

# Περιεχόμενα

<b>ΣΥΝΟΨΗ (ABSTRACT)</b>	<b>4</b>
<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b>	<b>5</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1:</b>	
<b>Τι είναι και πώς λειτουργούν τα Αμοιβαία Κεφάλαια</b>	<b>7</b>
α) Έννοια, Σύσταση και Νομική Μορφή του Αμοιβαίου Κεφαλαίου	7
β) Σκοπός	9
γ) Μερίδια	9
δ) Εξαγορά μεριδίων	10
ε) Καθαρή αξία Α/Κ – Καθαρή αξία μεριδίου	10
στ) Φορολογία	11
ζ) Περιορισμοί αμοιβαίων κεφαλαίων	11
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2:</b>	
<b>Ιστορική αναδρομή</b>	<b>13</b>
α) Η εξέλιξη του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων παγκοσμίως	13
β) Η εξέλιξη του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα	17
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3:</b>	
<b>Κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων</b>	<b>24</b>
α) Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων	24
β) Α/Κ Ομολόγων	24
γ) Α/Κ Μετοχικά	25
γ <sub>1</sub> ) <i>Aggressive-growth funds ή go-go funds</i>	25
γ <sub>2</sub> ) <i>Small-company funds</i>	25
γ <sub>3</sub> ) <i>Growth funds</i>	25
γ <sub>4</sub> ) <i>Growth and income funds</i>	26
γ <sub>5</sub> ) <i>Equity-income funds</i>	26
γ <sub>6</sub> ) <i>Εξειδικευμένα αμοιβαία κεφάλαια</i>	26
ι) Κλαδικά αμοιβαία κεφάλαια (Sector funds)	26
ιι) Utility funds	26
ιιι) Precious-Metals funds	26
ιιιι) Τοπικά αμοιβαία κεφάλαια	26

δ) Α/Κ Μικτά	26
ε) Ειδικού τύπου	27
1) <i>Option-income funds</i>	
2) <i>Index funds</i>	
3) <i>Fund-of-funds</i>	
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4:</b>	
<b>Πλεονεκτήματα-Μειονεκτήματα Αμοιβαίων Κεφαλαίων</b>	<b>29</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5:</b>	
<b>Ανασκόπηση προηγούμενων ερευνών αξιολόγησης της     αποδοτικότητας των Αμοιβαίων Κεφαλαίων</b>	<b>32</b>
α) Έρευνες σε παγκόσμιο επίπεδο	32
α <sub>1</sub> ) <i>Κλασικές απόψεις</i>	32
α <sub>2</sub> ) <i>Σύγχρονες απόψεις</i>	36
ι) Οι διαχειριστές νικούν την αγορά	36
ιι) Οι διαχειριστές δε νικούν την αγορά	39
β) Έρευνες στον ελλαδικό χώρο	43
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6:</b>	
<b>Μέθοδοι αξιολόγησης της αποδοτικότητας των Αμοιβαίων     Κεφαλαίων</b>	<b>49</b>
α) Η απόδοση	49
β) Η τυπική απόκλιση ( $\sigma$ )	50
γ) Το βήτα ( $\beta$ )	51
δ) Δείκτης Treynor(1965)	51
ε) Δείκτης Sharpe(1966)	52
στ) Δείκτης Jensen(1968)	53
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7:</b>	
<b>Εμπειρική μελέτη</b>	<b>54</b>
α) Το δείγμα και οι μεταβλητές	54
β) Κριτήρια αξιολόγησης	54

-Απόδοση και κίνδυνος: γενικά χαρακτηριστικά	54
-Απόδοση και βήτα	63
-Δείκτες αποδοτικότητας	67
<b>ΕΠΙΛΟΓΟΣ</b>	<b>74</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</b>	<b>76</b>

## Σύνοψη (Abstract)

Η παρούσα εργασία στοχεύει στην αξιολόγηση της αποδοτικότητας σαράντα τεσσάρων εγχώριων μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς, που λειτουργούσαν καθ' όλη τη διάρκεια του εξεταζόμενου χρονικού διαστήματος από 31/12/2001 έως 30/12/2005. Η αξιολόγηση βασίζεται πάνω στην ανάλυση του κινδύνου και της απόδοσης και στον υπολογισμό τριών κλασικών δεικτών μέτρησης αποδοτικότητας χαρτοφυλακίων, των δεικτών Treynor, Sharpe και Jensen. Παράλληλα, σε θεωρητικό επίπεδο, επιχειρείται μια συνοπτική αλλά ουσιαστική αναφορά στις βασικές πτυχές της εξέλιξης και λειτουργίας των αμοιβαίων κεφαλαίων, καθώς και μία εκτενής ανασκόπηση των ακαδημαϊκών ερευνών που έχουν διεξαχθεί παγκοσμίως πάνω στην αξιολόγηση της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων.

# Εισαγωγή

Η θεσμική επένδυση στην Ελλάδα με τον τρόπο που τη γνωρίζουμε σήμερα είναι απόρροια της απελευθέρωσης του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος και τοποθετείται χρονικά στην τελευταία δεκαετία του εικοστού αιώνα. Σημαντική θέση στο χώρο της θεσμικής επένδυσης έχουν αποκτήσει τα τελευταία χρόνια τα αμοιβαία κεφάλαια, των οποίων τόσο ο αριθμός όσο και το ποσό των κεφαλαίων που συγκεντρώνουν αυξάνονται συνεχώς. Το ενδιαφέρον για τα αμοιβαία κεφάλαια ενισχύεται και από τις συνθήκες που επικρατούν στις αγορές, όπως είναι τα χαμηλά επιτόκια, οι χαμηλοί ρυθμοί ανάπτυξης, οι αλλαγές στα φορολογικά συστήματα, οι τάσεις παγκοσμιοποίησης κτλ.

Έχοντας ως έναυσμα τη συνεχή εξέλιξη της αγοράς των αμοιβαίων κεφαλαίων και το αυξανόμενο ενδιαφέρον, τόσο επενδυτικό όσο και ακαδημαϊκό, που παρατηρείται τελευταία για το συγκεκριμένο είδος επένδυσης τρεις είναι οι στόχοι της παρούσας εργασίας. Πρώτον, επιχειρούμε μία θεωρητική προσέγγιση των σημαντικότερων πτυχών της λειτουργίας και εξέλιξης του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων, δεύτερον συνοψίζουμε τις ακαδημαϊκές έρευνες που έχουν διεξαχθεί μέχρι σήμερα πάνω στα αμοιβαία κεφάλαια και την αξιολόγηση της αποδοτικότητάς τους και τρίτον επιχειρούμε την εμπειρική αξιολόγηση της επίδοσης ενός δείγματος μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων της ελληνικής αγοράς με τη χρήση μιας σειράς δεικτών. Για την καλύτερη κατανόηση των θεμάτων που εξετάζονται, η παρούσα μελέτη οργανώνεται σε επτά κεφάλαια.

Ειδικότερα, το πρώτο κεφάλαιο ξεκινά με το ορισμό της έννοιας του αμοιβαίου κεφαλαίου και εν συνεχεία πραγματοποιείται μια εκτεταμένη αναφορά στον τρόπο λειτουργίας του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων μέσω της Ανώνυμης Εταιρίας Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.) και του Θεματοφύλακα. Αναπτύσσονται θέματα όπως ο σκοπός της δημιουργίας ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, η διαδικασία σύστασής τους, καθώς και η διαδικασία συμμετοχής ή αποχώρησης των επενδυτών από αυτά. Περιγράφεται επίσης ο τρόπος υπολογισμού της αξίας των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου και των προμηθειών διάθεσης και εξαγοράς τους, οι οποίες επηρεάζουν την τιμή των μεριδίων. Το κεφάλαιο αυτό κλείνει με αναφορά στους περιορισμούς που υπάρχουν όσον αφορά τις επενδυτικές τοποθετήσεις που μπορεί να πραγματοποιήσει ένα αμοιβαίο κεφάλαιο.

Στο δεύτερο κεφάλαιο επιχειρείται μια ιστορική αναδρομή στη γέννηση και την

πορεία των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ξεκινάμε με αναφορές στην παγκόσμια εξέλιξη του θεσμού για να ακολουθήσει στη συνέχεια η περιγραφή της πορείας των αμοιβαίων κεφαλαίων στην ελληνική αγορά. Στο κεφάλαιο αυτό περιγράφονται λεπτομερώς οι εξελίξεις στην ελληνική αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων το χρονικό διάστημα 2001-2005. Το κεφάλαιο αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό γιατί μας εγκλιματίζει στην χρονική περίοδο για την οποία διεξάγεται η εμπειρική έρευνα για την αξιολόγηση της αποδοτικότητας των ελληνικών μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων.

Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζονται αναλυτικά όλες οι κατηγορίες των αμοιβαίων κεφαλαίων που αναπτύσσονται παγκοσμίως για να ακολουθήσει στη συνέχεια το τέταρτο κεφάλαιο με την παρουσίαση των πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων του θεσμού αυτού.

Το πέμπτο κεφάλαιο αποτελεί μια εκτενή ανασκόπηση των ακαδημαϊκών ερευνών γύρω από την αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ύστερα από μελέτη της διεθνούς αρθρογραφίας, παρουσιάζονται οι αρχικές έρευνες (κλασικές) στο χώρο αυτό και ακολουθεί μια σειρά μελετών που επικεντρώνονται στη διερεύνηση της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων σε σχέση με αυτήν που επιτυγχάνει ένας επενδυτής που επιλέγει τυχαία το χαρτοφυλάκιό του ή με την αποδοτικότητα ενός συγκρίσιμου δείκτη αναφοράς. Το κεφάλαιο αυτό ολοκληρώνεται με την παρουσίαση των σχετικά περιορισμένων μέχρι σήμερα εμπειρικών μελετών που αφορούν την ελληνική αγορά.

Το έκτο κεφάλαιο μας εισάγει σε πιο πρακτικά ζητήματα όσον αφορά τα αμοιβαία κεφάλαια. Σε αυτό αναπτύσσονται οι μέθοδοι αξιολόγησης αποδοτικότητας που θα χρησιμοποιηθούν στα επόμενα κεφάλαια για την αξιολόγηση της ελληνικής αγοράς μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Οι μέθοδοι αυτοί είναι η απόδοση, η τυπική απόκλιση, ο συντελεστής κινδύνου  $\beta$  και κυρίως οι δείκτες Treynor, Sharpe και Jensen.

Στο έβδομο κεφάλαιο, τέλος, επιχειρούμε μια εμπειρική προσέγγιση αξιολόγησης σαράντα τεσσάρων ελληνικών μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων για την περίοδο 2001-2005, εφαρμόζοντας τα κριτήρια αξιολόγησης που αναπτύχθηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο.

Η μελέτη ολοκληρώνεται με τον επίλογο, όπου συνοψίζονται τα σημαντικότερα συμπεράσματα της παρούσας μελέτης.

# Κεφάλαιο 1

## Τι είναι και πώς λειτουργούν τα Αμοιβαία

### Κεφάλαια

Σύμφωνα με το Νόμο 1969/91, ως ελληνικό αμοιβαίο κεφάλαιο ορίζεται αυτό του οποίου η έδρα και η κεντρική διοίκηση βρίσκονται στην Ελλάδα. Τα αμοιβαία κεφάλαια δημιουργούνται από τις Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.) και για να διατεθούν τα μερίδιά τους στο ευρύ επενδυτικό κοινό, πρέπει να έχει χορηγηθεί στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. σχετική άδεια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

#### **α. Έννοια, Σύσταση και Νομική Μορφή του Αμοιβαίου Κεφαλαίου**

*Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι ένα σύνολο περιουσιακών στοιχείων σε μετρητά και κινητές αξίες του οποίου τα επί μέρους στοιχεία ανήκουν εξ αδιαίρετου σε περισσότερα του ενός πρόσωπα.*

Το αμοιβαίο κεφάλαιο δεν είναι Νομικό Πρόσωπο, αλλά Κοινωνία Δικαίου. Η άδεια σύστασης του χορηγείται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Την οργάνωση και διαχείριση του αναλαμβάνει Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίου Κεφαλαίου (Α.Ε.Δ.Α.Κ.). Οι μεριδιούχοι εκπροσωπούνται δικαστικά και εξώδικα από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και δεν ευθύνονται για τις πράξεις της.

Για να συσταθεί ένα αμοιβαίο κεφάλαιο πρέπει να καταρτισθεί ο Κανονισμός του, να υπογραφεί από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και το Θεματοφύλακα, και να εγκριθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Ο κανονισμός θα πρέπει να περιλαμβάνει:

- ❖ Την ονομασία του αμοιβαίου κεφαλαίου, την επωνυμία της Α.Ε.Δ.Α.Κ και του Θεματοφύλακα.
- ❖ Τον επενδυτικό σκοπό και την επενδυτική πολιτική του αμοιβαίου κεφαλαίου.
- ❖ Τις αμοιβές που καταβάλλονται στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. και στο Θεματοφύλακα.
- ❖ Το είδος των αξιόγραφων στα οποία μπορεί να επενδύει το αμοιβαίο κεφάλαιο.
- ❖ Την τιμή των μεριδίων κατά το χρόνο σύστασης του αμοιβαίου κεφαλαίου.
- ❖ Τις προμήθειες διάθεσης και εξαγοράς μεριδίων.
- ❖ Τους όρους διάθεσης και εξαγοράς των μεριδίων.
- ❖ Το χρόνο και τη διαδικασία διανομής των κερδών.

Η διάρκεια λειτουργίας του αμοιβαίου κεφαλαίου δεν περιορίζεται χρονικά. Η διαχειριστική χρήση του είναι διάρκειας ενός ημερολογιακού έτους. Είναι δυνατόν η διαχειριστική χρήση να ορισθεί μικρότερη του έτους για την πρώτη περίοδο λειτουργίας του αμοιβαίου κεφαλαίου, με λήξη την 31η Δεκεμβρίου. Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι υποχρεωμένη να συντάσσει και να δημοσιεύει στο τέλος κάθε έτους ετήσια έκθεση για το αμοιβαίο κεφάλαιο.

#### Ανώνυμη Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.)

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι αφενός ο φορέας ο οποίος δημιουργεί και θέτει στη διάθεση των επενδυτών τα αμοιβαία κεφάλαια και αφετέρου ο διαχειριστής της κοινής περιουσίας των επενδυτών, δηλαδή:

- παίρνει τις αποφάσεις για τις αγοραπωλησίες των μετοχών και των λοιπών τίτλων και συγχρόνως καθορίζει την επενδυτική πολιτική του αμοιβαίου κεφαλαίου.
- εκτελεί όλες τις λογιστικές εγγραφές που απαιτούνται για το αμοιβαίο κεφάλαιο.
- ενημερώνει τους επενδυτές για την πορεία των επενδύσεών τους κάθε εξάμηνο με σχετική ανάλυση του λογαριασμού τους (statement), και κάθε έτος και εξάμηνο με τη δημοσίευση των σχετικών εκθέσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι ανώνυμη εταιρία η οποία για να λειτουργήσει, εκτός όλων όσων απαιτούνται για τη σύσταση ανωνύμων εταιριών, πρέπει να έχει μετοχικό κεφάλαιο €1.200.000 ολοσχερώς καταβεβλημένο και την έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Η κάθε Α.Ε.Δ.Α.Κ. για τις εργασίες που εκτελεί εισπράττει από τους επενδυτές (μεριδιούχους) αμοιβή, η οποία ονομάζεται διαχειριστική αμοιβή καθώς και προμήθειες εισόδου και εξόδου των επενδυτών στα αμοιβαία κεφάλαια.

#### Θεματοφύλακας

Ο Θεματοφύλακας είναι ο ταμίας και ελεγκτής των πράξεων της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και εξασφαλίζει τη διαφάνεια των χρηματικών συναλλαγών, των τίτλων και των επενδυμένων χρημάτων. Σύμφωνα με το νόμο, Θεματοφύλακας ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων είναι ελληνική τράπεζα ή υποκατάστημα στην Ελλάδα τράπεζας με έδρα κράτος-μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Για να λειτουργήσει μία τράπεζα ως Θεματοφύλακας ενός αμοιβαίου κεφαλαίου θα πρέπει για το σκοπό αυτό να έχει την έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.



## **β. Σκοπός**

Όλα τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν έναν κοινό στόχο: να αποφέρουν κέρδη στους μεριδιούχους τους. Κατά τα άλλα, κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο έχει στόχους που εμπίπτουν σε μία από τις παρακάτω τρεις γενικές κατηγορίες:

- *Εισόδημα.* Στο τέλος κάθε χρόνου οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. μπορούν να διανεμούν μέρος των κερδών τους υπό τη μορφή μερισμάτων, εφόσον το επιθυμούν. Ο στόχος του διαχειριστή του αμοιβαίου κεφαλαίου σε αυτή την κατηγορία είναι να προσφέρει στους μεριδιούχους του αμοιβαίου κεφαλαίου μια σταθερή ροή μερισμάτων κάθε χρόνο. Με λίγα λόγια απευθύνεται στους επενδυτές που ενδιαφέρονται όχι τόσο για την κεφαλαιακή απόδοση όσο για την εξασφάλιση μέσω των μερισμάτων ενός σταθερού εισοδήματος.
- *Κεφαλαιακά κέρδη.* Έμφαση δίνεται από τον διαχειριστή του αμοιβαίου κεφαλαίου στην αύξηση της αξίας της επένδυσης μέσω της αύξησης της αξίας των μετοχών και των ομολόγων που κρατούνται.
- *Εισόδημα και κεφαλαιακά κέρδη.* Ο συνδυασμός των δύο παραπάνω κατηγοριών.

Σε όποια κατηγορία και αν εμπίπτουν οι στόχοι ενός αμοιβαίου κεφαλαίου σίγουρα θα έχουν και κάποια μειονεκτήματα, καθώς είναι αδύνατον να υπάρξει ένα αμοιβαίο κεφάλαιο που θα προσφέρει ταυτόχρονα μεγάλο εισόδημα και υψηλά κεφαλαιακά κέρδη.

## **γ. Μεριδία**

Το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων του αμοιβαίου κεφαλαίου διαιρείται σε ίσης αξίας τμήματα τα οποία ονομάζονται μερίδια. Το μερίδιο συνιστά τη μονάδα συμμετοχής του επενδυτή στο σύνολο του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η αγορά μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου προϋποθέτει τις εξής ενέργειες από τον υποψήφιο μεριδιούχο:

- Υποβολή ενυπόγραφης αίτησης προς την Α.Ε.Δ.Α.Κ., η οποία έχει τη δυνατότητα να διαθέτει τα μερίδια και μέσω αντιπροσώπων.
- Αποδοχή του κανονισμού του αμοιβαίου κεφαλαίου.
- Ύπαρξη τραπεζικού λογαριασμού μέσω του οποίου γίνονται οι συναλλαγές.
- Ολοσχερή καταβολή του ποσού στο Θεματοφύλακα.

Η αποδοχή αιτήσεων συμμετοχής στο αμοιβαίο κεφάλαιο αποφασίζεται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ., σύμφωνα με τους όρους του Κανονισμού του αμοιβαίου κεφαλαίου. Στο

σημείο αυτό σημειώνουμε ότι υπάρχει περίπτωση η Α.Ε.Δ.Α.Κ. να μην αποδεχθεί αίτηση υποψηφίου πελάτη διότι, για παράδειγμα, κρίνει ότι τα κεφάλαια προέρχονται από παράνομες πράξεις (ξέπλυμα χρήματος).

#### **δ. Εξαγορά μεριδίων**

Όταν ο μεριδιούχος αποφασίσει να πωλήσει τα μερίδια του, η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι υποχρεωμένη να τα αγοράσει. Προϋπόθεση για την πώληση των μεριδίων του μεριδιούχου είναι η υποβολή γραπτής αίτησης στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. Η αξία των μεριδίων που εξαγοράζονται καταβάλλεται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ στον επενδυτή σε μετρητά ή σε πίστωση λογαριασμού το αργότερο μέσα σε πέντε μέρες από την ημέρα της υποβολής της αίτησης. Η τιμή εξαγοράς προσδιορίζεται με βάση την αξία του μεριδίου της ίδιας μέρας με αυτήν της υποβολής της αίτησης.

#### **ε. Καθαρή αξία Α/Κ - Καθαρή αξία μεριδίου**

Το σύνολο της κοινής περιουσίας ονομάζεται ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου. Το ενεργητικό αυτό είναι επενδυμένο σε χρηματιστηριακούς και άλλους τίτλους, η αξία των οποίων μεταβάλλεται καθημερινά. Μετά το πέρας των συναλλαγών στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου πραγματοποιείται η διαδικασία αποτίμησης του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων που αυτή διαχειρίζεται. Δηλαδή, πολλαπλασιάζεται ο αριθμός των τίτλων (μετοχών, ομολόγων κτλ) που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο του αμοιβαίου κεφαλαίου στο τέλος κάθε ημέρας με την τιμή κλεισίματος του κάθε τίτλου και στη συνέχεια αθροίζονται όλα τα επιμέρους σύνολα. Αφού αφαιρεθούν τα διάφορα έξοδα που βαρύνουν το αμοιβαίο κεφάλαιο προκύπτει το καθαρό ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου, το οποίο διαιρούμενο με τον αριθμό των μεριδίων μας δίνει την καθαρή τιμή κάθε μεριδίου.

Για κάθε διάθεση ή εξαγορά μεριδίων η Α.Ε.Δ.Α.Κ. εισπράττει προμήθεια. Η προμήθεια αυτή είναι ένα ποσοστό πάνω στην καθαρή τιμή του μεριδίου. Έτσι, διαμορφώνονται και οι εξής τιμές:

$$\text{Τιμή διάθεσης} = \text{Καθαρή τιμή} + \text{προμήθεια \%} * (\text{Καθαρή τιμή})$$

$$\text{Τιμή εξαγοράς} = \text{Καθαρή τιμή} - \text{προμήθεια \%} * (\text{Καθαρή τιμή})$$

Γενικά, οι προμήθειες εισόδου και εξόδου χρησιμοποιούνται, μεταξύ άλλων, ως

μέσα προσέλκυσης ή διατήρησης των επενδυτών στο αμοιβαίο κεφάλαιο (π.χ. η μη χρέωση προμηθειών διάθεσης για την προσέλκυση κεφαλαίων και η χρέωση μόνο προμηθειών εξαγοράς ως προσπάθεια διατήρησης των κεφαλαίων).

Σε καθημερινή βάση η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι υποχρεωμένη να δημοσιεύει στον ημερήσιο τύπο:

- την καθαρή αξία του ενεργητικού του Α/Κ,
- τον αριθμό των μεριδίων του,
- την καθαρή αξία του μεριδίου,
- την τιμή εξαγοράς του,
- την τιμή διάθεσής του.

#### **στ. Φορολογία**

Η πράξη συστάσεως του Α/Κ, η διάθεση και η εξαγορά μεριδίων και η μεταβίβαση εν ζωή ή αιτία θανάτου μεριδίων απαλλάσσονται κάθε φόρου ή οποιασδήποτε άλλης επιβάρυνσης υπέρ του Δημοσίου. Κατά την είσπραξη μερισμάτων ή τόκων το αμοιβαίο κεφάλαιο απαλλάσσεται από κάθε φόρο ή άλλο βάρος υπέρ οποιουδήποτε και δεν διενεργείται παρακράτηση φόρου. Η πρόσθετη αξία που προκύπτει από την εξαγορά των μεριδίων σε τιμή ανώτερη της τιμής κτήσεως απαλλάσσεται επίσης από κάθε φόρο ή άλλο βάρος. Τέλος, κέρδη που διανέμονται από το αμοιβαίο κεφάλαιο στους μεριδιούχους απαλλάσσονται από το φόρο εισοδήματος, εφόσον προκύπτουν από την πώληση κινητών αξιών σε τιμές ανώτερες από τις τιμές κτήσεως.

#### **ζ. Περιορισμοί αμοιβαίων κεφαλαίων**

Σύμφωνα με το νόμο υπάρχουν ορισμένοι περιορισμοί όσον αφορά τις επενδυτικές τοποθετήσεις που μπορεί να πραγματοποιήσει ένα αμοιβαίο κεφάλαιο. Συγκεκριμένα:

- Δεν επιτρέπεται η τοποθέτηση άνω του 10% του καθαρού ενεργητικού του αμοιβαίου σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη.
- Επιτρέπεται η τοποθέτηση μέχρι 40% του καθαρού ενεργητικού σε κινητές αξίες εκδοτών, σε κάθε έναν από τους οποίους έχει επενδύσει ποσοστό μεγαλύτερο του 5% της καθαρής αξίας του.
- Επιτρέπεται η τοποθέτηση μέχρι το 35% της καθαρής αξίας σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη, όταν οι κινητές αξίες έχουν εκδοθεί από κράτος-μέλος της Ε.Ε, από

οργανισμό τοπικής αυτοδιοίκησης κράτους-μέλους, από τρίτο εκτός Ε.Ε. κράτος ή από δημόσιο διεθνή οργανισμό, στον οποίο συμμετέχουν περισσότερα κράτη-μέλη, καθώς και όταν οι κινητές αξίες τελούν υπό την εγγύηση των παραπάνω προσώπων.

– Απαγορεύεται η απόκτηση μεριδίων αμοιβαίου κεφαλαίου που διαχειρίζεται η ίδια Α.Ε.Δ.Α.Κ.

– Απαγορεύεται η τοποθέτηση άνω του 25% του καθαρού ενεργητικού σε ομόλογα του ίδιου εκδότη που εκδίδονται από πιστωτικό ίδρυμα που έχει την έδρα του σε κράτος-μέλος της Ε.Ε.

## Κεφάλαιο 2

### Ιστορική αναδρομή

#### *A) Η εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων παγκοσμίως*

Η έννοια του αμοιβαίου κεφαλαίου έχει τις ρίζες της στον αρχαίο κόσμο. Η πρώτη μορφή συλλογικής περιουσίας υπό κοινή διαχείριση φαίνεται να βρίσκεται στην Αθηναϊκή Συμμαχία, που συγκροτήθηκε για πολεμικούς λόγους με αρχηγό την Αθήνα τον 5<sup>ο</sup> π.χ. αιώνα και λειτούργησε στη Δήλο. Αντίστοιχο φαινόμενο σημειώνεται με τη Δελφική Αμφικτιονία, όπου για θρησκευτικούς αυτή τη φορά λόγους δημιουργείται κοινή περιουσία με διαχείριση από τους ιερείς και προσπάθεια ελέγχου από τις γειτονικές πόλεις.

Στο σύγχρονο κόσμο, η ιδέα της συγκέντρωσης χρημάτων για συλλογική επένδυση εμφανίστηκε στα μέσα του 19<sup>ου</sup> αιώνα στην Ευρώπη. Το πρώτο αμοιβαίο κεφάλαιο σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Ένωσης Οργανισμών Επενδύσεων (F.E.F.S.I) αποτέλεσε το ελβετικό «Société civile Genèvoise d'emploi de fonds» το 1849 και ακολούθησε το «Foreign and Colonial Government Trust» το 1968 στην Αγγλία, όπως αναφέρεται από τους Πενταράκη Κωνσταντίνα - Ζοπουνίδη Κωνσταντίνο στο βιβλίο τους «Αξιολόγηση και Διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων: Θεωρητική και Εμπειρική Προσέγγιση», Εκδόσεις Κλειδάριθμος, Αθήνα 2003, σελ.21.

Ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων στις Η.Π.Α. έκανε την εμφάνισή του στις αρχές του προηγούμενου αιώνα, όταν η χρηματιστηριακή αγορά των Η.Π.Α. χαρακτηρίστηκε από έντονα ανοδικές τάσεις. Πλήθος επενδυτών έσπευσαν να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους στο χρηματιστήριο. Το γεγονός αυτό προκάλεσε την ανάγκη δημιουργίας νέων επενδυτικών προϊόντων, τα οποία θα επέτρεπαν τη συμμετοχή του ευρύτερου – και ως τότε ανεκπαιδευτου- επενδυτικού κοινού. Έτσι, το 1924 ιδρύθηκε το πρώτο σχετικά οργανωμένο αμοιβαίο κεφάλαιο από την εταιρία επενδύσεων Massachusetts Investors Trust. Το νέο για την εποχή χαρακτηριστικό του αμοιβαίου κεφαλαίου ήταν η δυνατότητα αποχώρησης των συμμετεχόντων όποτε το επιθυμούσαν.

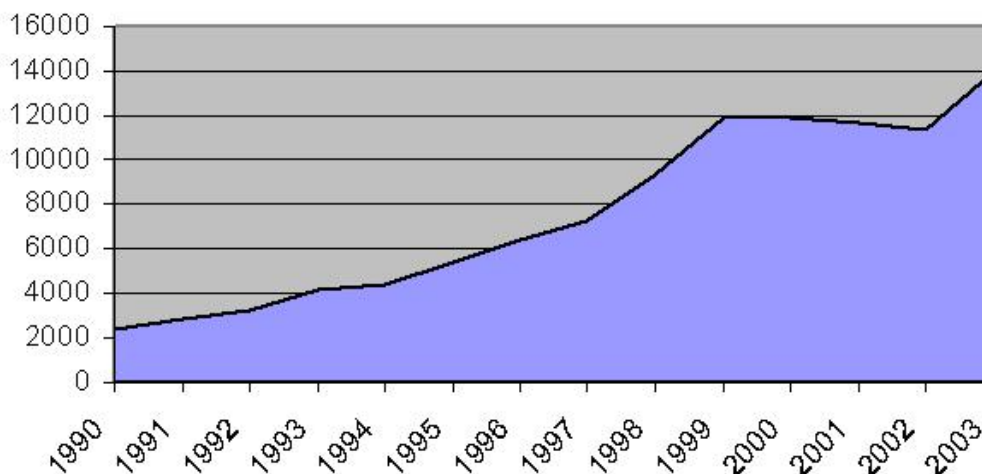
Όμως, ακόμη δεν υπήρχε σαφές νομοθετικό και κανονιστικό πλαίσιο για τη λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων και έτσι με τη χρηματιστηριακή κρίση του

1929 πολλοί επενδυτές έχασαν τις περιουσίες τους. Το γεγονός αυτό προκάλεσε την παρέμβαση της Αμερικάνικης Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία ανακάλυψε σφάλματα στη λειτουργία των Α/Κ και ενεργοποίησε το Κογκρέσο για τη θέσπιση σχετικών νόμων.

Τη δεκαετία του 1950 οι επενδυτές αρχίζουν και πάλι να ενδιαφέρονται για τα αμοιβαία κεφάλαια. Στη δεκαετία του 1960 εμφανίζονται κάποιοι ευφυείς διαχειριστές οι οποίοι καταφέρνουν να δημιουργήσουν εκπληκτικές για τα δεδομένα της εποχής αποδόσεις. Η νέα ύφεση όμως στη χρηματιστηριακή αγορά στις αρχές της δεκαετίας του 1970 γίνεται η αφορμή για την αποσύνδεση των αμοιβαίων κεφαλαίων από το χρηματιστήριο και την αρχή επενδύσεων σε τίτλους της χρηματαγοράς. Η κίνηση αυτή αλλάζει εντελώς το τοπίο και έτσι τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν πια το καταφύγιο των επενδυτών σε περιόδους κρίσεων. Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι στα τέλη της δεκαετίας του 1970 επικρατούσε έξαρση στις αγορές μετάλλων. Έτσι, τα αμοιβαία κεφάλαια επένδυναν, μέσω των χρηματιστηρίων μετάλλων ή παραγώγων, σε χρυσό και πολύτιμα μέταλλα. Στη συνέχεια, εμφανίστηκαν τα αμοιβαία κεφάλαια τα οποία επένδυναν σε μετοχές και ομόλογα χρηματιστηρίων άλλων χωρών. Με την επενδυτική αυτή στροφή προς όλες τις αγορές του κόσμου στην ουσία ξεκίνησε η ανοδική πορεία των αμοιβαίων κεφαλαίων. Στα διαγράμματα που ακολουθούν φαίνεται η εξέλιξη των ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων παγκοσμίως σε ετήσια μεγέθη από το 1990 έως το 2003 και σε μεγέθη τριμήνου για τα έτη 2003-2005.

**Διάγραμμα 1: Συνολική καθαρή αξία των αμοιβαίων κεφαλαίων παγκοσμίως(ετήσια μεγέθη 1990-2003)**

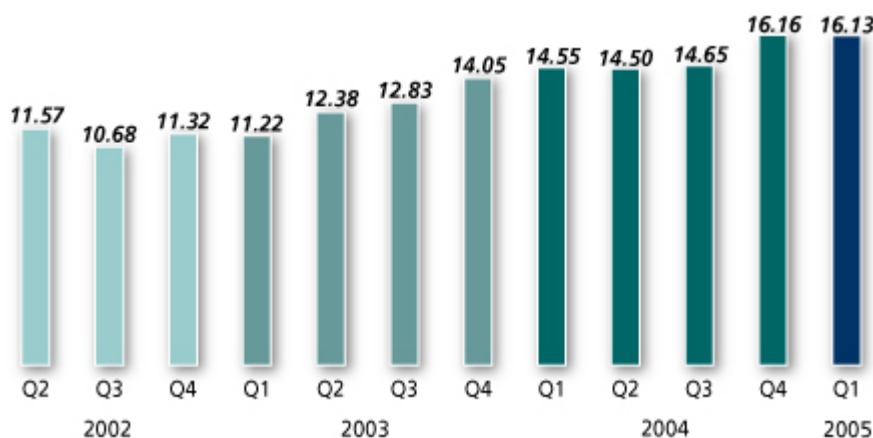
(σε δισεκατομμύρια δολάρια)



Πηγή: «Worldwide Mutual Fund Assets and Flows, Q4 2003», Federation of European Investment Funds and Companies (FEFSI) and the Investment Company Institute.

## **Διάγραμμα 2: Συνολική καθαρή αξία των αμοιβαίων κεφαλαίων παγκοσμίως (μεγέθη τριμήνων 2003-2005)**

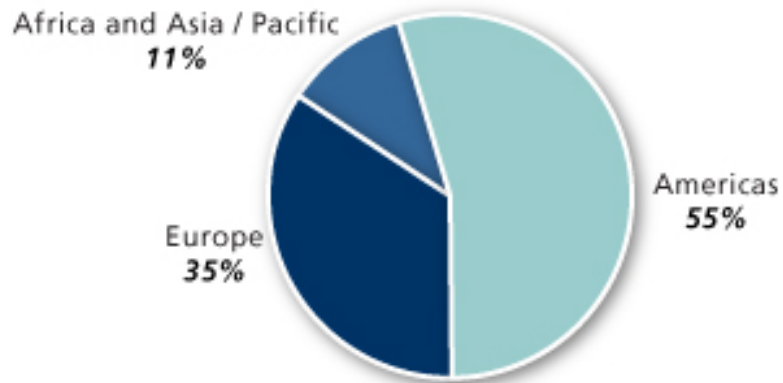
(σε τρισεκατομμύρια δολάρια)



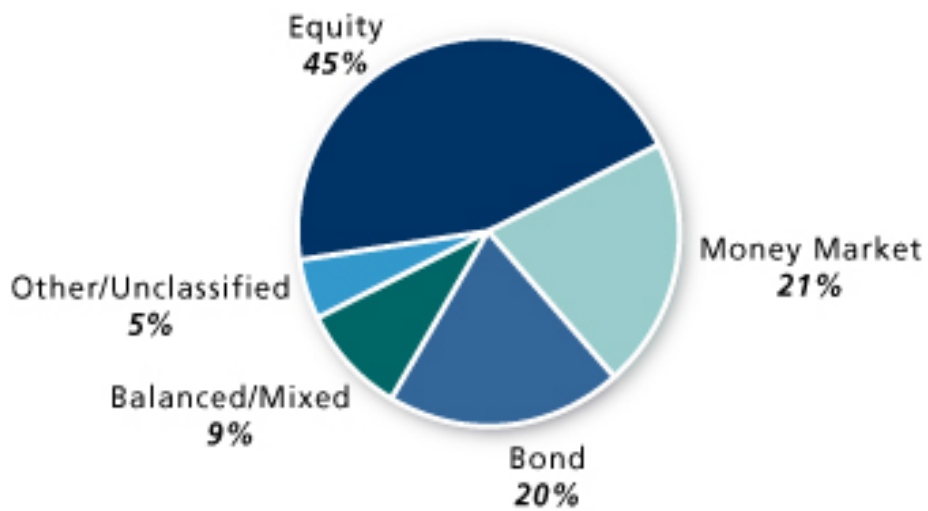
Πηγή: Federation of European Investment Funds and Companies (FEFSI)

Στα τέλη του 2003 το ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων σε παγκόσμιο επίπεδο έφτασε τα 14 τρισεκατομμύρια δολάρια. Το μέγεθος αυτό περιλαμβάνει 7,4 τρισεκατομμύρια δολάρια στις Η.Π.Α. και 6,5 τρισεκατομμύρια δολάρια σε άλλες τριάντα οκτώ χώρες. Το 55% του παγκόσμιου ενεργητικού βρίσκονται σε χώρες της Αμερικής, με τις Η.Π.Α. να κατέχουν σχεδόν το σύνολο αυτού του ποσοστού. Περίπου 555 δισεκατομμύρια δολάρια διατηρούνται στις αγορές της Αργεντινής, της Βραζιλίας, του Καναδά, της Χιλής, της Κόστα Ρίκα και του Μεξικού. Η Ευρώπη, αν θεωρηθεί ως μία ενιαία αγορά, αντιπροσωπεύει το 35% του παγκόσμιου ενεργητικού το 2005. Η Γαλλία και το Λουξεμβούργο, με ενεργητικό της τάξης του 1,1 τρισεκατομμυρίου δολαρίων η καθεμία αποτελούν τη δεύτερη και τρίτη μεγαλύτερη αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων στον κόσμο και τις μεγαλύτερες στην Ευρώπη. Τέλος, οι επενδυτές σε Ασία, Ωκεανία και Αφρική κατέχουν το 11% των παγκόσμιων μεγεθών, με μεγαλύτερες τις αγορές της Αυστραλίας και της Ιαπωνίας. Η σύνθεση του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων παγκοσμίως ανά γεωγραφική περιοχή και ανά είδος φαίνονται στα διαγράμματα που ακολουθούν:

Διάγραμμα : Σύθεση ανά γεωγραφική περιοχή του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων παγκοσμίως σε % (έτος 2005)



Διάγραμμα : Σύθεση ανά είδος του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων παγκοσμίως σε % (έτος 2005)



Πηγή:European Federation of Investment Funds and Companies και Investment Company Institute



## ***B) Η εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα***

Στην Ελλάδα τα αμοιβαία κεφάλαια εμφανίστηκαν το 1970 με τη θέσπιση του Νομοθετικού Διατάγματος 608/1970. Τότε ιδρύθηκαν δύο αμοιβαία κεφάλαια, το «Ερμής» (του Ομίλου της Εμπορικής Τράπεζας) και το «Δήλος Μικτό» (του Ομίλου της Εθνικής Τράπεζας). Αυτά ήταν και τα μόνα ελληνικά αμοιβαία κεφάλαια για τα επόμενα 15 χρόνια.

Μετά το 1980 άρχισαν τα αμοιβαία κεφάλαια αργά αλλά σταθερά να κερδίζουν έδαφος στις προτιμήσεις των επενδυτών. Σύμφωνα με τα επίσημα στατιστικά δεδομένα, η μέση ανάπτυξη της ελληνικής αγοράς κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 ήταν 78,34% σε σύγκριση με τη μέση ανάπτυξη του 19,45% της Ευρωπαϊκής αγοράς. Να σημειώσουμε, βέβαια, ότι σημείο σταθμό για την εξέλιξη των Α/Κ στην Ελλάδα αποτέλεσε ο Νόμος 1969/91, ο οποίος κατήργησε το Ν.Δ. 608/1970, και ισχύει μέχρι σήμερα.

Στις αρχές του 1998 η ανάπτυξη του κλάδου των αμοιβαίων κεφαλαίων ακολουθεί την αύξηση των τραπεζικών καταθέσεων και την αύξηση της κεφαλαιοποίησης της αγοράς στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Μέσα στο 1999 η ανοδική πορεία συνεχίστηκε, καθώς το ελληνικό χρηματιστήριο διένυε τη «χρυσή» του εποχή, ενώ το 2000 ήταν περιοριστικό όσον αφορά την ανάπτυξη των αμοιβαίων κεφαλαίων (πτώση 11,8% σε όρους συνόλων ενεργητικού), αντικατοπτρίζοντας την καθοδική πορεία του Χρηματιστηρίου.

Το 2001 συνεχίστηκε στην ελληνική αγορά η κάμψη της δραστηριότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ειδικότερα, η αξία του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων μειώθηκε κατά 13,4% σε σχέση με το 2000, εξέλιξη που οφείλεται στην πτώση τόσο των τιμών όσο και του αριθμού των κυκλοφορούντων μεριδίων.

Τη χρονιά αυτή άρχισαν τη λειτουργία τους 2 νέες Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.), ενώ τρεις σταμάτησαν τη λειτουργία τους, μειώνοντας έτσι τον αριθμό των Α.Ε.Δ.Α.Κ. σε 26. Επίσης, ιδρύθηκαν 23 νέα αμοιβαία κεφάλαια, ενώ 20 παλαιά διέκοψαν τη λειτουργία τους. Συνολικά, ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων ανήλθε σε 272 στο τέλος του 2001 (από 269 το 2000), τα μισά από τα οποία ανήκουν στην κατηγορία των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων.

Η μείωση της αξίας του συνολικού ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων προέρχεται από αντίστοιχες μειώσεις ενεργητικών στις κατηγορίες αμοιβαίων

κεφαλαίων διαθεσίμων (-36,9%) και μετοχικών (-30,7%). Αντίθετα, ανοδική τάση παρουσίασαν τα ομολογιακά και μικτά αμοιβαία κεφάλαια.

Η συνεχιζόμενη μείωση του ενεργητικού των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων οφείλεται κυρίως στην πτώση των τιμών των μετοχών της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς και στην μετατόπιση του ενδιαφέροντος των επενδυτών προς τις κατηγορίες των μικτών και ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων. Η στροφή αυτή των επενδυτών πηγάζει κυρίως από τη σημαντική πτώση των επιτοκίων στην ελληνική αγορά και από τις ευνοϊκές συνθήκες που επικράτησαν στην αγορά ομολόγων.

Το 2002 η δραστηριότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων είχε πτωτική τάση για τρίτη συνεχή χρονιά καθώς το ενεργητικό μειώθηκε κατά 5,2%. Η εξέλιξη αυτή προέρχεται από την πτώση τόσο των τιμών όσο και του αριθμού των μεριδίων σε κυκλοφορία. Μείωση των τιμών των μεριδίων έχουμε στην κατηγορία των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων, σε αντίθεση με αυτές των υπόλοιπων κατηγοριών (ομολογιακών, διαθεσίμων, μικτών), που παρουσιάζουν αύξηση. Ο αριθμός των μεριδίων σε κυκλοφορία μειώθηκε μόνο για τα μετοχικά και τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια κατά 8% και 12% αντίστοιχα. Τη χρονιά αυτή ιδρύθηκαν 12 νέα αμοιβαία κεφάλαια, ενώ 21 έπαυσαν τη λειτουργία τους, με συνέπεια τη μείωση του συνολικού αριθμού αμοιβαίων κεφαλαίων σε 263. Επίσης, έχουμε την έναρξη λειτουργίας 3 νέων Α.Ε.Δ.Α.Κ. και τη διακοπή άλλης μιας. Γενικότερα, η ζήτηση μεριδίων το 2002 καλύφθηκε από τη διάθεση μεριδίων των υπάρχοντων αμοιβαίων κεφαλαίων και σε μικρότερο βαθμό από τη διάθεση νέων.

Τη χρονιά αυτή έχουμε μείωση ενεργητικού στις περισσότερες κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων (μετοχικών, ομολογιακών και μικτών), με σημαντικότερη αυτή των μετοχικών (-31,7%). Η συνεχιζόμενη πτώση του ενεργητικού των τελευταίων προήλθε κυρίως από την πτώση των τιμών των μετοχών τόσο στην ελληνική όσο και στις διεθνείς αγορές, αλλά και στη στροφή του επενδυτικού κοινού προς τα ομολογιακά και τα αμοιβαία κεφάλαια διαθεσίμων, τα οποία προσέφεραν μεγαλύτερες αποδόσεις με λιγότερο κίνδυνο για τη συγκεκριμένη περίοδο. Ανάλογο το κλίμα και στις αγορές αμοιβαίων κεφαλαίων Η.Π.Α. και Ευρωπαϊκής Ένωσης. Να σημειωθεί, παρόλα αυτά, ότι οι ρευστοποιήσεις των μεριδιούχων των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων, τόσο εντός όσο και εκτός Ελλάδας, ήταν συγκρατημένες με τη σκέψη πάντα του μακροοικονομικού επενδυτικού ορίζοντα των συγκεκριμένων προϊόντων.

Το 2002 έντονη ήταν και η δραστηριότητα όσον αφορά το οργανωτικό και

θεσμικό πλαίσιο των αμοιβαίων κεφαλαίων. Συγκεκριμένα, εξομοιώθηκε η φορολογία των μεριδιούχων αλλοδαπών και εγχώριων αμοιβαίων κεφαλαίων όσον αφορά τα κέρδη κεφαλαίου και ψηφίστηκε ο νόμος για τα αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας και τις εταιρίες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Παράλληλα, τέθηκαν σε ισχύ από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή δύο νέες οδηγίες σχετικά με τους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες.

Μετά τη συνεχή κάμψη των τελευταίων τριών χρόνων, η αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσίασε το 2003 σημαντική άνοδο. Η αξία του ενεργητικού αυξήθηκε κατά 19,5% λόγω της ανόδου των τιμών και της αύξησης των μεριδίων σε κυκλοφορία των αμοιβαίων κεφαλαίων. Η αύξηση των τιμών αφορούσε κυρίως των κατηγορία των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων και οφειλόταν στην ανάκαμψη των τιμών των μετοχών στο ελληνικό χρηματιστήριο. Επίσης, τα επιτόκια καταθέσεων κινήθηκαν σε πολύ χαμηλά έως μηδενικά επίπεδα, αναγκάζοντας τους επενδυτές να στραφούν προς εναλλακτικές μορφές επενδύσεων που προσέφεραν υψηλότερες αποδόσεις.

Η ζήτηση μεριδίων και αυτή τη χρονιά καλύφθηκε κυρίως από την έκδοση νέων μεριδίων των ήδη υπαρχόντων αμοιβαίων κεφαλαίων και σε μικρότερο βαθμό από νεοϊδρυθέντα αμοιβαία κεφάλαια. Ειδικότερα, το 2003 ξεκίνησαν να λειτουργούν 22 νέα αμοιβαία κεφάλαια, ενώ διέκοψαν τη λειτουργία τους περίπου άλλα τόσα (20 στον αριθμό). Έτσι, ο συνολικός αριθμός αμοιβαίων κεφαλαίων δε μεταβλήθηκε σημαντικά (265 από 263 που ήταν την προηγούμενη χρονιά). Όσον αφορά τις Α.Ε.Δ.Α.Κ., έχουμε τη λειτουργία δύο νέων και τη διακοπή μία παλιάς.

Η αύξηση της αξίας του ενεργητικού οφείλεται στις αυξήσεις του ενεργητικού των διαθεσίμων (46,95), των μετοχικών (28,8%) και των ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων (27,7%). Μόνο το ενεργητικό των μικτών αμοιβαίων κεφαλαίων σημείωσε πτώση, που οφείλεται στην αντίστοιχη πτώση του ενεργητικού ενός συγκεκριμένου αμοιβαίου κεφαλαίου της συγκεκριμένης κατηγορίας.

Η αύξηση των τιμών των μετοχών στις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές και η στροφή των επενδυτών προς τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια από τον Απρίλιο του 2003 και μετά οδήγησαν σε ανοδική πορεία και το ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων σε Η.Π.Α. και Ευρωπαϊκή Ένωση.

Η ανοδική πορεία του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων συνεχίστηκε και το 2004, σε μικρότερο όμως βαθμό (αύξηση 3,1%), αν και η άνοδος των τιμών των μετοχών ήταν σημαντική, και προέρχεται κυρίως από την άνοδο των τιμών των μεριδίων των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Τα κυκλοφορούντα μερίδια των

μετοχικών και των αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων μειώθηκαν, σε αντίθεση με αυτά των ομολογιακών, λόγω των ευνοϊκών συνθηκών στην αγορά ομολόγων διεθνώς και των χαμηλών αποδόσεων των καταθέσεων και των μέσων της αγοράς χρήματος, στα οποία επενδύουν κατά κύριο λόγο τα πρώτα. Παρόλα αυτά σημειώνουμε ότι η άνοδος των τιμών των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων υπερκάλυψε τις απώλειες που προήλθαν από τη μείωση των αριθμού των μεριδίων σε κυκλοφορία.

Τη χρονιά αυτή ιδρύθηκαν μόνο 9 αμοιβαία κεφάλαια, ενώ έπαψαν να λειτουργούν 12 (στην πλειοψηφία τους μετοχικά), με αποτέλεσμα να μειωθεί ο συνολικός αριθμός αμοιβαίων κεφαλαίων σε 262. Επίσης, σταμάτησαν τη λειτουργία τους 3 Α.Ε.Δ.Α.Κ., με αποτέλεσμα τη μείωση και του συνολικού αριθμού των υπό λειτουργία Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Ανάλογες ήταν και οι εξελίξεις στην αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων της Ευρωπαϊκής Ένωσης, που οφείλονταν και αυτές στην άνοδο των τιμών των μετοχών διεθνώς και στη στροφή των ευρωπαϊών επενδυτών προς τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια. Σημαντικό στοιχείο της περιόδου που ενθαρρύνει τις προσπάθειες ενοποίησης της ευρωπαϊκής αγοράς είναι οι αυξημένες κινήσεις σε αμοιβαία κεφάλαια σε διασυνοριακό επίπεδο.

Τέλος σε θεσμικό επίπεδο, τη χρονιά αυτή ψηφίστηκε ο Ν.3283/2004, με τον οποίο ενσωματώνονται οι οδηγίες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής της 21<sup>ης</sup> Ιανουαρίου του 2002, στις οποίες έγινε αναφορά και παραπάνω, και αντικαθίστανται συνολικά ο Ν.1969/1991 και οι μετέπειτα τροποποιήσεις του.

Οι κύριες αλλαγές που επιφέρει είναι:

1. Η διεύρυνση και διεθνοποίηση των δραστηριοτήτων των Α.Ε.Δ.Α.Κ.
2. Η ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας και φερεγγυότητας των Α.Ε.Δ.Α.Κ.
3. Η δημιουργία εξειδικευμένων αμοιβαίων κεφαλαίων (π.χ. funds of funds, index funds).
4. Η πληροφόρηση και προστασία των επενδυτών αμοιβαίων κεφαλαίων.
5. Η κατηγοριοποίηση των αμοιβαίων κεφαλαίων. Καταργείται η κατηγορία των διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων. Ο διαχωρισμός των αμοιβαίων κεφαλαίων με βάση τη γεωγραφική τοποθέτηση των επενδύσεων τους είναι ο εξής:
  - Αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού (επενδύουν τουλάχιστον 65% σε εγχώρια προϊόντα)
  - Αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού (επενδύουν τουλάχιστον 65% σε

προϊόντα εκδοτών με καταστατική έδρα εκτός Ελλάδας).

Το θετικό κλίμα της προηγούμενης χρονιάς όσον αφορά τις τιμές των μετοχών και τις χρηματιστηριακές συναλλαγές συνεχίστηκε και το 2005. Η αξία των συναλλαγών καθώς και η αξία των συνολικών κεφαλαίων που αντλήθηκαν από την κεφαλαιαγορά ήταν αυξημένες.

Αντίθετη εικόνα επικράτησε στην αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων. Η αξία του ενεργητικού τους μειώθηκε κατά 14,4%, λόγω της μεγάλης μείωσης του αριθμού των κυκλοφορούντων μεριδίων, η οποία υπεραντιστάθμισε την άνοδο των τιμών τους. Συγκεκριμένα, ο αριθμός των κυκλοφορούντων μεριδίων μειώθηκε σημαντικά για τα αμοιβαία κεφάλαια διαθεσίμων (64%), σε μικρότερο βαθμό για τα μετοχικά (14,3%) και τα μικτά (28%) αμοιβαία κεφάλαια, ενώ αυξήθηκε εντυπωσιακά για τα ομολογιακά (82,1%). Αξιόλογη ήταν η άνοδος των τιμών των μεριδίων των μετοχικών (27,5%) και μικτών (11,7%) αμοιβαίων κεφαλαίων, ενώ μικρή ήταν η αύξηση των τιμών των ομολογιακών και των αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων.

Από τις επιμέρους κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων, σημαντική πτώση εμφάνισε το ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων, λόγω της μετατροπής ορισμένων εξ αυτών σε ομολογιακά και λόγω των αυξημένων ρευστοποιήσεων που οφείλονταν στις περιορισμένες αποδόσεις, ως αποτέλεσμα των χαμηλών επιτοκίων που επικράτησαν στις αγορές χρήματος. Αντίθετα, μεγάλη άνοδο (74%) εμφάνισε το ενεργητικό των ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων, ενώ ανοδικές τάσεις, μικρότερου όμως βαθμού, παρουσίασε και το ενεργητικό των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων.

## ΑΡΙΘΜΟΣ ΚΑΙ ΑΞΙΑ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ<sup>1</sup>

(Σε εκατ.ευρώ)

Κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων	2004		2005		Εκατοστιαία μεταβολή αξίας έναντι προηγούμενου έτους	Εκατοστιαία συμμετοχή στο σύνολο του ενεργητικού	
	Αριθμός	Αξία	Αριθμός	Αξία		2004	2005
<b>Διαθεσίμων</b>	<b>39</b>	<b>15.435</b>	<b>32</b>	<b>4.938</b>	<b>-68,00</b>	<b>48,8</b>	<b>18,2</b>
Εσωτερικού	35	15.149	26	2.664	-82,4	47,9	9,8
Εξωτερικού	-	-	6	2.274	-	0,0	8,4
Διεθνή	4	286	-	-	-	0,9	-
<b>Ομολογιακά</b>	<b>62</b>	<b>7.620</b>	<b>66</b>	<b>13.257</b>	<b>74,0</b>	<b>24,1</b>	<b>48,9</b>
Εσωτερικού	32	5.358	32	4.665	-12,9	16,9	17,2
Εξωτερικού	15	1.059	34	8.592	711,3	3,3	31,7
Διεθνή	15	1.203	-	-	-	3,8	0,0
<b>Μετοχικά</b>	<b>116</b>	<b>5.147</b>	<b>105</b>	<b>5.965</b>	<b>15,9</b>	<b>16,3</b>	<b>22,1</b>
Εσωτερικού	68	4.313	61	4.981	15,5	13,6	18,4
Εξωτερικού	38	800	44	1.012	26,5	2,5	3,7
Διεθνή	10	34	-	-	-	0,1	0,0
<b>Μικτά</b>	<b>45</b>	<b>3.426</b>	<b>44</b>	<b>2.120</b>	<b>-38,1</b>	<b>10,8</b>	<b>7,8</b>
Εσωτερικού	26	2.860	26	786	-72,5	9,0	2,9
Εξωτερικού	4	92	18	1.334	1350,0	0,3	4,9
Διεθνή	15	474	-	-	-	1,6	-
<b>Σε μερίδια άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων (funds of funds)</b>			<b>11</b>	<b>809</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>3,0</b>
Μετοχικά	-	-	6	265	-	-	1,0
Μικτά	-	-	5	544	-	-	2,0
<b>Σύνολο</b>	<b>262</b>	<b>31.628</b>	<b>258</b>	<b>27.089</b>	<b>-14,4</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

<sup>1</sup> Τέλος έτους

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας

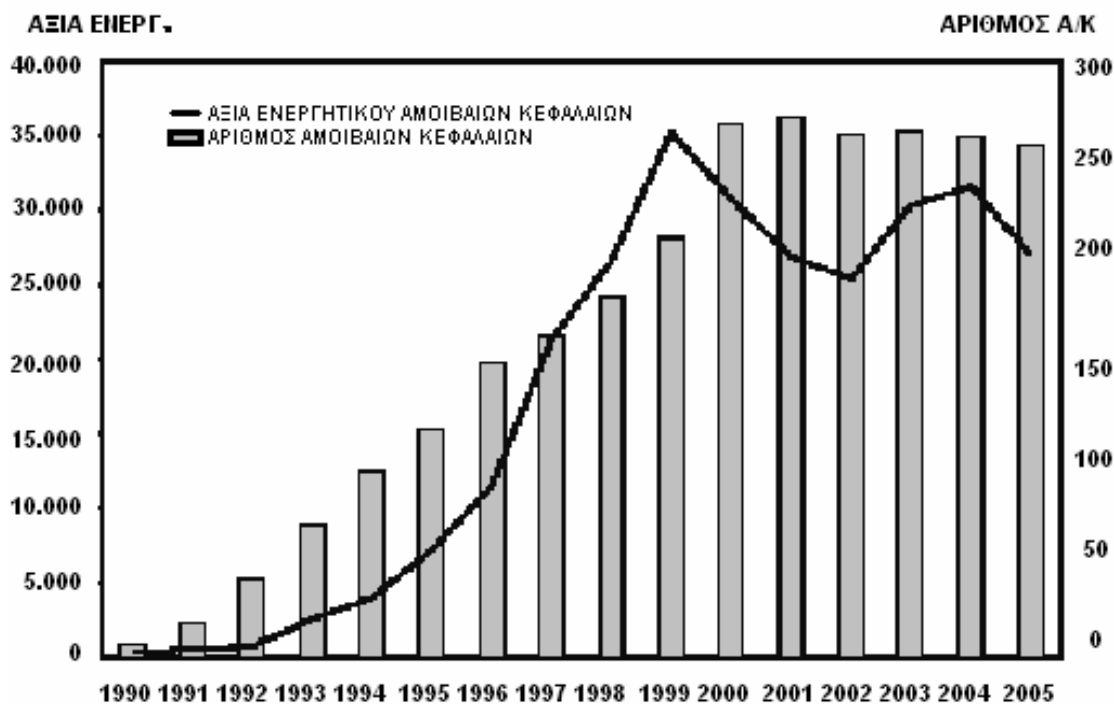
Το 2005 η ζήτηση αμοιβαίων κεφαλαίων αυξήθηκε κατά κύριο λόγο από τη διάθεση μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων που ήταν ήδη σε λειτουργία στο τέλος του 2004. Ο αριθμός του συνόλου των αμοιβαίων κεφαλαίων μειώθηκε σε 258 το 2005, από 262 το 2004 και 265 το 2003, καθώς τα νεοϊδρυθέντα αμοιβαία κεφάλαια (22) ήταν λιγότερα από αυτά που σταμάτησαν τη λειτουργία τους (26) τη χρονιά αυτή.

Επίσης, μια Α.Ε.Δ.Α.Κ. απορροφήθηκε από τη μητρική της εταιρία, με αποτέλεσμα ο αριθμός των εν λόγω εταιριών να μειωθεί σε 25.

Αντίθετα από την ελληνική αγορά, η ευρωπαϊκή αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσίασε αυξημένη δραστηριότητα το 2005. Το ενεργητικό των ευρωπαϊκών αμοιβαίων κεφαλαίων αυξήθηκε κατά 23,3%, φθάνοντας τα 5,2 τρισεκατομμύρια ευρώ. Ιδιαίτερα σημαντική ήταν η άνοδος του ενεργητικού των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων (35,3%), λόγω της ανόδου των τιμών των μετοχών και των επακόλουθων εισροών που προέκυψαν. Στο σύνολο των ευρωπαϊκών αμοιβαίων κεφαλαίων, τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια κατέχουν το 39%, ακολουθούν τα ομολογιακά με ποσοστό 25%, τα διαθέσιμα με 18% και τέλος τα μικτά (13%) και τα funds of funds (5%). Τα ελληνικά αμοιβαία κεφάλαια κατέχουν το 0,5% του συνολικού ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων 23 ευρωπαϊκών χωρών. Το ποσοστό αυτό είναι ανάλογο με αυτό της Πορτογαλίας (0,5%) και ελαφρά μικρότερο εκείνων της Φιλανδίας (0,7%) και της Νορβηγίας (0,7%). Οι τρεις πρώτες χώρες με το υψηλότερο ενεργητικό είναι το Λουξεμβούργο (1,4 τρισεκ. Ευρώ), η Γαλλία (1,1 τρισεκ. Ευρώ) και το Ηνωμένο Βασίλειο (0,5 τρισεκ. Ευρώ).

Συγκεντρωτικά, η εξέλιξη σε αριθμούς της ελληνικής αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων από το 1990 και μετά παρουσιάζεται στο διάγραμμα που ακολουθεί:

### ΑΡΙΘΜΟΣ ΚΑΙ ΑΞΙΑ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

## **Κεφάλαιο 3**

### **Κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Τα αμοιβαία κεφάλαια είναι γνωστά ως ανοικτού τύπου μορφή συλλογικής επένδυσης (open-end funds). Στοχεύουν στην επίτευξη αυξημένων αποδόσεων μέσω της ενεργητικής διαχείρισης των χαρτοφυλακίων τους. Το κύριο χαρακτηριστικό τους είναι η υποχρέωσή τους να δημιουργούν νέα μερίδια όταν υπάρχουν επενδυτές που θέλουν να αγοράσουν, αλλά και να επαναγοράζουν παλιά όταν οι μεριδιούχοι θέλουν να τα πουλήσουν. Οι κλειστού τύπου επενδύσεις (closed-end funds) είναι όμοιες με τις επενδύσεις σε μεμονωμένες μετοχές κανονικών επιχειρήσεων, καθώς ο αριθμός των μετοχών τους σε κυκλοφορία είναι σταθερός και διαπραγματεύονται όπως ακριβώς και οι μετοχές οποιασδήποτε άλλης ανώνυμης εταιρίας.

Τα αμοιβαία κεφάλαια σύμφωνα με σχετική απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς χωρίζονται σε πέντε κατηγορίες, με βάση την ακολουθούμενη επενδυτική πολιτική κάθε αμοιβαίου, και τρεις υποκατηγορίες, με βάση το γεωγραφικό εύρος στο οποίο ανήκουν τα αξιόγραφα στα οποία επενδύει το αμοιβαίο κεφάλαιο. Η διασταύρωση κατηγοριών και υποκατηγοριών δημιουργεί δεκαπέντε διαφορετικούς τύπους Α/Κ, ώστε να μπορεί ο κάθε επενδυτής να διαλέξει αυτό που πραγματικά θέλει. Οι πέντε βασικές κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων είναι οι εξής:

#### **α) Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων**

Επενδύουν τουλάχιστον 65% του ενεργητικού τους σε προϊόντα χρηματαγοράς (geros, πιστοποιητικά καταθέσεων, έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, καταθέσεις προθεσμίας κτλ.) καθώς και στη διατραπεζική αγορά δανεισμού και συναλλάγματος, αλλά καθόλου σε μετοχές. Στο βαθμό που η αγορά χρήματος δεν παρουσιάζει σημαντικές διακυμάνσεις, οι συγκεκριμένες επενδύσεις έχουν μια θετική και κατά το πλείστον μια σταθερή απόδοση, που προσδιορίζεται από τα ισχύοντα επιτόκια της αγοράς. Είναι κατάλληλη επιλογή για επενδυτές με βραχυπρόθεσμους επενδυτικούς ορίζοντες που επιθυμούν να έχουν πρόσβαση στα μετρητά τους με αποδόσεις όμως μεγαλύτερες των απλών καταθέσεων.

#### **β) Α/Κ Ομολόγων**

Επενδύουν τουλάχιστον 65% του ενεργητικού τους σε μεσοπρόθεσμους και μακροπρόθεσμους τίτλους σταθερού εισοδήματος (ομολογίες που εκδίδονται από το



κράτος ή κρατικούς οργανισμούς-«government bond funds»-, καθώς και ομολογίες εταιριών-«corporate bond funds» ή «high-yield bond funds»), και όχι πάνω από το 10% σε μετοχές. Απευθύνονται σε συντηρητικούς επενδυτές που επιθυμούν ένα σταθερό εισόδημα χωρίς την ανάληψη μεγάλου βαθμού κινδύνου.

Η απόδοσή τους εξαρτάται κυρίως από την πορεία των επιτοκίων. Για παράδειγμα μια αύξηση των επιτοκίων, μειώνει τις τιμές των επιτοκίων και άρα και την απόδοση των ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων.

### γ) Α/Κ Μετοχικά

Επενδύουν τουλάχιστον το 65% του ενεργητικού τους σε μετοχές. Συνοδεύονται από μεγάλα ποσοστά κινδύνου, υψηλές αναμενόμενες αποδόσεις και απευθύνονται σε ριψοκίνδυνους επενδυτές.

Βασικός παράγοντας για τον προσδιορισμό του κινδύνου που υπάρχει σε ένα μετοχικό αμοιβαίο είναι ο επενδυτικός του χαρακτήρας. Έτσι, ακόμα και μεταξύ τους τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια διαφέρουν ως προς τον επιδιωκόμενο σκοπό τους (σταθερό εισόδημα, κεφαλαιακά κέρδη κτλ). Επομένως, τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια μπορούν να χωριστούν σε υποκατηγορίες που κάθε μια επενδύει σε διαφορετικού είδους μετοχές:

#### *γ<sub>1</sub>) Aggressive-growth funds ή go-go funds*

Επενδύουν σε μετοχές εταιριών με ελάχιστη μερισματική απόδοση που επιτυγχάνουν για μεγάλα χρονικά διαστήματα υψηλούς ρυθμούς αύξησης των εσόδων και των κερδών τους. Τα χαρτοφυλάκια αυτού του τύπου ενδείκνυνται για επενδυτές που έχουν τη δυνατότητα να επενδύσουν για μεγάλο χρονικό διάστημα (άνω της πενταετίας) και τη διάθεση να ανεχτούν υψηλές διακυμάνσεις των αποδόσεών τους.

#### *γ<sub>2</sub>) Small-company funds*

Επενδύουν σε μετοχές μικρών επιχειρήσεων με καλές προοπτικές ανάπτυξης, γιατί οι μικρές επιχειρήσεις μπορούν να παρουσιάσουν υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης από τις μεγάλες επιχειρήσεις. Και αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια είναι κατάλληλα για επενδυτές με μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα που προτιμούν κεφαλαιακά κέρδη και όχι μερίσματα.

#### *γ<sub>3</sub>) Growth funds*

Επενδύουν σε εταιρίες με ποιοτικές διοικήσεις που έχουν κυρίαρχη θέση στον κλάδο τους και των οποίων τα κέρδη αυξάνονται με ρυθμούς υψηλότερους από το μέσο όρο.

#### *γ<sub>4</sub>) Growth and income funds*

Επενδύουν τόσο σε μετοχές εταιριών που δίνουν μέρισμα όσο και σε μετοχές εταιριών με καλές προοπτικές. Είναι κατάλληλα για τους επενδυτές που επιθυμούν να έχουν κάποιο εισόδημα και δεν είναι διατεθειμένοι να δεχθούν τον κίνδυνο των growth funds.

#### *γ<sub>5</sub>) Equity-income funds*

Η κατηγορία αυτή έχει τους ίδιους στόχους με την προηγούμενη, αλλά διαφέρει από αυτή στο ότι, μεταξύ αυτών των στόχων, κρίνεται ως σημαντικότερος η εξασφάλιση κάποιου εισοδήματος για τους επενδυτές.

#### *γ<sub>6</sub>) Εξειδικευμένα αμοιβαία κεφάλαια*

Πρόκειται για αμοιβαία κεφάλαια, τα οποία επενδύουν αποκλειστικά σε τίτλους συγκεκριμένων κλάδων.

##### ι) Κλαδικά αμοιβαία κεφάλαια (Sector funds)

Επενδύουν σε μετοχές συγκεκριμένου κλάδου βιομηχανιών. Παρόλο που τα συγκεκριμένα αμοιβαία πετυχαίνουν διαφοροποίηση λόγω του πλήθους των μετοχών στα οποία επενδύουν, υπόκεινται σε υψηλό κίνδυνο γιατί επηρεάζονται από οικονομικά γεγονότα και καταστάσεις που σχετίζονται με το συγκεκριμένο κλάδο.

##### ii) Utility funds

Επενδύουν σε μετοχές επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας, που εξαιτίας της φύσης της δραστηριότητάς τους παρουσιάζουν μικρότερο κίνδυνο σε σχέση με τα κλαδικά.

##### iii) Precious-Metals funds

Επενδύουν σε μετοχές εταιριών που έχουν ορυχεία πολύτιμων μετάλλων. Η κατηγορία αυτή δεν επιτυγχάνει υψηλούς βαθμούς διαφοροποίησης.

##### iv) Τοπικά αμοιβαία κεφάλαια

Επενδύουν σε μετοχές επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε μια συγκεκριμένη γεωγραφική περιοχή. Το μοναδικό ελληνικό αμοιβαίο κεφάλαιο αυτής της κατηγορίας είναι το «Balkan Fund Μετοχικό» της Alpha A.E.Δ.Α.Κ. που επενδύει σε εταιρίες με έδρα χώρες της Βαλκανικής.

#### **δ) Α/Κ Μικτά**

Στόχος τους είναι ο συνδυασμός εισοδήματος και ανάπτυξης και επενδύουν τόσο σε προϊόντα χρηματαγοράς, όσο σε ομόλογα και μετοχές. Το ελάχιστο ποσοστό επένδυσης σε ομόλογα και μετοχές είναι 10% σε κάθε κατηγορία τίτλων. Επίσης, το ποσοστό

επένδυσης σε κάθε μία από τις παραπάνω τρεις κατηγορίες επενδύσεων δεν πρέπει να υπερβαίνει το 65% του ενεργητικού. Η κατηγορία αυτή των αμοιβαίων κεφαλαίων ενδείκνυται για νέους επενδυτές που θέλουν να επενδύσουν σε μετοχές, αλλά ταυτόχρονα δεν επιθυμούν να αναλάβουν τον κίνδυνο των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων.

#### **ε) Ειδικού τύπου**

Η κατηγορία αυτή αμοιβαίων κεφαλαίων περιλαμβάνει τις εξής υποκατηγορίες:

##### *1) Option-income funds*

Επενδύουν σε δικαιώματα προαίρεσης (options). Δηλαδή, οι διαχειριστές των συγκεκριμένων αμοιβαίων αγοράζουν και πωλούν δικαιώματα προαίρεσης πάνω σε μετοχές. Τα συγκεκριμένα προϊόντα μπορούν να χρησιμοποιηθούν για αντιστάθμιση κινδύνου. Στην Ελλάδα δεν υπάρχουν αμοιβαία αυτής της κατηγορίας.

##### *2) Index funds*

Επενδύουν τουλάχιστον το 95% του ενεργητικού τους σε μετοχές που περιλαμβάνονται σε ένα συγκεκριμένο χρηματιστηριακό δείκτη. Στόχος τους είναι να έχουν παρόμοια απόδοση με την απόδοση του συγκεκριμένου δείκτη, βάση του οποίου επενδύουν.

##### *3) Fund-of-funds*

Επενδύουν σε μερίδια άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων. Ιδρύονται συνήθως από μεγάλες Α.Ε.Δ.Α.Κ. και επενδύουν το 60% με 70% του ενεργητικού τους σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια και το υπόλοιπο σε ομολογιακά και διαθεσίμων. Στη χώρα μας δεν υπάρχουν ακόμα τέτοιου είδους αμοιβαία κεφάλαια.

Όλες οι παραπάνω κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων μπορούν να αφορούν εγχώρια, εξωτερικού ή διεθνή αμοιβαία κεφάλαια. Εγχώρια είναι αυτά που επενδύουν σε τίτλους του εσωτερικού της χώρας στην οποία εδρεύουν, του εξωτερικού επενδύουν σε αξιόγραφα ξένων χωρών, ενώ τέλος τα διεθνή επενδύουν σε τίτλους τόσο του εσωτερικού όσο και του εξωτερικού.

Ο πίνακας που ακολουθεί παρουσιάζει συνοπτικά τις διάφορες κατηγορίες και υποκατηγορίες των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

## Η ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

	<b>ΜΕΤΟΧΙΚΟ</b>	<b>ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ</b>	<b>ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ</b>	<b>ΜΙΚΤΟ</b>	<b>ΕΙΔΙΚΟΥ ΤΥΠΟΥ</b>
<b>ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	Επενδύει κυρίως σε μετοχές εσωτερικού.	Επενδύει κυρίως σε μακροπρόθεσμους τίτλους σταθερού εισοδήματος εσωτερικού.	Επενδύει κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τίτλος σταθερού εισοδήματος εσωτερικού.	Επενδύει σε κινητές αξίες εσωτερικού όλων των προηγούμενων κατηγοριών.	Επενδύει κυρίως σε ειδικού τύπου επενδυτικά προϊόντα εσωτερικού και τουλάχιστον 10% σε τίτλους σταθερού εισοδήματος.
<b>ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	Επενδύει κυρίως σε μετοχές εξωτερικού.	Επενδύει κυρίως σε μακροπρόθεσμους τίτλους σταθερού εισοδήματος εξωτερικού.	Επενδύει κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τίτλος σταθερού εισοδήματος εξωτερικού.	Επενδύει σε κινητές αξίες εξωτερικού όλων των προηγούμενων κατηγοριών.	Επενδύει κυρίως σε ειδικού τύπου επενδυτικά προϊόντα εξωτερικού και τουλάχιστον 10% σε τίτλους σταθερού εισοδήματος.
<b>ΔΙΕΘΝΗ</b>	Επενδύει κυρίως σε μετοχές εσωτερικού και εξωτερικού.	Επενδύουν κυρίως σε μακροπρόθεσμοις τίτλους σταθερού εισοδήματος τόσο του εσωτερικού όσο και του εξωτερικού.	Επενδύει κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τίτλος σταθερού εισοδήματος τόσο του εσωτερικού όσο και του εξωτερικού.	Επενδύει σε κινητές αξίες εσωτερικού και εξωτερικού όλων των προηγούμενων κατηγοριών.	Επενδύει κυρίως σε ειδικού τύπου επενδυτικά προϊόντα εσωτερικού-εξωτερικού και τουλάχιστον 10% σε τίτλους σταθερού εισοδήματος.

Στο διεθνή χώρο κυριαρχούν τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, ενώ ακολουθούν τα ομολογιακά και τα διαχείρισης διαθεσίμων. Στην Ελλάδα οι επενδυτές των αμοιβαίων κεφαλαίων στράφηκαν αρχικά στα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων, λόγω των υψηλών ελληνικών επιτοκίων, της υποτονικότητας του ΧΑΑ και της δυσπιστίας του επενδυτικού κοινού στο νέο αυτό προϊόν. Με την πάροδο όμως του χρόνου, υπάρχει μια μικρή στροφή των επενδυτών από τα Α/Κ διαχείρισης διαθεσίμων προς τα μετοχικά Α/Κ.

## **Κεφάλαιο 4**

### **Πλεονεκτήματα - Μειονεκτήματα Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Η συνεχής αύξηση του αριθμού και του μεγέθους των αμοιβαίων κεφαλαίων παγκοσμίως είναι ισχυρή απόδειξη ότι προσφέρουν ένα πακέτο πλεονεκτημάτων στους επενδυτές που δε βρίσκεται εύκολα σε άλλες μορφές επένδυσης. Ειδικότερα, προσφέρουν:

**Ασφάλεια, φερεγγυότητα, διαφάνεια.** Αμοιβαία Κεφάλαια διαπραγματεύονται από μεγάλους τραπεζικούς ή ασφαλιστικούς οργανισμούς, κάτω από αυστηρά ελεγχόμενες διαδικασίες. Είναι τίτλοι ονομαστικοί και στις περισσότερες περιπτώσεις ακινητοποιημένοι, γεγονός που μειώνει τους κινδύνους για κλοπή ή απώλεια. Παρέχουν ασφάλεια των περιουσιακών στοιχείων, δεδομένων των ελέγχων του Θεματοφύλακα και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Καθημερινά δημοσιεύονται στον τύπο οι τιμές των μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων και οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι υποχρεωμένες να εκδίδουν ετήσιο, εξαμηνιαίο και τριμηνιαίο απολογισμό.

**Άμεση ρευστοποίηση, δυνατότητα ενεχυρίασης.** Τα αμοιβαία κεφάλαια μπορούν να ρευστοποιηθούν άμεσα. Μπορούν επίσης να δοθούν ως ενέχυρο για εξασφάλιση απαιτήσεων.

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι υποχρεωμένη, μέσα σε 5 ημέρες από την ημέρα υποβολής της αίτησης από τον επενδυτή, να καταβάλει το σχετικό αντίτιμο των μεριδίων που εξαγοράζονται ανεξάρτητα από τις συνθήκες που επικρατούν στη χρηματιστηριακή αγορά. Η τιμή με την οποία εξαγοράζονται τα μερίδια αυτά είναι η τιμή εξαγοράς της ημέρας υποβολής της αίτησης η οποία δημοσιεύεται στον ημερήσιο τύπο τη μεθεπομένη εργάσιμη ημέρα.

**Απλές διαδικασίες.** Οι διαδικασίες αγοραπωλησίας μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων έχουν απλοποιηθεί σημαντικά. Οι αγορές ή οι πωλήσεις μεριδίων διενεργούνται μέσω του τραπεζικού λογαριασμού του πελάτη. Η αναλυτική κίνηση του επενδυτικού λογαριασμού του πελάτη (statements) ταχυδρομείται στη διεύθυνση επικοινωνίας του.

**Επαγγελματική Διαχείριση.** Είναι σαφές ότι τα "μυστικά" για μια πετυχημένη επένδυση είναι η "πληροφόρηση" και η "εμπειρία", στοιχεία τα οποία διαθέτουν εκ των πραγμάτων οι επαγγελματίες χρηματιστές ή

διαχειριστές διαθεσίμων. Οι μεριδιούχοι των αμοιβαίων κεφαλαίων απολαμβάνουν την εξυπηρέτηση των καλύτερων χρηματιστών της αγοράς. Η ενιαία οικονομική δύναμη ενός αμοιβαίου κεφαλαίου παρέχει τη δυνατότητα στους χρηματιστές να πραγματοποιήσουν επενδύσεις που είναι δύσκολες, αδύνατες και ακριβές για έναν μεμονωμένο επενδυτή (π.χ. επενδύσεις σε συνάλλαγμα ή στο εξωτερικό), ενώ εξασφαλίζεται μεγαλύτερη διαπραγματευτική δύναμη από αυτή του μεμονωμένου επενδυτή και καλύτερες ευκαιρίες.

**Χαμηλό ύψος αρχικής επένδυσης, λογικές προμήθειες.** Τα περισσότερα αμοιβαία κεφάλαια έχουν πολύ χαμηλό όριο αρχικής επένδυσης. Επίσης, οι προμήθειες διάθεσης και εξαγοράς θεωρούνται λογικές και κυμαίνονται συνήθως από 0-4%.

**Διασπορά.** Ένα αμοιβαίο κεφάλαιο ακόμη και υψηλού ρίσκου, ποτέ δεν επενδύει σε ένα μόνο τίτλο. Τα κεφάλαια επενδύονται σε μεγάλο αριθμό τίτλων, με αποτέλεσμα να μειώνεται ο κίνδυνος της επένδυσης.

**Εννοϊκό φορολογικό καθεστώς.** Τα κέρδη που πιθανόν θα αποκομίσει ένας μεριδιούχος ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων δε φορολογούνται.

Όσοι ασκούν κριτική στο θεσμό των αμοιβαίων κεφαλαίων υποστηρίζουν ότι οι επενδυτές χάνουν ευκαιρίες επενδύοντας σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, λόγω του ότι δεν έχουν τη δυνατότητα συμμετοχής στη διαδικασία επιλογής των τίτλων στους οποίους θα επενδύσει το αμοιβαίο κεφάλαιο. Έτσι, χάνουν τυχόν αυξημένα κέρδη που θα μπορούσαν να προκύψουν από την επένδυση σε συγκεκριμένες μετοχές με πολύ καλή πορεία στο χρηματιστήριο, κέρδη που μπορούν να αποκομίσουν οι μεμονωμένοι επενδυτές. Το επιχείρημα αυτό, ναι μεν έχει κάποια βάση, αγνοεί όμως μια σημαντική λεπτομέρεια. Η επένδυση σε μεμονωμένη μετοχή μιας πολλά υποσχόμενης εταιρίας θα μπορούσε αντί για υψηλά κέρδη να φέρει μεγάλες απώλειες, αν η τιμή της ολισθήσει σημαντικά, γεγονός που θα οδηγούσε τον επενδυτή και σε κεφαλαιακές ζημιές εκτός από το διαφυγόν κέρδος. Από την πιθανότητα αυτή μπορεί να προστατεύσει τους επενδυτές του ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, λόγω της διασποράς κινδύνου που προσφέρει.

Τέλος, θα πρέπει να επισημανθεί ότι υπάρχουν αρκετές περιπτώσεις όπου τα αμοιβαία κεφάλαια δεν ενδείκνυται ως μορφή επένδυσης, λόγω του ότι υπάρχουν επενδυτές που είτε έχουν συγκεκριμένες (εξειδικευμένες) οικονομικές ανάγκες, οι οποίες δεν καλύπτονται από τα είδη των αμοιβαίων κεφαλαίων που κυκλοφορούν στην

επενδυτική αγορά είτε έχουν τη γνώση και την εμπειρία να δημιουργήσουν το δικό τους χαρτοφυλάκιο και άρα δε χρειάζεται να αποταθούν σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, όπου στην ουσία κάποιος άλλος διαχειρίζεται τα χρήματά τους με επιβάρυνση μάλιστα εξόδων.

## **Κεφάλαιο 5**

# **Ανασκόπηση μελετών αξιολόγησης της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων**

### **α) Έρευνες σε παγκόσμιο επίπεδο**

Παρόλο που ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων μετρά ήδη πολλά χρόνια ζωής, το ακαδημαϊκό ενδιαφέρον άρχισε να αναπτύσσεται σχετικά πρόσφατα. Μέχρι το 1980 η έρευνα γύρω από τα αμοιβαία κεφάλαια ήταν ελάχιστη, με εξαίρεση το έργο των Treynor (1965), Sharpe (1966) και Jensen (1968). Μετά το 1980, άρθρα σε ακαδημαϊκά περιοδικά και οικονομικές εφημερίδες, ενημερωτικά έντυπα, υπηρεσίες παροχής συμβουλών ξεκινούν σημαντική προσπάθεια κατανόησης της φύσης και του τρόπου λειτουργίας των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Οι περισσότερες μελέτες της διεθνούς βιβλιογραφίας επικεντρώνονται στη διερεύνηση της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων σε σχέση με αυτήν που επιτυγχάνει ένας επενδυτής που επιλέγει τυχαία το χαρτοφυλάκιό του ή με την αποδοτικότητα ενός συγκρίσιμου δείκτη αναφοράς. Άλλες μελέτες (λίγες σε αριθμό) αναφέρονται στις επενδυτικές φιλοσοφίες των αμοιβαίων κεφαλαίων και σε γενικά χαρακτηριστικά διαφοροποίησής τους ή εξετάζουν την ύπαρξη του φαινομένου της επαναληπτικότητας στις αποδόσεις. Λόγω της φύσης του θέματος που διαπραγματευόμαστε στην παρούσα εργασία, θα κάνουμε μια ανασκόπηση αποκλειστικά των μελετών που ασχολούνται με τη διερεύνηση της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων.

### **α<sub>1</sub>) Κλασικές απόψεις**

Η πρώτη σημαντική μελέτη στο χώρο των αμοιβαίων κεφαλαίων πραγματοποιήθηκε από τους Friend, Brown, Herman και Vickers το 1962. Μέσα από ένα δείγμα 152 αμοιβαίων κεφαλαίων της περιόδου 1952-1958, σύγκριναν την απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων με ένα δείκτη αναφοράς (benchmark) που δημιούργησαν. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι η απόδοση των υπό εξέταση αμοιβαίων κεφαλαίων ήταν σχεδόν ίδια με την απόδοση του χαρτοφυλακίου της



αγοράς και ότι τα διαχειριστικά έξοδα είναι μεγάλα, ακόμα και όταν δε λαμβάνεται υπόψη το κόστος των συναλλαγών (όπως αναφέρεται στο βιβλίο των Πενταράκη Κων/να - Ζοπουνίδη Κων/νο, «Αξιολόγηση και Διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων: Θεωρητική & Εμπειρική Προσέγγιση», σελ.33-34, Εκδόσεις Κλειδάριθμος, Αθήνα 2003).

Τα επόμενα χρόνια μονοπώλησαν το ακαδημαϊκό ενδιαφέρον οι έρευνες των Treynor, Sharpe και Jensen. Ο Treynor (1965) ήταν ο πρώτος που δημιούργησε ένα δείκτη μέτρησης της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Την επόμενη χρονιά ο Sharpe σε έρευνά του εξέτασε τις ετήσιες αποδόσεις 34 αμοιβαίων κεφαλαίων για την περίοδο 1954-1963. Εφαρμόζοντας στα δεδομένα το δείκτη Treynor καθώς και ένα δείκτη υπερβάλλουσας απόδοσης προς τυπική απόκλιση που δημιούργησε, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι αμοιβαία κεφάλαια με μεγάλες αποδόσεις παρουσίαζαν μεγαλύτερες διακυμάνσεις από ότι εκείνα με μικρές μέσες αποδόσεις. Η σχέση αυτή είναι σχεδόν γραμμική και στατιστικά σημαντική. Επίσης, η κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων που προέκυψε και με τους δύο δείκτες ήταν παρόμοια, γεγονός που δείχνει υψηλό βαθμό διαφοροποίησης των χαρτοφυλακίων. Τέλος, σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, τα αμοιβαία κεφάλαια με καλές αποδόσεις παρουσιάζουν και μικρά έξοδα. Αυτό εξηγείται από το γεγονός ότι, σε μια αρκετά αποτελεσματική αγορά (όπως υποτίθεται στην έρευνά του), οι διοικήσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων δε χρειάζεται να ξοδέψουν πολλά χρήματα για τη διαχείρισή τους και για τον εντοπισμό υποτιμημένων αξιόγραφων, ώστε να επιτύχουν τις επιθυμητές υψηλές αποδόσεις.

Ο Jensen το 1967 σε μελέτη του εξέτασε την ικανότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων να επιτυγχάνουν, μέσω επιτυχούς πρόβλεψης των τιμών των χρεογράφων, αποδόσεις μεγαλύτερες των αποδόσεων ενός τυχαίου χαρτοφυλακίου του ίδιου επιπέδου κινδύνου. Το δείγμα αποτελούνταν από 115 αμοιβαία κεφάλαια που μελετούνταν για την περίοδο 1945-1964. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι αυτά τα 115 αμοιβαία κεφάλαια δεν ήταν ικανά να προβλέψουν αρκετά καλά τις τιμές των διαφόρων χρεογράφων ώστε να επιτύχουν αποδόσεις μεγαλύτερες τόσο της πολιτικής «buy-the-market-and-hold» όσο και ενός τυχαίου χαρτοφυλακίου με τον ίδιο κίνδυνο.

Οι μελέτες αυτές κυριάρχησαν παγκοσμίως για 25 περίπου χρόνια. Το 1970 ο Carlson στη μελέτη του πάνω σε 82 μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια της περιόδου 1948-1967, εφαρμόζοντας τους δείκτες Sharpe και Jensen, κατέληξε σε αποτελέσματα αντίθετα από αυτά των παραπάνω ακαδημαϊκών. Επίσης, οδηγήθηκε στα εξής συμπεράσματα:

- Τα αποτελέσματα της έρευνας έδωσαν εμπειρική στήριξη στα αξιώματα απόδοσης-κινδύνου του μοντέλου CAPM.
- Το ζήτημα του κατά πόσο τα αμοιβαία κεφάλαια υπερτερούν σε απόδοση την αγορά εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την εξεταζόμενη χρονική περίοδο και το δείκτη που επιλέγεται ως δείκτης αναφοράς (benchmark).
- Ιστορικά στοιχεία αποδόσεων για απλά μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια δεν έχουν προβλεπτική αξία για τις μελλοντικές αποδόσεις.

Το 1974 ο McDonald μελέτησε τις μηνιαίες υπερβάλλουσες αποδόσεις 123 αμοιβαίων κεφαλαίων για την περίοδο 1960-1969. Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης έδειξαν ότι οι αποδόσεις όλων των κεφαλαίων, ακόμα και των ομολογιακών, συνδέονταν σημαντικά με τις αποδόσεις της χρηματιστηριακής αγοράς, όπως προέκυπτε από το γεγονός ότι όλες οι εκτιμήσεις των  $\beta$  ήταν περισσότερο από δύο φορές μεγαλύτερες από τα τυπικά σφάλματα (standard errors). Επίσης, οι αντικειμενικοί στόχοι που είχε θέσει κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο στην αρχή της δεκαετίας αποδείχτηκε ότι έχουν μια θετική σχέση τόσο με τον κίνδυνο όσο και με την απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων κατά τη διάρκεια ολόκληρης της δεκαετίας. Ειδικότερα, σε αυτήν την περίοδο τα αμοιβαία κεφάλαια με πιο «επιθετικούς» στόχους καθώς και εκείνα με μεγαλύτερο κίνδυνο είχαν γενικά καλύτερες αποδόσεις ανά μονάδα κινδύνου. Όσον αφορά τις μετρήσεις του δείκτη Treynor, περίπου το 50% (67 από τα 123 αμοιβαία κεφάλαια) του δείγματος παρουσίασε τιμές μεγαλύτερες από την αγορά, ενώ ανάλογο ποσοστό έδωσε θετικές τιμές για το συντελεστή  $\alpha$  του δείκτη Jensen. Η εικόνα, όμως, είναι διαφορετική για το δείκτη Sharpe, καθώς τα δύο τρίτα των αμοιβαίων κεφαλαίων (84 από τα 123) δεν ξεπέρασαν το μέσο όρο της αγοράς. Τέλος, τα αποτελέσματα έδειξαν χαμηλά ποσοστά επιτυχίας όσον αφορά την ικανότητα συγχρονισμού και επιλεκτικότητας των διαχειριστών.

Λίγα χρόνια αργότερα (1977) ο Mains αμφισβήτησε τα αποτελέσματα της έρευνας του Jensen και θέλοντας να αποδείξει την άποψή του μελέτησε 70 αμοιβαία κεφάλαια που περιλαμβάνονταν στο δείγμα του Jensen για την περίοδο 1955-1964. Τα αποτελέσματα της έρευνάς του ήρθαν σε αντίθεση με αυτά του Jensen. Ο Mains έδειξε ότι τα μηνιαία δεδομένα για τις αποδόσεις που χρησιμοποίησε έδωσαν καλύτερες τιμές για τους διάφορους δείκτες απόδοσης που χρησιμοποιήθηκαν. Πιο συγκεκριμένα, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι τα τρία πέμπτα των αμοιβαίων κεφαλαίων είχαν θετικές στατιστικές αποδόσεις χρησιμοποιώντας τις καθαρές αποδόσεις, σε αντίθεση με το 37% των αμοιβαίων κεφαλαίων που έδωσε η έρευνα

του Jensen. Επιπρόσθετα, τα αμοιβαία κεφάλαια ως σύνολο έδωσαν μια ελαφρά θετική υπερβάλλουσα απόδοση, δείχνοντας έτσι ότι σε επίπεδο καθαρών αποδόσεων παρουσιάζουν μια ουδέτερη αποδοτικότητα. Αντίθετα, ο Jensen είχε υποστηρίξει ότι τα αμοιβαία κεφάλαια δίνουν καθαρές (απαλλαγμένες από τα διάφορα διαχειριστικά έξοδα) αποδόσεις χαμηλότερες από το μέσο όρο των αποδόσεων της αγοράς. Έτσι, ο Mains απέρριψε την άποψη που υποστήριξε ο Jensen ότι τα αμοιβαία κεφάλαια πρέπει να εγκαταλείψουν τις δραστηριότητες πρόβλεψης των τιμών χρεογράφων και κατάλληλης χρονικής τοποθέτησης και επιλογής τίτλων προς επένδυση (selection and market timing activities) και να επικεντρώνονται στη στρατηγική αγοράς και διακράτησης (buy-the market-and-hold).

Οι μέχρι τώρα έρευνες κινούνταν μέσα στα πλαίσια της Θεωρίας των Αποτελεσματικών Αγορών, όπου όλες οι πληροφορίες που υπάρχουν στην αγορά είναι ενσωματωμένες στις τιμές των διαφόρων τίτλων. Σε μια τέτοια αγορά, η δαπάνη για την εύρεση και εφαρμογή νέων πληροφοριών εκ μέρους των αμοιβαίων κεφαλαίων με στόχο την επίτευξη μεγαλύτερων αποδόσεων δεν πρόκειται να στεφθεί με επιτυχία. Οι Grossman και Stiglitz (1980) προσπάθησαν να εξηγήσουν πώς οι πληροφορίες ενσωματώνονται στις τιμές. Για αυτό το σκοπό δημιούργησαν ένα μοντέλο όπου οι τιμές των χρεογράφων αντικατοπτρίζουν τις πληροφορίες που έχουν οι επενδυτές, αλλά μόνο μερικώς, έτσι ώστε όσοι δαπανούν πόρους για να αποκτήσουν επιπρόσθετες πληροφορίες, λαμβάνουν κάποια ανταπόδοση για αυτή τους τη δαπάνη, κερδίζοντας υψηλότερες ακαθάριστες αποδόσεις.

## α<sub>2</sub>) Σύγχρονες απόψεις

Όπως αναπτύχθηκε στην προηγούμενη ενότητα οι κλασικές απόψεις των ακαδημαϊκών μελετητών για την αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων κατέληγαν στο συμπέρασμα ότι αυτά δεν μπορούν να επιτύχουν αποδόσεις μεγαλύτερες από αυτές του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Μελετητές, όμως, από το 1980 και μετά με έρευνές τους διαπίστωσαν ότι οι ικανότητες των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων μπορούν να επιφέρουν αποδόσεις μεγαλύτερες από αυτές της αγοράς. Ωστόσο, υπήρχαν και οι ερευνητές που οι μελέτες τους οδηγούσαν στα ακριβώς αντίθετα αποτελέσματα.

### ❏ Οι διαχειριστές νικούν την αγορά

Οι Chang και Lewellen (1984) μελέτησαν τις μηνιαίες αποδόσεις 67 αμοιβαίων κεφαλαίων τη περίοδο 1971-1979 και εφαρμόζοντας μία νέα παραμετρική στατιστική διαδικασία των Henriksson και Merton προσπάθησαν να ελέγξουν την ύπαρξη ή μη ικανοτήτων συγχρονισμού και επιλεκτικότητας των διαχειριστών τους. Η νέα τεχνική δίνει πιο ευνοϊκά αποτελέσματα όσον αφορά την αποδοτικότητα της επιλογής χρεογράφων εκ μέρους των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων και αλλάζει τις αξιολογήσεις της απόδοσης των μεμονωμένων αμοιβαίων κεφαλαίων. Παρόλα αυτά, λίγοι διαχειριστές κατορθώνουν να επιδείξουν ικανότητα συγχρονισμού.

Ο Ippolito το 1989, αφού μελέτησε το σύνολο των «κλασικών» ερευνών, θέλησε να εξετάσει την άποψη ότι σε μια αποτελεσματική αγορά τα αμοιβαία κεφάλαια πρέπει να έχουν προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις σημαντικά υψηλότερες αυτών του χαρτοφυλακίου της αγοράς, έτσι ώστε να καλύπτουν και τα επιπλέον (λόγω ενεργητικής διαχείρισής τους) διαχειριστικά κόστη που έχουν και με τα οποία χρεώνουν τους επενδυτές. Για το σκοπό αυτό συγκέντρωσε δεδομένα 143 αμοιβαίων κεφαλαίων για την περίοδο 1965-1984. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, τα αμοιβαία κεφάλαια, απαλλαγμένα από όλα τα έξοδα, είχαν αποδόσεις μεγαλύτερες αυτής του χαρτοφυλακίου της αγοράς, το οποίο έρχεται σε αντίθεση με τα αποτελέσματα των προηγούμενων ερευνών (Friend et al., 1962, Sharpe 1966, Jensen 1968). Μάλιστα, αμοιβαία κεφάλαια με μεγαλύτερα έξοδα και κόστη εμφάνιζαν αποδόσεις συγκριτικά μεγαλύτερες. Συνεπώς, τα αποτελέσματα αυτά είναι σύμφωνα με την υπόθεση ότι τα αμοιβαία κεφάλαια είναι ικανά στο να συλλέγουν

και να εφαρμόζουν νέες πληροφορίες, ώστε να αντισταθμίζουν τα υψηλά έξοδά τους και να επιτυγχάνουν καθαρές αποδόσεις ελαφρώς μεγαλύτερες από τις αναμενόμενες αποδόσεις του CAPM.

Την ίδια χρονιά οι Grinblatt και Titman στο άρθρο τους «Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings» ασχολήθηκαν με το κατά πόσο υπάρχουν διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων που έχουν ιδιαίτερες ικανότητες επιλογής μετοχών, ώστε να δημιουργούν μη φυσιολογικές αποδόσεις (abnormal returns). Για το σκοπό αυτό συγκέντρωσαν τις αποδόσεις των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων για την περίοδο 1975-1984 και υπολόγισαν το δείκτη Jensen με τη χρήση τεσσάρων δεικτών αναφοράς (benchmarks). Η έρευνα αυτή διαφέρει από τις προηγούμενες σε δύο σημεία: πρώτον, αντί των πραγματικών αποδόσεων που επιτυγχάνουν οι επενδυτές των αμοιβαίων κεφαλαίων δημιουργήθηκαν δείγματα αποδόσεων χρησιμοποιώντας τις αποδόσεις των μετοχών που εμφανίζονται στις τριμηνιαίες εκθέσεις της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου αυτών των αμοιβαίων και δεύτερον, χρησιμοποιήθηκε ένας δείκτης αναφοράς που μετριάζει την πιθανότητα ευρέως γνωστές «παθητικές» (passive) επενδυτικές στρατηγικές να κατευθύνουν τα αποτελέσματα της έρευνας. Έχοντας όλα αυτά υπόψη, τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι τα αναπτυξιακά αμοιβαία κεφάλαια, και ειδικότερα τα επιθετικά αναπτυξιακά, καθώς και αυτά με μικρό καθαρό ενεργητικό παρουσίασαν μικτές αποδόσεις ανώτερες των προβλεπόμενων. Είναι ενδιαφέρον, επίσης, το γεγονός ότι αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια παρουσιάζουν και τις υψηλότερες δαπάνες, με αποτέλεσμα οι καθαρές αποδόσεις τους να μην ξεφεύγουν από τις αναμενόμενες. Αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές δεν μπορούν να εκμεταλλευτούν τις ιδιαίτερες ικανότητες που εμφανίζουν οι διαχειριστές αυτών των αμοιβαίων κεφαλαίων αγοράζοντας μερίδιά τους.

Τον επόμενο χρόνο (1990) οι Cumby και Glen μελέτησαν για το διάστημα 1982-1988 την αποδοτικότητα ενός δείγματος 15 διεθνών διαφοροποιημένων αμοιβαίων κεφαλαίων με έδρα τις Η.Π.Α.. Δύο δείκτες μέτρησης χρησιμοποιήθηκαν για αυτό το σκοπό, ο δείκτης Jensen και το «θετικό σταθμισμένο στο χρόνο μέτρο» των Grinblatt και Titman (1989). Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι τα διεθνή αμοιβαία κεφάλαια υπερτερούσαν σε αποδόσεις έναντι του χαρτοφυλακίου της αγοράς των Η.Π.Α. όπως αυτό αντιπροσωπευόταν από το δείκτη της Morgan Stanley, το οποίο όμως οφειλόταν κυρίως στη διαφοροποίηση των διεθνών χαρτοφυλακίων. Παρόλα αυτά δεν υπήρξαν στοιχεία ότι τα διεθνή αμοιβαία κεφάλαια είχαν μεγαλύτερες αποδόσεις από αυτές ενός διευρυμένου διεθνούς μετοχικού δείκτη αναφοράς. Τέλος, εφαρμόζοντας το

μοντέλο των Treynor και Mazuy (1966) για τον εντοπισμό της ύπαρξης ή όχι ικανότητας χρονικής τοποθέτησης, διαπιστώθηκε αυξημένη ικανότητα συγχρονισμού των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Οι Eun, Kolodny και Resnick (1991) οδηγήθηκαν σε ανάλογα συμπεράσματα. Οι δείκτες αναφοράς που χρησιμοποιήθηκαν στην έρευνά τους ήταν ο δείκτης Standard & Poor, ο διεθνής δείκτης της Morgan Stanley και ένας δείκτης αμερικανικών πολυεθνικών επιχειρήσεων που δημιούργησαν οι ίδιοι οι συγγραφείς. Για την περίοδο 1977-1986, η πλειοψηφία των 19 διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων που εξέτασαν ξεπέρασαν τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου της αμερικανικής αγοράς. Παρόλα αυτά τα περισσότερα απέτυχαν να ξεπεράσουν την απόδοση του διεθνούς δείκτη (όπως αναφέρεται στο άρθρο των Arnold L. Redman, N.S. Gullett και Herman Manakyan, «The Performance of Global and International Mutual Funds», Journal of Financial and Strategic Decisions, Volume 13, Number 1, 2000).

Οι Gallo και Swanson (1996) στη μελέτη τους συνέκριναν έναν δείκτη της διεθνούς κεφαλαιαγοράς και ένα μοντέλο Εξισορροποιητικής Αγοραπωλησίας (IAPT, International Arbitrage Pricing Theory) δύο παραγόντων, με στόχο την αξιολόγηση της απόδοσης 37 διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων με έδρα τις Η.Π.Α. για την περίοδο 1985-1993. Τα αποτελέσματα του πρώτου δείκτη οδήγησαν σε συμπεράσματα ανάλογα με αυτά των μέχρι τώρα ερευνών, ότι δηλαδή τα διεθνή αμοιβαία κεφάλαια έχουν αποδόσεις ανάλογες του χαρτοφυλακίου της διεθνούς αγοράς. Αντίθετα, το μοντέλο IAPT υποδηλώνει ανώτερες αποδόσεις των διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων. Επιπρόσθετα, τα δύο μοντέλα έδωσαν διαφορετική σειρά κατάταξης των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Τέλος, οι Redman και Manakyan (2000) στην έρευνά τους εξέτασαν τις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις πέντε χαρτοφυλακίων διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων για τρεις περιόδους: 1985-1994, 1985-1989, 1990-1994, χρησιμοποιώντας τους δείκτες Sharpe, Treynor και Jensen. Οι αποδόσεις αυτές συγκρίθηκαν με τις αποδόσεις του δείκτη Vanguard 500 και ενός χαρτοφυλακίου αμοιβαίων κεφαλαίων που επενδύει μόνο σε μετοχές των Η.Π.Α. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι, σύμφωνα με τους δείκτες Sharpe και Treynor, για την περίοδο 1985-1994 τα διεθνή αμοιβαία κεφάλαια ξεπέρασαν σε απόδοση και το δείκτη Vanguard και το χαρτοφυλάκιο των εγχώριων αμοιβαίων κεφαλαίων. Το  $R^2$  για το δείκτη Jensen ήταν γενικά μικρότερο του 60%, γεγονός που υποδήλωνε ότι οι υπερβάλλουσες αποδόσεις της αμερικανικής κεφαλαιαγοράς εξηγούσαν μικρό ποσοστό των υπερβάλλουσων αποδόσεων των διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων. Συνεπώς, υπήρχε δυνατότητα οφέλους για τους

επενδυτές προσθέτοντας διεθνή αμοιβαία κεφάλαια στο χαρτοφυλάκιό τους. Ανάλογη ήταν η εικόνα των αποτελεσμάτων για την περίοδο 1985-1989. Αντίθετα, οι αποδόσεις για την περίοδο 1990-1994 είναι μικρότερες αυτών της διεθνούς κεφαλαιαγοράς και των εγχώριων αμοιβαίων κεφαλαίων.

### **☒ Οι διαχειριστές δε νικούν την αγορά**

Οι παραπάνω μελέτες κέντρισαν το ενδιαφέρον πολλών ακαδημαϊκών, καθώς τα αποτελέσματά τους έρχονταν σε αντίθεση με τα αποτελέσματα των κλασικών απόψεων που πρωτοδιατυπώθηκαν από τους Treynor, Sharpe και Jensen και επικράτησαν για πάνω από δύο δεκαετίες στον ερευνητικό τομέα των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Το 1993 οι Elton, Gruber, Das και Hlavka χρησιμοποίησαν τα δεδομένα και τα συμπεράσματα της έρευνας του Ippolito για να εξετάσουν την αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων σε σχέση με αυτή της παθητικής επένδυσης σε έναν απλό δείκτη για την ίδια χρονική περίοδο, δηλαδή την περίοδο 1965-1984. Τα αποτελέσματα τους έδειξαν ότι οι μάνατζερ των αμοιβαίων κεφαλαίων πετύχαιναν αποδόσεις μικρότερες από αυτές των χαρτοφυλακίων παθητικής διαχείρισης. Επιπλέον, τα αμοιβαία κεφάλαια με υψηλά έξοδα και όγκους συναλλαγών είχαν χαμηλότερες αποδόσεις από εκείνες των αμοιβαίων με τα ακριβώς αντίθετα χαρακτηριστικά. Τέλος, διαπιστώθηκε ότι τα αμοιβαία κεφάλαια δεν προσάρμοζαν τα έξοδά τους διαχρονικά, έτσι ώστε να αντικατοπτρίζουν την αποδοτικότητά τους. Επίσης, οι συγγραφείς διαπίστωσαν μια ευαισθησία των αποτελεσμάτων όσον αφορά τις μεθόδους μέτρησης της αποδοτικότητας που επιλέγονται καθώς και ότι οι αποδόσεις των ομολόγων, των μετοχών του δείκτη S&P 500 και των μετοχών που δεν ανήκουν στο δείκτη αυτό είναι σημαντικοί παράγοντες στην αξιολόγηση της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Την ίδια χρονιά οι Blake, Elton και Gruber διεξήγαγαν την πρώτη σημαντική ανάλυση της αποδοτικότητας των ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων. Το δείγμα αποτελούνταν από 41 ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια, οι μηνιαίες αποδόσεις των οποίων μελετήθηκαν για μια περίοδο 10 ετών (1979-1988). Ως δείκτες αναφοράς χρησιμοποιήθηκαν πολλοί διαφορετικοί ομολογιακοί δείκτες, καθώς και η απόδοση των μηνιαίων εντόκων γραμματίων των Ibbotson και Associates. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι τα αμοιβαία κεφάλαια είχαν αποδόσεις μικρότερες από αυτές των

δεικτών αναφοράς. Για τις περισσότερες περιπτώσεις, οι αρνητικές αυτές διαφορές αποδόσεων ήταν ίσες με τα μέσα διαχειριστικά έξοδα, καταλήγοντας έτσι στο ότι προ εξόδων, οι αποδόσεις των αμοιβαίων είναι περίπου ίσες με τις αποδόσεις των δεικτών. Οι παλινδρομήσεις των συντελεστών  $\alpha$  της γραμμικής παλινδρόμησης, με ανεξάρτητη μεταβλητή τα έξοδα που επιβάλλει ένα αμοιβαίο κεφάλαιο στους επενδυτές του για εξαγορά/διάθεση μεριδίων και εξαρτημένη την απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων, έδειξαν ότι κατά μέσο όρο μια ποσοστιαία αύξηση στα έξοδα οδηγεί σε μια ποσοστιαία μείωση των αποδόσεων, έτσι ώστε οι επενδυτές με χαμηλή προβλεπτική ικανότητα να πρέπει να επιλέξουν αμοιβαία κεφάλαια με χαμηλές προμήθειες.

Οι Droms και Walker (1994) χρησιμοποίησαν μια μεθοδολογία παλινδρόμησης διαστρωματικών χρονικών σειρών για να εξετάσουν ένα δείγμα 34 διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων. Τέσσερα αμοιβαία κεφάλαια εξετάστηκαν για μια περίοδο 20 ετών (1971-1990) και τριάντα για μια περίοδο έξι ετών (1985-1990). Τα αμοιβαία κεφάλαια συγκρίθηκαν με το δείκτη Standard and Poor's 500, το δείκτη EAFE (Morgan Stanley Europe, Australia, and Far East Index), ο οποίος προσεγγίζει τις εκτός Η.Π.Α. χρηματιστηριακές αγορές, και τον Παγκόσμιο χρηματιστηριακό δείκτη. Εφαρμόζοντας τους δείκτες Jensen, Sharpe και Treynor, διαπίστωσαν ότι τα διεθνή αμοιβαία κεφάλαια είχαν αποδόσεις μικρότερες της κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α. καθώς και της διεθνούς χρηματιστηριακής αγοράς. Επιπρόσθετα, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το μέγεθος των αμοιβαίων κεφαλαίων, ο όγκος συναλλαγών του χαρτοφυλακίου τους, τα ποσοστά των εξόδων, το μέγεθος του ενεργητικού τους και η προμήθεια πωλήσεων (load status) δεν επηρεάζονται από την αποδοτικότητά τους.

Ο Malkiel (1995) εξέτασε για την περίοδο 1971-1991 ένα δείγμα δεδομένων που αποτελούνταν από τις αποδόσεις όλων των αμοιβαίων κεφαλαίων που υπήρχαν σε κάθε ξεχωριστή χρονιά της περιόδου αυτής, συμπεριλαμβάνοντας έτσι και τα αμοιβαία κεφάλαια που τερμάτισαν τη λειτουργία τους κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου. Το συμπέρασμα στο οποίο κατέληξε ήταν ότι τα αμοιβαία κεφάλαια είχαν μια τάση για αποδόσεις μικρότερες της αγοράς, τόσο πριν όσο και μετά την αφαίρεση των διαχειριστικών εξόδων. Όσον αφορά την επαναληπτικότητα των αποδόσεων διαχρονικά, διαπιστώθηκε ότι ενώ υπήρχε επαναληπτικότητα αποδόσεων στη δεκαετία του 1970, κάτι τέτοιο δε συνεχίστηκε στην επόμενη δεκαετία. Εφαρμόζοντας ο Malkiel μια ποικιλία επενδυτικών στρατηγικών βασισμένες στο φαινόμενο της επαναληπτικότητας, κατάφερε να πετύχει αποδόσεις πάνω από το μέσο όρο κατά τη διάρκεια της πρώτης δεκαετίας (1970), αλλά κατά τη



διάρκεια της δεκαετίας του 1980 δεν υπήρχαν δείγματα ότι οι επενδυτές μπορούσαν να επιτύχουν υπερβάλλουσες αποδόσεις ακολουθώντας μια στρατηγική βασισμένη στην επαναληπτικότητα. Έτσι, το φαινόμενο των υπέρμετρων αποδόσεων αποδείχτηκε ότι έχει χρονική εξάρτηση.

Οι Elton, Gruber και Blake επανήλθαν το 1996 με μια νέα έρευνά τους, όπου εξέτασαν την προβλεψιμότητα των κοινών μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων και μέτρησαν την αποδοτικότητά τους χρησιμοποιώντας προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις. Το δείγμα τους ήταν αμερόληπτο και αποτελούνταν από 188 αμοιβαία κεφάλαια για την περίοδο 1977-1993. Τα αποτελέσματα έδωσαν αρνητικές αποδόσεις για τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο, που οφείλονταν σε μεγάλο βαθμό στο γεγονός ότι τα χαρτοφυλάκιά τους αποτελούνταν από κεφάλαια με υψηλό κόστος.

Το 1997 οι Daniel, Grinblatt, Titman, και Wermers σε άρθρο τους μελέτησαν το κατά πόσο τα αμοιβαία κεφάλαια μπορούν συστηματικά να επιλέγουν μετοχές που τους επιτρέπουν να παίρνουν πίσω ένα σημαντικό κομμάτι από το ποσοστό των εξόδων και των προμηθειών που δημιουργούν. Για το σκοπό αυτό μελέτησαν τις αποδόσεις 2.500 μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων από το 1975 έως το 1994. Ως μέτρα της αποδοτικότητας χρησιμοποιήθηκαν δείκτες αναφοράς που βασίζονταν πάνω στα χαρακτηριστικά των μετοχών που περιλαμβάνονταν στα χαρτοφυλάκια των αμοιβαίων κεφαλαίων που ήταν προς αξιολόγηση. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι τα αμοιβαία κεφάλαια ως σύνολο παρουσίασαν μια ικανότητα επιλογής μετοχών, αλλά όχι ικανότητα χρονικής τοποθέτησης. Παρόλα αυτά, το ποσοστό κατά το οποίο τα αμοιβαία κεφάλαια υπερτερούσαν του δείκτη αναφοράς είναι ίσο με τα ποσοστά των μέσων διαχειριστικών εξόδων. Μάλιστα, τα αναπτυξιακά και τα επιθετικά αναπτυξιακά αμοιβαία κεφάλαια που παρουσιάζουν τις μεγαλύτερες αποδόσεις, δημιουργούσαν συγχρόνως και τα μεγαλύτερα έξοδα.

Δύο χρόνια νωρίτερα οι ίδιοι συγγραφείς, εκτός από τον Daniel, εξέτασαν τις τακτικές επένδυσης των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων, μελετώντας τα τριμηνιαία περιουσιακά στοιχεία 155 αμοιβαίων κεφαλαίων την περίοδο 1975-1984. Στόχος τους να καθορίσουν το βαθμό στον οποίο οι μάνατζερ επιλέγουν μετοχές βασιζόμενοι στις αποδόσεις των προηγούμενων ετών και το κατά πόσο μια τέτοια πρακτική καθώς και η πρακτική του «herding» ή του «buying past winners and selling past losers» μπορεί να οδηγήσει σε υπερβάλλουσες-μη φυσιολογικές αποδόσεις. Η απάντηση στο ερώτημα αυτό, έτσι όπως προέκυψε από την έρευνα, ήταν καταφατική. Έχοντας ως βάση το συμπέρασμα αυτό, διατυπώθηκε η άποψη ότι οι θετικές

αποδοτικότητες των αμοιβαίων κεφαλαίων που παρατηρήθηκαν στην έρευνα των Grinblatt και Titman (1989,1993) μπορεί να οφείλονταν, τουλάχιστον τμηματικά, σε μια απλή τακτική επένδυσης και όχι τόσο στην ύπαρξη ανώτερης πληροφόρησης για τα διάφορα χρεόγραφα. Αυτό είναι ιδιαίτερα εμφανές στις έρευνες που περιλαμβάνουν δεδομένα από τη δεκαετία του 1970. Οι έρευνες αυτές καταλήγουν συνήθως στο συμπέρασμα ότι οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων καταφέρνουν να επιτύχουν υπέρμετρες - μη φυσιολογικές αποδόσεις, γεγονός που εξηγείται από το ότι η δεκαετία αυτή χαρακτηρίζεται από επιτυχείς επενδυτικές στρατηγικές.

Πιο πρόσφατα, το 1999, στην πρώτη έρευνα που έγινε πάνω στην απόδοση των παγκόσμιων ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων η Miranda Detzler κατέληξε σε ανάλογα με τις προηγούμενες έρευνες συμπεράσματα. Το δείγμα που μελετήθηκε περιελάμβανε 19 αμοιβαία κεφάλαια με μηνιαίες αποδόσεις από το Νοέμβριο του 1988 έως το Νοέμβριο του 1995. Κατά μέσο όρο, τα αμοιβαία κεφάλαια δε δημιούργησαν μη φυσιολογικές, προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις, καθώς δεν ξεπέρασαν σε αποδόσεις κανένα από τους πέντε δείκτες αναφοράς που χρησιμοποιήθηκαν, οδηγώντας έτσι στη διαπίστωση ότι οι ενεργητικές επενδυτικές στρατηγικές δεν ωφέλησαν τους επενδυτές στην εξεταζόμενη περίοδο. Επίσης, παρατηρήθηκε αρνητική σχέση μεταξύ απόδοσης και εξόδων των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Το 2000 οι Ιταλίδες ακαδημαϊκοί Basso και Funari έδωσαν μια διαφορετική προσέγγιση στην μέτρηση της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων. Πρότειναν τη χρήση της μεθοδολογίας DEA (Data Envelopment Analysis) για τη μέτρηση της απόδοσης, η οποία επιτρέπει στον ερευνητή να δοκιμάσει πολλούς διαφορετικούς συνδυασμούς εισροών (inputs) και εκροών (outputs) στο μοντέλο. Για το σκοπό αυτό, σχηματίστηκαν δύο ομάδες δεικτών DEA. Η πρώτη γενικεύει τις παραδοσιακές μεθόδους μέτρησης, περιλαμβάνοντας στην αξιολόγηση τις προμήθειες εξαγοράς και διάθεσης καθώς και διαφορετικούς τρόπους μέτρησης του κινδύνου. Η δεύτερη σχηματίζει μια περίπλοκη δομή πολλαπλών εισροών και εκροών (multiple inputs-multiple outputs). Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι η μέθοδος DEA μπορεί να αποτελέσει σημαντικό συμπλήρωμα των παραδοσιακών μεθόδων μέτρησης της απόδοσης και να προσφέρει πρόσθετες πληροφορίες, χρήσιμες για τη διεξαγωγή συγκριτικής ανάλυσης.

## **β) Έρευνες στον ελλαδικό χώρο**

Όπως έχει προαναφερθεί στην παρούσα εργασία, τα αμοιβαία κεφάλαια άρχισαν να υπάρχουν στην Ελλάδα το 1970 με τη θέσπιση του Νομοθετικού Διατάγματος 608/70. Από τότε και μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 1980 οι μελέτες ελλήνων ακαδημαϊκών ήταν περιορισμένες και αφορούσαν κυρίως το νομικό πλαίσιο λειτουργίας των αμοιβαίων κεφαλαίων. Τα τελευταία, όμως, χρόνια παρατηρείται έντονη δραστηριότητα στον τομέα των εμπειρικών μελετών και αυξάνεται ο αριθμός των ελλήνων ακαδημαϊκών που ασχολούνται με την αξιολόγηση ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων.

Η πρώτη εμπειρική έρευνα με δείγμα ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων έγινε το 1980 από τον Χατζηνικολάου, ο οποίος εφάρμοσε τους δείκτες Sharpe, Treynor και Jensen σε δύο αμοιβαία κεφάλαια, τα Δήλος και Ερμής, για την περίοδο 1973-1976. Συγκρινόμενα τα δύο κεφάλαια με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς είχαν καλύτερες αποδόσεις, αλλά σε σύγκριση με διεθνή χαρτοφυλάκια οι αποδόσεις τους ήταν χαμηλότερες.

Ο Σπήλιος Μουζούλας ήταν από τους πρώτους έλληνες ακαδημαϊκούς που ασχολήθηκε με το κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας των αμοιβαίων κεφαλαίων αμέσως μετά την έκδοση του Ν 1969/1991 στο βιβλίο του «Αμοιβαία Κεφάλαια», Έκδοση 1991. Ειδικότερα, ασχολήθηκε με την περιουσιακή βάση των αμοιβαίων κεφαλαίων, την οργανωτική τους δομή και τον έλεγχο της λειτουργίας τους.

Δύο χρόνια νωρίτερα, ο Γιάννης Χολέβας στο βιβλίο του με τίτλο «Αμοιβαία Κεφάλαια» ανέλυσε λεπτομερώς την ισχύουσα ελληνική νομοθεσία περί αμοιβαίων κεφαλαίων, περιέγραψε το κλίμα των πρώτων χρόνων λειτουργίας της αγοράς των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα και ασχολήθηκε επιφανειακά με την πρακτική πλευρά διαχείρισης των αμοιβαίων κεφαλαίων, αναπτύσσοντας κάποια αριθμητικά παραδείγματα.

Το 1994 ο Π.Κατσούλας στο βιβλίο του με τίτλο «Κεφαλαιαγορά και διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων» παρουσιάζει συνοπτικά το νομικό πλαίσιο λειτουργίας των αμοιβαίων κεφαλαίων, τις κατηγορίες τους, τα όργανα που εκτελούν τη λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων, τη ροή εργασιών των διαχειριστών τους (δηλαδή τη διαδικασία συγκέντρωσης των κεφαλαίων, τις

εξαγορές μεριδίων, τις μετακινήσεις μεριδιούχων σε διαφορετικά αμοιβαία κεφάλαια του ίδιου εκδότη, τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου, την ακολουθούμενη από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. πολιτική επενδύσεων, τη λογιστική παρακολούθηση και απεικόνιση των αμοιβαίων κεφαλαίων), ενώ τέλος συγκρίνει το θεσμό των αμοιβαίων κεφαλαίων με αυτόν των εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου.

Ένα χρόνο αργότερα (1995) ο Θεόδωρος Κουτρούκης στο βιβλίο του «Αμοιβαία Κεφάλαια – Πρακτικά Θέματα» ασχολήθηκε και αυτός με το θεσμικό πλαίσιο (ευρωπαϊκό και ελληνικό) λειτουργίας των αμοιβαίων κεφαλαίων, ανέλυσε βασικές έννοιες του θεσμού, τη διαδικασία επενδύσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων, το σχηματισμό του χαρτοφυλακίου τους και τους τρόπους προώθησης τους. Τέλος, έγινε αναφορά σε πιο εξειδικευμένα θέματα που αφορούσαν τη σχέση των αμοιβαίων κεφαλαίων με τις ασφαλιστικές εταιρίες, το Χρηματιστήριο Αξιών, την αγορά συναλλάγματος και την κοινωνική ασφάλιση.

Την ίδια χρονιά, ο Μυλωνάς χρησιμοποίησε το μοντέλο των Treynor – Mazuy για να αξιολογήσει την αποδοτικότητα των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων που λειτουργούν στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Η έρευνά του αφορούσε 10 μικτά και μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια για την περίοδο 1993-1994 και άλλα 12 αμοιβαία κεφάλαια των ίδιων κατηγοριών για την περίοδο 1995-1996. Με βάση τα αποτελέσματά του, δεν μπορεί να ισχυριστεί κανείς ότι οι διαχειριστές εμφανίζουν ικανότητα συγχρονισμού (όπως αναφέρεται στο άρθρο του John N. Sorros, «Equity Mutual Fund Managers' Performance in Greece», p.69, *Managerial Finance*, Volume 27, Number 6, 2001).

Το 1997 οι Karapistolis et al. συγκέντρωσαν δεδομένα τριών ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων για την περίοδο 28/5/1991-16/8/1991 και προέβησαν στην αξιολόγησή τους μέσω των δεικτών Treynor και Sharpe, καθώς και μέσω δύο νέων δεικτών που κατασκεύασαν οι ίδιοι.

Το 1999, στο βιβλίο του «Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια-Θεωρία και Πρακτική», ο Μυλωνάς περιέγραψε τη δημιουργία, λειτουργία και εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων, τις επενδυτικές φιλοσοφίες και τεχνικές που εφαρμόζονται και το μέχρι τότε πραγματοποιηθέν ερευνητικό έργο. Σημαντικό τμήμα του βιβλίου του κάλυπτε η μεθοδολογία και η ανάλυση των αποτελεσμάτων της εμπειρικής έρευνας που διεξήχθη από το συγγραφέα για την περίοδο 1990-1996 σε ένα δείγμα 36 ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Σύμφωνα με την έρευνα αυτή, οι αποδόσεις ήταν θετικά συσχετισμένες με τον κίνδυνο, ενώ τα αμοιβαία κεφάλαια

είχαν υψηλό βαθμό διαφοροποίησης. Επίσης, οι αποδόσεις ήταν μεγαλύτερες των αποδόσεων του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ, γεγονός που κατέδειξε την ύπαρξη ικανότητας συγχρονισμού και επιλεκτικότητας των διαχειριστών. Τέλος, το βιβλίο περιελάμβανε και μία μέθοδο δημιουργίας χαρτοφυλακίου αμοιβαίων κεφαλαίων με μικρότερο κίνδυνο ανά μονάδα απόδοσης.

Ο Sorros σε μελέτη του το 2001 αξιολόγησε την ικανότητα χρονικής τοποθέτησης και επιλογής υποτιμημένων αξιόγραφων των ελλήνων διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων εφαρμόζοντας το υπόδειγμα των Treynor και Mazuy. Για το σκοπό αυτό επέλεξε 17 μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια που δραστηριοποιούνται στην ελληνική αγορά για την περίοδο από 1/1/1995 έως 31/12/1998. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας του, τα εμπειρικά δεδομένα δεν αποδεικνύουν κάποια ικανότητα συγχρονισμού (market timing) και επιλεκτικότητας (selecting undervalued securities) των διαχειριστών. Ειδικότερα, μόνο τέσσερα αμοιβαία κεφάλαια εμφανίζουν θετικό και στατιστικά σημαντικό συντελεστή για την επιλεκτικότητα των διαχειριστών, ενώ ο συντελεστής για την ικανότητα συγχρονισμού είναι θετικός μόνο για πέντε αμοιβαία κεφάλαια, αλλά στατιστικά σημαντικός για κανένα από αυτά.

Οι Καραθανάσης και Λυμπερόπουλος στο βιβλίο τους «Αμοιβαία Κεφάλαια» (2002) παρουσίασαν λεπτομερώς μια ιστορική αναδρομή του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων, το σύγχρονο κύκλωμα λειτουργίας τους, τις κατηγορίες στις οποίες χωρίζονται και τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματά τους. Τέλος, περιλήφθηκε μία έρευνα των συγγραφέων σε σχέση με τη συγκρότηση χαρτοφυλακίων από μερίδια διαφόρων κατηγοριών αμοιβαίων κεφαλαίων και με το κατά πόσα τα ποσοστά αυτών συμβάδιζαν με τους επενδυτικούς στόχους της κάθε περίπτωσης.

Ένα χρόνο αργότερα (2003), ο Sorros σε μελέτη του αξιολόγησε την αποδοτικότητα 16 εγχώριων μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων για την περίοδο από 1/1/1995 έως 31/13/1999 με κριτήρια την απόδοση, την τυπική απόκλιση, το συντελεστή μεταβλητότητας, το συντελεστή  $\beta$  και τους δείκτες Treynor και Sharpe. Τα συμπεράσματα στα οποία κατέληξε ήταν τα εξής: τέσσερα αμοιβαία κεφάλαια είχαν απόδοση μικρότερη αυτής του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ, ενώ ολόκληρο το δείγμα είχε συνολικό κίνδυνο και συντελεστές μεταβλητότητας μικρότερους αυτών του Γενικού Δείκτη. Επίσης, ο συντελεστής  $\beta$  ήταν μικρότερος του 1 για όλα τα αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος, γεγονός που υποδηλώνει ότι αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια ακολουθούσαν αμυντική επενδυτική πολιτική. Τέλος,

οι κινήσεις του Γενικού Δείκτη, σύμφωνα με την έρευνα, ερμήνευαν περισσότερο από το 80% των αποκλίσεων στην απόδοση αυτών των 16 αμοιβαίων κεφαλαίων.

Την ίδια χρονιά (2003), ο Artikis αξιολόγησε την αποδοτικότητα 10 εγχώριων αμοιβαίων κεφαλαίων μικτού τύπου που δραστηριοποιούνταν στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά την περίοδο 1/1/1995 – 31/12/1998. Τα αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος ταξινομήθηκαν με βάση την απόδοση, την τυπική απόκλιση, το συντελεστή μεταβλητότητας, το συντελεστή  $\beta$  και τους δείκτες Treynor, Sharpe και Jensen. Ολόκληρο το δείγμα ακολούθησε για το υπό εξέταση διάστημα αμυντική επενδυτική πολιτική και πέτυχε αποδόσεις μικρότερες της απόδοσης του Γενικού Δείκτη. Παρόλα αυτά οι αποδόσεις τους κρίθηκαν ικανοποιητικές, καθώς ο κίνδυνος των αμοιβαίων κεφαλαίων ήταν σημαντικά μικρότερος αυτού του Δείκτη. Τέλος, η κατάταξη των περισσότερων αμοιβαίων κεφαλαίων διέφερε σημαντικά από δείκτη σε δείκτη.

Σε δύο άλλες μελέτες της ίδιας χρονιάς και της επόμενης, ο Artikis δημιούργησε ένα δείκτη που θα έπρεπε να χρησιμοποιείται ως καταλληλότερος στη θέση του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ κάθε φορά που επιχειρείται μέτρηση του συστηματικού κινδύνου των ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων της ελληνικής αγοράς μέσω του μοντέλου CAPM. Για το λόγο αυτό εξέτασε το σύνολο των ελληνικών ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων την περίοδο 15/3/1999-15/9/1999 στην πρώτη έρευνα (2003) και την περίοδο 15/3/1999-31/12/1999 στη δεύτερη (2004). Και στις δύο έρευνες κατέληξε στο συμπέρασμα ότι ο νέος αυτός δείκτης ομολόγων (Bond Index) αποδείχτηκε πιο αντιπροσωπευτικός σε σχέση με το Γενικό Δείκτη του ΧΑΑ, όχι μόνο της ελληνικής αγοράς ομολόγων, αλλά και του χαρτοφυλακίου της αγοράς, διατηρώντας βέβαια τις ανάλογες επιφυλάξεις λόγω της νεότητας της ελληνικής δευτερογενούς αγοράς ομολόγων. Επίσης, στη δεύτερη έρευνα αξιολόγησε και την απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων του δείγματός του για την ίδια περίοδο και διαπίστωσε ότι η κατάταξή τους με βάση τη μέση ημερήσια απόδοση διέφερε από την κατάταξη με βάση το συνολικό κίνδυνο. Για παράδειγμα, αμοιβαία κεφάλαια με υψηλό κίνδυνο δεν κατάφεραν να επιτύχουν αποδόσεις ανάλογες του μεγέθους του κινδύνου τους.

Με την αξιολόγηση των ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων ασχολήθηκαν σε μελέτη τους και οι Dritsakis, Grose και Kalyvas (2003), χρησιμοποιώντας στοιχεία για 27 ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια της ελληνικής αγοράς για την περίοδο 1997-2003. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι κατά μέσο όρο τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια δεν προσέφεραν προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις που να

υπερέχουν των αποδόσεων του δείκτη αναφοράς. Οι αποδόσεις πριν τα διάφορα έξοδα ήταν οριακά μεγαλύτερες των αποδόσεων του δείκτη αναφοράς, αλλά όταν προσθέτονταν τα έξοδα μειονεκτούσαν σημαντικά. Επίσης, εξετάστηκαν οι ικανότητες συγχρονισμού και επιλεκτικότητας των διαχειριστών. Όσον αφορά την ικανότητα επιλεκτικότητας, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι όταν συμπεριλαμβάνονται τα έξοδα στις τιμές των αμοιβαίων οι διαχειριστές κατά μέσο όρο απέδιδαν αρνητικά ως αποτέλεσμα της επιλεκτικότητας. Αντίθετα, ανεξάρτητα από το αν προστίθενται ή όχι τα έξοδα στην καθαρή τιμή των αμοιβαίων, το 30% των διαχειριστών εμφάνισαν σημαντική ικανότητα συγχρονισμού. Τέλος, όσον αφορά την αρνητική συσχέτιση συστηματικού κινδύνου και απόδοσης που εμφανίστηκε, αυτή αποδόθηκε στην τάση των μάνατζερ να επενδύουν τις νέες χρηματοροές σε περιόδους που τα αμοιβαία κεφάλαια εμφανίζουν υψηλές εισροές.

Το 2005 οι Pendaraki K., Zorounidis C., Doumpos M. πρότειναν μια μεθοδολογική προσέγγιση αξιολόγησης και πρόβλεψη της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων, βασισμένη στο πλαίσιο των πολυκριτήριων μεθόδων απόφασης (MCDA). Η προσέγγιση αυτή περιελάμβανε δύο στάδια. Στο πρώτο στάδιο τα αμοιβαία κεφάλαια αξιολογήθηκαν και ταξινομήθηκαν με βάση τη μέθοδο UTADIS (Utilités Additives DIScriminantes; Jacquet-Lagrèze, 1995; Zorounidis and Doumpos, 1999; Doumpos and Zorounidis, 2002, όπως αναφέρεται στο άρθρο «On the Construction of mutual fund portfolios: A multicriteria methodology and an application to the Greek market of equity mutual funds», Pendaraki K., Zorounidis C., Doumpos M., *European Journal of Operational Research*, p.465, Volume 163, Issue 2, 2005), ώστε να επιλεγούν τα καλύτερα για να χρησιμοποιηθούν στη συνέχεια σε συνδυασμό με τον προγραμματισμό στόχων στο δεύτερο στάδιο δημιουργίας ενός χαρτοφυλακίου αμοιβαίων κεφαλαίων. Για το σκοπό αυτό μελέτησαν όλα τα ελληνικά μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια για την περίοδο 1999-2001 και χρησιμοποίησαν για την αξιολόγησή τους δεκαεπτά διαφορετικά μέτρα απόδοσης και κινδύνου.

Η πιο πρόσφατη μελέτη αναφέρεται στην έρευνα των Νούλα, Παπαναστασίου και Λαζαρίδη, οι οποίοι μελέτησαν την αποδοτικότητα 23 μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων την περίοδο 1997-2000. Η αξιολόγηση βασίστηκε στην ανάλυση του κινδύνου και της απόδοσης, ενώ η κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων έγινε με κριτήριο τους δείκτες Sharpe, Treynor και Jensen. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι υπήρχε θετική συσχέτιση μεταξύ κινδύνου και απόδοσης, ενώ οι συντελεστές β

ήταν μικρότεροι της μονάδας. Η κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν παρουσίαζε μεγάλες διαφορές από δείκτη σε δείκτη, ενώ ο δείκτη Jensen ήταν στατιστικά σημαντικός μόνο για τρία από τα είκοσι τρία αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος.



## Κεφάλαιο 6

# Μέθοδοι αξιολόγησης της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων

«Η αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι το σημαντικότερο στοιχείο μέτρησης της ικανότητας των διαχειριστών να επιλέγουν τις πλέον κατάλληλες επενδύσεις και να επιφέρουν τις απαιτούμενες αλλαγές στη σύνθεση του χαρτοφυλακίου, ώστε οι όποιες μεταβολές στις αγορές να αντιμετωπίζονται άμεσα και με επιτυχία. Η επιτυχία αυτή συνοψίζεται σε μια χαρακτηριστική μεταβλητή: την απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η απόδοση αυτή είναι συγκρίσιμη με τις αποδόσεις των άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων και οδηγεί σε μια σειρά κατάταξης που αποτελεί την τελική αξιολόγηση των διαχειριστών» (σελ.131, Μυλωνάς Νικ.Θ., «Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια, Θεωρία και Πρακτική», Εκδόσεις Σάκκουλα,1999).

**Η απόδοση:** Η συνολική απόδοση μιας επένδυσης ορίζεται ως το πηλίκο της διαφοράς της τελικής αξίας της επένδυσης μείον την αρχική της αξία (συν οποιαδήποτε πρόσθετη ροή) προς την αρχική αξία. Στην περίπτωση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου η τελική αξία είναι η τιμή εξαγοράς του αμοιβαίου και η αρχική αξία είναι η τιμή διάθεσής του, ενώ η πρόσθετη ροή περιλαμβάνει τα τυχόν μερίσματα που διανέμει το αμοιβαίο κεφάλαιο. Ειδικότερα, ο υπολογισμός της απόδοσης ενός αμοιβαίου κεφαλαίου για μια περίοδο  $t+1$  δίνεται από τον τύπο:

$$R_{t+1} = (NV_{t+1} - NV_t + DIS_{t+1})/NV_t$$

Όπου:

$R_{t+1}$ : η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου στο χρόνο  $t+1$

$NV_{t+1}$ : η καθαρή τιμή κλεισίματος του αμοιβαίου κεφαλαίου την τελευταία ημέρα συναλλαγής της χρονικής περιόδου  $t+1$

$NV_t$ : η καθαρή τιμή κλεισίματος του αμοιβαίου κεφαλαίου την τελευταία ημέρα συναλλαγής της χρονικής περιόδου  $t$

$DIS_{t+1}$ : το μέρισμα που δίνει το αμοιβαίο κεφάλαιο στη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου

Πολύ συχνά στον τύπο αυτό δεν εμφανίζονται τα μερίσματα, καθώς γίνεται η υπόθεση ότι τα μερίδια επανεπενδύονται (σελ.88-89, Πενταράκη Κωνσταντίνα - Ζοπουνίδης Κωνσταντίνος, «Αξιολόγηση και Διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων:

Θεωρητική και Εμπειρική Προσέγγιση», Εκδόσεις Κλειδάριθμος, Αθήνα 2003).

Για να γίνει, όμως, σωστά η αξιολόγηση και στη συνέχεια η σύγκριση ενός πλήθους αμοιβαίων κεφαλαίων, πέρα από την απόδοσή τους πρέπει να ληφθεί υπόψη και η παράμετρος του κινδύνου. Κι αυτό γιατί ένα αμοιβαίο κεφάλαιο που προσφέρει μεγαλύτερη απόδοση από τα υπόλοιπα της ίδιας κατηγορίας συνήθως προϋποθέτει και την ανάληψη μεγαλύτερου ρίσκου από την πλευρά του επενδυτή, καθώς σύμφωνα με τη βασική αρχή της χρηματοοικονομικής, επενδύσεις που προσφέρουν μεγαλύτερες αποδόσεις συνοδεύονται από μεγαλύτερο κίνδυνο.

Για τα αμοιβαία κεφάλαια τρεις είναι οι παράγοντες που επηρεάζουν τη διακύμανση των αποδόσεών τους:

A) *Το είδος των τίτλων που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο.* Μετοχές σε αντίθεση με τα ομόλογα ή τίτλους της χρηματαγοράς, μετοχές αναπτυσσόμενων εταιριών σε σχέση με τις blue chips, ξένες μετοχές σε σχέση με τις εγχώριες κ.ο.κ.

B) *Το βαθμό διαφοροποίησης κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου.* Για παράδειγμα ένα χαρτοφυλάκιο δώδεκα μετοχών θα έχει μεγαλύτερο κίνδυνο από αυτό των εκατό μετοχών. Ακόμα, ένα αμοιβαίο κεφάλαιο που επικεντρώνει τις επενδύσεις του σε συγκεκριμένο κλάδο - ειδικά αν αυτός είναι υψηλού κινδύνου - θα έχει μεγαλύτερες διακυμάνσεις από ένα άλλο αμοιβαίο με καλή διασπορά των επενδύσεών του.

Γ) *Το βαθμό στον οποίο προσπαθεί ο διαχειριστής του αμοιβαίου να διαβλέψει την πορεία της αγοράς.* Ο μάνατζερ μπορεί να μετριάσει τη μεταβλητότητα των αποδόσεων με τη χρήση παραγώγων ή αυξάνοντας την τοποθέτηση σε τίτλους χρηματαγοράς και σταθερού εισοδήματος. Παρόλα αυτά, τέτοιες προσπάθειες ελέγχου του βραχυπρόθεσμου κινδύνου συχνά έχουν ως συνέπεια τη μείωση των μακροπρόθεσμων αποδόσεων.

Οι δύο βασικοί εκτιμητές του κινδύνου που παρουσιάζει ένα αμοιβαίο κεφάλαιο είναι:

**Η τυπική απόκλιση ( $\sigma$ ):** εκφράζει την απόκλιση όλων των αποδόσεων από τη μέση απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου. Όσο μεγαλύτερη είναι η απόκλιση, τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου. Η τυπική απόκλιση δίνεται από τον τύπο:

$$\sigma = \sqrt{[\Sigma(R_t - R_{\mu t})]/ (N-1)}$$

Όπου:

$R_t$ : η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου στο χρόνο t

$R_{\mu t}$ : η μέση απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου για την υπό εξέταση χρονική περίοδο

$N$  : ο αριθμός των παρατηρήσεων του δείγματος

**Το βήτα( $\beta$ )**: εκφράζει τη διακύμανση της αξίας ενός αμοιβαίου κεφαλαίου σε σχέση με το γενικό χρηματιστηριακό δείκτη. Με λίγα λόγια, μετρά το συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου. Όσο μεγαλύτερο είναι το  $\beta$ , τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου του αμοιβαίου κεφαλαίου. Ο συντελεστής  $\beta$  δίνεται από την παρακάτω σχέση:

$$\beta = \text{COV}(R_{pt}, R_{Mt}) / \sigma^2(R_{Mt})$$

Όπου:

$\text{COV}(R_p, R_M)$ : η συνδιακύμανση της απόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου με την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς για μια ορισμένη περίοδο  $t$

$\sigma^2(R_M)$ : η διακύμανση του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Η μεμονωμένη εξέταση όμως της απόδοσης και του κινδύνου δεν μπορεί να βοηθήσει έναν εκτιμητή που αξιολογεί ένα πλήθος αμοιβαίων κεφαλαίων να καταλήξει σε ασφαλή συμπεράσματα. Γι' αυτό είναι απαραίτητα κριτήρια αξιολόγησης της επίδοσης ενός χαρτοφυλακίου που λαμβάνουν υπόψη τους τόσο την παράμετρο της απόδοσης όσο και την παράμετρο του κινδύνου του χαρτοφυλακίου των αμοιβαίων κεφαλαίων. Τρία από τα πιο διαδεδομένα παγκοσμίως κριτήρια αξιολόγησης αυτού του είδους, τα οποία επιλέγουμε να χρησιμοποιήσουμε και στην παρούσα εργασία, είναι οι δείκτες Treynor (1965), Sharpe (1966) και Jensen (1968).

### **Δείκτης Treynor(1965)**

Ο Jack Treynor ήταν ο πρώτος που δημιούργησε δείκτη αξιολόγησης της αποδοτικότητας ενός αμοιβαίου κεφαλαίου συγκρινόμενου με άλλα αμοιβαία κεφάλαια, λαμβάνοντας υπόψη τόσο το μακροοικονομικό όσο και το μικροοικονομικό επίπεδο στο οποίο λειτουργούν. Συγκεκριμένα, από την απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου αφαιρείται η απόδοση που θα μπορούσε να είχε επιτύχει ο επενδυτής τοποθετώντας τα χρήματά του σε έντοκα γραμμάτια του δημοσίου ή άλλη ανάλογη ακίνδυνη επένδυση και η επιπλέον απόδοση που δημιουργείται προσαρμόζεται ανάλογα με το συστηματικό κίνδυνο στον οποίο εκτίθεται.

Συμβολίζοντας με  $R_{pt}$  τη μέση απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο, με  $R_{ft}$  την ακίνδυνη απόδοση από επένδυση σε έντοκα

γραμμάτια του δημοσίου για την ίδια περίοδο, και με  $\beta_p$  το συστηματικό κίνδυνο βήτα του αμοιβαίου κεφαλαίου, ο δείκτης αξιολόγησης  $T_{A/K}$  του Treynor υπολογίζεται ως εξής:

$$T_p = \frac{R_{p,t} - R_{f,t}}{\beta_p}$$

Ο δείκτης  $T_p$  είναι απόλυτα σύμφωνος με την επικρατούσα άποψη ότι καλώς διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια εμφανίζουν μόνο συστηματικό κίνδυνο καθώς μέσω της διαφοροποίησης εξαλείφουν παντελώς το μη συστηματικό κίνδυνο. Επομένως, χρησιμοποιώντας το συστηματικό κίνδυνο  $\beta$  επιτυγχάνεται η δέουσα προσαρμογή στην απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου.

### Δείκτης Sharpe(1966)

Ο μετέπειτα νομπελίστας William Sharpe αναγνώρισε την αξία του δείκτη Treynor ευθύς μόλις δημοσιεύτηκε. Πρότεινε, όμως, ένα δικό του δείκτη, βασιζόμενος στο μέχρι τώρα έργο του πάνω στη *Θεωρία Κεφαλαιαγοράς*, για τις περιπτώσεις εκείνες όπου ο δείκτης Treynor δεν αναμενόταν να έχει ικανοποιητική ικανότητα πρόβλεψης:

$$S_p = \frac{R_{p,t} - R_{f,t}}{\sigma_p}$$

Η μόνη διαφορά των δύο δεικτών είναι ο παρονομαστής. Ο Sharpe αντικατέστησε τη μέτρηση του συστηματικού κινδύνου βήτα με το συνολικό κίνδυνο ενός χαρτοφυλακίου  $\sigma_p$ . Αν τα αμοιβαία κεφάλαια είναι πλήρως διαφοροποιημένα, οι δύο δείκτες θα δώσουν την ίδια κατάταξη. Διαφορετικά, ο δείκτης Sharpe θα περιλαμβάνει και το μη συστηματικό κίνδυνο που εισάγει η ατελής διαφοροποίηση με αποτέλεσμα την απόκλιση του από το δείκτη Treynor. Έτσι, με τη χρήση και των δύο δεικτών για την ίδια περίοδο έμμεσα εξετάζεται και ο βαθμός διαφοροποίησης που επιτυγχάνουν τα αμοιβαία κεφάλαια. Ένα μειονέκτημα των δύο παραπάνω δεικτών είναι το ότι χρησιμοποιούν μέσα μεγέθη, πράγμα το οποίο δεν παρέχει τη δυνατότητα στατιστικού ελέγχου όταν γίνεται σύγκριση με το γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου. Την αδυναμία αυτή διόρθωσε δύο χρόνια αργότερα ο Jensen (1968).

### Δείκτης Jensen(1968)

Ο Jensen βασιζόμενος στο Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (CAPM), ανέπτυξε μία μέθοδο αξιολόγησης αμοιβαίων κεφαλαίων που χρησιμοποιεί ιστορικές παρατηρήσεις μακροοικονομικών μεγεθών (όπως τα επιτόκια και οι χρηματιστηριακοί δείκτες) και όχι μέσα μεγέθη, όπως οι προηγούμενοι δείκτες.

Για το σκοπό αυτό χρησιμοποίησε την παλινδρόμηση:

$$(R_{pt} - R_{ft}) = \alpha_p + \beta_p (R_{Mt} - R_{ft}) + \varepsilon_p$$

όπου  $R_p$  η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου,  $R_{ft}$  η απόδοση του έντοκου γραμματίου ελληνικού δημοσίου και  $R_{Mt}$  η απόδοση του γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Οι παράμετροι  $\alpha_p$  και  $\beta_p$  εκτιμώνται από την παλινδρόμηση και είναι σταθεροί για το κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο σε συγκεκριμένη εξεταζόμενη χρονική περίοδο.

Το  $\alpha_p$  μετρά το κατά πόσο η πραγματική υπερβάλλουσα απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι μεγαλύτερη, ίση ή μικρότερη από την αναμενόμενη απόδοση που προκύπτει από το υπόδειγμα. Στην ουσία το πρόσημο του  $\alpha$  φανερώνει το πόσο επιτυχημένο ήταν το έργο των διαχειριστών του αμοιβαίου κεφαλαίου και την ικανότητά τους να διαφοροποιούν τον κίνδυνο και να επιλέγουν υποτιμημένα αξιόγραφα.

Να σημειώσουμε ότι για την εκτίμηση του δείκτη αυτού γίνεται η υπόθεση ότι το επίπεδο κινδύνου το οποίο ενσωματώνει ένα χαρτοφυλάκιο είναι σταθερό στο χρόνο και δεν παίρνει υπόψη του την ικανότητα συγχρονισμού των διαχειριστών (σελ.101, Πενταράκη Κωνσταντίνα - Ζοπουνίδης Κωνσταντίνος, «Αξιολόγηση και Διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων: Θεωρητική και Εμπειρική Προσέγγιση», Εκδόσεις Κλειδάριθμος, Αθήνα 2003).

# Κεφάλαιο 7

## Εμπειρική μελέτη

### Το δείγμα και οι μεταβλητές

Στην παρούσα εμπειρική μελέτη επιλέξαμε να επικεντρώσουμε τη μελέτη μας στον κλάδο των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων εσωτερικού. Στο δείγμα μας συμπεριλήφθηκαν όλα τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού (σαράντα τέσσερα στον αριθμό), τα οποία λειτουργούσαν καθ' όλη τη διάρκεια του υπό εξέταση χρονικού διαστήματος 31/12/2001 έως 30/12/2005. Το εξεταζόμενο δείγμα δεδομένων περιλαμβάνει την καθαρή τιμή των μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων την τελευταία εργάσιμη ημέρα κάθε εβδομάδας για το παραπάνω χρονικό διάστημα, στοιχεία που αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων της εφημερίδας «Ελευθεροτυπία».

Παράλληλα, χρησιμοποιήθηκαν και μεταβλητές μακροοικονομικού περιεχομένου που καταγράφουν την ισχύουσα κατάσταση στην κεφαλαιαγορά και αφορούν την τιμή κλεισίματος του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ την τελευταία εργάσιμη ημέρα κάθε εβδομάδας (πηγή: εφημερίδα «Ελευθεροτυπία») και τη μηνιαία απόδοση του 10ετούς κρατικού ομολόγου (πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος) για το ίδιο χρονικό διάστημα .

### Κριτήρια αξιολόγησης

#### **Απόδοση και κίνδυνος: γενικά χαρακτηριστικά**

Για τα αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος υπολογίσαμε τις εβδομαδιαίες αποδόσεις τους με βάση τον τύπο:

$$R_{t+1} = (NV_{t+1} - NV_t) / NV_t$$

όπου:

$NV_{t+1}$  : η καθαρή τιμή την τελευταία εργάσιμη μέρα της εβδομάδας  $t+1$

$NV_t$  : η καθαρή τιμή την τελευταία εργάσιμη μέρα της εβδομάδας  $t$

Στον τύπο αυτό δεν εμφανίζονται τα μερίσματα, καθώς γίνεται η υπόθεση ότι τα μερίδια επανεπενδύονται (σελ.88-89, Πενταράκη Κωνσταντίνα -

Ζοπουνίδης Κωνσταντίνος, «Αξιολόγηση και Διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων: Θεωρητική και Εμπειρική Προσέγγιση», Εκδόσεις Κλειδάριθμος, Αθήνα 2003).

Η μέση εβδομαδιαία απόδοση υπολογίστηκε με βάση το στατιστικό τύπο:

$$R_{\mu} = \frac{\sum R_{pt}}{N}$$

όπου N είναι ο αριθμός των εβδομαδιαίων αποδόσεων που υπολογίσαμε για το δείγμα μας, ενώ για τη μετατροπή της μέσης εβδομαδιαίας απόδοσης σε ετήσια απαιτήθηκε ο πολλαπλασιασμός της με το 52 (αριθμός εβδομάδων στο έτος).

Στη συνέχεια εκτιμήσαμε τον κίνδυνο που εμπερικλείει κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο, υπολογίζοντας την τυπική απόκλιση με βάση τον τύπο που δόθηκε σε προηγούμενη ενότητα και το συντελεστή μεταβλητότητας που αποτελεί έναν εναλλακτικό τρόπο μέτρησης της απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου και δίνεται από τον τύπο:  $CV = R_{\mu} / \sigma$ .

Στους πίνακες 1 και 2 που ακολουθούν παρουσιάζεται η απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων (ετήσια και εβδομαδιαία αντίστοιχα) για την πενταετία 2001-2005.

*Πίνακας 1: Μέση ετήσια απόδοση αμοιβαίων κεφαλαίων (2001-2005)*

	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
<b>ΕΡΜΗΣ ΠΡΩΤΟΠΟΡΟΣ</b>	-0,23317	-0,26488	0,26098	0,06708	0,30339
<b>ΕΥΡΩΠ.ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΜΕΤ.ΕΣΩΤΕΡ.</b>	-0,22707	-0,31532	0,22931	0,20155	0,29190
<b>ΕΓΝΑΤΙΑ ΑΘΗΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤ.ΕΣΩΤΕΡ.</b>	-0,17886	-0,07778	0,35032	-0,05155	0,33181
<b>ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΕΠΙΧ/ΣΕΩΝ ΜΕΤ.ΕΣΩΤ.</b>	-0,20222	-0,27569	0,17718	0,11972	0,32466
<b>ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΜΕΤΟΧ.ΕΣ.</b>	-0,24930	-0,15513	0,29996	0,09168	0,25382
<b>ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ</b>	-0,21868	-0,39156	0,20766	0,18187	0,26306
<b>ΛΑΙΚΗ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΑΞΙΩΝ ΜΕΤ.ΕΣΩΤ</b>	-0,19909	-0,28795	0,15630	0,21529	0,27561
<b>ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.</b>	-0,19490	-0,29365	0,24494	0,06110	0,26522
<b>ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤ.ΕΣ.</b>	-0,18949	-0,23459	0,32909	0,00916	0,32986
<b>ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS</b>	-0,27830	-0,33519	0,20941	0,17999	0,27398
<b>ΔΗΛΟΣ SMALL CAP ΜΕΤ. ΕΣΩΤ</b>	-0,37821	-0,34902	0,20406	0,02415	0,29517
<b>ΔΗΛΟΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡ. &amp; ΤΕΧΝ.(HI-TECH)</b>	-0,33716	-0,38752	0,08813	0,03067	0,24256
<b>ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ &amp; ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ ΜΕΤ.ΕΣ.</b>	-0,24697	-0,13415	0,17613	0,08141	0,23861
<b>ΔΗΛΟΣ TOP 30</b>	-0,23906	-0,24382	0,20285	0,17506	0,25383
<b>ΔΗΛΟΣ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ FINANCIAL</b>	-0,15241	-0,13225	0,38302	0,19554	0,26374
<b>ΑΤΤΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	-0,17658	-0,36353	0,15834	0,03614	0,23874
<b>ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	-0,23939	-0,42203	0,22231	0,13131	0,23533
<b>ΑΑΑΒ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	-0,33250	-0,39838	-0,05837	-0,10533	0,15766
<b>ΑΑΑΒ BLUE CHIP ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ.</b>	-0,06153	-0,19741	0,15984	0,22607	0,26542
<b>ΑΑΑΒ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ</b>	-0,26436	-0,34070	0,07363	0,18345	0,25680
<b>ALLIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤ.ΜΕΤ.ΕΣ.</b>	-0,29733	-0,43245	0,23588	0,16809	0,29344
<b>ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	-0,26642	-0,42569	0,24121	0,17403	0,28671
<b>ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤ.ΕΣ.</b>	-0,22227	-0,35081	0,28259	0,25579	0,30022
<b>ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ.ΜΕΤΟΧ.ΕΣ</b>	-0,22045	-0,35625	0,20066	0,16440	0,29511
<b>ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤ.ΕΣ.</b>	-0,23000	-0,43552	0,15942	0,13833	0,26461



<b>ALPHA ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	-0,22782	-0,35130	0,27818	0,18354	0,26840
<b>ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΣΑΙΑΣ- ΜΙΚΡΗΣ Κ/ΣΗΣ ΕΣΩΤ</b>	-0,17920	-0,23654	0,13916	0,09576	0,23719
<b>CITI FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	-0,22760	-0,37789	0,27094	0,21189	0,31069
<b>EUROBANK VALUE FTSE/ASE 20 INDEX FUND MET. ΕΣΩΤ</b>	-0,18995	-0,22695	0,18347	0,21336	0,23396
<b>HSBC TOP 20 ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ</b>	-0,17002	-0,31627	0,25142	0,20315	0,24195
<b>HSBC ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ</b>	-0,21494	-0,25926	0,30227	0,17906	0,22075
<b>HSBC ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛ.ΜΕΤ.ΕΣΩΤ.</b>	-0,13023	-0,18268	0,28480	0,13486	0,23771
<b>ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΔΥΝΑΜ.ΕΠΙΧ. ΜΕΤ. ΕΣΩΤ</b>	-0,41206	-0,21266	0,17079	0,07902	0,31103
<b>ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.</b>	-0,28004	-0,29517	0,20395	0,17388	0,26626
<b>INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧ.ΕΣ.</b>	-0,24846	-0,31039	0,14480	0,22618	0,25005
<b>INTERNATIONAL ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΕΣΩΤ.</b>	-0,30802	-0,25831	0,16624	0,07719	0,22608
<b>MARFIN MEDIUM ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.</b>	-0,13559	-0,24553	0,25595	0,06192	0,24413
<b>MARFIN PREMIUM ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.</b>	-0,20424	-0,36417	0,24551	0,17881	0,15628
<b>METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤ. ΕΣΩΤ</b>	-0,23426	-0,37691	0,26334	0,17626	0,26729
<b>NOVABANK BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ</b>	-0,19335	-0,32812	0,29810	0,19820	0,26627
<b>ALPHA BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ</b>	-0,23056	-0,33123	0,24893	0,21217	0,26995
<b>ΛΑΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ</b>	-0,23864	-0,31823	0,15915	0,15408	0,26935
<b>ΩΜΕΓΑ INVEST ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	-0,22792	-0,27719	0,18419	0,06164	0,22022
<b>INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤ.ΕΣ.</b>	-0,25412	-0,29295	0,10289	0,04583	0,21154
<b>ΓΕΝ.ΔΕΙΚΤΗΣ ΧΑΑ</b>	<b>-0,22064</b>	<b>-0,37049</b>	<b>0,24770</b>	<b>0,23856</b>	<b>0,28395</b>

*Πίνακας 2 : Μέση εβδομαδιαία απόδοση αμοιβαίων κεφαλαίων (2001-2005)*

	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
<b>ΕΡΜΗΣ ΠΡΩΤΟΠΟΡΟΣ</b>	-0,00448	-0,00509	0,00502	0,00129	0,00583
<b>ΕΥΡΩΠ.ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΜΕΤ.ΕΣΩΤΕΡ.</b>	-0,00437	-0,00606	0,00441	0,00388	0,00561
<b>ΕΓΝΑΤΙΑ ΑΘΗΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤ.ΕΣΩΤΕΡ.</b>	-0,00344	-0,00150	0,00674	-0,00099	0,00638
<b>ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΕΠΙΧ.ΜΕΤ.ΕΣΩΤ.</b>	-0,00389	-0,00530	0,00341	0,00230	0,00624
<b>ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΜΕΤΟΧ.ΕΣ.</b>	-0,00479	-0,00298	0,00577	0,00176	0,00488
<b>ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ</b>	-0,00421	-0,00753	0,00399	0,00350	0,00506
<b>ΛΑΙΚΗ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΑΞΙΩΝ ΜΕΤ.ΕΣΩΤ</b>	-0,00383	-0,00554	0,00301	0,00414	0,00530
<b>ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.</b>	-0,00375	-0,00565	0,00471	0,00117	0,00510
<b>ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤ.ΕΣ.</b>	-0,00364	-0,00451	0,00633	0,00018	0,00634
<b>ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS</b>	-0,00535	-0,00645	0,00403	0,00346	0,00527
<b>ΔΗΛΟΣ SMALL CAP ΜΕΤ. ΕΣΩΤ</b>	-0,00727	-0,00671	0,00392	0,00046	0,00568
<b>ΔΗΛΟΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡ. &amp; ΤΕΧΝ.(HI-TECH)</b>	-0,00648	-0,00745	0,00169	0,00059	0,00466
<b>ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ &amp; ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ ΜΕΤ.ΕΣ.</b>	-0,00475	-0,00258	0,00339	0,00157	0,00459
<b>ΔΗΛΟΣ TOP 30</b>	-0,00460	-0,00469	0,00390	0,00337	0,00488
<b>ΔΗΛΟΣ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ FINANCIAL</b>	-0,00293	-0,00254	0,00737	0,00376	0,00507
<b>ΑΤΤΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	-0,00340	-0,00699	0,00304	0,00070	0,00459
<b>ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	-0,00460	-0,00812	0,00428	0,00253	0,00453
<b>ΑΑΑΒ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	-0,00639	-0,00766	-0,00112	-0,00203	0,00303
<b>ΑΑΑΒ BLUE CHIP ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ.</b>	-0,00118	-0,00380	0,00307	0,00435	0,00510
<b>ΑΑΑΒ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤ. ΕΣΩΤ</b>	-0,00508	-0,00655	0,00142	0,00353	0,00494
<b>ALLIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤ.ΜΕΤ.ΕΣ.</b>	-0,00572	-0,00832	0,00454	0,00323	0,00564
<b>ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	-0,00512	-0,00819	0,00464	0,00335	0,00551
<b>ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤ.ΕΣ.</b>	-0,00427	-0,00675	0,00543	0,00492	0,00577
<b>ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ.ΜΕΤΟΧ.ΕΣ</b>	-0,00424	-0,00685	0,00386	0,00316	0,00568
<b>ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤ.ΕΣ.</b>	-0,00442	-0,00838	0,00307	0,00266	0,00509
<b>ALPHA ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	-0,00438	-0,00676	0,00535	0,00353	0,00516
<b>ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΣΑΙΑΣ- ΜΙΚΡΗΣ Κ/ΣΗΣ ΕΣΩΤ</b>	-0,00345	-0,00455	0,00268	0,00184	0,00456

CITI FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00438	-0,00727	0,00521	0,00407	0,00597
EUROBANK VALUE FTSE/ASE 20 INDEX FUND ΜΕΤ. ΕΣΩΤ	-0,00365	-0,00436	0,00353	0,00410	0,00450
HSBC TOP 20 ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ	-0,00327	-0,00608	0,00483	0,00391	0,00465
HSBC ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,00413	-0,00499	0,00581	0,00344	0,00425
HSBC ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛ.ΜΕΤ.ΕΣΩΤ.	-0,00250	-0,00351	0,00548	0,00259	0,00457
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΔΥΝΑΜ.ΕΠΙΧ. ΜΕΤ. ΕΣΩΤ	-0,00792	-0,00409	0,00328	0,00152	0,00598
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	-0,00539	-0,00568	0,00392	0,00334	0,00512
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ.	-0,00478	-0,00597	0,00278	0,00435	0,00481
INTERNATIONAL ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΕΣΩΤ.	-0,00592	-0,00497	0,00320	0,00148	0,00435
MARFIN MEDIUM ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	-0,00261	-0,00472	0,00492	0,00119	0,00469
MARFIN PREMIUM ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	-0,00393	-0,00700	0,00472	0,00344	0,00301
METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤ. ΕΣΩΤ	-0,00451	-0,00725	0,00506	0,00339	0,00514
NOVABANK BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ	-0,00372	-0,00631	0,00573	0,00381	0,00512
ALPHA BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ	-0,00443	-0,00637	0,00479	0,00408	0,00519
ΛΑΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ	-0,00459	-0,00612	0,00306	0,00296	0,00518
ΩΜΕΓΑ INVEST ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00438	-0,00533	0,00354	0,00119	0,00424
INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤ.ΕΣ.	-0,00489	-0,00563	0,00198	0,00088	0,00407
<b>ΓΕΝ.ΔΕΙΚΤΗΣ ΧΑΑ</b>	<b>-0,00424</b>	<b>-0,00712</b>	<b>0,00476</b>	<b>0,00459</b>	<b>0,00546</b>

Στη συνέχεια στον πίνακα 3 δίνονται για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο η μέση (εβδομαδιαία και ετήσια) απόδοση, η τυπική απόκλιση και ο συντελεστής μεταβλητότητας για ολόκληρη την εξεταζόμενη περίοδο.

*Πίνακας 3: Μέση απόδοση (εβδομαδιαία και ετήσια), τυπική απόκλιση και συντελεστής μεταβλητότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων*

	<b>Μέση εβδομαδιαία απόδοση</b>	<b>Μέση ετήσια απόδοση</b>	<b>Τυπική απόκλιση</b>	<b>Συντελεστής μεταβλητότητας</b>
<b>ΕΡΜΗΣ ΠΡΩΤΟΠΟΡΟΣ</b>	0,00052	0,02683	0,02505	0,02060
<b>ΕΥΡΩΠ.ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΜΕΤ.ΕΣΩΤΕΡ.</b>	0,00071	0,03671	0,02576	0,02741
<b>ΕΓΝΑΤΙΑ ΑΘΗΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤ.ΕΣΩΤΕΡ.</b>	0,00143	0,07430	0,02532	0,05644
<b>ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΕΠΙΧ.ΜΕΤ.ΕΣΩΤ.</b>	0,00056	0,02908	0,02490	0,02246
<b>ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΜΕΤΟΧ.ΕΣ.</b>	0,00093	0,04837	0,02382	0,03905
<b>ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ</b>	0,00018	0,00913	0,02694	0,00652
<b>ΛΑΙΚΗ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΑΞΙΩΝ ΜΕΤ.ΕΣΩΤ</b>	0,00063	0,03273	0,02361	0,02666
<b>ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.</b>	0,00032	0,01671	0,02362	0,01360
<b>ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤ.ΕΣ.</b>	0,00094	0,04865	0,02580	0,03626
<b>ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS</b>	0,00020	0,01063	0,02615	0,00782
<b>ΔΗΛΟΣ SMALL CAP ΜΕΤ. ΕΣΩΤ</b>	-0,00078	-0,04052	0,02951	-0,02641
<b>ΔΗΛΟΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡ. &amp; ΤΕΧΝ.(HI-TECH)</b>	-0,00139	-0,07227	0,02916	-0,04766
<b>ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ &amp; ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ ΜΕΤ.ΕΣ.</b>	0,00045	0,02323	0,02291	0,01949
<b>ΔΗΛΟΣ TOP 30</b>	0,00058	0,03033	0,02435	0,02396
<b>ΔΗΛΟΣ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ FINANCIAL</b>	0,00215	0,11185	0,02237	0,09614
<b>ΑΤΤΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	-0,00041	-0,02116	0,02287	-0,01779
<b>ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	-0,00027	-0,01393	0,02526	-0,01061
<b>ΑΑΑΒ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	-0,00283	-0,14722	0,02159	-0,13115
<b>ΑΑΑΒ BLUE CHIP ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ.</b>	0,00152	0,07904	0,02019	0,07529
<b>ΑΑΑΒ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ</b>	-0,00034	-0,01746	0,02501	-0,01343
<b>ALLIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤ.ΜΕΤ.ΕΣ.</b>	-0,00011	-0,00581	0,02708	-0,00412
<b>ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	0,00005	0,00263	0,02712	0,00186
<b>ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤ.ΕΣ.</b>	0,00104	0,05388	0,02804	0,03695
<b>ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ.ΜΕΤΟΧ.ΕΣ</b>	0,00033	0,01726	0,02445	0,01358
<b>ALPHA TRUST</b>	-0,00039	-0,02002	0,02707	-0,01422

<b>ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤ.ΕΣ.</b>				
<b>ALPHA ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	0,00059	0,03079	0,02566	0,02307
<b>ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΣΑΙΑΣ-ΜΙΚΡΗΣ Κ/ΣΗΣ ΕΣΩΤ</b>	0,00022	0,01160	0,02282	0,00978
<b>CITI FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	0,00074	0,03828	0,02738	0,02688
<b>EUROBANK VALUE FTSE/ASE 20 INDEX FUND ΜΕΤ. ΕΣΩΤ</b>	0,00084	0,04343	0,02409	0,03467
<b>HSBC TOP 20 ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ</b>	0,00082	0,04266	0,02550	0,03217
<b>HSBC ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ</b>	0,00089	0,04609	0,02349	0,03773
<b>HSBC ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛ.ΜΕΤ.ΕΣΩΤ.</b>	0,00133	0,06914	0,02356	0,05643
<b>ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΔΥΝΑΜ.ΕΠΙΧ. ΜΕΤ. ΕΣΩΤ</b>	-0,00024	-0,01243	0,02775	-0,00861
<b>ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.</b>	0,00028	0,01439	0,02535	0,01091
<b>INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ.</b>	0,00025	0,01326	0,02451	0,01040
<b>INTERNATIONAL ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΕΣΩΤ.</b>	-0,00037	-0,01899	0,02398	-0,01523
<b>MARFIN MEDIUM ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.</b>	0,00070	0,03628	0,02585	0,02698
<b>MARFIN PREMIUM ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.</b>	0,00006	0,00312	0,02565	0,00234
<b>METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤ. ΕΣΩΤ</b>	0,00038	0,01975	0,02647	0,01435
<b>NOVABANK BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ</b>	0,00094	0,04879	0,02438	0,03849
<b>ALPHA BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ</b>	0,00066	0,03453	0,02479	0,02679
<b>ΛΑΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ</b>	0,00011	0,00571	0,02467	0,00446
<b>ΩΜΕΓΑ INVEST ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	-0,00015	-0,00755	0,02401	-0,00605
<b>INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤ.ΕΣ.</b>	-0,00071	-0,03704	0,02542	-0,02803
<b>ΓΕΝ.ΔΕΙΚΤΗΣ ΧΑΑ</b>	<b>0,00070</b>	<b>0,03659</b>	<b>0,02835</b>	<b>0,02482</b>

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα των δύο πρώτων πινάκων, τόσο τα αμοιβαία κεφάλαια όσο και ο Γενικός Δείκτης του ΧΑΑ παρουσιάζουν αρνητικές αποδόσεις τα δύο πρώτα χρόνια της εξεταζόμενης περιόδου (2001-2002). Οι αρνητικές αυτές αποδόσεις οφείλονται κυρίως στην πτώση των τιμών των μετοχών της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς και στην μετατόπιση του ενδιαφέροντος των επενδυτών προς τις κατηγορίες των μικτών και ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων. Η στροφή αυτή των επενδυτών πηγάζει κυρίως από τη σημαντική πτώση των επιτοκίων στην ελληνική αγορά και από τις ευνοϊκές συνθήκες που επικράτησαν στην αγορά ομολόγων. Από το 2003 και μετά, βλέπουμε αλλαγή στην εικόνα των αποδόσεων, καθώς τα αμοιβαία κεφάλαια στο σύνολό τους εμφανίζουν θετικές αποδόσεις, ανάλογες σε μέγεθος των αποδόσεων του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ. Η αλλαγή αυτή του κλίματος οφειλόταν στην ανάκαμψη των τιμών των μετοχών στο ελληνικό χρηματιστήριο. Επίσης, τα επιτόκια καταθέσεων κινήθηκαν σε πολύ χαμηλά έως μηδενικά επίπεδα, αναγκάζοντας τους επενδυτές να στραφούν προς εναλλακτικές μορφές επενδύσεων που προσέφεραν υψηλότερες αποδόσεις, μια εκ των οποίων ήταν και τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια.

Τα αποτελέσματα του πίνακα 3, επιβεβαιώνουν για άλλη μια φορά το συμπέρασμα ότι τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια παρουσιάζουν αποδόσεις οι οποίες συμβαδίζουν με τις αποδόσεις του δείκτη του ΧΑΑ. Ειδικότερα, 32 από τα 44 εξεταζόμενα αμοιβαία κεφάλαια παρουσίασαν θετικές σωρευτικές αποδόσεις κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης πενταετίας. Από αυτά, όμως, μόνο τα 14 κατάφεραν να υπερσχύσουν της απόδοσης του Γενικού Δείκτη. Η ελάχιστη απόδοση καταγράφεται από το αμοιβαίο κεφάλαιο ΑΑΑΒ μετοχών εσωτερικού (-14,722%), ενώ η μέγιστη από το Δήλος Χρημ/κών εταιριών Financial (11,185%).

Όσον αφορά το επίπεδο του κινδύνου, όπως αυτό αντικατοπτρίζεται από την τυπική απόκλιση, όλα σχεδόν τα αμοιβαία κεφάλαια παρουσίασαν επίπεδο κινδύνου που κυμαινόταν στα επίπεδα του κινδύνου του χαρτοφυλακίου της αγοράς, γεγονός που επιβεβαιώνει το ότι η συγκεκριμένη κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων έχει υψηλή επικινδυνότητα ανάλογη της επικινδυνότητας της κεφαλαιαγοράς. Μόνο δύο από τα αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος (τα Δήλος Small Cap μετοχικό εσωτερικού και Δήλος πληροφορικής & τεχνολογίας hi-tech) εμφάνισαν μεγαλύτερο κίνδυνο από το Γενικό Δείκτη, ενώ παράλληλα παρουσίαζαν αρνητικές αποδόσεις.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει, επίσης, και το γεγονός ότι τα επίπεδα κινδύνου των αμοιβαίων κεφαλαίων με τις μεγαλύτερες αποδόσεις δεν είχαν αισθητή διαφορά, σε

σχέση με εκείνα των αμοιβαίων κεφαλαίων οι αποδόσεις των οποίων ήταν μικρές ή μέτριες. Το συμπέρασμα αυτό γίνεται κατανοητό αν εξετάσουμε τους συντελεστές μεταβλητότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων, οι οποίοι μας δίνουν την απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων ανά μονάδα κινδύνου.

Έτσι, παρατηρούμε ότι το Δήλος Χρημ/κών εταιριών Financial που είχε τη μεγαλύτερη μέση απόδοση, παρουσιάζει και τη μεγαλύτερη ανά μονάδα κινδύνου απόδοση, σχεδόν τετραπλάσια από την αντίστοιχη του χαρτοφυλακίου της αγοράς, γεγονός που δείχνει ότι δεν εμφανίζει υψηλό κίνδυνο σε σχέση με τα υπόλοιπα αμοιβαία κεφάλαια που δίνουν χαμηλότερες μέσες αποδόσεις. Ιδιαίτερα ικανοποιητική είναι και η ανά μονάδα κινδύνου απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου AAAB blue chip μετοχών εσωτερικού, το οποίο ενώ δίνει τη μισή σχεδόν απόδοση σε σχέση με το Δήλος Χρημ/κών εταιριών Financial, παρόλα αυτά ο συντελεστής μεταβλητότητάς του είναι συγκριτικά ιδιαίτερα υψηλός, της τάξης του 0,07529, πλησιάζοντας το 0,09614 του Δήλος. Τέλος, τα υπόλοιπα αμοιβαία κεφάλαια παρουσιάζουν υψηλό κίνδυνο σε σχέση με την απόδοσή τους και μόνο τα 16 από τα 44 αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος έχουν υψηλότερη ανά μονάδα κινδύνου απόδοση από το Γενικό Δείκτη της κεφαλαιαγοράς.

### **Απόδοση και βήτα**

Ο συντελεστής  $\beta$  μετρά τον κίνδυνο ενός χρεογράφου/ χαρτοφυλακίου σε σχέση με τον κίνδυνο της αγοράς. Η ανάλυση της σχέσης που εμφανίζουν οι εβδομαδιαίες αποδόσεις ενός αμοιβαίου κεφαλαίου με την εβδομαδιαία απόδοση του δείκτη γίνεται μέσω της ακόλουθης παλινδρόμησης:

$$R_{pt} = \alpha_p + \beta_p R_{Mt} + \varepsilon_p$$

Όπου:

$\alpha_p$ : μετρά τη σταθερή απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου όταν το βήτα είναι μηδέν

$\beta_p$ : μετρά το συστηματικό κίνδυνο, το  $\beta$  του αμοιβαίου κεφαλαίου. Αν οι τιμές του  $\beta$  είναι μικρότερες της μονάδας, αυτό σημαίνει ότι ο κίνδυνος του αμοιβαίου είναι μικρότερος από τον κίνδυνο της αγοράς και ότι το συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο ακολουθεί αμυντική επενδυτική πολιτική. Το αντίθετο συμβαίνει όταν οι τιμές του  $\beta$  είναι μεγαλύτερες της μονάδας.

$\varepsilon_p$ : το σφάλμα της παλινδρόμησης

Να σημειώσουμε εδώ ότι οι εβδομαδιαίες αποδόσεις του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ υπολογίστηκαν με βάση τον τύπο που χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό

των εβδομαδιαίων αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Ο πίνακας 4 παρουσιάζει τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης για το σύνολο του δείγματός για την περίοδο 2001-2005, όπως προέκυψαν μετά τη χρήση του προγράμματος SPSS. Εκτός από τις παραμέτρους  $\alpha$  και  $\beta$ , στον πίνακα παρουσιάζεται και η στατιστική ή μη σημαντικότητα των συντελεστών αυτών, καθώς και ο προσαρμοσμένος στον αριθμό των παρατηρήσεων της παλινδρόμησης συντελεστής προσδιορισμού (adjusted R squared). Ο δείκτης του ΧΑ, εξ ορισμού, έχει συντελεστή  $\beta$  και Adj R<sup>2</sup> ίσο με τη μονάδα.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα αυτού του πίνακα, ο συντελεστής  $\beta$  είναι μικρότερος της μονάδας για όλα τα αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος, δηλαδή όλα τα αμοιβαία κεφάλαια ακολουθούν αμυντική επενδυτική πολιτική. Γενικότερα, το  $\beta$  κυμαίνεται σε υψηλά επίπεδα, άνω του 0,6 για το σύνολο του δείγματος και άνω του 0,8 για 33 από τα 44 αμοιβαία κεφάλαια, γεγονός που δείχνει ότι επηρεάζεται σημαντικά από τις τάσεις του Γενικού Δείκτη του ΧΑ. Επίσης, όλα τα βήτα είναι στατιστικά σημαντικά, που είναι απόλυτα αναμενόμενο εφόσον τα αμοιβαία κεφάλαια είναι όλα μετοχικά και συνεπώς άμεσα εξαρτώμενα από τις τάσεις της κεφαλαιαγοράς. Το μεγαλύτερο βήτα, δηλαδή το μεγαλύτερο κίνδυνο, εμφανίζει το αμοιβαίο κεφάλαιο Alpha Athens Index Fund μετοχικό εσωτερικού (0,986), ενώ το χαμηλότερο το αμοιβαίο κεφάλαιο AAAB Blue Chip μετοχών εσωτερικού (0,627).

Εκτός από το  $\beta$  σημαντική παράμετρος είναι και ο συντελεστής  $\alpha$ . Η τιμή του  $\alpha$  εκτιμά τη μέση απόδοση που θα έχει το αμοιβαίο κεφάλαιο άσχετα με το τι θα συμβεί στο ΧΑ. Στο εξεταζόμενο δείγμα το  $\alpha$  είναι στατιστικά ασήμαντο για όλα σχεδόν τα αμοιβαία κεφάλαια (εκτός 8), γεγονός που καθιστά όλα τα αμοιβαία κεφάλαια ιδιαίτερα κινδυνόφωρα καθώς δεν υπάρχει κάποια σταθερή απόδοση που μπορεί να εκτιμηθεί από την ιστορική ανάλυση των αποδόσεων, ώστε να βοηθήσει τους επενδυτές στον προσδιορισμό των προσδοκιών τους όσον αφορά τις αναμενόμενες αποδόσεις. Συνεπώς, οι προσδοκίες αυτές βασίζονται κυρίως στις προβλέψεις για την απόδοση του Γενικού Δείκτη του ΧΑ.

Τέλος, ο προσαρμοσμένος συντελεστής προσδιορισμού R<sup>2</sup> είναι αρκετά υψηλός για το σύνολο σχεδόν του δείγματος. Το R<sup>2</sup> δείχνει το ποσοστό των μεταβολών της απόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου που εξηγούνται από τις μεταβολές της απόδοσης του Γενικού Δείκτη. Εκτός από πέντε αμοιβαία κεφάλαια τα υπόλοιπα παρουσιάζουν τιμές για το R<sup>2</sup> μεγαλύτερες του 80%, με πολλά αμοιβαία κεφάλαια να πλησιάζουν και το 100%. Συνεπώς, η επεξηγηματική δύναμη του μοντέλου παλινδρόμησης που εφαρμόσαμε είναι αρκετά μεγάλη.



*Πίνακας 4: Κίνδυνος (β) και απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων για την περίοδο  
2001-2005*

	$\alpha$	Στατιστική σημαντικότητα $\alpha$	$\beta$	Στατιστική σημαντικότητα $\beta$	Adj R <sup>2</sup>
ΕΡΜΗΣ ΠΡΩΤΟΠΟΡΟΣ	-0.00007	X	0,832	√	0.887
ΕΥΡΩΠ.ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΜΕΤ.ΕΣΩΤΕΡ.	0.00007	X	0,899	√	0.979
ΕΓΝΑΤΙΑ ΑΘΗΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤ.ΕΣΩΤΕΡ.	0.001	X	0,796	√	0.794
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΠΙΧ/ΣΕΩΝ ΜΕΤ.ΕΣΩΤ.	-0.00003	X	0,841	√	0.917
ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΜΕΤΟΧ.ΕΣ.	0.000	X	0,797	√	0.900
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	0.000	X	0,936	√	0.969
ΛΑΙΚΗ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΑΞΙΩΝ ΜΕΤ.ΕΣΩΤ	0.0005	X	0,820	√	0.970
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	0.000	X	0,812	X	0.949
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤ.ΕΣ.	0.000	X	0,817	√	0.806
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	0.000	X	0,906	√	0.963
ΔΗΛΟΣ SMALL CAP ΜΕΤ. ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.001	X	0,923	√	0.786
ΔΗΛΟΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡ. & ΤΕΧΝ.(HI-TECH)	-0.002	√	0,923	X	0.805
ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ & ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ ΜΕΤ.ΕΣ.	-0.00009	X	0,764	√	0.892
ΔΗΛΟΣ TOP 30	-0.00001	X	0,840	√	0.958
ΔΗΛΟΣ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ FINANCIAL	0.002	√	0,753	√	0.911
ΑΤΤΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.001	√	0,775	√	0.922
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.001	√	0,865	√	0.943
ΑΑΑΒ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.003	√	0,690	√	0.821
ΑΑΑΒ BLUE CHIP ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ.	0.001	X	0,627	√	0.775
ΑΑΑΒ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ	-0.001	X	0,824	√	0.873
ALLIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤ.ΜΕΤ.ΕΣ.	-0.001	X	0,925	√	0.938
ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.001	X	0,926	√	0.937

ALPHA ATHENS INDEX FUND MET.ΕΣ.	0.000	√	0,986	√	0.993
ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ.ΜΕΤΟΧ.ΕΣ	0.000	X	0,779	√	0.816
ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤ.ΕΣ.	-0.001	X	0,902	√	0.892
ALPHA ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.00003	X	0,889	√	0.964
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΣΑΙΑΣ-ΜΙΚΡΗΣ Κ/ΣΗΣ ΕΣΩΤ	0.000	X	0,699	√	0.753
CITI FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0.00006	X	0,960	√	0.989
EUROBANK VALUE FTSE/ASE 20 INDEX FUND ΜΕΤ. ΕΣΩΤ	0.000	X	0,829	√	0.952
HSBC TOP 20 ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ	0.000	X	0,881	√	0.960
HSBC ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	0.000	X	0,794	√	0.918
HSBC ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛ.ΜΕΤ.ΕΣΩΤ.	0.001	X	0,726	√	0.763
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΔΥΝΑΜ.ΕΠΙΧ. ΜΕΤ. ΕΣΩΤ	-0.001	X	0,873	√	0.795
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	0.000	X	0,874	√	0.955
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ.	0.000	X	0,842	√	0.949
INTERNATIONAL ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΕΣΩΤ.	-0.001	√	0,807	√	0.911
MARFIN MEDIUM ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	0.00008	X	0,872	√	0.913
MARFIN PREMIUM ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	-0.001	X	0,888	√	0.963
METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤ. ΕΣΩΤ	0.000	X	0,827	√	0.986
NOVABANK BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ	0.000	X	0,832	√	0.936
ALPHA BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ	0.00005	X	0,866	√	0.981
ΛΑΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ	0.000	X	0,848	√	0.950
ΩΜΕΓΑ INVEST ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.001	X	0,817	√	0.931
INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤ.ΕΣ.	-0.001	√	0,827	√	0.851
ΓΕΝ.ΔΕΙΚΤΗΣ ΧΑΑ	0,000		1,000		1,000

## Δείκτες αποδοτικότητας

Έχοντας ολοκληρώσει όλους αυτούς τους υπολογισμούς, είμαστε σε θέση να υπολογίσουμε τους δείκτες αποδοτικότητας Treynor, Sharpe και Jensen, στους οποίους έγινε εκτενής αναφορά στην προηγούμενη ενότητα. Να σημειώσουμε ότι για τον υπολογισμό των παραπάνω δεικτών ως  $\beta$  χρησιμοποιήσαμε το συντελεστή κινδύνου  $\beta$  που υπολογίστηκε νωρίτερα από την παλινδρόμηση των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων με τις αποδόσεις της αγοράς.

Επίσης, ως ακίνδυνο επιτόκιο χρησιμοποιήσαμε τη μέση εβδομαδιαία απόδοση του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου για την υπό εξέταση περίοδο. Επειδή όμως οι αποδόσεις του 10ετούς ομολόγου που αντλήσαμε από τα στατιστικά στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδας ήταν σε ετήσια βάση, έπρεπε να μετατραπούν σε εβδομαδιαίες, έτσι ώστε να συμβαδίζουν με τα υπόλοιπα δεδομένα μας. Η μετατροπή έγινε με βάση τον τύπο:

$$R_{ft} = \ln(1+r_{ft})/52$$

όπου:

$r_{ft}$ : μηνιαία απόδοση του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου, εκφρασμένη σε ετήσια βάση

$R_{ft}$ : εβδομαδιαία απόδοση του 10ετούς ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου

(σύμφωνα με τους Tom W. Miller και Nicholas Gressis, στο άρθρο τους «Nonstationarity and Evaluation of Mutual Fund Performance», Volume 15, Number 3, Σεπτέμβριος 1980, p.644.)

Τέλος, να αναφέρουμε ότι οι αποδόσεις που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό των παραπάνω δεικτών είναι οι μέσες εβδομαδιαίες αποδόσεις για την υπό εξέταση περίοδο, ενώ και οι τυπικές αποκλίσεις είναι υπολογισμένες πάνω στις εβδομαδιαίες αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων και του γενικού δείκτη του ΧΑ.

Στον πίνακα 5 παρουσιάζονται οι τρεις δείκτες αποδοτικότητας για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο για την περίοδο 2001-2005.

*Πίνακας 5: Δείκτες αποδοτικότητας Treynor, Sharpe και Jensen των αμοιβαίων κεφαλαίων(2001-2005)*

A/A	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	ΔΕΙΚΤΗΣ TREYNOR	ΔΕΙΚΤΗΣ SHARPE	ΔΕΙΚΤΗΣ JENSEN
1	ΕΡΜΗΣ ΠΡΩΤΟΠΟΡΟΣ	-0,00040	-0,01322	-0,00021
2	ΕΥΡΩΠ.ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΜΕΤ.ΕΣΩΤΕΡ.	-0,00016	-0,00548	-0,00001
3	ΕΓΝΑΤΙΑ ΑΘΗΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤ.ΕΣΩΤΕΡ.	0,00073	0,02298	0,00070
4	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΕΠΙΧ.ΜΕΤ.ΕΣΩΤ.	-0,00034	-0,01155	-0,00016
5	ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΜΕΤΟΧ.ΕΣ.	0,00010	0,00349	0,00020
6	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	-0,00072	-0,02492	-0,00053
7	ΛΑΙΚΗ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΑΞΙΩΝ ΜΕΤ.ΕΣΩΤ	-0,00027	-0,00921	-0,00010
8	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	-0,00065	-0,02225	-0,00041
9	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤ.ΕΣ.	0,00011	0,00344	0,00021
10	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	-0,00071	-0,02457	-0,00051
11	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP ΜΕΤ. ΕΣΩΤ	-0,00176	-0,05512	-0,00149
12	ΔΗΛΟΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡ. & ΤΕΧΝ.(HI-TECH)	-0,00242	-0,07671	-0,00210
13	ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ & ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ ΜΕΤ.ΕΣ.	-0,00052	-0,01747	-0,00029
14	ΔΗΛΟΣ TOP 30	-0,00031	-0,01083	-0,00014
15	ΔΗΛΟΣ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ FINANCIAL	0,00173	0,05828	0,00141
16	ΑΤΤΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00162	-0,05482	-0,00114
17	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00129	-0,04414	-0,00099
18	ΑΑΑΒ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00533	-0,17039	-0,00358
19	ΑΑΑΒ BLUE CHIP ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ.	0,00107	0,03334	0,00076
20	ΑΑΑΒ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ	-0,00144	-0,04729	-0,00106
21	ALLIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤ.ΜΕΤ.ΕΣ.	-0,00104	-0,03540	-0,00082
22	ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00086	-0,02937	-0,00066
23	ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤ.ΕΣ.	0,000192	0,006748	0,00033
24	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ.ΜΕΤΟΧ.ΕΣ	-0,00066	-0,02107	-0,00040
25	ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤ.ΕΣ.	-0,00137	-0,04551	-0,00110

26	ALPHA ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00029	-0,00993	-0,00012
27	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΣΑΙΑΣ- ΜΙΚΡΗΣ Κ/ΣΗΣ ΕΣΩΤ	-0,00089	-0,02735	-0,00052
28	CITI FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00012	-0,00405	0,00003
29	EUROBANK VALUE FTSE/ASE 20 INDEX FUND MET. ΕΣΩΤ	-0,00001	-0,00049	0,00011
30	HSBC TOP 20 ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ	-0,00003	-0,00104	0,00010
31	HSBC ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	0,00005	0,001673	0,00016
32	HSBC ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛ.ΜΕΤ.ΕΣΩΤ.	0,00066	0,020485	0,00059
33	ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΔΥΝΑΜ.ΕΠΙΧ. ΜΕΤ. ΕΣΩΤ	-0,00124	-0,03914	-0,00096
34	ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	-0,00065	-0,02249	-0,00044
35	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ.	-0,00070	-0,02416	-0,00047
36	INTERNATIONAL ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΕΣΩΤ.	-0,00150	-0,05055	-0,00109
37	MARFIN MEDIUM ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	-0,00017	-0,00578	-0,00002
38	MARFIN PREMIUM ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	-0,00089	-0,03069	-0,00066
39	METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤ. ΕΣΩΤ	-0,00050	-0,01765	-0,00033
40	NOVABANK BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ	0,00011	0,003748	0,00021
41	ALPHA BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ	-0,00021	-0,00738	-0,00006
42	ΛΑΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ	-0,00087	-0,02988	-0,00061
43	ΩΜΕΓΑ INVEST ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00121	-0,04133	-0,00087
44	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤ.ΕΣ.	-0,00189	-0,06135	-0,00144
	ΓΕΝ.ΔΕΙΚΤΗΣ ΧΑΑ	-0,00014	-0,00505	0,00000

Σημείωση: Με κόκκινο χρώμα σημειώνονται τα αμοιβαία κεφάλαια για τα οποία ο συντελεστής α του Jensen είναι στατιστικά σημαντικός.

Να σημειώσουμε ότι όσο μεγαλύτεροι είναι οι δείκτες Sharpe, Treynor και Jensen τόσο καλύτερο είναι το αμοιβαίο κεφάλαιο σε σχέση με άλλα. Οι αρνητικές τιμές στους δείκτες υποδηλώνουν κακή διαχείριση και συνεπώς αποδοτικότητα, ενώ οι θετικές τιμές καλύτερη αποδοτικότητα.

Όπως παρατηρούμε στον παραπάνω πίνακα, μόνο 8 από τα αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος εμφανίζουν θετικούς δείκτες Treynor και Sharpe για την εξεταζόμενη χρονική περίοδο των πέντε ετών, γεγονός που φανερώνει καλή διαχείριση και αποδοτικότητα. Οι αρνητικές τιμές των δεικτών οφείλονται στο ότι παρόλο που οι αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων την τριετία 2003-2005 είναι θετικές, εντούτοις δεν καταφέρνουν ως μεγέθη να ξεπεράσουν την απόδοση του 10ετούς ομολόγου του ελληνικού δημοσίου. Έτσι, οι αριθμητές των παραπάνω δεικτών παίρνουν αρνητικές τιμές με αποτέλεσμα να δίνουν αρνητικό πρόσημο και στους δείκτες συνολικά.

Επίσης, οι δείκτες Treynor και Sharpe δώδεκα συνολικά αμοιβαίων κεφαλαίων εμφανίζουν τιμές μεγαλύτερες αυτών του χαρτοφυλακίου της αγοράς και συνεπώς έχουν καλύτερες ή λιγότερο κακές (για την περίπτωση των αρνητικών τιμών) αποδόσεις από το Γενικό Δείκτη.

Ο συντελεστής  $\alpha$  του Jensen είναι στατιστικά σημαντικός μόνο για 12 αμοιβαία κεφάλαια. Από αυτά μόνο το  $\alpha$  δύο αμοιβαίων κεφαλαίων, των Δήλος Χρημ.κών εταιριών Financial και το Alpha Athens Index Fund, είναι θετικό, πράγμα που σημαίνει ότι η πραγματική υπερβάλλουσα απόδοσή τους είναι μεγαλύτερη της αναμενόμενης και η διοίκηση έχει την ικανότητα να επιλέγει υποτιμημένες μετοχές ή να προβλέπει τις στροφές της αγοράς. Για τα υπόλοιπα 32 αμοιβαία κεφάλαια με στατιστικά ασήμαντο  $\alpha$  οι διαχειριστές επιτυγχάνουν απλά την αναμενόμενη απόδοση με βάση το συστηματικό κίνδυνο που έχουν αναλάβει.

Όσον αφορά την κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων με καθένα από τους τρεις δείκτες ξεχωριστά και το κατά πόσο η κατάταξη αυτή συμπίπτει ή όχι και για τους τρεις δείκτες, ο πίνακας 6 που ακολουθεί μας βοηθά στο να καταλήξουμε σε κάποια συμπεράσματα. Η κατηγοριοποίηση γίνεται κατά φθίνουσα σειρά. Όσον αφορά την κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων με βάση το δείκτη Jensen, λαμβάνονται υπόψη μόνο τα αμοιβαία κεφάλαια με στατιστικά σημαντικούς συντελεστές  $\alpha$ .

*Πίνακας 6: Κατάταξη αμοιβαίων κεφαλαίων σύμφωνα με τους δείκτες Treynor, Sharpe και Jensen*

<b>Δείκτης Treynor</b>	<b>Δείκτης Sharpe</b>	<b>Δείκτης Jensen</b>
ΔΗΛΟΣ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ FINANCIAL	ΔΗΛΟΣ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ FINANCIAL	ΔΗΛΟΣ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ FINANCIAL
ΑΑΑΒ BLUE CHIP ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ.	ΑΑΑΒ BLUE CHIP ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ.	—
ΕΓΝΑΤΙΑ ΑΘΗΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤ.ΕΣΩΤΕΡ.	ΕΓΝΑΤΙΑ ΑΘΗΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤ.ΕΣΩΤΕΡ.	—
HSBC ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛ.ΜΕΤ.ΕΣΩΤ.	HSBC ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛ.ΜΕΤ.ΕΣΩΤ.	—
ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤ.ΕΣ.	ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤ.ΕΣ.	ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤ.ΕΣ.
ΝΟΒΑΒΑΝΚ BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ	ΝΟΒΑΒΑΝΚ BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ	—
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤ.ΕΣ.	ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΜΕΤΟΧ.ΕΣ.	—
ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΜΕΤΟΧ.ΕΣ.	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤ.ΕΣ.	—
HSBC ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	HSBC ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	—
EUROBANK VALUE FTSE/ASE 20 INDEX FUND ΜΕΤ. ΕΣΩΤ	EUROBANK VALUE FTSE/ASE 20 INDEX FUND ΜΕΤ. ΕΣΩΤ	—
HSBC TOP 20 ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ	HSBC TOP 20 ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ	—
ΣΙΤΙ FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	ΣΙΤΙ FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	—
<b>ΓΕΝ.ΔΕΙΚΤΗΣ ΧΑΑ</b>	<b>ΓΕΝ.ΔΕΙΚΤΗΣ ΧΑΑ</b>	<b>ΓΕΝ.ΔΕΙΚΤΗΣ ΧΑΑ</b>
ΕΥΡΩΠ.ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΜΕΤ.ΕΣΩΤΕΡ.	ΕΥΡΩΠ.ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΜΕΤ.ΕΣΩΤΕΡ.	—
MARFIN MEDIUM ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	MARFIN MEDIUM ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	—
ALPHA BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ	ALPHA BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ	—
ΛΑΙΚΗ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΑΞΙΩΝ ΜΕΤ.ΕΣΩΤ	ΛΑΙΚΗ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΑΞΙΩΝ ΜΕΤ.ΕΣΩΤ	—
ALPHA ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	ALPHA ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	—
ΔΗΛΟΣ TOP 30	ΔΗΛΟΣ TOP 30	—
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΕΠΙΧ.ΜΕΤ.ΕΣΩΤ.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΕΠΙΧ.ΜΕΤ.ΕΣΩΤ.	—
ΕΡΜΗΣ ΠΡΩΤΟΠΟΡΟΣ	ΕΡΜΗΣ ΠΡΩΤΟΠΟΡΟΣ	—
ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤ. ΕΣΩΤ	ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ & ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ ΜΕΤ.ΕΣ.	—
ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ&ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ ΜΕΤ.ΕΣ.	ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤ. ΕΣΩΤ	—
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ.ΜΕΤΟΧ.ΕΣ	—
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	—
ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ.ΜΕΤΟΧ.ΕΣ	ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	—
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ.	—
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	—

ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	—
ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΣΑΙΑΣ-ΜΙΚΡΗΣ Κ/ΣΗΣ ΕΣΩΤ	—
ΛΑΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ	ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	—
MARFIN PREMIUM ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	ΛΑΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ	MARFIN PREMIUM ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΣΑΙΑΣ-ΜΙΚΡΗΣ Κ/ΣΗΣ ΕΣΩΤ	MARFIN PREMIUM ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	—
ALLIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤ.ΜΕΤ.ΕΣ.	ALLIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤ.ΜΕΤ.ΕΣ.	ALLIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤ.ΜΕΤ.ΕΣ.
ΩΜΕΓΑ INVEST ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΔΥΝΑΜ.ΕΠΙΧ. ΜΕΤ. ΕΣΩΤ	ΩΜΕΓΑ INVEST ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ ΔΥΝΑΜ.ΕΠΙΧ. ΜΕΤ. ΕΣΩΤ	ΩΜΕΓΑ INVEST ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	—
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤ.ΕΣ.	ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤ.ΕΣ.	—
ΑΑΑΒ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ	ΑΑΑΒ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ	INTERNATIONAL ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΕΣΩΤ.
INTERNATIONAL ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΕΣΩΤ.	INTERNATIONAL ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΕΣΩΤ.	ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤ.ΕΣ.
ΑΤΤΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	ΑΤΤΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	ΑΤΤΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
ΔΗΛΟΣ SMALL CAP ΜΕΤ. ΕΣΩΤ	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP ΜΕΤ. ΕΣΩΤ	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤ.ΕΣ.
INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤ.ΕΣ.	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤ.ΕΣ.	—
ΔΗΛΟΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡ. & ΤΕΧΝ.(HI-TECH)	ΔΗΛΟΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡ. & ΤΕΧΝ.(HI-TECH)	ΔΗΛΟΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡ. & ΤΕΧΝ.(HI-TECH)
ΑΑΑΒ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	ΑΑΑΒ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	ΑΑΑΒ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

Θεωρητικά και εφόσον οι διαχειριστές εφαρμόζουν πλήρη διαφοροποίηση οι δείκτες Sharpe και Treynor θα προσφέρουν την ίδια κατάταξη από πλευράς αποδοτικότητας. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι με πλήρη διαφοροποίηση ο μη συστηματικός κίνδυνος εκμηδενίζεται και παραμένει μόνο ο συστηματικός. Έτσι, η τυπική απόκλιση σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο πλήρως διαφοροποιημένο θα είναι παρόμοια με την τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Ο δείκτης Treynor τοποθετεί στις έξι πρώτες θέσεις της κατάταξης με την καλύτερη ή τη λιγότερο κακή απόδοση τα Δήλος Χρημ/κών Εταιριών Financial, ΑΑΑΒ Blue chip, Εγνατία Αθηνά Δυναμικό, HSBC μεσαίας κεφαλαιοποίησης, Alpha Athens Index Fund και Novabank blue chips. Τα ίδια αμοιβαία κεφάλαια βρίσκονται και στις έξι πρώτες θέσεις της κατάταξης του δείκτη Sharpe. Επίσης, στην τελευταία θέση της κατάταξης με τη χειρότερη απόδοση και τα δύο κριτήρια αποδοτικότητας τοποθετούν το ίδιο αμοιβαίο κεφάλαιο, το ΑΑΑΒ μετοχών εσωτερικού. Για τα



υπόλοιπα αμοιβαία κεφάλαια οι δύο δείκτες δίνουν, σχεδόν για το σύνολό τους, ίδια σειρά κατάταξης. Κάποιες μικρές διαφορές που συναντώνται αφορούν αμοιβαία κεφάλαια που η κατάταξη με τον ένα δείκτη διαφέρει από την κατάταξη με τον άλλο μία ή δύο το πολύ θέσεις, μέγεθος που θεωρείται ασήμαντο. Συνεπώς, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι τα αμοιβαία κεφάλαια του δείγματός μας έχουν υψηλά ποσοστά διαφοροποίησης.

Για αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια, λοιπόν, η κατάταξη που δίνει ο δείκτης Jensen δε διαφέρει σχεδόν καθόλου από την κατάταξη των υπόλοιπων δεικτών. Και εδώ την πρώτη και τελευταία θέση της κατάταξης καταλαμβάνουν τα αμοιβαία κεφάλαια Δήλος Χρημ/κών Εταιριών Financial και AAAB μετοχών εσωτερικού αντίστοιχα.

## Επίλογος

Στις ενότητες που προηγήθηκαν επιχειρήθηκε μια συνοπτική θεωρητική προσέγγιση του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων και μια εμπειρική αξιολόγηση ενός δείγματος μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων της ελληνικής αγοράς με τη χρήση τριών κλασικών μεθόδων αξιολόγησης χαρτοφυλακίων, των δεικτών αποδοτικότητας Treynor, Sharpe και Jensen. Μερικά από τα κυριότερα συμπεράσματα στα οποία καταλήγουμε μετά το πέρας της μελέτης αυτής είναι τα εξής:

- Η ελληνική αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων ύστερα από μια έντονη ανοδική τάση από το 1990 και μετά παρουσιάζει μια στασιμότητα την τελευταία πενταετία, όσον αφορά το αριθμό των αμοιβαίων κεφαλαίων σε κυκλοφορία και τη συνολική αξία του ενεργητικού τους.
- Τα τελευταία χρόνια έχει αναπτυχθεί παγκοσμίως μια πληθώρα διαφορετικών κατηγοριών αμοιβαίων κεφαλαίων όσον αφορά τον κίνδυνο που περιέχουν το είδος των επενδύσεων και τη γεωγραφική τοποθέτηση, ικανή να ικανοποιήσει τους επενδυτικούς στόχους ευρύ φάσματος επενδυτών, ακόμα και των πιο απαιτητικών.
- Τα αμοιβαία κεφάλαια πλεονεκτούν έναντι του ατομικού επενδυτή, γιατί προσφέρουν διασπορά κινδύνου, ασφάλεια, ρευστότητα, επαγγελματική διαχείριση και μικρό κόστος συναλλαγών.
- Μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 1980 οι μελέτες ελλήνων ακαδημαϊκών ήταν περιορισμένες, σε αντίθεση με την παγκόσμια αρθρογραφία, και αφορούσαν κυρίως το νομικό πλαίσιο λειτουργίας των αμοιβαίων κεφαλαίων. Τα τελευταία, όμως, χρόνια παρατηρείται έντονη δραστηριότητα τον τομέα των εμπειρικών μελετών και αυξάνεται ο αριθμός των ελλήνων ακαδημαϊκών που ασχολούνται με την αξιολόγηση ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων.
- Από τα αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης προκύπτει ότι τόσο τα αμοιβαία κεφάλαια όσο και ο Γενικός Δείκτης του ΧΑ παρουσιάζουν αρνητικές αποδόσεις τα δύο πρώτα χρόνια της εξεταζόμενης περιόδου (2001-2002). Από το 2003 και μετά, βλέπουμε αλλαγή στην εικόνα των αποδόσεων, καθώς τα αμοιβαία κεφάλαια στο σύνολό τους εμφανίζουν θετικές αποδόσεις, ανάλογες σε μέγεθος των αποδόσεων του Γενικού Δείκτη του ΧΑ. Η αλλαγή αυτή του κλίματος οφειλόταν στην ανάκαμψη των τιμών των μετοχών στο ελληνικό χρηματιστήριο.
- Όσον αφορά το επίπεδο του κινδύνου, όπως αυτό αντικατοπτρίζεται από την τυπική απόκλιση, όλα σχεδόν τα αμοιβαία κεφάλαια παρουσίασαν επίπεδο

κινδύνου που κυμαινόταν στα επίπεδα του κινδύνου του χαρτοφυλακίου της αγοράς, γεγονός που επιβεβαιώνει το ότι η συγκεκριμένη κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων έχει υψηλή επικινδυνότητα. Ενδιαφέρον παρουσιάζει, επίσης, και το γεγονός ότι τα επίπεδα κινδύνου των αμοιβαίων κεφαλαίων με τις μεγαλύτερες αποδόσεις δεν είχαν αισθητή διαφορά, σε σχέση με εκείνα των αμοιβαίων κεφαλαίων οι αποδόσεις των οποίων ήταν μικρές ή μέτριες.

■ Επίσης, όλα τα βήτα είναι μικρότερα της μονάδας, δηλαδή όλα τα αμοιβαία κεφάλαια ακολουθούν αμυντική επενδυτική πολιτική, και στατιστικά σημαντικά, που είναι απόλυτα αναμενόμενο εφόσον τα αμοιβαία κεφάλαια είναι όλα μετοχικά και συνεπώς άμεσα εξαρτώμενα από τις τάσεις της κεφαλαιαγοράς.

■ Όσον αφορά την κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων σύμφωνα με τους δείκτες αποδοτικότητας Treynor, Sharpe και Jensen, αυτή δε διαφέρει σχεδόν καθόλου από δείκτη σε δείκτη. Μόνο 8 από τα αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος εμφανίζουν θετικούς δείκτες Treynor και Sharpe, ενώ ο συντελεστής  $\alpha$  του Jensen είναι στατιστικά σημαντικός μόνο για 12 αμοιβαία κεφάλαια και θετικός μόνο για δύο από αυτά.

Θα ήταν αφελές να υποθέσουμε ότι μια πλήρης αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων αρχίζει και τελειώνει με τον υπολογισμό απλά και μόνο μερικών δεικτών. Στη βιβλιογραφία έχουν αναπτυχθεί πολλά μοντέλα αξιολόγησης ενός χαρτοφυλακίου που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αξιολόγηση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου. Κάτι τέτοιο, όμως, θα ξέφευγε κατά πολύ από τα πλαίσια και τους σκοπούς της παρούσας εργασίας.

Γενικότερα, πρέπει να τονίσουμε ότι για να επιλέξει ένας επενδυτής σε ποιο αμοιβαίο κεφάλαιο θα επενδύσει δεν αρκεί να αξιολογήσει με κάποια μέθοδο ένα σύνολο αμοιβαίων κεφαλαίων και να επιλέξει αυτό με την καλύτερη κατάταξη. Θα πρέπει πριν από αυτό να αποσαφηνίσει τον επενδυτικό στόχο του (χρονικός ορίζοντας, επιθυμητό κεφάλαιο προς επένδυση, επιθυμητός κίνδυνος) και στη συνέχεια να επιλέξει κατηγορία αμοιβαίου κεφαλαίου που να προσιδιάζει με το στόχο αυτό. Μετά από αυτά τα βήματα θα είναι σε θέση να προχωρήσει σε αξιολόγηση και σύγκριση αμοιβαίων κεφαλαίων πάντα, φυσικά, της ίδιας κατηγορίας. Χωρίς συγκεκριμένο στόχο και σωστό προγραμματισμό είναι σχεδόν σίγουρο ότι ο επενδυτής μακροπρόθεσμα θα αποτύχει.

# Βιβλιογραφία

## Ελληνόγλωσση

- ✿ Καραθανάσης Γεώργιος Α., «Αμοιβαία Κεφάλαια», Εκδόσεις Γ.Μπένου, Αθήνα 2002.
- ✿ Κατσούλας Παν., «Κεφαλαιαγορά και Διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων», Αθήνα, Ιούνιος 2004.
- ✿ Μουζούλας Σπ., «Αμοιβαία Κεφάλαια», Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, Δεκέμβριος 1991.
- ✿ Μυλωνάς Νικ.Θ., «Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια, Θεωρία και Πρακτική», Εκδόσεις Σάκκουλα, 1999.
- ✿ Νούλας Αθ. - Παπαδόπουλος Δ., «Χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί και αγορές», πανεπιστημιακές παραδόσεις, Μάρτιος 2005.
- ✿ Πενταράκη Κωνσταντίνα - Ζοπουνίδης Κωνσταντίνος, «Αξιολόγηση και Διαχείριση Αμοιβαίων Κεφαλαίων: Θεωρητική και Εμπειρική Προσέγγιση», Εκδόσεις Κλειδάριθμος, Αθήνα 2003.
- ✿ Τράπεζα της Ελλάδος, «Ετήσια Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2001», Αθήνα 2002.
- ✿ Τράπεζα της Ελλάδος, «Ετήσια Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2002», Αθήνα 2003.
- ✿ Τράπεζα της Ελλάδος, «Ετήσια Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2003», Αθήνα 2004.
- ✿ Τράπεζα της Ελλάδος, «Ετήσια Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2004», Αθήνα 2005.

## Ξενόγλωσση

- ✿ Artikis Panayiotis G., «Measuring Risk in the Greek Bond Market, An Alternative Approach», Managerial Finance, Volume 29, Number 9, 2003.
- ✿ Artikis Panayiotis G., «Performance Evaluation: A Case Study of the Greek

- Balanced Mutual Funds», *Managerial Finance*, Volume 29, Number 9, 2003.
- ✿ Artikis Panayiotis G., «Performance Evaluation of the Bond Mutual Funds Operating in Greece», *Managerial Finance*, Volume 30, Number 10, 2004.
- ✿ Artikis Panayiotis G., «Risk Analysis: A Case Study of the Greek Bond Mutual Funds», *Managerial Finance*, Volume 30, Number 10, 2004.
- ✿ Basso Antonella, Funari Stefania, «A data envelopment analysis approach to measure the mutual fund performance», *European Journal of Operational Research*, Volume 135, Issue 3, pp.477-492, Δεκέμβριος 2001.
- ✿ Blake Christopher R., Elton Edwin J., Gruber Martin J., «The Performance of Bond Mutual Funds», *The Journal of Business*, Vol.66, Number 3, pp.371-403, Ιούλιος 1993.
- ✿ Carlson Robert S., «Aggregate Performance of Mutual Funds, 1948-1967», *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Volume 5, Number 1, pp.1-32, Μάρτιος 1970.
- ✿ Chang Eric C., Lewellen Wilbur G., «Market Timing and Mutual Fund Investment Performance», *The Journal of Business*, Volume 57, Number 1, pp.57-72, Ιανουάριος 1984.
- ✿ Cumby Robert E., Glen Jack D., «Evaluating the Performance of International Mutual Funds», *The Journal of Finance*, Volume 45, Number 2, pp.497-521, Ιούνιος 1990.
- ✿ Daniel Kent, Grinblatt Mark, Titman Sheridan, Wermers Russ, «Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic-Based Benchmarks», *The Journal of Finance*, Volume 52, Number 3, Papers and Proceedings Fifty-Seventh Annual Meeting, American Finance Association, New Orleans, Louisiana January 4-6,1997, pp.1035-1058, Ιούλιος 1997.
- ✿ Detzler Miranda Lam, «The performance of global bond mutual funds», *Journal of Banking and Finance*, Volume 23, pp.1195-1217, 1999.
- ✿ Dritsakis N., Grose C., Kalyvas L., «Performance aspects of Greek bond mutual funds», *International Review of Financial Analysis*, Volume 15, Issue 2, pp.189-202, 2006.
- ✿ Elton Edwin J., Gruber Martin J., Blake Christopher R., «Survivorship Bias and Mutual Fund Performance», *The Review of Financial Studies*, Volume 9,

Number 4, pp.1097-1120, 1996.

✿ Elton Edwin J., Gruber Martin J., Blake Christopher R., «The Persistence of Risk-Adjusted Mutual Fund Performance», *The Journal of Business*, Volume 69, Number 2, pp.133-157, Απρίλιος 1996.

✿ Elton Edwin J., Gruber Martin J., Das Sanjiv, Hlavka Matthew, «Efficiency with Costly Information: A Reinterpretation of Evidence from Managed Portfolios», *The Review of Financial Studies*, Volume 6, Number 1, pp.1-22, 1993.

✿ Ferson Wayne E, Schadt Rudi W., «Measuring Fund Strategy and Performance in Changing Economic Conditions», *The Journal of Finance*, Volume 51, Number 2, pp.425-461, Ιούνιος 1996.

✿ Fredman Albert J. and Wiles Russ, «How Mutual Funds Work», New York Institute of Finance, 1998.

✿ Gallo John G., Swanson Peggy E., «Comparative measures of performance for U.S.-based international equity mutual funds», *Journal of Banking and Finance*, Volume 20, pp.1635-1650, 1996.

✿ Grinblatt Mark, Titman Sheridan, «Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings», *The Journal of Business*, Volume 62, Number 3, pp.393-416, Ιούλιος 1989.

✿ Grinblatt Mark, Titman Sheridan, Wermers Russ, «Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior», *The American Economic Review*, Volume 85, Number 5, pp.1088-1105, Δεκέμβριος 1995.

✿ Grossman Sanford, Stiglitz Joseph, «On the Impossibility of Informationally Efficient Markets», *The American Economic Review*, Volume 70, Number 3, pp.393-408, Ιούνιος 1980.

✿ Haslem John A., «Mutual Funds. Risk and Performance Analysis for Decision Making», Blackwell Publishing, 2003.

✿ Ippolito Richard A., «Efficiency With Costly Information: A Study of Mutual Fund Performance, 1965-1984», *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 104, Number 1, pp.1-23, Φεβρουάριος 1989.

✿ Jensen Michael C., «The Performance of Mutual funds in the Period 1945-

1964», The Journal of Finance, Volume 23, Number 2, pp.389-416, Μάιος 1967.

✿ Jensen Michael C., «Risk, the Pricing of Capital Assets and the Evaluation of Investment Portfolios», The Journal of Finance, Volume 24, Number 5, Δεκέμβριος 1969.

✿ Karapistolis D., Papadimitriou I., Koutsoupias N., «An alternative proposal in evaluating the performance of mutual funds», New Operational Approaches for Financial Modeling, C.Zopounidis (Ed), Physica-Verlag, Heidelberg, New York.

✿ Mains Norman E., «Risk, the Pricing of Capital Assets, and the Evaluation of Investment Portfolios: Comment», The Journal of Business, Volume 50, Number 3, pp.371-384, Ιούλιος 1977.

✿ Malkiel Burton G., «Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991», The Journal of Finance, Volume 50, Number 2, pp.549-572, Ιούνιος 1995.

✿ Markowitz Harry, «Portfolio Selection», The Journal of Finance, Volume 7, Number 1, pp.77-91, Μάρτιος 1952.

✿ McDonald John G., «Objectives and Performance of Mutual Funds, 1960-1969», The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Volume 9, Number 3, pp.311-333, Ιούνιος 1974.

✿ Miller W.Tom, Gressis Nicholas, «Nonstationarity and Evaluation of Mutual Fund Performance», Volume 15, Number 3, pp.639-654, Σεπτέμβριος 1980.

✿ Noulas Athanasios G., Papanastasiou John A., Lazaridis John, «Performance of Mutual Funds», Managerial Finance, Volume 31, Number 2, pp.101-111, 2005.

✿ Pendaraki K., Zopounidis C., Doumpos M., «On the Construction of mutual fund portfolios: A multicriteria methodology and an application to the Greek market of equity mutual funds», European Journal of Operational Research, Volume 163, Issue 2, pp.462-481, 2005.

✿ Redman Arnold L., Gullett N.S., Manakyan Herman, «The Performance of Global and International Mutual Funds», Journal of Financial and Strategic

Decisions, Volume 13, Number 1, pp.75-85, 2000.

✳ Sharpe William F., «Mutual Fund Performance», The Journal of Business, Volume39, Number 1, Part 2: Supplement on Security Prices, pp.119-138, Ιανουάριος 1966.

✳ Sorros John N., «Equity Mutual Fund Managers' Performance in Greece», Managerial Finance, Volume 27, Number 6, pp. 68-75, 2001.

✳ Sorros John N., «Return and Risk Analysis: A Case Study in Equity Mutual Funds Operating in the Greek Financial Market», Managerial Finance, Volume 29, Number 9, pp.21-28, 2003.

### **Διαδίκτυο**

- [www.ase.gr](http://www.ase.gr)
- [www.agii.gr](http://www.agii.gr)
- [www2.enet.gr/finance/finance\\_mfunds\\_search.jsp](http://www2.enet.gr/finance/finance_mfunds_search.jsp)
- [www.knowmutualfunds.com/mutual-funds-history.shtml](http://www.knowmutualfunds.com/mutual-funds-history.shtml)
- [mutualfunds.about.com/cs/history/a/fund\\_history.htm](http://mutualfunds.about.com/cs/history/a/fund_history.htm)
- [www.ici.org](http://www.ici.org)