	0.0027
15	INERAMERICAN FOF. ESG FOCUS	0,0002
16	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ US ΕΞΩΤΕΡ.	0,0039
17	TRITON AMERICAN ΕΞΩΤΕΡ.	0,0026
18	METLIFE ΔΕΙΚΤΗ ΥΨ. ΚΕΦΑΛ. Χ.Α.	-0,0016
19	ALPHA TRUST GLOBAL LEADERS	0.0035
20	3Κ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,001
	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ (ΓΔ)	0,0025

Πιο αναλυτικά τα χαρτοφυλάκια με αρνητική απόδοση είναι τα ALPHA FOF COSMOS COMMODITIES, EUROBANK FOF ESG FOCUS, S&B ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΟ GLOBAL FOF, METLIFE FOF ΕΥΡΩΠΑΙΚΟ, METLIFE FOF ΕΜΠΟΡΕΥΜ. ΑΞΙΩΝ και METLIFE ΔΕΙΚΤΗ ΥΨ. ΚΕΦΑΛ. Χ.Α. Όπως έχουμε αναφέρει και παραπάνω, όσο πιο υψηλός είναι ο δείκτης Treynor τόσο πιο αποδοτικό θεωρείται ένα χαρτοφυλάκιο. Όμως, μερικές φορές ο δείκτης αυτός δεν είναι αντικειμενικός, διότι υποθέτει ότι τα χαρτοφυλάκια είναι πλήρη διαφοροποιημένα.

2.2.6 ΔΕΙΚΤΗΣ SHARPE

Ο δείκτης Sharpe είναι ο καλύτερος δείκτης για την μέτρηση της απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου. Ακόμη, θεωρείται ο πιο διαδεδομένος δείκτης αξιολόγησης και χρησιμοποιείται από τους περισσότερους επενδυτές. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης Sharpe τόσο καλύτερο είναι ένα χαρτοφυλάκιο σε σχέση με ένα άλλο.

Στον Πίνακα 2.2.6 βλέπουμε τα χαρτοφυλάκια και την τιμή του δείκτη Sharpe. Ξεκινώντας με τον γενικό δείκτη, η τιμή του είναι 0,083, η οποία είναι μεγαλύτερη από σχεδόν όλα τα χαρτοφυλάκια. Την μοναδική εξαίρεση αποτελεί το χαρτοφυλάκιο «ALPHA FOF COSMOS USA» με τιμή 0,092. Κατά συνέπεια, με βάση αυτόν τον δείκτη, το χαρτοφυλάκιο της αγοράς είναι καλύτερο σχεδόν από όλα τα χαρτοφυλάκια αμοιβαίων κεφαλαίων.

Οι τιμές των υπόλοιπων χαρτοφυλακίων κυμαίνονται από -0,064 έως 0,060. Αρνητικές τιμές έχουν παρουσιάσει τα χαρτοφυλάκια: ALPHA FOF COSMOS COMMODITIES, EUROBANK FOF ESG FOCUS, S&B ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΟ GLOBAL FOF, METLIFE FOF ΕΥΡΩΠΑΙΚΟ, METLIFE FOF ΕΜΠΟΡΕΥΜ. ΑΞΙΩΝ και METLIFE ΔΕΙΚΤΗ ΥΨ. ΚΕΦΑΛ. Χ.Α.. Μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι είναι τα ίδια χαρτοφυλάκια που είχαν αρνητική τιμή και στον δείκτη Treynor. Ο λόγος είναι ότι και οι δύο τύποι είναι παρόμοιοι, με την διαφορά ότι ο δείκτης Treynor χρησιμοποιεί το Beta, ενώ ο Sharpe την τυπική απόκλιση. Όπως είναι λογικό, ο λόγος, για τον οποίο τα χαρτοφυλάκια έχουν αρνητική τιμή, είναι ότι η απόδοσή τους είναι μικρότερη από την απόδοση του ακίνδυνου επιτοκίου. Επίσης, και τα υπόλοιπα χαρτοφυλάκια έχουν κοινά χαρακτηριστικά στους δύο δείκτες, για παράδειγμα και στους δύο δείκτες το χαρτοφυλάκιο με την υψηλότερη απόδοση είναι το «ALPHA FOF COSMOS USA».

Πίνακας 2.2.6: Δείκτης Sharpe χαρτοφυλακίων αμοιβαίων κεφαλαίων και γενικού δείκτη.

	ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ	ΔΕΙΚΤΗΣ SHARPE
1	ALPHA FOF COSMOS COMMODITIES	-0,062
2	ALPHA FOF COSMOS EUROPE	0,023
3	ALPHA FOF COSMOS SILK R. ASIA	0,060
4	ALPHA FOF COSMOS USA	0,092
5	EUROBANK FOF ESG FOCUS	-0,032
6	EUROBANK FOF GLOBAL EMER. MARK.	0,041
7	EUROBANK FOF EQUITY BLEND	0,018
8	ΠΕΙΡΑΙΩΣ FOF®	0,043
9	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED FOF	0,039
10	S&B ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΟ GLOBAL FOF	-0,013
11	OPTIMA PREMIUM SELEC. FOF	0,001
12	METLIFE FOF ΕΥΡΩΠΑΙΚΟ	-0,010
13	METLIFE FOF ΕΜΠΟΡΕΥΜ. ΑΞΙΩΝ	-0,064
14	INTERAMERICAN FOF GLOBAL EMER. MARK.	0,039
15	INERAMERICAN FOF. ESG FOCUS	0,003
16	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ US ΕΞΩΤΕΡ.	0,051
17	TRITON AMERICAN ΕΞΩΤΕΡ.	0,035
18	METLIFE ΔΕΙΚΤΗ ΥΨ. ΚΕΦΑΛ. Χ.Α.	-0,023
19	ALPHA TRUST GLOBAL LEADERS	0,055
20	ALPHA ETF FTSE ATHEX LARGE CAP	0,018
21	3Κ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,027
	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ (ΓΔ)	0,083

2.2.7 ΔΕΙΚΤΗΣ JENSEN (ALPHA)

Ο δείκτης Alpha (Jensen) υπολογίζει την απόδοση του χαρτοφυλακίου έναντι του δείκτη της αγοράς. Όταν η τιμή του δείκτη είναι μεγαλύτερη του μηδενός, αυτό σημαίνει ότι το χαρτοφυλάκιο δίνει μεγαλύτερη απόδοση από τον δείκτη της αγοράς, λαμβάνοντας υπόψη τον κίνδυνο. Καλό θα ήταν να αναφερθεί ότι ο δείκτης αυτός αξιολογεί τους διαχειριστές των χαρτοφυλακίων. Στο πίνακα 2.2.7 παρουσιάζονται τα χαρτοφυλάκια και ο δείκτης Alpha του καθενός.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα σε κανένα από τα αμοιβαία κεφάλαια το «άλφα» δεν διαφέρει στατιστικά από το μηδέν και κατά συνέπεια μπορούμε να συμπεράνουμε ότι όλα είχαν κανονικές αποδόσεις.

Πίνακας 2.2.7: Δείκτης Jensen (alpha) χαρτοφυλακίων αμοιβαίων κεφαλαίων.

	ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ	Alpha
1	ALPHA FOF COSMOS COMMODITIES	-0,00125
2	ALPHA FOF COSMOS EUROPE	-0,00037
3	ALPHA FOF COSMOS SILK R. ASIA	0,00071
4	ALPHA FOF COSMOS USA	0,00119
5	EUROBANK FOF ESG FOCUS	-0,00080
6	EUROBANK FOF GLOBAL EMER. MARK.	0,00030
7	EUROBANK FOF EQUITY BLEND	0
8	ΠΕΙΡΑΙΩΣ FOF [®]	0,00013
9	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED FOF	0
10	S&B ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΟ GLOBAL FOF	-0,00061
11	OPTIMA PREMIUM SELEC. FOF	-0,00043
12	METLIFE FOF ΕΥΡΩΠΑΙΚΟ	-0,00086
13	METLIFE FOF ΕΜΠΟΡΕΥΜ. ΑΞΙΩΝ	-0,00166
14	INTERAMERICAN FOF GLOBAL EMER. MARK.	0,00026
15	INERAMERICAN FOF. ESG FOCUS	-0,00033
16	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ US ΕΞΩΤΕΡ.	0,00055
17	TRITON AMERICAN ΕΞΩΤΕΡ.	0,00028
18	METLIFE ΔΕΙΚΤΗ ΥΨ. ΚΕΦΑΛ. Χ.Α.	-0,00177
19	ALPHA TRUST GLOBAL LEADERS	0,00045
20	3Κ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00098

2.2.8 ΔΕΙΚΤΗΣ M²

Όπως είδαμε και στην βιβλιογραφική επισκόπηση, ο δείκτης αυτός αξιολογεί με τον ίδιο τρόπο με τον δείκτη Sharpe. Ουσιαστικά, αποτελεί μετατροπή του δείκτη αυτού. Επίσης, είδαμε ότι μπορεί να συγκριθεί άμεσα με την απόδοση της αγοράς. Γι' αυτόν τον λόγο, τον υπολογίσαμε και τον εξετάζουμε σε αυτή την ενότητα.

Στον πίνακα 2.2.8 βλέπουμε τα χαρτοφυλάκια και τον δείκτη M². Όπως παρατηρούμε σχεδόν όλα τα χαρτοφυλάκια έχουν αρνητική τιμή, η οποία τιμή δείχνει κατά πόσο χειρότερη είναι η απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Το μοναδικό αμοιβαίο κεφάλαιο που έχει θετική τιμή (0,027%) είναι το «ALPHA FOF COSMOS USA»

Πίνακας 2.2.8: Δείκτης M² των χαρτοφυλακίων αμοιβαίων κεφαλαίων.

	ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ	M ²
1	ALPHA FOF COSMOS COMMODITIES	-0,437%
2	ALPHA FOF COSMOS EUROPE	-0,180%
3	ALPHA FOF COSMOS SILK R. ASIA	-0,069%
4	ALPHA FOF COSMOS USA	0,027%
5	EUROBANK FOF ESG FOCUS	-0,349%
6	EUROBANK FOF GLOBAL EMER. MARK.	-0,126%
7	EUROBANK FOF EQUITY BLEND	-0,196%
8	ΠΕΙΡΑΙΩΣ FOF [®]	-0,121%
9	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED FOF	-0,132%
10	S&B ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΟ GLOBAL FOF	-0,288%
11	OPTIMA PREMIUM SELEC. FOF	-0,247%
12	METLIFE FOF ΕΥΡΩΠΑΙΚΟ	-0,280%
13	METLIFE FOF ΕΜΠΟΡΕΥΜ. ΑΞΙΩΝ	-0,444%
14	INTERAMERICAN FOF GLOBAL EMER. MARK.	-0,132%
15	INERAMERICAN FOF. ESG FOCUS	-0,242%
16	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ US ΕΞΩΤΕΡ.	-0,097%
17	TRITON AMERICAN ΕΞΩΤΕΡ.	-0,145%
18	METLIFE ΔΕΙΚΤΗ ΥΨ. ΚΕΦΑΛ. Χ.Α.	-0,138%
19	ALPHA TRUST GLOBAL LEADERS	-0,085%
20	3Κ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,169%

2.2.9 ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΛΩΝ ΤΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ

Τέλος, θα αναλύσουμε τα χαρτοφυλάκια με βάση όλους του δείκτες. Παρακάτω θα δούμε τον πίνακα 2.2.9, που παρουσιάζει όλα τα χαρτοφυλάκια και τις τιμές, που έλαβαν σε κάθε δείκτη. Με κόκκινη γραμματοσειρά φαίνονται οι αρνητικές τιμές, με τα γαλάζια κουτάκια υποδεικνύεται η καλύτερη τιμή κάθε δείκτη και με τα πορτοκαλί κουτάκια η χειρότερη τιμή κάθε δείκτη. Αναλύοντας τον πίνακα 2.2.9, αντιλαμβανόμαστε ότι στους δείκτες Sharpe και Treynor τα χαρτοφυλάκια με αρνητική τιμή είναι τα ίδια. Τα χαρτοφυλάκια αυτά είναι ALPHA FOF COSMOS COMMODITIES, EUROBANK FOF ESG FOCUS, S&B ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΟ GLOBAL FOF, METLIFE FOF ΕΥΡΩΠΑΙΚΟ, METLIFE FOF ΕΜΠΟΡΕΥΜ. ΑΞΙΩΝ και METLIFE ΔΕΙΚΤΗ ΥΨ. ΚΕΦΑΛ. Χ.Α.. Στον δείκτη M^2 αρνητική τιμή έχουν όλα τα χαρτοφυλάκια εκτός από το χαρτοφυλάκιο «ALPHA FOF COSMOS USA» Τέλος, στον δείκτη Alpha αρνητική τιμή είχαν τα χαρτοφυλάκια ALPHA FOF COSMOS COMMODITIES, EUROBANK FOF ESG FOCUS, S&B ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΟ GLOBAL FOF, METLIFE FOF ΕΥΡΩΠΑΙΚΟ, METLIFE FOF ΕΜΠΟΡΕΥΜ. ΑΞΙΩΝ και METLIFE ΔΕΙΚΤΗ ΥΨ. ΚΕΦΑΛ. Χ.Α., ALPHA FOF COSMOS EUROPE, OPTIMA PREMIUM SELEC. FOF, INERAMERICAN FOF. ESG FOCUS και ALPHA TRUST GLOBAL LEADERS

Τα χαρτοφυλάκια στα γαλάζια κουτάκια είναι αυτά με τις καλύτερες τιμές. Όπως παρατηρούμε και στους τέσσερεις δείκτες το χαρτοφυλάκιο «ALPHA FOF COSMOS USA» συγκέντρωσε τις καλύτερες τιμές. Ουσιαστικά, μπορούμε να πούμε ότι με βάση τους δείκτες είναι το καλύτερο χαρτοφυλάκιο.

Στα πορτοκαλί κουτάκια βρίσκονται τα χαρτοφυλάκια με τις χειρότερες τιμές. Στον δείκτη Treynor, την χειρότερη τιμή την κατέχει το χαρτοφυλάκιο «ALPHA FOF COSMOS COMMODITIES», στους δείκτες Sharpe και M^2 την χειρότερη τιμή την έχει το χαρτοφυλάκιο «METLIFE FOF ΕΜΠΟΡΕΥΜ. ΑΞΙΩΝ» και στο δείκτη Alpha το χαρτοφυλάκιο METLIFE ΔΕΙΚΤΗ ΥΨ. ΚΕΦΑΛ. Χ.Α.. Αν αναλογιστούμε ότι ο δείκτης Sharpe και ο δείκτης M^2 υπολογίζονται με παρόμοια δεδομένα είναι λογικό να έχουμε και παρόμοια αποτελέσματα, οπότε δεν μπορούμε να πούμε ότι από την δική μας αξιολόγηση υπάρχει κάποιο χαρτοφυλάκιο με τις χειρότερες τιμές.

Πίνακας 2.2.9: Συγκέντρωση όλων των δεικτών για κάθε χαρτοφυλάκιο αμοιβαίων κεφαλαίων.

	ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ	ΔΕΙΚΤΗΣ TREYNOR	ΔΕΙΚΤΗΣ SHARPE	Alpha	M ²
1	ALPHA FOF COSMOS COMMODITIES	-0,0053	-0,062	-0,00125	-0,437%
2	ALPHA FOF COSMOS EUROPE	0.0011	0,023	-0,00037	-0,180%
3	ALPHA FOF COSMOS SILK R. ASIA	0.0044	0,06	0,00071	-0,069%
4	ALPHA FOF COSMOS USA	0.0057	0,092	0,00119	0,027%
5	EUROBANK FOF ESG FOCUS	-0.0030	-0,032	-0,0008	-0,349%
6	EUROBANK FOF GLOBAL EMER. MARK.	0.0029	0,041	0,0003	-0,126%
7	EUROBANK FOF EQUITY BLEND	0.0014	0,018	0	-0,196%
8	ΠΕΙΡΑΙΩΣ FOF®	0.0024	0,043	0,00013	-0,121%
9	ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED FOF	0.0023	0,039	0	-0,132%
10	S&B ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΟ GLOBAL FOF	-0.001	-0,013	-0,00061	-0,288%
11	OPTIMA PREMIUM SELEC. FOF	0,0001	0,001	-0,00043	-0,247%
12	METLIFE FOF ΕΥΡΩΠΑΙΚΟ	-0,0006	-0,01	-0,00086	-0,280%
13	METLIFE FOF ΕΜΠΟΡΕΥΜ. ΑΞΙΩΝ	-0,0046	-0,064	-0,00166	-0,444%
14	INTERAMERICAN FOF GLOBAL EMER. MARK.	0.0027	0,039	0,00026	-0,132%
15	INERAMERICAN FOF. ESG FOCUS	0,0002	0,003	-0,00033	-0,242%
16	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ US ΕΞΩΤΕΡ.	0,0039	0,051	0,00055	-0,097%
17	TRITON AMERICAN ΕΞΩΤΕΡ.	0,0026	0,035	0,00028	-0,145%
18	METLIFE ΔΕΙΚΤΗ ΥΨ. ΚΕΦΑΛ. Χ.Α.	-0,0016	-0,023	-0,00177	-0,138%
19	ALPHA TRUST GLOBAL LEADERS	0.0035	0,055	0,00045	-0,085%
20	3Κ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,001	0,018	-0,00098	-0,169%

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Από την έρευνα δευτερογενών και πρωτογενών στοιχείων που πραγματοποιήσαμε, προκύπτουν τα παρακάτω συμπεράσματα, τα οποία απαντούν στους στόχους της.

Η επένδυση γίνεται με σκοπό το μέγιστο κέρδος και συνεπώς αν δεν υπήρχε το κέρδος δεν θα υπήρχε επένδυση. Στην οικονομία, το κέρδος ταυτίζεται με τον κίνδυνο, επομένως οι πιο βασικοί παράγοντες για μια επένδυση είναι το κέρδος και ο κίνδυνος, που πρέπει να λάβει κάποιος. Έπειτα, μια επένδυση εξαρτάται άμεσα από την χώρα που θα πραγματοποιηθεί. Οι βασικοί παράγοντες, που σχετίζονται με την χώρα και επηρεάζουν τις επενδύσεις, είναι οικονομικοί, νομικοί και πολιτιστικοί. Το καθένα από αυτά επηρεάζει σε διαφορετικό βαθμό τον κάθε επενδυτή. Με διαφορετικά λόγια, μια επένδυση θα πρέπει να εξετάζει τους παραπάνω παράγοντες και με βάση αυτούς να επενδύει αποτελεσματικά.

Η διαδικασία της κάθε επένδυσης έχει τον προσωπικό χαρακτήρα του επενδυτή της και η συμπεριφορά του επενδυτή είναι αποτέλεσμα των εμπειριών του. Ο εκάστοτε επενδυτής έχει επενδυτικό ορίζοντα και οι κινήσεις του γίνονται με βάση αυτόν. Οι επενδυτές χωρίζονται σε δύο κύριες κατηγορίες, τους βραχυπρόθεσμους και τους μακροπρόθεσμους. Η κάθε κατηγορία έχει τις δικές της τακτικές για να φτάσει στο ίδιο αποτέλεσμα, που είναι το κέρδος.

Τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν εξαιρετική επενδυτική επιλογή για μικρομεσαίους επενδυτές. Στην Ευρώπη, παρατηρούμε συνεχή ανάκαμψη την τελευταία δεκαετία, καθώς όλο και περισσότεροι επενδύουν σε αυτά. Ωστόσο, την τρέχουσα χρονιά παρατηρήθηκε ξαφνική μείωση του ενεργητικού. Εκτιμούμε ότι αυτή η μείωση οφείλεται στην εξάπλωση της παγκόσμιας πανδημίας του κορονοϊού Covid-19, η οποία έχει προκαλέσει προσωρινή οικονομική κρίση. Την τελευταία δεκαετία, τα αμοιβαία κεφάλαια παρουσιάζουν μια φθίνουσα πορεία, η οποία φαίνεται να αλλάζει.

Από την εμπειρική μελέτη, παρατηρήσαμε ότι οι αποδόσεις των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων είναι αρκετά χαμηλές σε σχέση με την απόδοση του δείκτη της αγοράς, με μόνο μια εξαίρεση. Από την άλλη μεριά, ο κίνδυνος των χαρτοφυλακίων είναι χαμηλότερος έναντι αυτού της αγοράς, πράγμα που είναι λογικό, καθώς όσο μεγαλύτερη απόδοση τόσο πιο υψηλός ο κίνδυνος. Έτσι, συμπεραίνουμε ότι για έναν επενδυτή, που δεν θέλει να αναλάβει μεγάλο κίνδυνο, τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν μια ορθή επενδυτική κίνηση.

Καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι τα μετοχικά χαρτοφυλάκια αμοιβαίων κεφαλαίων αποτελούν ορθή επενδυτική κίνηση για έναν επενδυτή, που δεν είναι διατεθειμένος να αναλάβει υψηλό κίνδυνο και ταυτόχρονα δεν κυνηγά πολύ υψηλές αποδόσεις. Ωστόσο, για να γίνει μια επένδυση σε μετοχικά χαρτοφυλάκια αμοιβαίων κεφαλαίων, θα πρέπει να γίνει σωστή έρευνα της αγοράς και με βάση τον εκάστοτε επενδυτικό ορίζοντα να επιλεγεί το πιο ορθό χαρτοφυλάκιο. Επίσης, καταλήξαμε ότι στην ελληνική αγορά είναι πολύ λίγα τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, που αποφέρουν τα επιθυμητά αποτελέσματα. Τέλος, τα χαρτοφυλάκια αυτά αποτελούν πολύ καλή επένδυση για επενδυτές που θέλουν άμεση ρευστότητα με χαμηλό κίνδυνο και θετική απόδοση.

Προτείνουμε και σε άλλους φορείς να πραγματοποιήσουν σχετικές έρευνες για την ανάλυση της ελληνικής αγοράς μετοχικών και άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων και συγκεκριμένα την αξιολόγηση όλων των κατηγοριών αμοιβαίων κεφαλαίων ως επενδυτική κίνηση. Επίσης, μια ακόμη πρόταση θα ήταν μια έρευνα, η οποία θα ασχοληθεί με τον τρόπο σκέψης του επενδυτή. Σκοπός αυτών των προτάσεων είναι η ορθολογική πληροφόρηση των επενδυτών, ώστε να μπορούν να επενδύουν αποτελεσματικότερα.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Arrondel, L., Bartiloro, L., Fessler, P. & Lindner, P. (2016). How do Households allocate their asset? - Stylized facts from the eurosystem Household Finance and Consumption Survey. : Int. J. Cent Bank.
- Arugaslan, O., Edwards, E. & Samant, A. (2007). Evaluating large US-based equity mutual funds using risk-adjusted performance measures. Michigan, USA: Emerald Group Publishing Limited.
- Auer, B. & Schuhmacher, F. (2013). Performance hypothesis testing with the Sharpe ratio: The case of hedge funds. Leipzig, Germany: Elsevier Inc.
- Babalos, B., Kostakis, A. & Philippas, N. (2009). Managing mutual funds or managing expense ratios? Evidence from the Greek fund industry. Piraeus, Greece: Elsevier B.V.
- Baghdadabad, M. (2013). A replacement method in evaluating the performance of international mutual funds. Bangi, Malaysia: Emerald Group Publishing Limited.
- Baghdadabad, M., Matnor, F. & Ibrahim, I. (2012). Optimized drawdown risk in evaluating the performance of Malaysian mutual funds. : Emerald Group Publishing Limited.
- Broby, D. (2018). The Impact of Academic Research in Finance (Impact Ratio). : Emerald Publishing Limited.
- Broner, F., Lorenzoni, G. & Schmulker, S. (2010). Why do emerging economies borrow short term?. : Working Paper. UPF..
- Cederburg, S., O'Doherty, M., Wang, F. & Yan, X. (2020). On the performance of volatility-managed portfolios. : Elsevier B.V..
- Chambers, D. & Dimson, E. (2016). FINANCIAL MARKET HISTORY REFLECTIONS ON THE PAST FOR INVESTORS TODAY.: The CFA Institute Research Foundation.
- Chen, H., Yang, C. & Peng, Y. (2013). The trading on the mutual funds by gene expression programming with Sortino ratio. Kaohsiung, Taiwan: Elsevier B.V.
- Choi, H. & Min, D. (2017). Efficiency of well-diversified portfolios: Evidence from data envelopment analysis. Seoul, South Korea: Elsevier Ltd..
- Crainich, D., Eeckhoudt, L. & Trannoy, A. (2013). Even (mixed) risk lovers are prudent.: American Economic Review.

Cremers, M. & Pareek, A. (2015). Short-term trading and stock return anomalies: Momentum, reversal, and share issuance.: Review of Finance.

Danesh, D., Ryan, J. & Abbasi, A. (2018). Multi-criteria decision-making methods for project portfolio management: A literature review.: International Journal of Management and Decision Making.

Dash, B., Gajanand, M. & Narendran, T. (2018). Goal programming model for management accounting and auditing: A new typology. : Annals of Operations Research.

Dissanaike, G., Drobetz, W., Momtaz, P. & Rocholl, J. (2020). Takeover law enforcement and acquirer returns.. : <https://papers.ssrn.com/abstract=2786409>.

Doring, S., Drobetz, W., El Ghouli, S. & Guedhami, O. (2019). Institutional investor horizon and firm valuation around the world.. : <https://ssrn.com/abstract=3380715>.

Doring, S., Drobetz, W., El Ghouli, S. & Guedhami, O. (2020). Cross-Country Determinants of Institutional Investors' Investment Horizons. : Elsevier Inc..

Edmans, A. (2014). Blockholders and corporate governance.: Annual Review of Financial Economics.

EFAMA, (2019). <http://www.efama.org/>. Διαθέσιμο
σε: <http://www.efama.org/Publications/Statistics/Asset%20Management%20Report/AssetManagementReport2019.pdf> (Ανακτήθηκε 20 Μαΐου, 2020).

EFAMA, (2019). <http://www.efama.org/>. Διαθέσιμο
σε: <http://www.efama.org/Publications/Statistics/Asset%20Management%20Report/AssetManagementReport2019.pdf> (Ανακτήθηκε 4 Ιουλίου, 2020).

EFAMA, (2020). <http://www.efama.org/>. Διαθέσιμο
σε: <https://www.efama.org/Publications/Statistics/International/Quarterly%20International/20%2006%20International%20Statistical%20Release%20Q1%202020.pdf> (Ανακτήθηκε 20 Μαΐου, 2020).

EFAMA, (2020). <http://www.efama.org/>. Διαθέσιμο
σε: <https://www.efama.org/Publications/Statistics/Quarterly/Quarterly%20Statistical%20Reports/20%2006%20Quarterly%20Statistical%20Release%20Q1%202020.pdf> (Ανακτήθηκε 4 Ιουλίου, 2020).

Ethe, (2020). <http://www.ethe.org.gr/>. Διαθέσιμο
σε: http://www.ethe.org.gr/files/pdf/STATISTIKOI%20PINAKES_1594807955.pdf (Ανακτήθηκε 4 Ιουλίου, 2020).

Ethe, (2020). <http://www.ethe.org.gr/>. Διαθέσιμο
σε: http://www.ethe.org.gr/files/pdf/STATISTIKOI%20PINAKES_1594807955.pdf (Ανακτήθηκε 4 Ιουλίου, 2020).

Fan, Y. (2016). Position adjusted turnover ratio and mutual fund performance. Utah, USA: Emerald Publishing Limited.

Feenstra, R. & Taylor, A. (2012). International economics.: Worth Publishers.

Francis, N., Hasan, I. & Zhu, Y. (2020). The impact of political uncertainty on institutional ownership.: Working paper..

Graham, E., Lassala, C. & Ribeiro-Navarrete, B. (2018). A fuzzy-set analysis of conditions influencing mutual fund performance. Wilmington, USA: Elsevier Inc.

Gregory-Allen, R., Ball, H. & Thompson, K. (2019). The impact of portfolio holdings disclosure on fund returns. New Zealand: Elsevier B.V.

Guiso, L., Sapienza, P. & Zingales, L. (2018). Time varying risk aversion.: Elsevier B.V..

Hillier, D., Grinblatt, M. & Titman, S. (2012). Financial Markets and Corporate Strategy. : McGraw-Hill Education.

Holderness, C. (2017). Culture and the ownership concentration of public corporations around the world.. : Journal of Corporate Finance.

Jindapon, P. (2013). Do risk lovers invest in self-protection?. : Elsevier B.V..

Kaufmann, C., Kock, A. & Gemunden, H. (2020). Emerging strategy recognition in agile portfolios.. : Elsevier Ltd, APM and IPMA..

Kiyamaz, H., Filbeck, g. & Baker, K. (2019). The Savvy Investor's Guide to Pooled Investments : Mutual Funds, ETFs, and More. United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland: Emerald Publishing Limited.

Korotkov, V. & Wu, D. (2019). Evaluating the quality of solutions in project portfolio selection.. : Omega In press.

Lawrence, K., Pai, D. & Lawrence, S. (2015). A MULTICRITERIA META-GOAL PORTFOLIO MODEL BASED IN MORNINGSTAR SECTOR GROUPINGS. [χ.τ.]: Emerald Group Publishing Limited.

Lee, J., Jeon, H., Kang, J. & Lee, C. (2020). Do actively managed mutual funds exploit stock market mispricing?. : Elsevier Inc.

Mankiw, G. & Taylor, M. (2010). Αρχές Οικονομικής Θεωρίας Με αναφορά στις Ευρωπαϊκές Οικονομίες. Αθήνα: GUTENBERG.

Markowitz, H. (1959). Portfolio Selection. Connecticut: Yale University Press: New Haven.

Martinsuo, M. & Geraldi, J. (2020). Management of project portfolios: Relationships of project portfolios with their contexts. : Elsevier Ltd, APM and IPMA.

- McClure, B. (2010). Modern portfolio theory: Why it's still hip. : Investopedia.
- Mickiewicz, T., Sauka, A. & Stephan, U. (2016). On the compatibility of benevolence and self-interest: Philanthropy and entrepreneurial orientation.. : International Small Business Journal.
- Modigliani, F. & Modigliani, L. (1997). Risk-adjusted performance. : Journal of Portfolio Management.
- Nagar, V., Schoenfeld, J. & Wellman, L. (2019). The effect of economic policy uncertainty on investor information asymmetry and management disclosures. : Journal of Accounting and Economics.
- Otten, R. & Schweitze, M. (2002). A Comparison Between the European and the U.S. Mutual Fund Industry. : Emerald Publishing Limited.
- Phuoc, L. (2018). Jensen's Alpha Estimation Models in Capital Asset Pricing Model. : Journal of Asian Finance.
- Sehga, R. & Mehra, A. (2019). Robust Portfolio Optimization with Second Order Stochastic Dominance Constraints. India: Elsevier.
- Singh, A. & Dharmaraja, S. (<https://doi.org/10.1111/itor.12435>). Optimal portfolio trading subject to stochastic dominance constraints under second-order autoregressive price dynamics. International Transactions in Operational Research. : <https://doi.org/10.1111/itor.12435>.
- Snopek, L. (2012). The Complete Guide to Portfolio Construction and Management. : Lukasz Snopek.
- Spieler, A., Nofsinger, J. & Baker, K. (2020). The Savvy Investor's Guide to building Wealth Through Traditional Investments. United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland: Emerald Publishing Limited.
- Stettina, C. & Horz, J. (2015). Agile portfolio management: An empirical perspective on the practice in use.. : International Journal of Project Management.
- Varamini, H. & Kalash, S. (2008). Testing Market Efficiency for Different Market Capitalization Funds. : Emerald Publishing Limited.
- Zhang, X., Fang, L., Hipel, K. & Ding, S. (2019). A hybrid project portfolio selection procedure with historical performance consideration. : Elsevier Ltd..
- Βοσνιάδου, Σ. (2007). Εισαγωγή στην Ψυχολογία. Αθήνα: Gutenberg.
- Εξαδάκτυλος, Ν. (2009). Συμπεριφορά του Καταναλωτή. Περιστέρι: ΕΛΛΗΝ.
- Νούλας, Α. (2015). Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Επενδυτικές και Χρηματοδοτικές Αποφάσεις. Θεσσαλονίκη: Νούλας Αθανάσιος.

Νούλας, Α. (2016). Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου. Θεσσαλονίκη: Α. Γ. Νούλας.

Σουμπενιώτης, Δ. & Ταμπακούδης, Ι. (2017). Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάλυση & Επενδύσεις. Θεσσαλονίκη: NAMAT