

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



ΤΜΗΜΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ & ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ**

Διπλωματική Εργασία:

***«Μέτρηση των Επιδόσεων των Ελληνικών Εταιριών
Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων»***

ΕΛΕΝΗ Ε. ΧΑΡΑΛΑΜΠΙΔΗ

**Πειραιάς
Δεκέμβριος 2006**

Η παρούσα Διπλωματική Εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την Τριμελή Εξεταστική Επιτροπή που ορίστηκε από τη ΓΣΕΣ του Τμήματος Στατιστικής και Ασφαλιστικής Επιστήμης του Πανεπιστημίου Πειραιώς στην υπ' αριθμ. συνεδρίαση του σύμφωνα με τον Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών στην Εφαρμοσμένη Στατιστική.

Τα μέλη της Επιτροπής ήταν:

-..... (Επιβλέπων)

-.....

-.....

Η έγκριση της Διπλωματικής Εργασίας από το Τμήμα Στατιστικής και Ασφαλιστικής Επιστήμης του Πανεπιστημίου Πειραιώς δεν υποδηλώνει αποδοχή των γνώμων του συγγραφέα.

UNIVERSITY OF PIRAEUS



DEPARTMENT OF STATISTICS & INSURANCE SCIENCE

POSTGRADUATE PROGRAM IN APPLIED STATISTICS

Dissertation:

***«Evaluating the Performance of the Greek Mutual
Fund Companies»***

ELENI E. CHARALAMPIDI

PIRAEUS

December 2006

Στον Άγη...

Στην μαμά και το μπαμπά...

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά όλους εκείνους που με τον τρόπο τους ο καθένας με βοήθησαν ώστε να ολοκληρώσω την παρούσα διπλωματική εργασία, η οποία αποτελεί μέρος των σπουδών μου για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος με κατεύθυνση την Εφαρμοσμένη Στατιστική. Τις μεγαλύτερες όμως ευχαριστίες οφείλω στον αναπληρωτή καθηγητή του τμήματος Στατιστικής και Ασφαλιστικής επιστήμης, κ. Γκλεζάκο Μιχαήλ, με τη διαρκή στήριξη και καθοδήγηση του οποίου ολοκληρώθηκε επιτυχώς η συγγραφή της.

Επίσης, επιθυμώ να ευχαριστήσω την οικογένειά μου για την εμπιστοσύνη, την ενθάρρυνση, την συμπαράσταση, αλλά και την υπομονή που έδειξε σε κάθε βήμα των σπουδών μου. Τέλος, από όλους τους αναγνώστες ζητώ κατανόηση για τυχόν λάθη και ελλείψεις που υπάρχουν στο παρόν σύγγραμμα.

Περίληψη

Οι Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ), έχουν ως αποστολή να διαχειρίζονται αποτελεσματικά τα κεφάλαια που τους εμπιστεύονται οι αποταμιευτές, τοποθετώντας τα σε χρηματοοικονομικές επενδύσεις. Πόσο αποτελεσματικές είναι όμως οι ΑΕΔΑΚ στην πράξη; Η χρηματοοικονομική θεωρία έχει αναπτύξει μεθοδολογίες αξιολόγησής τους – με βάση τα κριτήρια Sharpe, Treynor και Jensen- τα οποία φαίνεται να οδηγούν σε φερέγγυες εκτιμήσεις.

Στα πλαίσια της παρούσας εργασίας, εφαρμόζονται οι πιο πάνω μεθοδολογίες στα δεδομένα δείγματος ελληνικών ΑΕΔΑΚ, ώστε να διαπιστωθεί αν και κατά πόσο αυτές ανταποκρίνονται στην αποστολή τους. Τα αποτελέσματα εισηγούνται ότι, κατά μέσο όρο, οι διαχειριστές των Αμοιβαίων Κεφαλαίων δεν καταφέρνουν να πετύχουν καλύτερα αποτελέσματα από μια απλή επενδυτική στρατηγική επένδυσης στον Γενικό Δείκτη Τιμών. Αντίστοιχες εργασίες έχουν πραγματοποιηθεί κατά καιρούς τόσο για την ελληνική όσο και για τις περισσότερες ξένες αγορές και έχουν καταλήξει σε παρόμοια αποτελέσματα.

Abstract

Mutual Fund Companies have as mission to manage efficiently the amounts of money that people invest to risky financial products. But, how much efficiently do these companies work in practice? The Financial Theory has developed assessment methods – such as the criteria Sharpe, Treynor and Jensen- which seem to lead to safe evaluations.

Within the framework of the current dissertation, these methods have applied to a sample of data of Greek Mutual Fund Companies, in order to assess the effectiveness of their management. The results suggest that Mutual Funds produce inferior returns than a simple investment strategy of investing in the General Index. Numerous other studies have addressed the same subject for the Greek as well as other stock markets and have presented similar results.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ	xvii
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΧΗΜΑΤΩΝ	xix
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ	xxi
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1

ΜΕΡΟΣ Α΄: ΕΠΕΝΔΥΣΗ: ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Η Επένδυση και οι Μορφές της

1.1 Ορισμός	5
1.2 Η Διάκριση των Επενδύσεων	5
1.3 Μορφές Αξιογράφων με Κριτήριο την Απόδοση	7

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Ο Κίνδυνος και η Απόδοση

2.1. Γενικά	9
2.2 Θεωρητική Προσέγγιση του Κινδύνου	10
2.3 Η Μέτρηση του Κινδύνου	12
2.4. Τεχνικές Περιορισμού του Κινδύνου	17

ΜΕΡΟΣ Β΄: Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Το Ελληνικό Χρηματιστήριο

3.1. Ιστορική Αναδρομή	23
3.2. Η Εξέλιξη του Μεγέθους του ΧΑ	23

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Το Χρηματιστήριο Παραγώγων

4.1. Γενικά	29
4.2 Λειτουργία του ΧΠΑ	30
4.3 Παράγωγα και Αμοιβαία Κεφάλαια	30

ΜΕΡΟΣ Γ΄: ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Γνωρίζοντας τα Α/Κ

5.1. Ορισμός	35
5.2. Βασικά Χαρακτηριστικά των Α/Κ	37
5.2.1 Η Τιμή του Μεριδίου	37
5.2.2. Μέρισμα και Μερισματική Πολιτική	39
5.3 Η Ευρωπαϊκή Αγορά Α/Κ	40

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Τα Είδη των Α/Κ

6.1 Διεθνής Κατηγοριοποίηση	43
6.2 Η Κατηγοριοποίηση των Α/Κ στην Ελλάδα	51

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: Πλεονεκτήματα – Μειονεκτήματα Α/Κ

7.1. Πλεονεκτήματα των Α/Κ	53
7.2. Μειονεκτήματα των Α/Κ	56

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: Η Ελληνική Πραγματικότητα

8.1 Ιστορική Αναδρομή	59
8.2 Οι Επτά Φάσεις της Ελληνικής Ιστορίας των Α/Κ	60

ΜΕΡΟΣ Δ΄: ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΜΕΤΡΗΣΗΣ

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ Α/Κ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9: Επιλογή Α/Κ

9.1 Γενικά	69
9.2 Πώς Γίνεται η Επιλογή	71

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10: Μέτρα Μέτρησης Αποτελεσματικότητας /

Αξιολόγηση Επιδόσεων Α/Κ

10.1 Εισαγωγή	79
10.2 Η Μέτρηση της Απόδοσης ανά Μονάδα Κινδύνου	79
10.2.1 Treynor Ratio(TR)	79
10.2.2 Sharpe Ratio(SR)	80
10.2.3 Η Μέθοδος της Διαφορικής Απόδοσης (Jensen's Performance Index)	82
10.2.4 Σχόλια για τους Τρεις Δείκτες	84
10.3 Οι Σύγχρονες Απόψεις	84
10.3.1 Οι Διαχειριστές Νικούν την Αγορά	84
10.3.2 Οι Διαχειριστές δεν Νικούν την Αγορά	85

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11: Δείγμα και Μεθοδολογία της Εμπειρικής Έρευνας

11.1 Η Επιλογή του Δείγματος	87
11.2 Η Μεθοδολογία της Μελέτης	90
11.2.1 Η Μέτρηση της Αποδοτικότητας	90
11.2.2 Η Μέτρηση του Κινδύνου	92
11.2.3 Ο Υπολογισμός των Δεικτών Αξιολόγησης	93
11.2.4 Σύνοψη	94

ΜΕΡΟΣ Ε΄: Η ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ Α/Κ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 12: Εμπειρικά Αποτελέσματα για τα Ελληνικά Α/Κ

12.1. Γενικά	97
12.2. Οι Κίνδυνοι των Α/Κ (περίοδος 2000 - 2003)	98

12.2.1 Ο Συστηματικός Κίνδυνος	98
12.2.1.1 Στατιστική Σημαντικότητα του Συντελεστή Βήτα	100
12.2.1.2 Ο Συντελεστής Προσδιορισμού R^2	102
12.2.2 Ο Συνολικός Κίνδυνος	104
12.3 Οι Απλές Αποδόσεις των Α/Κ την περίοδο 01/01/2004 – 30/06/2006	105
12.3.1 Σχέση Κινδύνου και Απόδοσης	107
12.4 Οι Δείκτες Αξιολόγησης	108
12.4.1 Αξιολόγηση με Βάση το Δείκτη Treynor	108
12.4.2 Αξιολόγηση με Βάση το Δείκτη Sharpe	110
12.4.3 Αξιολόγηση με Βάση το Δείκτη Jensen	112
12.5 Συνολική Εικόνα των Αποτελεσμάτων	114
12.6 Η Ανοιχτή Δομή των Α/Κ και η Διαχείρισή τους	115

ΜΕΡΟΣ ΣΤ': ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 13: Συμπεράσματα

13.1 Σχέση Κινδύνου και Απόδοσης	121
13.2 Τα Μέτρα Αξιολόγησης	122
13.3. Δικαιολογούνται οι Διαχειριστές;	123
13.4 Προβληματισμοί – Προτάσεις	123

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Π1: Πίνακες Coefficients Από SPSS	125
Π2: Μηνιαίες Τιμές Δεδομένων (31/12/99-30/06/06)	139

<u>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</u>	159
----------------------------	-----

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

2.1	Κατάταξη Διαφόρων Μορφών Επενδύσεων με Βάση τις Παρελθούσες Αποδόσεις τους στις ΗΠΑ	10
3.1	Χρηματιστηριακή Αξία των Εισηγμένων στο ΧΑ εταιριών (εκατ.€) 1996-2005	24
3.2	Μέση Ετήσια Μεταβολή(%) του ΓΔΤ του ΧΑ, 1995-2005	25
3.3	Αξίας των Συναλλαγών στην Αγορά Μετοχών του ΧΑ, 1996-2005	27
4.1	Αξία Επενδύσεων των Α/Κ σε Παράγωγα Προϊόντα, 2001-2005	31
5.1	Καθαρό Ενεργητικό των Ευρωπαϊκών Α/Κ, 30/06/06-31/06/06-31/12/99	41
6.1	Κριτήρια Κατηγοριοποίησης & Ονοματολογίας των Α/Κ στην Ελλάδα	51
8.1	Αξία Ενεργητικού Α/Κ & Μακροοικονομικά μεγέθη,1991-2005	60
8.2	Διαχρονική Εξέλιξη της Πορείας των Α/Κ στην Ελλάδα σε Αντιστοιχία με την Πορεία του ΧΑ	62
9.1	Ενδεικτική Ποσοστιαία Κατανομή Επένδυσης	74
11.1	Δείγμα Επιλεγμένων Ελληνικών Μετοχικών Α/Κ	88
11.2	Αξία Ενεργητικού κάθε Α/Κ 31/12/1999 και 30/06/2006	89
12.1	Κατάταξη των Α/Κ με Βάση το Συστηματικό Κίνδυνο (Μηνιαίο beta περιόδου 2000 – 2003)	99
12.2	Έλεγχοι Σημαντικότητας: p-value και t-test	101
12.3	Κατάταξη των Α/Κ με Βάση το Συνολικό Κίνδυνο (περίοδος 2000 – 2003)	103
12.4	Συντελεστής Προσδιορισμού R^2	104
12.5	Οι Απλές Αποδόσεις των Α/Κ (περίοδος 01/01/2004 – 30/06/2006)	106
12.6	Η Κατάταξη των Α/Κ με Βάση τον Δείκτη Treynor (περίοδος 01/01/2004–30/06/2006)	109
12.7	Η Κατάταξη των Α/Κ με Βάση τον Δείκτη Sharpe	111

(περίοδος 01/01/2004–30/06/2006)	
12.8 Η Κατάταξη των Α/Κ με Βάση τον Δείκτη Jensen	113
(περίοδος 01/01/2004–30/06/2006)	
12.9 Σύνοψη Αποτελεσμάτων	114
12.10 Οι Καθαρές Εισροές / Εκροές την περίοδο 31/12/99 – 30/06/06	117

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΧΗΜΑΤΩΝ

1.1	Εναλλακτικές Επενδυτικές Ευκαιρίες	6
3.1	A. Δείκτες Τιμών Μετοχών ΧΑ	
	B. Μέση Ημερήσια Αξία Χρηματιστηριακών Συναλλαγών	
	Γ. Μηνιαία Εμπορευσιμότητα Μετοχών 2001-2006	26
8.1	Αριθμός & Αξίας Ενεργητικού Α/Κ, 1990-2005	61
8.2	Σύνθεση της Ελληνικής Αγοράς ανά Βασική Κατηγορία με Βάση το Ενεργητικό 31/12/1999	64
8.3	Σύνθεση της Ελληνικής Αγοράς ανά Βασική Κατηγορία με Βάση το Ενεργητικό 30/06/06	64
12.1	Σχέση Απλής Απόδοσης & Συνολικού Κινδύνου	107
12.2	Σχέση Απλής Απόδοσης & Συστηματικού Κινδύνου	108

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ

ΑΕΔΑΚ:	Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων
Α/Κ:	Αμοιβαία Κεφάλαια
ΓΔ :	Γενικός Δείκτης
ΕΓΕΔ:	Έντοκα Γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου
ΕΤΕΣΕΠ:	Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων ΑΕ
ΣΜΕ:	Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης
ΧΑ:	Χρηματιστήριο Αθηνών
ΧΠΑ:	Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών
CAPM:	Capital Assets Pricing Model
FTSE:	Financial Times Stock Exchange

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η διπλωματική εργασία με τίτλο «Μέτρηση των επιδόσεων των Ελληνικών Εταιρειών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων» πραγματεύεται τις επιδόσεις των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων (Α/Κ) εσωτερικού την περίοδο 31/12/2003 – 30/6/2006. Μέσω της εμπειρικής μελέτης που πραγματοποιήθηκε στοχεύουμε στην αξιολόγηση της διαχείρισης των Α/Κ που επενδύουν στην ελληνική κεφαλαιαγορά, αλλά και την αιτιολόγηση των αποτελεσμάτων μέτρησης των επιδόσεων που βρέθηκαν, στο βαθμό που μας επιτρέπουν τα δεδομένα που συλλέχθηκαν.

Το **Α' Μέρος** εισάγει τον αναγνώστη στην ευρύτερη έννοια της επένδυσης, στους κινδύνους που ενέχουν εναλλακτικές επενδυτικές προτάσεις και στους βασικούς κανόνες που ακολουθεί ο ορθολογικός καταναλωτής για να καταλήξει στην πιο κατάλληλη για αυτόν μορφή τοποθέτησης των κεφαλαίων του.

Στο **Β' Μέρος** παρουσιάζεται η ελληνική κεφαλαιαγορά, δηλαδή το Ελληνικό Χρηματιστήριο, καθώς και το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών. Καταγράφεται η πορεία του μέσα στο χρόνο και η εξέλιξη του μεγέθους του, από τα πρώτα χρόνια λειτουργίας του, στα τέλη του 19^{ου} αιώνα, έως και σήμερα.

Στο **Γ' Μέρος** παρουσιάζεται ο θεσμός των Α/Κ, όπως αναπτύχθηκε στην Ελλάδα, αλλά και στο εξωτερικό. Επιχειρείται η κατάταξη των Α/Κ, με βάση τη διεθνή πρακτική, ενώ γίνεται πλήρης καταγραφή των διαφόρων ειδών Α/Κ που υφίστανται στη χώρα μας με βάση την Ελληνική Νομοθεσία. Τέλος, γίνεται αναφορά στα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματά τους, ως μορφή επένδυσης.

Στο **Δ' Μέρος** αναλύονται οι τεχνικές μέτρησης της επίδοσης των Α/Κ, οι οποίες χρησιμοποιήθηκαν για την αξιολόγηση των διαχειριστών τους στην Ελλάδα. Επισημαίνονται τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της κάθε μεθόδου.

Στο **Ε' Μέρος** παρουσιάζεται η εμπειρική μελέτη που πραγματοποιήσαμε, με βάση τα δεδομένα που συλλέχθηκαν από την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών για τα μετοχικά Α/Κ εσωτερικού. Με βάση τις μεθόδους μέτρησης της επίδοσης έγινε η κατάταξη των Α/Κ του δείγματος.

Στο **Στ' Μέρος** καταγράφονται τα συμπεράσματά μας από την ανάλυση που προηγήθηκε.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΜΕΡΟΣ Α΄
ΕΠΕΝΔΥΣΗ: ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Η Επένδυση και οι Μορφές της

1.1 Ορισμός

Με τον όρο επένδυση εννοούμε τη δέσμευση ενός συγκεκριμένου ποσού κεφαλαίου σήμερα, με κίνητρο την προσδοκία είσπραξης μεγαλύτερου ποσού (κεφάλαιο και απόδοση) στο μέλλον. Πρόκειται για μία απόφαση του ορθολογικού ατόμου μεταξύ κατανάλωσης και αποταμίευσης με στόχο την μεγιστοποίηση της συνάρτησης ευημερίας του, δοθέντων ορισμένων οικονομικών περιορισμών.

Από την άλλη, με τον όρο κερδοσκοπία εννοούμε την αγοραπωλησία αξιογράφων, η οποία γίνεται με σκοπό την εξασφάλιση κέρδους από τη μεταβολή της τιμής τους. Μπορεί οι δύο ορισμοί να έχουν κοινά χαρακτηριστικά, αλλά οι διαφορές τους είναι σημαντικές. Τα στοιχεία τα οποία διαφοροποιούν την επένδυση από την κερδοσκοπία είναι το κίνητρο και ο χρονικός ορίζοντας της απόφασης.

Σε αυτό το σημείο πρέπει να γίνει μία διευκρίνιση. Ενώ οι επενδυτές λαμβάνουν σοβαρά υπ' όψιν τις ανάγκες, τους περιορισμούς και τους στόχους τους, τόσο μακροπρόθεσμα όσο και βραχυπρόθεσμα, οι κερδοσκόποι δρουν άμεσα, στοχεύοντας στο γρήγορο και εύκολο κέρδος. Μάλιστα σε αρκετές περιπτώσεις οι κερδοσκόποι μπορεί να χρησιμοποιήσουν μεθόδους και πρακτικές που χαρακτηρίζονται ως αθέμιτες.

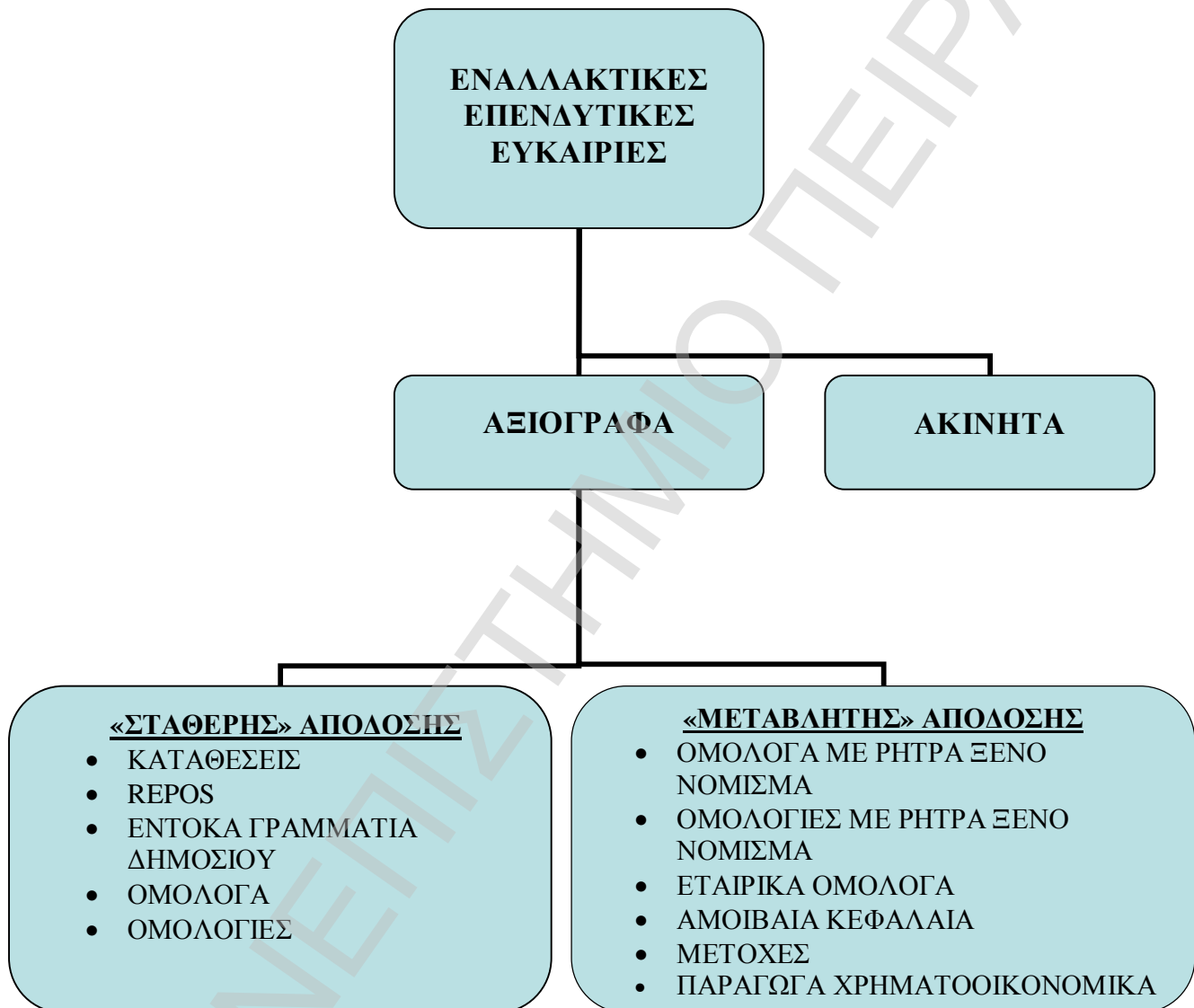
1.2 Η Διάκριση των Επενδύσεων

Οι επενδυτές και οι σύμβουλοι επενδύσεων για την επιλογή μίας επένδυσης πρέπει να έχουν υπ' όψιν τους τη χρονική διάρκεια λήξης της επένδυσης, τη βεβαιότητα της απόδοσης της επένδυσης (κίνδυνος), την ικανότητά της να ρευστοποιηθεί (ρευστότητα) και τη φορολογική της μεταχείριση.

Στο Σχήμα 1.1 περιλαμβάνονται όλες οι υπάρχουσες επενδυτικές ευκαιρίες, οι οποίες παρέχονται σε ένα σύγχρονο χρηματοοικονομικό σύστημα, αποκαλύπτοντας τις βασικές κατηγορίες επενδύσεων, οι οποίες είναι επενδύσεις σε αξιόγραφα και επενδύσεις σε ακίνητα. Η επεξήγησή τους ακολουθεί στην επόμενη παράγραφο.

Σχήμα 1.1

Εναλλακτικές Επενδυτικές Ευκαιρίες



1.3 Μορφές Αξιογράφων με Κριτήριο την Απόδοση

Ένας τρόπος διάκρισης των αξιογράφων είναι με βάση το κατά πόσο η απόδοσή τους είναι βέβαιη. Αναλυτικότερα έχουμε τα ακόλουθα:

1. Αξίογραφα “Σταθερής” Απόδοσης. Μία βασική κατηγορία αποτελούν τα αξίογραφα, που έχουν ως κύριο χαρακτηριστικό ότι η υπεραξία τους είναι εκ των προτέρων γνωστή με μεγάλη πιθανότητα. Διακρίνονται στις εξής πέντε πολύ γενικές κατηγορίες:

- Καταθέσεις σε Τραπεζικούς Λογαριασμούς
- Αγορά Εντόκων Γραμματίων του Δημοσίου
- Ομόλογα Δημοσίου
- Αγορά Ομολογίων
- Συμφωνίες επαναγοράς ή REPO's.

2. Αξίογραφα “Μεταβλητής” Απόδοσης. Χαρακτηρίζονται από την αβεβαιότητα ως προς το ύψος της τελικής απόδοσης. Διακρίνονται στις παρακάτω επτά βασικές κατηγορίες:

- Ομόλογα - Ομολογίες με Ρήτρα Ξένο Νόμισμα
- Ομόλογα Κυμαινόμενου Επιτοκίου (Floating - Rate Bonds)
- Μετοχοποιησιμοι Τίτλοι «Προμέτοχα»
- Μετοχές Εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών
- Αγορά Συναλλάγματος
- Παράγωγα Αξίογραφα (Forwards, Futures, Options)
- Αμοιβαία Κεφάλαια (Α/Κ)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Ο Κίνδυνος και η Απόδοση

2.1. Γενικά

Βασικό εργαλείο μέτρησης της επίδοσης μίας επένδυσης είναι η συνολική απόδοσή της μέσα σε μια χρονική περίοδο. Αυτή υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Απόδοση} = \frac{\text{Τελική αξία} - \text{Αρχική αξία} + \text{Επιπρόσθετη ροή}}{\text{Αρχική αξία}}$$

Η σχέση αυτή μας δείχνει την ποσοστιαία ονομαστική **απόδοση** της επένδυσης. Ωστόσο, για την αξιολόγηση της επίδοσης μίας επένδυσης πρέπει να εξεταστεί και ο **κίνδυνος** που ανελήφθη.

Η έννοια του κινδύνου μιας επένδυσης, συνίσταται στην απόκλιση των πραγματοποιηθεισών αποδόσεων ως προς τις αντίστοιχες αναμενόμενες. Βασικός κανόνας για έναν ορθολογικό επενδυτή είναι ότι αναλαμβάνει κινδύνους, ώστε να δημιουργήσει προϋποθέσεις για υψηλότερες αποδόσεις.

Στον Πίνακα 2.1 παρουσιάζεται η κατάταξη διαφόρων μορφών επενδύσεων με βάση τις παρελθούσες αποδόσεις τους στις ΗΠΑ, όπως κατεγράφη από τον John Taylor στην έκθεσή του με θέμα Building Wealth with Mutual Funds το 1992.

Είναι φανερό ότι όσο μεγαλύτερος ήταν ο κίνδυνος που αναλαμβάνεται, τόσο μεγαλύτερη είναι και η απόδοση της επένδυσης. Συνεπώς, ένας επενδυτής που δε θέλει να αναλάβει κίνδυνο, θα αποζημιωθεί με την ελάχιστη απόδοση, η οποία ισούται με το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, γνωστό ως risk free rate.

Πίνακας 2.1

Κατάταξη Διαφόρων Μορφών Επενδύσεων με Βάση τις Παρελθούσες Αποδόσεις τους στις ΗΠΑ

Μορφές Επενδύσεων	Απόδοση	Κίνδυνος
Παράγωγα	1	+++++
Κλαδικά Α/Κ Υψηλού Κινδύνου	2	+++++
Επιθετικά Α/Κ	3	+++++
Α/Κ Μικρών Εταιριών	4	+++++
Γενικός Δείκτης	5	++++
Α/Κ Μετοχικά	6	++++
Α/Κ Εισοδήματος & Υπεραξίας (Μικτά)	7	++++
Διεθνή Α/Κ Ομολογιών	8	++++
Α/Κ Ομολογιών*	9	+++
Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων	10	++
Έντοκα Γραμμάτια Δημοσίου	11	+

* Εξαιρούνται τα Α/Κ Ομολογιών Υψηλού

Κινδύνου (Junk Bond Funds)

Πηγή: **Building Wealth with Mutual Funds, John Taylor, 1992.**

2.2 Θεωρητική Προσέγγιση του Κινδύνου

Επενδύοντας σε ένα αξιόγραφο, ο επενδυτής αντιλαμβάνεται τον κίνδυνο με τη μορφή της μικρότερης απόδοσης από αυτήν που αναμένει. Για να αναλάβει επενδύσεις με κίνδυνο, ο ορθολογικά σκεπτόμενος επενδυτής, θα πρέπει να προσδοκά κάποια επιπλέον αμοιβή σε σχέση με τις ασφαλείς τοποθετήσεις. Η αμοιβή αυτή αποτελεί ένα «πριμ κινδύνου» (risk premium) και είναι τόσο υψηλότερη, όσο μεγαλύτερος εκτιμάται ότι είναι ο επενδυτικός κίνδυνος.

Στις αρχές της δεκαετίας του 1950, ο Markowitz παρουσίασε μία πρωτοποριακή μεθοδολογία συγκρότησης του άριστου χαρτοφυλακίου, όπου οι επενδυτές λαμβάνουν υπόψη ταυτόχρονα και την αναμενόμενη απόδοση και τον κίνδυνο των μετοχών. Σύμφωνα με το υπόδειγμά του, ένα χαρτοφυλάκιο θεωρείται αποδοτικό όταν δεν υπάρχει κανένα άλλο το οποίο α) με δεδομένη απόδοση να έχει μικρότερο κίνδυνο και β) με δεδομένο κίνδυνο να έχει μεγαλύτερη απόδοση.

Ο Sharpe (1964), ο Lintner (1965) και ο Mossin (1966) διεύρυναν την έννοια του αξιογράφου και διαμόρφωσαν την θεωρία ισορροπίας της κεφαλαιαγοράς, η οποία εκφράζεται ως «Μοντέλο

Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων», γνωστό ως CAPM (Capital Asset Pricing Model). Το Υπόδειγμα αυτό, δείχνει τη σχέση μεταξύ απόδοσης-κινδύνου, όπου ο κίνδυνος μετριέται με το συντελεστή βήτα και δείχνει το ποσοστό μεταβολής των αποδόσεων του χρεογράφου ή του χαρτοφυλακίου σε σχέση με τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Τα αξιόγραφα μεταβλητής απόδοσης και ειδικά οι μετοχές, έχουν κίνδυνο που συνίσταται σε δύο επιμέρους συστατικά στοιχεία, τα οποία επηρεάζουν τη διακύμανση (την απόκλιση όλων των δυνατών αποδόσεων από την αναμενόμενη απόδοση) της απόδοσής τους:

- α) τους παράγοντες που επηρεάζουν όλη την αγορά των μετοχών
- β) τους παράγοντες που επηρεάζουν μόνο τη συγκεκριμένη εταιρεία ή τον κλάδο της.

Στην πρώτη περίπτωση, έχουμε να κάνουμε με τους παράγοντες εκείνους που πηγάζουν από το ευρύ οικονομικό πλαίσιο (=Αγορά) και δεν μπορούν να αντιμετωπιστούν από τον επενδυτή, όπως είναι επιδείνωση της διεθνούς και εθνικής οικονομικής κατάστασης, πληθωρισμός, άνοδος/πτώση επιτοκίων, καταστάσεις ανωτέρας βίας, έκτακτα γεγονότα, τεχνολογικές εξελίξεις και άλλοι. Ο κίνδυνος αυτός ονομάζεται *κίνδυνος της αγοράς ή συστηματικός κίνδυνος (market or systematic risk)*.

Με άλλα λόγια, ο συστηματικός κίνδυνος αναφέρεται στο ποσοστό εκείνο της συνολικής μεταβλητότητας της απόδοσης μιας μετοχής, που οφείλεται σε παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν ταυτόχρονα τις μέσες αποδόσεις όλων των μετοχών που κυκλοφορούν στην αγορά, δηλαδή όλου του χαρτοφυλακίου της αγοράς (market portfolio). Είναι δηλαδή, σε όρους πιθανοτήτων, η πιθανότητα να μεταβληθεί η τιμή μιας μετοχής, μόνο σαν αποτέλεσμα των μεταβολών όλης της αγοράς. Επειδή οι περισσότεροι τίτλοι τείνουν να επηρεάζονται με παρόμοιο τρόπο από τέτοιες συνθήκες αγοράς, ο συστηματικός κίνδυνος δεν μπορεί να απαλειφθεί με την διαφοροποίηση.

Στην δεύτερη περίπτωση έχουμε τον *μη συστηματικό κίνδυνο (unsystematic risk)*. Ο μη συστηματικός αναφέρεται στο ποσοστό εκείνο της συνολικής μεταβλητότητας της απόδοσης μιας μετοχής, που οφείλεται σε ιδιαίτερα γεγονότα της ίδιας της εταιρείας, της βιομηχανίας ή του κλάδου στον οποίο ανήκει η εκδότρια εταιρεία. Οφείλεται σε παράγοντες που είναι μοναδικοί για κάθε εταιρεία και είναι ανεξάρτητοι των οικονομικών, πολιτικών και άλλων παραγόντων που επηρεάζουν κατά συστηματικό τρόπο τις επενδύσεις. Αυτοί είναι οι τεχνολογικές καινοτομίες, μια σημαντική απεργία, η παραγωγή παρόμοιων προϊόντων, αποτυχημένες επιλογές, κακές εκτιμήσεις, αναποτελεσματική οργάνωση, ανορθόδοξο χρηματοδοτικό σχήμα και άλλους.

Ο μη συστηματικός κίνδυνος μπορεί να εξαληφθεί ή τουλάχιστον το μεγαλύτερο μέρος του να μειωθεί, εάν διακρατούμε ένα χαρτοφυλάκιο με αρκετά A/K που δεν παρουσιάζουν θετική συσχέτιση. Μέσω της κατάλληλης διαφοροποίησης, τη δημιουργία δηλαδή χαρτοφυλακίων που να περιέχουν πολλές, ανεξάρτητες μεταξύ τους επενδύσεις, αρνητικά γεγονότα σε μία εταιρία αντισταθμίζονται από ενδεχόμενα θετικά σε μία άλλη, κάτι που επιτρέπει την εξάλειψη του με τη διαφοροποίηση, γεγονός αδύνατο για την περίπτωση του συστηματικού κινδύνου.

Ο συστηματικός και ο μη συστηματικός κίνδυνος, συνιστούν το συνολικό κίνδυνο μιας μετοχής, ο οποίος εκφράζεται με την διακύμανση (ή τυπική απόκλιση) των αποδόσεων της γύρω από την μέση τιμή της.

$$\text{Συνολικός κίνδυνος} = \text{Συστηματικός Κίνδυνος} + \text{Μη Συστηματικός Κίνδυνος}$$

2.3 Η Μέτρηση του Κινδύνου

Ο κίνδυνος είναι μετρήσιμο μέγεθος και υπάρχουν διάφοροι τρόποι για τη μέτρησή του. Σύμφωνα με τη σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου και τους θεωρητικούς της Markowitz (1952, 1959) και Sharpe (1963, 1964), οι επενδυτές συνεκτιμούν τόσο την απόδοση όσο και τον κίνδυνο, ώστε να επιλέξουν μεταξύ εναλλακτικών επενδυτικών προτάσεων.

Σε γενικές γραμμές, ο κίνδυνος είναι η αβεβαιότητα που υπάρχει για την πραγματοποίηση ενός συγκεκριμένου αποτελέσματος και στην περίπτωση των αξιογράφων μεταβλητής απόδοσης, νοείται ως η διακύμανση που ενδέχεται να παρουσιάσουν οι αποδόσεις τους. Αν ο υποψήφιος επενδυτής επιθυμεί όσο το δυνατόν υψηλότερες αποδόσεις, τότε θα πρέπει να είναι προετοιμασμένος να αποδεχθεί και λιγότερη ασφάλεια για τα κεφάλαιά του, δηλαδή μεγαλύτερο κίνδυνο. Από την άλλη μεριά, το τίμημα για την εξασφάλιση των κεφαλαίων του είναι η χαμηλή απόδοση αυτών. Δηλαδή, υπάρχει ένα αντιστάθμισμα μεταξύ απόδοσης και ασφάλειας. Συνεπώς, ο υποψήφιος επενδυτής θα πρέπει να αποφασίσει ποιο είναι εκείνο το μίγμα απόδοσης-κινδύνου που εξυπηρετεί καλύτερα τις ανάγκες του.

Ο υπολογισμός του κινδύνου γίνεται με δύο μέτρα:

α) με το Συστηματικό Κίνδυνο και β) με την Τυπική απόκλιση

α) Συστηματικός Κίνδυνος

Ο συστηματικός κίνδυνος ή κίνδυνος της αγοράς μετριέται με τον συντελεστή βήτα (beta), ο οποίος είναι ένας δείκτης ευαισθησίας του κινδύνου μιας μετοχής ή ενός χαρτοφυλακίου σε σχέση με τον κίνδυνο του συνολικού χαρτοφυλακίου της αγοράς. Η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, προσεγγίζεται από το Γενικό Δείκτη (ΓΔ) του Χρηματιστηρίου των Αθηνών (ΧΑ), ο οποίος έχει συντελεστή βήτα ίσο με την μονάδα.

Στην περίπτωση που μία μετοχή ή ένα A/K έχει συντελεστή βήτα μεγαλύτερο της μονάδας, τότε η μετοχή αυτή ή το A/K μεταβάλλεται με ρυθμό μεγαλύτερο από αυτόν της αγοράς. Αντίθετα, στην περίπτωση που ο συντελεστής βήτα είναι μικρότερος από τη μονάδα, τότε η μετοχή ή το A/K μεταβάλλεται με ρυθμό μικρότερο από αυτόν της αγοράς.

Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του συντελεστή βήτα μιας επένδυσης, τόσο πιο επικίνδυνη είναι η επένδυση αυτή. Μια μετοχή (ή ένα χαρτοφυλάκιο) με συντελεστή βήτα σημαντικά μεγαλύτερο από τη μονάδα θεωρείται επιθετική (επιθετικό), και αναμένεται ότι θα αποφέρει σημαντικές αποδόσεις όταν η αγορά χαρακτηρίζεται από συνεχή άνοδο των τιμών. Όμως, σε καταστάσεις, όπου η αγορά χαρακτηρίζεται από τάση πτώσης των τιμών, οι μετοχές με συντελεστή βήτα μεγαλύτερο από την μονάδα, θα έχουν αποδόσεις σημαντικά μικρότερες από αυτές του χαρτοφυλακίου της Αγοράς.

Μία μετοχή (ή ένα χαρτοφυλάκιο) με συντελεστή βήτα σημαντικά μικρότερο της μονάδας θεωρείται αμυντική (αμυντικό) και έχει μικρότερο συστηματικό κίνδυνο. Οι αμυντικές μετοχές αποφέρουν μικρότερες αποδόσεις σε σχέση με αυτές του χαρτοφυλακίου της Αγοράς σε καταστάσεις συνεχούς ανόδου του επιπέδου των τιμών, αλλά έχουν μικρότερες ζημιές σε καταστάσεις συνεχούς πτώσης των τιμών.

Τα A/K χρηματαγοράς, των οποίων οι αποδόσεις παρουσιάζουν χαμηλή διακύμανση, έχουν συντελεστή βήτα ίσο με μηδέν, ενώ τα μετοχικά A/K μπορεί να έχουν συντελεστή βήτα που να πλησιάζει ή και να ξεπερνά τη μονάδα. A/K μικτού τύπου θα έχουν συντελεστές βήτα χαμηλότερους της μονάδας.

Η ακριβής τιμή του βήτα ενός A/K εξαρτάται από το ποσοστό του ενεργητικού το οποίο έχει επενδυθεί σε μετοχές και άλλα περιουσιακά στοιχεία που ενέχουν κίνδυνο, ως προς τα υπόλοιπα επενδεδυμένα στοιχεία μηδενικού κινδύνου. Το είδος των επιλεγμένων μετοχών (επιθετικών

έναντι αμυντικών) αλλά και η στάθμιση που ο διαχειριστής επιλέγει για τα προαναφερθέντα είδη μετοχών, συμβάλλει στην τελική διαμόρφωση του μεγέθους του συστηματικού κινδύνου ενός A/K.

Η τιμή ενός συντελεστή βήτα δεν δείχνει τη μεταβλητότητα ενός A/K σε απόλυτους όρους, αλλά πόσο μεταβάλλεται ως προς το δείκτη της χρηματιστηριακής αγοράς. Ενώ ο συντελεστής βήτα μιας μεμονωμένης μετοχής μπορεί να μεταβάλλεται διαχρονικά έντονα, ο αντίστοιχος συντελεστής ενός καλά διαφοροποιημένου A/K μετοχών, δείχνει ικανοποιητική διαχρονική σταθερότητα. Το χαρακτηριστικό αυτό είναι σημαντικό πλεονέκτημα στη διαδικασία μέτρησης και πρόβλεψης του επιπέδου του συστηματικού κινδύνου των A/K.

Το ζητούμενο, επομένως, είναι η διατήρηση υψηλού συντελεστή βήτα για τις περιόδους υψηλών αποδόσεων, ώστε η εκάστοτε εταιρία του A/K να συμβαδίζει με το δείκτη και να πετυχαίνει αντίστοιχα τις υψηλές αποδόσεις της αγοράς. Στην αντίθετη περίοδο οικονομικής δυσπραγίας στην αγορά, προτιμάται οι εταιρίες διαχείρισης A/K να διαμορφώνουν για τα προϊόντα τους χαμηλούς συντελεστές βήτα, που υποδηλώνουν συντηρητισμό και ετοιμότητα να ανταποκρίνονται στην οικονομική ύφεση εν αναμονή νέας περιόδου του επιχειρηματικού κλίματος. Το θέμα αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό όσον αφορά την κριτική που γίνεται στη διαχείριση των A/K, διότι η ικανότητα συνδυασμού υψηλού συντελεστή βήτα κατά την ανοδική περίοδο και αντίθετα χαμηλού κατά την πτωτική φάση, αποκαλύπτει την προβλεψιμότητα των εν λόγω επαγγελματιών σε τυχόν μεταβολές της αγοράς και της οικονομίας.

Για την εκτίμηση του συντελεστή βήτα, b_p , ενός ελληνικού A/K είναι απαραίτητη η εκτίμηση του πιο κάτω υποδείγματος, γνωστού στη χρηματοοικονομική, ως υποδείγμα αγοράς (market model):

$$r_{pt} - r_f = a_p + b_p(r_{mt} - r_f) + u_{pt},$$

όπου

r_{pt} : η απόδοση του A/K κατά την περίοδο t

r_{mt} : η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, όπως αυτή προσεγγίζεται από το

ΓΔ του ΧΑ

r_f : το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, που προσεγγίζεται από το επιτόκιο των τριμηνιαίων ΕΓΕΔ

b_p : ο συντελεστής βήτα του A/K

a_p : ο συντελεστής άλφα του A/K

u_{pt} : ένας στοχαστικός όρος, ο οποίος υποθέτουμε ότι πληροί τις υποθέσεις του κλασσικού γραμμικού υποδείγματος.

Η εκτίμηση του παραπάνω υποδείγματος, γίνεται συνήθως με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων και παρέχει προσεγγίσεις των συντελεστών άλφα και βήτα του A/K. Στη διαδικασία εφαρμογής της μεθόδου αυτής υιοθετούνται αρκετά περιοριστικές υποθέσεις οι οποίες, όπως έχει δείξει η εμπειρική έρευνα, συχνά παραβιάζονται. Οι υποθέσεις αυτές αφορούν κυρίως τη συμπεριφορά του στοχαστικού όρου και είναι οι ακόλουθες:

(α) $E(u_{pt}) = 0, \forall t$

(β) $Cov(u_{pt}, u_{p(t+k)}) = 0, \text{ για } k = 1, 2, 3, \dots$

(γ) $Cov(u_{pt}, r_{mt}) = 0$

(δ) $Var(u_{pt}) = S^2, \forall t$

Η υπόθεση (α) υπονοεί ότι η αναμενόμενη τιμή του στοχαστικού όρου είναι μηδέν, ενώ η υπόθεση (β) αφορά τη διαχρονική ανεξαρτησία των καταλοίπων. Η υπόθεση (γ) αναφέρεται στην ανεξαρτησία της ερμηνευτικής μεταβλητής με το στοχαστικό όρο, ενώ η υπόθεση (δ) υπονοεί ότι η διακύμανση των καταλοίπων είναι σταθερή για όλη την περίοδο του δείγματος (Υπόθεση της Ομοσκεδαστικότητας). Επιπροσθέτως, γίνεται αποδεκτό ότι η τιμή του συστηματικού κινδύνου είναι σταθερή για όλη την περίοδο εκτίμησης.

Η συνήθης διεθνής πρακτική για την εκτίμηση του υποδείγματος της αγοράς για A/K είναι η χρησιμοποίηση μηνιαίων στοιχείων (αποδόσεων) για μία περίοδο τεσσάρων ετών. Όμως, η ίδια σχέση, θα μπορούσε να εκτιμηθεί χρησιμοποιώντας στοιχεία μικρότερης χρονικής διάρκειας π.χ. εβδομαδιαία στοιχεία για μια περίοδο ενός έτους.

β) Τυπική Απόκλιση (Standard Deviation)

Η μεταβλητότητα μιας επένδυσης σε απόλυτους όρους μετράται με την τυπική απόκλιση, η οποία υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$s_{p_t} = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (r_{p_t} - \bar{r}_p)^2} ,$$

όπου

r_{p_t} : η απόδοση (ημερήσια, εβδομαδιαία, μηνιαία) του Α/Κ μέσα σε μια χρονική περίοδο

\bar{r}_p : η μέση απόδοση του Α/Κ για την εξεταζόμενη χρονική περίοδο

T : είναι ο αριθμός των παρατηρήσεων.

Η άμεση σύγκριση των εναλλακτικών επενδύσεων αποτελεί πλεονέκτημα της τυπικής απόκλισης ως μέτρο κινδύνου. Εκφράζει την απόκλιση όλων των δυνατών αποδόσεων από τη μέση απόδοση που παρουσιάζει το Α/Κ. Δείχνει δηλαδή, τη μεταβλητότητα της επένδυσης σε απόλυτους όρους. Όσο μεγαλύτερο είναι το σ , τόσο μεγαλύτερος είναι και ο κίνδυνος που παρουσιάζει το συγκεκριμένο Α/Κ. Το σ εκφράζει το συνολικό κίνδυνο της επένδυσης, δηλαδή το συστηματικό και το μη συστηματικό.

Η τυπική απόκλιση έχει νόημα μόνο όταν συγκρίνεται με τη μέση της τιμή και βασίζεται στην υπόθεση της κανονικής κατανομής, που σημαίνει ότι υπάρχουν ίσες διακυμάνσεις για κάθε πλευρά από τον μέσο της. Συνήθως, η υπόθεση αυτή δεν ικανοποιείται στις χρηματιστηριακές αγορές, οι οποίες δείχνουν μια γενική μακροπρόθεσμη ανοδική τάση.

2.4. Τεχνικές Περιορισμού του Κινδύνου

Ο περιορισμός του κινδύνου επιτυγχάνεται με τη διαφοροποίηση. Διαφοροποίηση σημαίνει επένδυση σε ένα χαρτοφυλάκιο που να περιέχει πολλά περιουσιακά στοιχεία, όπως μετοχές, ομολογίες, δικαιώματα, μετρητά, χρυσός κτλ. Σκοπός ενός επενδυτή πρέπει να είναι η κατασκευή ενός καλά διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου, συνδυάζοντας μετοχές και άλλα

περιουσιακά στοιχεία. Η επένδυση μόνο σε ένα μεμονωμένο περιουσιακό στοιχείο, ειδικά όταν πρόκειται για μετοχή, δεν ενδείκνυται

Για την αποτελεσματικότερη διαφοροποίηση ενός χαρτοφυλακίου, είναι απαραίτητη η γνώση των ιστορικών αποδόσεων των μετοχών, των ομολογιών αλλά και των υπόλοιπων περιουσιακών στοιχείων τα οποία θα περιληφθούν σε αυτό. Απαιτείται, επίσης, η γνώση της επικινδυνότητας των περιουσιακών στοιχείων, όπως αυτή προσεγγίζεται από την τυπική απόκλιση των αποδόσεων των στοιχείων αυτών, καθώς και οι συντελεστές συσχέτισης των ιστορικών τους αποδόσεων.

Οι βασικές προσεγγίσεις για την επίτευξη διαφοροποιημένων χαρτοφυλακίων είναι οι εξής:

- Απλή Διαφοροποίηση

Η απλή διαφοροποίηση μπορεί να ορισθεί ως η μη τοποθέτηση όλων των "αυγών στο ίδιο καλάθι". Ο τύπος αυτός της διαφοροποίησης, είναι γνωστός στο ευρύ επενδυτικό κοινό και στην πράξη πολλοί επενδυτές, αλλά και διαχειριστές Α/Κ τον υιοθετούν. Υπάρχει διάχυτη η άποψη ότι ένα χαρτοφυλάκιο το οποίο αποτελείται από 50 έως 100 διαφορετικές μετοχές, είναι καλύτερα διαφοροποιημένο από ένα άλλο το οποίο αποτελείται από 15 έως 20 μετοχές.

Σύμφωνα με τους Fisher & Lorie (1970), με τη διαδικασία της απλής διαφοροποίησης επιτυγχάνεται εξάλειψη του 80% του μη συστηματικού κινδύνου του χαρτοφυλακίου. Όπως προέκυψε από τη μελέτη τους, για να επιτευχθεί αυτό, χρειάζεται η κατασκευή ενός χαρτοφυλακίου που να αποτελείται από 15 έως 20 μετοχές, αφού η εισαγωγή περισσότερων μετοχών στο χαρτοφυλάκιο, δεν φαίνεται να μειώνει το μη συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου.

- Διαφοροποίηση Μεταξύ Κλάδων

Πολλοί σύμβουλοι επενδύσεων επιλέγουν μετοχές από διαφορετικούς βιομηχανικούς ή άλλους κλάδους, ώστε να επιτύχουν καλύτερη διαφοροποίηση. Είναι προτιμότερο να ακολουθηθεί κάποιος τη διαφοροποίηση μεταξύ κλάδων, από το να επιλέξει μετοχικούς τίτλους εταιρειών οι οποίες ανήκουν στον ίδιο κλάδο. Βέβαια, έχει αποδειχθεί ότι η διαφοροποίηση

μεταξύ κλάδων δεν παρέχει σημαντικά ικανοποιητικότερα αποτελέσματα από την τυχαία επιλογή, αφού οι αποδόσεις των μετοχών σε πολλούς βιομηχανικούς κλάδους συσχετίζονται ισχυρά μεταξύ τους.

Οι Fisher & Lorie (1970) στην μελέτη τους ήλεγξαν την αποτελεσματικότητα της διαφοροποίησης μεταξύ των κλάδων, αυξάνοντας τον αριθμό των μετοχών που περιλαμβάνονται στο σχετικό χαρτοφυλάκιο. Τα χαρτοφυλάκια που κατασκεύασαν περιελάμβαναν 8, 16, 32 και 128 κοινές μετοχές, οι οποίες όλες ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Ν.Υόρκης. Για τον έλεγχο της μελέτης τους, χρησιμοποιήθηκαν δύο μέθοδοι. Η πρώτη μέθοδος αφορούσε την τυχαία επιλογή μετοχών, ενώ η δεύτερη την επιλογή μετοχών από διαφορετικούς βιομηχανικούς κλάδους.

Με βάση αυτές τις μεθόδους κατασκευάστηκε ένας σημαντικός αριθμός χαρτοφυλακίων τα οποία περιελάμβαναν διαφορετικό αριθμό μετοχών. Για κάθε χαρτοφυλάκιο υπολογίστηκαν οι αποδόσεις και οι αντίστοιχοι κίνδυνοι. Βασικό συμπέρασμα της μελέτης ήταν ότι, η διαφοροποίηση μεταξύ κλάδων δεν είναι αποτελεσματικότερη από την απλή διαφοροποίηση, καθώς εάν αυξηθεί ο αριθμός των μετοχών του χαρτοφυλακίου πάνω από οκτώ, δεν θα επιτευχθεί περαιτέρω μείωση του κινδύνου του χαρτοφυλακίου.

- Η Διαφοροποίηση κατά Markowitz

Η προσέγγιση του Markowitz για την κατασκευή καλά διαφοροποιημένων χαρτοφυλακίων στηρίζεται στην επιλογή και στο συνδυασμό διαφορετικών περιουσιακών στοιχείων, τα οποία έχουν ένα σημαντικό χαρακτηριστικό: *τα περιουσιακά στοιχεία που επιλέγονται θα έχουν συντελεστές συσχέτισης των αποδόσεών τους σημαντικά χαμηλότερους της μονάδας.*

Ο συντελεστής συσχέτισης (ρ) είναι μία στατιστική, η οποία μετράει το βαθμό παράλληλης κίνησης δύο μεταβλητών με όρια τιμών στο διάστημα $[-1, +1]$. Συντελεστές συσχέτισης κοντά στη μονάδα (+1) υποδηλώνουν ισχυρή, παράλληλη και ομόρροπη κίνηση μεταξύ των εξεταζομένων μεταβλητών, ενώ αντίστοιχοι κοντά στο -1, δείχνουν ισχυρή, παράλληλη αλλά αντίθετης κατεύθυνσης κίνηση. Τιμές του ρ κοντά στο μηδέν, υποδηλώνουν ότι οι δύο υπό εξέταση μεταβλητές κινούνται ανεξάρτητα.

Η βασική υπόθεση της προσέγγισης του Markowitz είναι ότι, οι επενδυτές αποστρέφονται τον κίνδυνο (risk averse investors). Δηλαδή, οι επενδυτές θα δεχθούν να αναλάβουν υψηλότερο κίνδυνο, μόνον αν αποζημιωθούν με μεγαλύτερη απόδοση. Ο Markowitz δεχόμενος αυτή την υπόθεση, ανέπτυξε ένα υπόδειγμα ανάλυσης χαρτοφυλακίου, το οποίο συνοψίζεται ως ακολούθως:

1) τα δύο βασικά χαρακτηριστικά ενός χαρτοφυλακίου είναι η αναμενόμενη απόδοση (expected return) και κάποιο μέτρο διασποράς των δυνατών αποδόσεων γύρω από τη μέση απόδοση (κίνδυνος).

2) οι ορθολογικοί επενδυτές θα επιλέξουν αποτελεσματικά χαρτοφυλάκια (efficient portfolios), τα οποία μεγιστοποιούν την αναμενόμενη απόδοση δοθέντος ενός επιπέδου κινδύνου ή εναλλακτικά και ισοδύναμα, εκείνα τα οποία ελαχιστοποιούν τον κίνδυνο για μία δεδομένη αναμενόμενη απόδοση.

3) είναι δυνατή η εξεύρεση αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων. Ένας συνδυασμός θεωρείται αποτελεσματικός όταν οποιοσδήποτε άλλος συνδυασμός που έχει την ίδια προσδωκόμενη απόδοση, είναι πιο ρισκοκίνδυνος και οποιοσδήποτε άλλος συνδυασμός που έχει τον ίδιο κίνδυνο εκτιμάται ότι θα έχει μικρότερη απόδοση.

Με την εισαγωγή των παραπάνω δεδομένων σε ένα πρόγραμμα, εξάγεται το ποσοστό των χρημάτων που θα κατανεμηθεί σε κάθε επενδυτικό στοιχείο, ώστε να επιτευχθεί ο άριστος συνδυασμός κινδύνου - αναμενόμενης απόδοσης.

- Διεθνική Διαφοροποίηση

Η συσχέτιση αλλά και η αλληλεξάρτηση των διεθνών Χρηματιστηρίων αποτελούν αντικείμενο ιδιαίτερου ενδιαφέροντος τόσο για τους εγχώριους όσο και για τους διεθνείς διαχειριστές χαρτοφυλακίων.

Μελέτες των Solnik (1974, 1993), Swanson (1979) και Lessard (1977), έδειξαν ότι η δημιουργία χαρτοφυλακίων με αξιόγραφα που διαπραγματεύονται στα διεθνή χρηματιστήρια, επιτυγχάνει αποτελεσματική διαφοροποίηση και συνεπώς, ελαχιστοποίηση του συνολικού τους κινδύνου. Αυτό οφείλεται κυρίως, στη διαφορετικότητα των παραγόντων οι οποίοι

προσδιορίζουν τις τιμές των αξιογράφων και οι οποίοι είναι πολλές φορές μοναδικοί για κάθε εγχώρια οικονομία, π.χ. η ύπαρξη συναλλαγματικού κινδύνου, οι περιορισμοί στην μετακίνηση κεφαλαίων μεταξύ διαφορετικών εθνικών ορίων, η ύπαρξη πολιτικού κινδύνου, η ύπαρξη διαφορετικών κανονισμών-ειδικών για κάθε χώρα, οι διαφορετικές λογιστικές πρακτικές που ακολουθούνται σε διάφορες χώρες και άλλοι.

Σύμφωνα με την χρηματοοικονομική θεωρία για να επιτευχθεί ουσιαστική μείωση του κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου απαιτείται όπως η συσχέτιση των αποδόσεων των αξιογράφων που περιλαμβάνονται σε αυτό να είναι κοντά στο μηδέν και εάν είναι δυνατόν και αρνητική.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΜΕΡΟΣ Β΄
Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Το Ελληνικό Χρηματιστήριο

3.1. Ιστορική Αναδρομή

Η ιστορία του Χρηματιστηρίου των Αθηνών ξεκίνησε στα τέλη του περασμένου αιώνα από τους εμπόρους και τους ναυτικούς της εποχής εκείνης. Τον Σεπτέμβριο του 1876, επί κυβερνήσεως Κουμουνδούρου, ιδρύθηκε το Χρηματιστήριο Αξιών των Αθηνών, ενώ τα επίσημα εγκαίνια έγιναν το Μάιο του 1880. Η ιστορία της εποχής εκείνης αναφέρει ότι οι μετοχές της Εθνικής Τράπεζας, μετοχές άλλων τραπεζών και εταιρειών καθώς και οι ομολογίες των Εθνικών Δανείων ήταν οι πρώτες κινητές αξίες που άρχισαν να διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο των Αθηνών.

Σήμερα στο χρηματιστήριο λειτουργούν τρεις αγορές, η κύρια, η παράλληλη και η νέα χρηματιστηριακή αγορά. Η παράλληλη αγορά δημιουργήθηκε το 1989 και σχεδιάστηκε από την τότε διοίκηση του χρηματιστηρίου, ώστε να αποτελέσει τον προθάλαμο της κύριας αγοράς και να δεχτεί τις εταιρίες εκείνες που δεν πληρούν τις προϋποθέσεις εισαγωγής στην κύρια αγορά του χρηματιστηρίου. Η δημιουργία της παράλληλης αγοράς σκοπεύει κυρίως, να βοηθήσει τις δυναμικές μεσαίες επιχειρήσεις να αντλήσουν φτηνά κεφάλαια για τη χρηματοδότηση επενδυτικών προγραμμάτων εκσυγχρονισμού και επέκτασης τους, ώστε να μπορέσουν να αντιμετωπίσουν τον αυξανόμενο ανταγωνισμό. Τέλος η νέα χρηματιστηριακή αγορά αφορά ακόμα μικρότερες επιχειρήσεις, κυρίως τις λεγόμενες «μικρομεσαίες».

Το 1995 το Χ.Α. έγινε ανώνυμη εταιρία και από το 1997 απέκτησαν συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο, έπειτα από νομοθετική ρύθμιση διάφοροι φορείς της χρηματιστηριακής αγοράς, όπως τράπεζες, χρηματιστηριακές εταιρίες και εταιρίες επενδύσεων. Τέλος το 2003 το Χ.Α ιδιωτικοποιήθηκε.

3.2. Η Εξέλιξη του Μεγέθους του ΧΑ

Η Χρηματιστηριακή Αγορά των Αθηνών έχει επιτελέσει διαχρονικά αδιαμφισβήτητες ποιοτικές και ποσοτικές προόδους. Όμως τα σφάλματα και οι υπερβολές του 1999, δημιούργησαν σοβαρά ελλείμματα αξιοπιστίας του θεσμού. Κομβικό σημείο της πορείας του

Χ.Α. ήταν το 1986, όπου με μία σειρά θεσμικών προσαρμογών (Επιτροπή Καρατζά) απελευθερώθηκε η κίνηση κεφαλαίων για επενδύσεις σε αξιόγραφα.

Η δεκαετία του 1990, πέρα από τις υπερβολές που εμφανίστηκαν στην αρχή της και την μετέπειτα στασιμότητα της, έδωσε μια άλλη ποιοτική και ποσοτική διάσταση στο θεσμό, με αποτέλεσμα το Χ.Α. από αναδυόμενη αγορά να έχει όλες τις προϋποθέσεις για το χαρακτηρισμό της ως ώριμης.

Πίνακας 3.1

**Χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων στο Χ.Α. εταιριών (εκατ. ευρώ),
1996-2005**

Τέλος Έτους	Κύρια Αγορά				Παράλληλη Αγορά	ΝΕ.Χ.Α.	Γενικό Σύνολο ⁴	
	Χρημ/πιστ. κλάδος ²	Μεταπ. βιομηχ.	Λοιποί κλάδοι ³	Σύνολο μετοχών			Αξία	Ετήσια μεταβ. (%)
2005 ¹	46.994,9	19.810,8	43.822,9	86.686,1	5.957,4	104,8	116.693,2	26,7
2004	33.816,2	15.250,4	37.619,6	78.167,3	5.346,35	105,8	92.137,9	9,0
2003	26.030,4	17.458,3	34.678,7	60.449,3	6.111,4	268,5	84.547,1	28,6
2002	17.578,8	12.383,7	30.487,7	89.178,5	5.188,3	122,1	65.759,7	-47,4
2001	30.105,5	19.178,4	39.894,6	107.238,9	7.720,8	50,2	96.949,5	-17,8
2000	44.076,6	32.788,1	30.419,2	177.890,4	10.672,3	-	177.956,3	-40,3
1999	64.783,2	61.863,2	51.244,0	64.157,0	19.646,6	-	197.537,0	194,7
1998	23.740,5	18.619,2	21.797,3	27.830,4	2.867,8	-	67.024,8	132,8
1997	8.976,0	9.457,1	9.397,3	16.883,1	962,9	-	28.793,3	65,0
1996	4.898,4	5.695,1	6.289,6	563,1	-	-	17.446,2	47,7

Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών.

Στον Πίνακα 3.2 παρουσιάζονται οι επιτευχθείσες μέσες ετήσιες αποδόσεις για κάποιον που τοποθετήθηκε σε διαφορετικές χρονικές στιγμές στη Σοφοκλέους, μετρούμενες με βάση την πορεία του ΓΔ του ΧΑ.

Πίνακας 3.2

Μέση ετήσια μεταβολή (%) του Γ.Δ.Τ. του Χρηματιστηρίου Αθηνών,
1995-2005

		Έτος Τοποθέτησης										
Έτος Απόδοσης	Έτη	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
		1996	2,1%									
	1997	27,2%	58,5%									
	1998	44,2%	71,3%	85,1%								
	1999	56,9%	81,0%	93,4%	102,2%							
	2000	30,0%	38,0%	31,8%	11,3%	-38,8%						
	2001	19,0%	22,7%	15,0%	-1,8%	-31,6%	-23,5%					
	2002	9,7%	11,0%	3,4%	-10,6%	-31,9%	-28,2%	-32,5%				
	2003	13,8%	13,5%	7,3%	-4,6%	-20,0%	-12,6%	-6,5%	29,5%			
	2004	13,2%	14,7%	9,5%	0,3%	-12,8%	-4,8%	2,4%	26,3%	23,1%		
	2005	14,9%	16,4%	12,0%	4,3%	-6,6%	-1,6%	9,0%	28,0%	27,2%	31,5%	

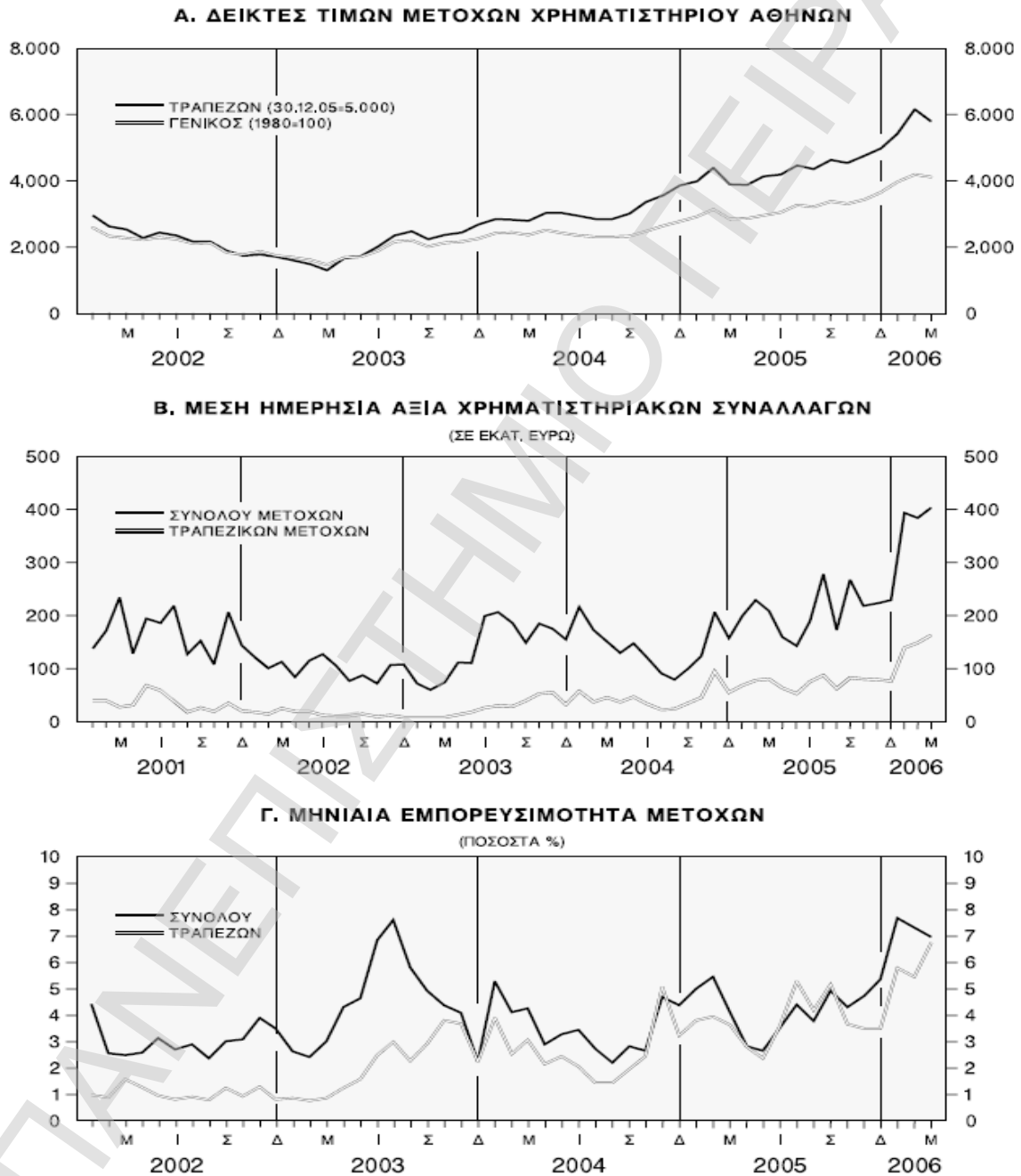
Σημ.: Τα αποτελέσματα προκύπτουν από την ακόλουθη σχέση: $M.E.A. = (X_t / X_0)(1/t) - 1$, όπου $M.E.A.$ είναι η μέση ετήσια απόδοση και X_0 και X_t είναι οι πμές του δείκτη στο αρχικό έτος-βάση 0 και στο έτος t .

Στο Σχήμα 3.1 απεικονίζεται η πορεία του Γενικού Δείκτη, η μέση ημερήσια αξία χρηματιστηριακών συναλλαγών και η μηνιαία εμπορευσιμότητα των μετοχών για του ΧΑ και της Τραπεζικού Δείκτη αντίστοιχα για την περίοδο 2001-2006.

Παρατηρείται πως όσο πιο νωρίς επένδυσε κάποιος, τόσο μεγαλύτερο είναι και το κέρδος του, καθώς μπόρεσε να καρπωθεί την άνοδο της περιόδου 1998-1999. Αντίθετα, κάποιος που εισήλθε στην αγορά από το 1999 έως και το 2001, κατέγραψε αρνητικές αποδόσεις.

Σχήμα 3.1

Δείκτες Τιμών Μετοχών ΧΑ, Μέση Ημερήσια Αξία Χρηματιστηριακών Συναλλαγών,
Μηνιαία Εμπορευσιμότητα Μετοχών 2001-2006



Στον Πίνακα 3.3 παρουσιάζεται η εξέλιξη της αξίας των συναλλαγών στην αγορά μετοχών του ΧΑ την περίοδο 1996 – 2005. Παρατηρείται κατακόρυφη άνοδος των συναλλαγών στα πρώτα χρόνια, την οποία ακολούθησε μία σημαντική μείωση το χρονικό διάστημα 2000 – 2002, κατά τη διάρκεια του οποίου το χρηματιστήριο σημείωσε απώλειες, για να υπάρξει τα τελευταία τέσσερα έτη μία νέας άνοδος της αξίας των συναλλαγών.

Πίνακας 3.3

Αξία συναλλαγών στην αγορά μετοχών του Χ.Α., 1996–2005

Έτος	Κύρια Αγορά		Παράλληλη Αγορά		NE.XA.		Ε.Α.Γ.Α.Κ.		Γενικό Σύνολο ¹	
	Αξία (εκατ. ευρώ)	Ετήσια μεταβ. (%)	Αξία (εκατ. ευρώ)	Ετήσια μεταβ. (%)	Αξία (εκατ. ευρώ)	Ετήσια μεταβ. (%)	Αξία (εκατ. ευρώ)	Ετήσια μεταβ. (%)	Αξία (εκατ. ευρώ)	Ετήσια μεταβ. (%)
2005 ²	44.155,8	38,3	2.764,8	-21,4	85,32	17,6	3,7	32,1	47.054,2	31,7
2004	31.928,1	8,0	3.519,0	-29,3	72,55	-77,5	2,8	-	35.736,4	2,3
2003	29.558,3	50,8	4.975,9	0,7	323,06	40,1	-	-	34.936,1	40,9
2002	19.596,8	-41,8	4.943,7	-26,0	230,56	51,8	-	-	24.771,1	-38,9
2001	33.698,5	-59,9	6.679,4	-60,3	151,89	-	-	-	40.529,8	-60,1
2000	83.961,9	-45,3	16.84,8	-12,3	-	-	-	-	101.675,7	-41,2
1999	153.373,1	292,3	19.157,7	158,6	-	-	-	-	173.027,0	314,9
1998	39.097,7	140,5	2.233,5	190,8	-	-	-	-	41.708,1	144,2
1997	16.259,1	204,8	768,1	51,8	-	-	-	-	17.081,4	192,0
1996	5.334,1	44,5	506,0	14,4	-	-	-	-	5.849,3	41,3

Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Το Χρηματιστήριο Παραγώγων

4.1. Γενικά

Με το Νόμο 2533/97 τέθηκε το αναγκαίο θεσμικό πλαίσιο για τη δημιουργία επίσημης και οργανωμένης αγοράς παράγωγων προϊόντων στην Ελλάδα. Για την οργάνωση, τη λειτουργία και την ανάπτυξη της αγοράς, ιδρύθηκαν το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών Α.Ε. - Χ.Π.Α. (Athens Derivatives Exchange S.A. – ADEX) και η Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε. - ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Σκοπός του Χ.Π.Α. ήταν η οργάνωση και η υποστήριξη των συναλλαγών στη χρηματιστηριακή αγορά παραγώγων, η οργάνωση της λειτουργίας του συστήματος συναλλαγών αυτών, καθώς και κάθε συναφής δραστηριότητα. Τον έλεγχο και την εποπτεία επί της λειτουργίας του Χ.Π.Α. και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., ως προς την τήρηση των σχετικών διατάξεων και νομοθεσίας περί κεφαλαιαγοράς, ασκεί η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Το Χ.Π.Α., ξεκίνησε με μία σειρά από προϊόντα, όπως τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Σ.Μ.Ε.) στους δείκτες FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE Mid 40, τα Σ.Μ.Ε. σε δεκαετές Ομόλογο του Ελληνικού Δημοσίου, τα Δικαιώματα Προαίρεσης στους δείκτες FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE Mid 40, Δικαιώματα Προαίρεσης σε μετοχές καθώς και τα Συμβόλαια Δανεισμού Τίτλων. Με τα προϊόντα αυτά κάλυψε μία επενδυτική ανάγκη η οποία υπήρχε, αλλά μόλις τα τελευταία χρόνια είχε αρχίσει να γίνεται ιδιαίτερα επιτακτική.

Κατ' αυτόν τον τρόπο δόθηκε η δυνατότητα στους επενδυτές να αντισταθμίσουν τους κινδύνους των επενδύσεών τους, αλλά και να αυξήσουν περαιτέρω τις αποδόσεις τους.

Με τη Γενική Συνέλευση του Χ.Π.Α. που πραγματοποιήθηκε στις 17/07/2002 αποφασίσθηκε η συγχώνευση με απορρόφηση του «Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών Α.Ε.» από το «Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε.». Οι διαδικασίες της συγχώνευσης ολοκληρώθηκαν και τυπικά με την υπ' αριθμ. Κ2-10999/30-08-02 απόφαση του Υπουργείου Ανάπτυξης και η επωνυμία της νέας εταιρίας είναι «ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.».

4.2 Λειτουργία του ΧΠΑ

Η Αγορά Παραγώγων αποτελείται από τη Βασική Αγορά Παραγώγων και την Αγορά Repos. Η Βασική Αγορά Παραγώγων είναι η αγορά στην οποία καταρτίζονται οι συμβάσεις επί των εκάστοτε εισηγμένων σε αυτή Παραγώγων, πλην των Παραγώγων που έχουν τη μορφή Συμβάσεων Repos. Πρόκειται για πώληση βραχυπρόθεσμων χρεογράφων, κυρίως από τράπεζες, με δέσμευση επαναφοράς των χρεογράφων αυτών σε συγκεκριμένη τιμή και συγκεκριμένη ημερομηνία. Λειτουργεί επί τη βάσει των εντολών που διαβιβάζονται στο Σύστημα Διαπραγμάτευσης από τα συμμετέχοντα σε αυτή Μέλη ή και επί τη βάσει εντολών ειδικής διαπραγμάτευσης, όταν αυτό προβλέπεται από τα Χαρακτηριστικά Εισαγωγής Παραγώγου.

Οι συνεδριάσεις της Αγοράς Παραγώγων έχουν κατ' ελάχιστον πεντάωρη διάρκεια. Ειδικά για τις περιπτώσεις παραγώγων των οποίων η υποκείμενη αξία είναι μετοχή εισηγμένη σε Αγορά του ΧΑ ή δείκτης μετοχών του ΧΑ, ο οποίος απαρτίζεται από μετοχές εισηγμένες σε Αγορές του, οι συνεδριάσεις στα παράγωγα αυτά διαρκούν, κατ' ελάχιστον, καθ' όλη τη διάρκεια των συνεδριάσεων που διεξάγονται στο ΧΑ για τις οικείες μετοχές.

4.3 Παράγωγα και Α/Κ

Τα Α/Κ έχουν τη δυνατότητα να επενδύουν έως ένα βαθμό σε παράγωγα προϊόντα. Η αξία των θέσεων τους σε παράγωγα προϊόντα την περίοδο 2001 – 2005, ως ποσοστό του συνολικού τους ενεργητικού κυμαίνεται από 5,5% έως 12%. Σε αυτό το διάστημα κατεγράφησαν τόσο ζημιές όσο και κέρδη.

Όπως φαίνεται στον Πίνακα 4.2, τα μεγαλύτερα κέρδη επετεύχθησαν το β' τρίμηνο του 2004, κατά τη διάρκεια του οποίου η αγορά κινήθηκε πτωτικά. Δηλαδή οι διαχειριστές Α/Κ έπαιξαν τους δείκτες ή τις μετοχές short με στόχο προφανώς την αντιστάθμιση του κινδύνου των υπόλοιπων τοποθετήσεών τους, και αποκόμισαν κέρδη.

Πίνακας 4.1

Αξία επενδύσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων σε παράγωγα προϊόντα, 2001-2005

Τέλος τριμήνου	Αξία θέσεων σε παράγωγα προϊόντα (ευρώ)	Αξία θέσεων σε παράγωγα προϊόντα (% ενεργητικού)	Κέρδη / ζημιές (ευρώ)
Γ' τρίμηνο 2005	1.059.933.245	5,49%	2.048.979
Β' τρίμηνο 2005	1.457.984.467	6,53%	-18.615.686
Α' τρίμηνο 2005	1.761.553.628	7,54%	1.769.994
Δ' τρίμηνο 2004	1.838.840.211	7,69%	-8.262.424
Γ' τρίμηνο 2004	2.206.051.166	9,22%	-10.640.795
Β' τρίμηνο 2004	2.099.349.517	8,63%	51.576.944
Α' τρίμηνο 2004	2.587.152.357	10,60%	-46.141.264
Δ' τρίμηνο 2003	2.591.048.186	11,98%	28.148.121
Γ' τρίμηνο 2003	1.830.795.801	14,91%	4.227.805
Β' τρίμηνο 2003	2.232.022.819	10,79%	-14.274.272
Α' τρίμηνο 2003	1.719.168.837	10,61%	-7.262.240
Δ' τρίμηνο 2002	1.462.288.622	8,40%	23.467.248
Γ' τρίμηνο 2002	1.102.462.102	7,09%	-7.796.429
Β' τρίμηνο 2002	1.329.785.038	7,94%	5.859.696
Α' τρίμηνο 2002	953.982.414	7,23%	707.904
Δ' τρίμηνο 2001	783.945.848	5,91%	10.024.880
Γ' τρίμηνο 2001	670.887.540	5,03%	1.540.379
Β' τρίμηνο 2001	1.106.847.848	8,21%	-1.627.693
Α' τρίμηνο 2001	703.731.902	5,12%	3.278.772

Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Αντίθετα, οι μεγαλύτερες απώλειες σημειώθηκαν στο πρώτο τρίμηνο του 2004, όπου η αγορά και πάλι κινήθηκε πτωτικά. Στην προκειμένη περίπτωση οι διαχειριστές πόνταραν στην άνοδο του ΧΑ και έπαιξαν long την αγορά, πιστεύοντας ότι θα ανέβει. Η συνολική αξία των θέσεών τους σε παράγωγα πάντως εμφανίζει πτωτική πορεία από το α' τρίμηνο του 2004 έως και το γ' τρίμηνο του 2005.

ΜΕΡΟΣ Γ΄
ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Γνωρίζοντας τα Α/Κ

5.1. Ορισμός

Χαρτοφυλάκιο αξιών με διασπορά, εγγεγραμμένο ως μία ανοικτού τύπου εταιρία επενδύσεων, το οποίο πουλάει μερίδια στο ευρύ επενδυτικό κοινό σε μία συγκεκριμένη τιμή και τα επαναγοράζει τη στιγμή που αυτό απαιτηθεί, στην πραγματική λογιστική τους αξία.

Ο παραπάνω επιστημονικός ορισμός, μας δίνει μία πρώτη εικόνα σχετικά με το τι είναι Α/Κ. Το Α/Κ είναι μια μορφή εταιρείας επενδύσεων (*Investment Company*), με πρωταρχικό σκοπό την συγκέντρωση των αποταμιεύσεων των επενδυτών και η τοποθέτησή τους σε χρηματιστηριακούς και άλλους τίτλους. Με πολύ απλά λόγια, μπορεί κανείς να φανταστεί το Α/Κ ως ένα μεγάλο πορτοφόλι (χαρτοφυλάκιο) γεμάτο με αξιόγραφα (μετοχές, ομόλογα, έντοκα γραμμάτια και άλλα) και μετρητά (λογαριασμούς σε τράπεζες σε ευρώ και σε άλλα νομίσματα), το οποίο έχει σχηματιστεί με κεφάλαια ενός μεγάλου αριθμού ατόμων. Βασικά χαρακτηριστικά ενός Α/Κ είναι, ότι στερείται νομικής προσωπικότητας και ότι το κεφάλαιό του είναι μεταβλητό (*open-end fund*).

Οι αποταμιευτές λοιπόν, που τοποθετούν τα χρήματά τους στο Α/Κ γίνονται εξ ‘ αδιαίρετου συγκύριοι στην κοινή περιουσία, παίρνουν τίτλους που αντιπροσωπεύουν τα μερίδια του Α/Κ και γίνονται «μεριδιούχοι». Το «μερίδιο» είναι ένας τίτλος συμμετοχής στην περιουσία του Α/Κ κατά ορισμένο ποσοστό. Τα μερίδια μπορούν να ανήκουν σε έναν ή περισσότερους δικαιούχους, μεταβιβάζονται αφορολόγητα μεταξύ συζύγων και συγγενών πρώτου και δεύτερου βαθμού και μπορούν επιπλέον να χρησιμοποιηθούν ως ενέχυρο. Ο αριθμός των μεριδίων ενός Α/Κ αυξάνεται καθώς νέοι επενδυτές αγοράζουν μερίδια και μειώνεται όταν οι μεριδιούχοι αποχωρούν από αυτό. Εάν κανείς θέλει να μάθει την αξία του κεφαλαίου του σήμερα, πρέπει να πολλαπλασιάσει τον αριθμό των μεριδίων που κατέχει με την τιμή εξαγοράς που γράφεται στις εφημερίδες.

Τα μερίδια αποτελούν ονομαστικούς τίτλους που εκδίδονται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. Οι τίτλοι μεριδίου μπορούν να εκδίδονται για ένα ή περισσότερα μερίδια, ή κλάσμα μεριδίου και θα πρέπει να περιέχουν:

- α) την ονομασία του Α/Κ

- β) τον αριθμό της άδειας σύστασης του Α/Κ
- γ) τις επωνυμίες της Α.Ε. Δ.Α.Κ και του Θεματοφύλακα
- δ) τον αριθμό των μεριδίων που αντιστοιχούν στον τίτλο
- ε) τα στοιχεία του μεριδιούχου
- στ) την βεβαίωση ότι καταβλήθηκε ολοσχερώς η αξία των μεριδίων.

Το Α/Κ στην Ελλάδα διαχειρίζεται αποκλειστικά μία Ανώνυμη Εταιρεία, η οποία για να λειτουργήσει πρέπει να λάβει σχετική έγκριση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Η εταιρεία αυτή ονομάζεται Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου (ΑΕΔΑΚ). Ο νόμος, για την προστασία των επενδυτών, ορίζει ότι τα 2/5 τουλάχιστον του μετοχικού κεφαλαίου της ΑΕΔΑΚ ανήκουν σε εταιρία με ισχυρή οικονομική επιφάνεια. Τα εξειδικευμένα στελέχη του Α/Κ επιλέγουν τους ελκυστικότερους τίτλους, με αντικειμενικό σκοπό τη μεγιστοποίηση της απόδοσής τους. Μέσω της κατάλληλης διασποράς των κεφαλαίων σε ένα σημαντικό αριθμό αξιογράφων, επιτυγχάνεται η ελαχιστοποίηση του επενδυτικού κινδύνου.

Το Α/Κ είναι γνωστό ως ανοικτού τύπου μορφή συλλογικής επένδυσης. Οι εταιρίες που διαθέτουν Α/Κ είναι υποχρεωμένες από το νόμο να δημιουργούν νέα μερίδια όταν υπάρξουν επενδυτές που θέλουν να αγοράσουν, αλλά και να εξαγοράσουν τα μερίδια από τους επενδυτές μεριδιούχους όταν αυτοί θελήσουν να τα πουλήσουν. Επομένως, ο αριθμός των κυκλοφορούντων μεριδίων διακυμαίνεται καθημερινά ανάλογα με το εάν υπάρχουν επενδυτές που αγοράζουν νέα μερίδια ή και επενδυτές που αποφασίζουν να πουλήσουν τα μερίδια που έχουν ήδη στην κατοχή τους.

Η καθαρή περιουσία του Α/Κ ονομάζεται καθαρό ενεργητικό και διαιρείται σε μερίδια ίσης αξίας ή ακόμα και σε κλάσματα μεριδίου. Οι φορείς λειτουργίας ενός Α/Κ είναι η Εταιρεία Διαχείρισης, οι μεριδιούχοι και ο Θεματοφύλακας. Ο ρόλος του Θεματοφύλακα (Custodian) είναι ιδιαίτερα σημαντικός. Πρόκειται για μία τράπεζα που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα, η οποία φροντίζει για την φύλαξη της περιουσίας, για τις εισπράξεις και πληρωμές και για την σωστή εκτέλεση των συναλλαγών. Ο Θεματοφύλακας ελέγχει ανά πάσα στιγμή την νομιμότητα των κινήσεων και την τήρηση του κανονισμού.

Τα βασικά του καθήκοντα του Θεματοφύλακα είναι:

- Η φύλαξη των στοιχείων του ενεργητικού του Α/Κ

- Η εκτέλεση των εντολών της ΑΕΔΑΚ
- Η εξασφάλιση της νομιμότητας των διαδικασιών πώλησης, έκδοσης, εξαγοράς, εξόφλησης και ακύρωσης των μεριδίων
- Η εξασφάλιση της νομιμότητας του τρόπου υπολογισμού της αξίας των μεριδίων
- Η εξασφάλιση της νομότυπης διανομής των κερδών
- Η συνυπογραφή από κοινού με την ΑΕΔΑΚ, των εκθέσεων των Α/Κ

Για τις υπηρεσίες που προσφέρει ο Θεματοφύλακας εισπράττει νόμιμη αμοιβή, η οποία αναφέρεται στον κανονισμό του Α/Κ.

Ο κανονισμός ενός Α/Κ είναι ένα σύνολο διατάξεων που καθορίζουν τη λειτουργία του Α/Κ, υπογράφεται από την ΑΕΔΑΚ και το Θεματοφύλακα και εγκρίνεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Η συμμετοχή στο Α/Κ αποδεικνύεται με ονομαστικό τίτλο, ο οποίος εκδίδεται από την Α.Ε. Διαχείρισης και προσυπογράφεται από το Θεματοφύλακα (τίτλος μεριδίου). Τα τελευταία χρόνια έχει θεσμοθετηθεί η αποϋλοποίηση των τίτλων μεριδίων και παρέχεται στον μεριδιούχο (εφόσον αυτός το επιθυμεί) βεβαίωση συμμετοχής, που ενσωματώνει όλα τα δικαιώματα του τίτλου, προσφέροντάς του παράλληλα απόλυτη ασφάλεια.

5.2. Βασικά Χαρακτηριστικά των Α/Κ

5.2.1 Η Τιμή του Μεριδίου

Ανάλογα με την διακύμανση των τιμών των τίτλων που περιέχονται στο χαρτοφυλάκιο του Α/Κ διακυμαίνεται καθημερινά η καθαρή τιμή του μεριδίου, η οποία σε μια συγκεκριμένη ημέρα προκύπτει από τη διαίρεση του καθαρού ενεργητικού της ημέρας αυτής με τον αριθμό των κυκλοφορούντων μεριδίων:

$$\text{Καθαρή τιμή Μεριδίου} = \frac{\text{Σύνολο Καθαρού Ενεργητικού}}{\text{Αριθμός Κυκλοφορούντων Μεριδίων}}$$

Η τιμή του μεριδίου εξαρτάται από δύο παράγοντες:

- την αγοραία τιμή των αξιογράφων και γενικότερα όλων των επενδυτικών στοιχείων που περιλαμβάνονται σε ένα A/K
- τον αριθμό των μεριδίων στα οποία διαιρείται το συγκεκριμένο A/K.

Ενεργητικό του A/K ονομάζεται η συνολική περιουσία του αμοιβαίου σε τρέχουσες τιμές. Καθημερινά, υπολογίζονται οι τιμές των ομολόγων, των μετοχών, οι τόκοι, τα μετρητά, το συνάλλαγμα κλπ και αθροίζονται για να προκύψει το ενεργητικό. Εννοείται πως, όπως οι τιμές των μετοχών και των νομισμάτων αλλάζουν καθημερινά, αλλά και οι δεδουλευμένοι τόκοι των ομολόγων και των εντόκων αυξάνουν καθημερινά, έτσι μεταβάλλεται και το ενεργητικό των αμοιβαίων. Επίσης, το ενεργητικό μεταβάλλεται ως αποτέλεσμα των ενεργειών των διαχειριστών επί των κινητών αξιών που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο, αλλά και λόγω των συμμετοχών και των εξαγορών των μεριδίων που πραγματοποιούνται κάθε μέρα.

Προκειμένου να προσδιοριστεί η καθαρή αξία (τιμή) του ενεργητικού ενός A/K, από το ενεργητικό του αφαιρούνται οι αμοιβές της ΑΕΔΑΚ, του Θεματοφύλακα και των μελών του χρηματιστηρίου, οι δαπάνες που βαρύνουν το A/K καθώς και τα κέρδη που διανέμονται στους μεριδιούχους. Επισημαίνεται πως κατά τον προσδιορισμό της καθαρής αξίας του ενεργητικού ενός A/K, δεν αφαιρούνται από το ενεργητικό οι προμήθειες διάθεσης/εξαγοράς των μεριδίων αυτού.

Ο νέος μεριδιούχος που θα καταθέσει το κεφάλαιό του σε ένα A/K θα αγοράσει το μερίδιο, όχι με την καθαρή τιμή αλλά με την τιμή διάθεσης που δημοσιεύεται σε όλους τους πίνακες των A/K. Η τιμή διάθεσης του μεριδίου είναι η τιμή στην οποία πωλούνται τα μερίδια σε κάποια συγκεκριμένη ημέρα και ισούται με την καθαρή τιμή του μεριδίου προσαυξημένη με την προμήθεια διάθεσης του μεριδίου:

$$\text{Τιμή Διάθεσης Μεριδίου} = \text{Καθαρή Τιμή Μεριδίου} * [1 + \text{Προμήθεια Διάθεσης}(\%)]$$

Όταν στο μέλλον ο μεριδιούχος θελήσει να πουλήσει τα μερίδιά του, θα εισπράξει όχι την καθαρή τιμή ανά μερίδιο αλλά την τιμή εξαγοράς, η οποία ισούται με την καθαρή τιμή του μεριδίου μειωμένη κατά την προμήθεια εξαγοράς:

$$\text{Τιμή Εξαγοράς Μεριδίου} = \text{Καθαρή Τιμή Μεριδίου} * [1 - \text{Προμήθεια Εξαγοράς(\%)}]$$

Η διάθεση, αλλά και η εξαγορά των μεριδίων, γίνεται με την επίσημη τιμή της ημέρας που έγινε η αίτηση αποδεκτή από την Εταιρεία Διαχείρισης, η οποία απαιτείται να είναι σωστά συμπληρωμένη και να έχει κατατεθεί το ποσό της επένδυσης στο λογαριασμό του Α/Κ. Σε αρκετές περιπτώσεις, το ύψος του ποσοστού προμήθειας εξαγοράς εξαρτάται από το χρονικό διάστημα για το οποίο διατηρεί τα συγκεκριμένα μερίδια ένας επενδυτής. Καθώς αυξάνεται η χρονική περίοδος που ένα άτομο είναι μεριδιούχος, το ποσοστό της προμήθειας εξαγοράς μειώνεται. Σημειώνεται πως η διάθεση νέων μεριδίων ή η εξαγορά ήδη υπαρχόντων δεν έχει καμία επίπτωση στην τιμή του μεριδίου.

5.2.2. Μέρισμα και Μερισματική Πολιτική

Στις 31/12 κάθε έτους η πλειοψηφία των ΑΕΔΑΚ διανέμει μέρισμα, δηλαδή ένα ποσό που αποτελείται από τα έσοδα του αμοιβαίου (τόκους, μερίσματα μετοχών κτλ), καθώς και ένα μέρος - κατά την κρίση των διαχειριστών- των κερδών από αγοραπωλησίες χρεογράφων, νομισμάτων και άλλων. Τα μερίσματα έχουν ήδη φορολογηθεί με την παρακράτηση του φόρου από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και γι' αυτό δεν υπόκεινται σε φορολόγηση. Η διανομή του μερίσματος επιτελείται σε μετρητά.

Στην περίπτωση κατά την οποία το μέρισμα από μερίδια Α/Κ χρησιμοποιηθεί για την αγορά νέων μεριδίων (επανεπένδυση μερίσματος), προηγουμένως αυτό θα φορολογηθεί με τους όρους του άρθρου 48(3) του Ν.1969/91. Ταυτόχρονα με την αποκοπή του μερίσματος πραγματοποιείται και ισόποση μείωση της καθαρής τιμής του μεριδίου. Συνήθως οι μεριδιούχοι έχουν την δυνατότητα να επανεπενδύσουν το μερίσμα τους στο Α/Κ, χωρίς να επιβαρυνθούν με την προμήθεια εξαγοράς.

Η επανεπένδυση αυτή γίνεται στην καθαρή τιμή του Α/Κ μιας ημέρας, που ορίζει η ΑΕΔΑΚ κατά το πρώτο τρίμηνο κάθε έτους. Σήμερα όμως, οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. υποχρεούνται να υπολογίζουν την επανεπένδυση των μερισμάτων τις δύο με τρεις εργάσιμες ημέρες κάθε έτους. Συνεπώς υποχρεούνται στους σχετικούς υπολογισμούς να χρησιμοποιούν την καθαρή τιμή του μεριδίου κατά τις ημέρες αυτές.

Το ύψος του μερίσματος που θα διανεμίει η Α.Ε.Δ.Α.Κ. καθορίζεται από τη μερισματική πολιτική της εταιρίας, η οποία επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες όπως είναι οι στόχοι του Α/Κ, οι εκτιμήσεις της ΑΕΔΑΚ για την οικονομική κατάσταση και τις χρηματιστηριακές διακυμάνσεις, οι προσδοκίες για το ύψος της επιθυμητής ρευστότητας του Α/Κ και οι ισχύοντες νομικοί περιορισμοί.

5.3 Η Ευρωπαϊκή Αγορά Α/Κ

Ο θεσμός των Α/Κ έχει γνωρίσει στην Ευρώπη τεράστια άνθηση, λόγω των σημαντικών πλεονεκτημάτων που προσφέρει στο επενδυτικό κοινό μικρού και μεσαίου μεγέθους. Στο τέλος του β' τριμήνου του 2006, το ενεργητικό των ευρωπαϊκών Α/Κ έφτανε τα 5,48 τρις ευρώ. Στον Πίνακα 5.1 παρουσιάζεται το πανόραμα των ευρωπαϊκών Α/Κ και το μερίδιο αγοράς ανά χώρα, βάσει των κεφαλαίων που έχουν επενδυθεί.

Το μεγαλύτερο μερίδιο κατέχει το Λουξεμβούργο, λόγω των φορολογικών κινήτρων που παρέχει στις ΑΕΔΑΚ, και ακολουθούν η Γαλλία, το Ηνωμένο Βασίλειο, η Ιρλανδία και η Ισπανία. Είναι χαρακτηριστικό ότι οι δύο πρώτες χώρες κατέχουν μερίδιο που ξεπερνά το 50%. Η Ελλάδα με ενεργητικό 24 δισ. ευρώ βρίσκεται στη 16^η θέση της πανευρωπαϊκής κατάταξης, με μερίδιο 0,40%.

Πίνακας 5.1

Καθαρό Ενεργητικό των Ευρωπαϊκών Α/Κ, 30/06/6-31/03/06-31/12/99

		30/6/2006		31/3/2006		31/12/2005	
		Εκατ.Ευρώ	Μερίδιο	Εκατ.Ευρώ	Μεταβολή (1)	Εκατ.Ευρώ	Μεταβολή (2)
1	Λουξεμβούργο	1.500.436	27,40%	1.526.074	-1,70%	1.386.611	8,20%
2	Γαλλία	1.248.400	22,80%	1.244.400	0,30%	1.155.100	8,10%
3	Ηνωμένο Βασίλειο	562.747	10,30%	557.708	0,90%	512.734	9,80%
4	Ιρλανδία	503.124	9,20%	492.081	2,20%	462.955	8,70%
5	Ιταλία	350.175	6,40%	372.940	-6,10%	381.889	-8,30%
6	Ισπανία	277.371	5,10%	278.369	-0,40%	268.597	3,30%
7	Γερμανία	260.931	4,80%	272.985	-4,40%	262.365	-0,50%
8	Βέλγιο	112.465	2,10%	115.426	-2,60%	109.839	2,40%
9	Αυστρία	108.140	2,00%	113.101	-4,40%	107.961	0,20%
10	Σουηδία	117.617	2,10%	123.083	-4,40%	103.512	13,60%
11	Ελβετία	113.676	2,10%	118.883	-4,40%	100.782	12,80%
12	Ολλανδία	78.482	1,40%	82.244	-4,60%	79.984	-1,90%
13	Δανία	64.731	1,20%	66.792	-3,10%	63.744	1,50%
14	Φινλανδία	44.208	0,80%	43.507	1,60%	38.497	14,80%
15	Νορβηγία	35.614	0,60%	35.857	-0,70%	34.006	4,70%
16	Ελλάδα	24.333	0,40%	27.175	-10,50%	27.944	-12,90%
17	Πορτογαλία	25.997	0,50%	26.589	-2,20%	26.208	-0,80%
18	Τουρκία	12.628	0,20%	17.826	-29,20%	18.436	-31,50%
19	Πολωνία	17.686	0,32%	17.266	2,40%	15.015	17,80%
20	Λιχτενστάιν	13.462	0,20%	13.392	0,50%	12.783	5,30%
21	Ουγγαρία	5.044	0,10%	5.627	-10,40%	5.808	-13,10%
22	Τσεχία	5.030	0,10%	5.054	-0,50%	4.661	7,90%
23	Σλοβακία	2.681	0,05%	2.825	-5,10%	3.264	-17,90%
	Σύνολο	5.484.978	100,00%	5.559.202	-1,30%	5.182.695	5,80%

(1) Συγκρίνεται τέλος Ιουνίου 2006 με το τέλος Μαρτίου 2006

(2) Συγκρίνεται τέλος Ιουνίου 2006 με τέλος Δεκεμβρίου 2005

Πηγή: Federation Europeene des Fonds et Societes d' Investissement

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Τα Είδη των Α/Κ

6.1 Διεθνής Κατηγοριοποίηση

Οι βασικές κατηγορίες Α/Κ, οι οποίες είναι γνωστές στις διεθνείς κεφαλαιαγορές (κυρίως στις ΗΠΑ) και στις οποίες μπορούμε να κατατάξουμε οποιοδήποτε Α/Κ είναι οι ακόλουθες:

1. Α/Κ Χρηματαγοράς ή Διαχείρισης Διαθεσίμων (Money Market Funds)

Πρόκειται για την πιο διαδεδομένη κατηγορία Α/Κ στην Ελλάδα σήμερα. Είναι η πιο απλή μορφή Α/Κ εισοδήματος και επενδύουν σε βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα, τα οποία πωλούνται στη χρηματαγορά και έχουν πολλά κοινά χαρακτηριστικά με τις τράπεζες. Τα χρεόγραφα στα οποία επενδύουν τα Α/Κ διαχείρισης διαθεσίμων θεωρούνται ως τα πιο ασφαλή αμοιβαία-ενέχουν δηλαδή χαμηλότερο κίνδυνο- μια και οι επενδύσεις τους έχουν μεσο-βραχυχρόνιο χρονικό ορίζοντα, δηλαδή τα κεφάλαια βρίσκονται κάθε φορά επενδεδυμένα για σχετικά περιορισμένο χρονικό διάστημα. Τέτοιου είδους χρεόγραφα είναι κυρίως τα ΕΓΕΔ, τα πιστοποιητικά καταθέσεων μεγάλων τραπεζών και τα εμπορικά γραμμάτια.

Συνοψίζοντας, επισημαίνουμε ότι τα Α/Κ χρηματαγοράς, προσφέρουν στους επενδυτές:

- ελάχιστο κίνδυνο
- ασφάλεια και
- ρευστότητα.

2. Α/Κ Ομολογιών (Bond Funds)

Τα Α/Κ ομολογιών, δεν είναι τίποτε άλλο από ένας συνδυασμός διαφόρων τύπων μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων ομολογιών, θεωρούνται ως μία επένδυση χαμηλού κινδύνου με σκοπό την παροχή εισοδήματος στους επενδυτές. Σε μακροπρόθεσμη βάση είναι πιθανό να επιτύχουν υψηλότερες αποδόσεις από τα Α/Κ χρηματαγοράς.

Τα Α/Κ ομολογιών καταφέρνουν να εξασφαλίζουν μια σχετικά σταθερή ροή εισοδήματος στους κατόχους μεριδίων. Αναλυτικότερα, επενδύουν σε:

- Ομόλογα κρατικών οργανισμών
- Ομόλογα της τοπικής αυτοδιοίκησης
- Ομόλογα «Zero-Coupon»
- Ομολογίες ιδιωτικών επιχειρήσεων
- Ομολογίες εταιριών υψηλού κινδύνου(Junk-Bonds)

Παρατηρώντας τα επενδυτικά στοιχεία που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο των ομολογιακών αμοιβαίων, και αυτή η κατηγορία δεν είναι απαλλαγμένη από τον κίνδυνο. Το σύνολο της καθαρής αξίας των μεριδίων αυτών μπορούν να έχουν σημαντικές διακυμάνσεις. Συνήθως, επενδύοντας σε τέτοιας μορφής χαρτοφυλάκια δεν μπορούμε να είμαστε σίγουροι για τις αποδόσεις που θα επιτύχουμε. Η διακύμανση των αποδόσεων των συγκεκριμένων Α/Κ είναι αποτέλεσμα του ονομαζόμενου κινδύνου φερεγγυότητας (credit risk) και της διακύμανσης των επιτοκίων (interest-risk-rate).

3. Α/Κ Κοινών Μετοχών (Common Stock Funds) - Μετοχικά

Για να χαρακτηριστεί ένα Α/Κ ως μετοχικό, θα πρέπει το μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού του να είναι επενδυμένο σε μετοχές διάφορων εταιριών, συνήθως εισηγμένων σε χρηματιστηριακές αγορές. Τα μετοχικά Α/Κ απευθύνονται κυρίως σε επενδυτές που επιθυμούν υψηλότερες αποδόσεις από αυτές των ομολογιακών αμοιβαίων και παράλληλα είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν συνήθως ένα σημαντικά υψηλότερο κίνδυνο.

Η καθαρή αξία του ενεργητικού και των μεριδίων των μετοχικών Α/Κ παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα από όλες τις άλλες κατηγορίες αμοιβαίων. Και αυτό διότι σε καθημερινή βάση, κάθε εργάσιμη ημέρα, οι μετοχές διαπραγματεύονται στα Χρηματιστήρια Αξιών και ανάλογα με την ζήτηση και την προσφορά, οι τιμές τους διαμορφώνονται σε ένα συγκεκριμένο επίπεδο που τις περισσότερες φορές διαφέρει από αυτό της προηγούμενης ημέρας. Συνεπώς, και η καθαρή αξία των μεριδίων των Α/Κ μεταβάλλεται επηρεαζόμενη από τις μεταβολές στις τιμές των μετοχών. Φυσικά, οι διαχειριστές των Α/Κ, ακολουθώντας βασικές αρχές της σύγχρονης θεωρίας χαρτοφυλακίου, προσπαθούν να μετριάσουν τον ομολογουμένως υψηλότερο κίνδυνο που έχουν τα μετοχικά Α/Κ.

Η επένδυση σε μετοχικούς τίτλους περιλαμβάνει υψηλούς κινδύνους, στο βαθμό που δεν υπάρχει ούτε εγγύηση αλλά ούτε και ασφάλεια για το επίπεδο της απόδοσης του συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου. Ένας επενδυτής αναλαμβάνει αυτούς τους κινδύνους διότι τα Α/Κ τα οποία επενδύουν σε μετοχικούς τίτλους, παρέχουν ίσως τις πιο σημαντικές ευκαιρίες για μεγαλύτερη υπεραξία από οποιοδήποτε άλλο Α/Κ.

Η ιστορία της διεθνούς κεφαλαιαγοράς έχει δείξει ότι μακροπρόθεσμα, οι αποδόσεις σε μετοχικούς τίτλους ήταν (κατά μέσο όρο) αισθητά ανώτερες από τις αντίστοιχες αποδόσεις των τραπεζικών καταθέσεων, των χρεογράφων της χρηματαγοράς και των ομολόγων. Πολλές φορές όμως, οι επενδυτές μετοχικών τίτλων έχουν υποστεί σημαντικές απώλειες. Έτσι, τα Α/Κ τα οποία περιλαμβάνουν στο χαρτοφυλάκιο τους μετοχικούς τίτλους, υφίστανται πολλές από τις προαναφερθείσες επιδράσεις. Όμως, επειδή ένα Α/Κ διαφοροποιείται κατέχοντας πολλές διαφορετικές μετοχές, οι διακυμάνσεις των τιμών των μεριδίων του είναι ηπιότερες και ο κίνδυνος μικρότερος.

Ανάλογα με το σκοπό του κάθε αμοιβαίου καθορίζεται η επενδυτική πολιτική που θα ακολουθηθεί. Ακόμη και μεταξύ των μετοχικών Α/Κ, υπάρχει διάσταση ως προς το σκοπό τους. Δηλαδή, άλλα μετοχικά Α/Κ θέτουν ως πρώτιστο στόχο την πραγματοποίηση κεφαλαιακών κερδών, άλλα την επίτευξη κάποιου εισοδήματος -με τη μορφή μερισμάτων- για τους μεριδιούχους κ.ο.κ. Η ύπαρξη διαφορετικών σκοπών σημαίνει ότι και η ακολουθούμενη επενδυτική πολιτική των διαφόρων μετοχικών Α/Κ θα διαφέρει. Επομένως, η μεγάλη αυτή κατηγορία Α/Κ που ονομάζεται μετοχικά Α/Κ μπορεί να χωριστεί σε μία σειρά από επιμέρους κατηγορίες που η κάθε μία έχει, έστω και ελαφρώς, διαφορετική πολιτική από την άλλη και επενδύει σε διαφορετικού είδους μετοχές.

Αναλυτικά, οι επίμερους κατηγορίες Α/Κ που περιλαμβάνονται στην κατηγορία των μετοχικών ,οι οποίες διαφοροποιούνται ανάλογα με το βαθμό κινδύνου που αναλαμβάνουν, είναι οι εξής:

A) Επιθετικά Υπεραξίας Α/Κ (Aggressive – Growth Funds)

Τα Α/Κ του τύπου αυτού έχουν ως επενδυτικό σκοπό την επίτευξη μέγιστης υπεραξίας, αναλαμβάνοντας ταυτόχρονα υψηλούς επενδυτικούς κινδύνους. Αποκοπούν στην επίτευξη

κεφαλαιακών κερδών, δηλαδή στην όσο το δυνατόν μεγαλύτερη αύξηση της αξίας του καθαρού ενεργητικού και των μεριδίων.

Επενδύουν σε μετοχές εταιριών που επιτυγχάνουν σταθερά και για μεγάλα χρονικά διαστήματα υψηλούς ρυθμούς αύξησης των εσόδων και των κερδών τους. Αν και στο χαρτοφυλάκιο τους περιλαμβάνονται μετοχές και μικρού και μεσαίου μεγέθους εταιριών (κερδοσκοπικές μετοχές, μετοχές αναπτυσσόμενων εταιρειών, μετοχές εταιρειών οι οποίες περνούν προσωρινά δύσκολες στιγμές κλπ), το κριτήριο για την επένδυση σε μία εταιρία δεν είναι το μέγεθός της αλλά ο ρυθμός αύξησης των κερδών της. Τείνουν να συγκεντρώνουν τις επενδύσεις τους σε εξειδικευμένους κλάδους, όπως τεχνολογίας, νοσοκομειακής περίθαλψης ή σε μετοχές μικρών εταιρειών και μετοχές εταιρειών μεγέθυνσης.

Τα επιθετικά A/K έχουν σχετικά μικρό μέγεθος (σύνολο ενεργητικού), διότι όσο μικρότερο είναι το μέγεθος του A/K, τόσο πιο ευέλικτο είναι. Αρκετές φορές, αυτά τα A/K προκειμένου να προσδώσουν ακόμα μεγαλύτερη ώθηση στο ενεργητικό τους ακολουθούν επικίνδυνες πολιτικές, όπως η λήψη δανείων-στα όρια που προβλέπει η νομοθεσία-και επένδυση των δανειζόμενων κεφαλαίων. Μια ακόμα ριψοκίνδυνη τεχνική που ακολουθούν είναι αυτή του short selling, δηλαδή πώληση μετοχών που δεν έχουν στην κατοχή τους ελπίζοντας ότι η τιμή αυτών των μετοχών θα μειωθεί στο άμεσο μέλλον, οπότε και θα μπορέσουν να την αγοράσουν σε χαμηλότερη τιμή από αυτή στην οποία την πούλησαν πραγματοποιώντας σημαντικά κέρδη. Βέβαια, στην χώρα μας όπως και σε άλλες χώρες, η νομοθεσία απαγορεύει το short selling.

Αποτέλεσμα των παραπάνω ενεργειών είναι η περαιτέρω αύξηση του κινδύνου που ούτως ή άλλως αντιμετωπίζουν τα μετοχικά A/K. Τα ιστορικά διεθνή δεδομένα έχουν δείξει ότι τα χαρτοφυλάκια αυτού του τύπου επιτυγχάνουν ικανοποιητικές μέσες ετήσιες αποδόσεις μακροχρόνια. Ωστόσο, οι τιμές των μεριδίων τους υπόκεινται σε έντονες βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις, ειδικά όταν το χρηματιστήριο κινείται πτωτικά. Συνεπώς, τα επιθετικά A/K είναι κατάλληλα για επενδυτές που έχουν την δυνατότητα να επενδύσουν για μεγάλο χρονικό διάστημα (άνω της πενταετίας) και που φυσικά είναι διατεθειμένοι να ανεχτούν υψηλές διακυμάνσεις στις οποίες ενδέχεται να υπόκεινται οι αποδόσεις των επενδύσεων τους.

Επιπλέον, τα επιθετικά υπεραξίας A/K παρουσιάζουν υψηλή μεταβλητότητα και ο συντελεστής beta των χαρτοφυλακίων τους είναι σημαντικά υψηλότερος της μονάδας. Παρουσιάζουν επίσης, ικανοποιητική συμπεριφορά σε καταστάσεις όπου οι χρηματιστηριακές

αγορές είναι ανοδικές, ενώ υφίστανται σημαντικές ζημιές σε περιόδους όπου οι αγορές είναι καθοδικές. Προσφέρουν, όπως είναι φυσικό, χαμηλές μερισματικές αποδόσεις. Τέλος, προτείνονται και αφορούν επενδυτές με μακροπρόθεσμο ορίζοντα, οι οποίοι δέχονται να αναλάβουν υψηλούς κινδύνους με την προοπτική να αποκομίσουν υψηλές υπεραξίες, καθώς και σε επενδυτές που έχουν την ικανότητα να προβλέπουν την κίνηση της χρηματιστηριακής αγοράς.

B) Αναπτυξιακά Υπεραξίας A/K (Growth Funds)

Όπως δηλώνει και η ονομασία τους, τα αναπτυξιακά υπεραξίας είναι A/K που κατευθύνουν τις επενδύσεις τους σε μετοχές εταιριών των οποίων τα κέρδη αυξάνονται με ρυθμούς υψηλότερους από το μέσο όρο. Αντικειμενικός τους σκοπός είναι η μακροπρόθεσμη αύξηση των κεφαλαιακών κερδών. Οι διαχειριστές αυτών των A/K, αναζητούν μετοχές εταιριών που έχουν κυρίαρχη θέση στον κλάδο τους και διακρίνονται για την ποιότητα της διοίκησής τους.

Σε αντίθεση με τα επιθετικά, δεν χρησιμοποιούν κερδοσκοπικές τακτικές όπως μόχλευση ή short selling, και όπως είναι φυσικό, είναι λιγότερο ευμετάβλητα, στο βαθμό που επιλέγουν μετοχές εταιρειών οι οποίες έχουν καλό παρελθόν, υψηλό περιθώριο κέρδους και μπορούν να επιτύχουν υψηλές αποδόσεις για μία σειρά ετών.

Παρά τη μικρότερη διακύμανση που παρουσιάζει η καθαρή αξία των μεριδίων αυτών των A/K, δεν ενδείκνυται για επενδυτές που αναζητούν σταθερές αποδόσεις και έχουν βραχυχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα. Έχουν υψηλό κίνδυνο, και απευθύνονται σε επενδυτές οι οποίοι αποβλέπουν σε μακροχρόνια κεφαλαιακά κέρδη αδιαφορώντας για τις τρέχουσες μερισματικές αποδόσεις.

Γ) A/K Εισοδήματος (Common Stock Income Funds)

Τα A/K εισοδήματος επιδιώκουν την επίτευξη κεφαλαιακών κερδών καθώς και την εξασφάλιση κάποιου εισοδήματος. Ο πιο σημαντικός στόχος είναι η εξασφάλιση κάποιου εισοδήματος για τους μεριδιούχους, χωρίς βέβαια να παραμελείται η προσπάθεια της επίτευξης κεφαλαιακών κερδών.

Προκειμένου να πετύχουν αυτούς τους στόχους τους, τα A/K εισοδήματος σχηματίζουν χαρτοφυλάκια από μετοχές εταιρειών οι οποίες διανέμουν το υψηλότερο ποσοστό των κερδών

τους με τη μορφή μερισμάτων (εισόδημα), ενώ στο χαρτοφυλάκιο τους περιλαμβάνονται προνομιούχες μετοχές και μετατρέψιμες ομολογίες.

Δ) Α/Κ Υπεραξίας και Εισοδήματος (Growth -and- Income Funds)

Πρόκειται για Α/Κ που επενδύουν τόσο σε μετοχές εταιριών που έχουν καλές προοπτικές όσο και σε μετοχές που δίνουν μέρισμα. Επίσης, ένα μικρό μέρος του ενεργητικού τους μπορεί να τοποθετηθεί και σε μετατρέψιμες ομολογίες (convertible bonds). Είναι κατάλληλα για εκείνη την κατηγορία των επενδυτών που επιθυμούν να έχουν κάποιο εισόδημα και επιπλέον, δεν είναι διατεθειμένοι να δεχθούν τον κίνδυνο (διακύμανση στις αποδόσεις τους).

Η αύξηση του καθαρού ενεργητικού, η εξασφάλιση εισοδήματος μέσω μερισμάτων και ο μελλοντικός ρυθμός αύξησης των μερισμάτων είναι τα βασικά χαρακτηριστικά του χαρτοφυλακίου που δημιουργούν οι διαχειριστές (managers) αυτής της κατηγορίας. Μεταξύ αυτών των χαρακτηριστικών στόχων, ο σημαντικότερος είναι η αύξηση του ενεργητικού και συνεπώς η αύξηση της καθαρής αξίας των μεριδίων.

Επενδύουν κυρίως σε κοινές μετοχές εταιρειών, οι οποίες έχουν δείξει σημαντικές παρελθούσες αυξήσεις στις τιμές των μετοχών τους, αλλά και ταυτόχρονα μια σταθερή μερισματική πολιτική, συνδυάζοντας μακροπρόθεσμα κεφαλαιακά κέρδη και ταυτόχρονα μια σταθερή ροή εισοδήματος υπό τη μορφή μερισμάτων, όπως μετοχές εταιρειών δημοσίων υπηρεσιών (public utilities), εταιρικές μετατρέψιμες ομολογίες, καθώς και σε μετατρέψιμες προνομιούχες μετοχές.

Ε) Κλαδικά Α/Κ

Τα συγκεκριμένα Α/Κ αντί να διαφοροποιούν το χαρτοφυλάκιο τους μεταξύ διάφορων κλάδων, επικεντρώνουν την προσοχή τους σε συγκεκριμένους τομείς μιας οικονομίας. Βέβαια, επενδύουν σε περισσότερες από μία επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου και έτσι καταφέρνουν να εξαλείψουν σε μεγάλο βαθμό τον μη συστηματικό κίνδυνο.

Ακριβώς, επειδή τα κεφάλαια τοποθετούνται σε ένα και μόνο κλάδο, τα κλαδικά Α/Κ μπορεί να επιτύχουν ικανοποιητικές αποδόσεις όταν ο κλάδος στον οποίο έχουν επενδύσει πηγαίνει καλά. Συνεπώς, μια πολύ σημαντική παράμετρος είναι η διερεύνηση της φάσης του οικονομικού

κύκλου στον οποίο βρίσκεται ο κάθε κλάδος. Σημαντική παράμετρος είναι επίσης, η επίδραση του σταδίου του οικονομικού κύκλου στον οποίο βρίσκεται ολόκληρη η οικονομία μιας χώρας.

Στην κατηγορία αυτή, περιλαμβάνονται ορισμένα Α/Κ που εξειδικεύονται σε συγκεκριμένους κλάδους όπως ενέργεια, τεχνολογία, βιοτεχνολογία και οικολογικά προϊόντα.

Στ) Δεικτοποιημένα Α/Κ (Index Funds)

Ένα Index Fund είναι ένα Α/Κ το οποίο «αντιγράφει» σε μεγάλο βαθμό την διάρθρωση ενός χρηματιστηριακού δείκτη. Συγκροτείται δηλαδή, από μετοχές εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών, οι οποίες συγκροτούν το ΓΔ της συγκεκριμένης χρηματιστηριακής αγοράς. Η βαρύτητα που έχει η διάρθρωση των συγκεκριμένων μετοχών στο Α/Κ, είναι σχεδόν ίδια με τη βαρύτητα που έχουν οι μετοχές αυτές στο ΓΔ. Άρα στόχος του συγκεκριμένου Α/Κ είναι να επιτυγχάνει τις αποδόσεις του ΓΔ με τον οποίο είναι συνδεδεμένος.

Τα ΔΑΚ έχουν σχεδιαστεί προκειμένου να μπορεί ο μικρού και μεσαίου μεγέθους επενδυτής να επενδύει στην χρηματιστηριακή αγορά χωρίς να χρειάζεται μεγάλα κεφάλαια. Επενδύει κανείς σε ΔΑΚ όταν πιστεύει ότι η συγκεκριμένη χρηματιστηριακή αγορά θα έχει καλή απόδοση και παράλληλα, θέλει να αποφύγει το άγχος της παρακολούθησης συγκεκριμένων μετοχών, ή όταν κάποιος δεν έχει τις γνώσεις να παρακολουθήσει συγκεκριμένες εταιρίες και μετοχές.

Μελέτες των Donald (1974), Williamson (1972) και Grant (1977) έχουν δείξει πως η ανάπτυξη των ΔΑΚ οφείλεται στα δύο βασικά τους πλεονεκτήματα:

- τα διοικητικά έξοδα των ΔΑΚ είναι σημαντικά χαμηλότερα από εκείνα που εμπεριέχονται σε χαρτοφυλάκια ενεργητικής διαχείρισης, εξ αιτίας των ελάχιστων συναλλαγών των μετοχών που πραγματοποιούνται, και
- οι δαπανηρές έρευνες για την εύρεση υποτιμημένων υπερτιμημένων μετοχών ελαχιστοποιούνται.

Σημειώνεται ότι στην Ελλάδα ο αριθμός των δεικτοποιημένων Α/Κ είναι περιορισμένος.

4. A/K Μικτού Τύπου (Balanced Funds)

Τα μικτά είναι A/K με μεγάλη ευελιξία στις επενδύσεις. Στόχος τους να διατηρήσουν το αρχικό κεφάλαιο του επενδυτή και να συμβάλλουν αποφασιστικά στη μακροπρόθεσμη αύξηση, τόσο του αρχικού κεφαλαίου του επενδυτή όσο και του εισοδήματός του. Για να πετύχουν αυτούς τους στόχους, επενδύουν τόσο σε ομόλογα όσο και σε μετοχές, όπως:

- Μετοχές εταιριών (κοινές και προνομιούχες)
- Ομόλογα (διάφορων εκδοτών και χρονικής διάρκειας)
- Ομολογίες (με ή/και χωρίς δυνατότητα μετατροπής σε προνομιούχες μετοχές)
- Χρηματαγορές

Από την ποικιλία των επενδυτικών στοιχείων που περιλαμβάνουν, τα μικτά A/K επιτυγχάνουν ικανοποιητική διαφοροποίηση στο χαρτοφυλάκιο τους. Ως αποτέλεσμα αυτού του είδους των επενδύσεων που πραγματοποιούν, αλλά και του βαθμού διαφοροποίησης που επιτυγχάνουν, οι αποδόσεις των μικτών A/K παρουσιάζουν συνήθως μικρότερες διακυμάνσεις από αυτές των μετοχικών, αλλά μεγαλύτερες από αυτές των ομολογιακών. Είναι κατάλληλα για μεσοπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα (2 με 3 έτη) και για άτομα που επιθυμούν να εισπράττουν από τις επενδύσεις τους κάποιο εισόδημα χωρίς σημαντικές διακυμάνσεις.

5. Διεθνή A/K (International Funds)

Στην κατηγορία αυτή, διακρίνουμε δύο υποκατηγορίες:

- α) τα διεθνή A/K ομολογιών, και
- β) τα διεθνή A/K μετοχικών τίτλων.

Τα A/K της πρώτης υποκατηγορίας στοχεύουν στην επένδυση σε χρεόγραφα, τα οποία εκδίδονται και διαπραγματεύονται σε διαφορετικές χώρες. Τα διεθνή A/K μετοχικών τίτλων επενδύουν σε μετοχές, οι οποίες διαπραγματεύονται σε διαφορετικά χρηματιστήρια.

Οι διαχειριστές των Α/Κ αυτών επιτυγχάνουν με αυτό τον τρόπο διεθνική διαφοροποίηση, παρά το γεγονός ότι στο χαρτοφυλάκιο αυτό ενσωματώνονται δύο επιπρόσθετοι κίνδυνοι: ο συναλλαγματικός και ο πολιτικός κίνδυνος.

6.2 Η Κατηγοριοποίηση των Α/Κ στην Ελλάδα

Στον Πίνακα 6.1 παρουσιάζεται η κατηγοριοποίηση των Α/Κ στην Ελλάδα όπως αυτή ορίζεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Η έκφραση «κυρίως» που εμφανίζεται στον παραπάνω πίνακα υπονοεί ποσοστό τουλάχιστον 65% επί του συνολικού ενεργητικού του Α/Κ, το οποίο υπολογίζεται κατά μέσο όρο τριμηνίας και θα πρέπει να είναι επενδυμένο στην αντίστοιχη κατηγορία τίτλων/μέσων.

Πίνακας 6.1

Κριτήρια Κατηγοριοποίησης & Ονοματολογίας των Α/Κ στην Ελλάδα

	ΜΕΤΟΧΙΚΑ	ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	ΜΙΚΤΑ
	Επενδύει κυρίως σε μετοχές	Επενδύει κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος & όχι άνω του 100% σε μετοχές	Επενδύει κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος & όχι άνω του 10% σε μετοχές.	Συνδυασμός επενδύσεων προηγούμενων κατηγοριών
Εσωτερικού	Επενδύει κυρίως σε μετοχές εσωτερικού	Επενδύει κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος εσωτερικού.	Επενδύει κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος εσωτερικού.	Επενδύει κατά κύριο λόγο το ενεργητικό του στο εσωτερικό.
Εξωτερικού	Επενδύει κυρίως σε μετοχές εξωτερικού	Επενδύει κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος εξωτερικού.	Επενδύει κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος εξωτερικού.	Επενδύει κατά κύριο λόγο το ενεργητικό του στο εξωτερικό.

Με το νόμο 3283/13/11/2004 «Ανώνυμες εταιρίες διαχείρισης Α/Κ, οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες» αντικαθίστανται συνολικά οι διατάξεις του 1969/91 που αφορούν τις ΑΕΔΑΚ και τα Α/Κ και ενσωματώνονται στην Ελληνική Νομοθεσία οι οδηγίες 2001/107 και 2001/108 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου.

Μερικά από τα πιο σημαντικά θέματα που εισάγει ο Νόμος είναι:

α) Η διεύρυνση των δραστηριοτήτων των ΑΕΔΑΚ όπου επιτρέπεται η διαχείριση ατομικών χαρτοφυλακίων ιδιωτών αλλά και κεφαλαίων των συνταξιοδοτικών ταμείων.

β) Η νέα κατηγοριοποίηση των Α/Κ όπου καταργείται η κατηγορία των διεθνών Α/Κ και τα Α/Κ ειδικού τύπου. Επιπλέον, απαγορεύεται στα Α/Κ διαχείρισης διαθέσιμων να επενδύουν σε μετοχικούς τίτλους και τίθενται πλέον ανώτατα-κατώτατα όρια στις επενδύσεις των μικτών Α/Κ σε μετοχικούς τίτλους (10-65%).

γ) Η μεγαλύτερη διαφάνεια και ενημέρωση των μεριδιούχων, αφού πλέον θα αναφέρονται ρητά οι κάθε είδους προμήθειες, αμοιβές και έξοδα που βαρύνουν το Α/Κ. Επιπλέον καθιερώνεται το απλοποιημένο ενημερωτικό δελτίο,

δ) Η αυξημένη δυνατότητα ανάπτυξης νέων προϊόντων στα Χαρτοφυλάκια των Α/Κ όπως: futures, swaps, προθεσμιακά συμβόλαια επιτοκίου (FRA's) κλπ. Παρέχεται επίσης, η δυνατότητα ανάπτυξης νέων προϊόντων που με το ισχύον θεσμικό πλαίσιο δεν ήταν επιτρεπτή, Ενδεικτικά αναφέρονται τα χρηματιστηριακώς διαπραγματεύσιμα Α/Κ (Exchange Traded Funds), τα εξειδικευμένα Α/Κ που επενδύουν σε άλλα Α/Κ (Funds of Funds), τα Α/Κ που αναπαράγουν την σύνθεση χρηματιστηριακών δεικτών μετοχών ή ομολόγων (Index Funds) και τα Α/Κ ακίνητης περιουσίας (Real Estate Funds).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: Πλεονεκτήματα – Μειονεκτήματα Α/Κ

7.1. Πλεονεκτήματα των Α/Κ

Η επιτυχημένη πορεία των Α/Κ οφείλεται στα σημαντικά πλεονεκτήματα τα οποία προσφέρουν στο ευρύ επενδυτικό κοινό, τα κυριότερα των οποίων είναι:

α) Η Σημαντικότητα της Διαφοροποίησης

Οι διαχειριστές των Α/Κ πρέπει να επενδύουν τα χρήματα που τους εμπιστεύονται οι μεριδιούχοι σε διάφορες κινητές αξίες (μετοχές, ομόλογα, έντοκα κτλ) επιτυγχάνοντας με αυτό τον τρόπο μεγάλη διασπορά. Δηλαδή, δημιουργούν ένα χαρτοφυλάκιο διαφόρων επενδυτικών στοιχείων, ώστε ο κίνδυνος να προέρχεται από διαφορετικές επενδύσεις και έτσι να μειώνεται. Με αυτόν τον τρόπο, η άσχημη περίοδος π.χ. ενός ή περισσότερων επενδυτικών στοιχείων, θα αντισταθμιστεί από τη θετική πορεία κάποιων άλλων επενδυτικών στοιχείων, που επίσης θα περιλαμβάνονται στο ίδιο χαρτοφυλάκιο.

Η εμπειρία των αναλύσεων των διεθνών Α/Κ αποκαλύπτει ότι τα Α/Κ, μέσω της αποτελεσματικής διαφοροποίησης, μειώνουν το μη συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου τους από 70% σε 15%. Αντίθετα, ένας ιδιώτης ο οποίος κατέχει μια μεμονωμένη μετοχή συγκεκριμένου επιπέδου κινδύνου, αναλαμβάνει τρεις φορές υψηλότερο κίνδυνο από έναν άλλο επενδυτή, ο οποίος κατέχει ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, το οποίο αποτελείται από μετοχές του ίδιου επιπέδου κινδύνου.

Μελέτες των Solnik (1974), Swanson (1979) και Lessard (1977) έχουν δείξει ότι μέσω της διεθνούς διαφοροποίησης, επιτυγχάνεται επιπρόσθετη μείωση του κινδύνου κατά 33% από την αντίστοιχη διαφοροποίηση που επιτυγχάνεται μέσω της επένδυσης σε αποκλειστικά εγχώρια αξιόγραφα.

β) Επαγγελματική Διαχείριση των Κεφαλαίων

Η διαχείριση των χρημάτων του μεριδιούχου ενός Α/Κ, από ομάδες επαγγελματιών με μεγάλη εμπειρία και υψηλό επίπεδο γνώσεων, είναι ένα βασικότατο πλεονέκτημα κυρίως για άτομα που δεν έχουν τις γνώσεις αλλά και το χρόνο να ασχοληθούν με την επένδυση των κεφαλαίων τους.

Κάθε Α/Κ διαθέτει ένα διαχειριστή ή μία ολόκληρη ομάδα διαχειριστών και αναλυτών. Αυτοί έχουν ως κύρια αποστολή, όσα ο μεριδιούχος δεν έχει την ικανότητα να κάνει από μόνος του: την παρακολούθηση των αγορών, την ανάλυση των οικονομικών εξελίξεων, την έρευνα και ανάλυση εταιριών, την αναζήτηση ευκαιριών στην αγορά ομολόγων και την λήψη αποφάσεων για τις κινητές αξίες που θα πουληθούν ή θα αγοραστούν.

Μέρος της δουλειάς των διαχειριστών είναι η ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεδομένων των επιχειρήσεων και των επιχειρηματικών κλάδων της οικονομίας, οι συναρτήσεις με τα στελέχη των εισηγμένων στο ΧΑ εταιριών, οι επαφές με άλλους αναλυτές χρηματαγορών και η παρακολούθηση σεμιναρίων με στόχο την πληρέστερη ενημέρωσή τους για την πορεία και της εξελίξεις της αγοράς. Τα εξειδικευμένα στελέχη αυτά πρέπει να εργάζονται αποκλειστικά για το συμφέρον των επενδυτών και να επιλέγουν συγκεκριμένα αξιόγραφα τα οποία πρέπει να αγοραστούν την κατάλληλη χρονική στιγμή, καθώς και τα ποσοστά κάθε κατηγορίας αξιολογίων που θα περιληφθούν στο χαρτοφυλάκιο τους.

γ) Ελάχιστο Αρχικό Κεφάλαιο

Τα Α/Κ απευθύνονται σε επενδυτές μικρών και μεσαίων οικονομικών δυνατοτήτων διότι προσφέρουν πρόσβαση σε υψηλής ποιότητας τεχνογνωσία και επαγγελματική διαχείριση με ελάχιστο ποσό χρημάτων. Για παράδειγμα, υπάρχουν Α/Κ που με συνολικό κεφάλαιο 150 ευρώ παρέχουν τη δυνατότητα στο επενδυτικό κοινό να έχει πρόσβαση στις εγχώριες και διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

δ) Ποικίλοι Τρόποι Αγοράς Μεριδίων

Ένα χαρακτηριστικό κάθε προϊόντος, που σε μεγάλο βαθμό καθορίζει την επιτυχία του, είναι το δίκτυο διανομής του και γενικότερα η ευκολία με την οποία μπορούν να το αποκτήσουν οι πελάτες. Ο βασικός αυτός κανόνας ισχύει τόσο για τα επενδυτικά προϊόντα όσο και για τα Α/Κ.

Σε σύγκριση με άλλα μεμονωμένα επενδυτικά στοιχεία (μετοχές, ομόλογα), τα Α/Κ διαθέτουν ευρύτερο δίκτυο πώλησης: μέσω Α.Ε.Δ.Α.Κ., μέσω των τραπεζών και των υποκαταστημάτων τους (των οποίων η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι θυγατρική εταιρία), καθώς και μέσω των ασφαλιστικών εταιριών (ασφαλιστών και χρηματοοικονομικών συμβούλων). Συνεπώς, ο υποψήφιος πελάτης μπορεί ευκολότερα να αγοράσει μερίδια Α/Κ από ότι π.χ. μετοχές (όπου πρέπει να αποτανθεί σε κάποια από τις χρηματιστηριακές εταιρίες) ή ομόλογα (η διάθεση των οποίων γίνεται από συγκεκριμένες τράπεζες).

ε) Ευρύ Πεδίο Επενδυτικών Επιλογών

Τα Α/Κ λόγω της πολύ μεγάλης ποικιλίας τους, μπορούν να καλύψουν μια αρκετά ευρεία ποικιλία επενδυτικών αναγκών. Αν σε αυτό το ευρύ πεδίο επιλογών, συνοπλογίσουμε και τη δυνατότητα των επενδυτών να δημιουργήσουν χαρτοφυλάκια Α/Κ, καταλαβαίνουμε ότι τα Α/Κ μπορούν να ικανοποιήσουν τις επιθυμίες και ανάγκες και του πιο απαιτητικού πελάτη.

στ) Δυνατότητα Άμεσης Ρευστοποίησης των Μεριδίων

Ρευστότητα σημαίνει να μπορείς να τοποθετήσεις τα χρήματά σου σε μία επένδυση και να μπορείς να τα αποσύρεις εύκολα, γρήγορα και χωρίς ποινή. Το γεγονός ότι ο επενδυτής δε δεσμεύει τα χρήματά του για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και μπορεί οποιαδήποτε στιγμή να ρευστοποιήσει τα μερίδιά του, αποτελεί ένα σημαντικότερο πλεονέκτημα των Α/Κ. Βέβαια, στην περίπτωση ρευστοποίησης καταβάλλεται προμήθεια εξαγοράς, αλλά αυτό είναι ένα κόστος που είναι γνωστό εκ των προτέρων.

ζ) Είσπραξη Ετήσιου Μερίσματος με Δυνατότητα Επανεπένδυσης

Το ποσοστό του μερίσματος που θα δοθεί στον μεριδιούχο, όπως ήδη έχουμε αναφέρει, εξαρτάται από την μερισματική πολιτική της εταιρίας. Το μέρισμα που δίνεται στο τέλος του χρόνου, αφαιρείται από το ενεργητικό προκειμένου να υπολογιστεί η καθαρή τιμή του μεριδίου. Οι μεριδιούχοι τότε έχουν την επιλογή, είτε να εισπράξουν το μέρισμα είτε να το επανεπενδύσουν σε μερίδια Α/Κ.

ζ) Εύκολη Καθημερινή Παρακολούθηση - Διαφάνεια και Ασφάλεια

Μια από τις βασικές απαιτήσεις των επενδυτών είναι να γνωρίζουν κάθε στιγμή την πορεία των επενδύσεων τους. Μετά το κλείσιμο του χρηματιστηρίου, υπολογίζονται σε ελάχιστο χρόνο οι καθαρές τιμές, οι τιμές εξαγοράς και οι τιμές διάθεσης των μεριδίων των Α/Κ. Οι τιμές αυτές δημοσιεύονται την μεθεπόμενη ημέρα σε όλες τις οικονομικές, αλλά και τις πολιτικές εφημερίδες, αυξάνοντας έτσι την διαφάνεια του θεσμού. Παράλληλα, οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. αποστέλλουν ανά τακτά χρονικά διαστήματα, ειδικά ενημερωτικά δελτία, τα οποία είναι απλοποιημένα και εύκολα να διαβαστούν. Έτσι, ο μεριδιούχος Α/Κ για να υπολογίσει τη συνολική αξία των χρημάτων του αρκεί να πολλαπλασιάσει τον αριθμό των μεριδίων που κατέχει επί την τιμή εξαγοράς του κάθε μεριδίου.

7.2. Μειονεκτήματα των Α/Κ

α) Η Ανοικτή Δομή των Α/Κ

Η ανοικτή δομή των Α/Κ εγκυμονεί προβλήματα στο διαχειριστή επενδύσεων σε περιόδους έντονων ψυχολογικών διακυμάνσεων. Έχει παρατηρηθεί παγκοσμίως ότι σε περιόδους που η αγορά είναι ανοδική, οι επενδυτές έχουν την τάση να τοποθετούν τα κεφάλαιά τους σε μετοχικά Α/Κ, που οι διαχειριστές τα επενδύουν αγοράζοντας μετοχές σε υψηλές τιμές.

Αντιθέτως, όταν η αγορά είναι καθοδική, οι μεριδιούχοι προβαίνουν σε εξαγορές αναγκάζοντας τους διαχειριστές να ρευστοποιήσουν πρόωρα μέρος του χαρτοφυλακίου τους και

να υφίστανται το κόστος από την πώληση μετοχών καθώς και από την προεξόφληση άλλων αξιόγραφων, σε τιμή χαμηλότερη από την τιμή αγοράς.

Στο βαθμό που το Α/Κ οφείλει να εξαγοράζει όσα μερίδια επιθυμούν να ρευστοποιήσουν οι μεριδιούχοι του, οι διαχειριστές είναι υποχρεωμένοι εκ των πραγμάτων να διατηρούν - σε περιόδους ύφεσης της αγοράς και όχι μόνο - υψηλά ρευστά διαθέσιμα, προκειμένου να είναι σε θέση να καλύψουν ένα μεγάλο αριθμό δυνητικών εξαγορών. Έτσι η δομή των Α/Κ οδηγεί τους διαχειριστές σε καταστρατήγηση των προσωπικών τους επιλογών και πολλές φορές σε κακές επενδυτικές αποδόσεις: αγοράζουν μετοχές σε υψηλές τιμές, πωλούν σε χαμηλές και κρατούν μεγάλα ποσά χωρίς να τα επενδύουν αποτελεσματικά.

β) Προμήθειες

Οι αμοιβές διάθεσης και εξαγοράς και οι αμοιβές διαχείρισης μειώνουν την καθαρή απόδοση του Α/Κ. Αυτό έχει σημασία ειδικά όταν οι επενδυτές για διάφορους λόγους, αποφασίζουν να ρευστοποιήσουν τα μερίδια τους σε μικρό χρονικό διάστημα.

γ) Κίνδυνος για τους επενδυτές

Οι υποψήφιοι επενδυτές σε Α/Κ θα πρέπει να λαμβάνουν υπ' όψιν τους τα εξής:

- Τα Α/Κ παρά την πολύ καλή διαφοροποίηση και διασπορά του κινδύνου που επιτυγχάνουν, δεν θα πρέπει να θεωρηθούν σε καμία περίπτωση ως επενδυτικά προϊόντα δίχως κίνδυνο
- Αγοράζοντας μερίδια Α/Κ στην πράξη, ο επενδυτής θέτει τα χρήματά του στην διάθεση ειδικών στελεχών, οι οποίοι θα τα επενδύουν με βάση τα δικά τους κριτήρια και αρχές.

«Τα Α/Κ δεν έχουν εγγυημένη απόδοση και οι προηγούμενες αποδόσεις ειδικά όταν πρόκειται για αποτελεσματικές αγορές, δεν προβλέπουν ούτε διασφαλίζουν τις μελλοντικές».

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: Η Ελληνική Πραγματικότητα

8.1 Ιστορική Αναδρομή

Τα πρώτα Α/Κ εμφανίστηκαν στην Αμερική πριν από έναν αιώνα ενώ στη χώρα μας έγιναν γνωστά στις αρχές της δεκαετίας του 1970. Στα τέλη του 1972, το συγκρότημα της Εμπορικής Τράπεζας δημιουργεί την πρώτη Εταιρεία Διαχείρισης, την "Ελληνική" Α.Ε.Δ.Α.Κ. και προσφέρει ένα Α/Κ μετοχικού τύπου με την ονομασία Ερμής. Την ίδια περίοδο (αρχές 1973), ο όμιλος Εθνική / ΕΤΕΒΑ δημιουργεί την Εταιρεία Διαχείρισης "Διεθνική" και προσφέρει στο ευρύ επενδυτικό κοινό ένα Α/Κ μικτού τύπου με την ονομασία Δήλος. Πρωταρχική επιδίωξη της πρωτοβουλίας των δύο τραπεζών ήταν η δημιουργία συγκέντρωσης ενός αξιοσημείωτου αριθμού αποταμιευτών, ώστε τα διαθέσιμα κεφάλαια των τελευταίων να διοχετευτούν σε τίτλους κυμαινόμενης απόδοσης και με αυτό τον τρόπο να τονωθεί η λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Κύρια γνωρίσματα του κλάδου των Α/Κ για δεκαεπτά ολόκληρα χρόνια ήταν η στασιμότητα, αφού τα Α/Κ και των δύο τραπεζών δεν διέθεταν αποτελεσματικά δίκτυα πωλήσεων. Επακολούθησε ύφεση της Ελληνικής οικονομίας, η οποία οδήγησε σε αντίστοιχη ύφεση του ΧΑ και είχε ως αποτέλεσμα την περαιτέρω καθυστέρηση της ανάπτυξης του θεσμού των Α/Κ.

Όμως, το 1989 και μετά από τις σοβαρές θεσμικές αλλαγές του 1987 στο χώρο της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς, αλλά και τις σημαντικές αποδόσεις που επιτεύχθηκαν στο ΧΑ την ίδια περίοδο, άνοιξε ο δρόμος για την εξάπλωση των Α/Κ στην Ελλάδα. Συγκεκριμένα, η αναζωπύρωση του κλάδου εγκαινιάστηκε όταν η Intertrust (θυγατρική εταιρία της Interamerican) συγκρότησε το δικό της Α/Κ με θεματοφύλακα την Εθνική Τράπεζα, κυριαρχώντας στην αγορά. Κατά τη διάρκεια του 1990 δημιουργήθηκαν τέσσερα νέα Α/Κ: δύο από την Τράπεζα Πίστεως, ένα από την ασφαλιστική εταιρία Ασπίς Πρόνοια και ένα από την ασφαλιστική εταιρία Ευρωπαϊκή Πίστη καθώς οι αποδόσεις των Α/Κ (Interamerican 70%, ΕΡΜΗΣ 68%, ΔΗΛΟΣ 58%) δημιούργησαν άριστες προϋποθέσεις για εντυπωσιακή συνέχεια. Έτσι, το 1994, ο αριθμός των εταιριών διαχείρισης Α/Κ αυξήθηκε από 18 σε 24 ενώ τα Α/Κ που διαχειρίζονταν αυξήθηκαν από 64 σε 85.

Σήμερα τα Α/Κ αποτελούν πλέον ένα μεγάλο τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στη χώρα μας, με επενδεδυμένα κεφάλαια που προσεγγίζουν τα 28 δισ. ευρώ, όπως φαίνεται κι από τον ακόλουθο πίνακα 8.1.

Πίνακας 8.1

**Αξία ενεργητικού αμοιβαίων κεφαλαίων
και μακροοικονομικά μεγέθη, 1991-2005**

Ημερομηνία	Συνολικές ιδιωτικές καταθέσεις στα πιστωτικά ιδρύματα (εκατ. ευρώ)	Συν. χρηματιστηριακή αξία Χ.Α. (εκατ. ευρώ)	Ενεργητικό αμοιβαίων κεφαλαίων (εκατ. ευρώ)
Δεκ. 2005	-	301.958,6	27.943,49
Οκτ. 2005	183.341,2	273.779,8	28.670,7
Δεκ. 2004	159.854,5	250.045,5	31.398,8
Δεκ. 2003	140.029,7	219.766,6	30.398,8
Δεκ. 2002	133.848,7	180.329,5	25.385,1
Δεκ. 2001	135.732,7	178.129,8	26.795,0
Δεκ. 2000 ¹	117.825,9	194.898,0	30.887,7
Δεκ. 1999	67.172,4	274.397,4	35.021,3
Δεκ. 1998	58.910,9	133.938,4	26.405,6
Δεκ. 1997	57.974,8	69.099,9	21.497,6
Δεκ. 1996	52.816,1	68.905,9	11.367,3
Δεκ. 1995	46.268,8	61.946,0	7.202,1
Δεκ. 1994	40.344,8	45.250,5	3.943,4
Δεκ. 1993	32.530,0	35.817,5	2.543,8
Δεκ. 1992	29.784,3	27.049,2	655,6
Δεκ. 1991	27.097,6	22.555,8	503,3

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Χρηματιστήριο Αθηνών, Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Σημ.1. Καταθέσεις και συμφωνίες επαναγοράς των μη χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (επιχειρήσεις, νοικοκυριά και γενικά κυβέρνηση) στα λοιπά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στην Ελλάδα. Τα προηγούμενα στοιχεία της σειράς αφορούν στις συνολικές καταθέσεις στις εμπορικές τράπεζες και τους ειδικούς πιστωτικούς οργανισμούς.

8.2. Οι Επτά Φάσεις της Ελληνικής Ιστορίας των Α/Κ

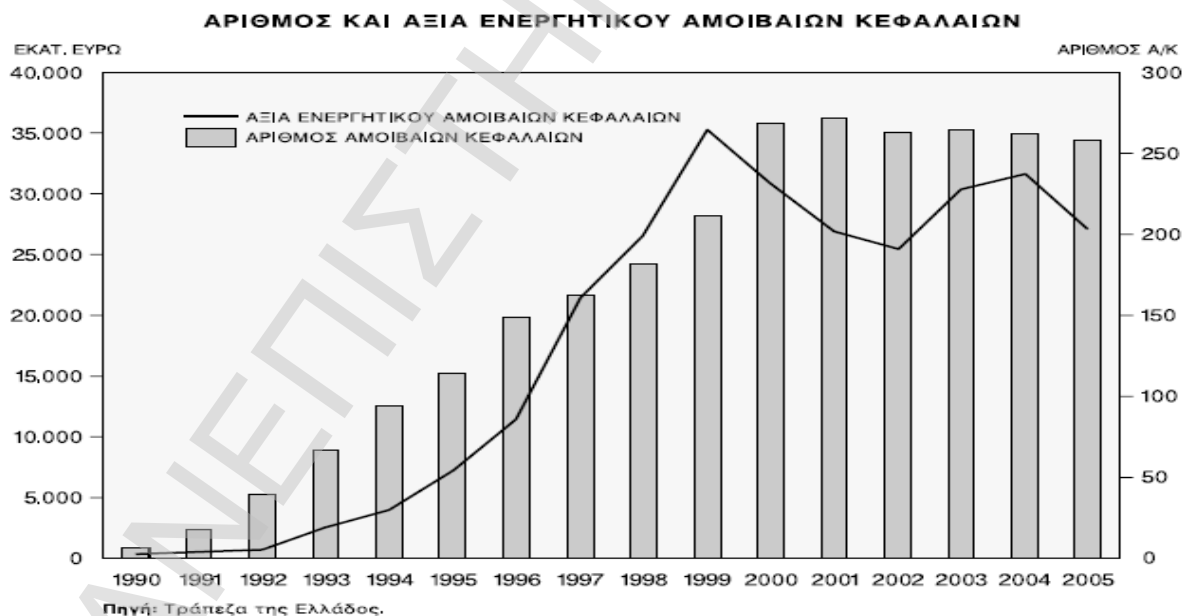
Σύμφωνα με τον Phillipas(2005), η μέχρι τώρα ιστορία των Α/Κ στην Ελλάδα θα μπορούσε να χωριστεί, με ένα μικρό βαθμό αυθαιρεσίας, σε επτά (7) φάσεις:

Η πρώτη φάση αφορά την περίοδο έναρξης της λειτουργίας των Α/Κ έως τα τέλη του 1988. Κατά την περίοδο αυτή, η κεφαλαιαγορά, αλλά ιδιαίτερα η Χρηματιστηριακή Αγορά των Αθηνών περνούσε μια μακροχρόνια ύφεση, ύστερα από μια εντυπωσιακή ακραία άνοδο (έτη 1972-1973). Την περίοδο αυτή υπήρχαν μόνο δύο Α/Κ κρατικών τραπεζών, τα οποία διαχειρίζονταν κεφάλαια που ανέρχονταν σε λίγα εκατ. ευρώ. Ως σημαντικά γεγονότα της πρώτης περιόδου, όπου ο θεσμός παρέμενε άγνωστος στο ευρύ επενδυτικό κοινό, αναφέρονται οι

θεσμικές μεταρρυθμίσεις της επιτροπής Καρατζά, οι οποίες έμελλε να αλλάξουν το τοπίο της εγχώριας κεφαλαιαγοράς.

Η επόμενη φάση αφορά την περίοδο των αρχών 1989 με τα τέλη του 1990 όπου δημιουργούνται οι πρώτες Α.Ε.Δ.Α.Κ. από μη κρατικές εταιρείες (Intertrust, Alpha, Ευρωπαϊκή Πίστη, Ασπίς Πρόνοια) με Α/Κ μικτού κυρίως τύπου. Την ίδια περίοδο, τα αποτελέσματα των θεσμικών μεταρρυθμίσεων στο χώρο της κεφαλαιαγοράς είχαν ήδη καταγραφεί μέσω της σημαντικής ανόδου των τιμών των μετοχών. Επιπλέον, οι προσδοκίες για την ανάληψη της Ολυμπιάδας του 1996 από την Αθήνα, σε συνδυασμό με ορισμένα χαρακτηριστικά του χρηματιστηρίου (μικρό μέγεθος, έλλειψη πληροφόρησης, μικρός αριθμός θεσμικών επενδυτών με μεγάλα κεφάλαια, έλλειψη αγοράς παραγώγων, κ.λπ.), ώθησαν ακόμη περισσότερο τις τιμές των μετοχών στα ύψη με συνέπεια τα υπό διαχείριση κεφάλαια να τριπλασιαστούν. Η ποσοτική αυτή εξάπλωση όμως ήταν καθαρά συγκυριακή, στο βαθμό που οφείλετο στην εντυπωσιακή άνοδο των τιμών των μετοχών.

Σχήμα 8.1



Η προσεκτική επισκόπηση του Σχήματος 8.1 αποκαλύπτει ότι η καθοριστική φάση του κύκλου του κλάδου των Α/Κ ήταν η τρίτη, η οποία περιλαμβάνει την περίοδο τέλη 1990 έως και

το τέλος του 1992. Την περίοδο αυτή, παρά το γεγονός ότι δεν υπάρχει ουσιαστική ποσοτική εξάπλωση του θεσμού σε όρους κεφαλαίων, δημιουργούνται οι περισσότερες εταιρείες διαχείρισης (13), επεκτείνεται σημαντικά το εύρος των παρεχόμενων Α/Κ (δημιουργήθηκαν 32 νέα Α/Κ με σημαντικές διαφοροποιήσεις), τα στελέχη των δικτύων πώλησης επιμορφώθηκαν και γενικότερα, τέθηκαν οι βάσεις για την ανάπτυξη του θεσμού. Ως σημαντικά γεγονότα της περιόδου αυτής αναφέρονται οι συζητήσεις και οι αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών για τους κανόνες διαφήμισης και τους τρόπους ενιαίου υπολογισμού της απόδοσης των Α/Κ.

Πίνακας 8.2

Διαχρονική Εξέλιξη της Πορείας των Α/Κ στην Ελλάδα σε Αντιστοιχία με την Πορεία του ΧΑ

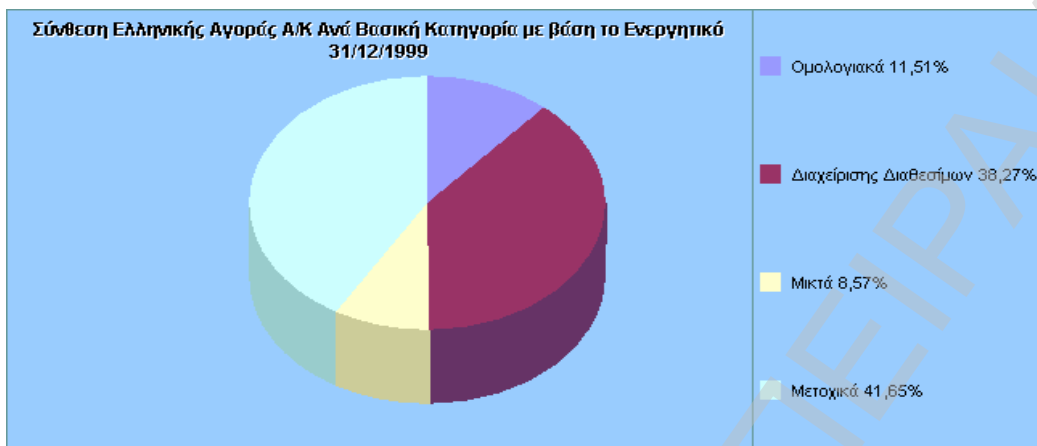
ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΑΕΔΑΚ	ΑΡΙΘΜΟΣ Α/Κ	ΚΕΦΑΛΑΙΑ(σε εκατ.€)	Γ.Δ.Χ.Α.Α.
31/12/1985	2	2	11,74	70,95
31/12/1986	2	2	14,38	103,86
31/12/1987	2	2	22,3	272,47
31/12/1988	2	2	30,81	279,65
31/12/1989	3	3	61,04	459,43
31/12/1990	7	7	430,52	932
31/12/1991	11	18	503,3	809,71
31/12/1992	20	39	655,6	672,31
31/12/1993	21	73	2.543,8	958,66
31/12/1994	24	96	2.943,4	868,91
31/12/1995	25	116	7.202,1	914,15
31/12/1996	29	150	11.367,3	933,48
31/12/1997	29	161	21.497,6	1.479,63
31/12/1998	24	178	26.405,6	3.149,50
31/12/1999	24	205	35.021,30	5.535,09
31/12/2000	26	265	30.887,70	3.388,86
31/12/2001	27	269	26.794,90	2.591,56
31/12/2002	28	260	25.385,10	1.748,42
31/12/2003	29	265	30.398,90	2.263,58
31/12/2004	27	262	31.647,30	2.786,18
31/12/2005	26	258	27.943,97	3.663,90
30/6/2006	26	270	24.333,00	3.693,75

Η επόμενη περίοδος (1/1/1993 έως 31/12/1994) ήταν καθοριστική για την ποσοτική μεγέθυνση του θεσμού. Όπως προκύπτει από τα στοιχεία του Πίνακα 8.2 την περίοδο αυτή οι ΑΕΔΑΚ τετραπλασίασαν τα υπό διαχείριση κεφάλαια τους, πλησιάζοντας το 3 δισ. ευρώ. Αξίζει να τονισθεί ότι, η ποσοτική αυτή εξάπλωση επιτεύχθηκε μέσω δύο σημαντικών αρνητικών γεγονότων: την φορολόγηση των μερισμάτων των Α/Κ κατά 15% και τη νομισματική κρίση του Μαΐου του 1994.

Η πέμπτη φάση (31/12/1994 μέχρι τέλη 1997) συνδέεται με την έκρηξη των Α/Κ στην Ελλάδα, στον βαθμό που την περίοδο αυτή οι ΑΕΔΑΚ εννιπλασίασαν τα υπό διαχείριση κεφάλαια τους περιορίζοντας αισθητά τους ρυθμούς αύξησης των ιδιωτικών καταθέσεων. Πράγματι, τα υπό διαχείριση κεφάλαια στα τέλη του 1997 αποτελούσαν το 37% των ιδιωτικών καταθέσεων, όταν το 1991 το ποσοστό αυτό ήταν μόλις 1,86%. Το επιτυχημένο παρελθόν των Α/Κ, σε συνδυασμό με τη διαχρονική μείωση των επιτοκίων των καταθέσεων, των ΕΓΕΔ και του πληθωρισμού, ώθησαν ένα ποσοστό των ιδιωτικών αποταμιεύσεων στα Α/Κ. Σημειώνεται ότι την περίοδο αυτή δραστηριοποιούνται στο χώρο της επαγγελματικής διαχείρισης μεγάλες τράπεζες (Εργασίας, Ιονική, ΑΤΕ, Γενική κ.ά), με αποτέλεσμα να αλλάξει σημαντικά η ολιγοπωλιακή διάρθρωση της αγοράς. Ίσως το σημαντικότερο θεσμικό χαρακτηριστικό της πέμπτης φάσης είναι η ονοματολογική κατάταξη των Α/Κ, η οποία περιόρισε την αυθαίρετη ονομασία τους.

Κατά τη διάρκεια της έκτης φάσης (1/1/98 - αρχές 2000) παρατηρήθηκε ραγδαία αύξηση των τιμών των μετοχών και παράλληλα εντυπωσιακές εισροές στα μετοχικά Α/Κ, κυρίως τους μήνες Ιούνιο, Ιούλιο και Αύγουστο του 1999. Αποτέλεσμα των επενδυτικών αυτών συμπεριφορών ήταν η κατηγορία των μετοχικών Α/Κ στο τέλος του 1999 να αποτελεί το 41,65% του συνόλου των υπό διαχείριση κεφαλαίων.

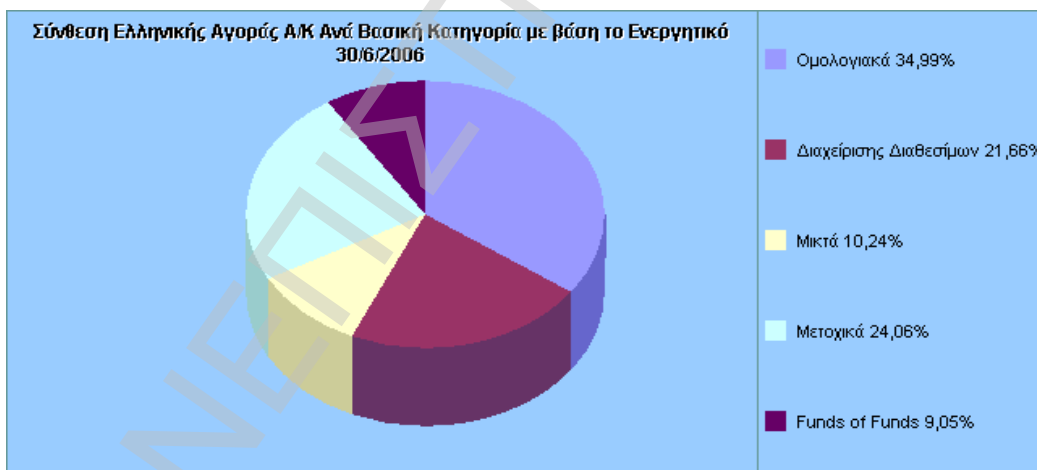
Σχήμα 8.2



Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών Ελλάδος

Σήμερα, με βάση τα στοιχεία της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών, η εικόνα έχει αλλάξει. Όπως φαίνεται και στο παρακάτω Σχήμα 8.3 στην πρώτη θέση, με κριτήριο το ενεργητικό, βρίσκονται τα ομολογιακά Α/Κ με ποσοστό 34,99% και ακολουθούν τα μετοχικά (24,06%), τα διαχείρισης διαθεσίμων(21,66%), τα μικτά(10,24%) και τα funds of funds(9,05%).

Σχήμα 8.3



Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών Ελλάδος

Αυτό συνέβη διότι κατά την τελευταία φάση (αρχές 2000 μέχρι σήμερα) δεν παρατηρούνται νέες εισροές στα μικτά και μετοχικά Α/Κ και πολλοί επενδυτές έχουν στραφεί στις διεθνείς

αγορές, αναζητώντας αξιολογημένους διαχειριστές και καλύτερες αποδόσεις. Ιδιαίτερα σημαντικό γεγονός της φάσης αυτής, αποτελεί η είσοδος στην αγορά, της ΑΕΔΑΚ των ασφαλιστικών οργανισμών.

Συγκρίνοντας τη σύνθεση του ενεργητικού των Α/Κ, με βάση τα δύο παραπάνω σχήματα, παρατηρείται μία σαφής στροφή των επενδυτών σε πιο συντηρητικές τοποθετήσεις, καθώς μειώθηκε το μερίδιο των μετοχικών Α/Κ από 41% σε 24% την ίδια στιγμή που το μερίδιο των ομολογιακών Α/Κ αυξήθηκε κατά 24 ποσοστιαίες μονάδες από 11% σε 35%. Η εξέλιξη αυτή είναι αναμενόμενη καθώς η αρνητική χρηματιστηριακή συγκυρία ώθησε σημαντική μερίδα επενδυτών, σε κατηγορίες Α/Κ, οι οποίες παρουσιάζουν μικρότερο κίνδυνο.

ΜΕΡΟΣ Δ΄
ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ
ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ Α/Κ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9: Επιλογή A/K

9.1 Γενικά

Η αξιολόγηση ενός A/K θα πρέπει να γίνεται με το σκεπτικό ότι τα διάφορα A/K δεν έχουν τον ίδιο επενδυτικό σκοπό και δεν ακολουθούν την ίδια επενδυτική στρατηγική. Το καθένα έχει διαφορετικούς στόχους, διαφορετική επενδυτική φιλοσοφία και διαφορετικό κίνδυνο. Έτσι, τα διάφορα A/K απευθύνονται σε επενδυτές με ποικίλες επενδυτικές ανάγκες και δυνατότητες, οι οποίες θα πρέπει να συνεκτιμώνται κατά τη διαδικασία επιλογής του κατάλληλου A/K.

Θα ήταν λοιπόν λάθος, η επιλογή ενός A/K να βασιστεί σε αυστηρά ποσοτικά κριτήρια με τη χρήση μόνο ιστορικών στοιχείων, καθώς σε αυτή την περίπτωση αγνοούνται σημαντικά ποιοτικά χαρακτηριστικά του A/K, καθώς και οι εκάστοτε συνθήκες του πολιτικού, κοινωνικού και οικονομικού περιβάλλοντος. Στοιχεία όπως η σύνθεση του χαρτοφυλακίου ενός A/K (π.χ. αν επενδύει σε μετοχές, αν είναι μετοχές μικρών εταιριών, υψηλής κεφαλαιοποίησης, εταιριών που δίνουν σταθερό μέρισμα κ.ά.) και η τρέχουσα πορεία του χρηματιστηρίου, θα πρέπει να συνδυάζονται με στοιχεία, όπως ο χρονικός ορίζοντας του υποψήφιου επενδυτή και οι στόχοι του (κεφαλαιακή αύξηση, σταθερό εισόδημα, εξασφάλιση κεφαλαίου) προκειμένου να επιλεγεί το καταλληλότερο A/K.

Η ανάλυση της διαδικασίας επιλογής του κατάλληλου A/K, βασίζεται στην Θεωρία του Χαρτοφυλακίου (Portfolio Theory), εφόσον και το A/K αποτελεί στην ουσία ένα χαρτοφυλάκιο επενδύσεων. Για παράδειγμα, τα A/K μετοχικά, τα οποία μας απασχολούν στην παρούσα εργασία, είναι χαρτοφυλάκια επενδύσεων που περιέχουν κατά βάση μετοχές. Η διαφορά είναι ότι τα χαρτοφυλάκια αυτά δεν δημιουργούνται από έναν μεμονωμένο επενδυτή, αλλά από μία εξειδικευμένη εταιρία διαχείρισης A/K (ΑΕΔΑΚ).

Αντικείμενο της Θεωρίας Χαρτοφυλακίου είναι η ανάλυση της διαδικασίας επιλογής των άριστων χαρτοφυλακίων από την πλευρά των ορθολογικών επενδυτών. Ως ορθολογικοί επενδυτές θεωρούνται εκείνοι οι οποίοι προσπαθούν να μεγιστοποιήσουν την απόδοση ενός χαρτοφυλακίου σε δεδομένο επίπεδο κινδύνου ή να ελαχιστοποιήσουν τον κίνδυνο σε δεδομένο επίπεδο απόδοσης.

Αρχικά, η Θεωρία Χαρτοφυλακίου επινοήθηκε από τον Harry Markowitz το 1952. Αργότερα επεκτάθηκε από τους Markowitz, William Sharpe, John Lintner και Jack Treynor. Η επέκταση αυτή αποτέλεσε και τη βάση της Θεωρίας Αγοράς Κεφαλαίου, η οποία ασχολείται με τη σχέση μεταξύ απόδοσης και του κινδύνου μιας επένδυσης. Οι Θεωρίες αυτές συνεξετάζονται, εφόσον η δεύτερη αποτελεί εξέλιξη της πρώτης.

Οι βασικές υποθέσεις στις οποίες στηρίζεται η Θεωρία Χαρτοφυλακίου είναι οι ακόλουθες:

- α) Η προσδωκόμενη απόδοση μιας επένδυσης είναι ο μέσος αριθμητικός της κατανομής πιθανότητας των προβλεπόμενων μελλοντικών αποδόσεων στη διάρκεια ορισμένης χρονικής περιόδου.
- β) Ο κίνδυνος μιας επένδυσης οφείλεται στη διασπορά των προβλεπόμενων αποδόσεων της.
- γ) Οι επιλογές των επενδυτών στηρίζονται στην προσδωκόμενη απόδοση και κίνδυνο των εξεταζόμενων επενδύσεων.
- δ) Σε δεδομένο επίπεδο κινδύνου οι επενδυτές προτιμούν επενδύσεις με τις υψηλότερες προσδωκόμενες αποδόσεις ή σε δεδομένο επίπεδο προσδωκόμενης απόδοσης, οι επενδυτές προτιμούν επενδύσεις με το χαμηλότερο κίνδυνο.

Μέσα σε ένα μεγάλο πλήθος Α/Κ, οι Έλληνες επενδυτές καλούνται να επιλέξουν αυτό ή αυτά που προσφέρουν τη δυνατότητα να μεγιστοποιήσουν τον πλούτο τους. Παρόμοιο πρόβλημα αντιμετωπίζουν και αυτοί οι οποίοι επιθυμούν να μεταφέρουν την επένδυσή τους από το Α/Κ στο οποίο διατηρούν μερίδια, σε κάποιο άλλο. Σε θεωρητικό επίπεδο, ένας διαχειριστής Α/Κ μπορεί να επιτύχει υπερ-κανονικά κέρδη, εάν α) έχει την ικανότητα να επιλέγει υποτιμημένα αξιόγραφα και β) εάν με τις κινήσεις του τοποθετείται κατάλληλα στη χρηματιστηριακή αγορά προσαρμόζοντας την σύνθεση του χαρτοφυλακίου του ανάλογα με τις επικρατούσες συνθήκες. Οποιαδήποτε ανάλυση λοιπόν της ικανότητας των διαχειριστών, πρέπει να περιλαμβάνει την ικανότητα επιλογής των αξιογράφων και την ικανότητα συγχρονισμού των κινήσεών του. Ανεξάρτητα από τις πραγματικά υπάρχουσες δυσκολίες μέτρησης της επίδοσης των διαχειριστών Α/Κ, οι κυριότεροι αποδέκτες των πληροφοριών αναφορικά με την επίδοση των Α/Κ είναι οι διοικήσεις των ΑΕΔΑΚ, οι επενδυτές αλλά και άλλοι οργανισμοί.

Οι επενδυτές προσπαθούν να επιλέξουν το κατάλληλο Α/Κ χρησιμοποιώντας παρελθούσες πληροφορίες για την επίδοση των διαχειριστών. Εάν η αγορά δεν είναι αποτελεσματική, τότε ίσως ο καλύτερος διαχειριστής του παρελθόντος να παραμείνει ο καλύτερος και στο μέλλον. Όμως εάν η αγορά είναι αποτελεσματική, τότε η παρελθούσα απόδοση (κατά μέσο όρο) δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την πρόβλεψη της αντίστοιχης μελλοντικής. Παρόλα αυτά, είναι πιθανόν κάποιος να ανακαλύψει μερικούς καλούς διαχειριστές οι οποίοι να υπερέιχαν της αγοράς (beat the market) στο παρελθόν και ίσως συνεχίσουν να επιτυγχάνουν καλύτερες επιδόσεις και στο μέλλον.

Στις αναπτυγμένες κεφαλαιαγορές, εκτός από τις διοικήσεις των ΑΕΔΑΚ και τους επενδυτές, υπάρχουν και άλλες κατηγορίες ατόμων και οργανισμών που χρειάζονται πληροφορίες για την αξιολόγηση της επίδοσης των Α/Κ. Μεγάλες εταιρείες διαχείρισης χρειάζονται αξιόπιστα κριτήρια αξιολόγησης της επίδοσης των διαχειριστών τους. Τέλος, ορισμένα τμήματα τραπεζών διαχείρισης κεφαλαίων χρειάζονται παρόμοια αξιόπιστα κριτήρια αξιολόγησης της επίδοσης των διαφόρων επενδεδυμένων λογαριασμών πελατών. Παρά το γεγονός, λοιπόν, ότι οι διαχειριστές των Α/Κ είναι ή θεωρούνται επαγγελματίες, πρέπει να ελέγχονται και να αξιολογούνται.

9.2 Πώς Γίνεται η Επιλογή

Σύμφωνα με τον Ν. Μυλωνά (1999), οι επενδυτές κατά τη διαδικασία επιλογής των Α/Κ θα πρέπει να ακολουθούν πέντε βασικούς κανόνες. Συγκεκριμένα:

1^{ος} Κανόνας: Επιλογή Είδους Επένδυσης

Προτού ακόμη επιλέξει το κατάλληλο Α/Κ, ο υποψήφιος επενδυτής θα πρέπει να αποφασίσει με ποιο τρόπο θα τοποθετήσει τα χρήματά του. Η πλέον κλασική τοποθέτηση που ανελλιπώς προσφέρεται είναι η κατάθεση σε τραπεζικό λογαριασμό της μιας τράπεζας ή της άλλης, με δυνατότητα ανάληψης, απεριόριστη ή περιορισμένη, για ένα προαποφασισμένο χρονικό διάστημα. Η άμεση πρόσβαση στις καταθέσεις αλλά και η ασφάλεια που αυτές συνεπάγονται, είναι χαρακτηριστικά που λαμβάνονται υπ' όψιν από τα νοικοκυριά και τους επενδυτές. Γενικά, για την ομαλή λειτουργία ενός νοικοκυριού είναι απαραίτητη η ύπαρξη τραπεζικών καταθέσεων

το μέγεθος των οποίων εξαρτάται από τη ρευστότητα που επιδιώκεται, τη συχνότητα και μέγεθος εισροών-εκροών.

Ένας εναλλακτικός τρόπος της τοποθέτησης καταθέσεων επί προθεσμία είναι η αγορά ΕΓΕΔ ή ομολόγων, που προσφέρουν καλύτερες αποδόσεις από ό,τι οι καταθέσεις, εξασφαλίζοντας πλήρως τον επενδυτή από τον πιστωτικό κίνδυνο δεσμεύοντας όμως, τη ρευστότητά του.

Ένα άλλο είδος τοποθέτησης είναι η αγορά μετοχών στο χρηματιστήριο. Η τοποθέτηση αυτή δεν είναι εναλλακτική των δύο προηγούμενων, καθότι με την αγορά μετοχών δεν εξασφαλίζεται ο επενδυτής από τον πιστωτικό κίνδυνο, ούτε από τον επενδυτικό κίνδυνο που είναι εγγενής στις επενδύσεις αυτές. Όμως, εξασφαλίζεται ικανοποιητικός βαθμός ρευστότητας της επένδυσης στις περισσότερες περιπτώσεις.

Εναλλακτικός τρόπος όλων των προηγούμενων τριών ειδών τοποθετήσεων είναι η αγορά μεριδίων Α/Κ. Επενδύοντας στη συλλογική επένδυση των Α/Κ, ο επενδυτής εξασφαλίζει τη ρευστότητα στην επένδυσή του, ενώ ταυτόχρονα αναθέτει τη διαχείριση των χρημάτων του σε επαγγελματίες του είδους που έχουν ισχυρά κίνητρα να μεγιστοποιήσουν την απόδοσή τους. Γενικά, λόγω της επαγγελματικής διαχείρισης που εφαρμόζουν τα Α/Κ, οι αποδόσεις που επιτυγχάνουν, κατά μέσον όρο, είναι μεγαλύτερες από αυτές που επιτυγχάνει ένας ατομικός επενδυτής στις τράπεζες ή στα ομόλογα. Έτσι, η τοποθέτηση σε Α/Κ καθίσταται φυσική πλέον επιλογή.

2^{ος} Κανόνας: Επιλογή Επενδυτικού Κινδύνου

Από τη στιγμή που ο επενδυτής αποφασίζει ένα μέρος των χρημάτων του να το τοποθετήσει σε Α/Κ γεννάται το ερώτημα σε ποια κατηγορία ή κατηγορίες θα πρέπει να επενδυθεί, εφ' όσον υπάρχουν διαφορετικοί παράγοντες που επηρεάζουν τις αποδόσεις κάθε είδους κατηγορίας Α/Κ. Για ένα ολοκληρωμένο χαρτοφυλάκιο θα πρέπει ο μεριδιούχος να καταναείμει τα χρήματά του σε διάφορες κατηγορίες, ώστε να επιτύχει ικανή διαφοροποίηση κινδύνου του κλάδου της αγοράς, του πιστωτικού και συναλλαγματικού κινδύνου. Θα επιλέξει, επομένως, ένα χαρτοφυλάκιο που θα ταιριάζει περισσότερο στις προτιμήσεις του, συνδυάζοντας σωστά τη σχέση απόδοσης-κινδύνου.

i. Μέτρηση του Βαθμού Αποστροφής του Κινδύνου

Ο βαθμός αποστροφής στον κίνδυνο δεν είναι μόνο συνάρτηση της ιδιοσυγκρασίας του ατόμου, αλλά και της ηλικίας, του επαγγέλματος που εξασκεί, της οικογενειακής κατάστασης στην οποία βρίσκεται, της εξοικείωσής του με τις επενδύσεις, του μεγέθους του πλούτου του κλπ. Η ίδια η ιδιοσυγκρασία του ατόμου επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από τους παράγοντες αυτούς. Η αξιολόγηση των ανωτέρω παραγόντων, λόγω της φύσης τους, δεν μπορεί να γίνει με απόλυτα αντικειμενικό και ποσοτικό τρόπο. Έτσι, επιχειρείται η ποιοτική μέτρηση που εξασφαλίζει κάποια βασική σχέση ιεράρχησης των παραγόντων και του βαθμού αποστροφής στον κίνδυνο.

Πολλές ΑΕΔΑΚ στις ΗΠΑ προσφέρουν στους υποψήφιους επενδυτές ένα ερωτηματολόγιο το οποίο όταν συμπληρωθεί βαθμολογείται σύμφωνα με τη βαρύτητα που έχει κάθε απάντηση. Ανάλογα με το υπόδειγμα που χρησιμοποιείται για τη βαθμολόγηση κατατάσσεται ο επενδυτής σε συντηρητικό, μέτριο και επιθετικό με διάφορες διαβαθμίσεις. Σύμφωνα με την κατάταξη που λαμβάνει ο επενδυτής καλείται να επιλέξει Α/Κ αναλόγων κατηγοριών κινδύνου.

ii. Επιλογή Βαθμού Επενδυτικού Κινδύνου

Ανάλογα με το χαρακτηρισμό του ανωτέρω, ο επενδυτής επιλέγει το βαθμό επενδυτικού κινδύνου που είναι διατεθειμένος να αναλάβει. Έτσι ο συντηρητικός επενδυτής θα επιλέξει τις κατηγορίες των Α/Κ διαχείρισης διαθεσίμων και σταθερού εισοδήματος, με πιθανή την απόκτηση μεριδίων Α/Κ διαχείρισης διαθεσίμων ευρωπαϊκών και διεθνών αγορών για να προστατευθεί από τον υπάρχοντα συναλλαγματικό κίνδυνο.

Ο μετριοπαθής επενδυτής έχει μια σειρά από πολλές επιλογές που εκτείνονται από Α/Κ διαχείρισης διαθεσίμων και σταθερού εισοδήματος έως μικτά ακόμη και μετοχικά επιλεγμένων αξιών. Τέλος, ο επιθετικός επενδυτής έχει τις παραπάνω επιλογές αλλά τοποθετεί το μεγαλύτερο μέρος των χρημάτων του σε μετοχικά Α/Κ αξίας και ανάπτυξης.

Ενώ η διαφορά στο είδος των επιλογών μεταξύ του συντηρητικού επενδυτή και των άλλων δύο είναι μεγάλη, οι διαφορές στα είδη των επιλογών του μετριοπαθούς και επιθετικού είναι

μικρές. Οι διαφορές μεταξύ τους έγκεινται στον τρόπο με τον οποίο κατανέμονται τα χρήματα μεταξύ των κατηγοριών. Κατωτέρω παρουσιάζονται ενδεικτικά διαφορετικές κατανομές μεταξύ των κατηγοριών Α/Κ που υποδηλώνουν και τις διαβαθμίσεις επενδυτικού κινδύνου που αναλαμβάνεται κάθε φορά.

Πίνακας 9.1

Ενδεικτική Ποσοστιαία Κατανομή Επένδυσης

Κατηγορία Α/Κ	Συντηρητικός επενδυτής				Μετριοπαθής επενδυτής				Επιθετικός επενδυτής			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Διαχ. Διαθεσίμων	60	50	90	70	20	20	10	10	0	0	10	0
Σταθερού εισοδ/τος	40	50	0	20	30	20	20	20	10	10	0	0
Μικτά	0	0	0	0	30	40	40	50	0	0	0	0
Μετοχικά	0	0	10	10	0	0	10	20	70	80	90	100
Διεθνή Ομολογιών	0	0	0	0	10	10	10	0	10	0	0	0
Διεθνή Μετοχικά	0	0	0	0	10	10	10	0	10	10	0	0

Όπως εύκολα γίνεται κατανοητό από τον Πίνακα 9.1, η κατανομή 1 έχει το μικρότερο επενδυτικό κίνδυνο και η κατανομή 12 το μεγαλύτερο. Ο επενδυτικός κίνδυνος αυξάνεται μονοτονικά, καθώς η διαβάθμιση αυξάνεται από τον πιο συντηρητικό επενδυτή στον πιο επιθετικό. Ενώ η μέση κατανομή ενός συντηρητικού επενδυτή διαφέρει σημαντικά από τη μέση κατανομή ενός μετριοπαθούς, ωστόσο οι διαφορές μεταξύ της κατανομής 4 και 5 είναι πολύ μικρότερες. Ανάλογα, ενώ οι μέσες κατανομές ενός μετριοπαθούς και ενός επιθετικού επενδυτή είναι σημαντικά διαφορετικές, οι διαφορές μεταξύ των κατανομών 8 και 9 είναι πολύ μικρότερες. Οι 12 κατανομές που παρουσιάζονται εδώ, είναι ένα μικρό δείγμα των άπειρων κατανομών που μπορούν να δημιουργηθούν στο ευρύ φάσμα των επιλογών που έχει στη διάθεσή του ο επενδυτής.

3^{ος} Κανόνας: Επιλογή Επενδυτικού Ορίζοντα

Επενδυτικός ορίζοντας είναι ο χρόνος διάρκειας της επένδυσης που σκοπεύει να διατηρήσει ο επενδυτής. Από πλευράς επενδυτικής στρατηγικής είναι πολύ σημαντικό όπως το είδος της

επένδυσης σχετίζεται με τον επενδυτικό ορίζοντα. Έτσι όταν ο επενδυτικός ορίζοντας είναι βραχύς, επιβάλλεται όπως και το είδος της επένδυσης είναι βραχυπρόθεσμο (π.χ. Α/Κ διαχείρισης διαθεσίμων και σταθερού εισοδήματος). Για επενδυτικούς ορίζοντες μακράς διάρκειας προτείνονται κατηγορίες μακροπρόθεσμων επενδύσεων (π.χ. Α/Κ μικτά και μετοχικά).

Ένας βασικός λόγος που συνηγορεί στην ταύτιση του επενδυτικού ορίζοντα με τη διάρκεια της επένδυσης είναι η ρευστότητα. Επειδή με την έλευση του επενδυτικού ορίζοντα τα χρήματα θα πρέπει να αποδεσμευτούν, είναι απαραίτητο όπως η ρευστοποίηση γίνει με το λιγότερο κόστος και με επωφελείς όρους. Οι μακροπρόθεσμες επενδύσεις συνήθως, έχουν μικρότερη ρευστότητα από βραχυπρόθεσμες επενδύσεις κυρίως όταν είναι πραγματικά αγαθά όπως εμπορεύματα ή ακίνητα. Τα αξιόγραφα που αποκομίζουν την αξία τους από πραγματικά αγαθά, όπως οι ομολογίες και οι μετοχές, έχουν μεγαλύτερη ρευστότητα από τα ίδια τα αγαθά. Αυτό όμως προϋποθέτει ρευστές αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

Στις περιπτώσεις που οι αγορές παρουσιάζουν μειωμένη ρευστότητα, η προσπάθεια πώλησης αξιολογίων θα έχει από τη μία πλευρά αυξημένο κόστος συναλλαγής, ενώ από την άλλη θα υπάρξει μείωση της τιμής πώλησης, ώστε να βρεθεί πιο γρήγορα κάποιος αγοραστής.

Στην περίπτωση επένδυσης σε μακροπρόθεσμες επενδύσεις, π.χ στα μετοχικά Α/Κ, δεν υπάρχει πρακτικό πρόβλημα ρευστότητας, καθώς η ρευστοποίηση των μεριδίων γίνεται χωρίς καθυστέρηση. Όμως, παρά το γεγονός της επίτευξης άμεσης ρευστοποίησης δεν συνιστάται να γίνεται σε όλες τις περιπτώσεις και ιδιαίτερα όταν η αγορά βρίσκεται σε ύφεση. Ο επενδυτής θα πρέπει να περιμένει τη βελτίωση των συνθηκών της αγοράς για να επιτύχει θετική απόδοση. Στο βαθμό που αυτού του είδους οι επενδύσεις συνδυάζονται με επενδυτικούς ορίζοντες πέντε ετών και άνω, υπάρχει ικανός χρόνος για τον επενδυτή να περιμένει για τις κατάλληλες συνθήκες ρευστοποίησης.

Η αναγκαιότητα της ταύτισης του επενδυτικού ορίζοντα με το είδος της επένδυσης αποδεικνύεται και μαθηματικά. Σύμφωνα με τον Fabozzi(1982) η αναγκαιότητα επένδυσης σε ομολογίες των οποίων η διάρκεια συμπίπτει με τον επενδυτικό ορίζοντα. Η επιλογή του επενδυτικού ορίζοντα και η επιλογή κατηγοριών Α/Κ που σχετίζονται με αυτόν υποβοηθά το 2^ο Κανόνα που στηρίζεται στο βαθμό αποστροφής του κινδύνου και βοηθά τον επενδυτή στην επιλογή της κατηγορίας.

4^{ος} Κανόνας: Επιλογή Κόστους Διάθεσης, Εξαγοράς και Εξόδων

Το κόστος προμηθειών που επιβάλλει κάθε Α/Κ κατά τη διάθεση και εξαγορά των μεριδίων του είναι ένας σημαντικός παράγοντας προσδιορισμού της απόδοσης που επιτυγχάνει ο μεριδιούχος. Όσο μεγαλύτερο είναι το κόστος αυτό, τόσο μικρότερη η απόδοση του επενδυτή. Στην πράξη, κατά το χρόνο της επένδυσης το ποσοστό που χρεώνεται στον επενδυτή ως προμήθεια διάθεσης, αποτελεί την αρνητική απόδοση με την οποία εκκινεί η επένδυσή του. Έτσι το Α/Κ θα πρέπει να επιτύχει ικανή θετική απόδοση ώστε, όχι μόνο να αντισταθμιστεί η αρνητική αρχική απόδοση αλλά και να επιτευχθεί ικανοποιητική θετική απόδοση. Εάν ο χρόνος που ο επενδυτής κρατήσει τα μερίδια Α/Κ είναι αρκετός, τότε η επίτευξη σημαντικής θετικής απόδοσης είναι συνήθως εφικτή. Εάν όμως ο χρόνος διάρκειας της επένδυσης σε Α/Κ είναι βραχύς, τότε είναι δυνατόν η επένδυση να μην έχει θετική συνολική απόδοση. Αυτό είναι ιδιαίτερα πιθανόν όταν εκτός του κόστους διάθεσης ληφθεί υπ' όψιν και το κόστος εξαγοράς που κατακρατείται κατά τη ρευστοποίηση των μεριδίων.

Τα συνολικά κόστη διάθεσης και εξαγοράς κυμαίνονται μεταξύ 1 και 5%, ανάλογα με το Α/Κ και την επενδυτική κατηγορία στην οποία ανήκει. Επειδή το ύψος του κόστους προμηθειών σχετίζεται με την κατηγορία επένδυσης, ο επενδυτής θα επιλέξει αυτή με το μικρότερο κόστος και με το μικρότερο κίνδυνο. Μια τέτοια στρατηγική βέβαια, θα περιόριζε τις επενδυτικές του επιλογές που εκ των πραγμάτων περιλαμβάνουν και κατηγορίες Α/Κ με μεγαλύτερο κίνδυνο. Επομένως, είναι απαραίτητο η προσπάθεια επιλογής Α/Κ με μικρό κόστος προμηθειών να συνδυασθεί με τον επενδυτικό ορίζοντα του επενδυτή (3^{ος} Κανόνας).

Όσο πιο μικρός ο επενδυτικός ορίζοντας, τόσο περισσότερο επιβάλλεται η απόκτηση βραχυπρόθεσμων μορφών επένδυσης, όπως τα Α/Κ διαχείρισης διαθεσίμων και εισοδήματος καθώς η αρνητική απόδοση είναι συνήθως μικρή και επομένως δημιουργούνται ικανές συνθήκες για μια θετική απόδοση. Αντίθετα, όσο πιο μακρύς είναι ο επενδυτικός ορίζοντας τόσο πιο μακροπρόθεσμες μορφές επενδύσεων Α/Κ μπορούν να αποκτηθούν. Στην περίπτωση αυτή, υπάρχει ικανός χρόνος ώστε να απορροφηθεί η αρχική αρνητική απόδοση και να επιτευχθεί ικανοποιητική συνολική απόδοση.

Εκτός από το κόστος διάθεσης και εξαγοράς σημαντικός παράγοντας είναι και το ύψος των εξόδων που πραγματοποιεί το Α/Κ. Ανάλογα με το είδος της διαχειριστικής πολιτικής που

ακολουθεί η ΑΕΔΑΚ, τον τρόπο που επιμερίζει τα κόστη έρευνας και ανάλυσης των αγορών στα Α/Κ που διαχειρίζεται και το είδος και μέγεθος των αμοιβών των στελεχών, τα έξοδα ως ποσοστό των κερδών θα διαφέρουν από Α/Κ σε Α/Κ. Έτσι, μεταξύ δύο Α/Κ που έχουν τα ίδια χαρακτηριστικά (π.χ. κόστη διάθεσης και εξαγοράς, επενδυτικοί σκοποί, ιστορικές αποδόσεις), το Α/Κ με τα μικρότερα ποσοστιαία έξοδα θα πρέπει να προτιμηθεί.

5^{ος} Κανόνας: Επιλογή με Βάση την Ιστορική Αποδοτικότητα

Έχοντας ακολουθήσει τους προηγούμενους κανόνες, ο επενδυτής έχει αποκλείσει πολλά Α/Κ αλλά πιθανόν να απομένουν αρκετά ακόμη για να επιλέξει. Ένας τρόπος για καλύτερη επιλογή είναι η μελέτη των ιστορικών τους αποδόσεων και η επιλογή των αμοιβαίων με τις καλύτερες αποδόσεις.

Για την επιλογή Α/Κ βραχυπρόθεσμων επενδύσεων η ύπαρξη 2 έως 3 ετών αποδόσεων είναι αρκετή για να προσδιορίσει τη χροιά της διαφοροποίησης μεταξύ τους (εφόσον βέβαια υπάρχει). Για μετοχικά ή μικτά Α/Κ, η σύγκριση απαιτεί την ύπαρξη αποδόσεων για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα 5 έως 6 ετών τουλάχιστον. Αυτό απορρέει από την ανάγκη διαπίστωσης διαχειριστικής ικανότητας, τόσο σε περιόδους χρηματιστηριακής ανόδου όσο και σε περιόδους πτώσης.

Η μικρή εμπειρία των νεότευκτων Ελληνικών Α/Κ και των ομάδων διαχείρισης, η αλλαγή της επενδυτικής πολιτικής αλλά και της ομάδας διαχείρισης μπορεί να υποβοηθούν στην αδυναμία επανάληψης της επιτυχίας τους από χρόνο σε χρόνο. Ωστόσο, η μικρή ομάδα των Α/Κ που απομένει προς σύγκριση, είναι δυνατόν να επιτρέψει την εφαρμογή του πέμπτου κανόνα κατά το μέγιστο δυνατόν. Δηλαδή, ενώ είναι πρακτικώς αδύνατη η επαναληπτικότητα της απόδοσης για κάθε ένα από τα 5 τελευταία έτη, η επιτυχία σε 3 από αυτά τα έτη είναι πολύ σημαντικό επίτευγμα και θα προσθέσει ένα σημείο επιλεκτικότητας για το Α/Κ με αυτή την επίδοση. Ανάλογα καλή επιλεξιμότητα θα έχει το Α/Κ που ενώ δεν κατέλαβε την πρώτη θέση σε ένα από τα προηγούμενα έτη, πέτυχε αποδόσεις σε επίπεδο ανωτάτου του μέσου σε κάθε ένα ή στα περισσότερα από τα έτη αυτά.

Η τακτική της επιλογής με βάση την ιστορική αποδοτικότητα δεν στερείται πρακτικής και ακαδημαϊκής βάσης. Στην πρόσφατη αναφορά στα Α/Κ, ο Martin Gruber (1996) υποστηρίζει ότι οι ενημερωμένοι επενδυτές καταφεύγουν στη χρήση του άλφα, εκτίμηση που προέρχεται από το

υπόδειγμα Jensen για να επιλέξουν το A/K. Με δεδομένο τον περιορισμό για την ύπαρξη ικανού αριθμού παρατηρήσεων στα νεότευκτα Ελληνικά A/K που θα επιτρέψει την ορθή εκτίμηση ανάλογων άλφα, οι Έλληνες επενδυτές μπορούν να χρησιμοποιούν τους Δείκτες Sharpe και Treynor για να εφαρμόσουν την επιλογή τους.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10: Μέτρα Μέτρησης Αποτελεσματικότητας / Αξιολόγηση Επιδόσεων A/K

10.1 Εισαγωγή

Η ανάπτυξη της θεωρίας του χαρτοφυλακίου στις αρχές του 1960, κατέστησε ικανή την ποσοτικοποίηση του κινδύνου σε όρους μεταβλητότητας των αποδόσεων. Η εξέλιξη αυτή είχε ως συνέπεια την ανάπτυξη μεθοδολογιών για τη μέτρηση της επίδοσης των ασχολουμένων με τις επενδύσεις και ιδίως των διαχειριστών A/K. Οι μεθοδολογίες αυτές, οι οποίες συσχετίζουν τον κίνδυνο με την απόδοση, μπορούν να διακριθούν σε δύο βασικές κατηγορίες, τις εξής:

- α) Τις μεθόδους που μετρούν την απόδοση του ανά μονάδα κινδύνου (return per unit of risk)
- β) Τις μεθόδους που μετρούν τις υπερ-αποδόσεις, δηλαδή τη διαφορά μεταξύ των πραγματικών αποδόσεων και των αποδόσεων που αντιστοιχούν στην τάξη κινδύνου της επένδυσης (μέθοδοι διαφορικής απόδοσης-differential return methods).

Οι δύο προσεγγίσεις συσχετίζονται και οδηγούν, κάτω από συγκεκριμένες καταστάσεις, σε παρόμοια συμπεράσματα.

10.2 Η Μέτρηση της Απόδοσης ανά Μονάδα Κινδύνου

Η προσέγγιση αυτή συσχετίζει το απόλυτο επίπεδο της απόδοσης του A/K, που επιτεύχθηκε μέσα σε μια χρονική περίοδο, με το επίπεδο του κινδύνου που ενσωματώνεται σε αυτό.

Στη διεθνή βιβλιογραφία έχουν προταθεί κυρίως δύο μέτρα της απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου των A/K, τα οποία έχουν παρόμοια χαρακτηριστικά, ο Δείκτης του Treynor (Treynor Ratio) και ο Δείκτης του Sharpe (Sharpe Ratio).

10.2.1. Treynor Ratio (TR)

Ο Jack Treynor (1965) είναι ο πρώτος που δημιούργησε Δείκτη αξιολόγησης της αποδοτικότητας ενός A/K σε σχέση με άλλα A/K, λαμβάνοντας υπόψη τόσο το μακροοικονομικό επίπεδο όσο και το μικροοικονομικό, στο οποίο λειτουργούν τα A/K. Συγκεκριμένα, από την

απόδοση του A/K αφαιρέσει την απόδοση που θα μπορούσε να επιτύχει ένας επενδυτής τοποθετώντας τα χρήματα του σε κάποια άλλη ακίνδυνη επένδυση, όπως τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου. Εάν ο Δείκτης του Treynor είναι μεγαλύτερος (ή μικρότερος) από το Δείκτη του χαρτοφυλακίου της αγοράς, τότε το συγκεκριμένο A/K είχε καλύτερη (ή χειρότερη αντίστοιχα) επίδοση από αυτή του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Η επιπλέον απόδοση που δημιουργείται προσαρμόζεται ανάλογα με τον συστηματικό κίνδυνο στον οποίο εκτίθεται.

$$\text{Treynor Ratio (TR)} = \frac{r_p - r_f}{b_p},$$

όπου

r_p : η πραγματοποιηθείσα απόδοση του A/ K_p

r_f : το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

b_p : ο συστηματικός κίνδυνος του A/ K_p

Ο Δείκτης του Treynor εκφράζει την υπερβάλλουσα απόδοση του A/K, η οποία προκύπτει από τη διαφορά της πραγματοποιηθείσας απόδοσης του A/K από το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, δια της μεταβλητότητας των αποδόσεων του A/K, όπως αυτή προσεγγίζεται από το συστηματικό κίνδυνο. Επειδή ο αριθμητής του λόγου αυτού εκφράζεται σε ποσοστά και ο παρανομαστής σε καθαρό αριθμό, ο Δείκτης του Treynor εκφράζεται σε ποσοστό.

Ο Δείκτης του Treynor είναι σύμφωνα με την επικρατούσα άποψη ότι καλά διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια εμφανίζουν μόνο συστηματικό κίνδυνο, καθώς μέσω της διαφοροποίησης εξαλείφουν τον μη συστηματικό. Συνεπώς, χρησιμοποιώντας το συστηματικό κίνδυνο (βήτα) επιτυγχάνεται η προσαρμογή στην απόδοση ενός A/K.

10.2.2 Sharpe Ratio(SR)

Ο William Sharpe (1966) αναγνώρισε την αξία του Δείκτη Treynor , πρότεινε όμως ένα δικό του Δείκτη για τις περιπτώσεις που ο Δείκτης Treynor δεν θα είχε ικανοποιητική ικανότητα

πρόβλεψης. Μελέτησε την απόδοση 34 A/K για την περίοδο 1954-1963 και πρότεινε ένα μέτρο αξιολόγησης της απόδοσης των A/K, το οποίο υπολογίζει την ανταμοιβή του κινδύνου ανα μονάδα συνολικού κινδύνου, καταλήγοντας στο συμπέρασμα πως τα A/K δεν ξεπέρασαν, σε όρους απόδοσης, την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, όπως αυτή προέκυψε από τις αποδόσεις του Dow Jones.

$$\text{Sharpe Ratio (SR)} = \frac{r_p - r_f}{S_p},$$

όπου

r_p : η πραγματοποιηθείσα απόδοση του A/K_p

r_f : το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

S_p : ο συνολικός κίνδυνος (τυπική απόκλιση) του A/K_p

Ο Δείκτης του Sharpe (1966) εκφράζει (και αυτός) την υπερβάλλουσα απόδοση του A/K, η οποία προκύπτει από τη διαφορά μεταξύ της πραγματοποιηθείσας απόδοσης του A/K και της απόδοσης ασφαλών επενδύσεων, σε όρους μεταβλητότητας των αποδόσεων, όπως αυτή προσεγγίζεται από την τυπική απόκλιση των αποδόσεων του A/K. Επειδή τόσο ο αριθμητής όσο και ο παρανομαστής του Δείκτη του Sharpe υπολογίζονται σε ποσοστά, ο Δείκτης είναι καθαρός αριθμός.

Η μόνη διαφορά των δύο προαναφερθέντων Δεικτών (Treynor, Sharpe) βρίσκεται στον τρόπο μέτρησης του κινδύνου του A/K. Ο Sharpe θεωρεί ως κατάλληλο μέτρο μέτρησης του κινδύνου τον συνολικό κίνδυνο του A/K (τυπική απόκλιση), ενώ ο Treynor χρησιμοποιεί τον συστηματικό του κίνδυνο (βήτα). Εάν τα A/K είναι πλήρως διαφοροποιημένα, οι δύο Δείκτες αναμένεται να δώσουν παραπλήσια αποτελέσματα στην κατάταξη των A/K. Διαφορά θα υπάρχει στην περίπτωση μη επαρκούς διαφοροποίησης, οπότε ο Δείκτης Sharpe θα περιλαμβάνει και τον μη συστηματικό κίνδυνο λόγω της ατελούς διαφοροποίησης. Έτσι, έμμεσα με τη χρήση και των δύο αυτών Δεικτών, εξετάζεται και ο βαθμός διαφοροποίησης που επιτυγχάνουν τα A/K. Εάν οι

διαφορές κατάταξης των A/K μεταξύ των δύο Δεικτών είναι ελάχιστες, τότε θεωρείται ότι τα A/K έχουν πετύχει μεγάλο βαθμό διαφοροποίησης και αντίστροφα.

Βέβαια, πρέπει να σημειωθεί ότι στο βαθμό που εξετάζονται ιστορικές τιμές, προσωρινά γεγονότα μπορεί να έχουν επιφέρει κάποιες αποκλίσεις στις αποδόσεις που δεν ερμηνεύονται από τον συστηματικό κίνδυνο αλλά αντικατοπτρίζονται στον συνολικό με μεγαλύτερη ακρίβεια. Συνεπώς ο συνολικός κίνδυνος (και κατά συνέπεια ο Δείκτης Sharpe) επιδεικνύει μεγαλύτερη ικανότητα να προβλέπει μελλοντικές τιμές και επομένως είναι πιο χρήσιμος στην πρόβλεψη της αποδοτικότητας των A/K.

Οι δύο ανωτέρω Δείκτες χρησιμοποιούνται ακόμη και σήμερα για την κατάταξη των A/K ανάλογα με την αποδοτικότητά τους. Και οι δύο είναι αναφορικοί για ένα A/K και θα πρέπει να συγκριθούν με Δείκτες άλλων A/K ώστε να προκύψει η ανάλογη σειρά κατάταξης. Όσο υψηλότεροι είναι οι Δείκτες Sharpe και Treynor για ένα A/K, τόσο καλύτερη είναι η κατάταξη και η αξιολόγηση αυτού.

Στην αξιολόγηση A/K με τους Δείκτες Sharpe και Treynor, τα A/K με την καλύτερη διαχείριση είναι αυτά που παρέχουν μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου. Από την άλλη πλευρά, τα A/K που παρέχουν τη χαμηλότερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου κρίνονται ως αυτά με τη χειρότερη διαχείριση.

Οι Δείκτες Sharpe και Treynor κατατάσσουν χαρτοφυλάκια κατά σειρά επίδοσης, αλλά δεν αναφέρουν, σε όρους αποδόσεων, κατά πόσο τοις εκατό (%) ένα χαρτοφυλάκιο A/K υπερέρχει ή υπολείπεται από ένα χαρτοφυλάκιο παθητικής διαχείρισης. Είναι για παράδειγμα δύσκολο να δοθεί ερμηνεία σε μια τιμή του δείκτη του Treynor 7,5%.

10.2.3 Η Μέθοδος της Διαφορικής Απόδοσης (Jensen's Performance Index)

Ο Michael Jensen ανέπτυξε την τεχνική αξιολόγησης της αποδοτικότητας ενός A/K σε μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο λαμβάνοντας υπόψη όχι μέσα μεγέθη αλλά στοιχεία του μακροοικονομικού περιβάλλοντος, όπως τα επιτόκια και ο δείκτης τιμών του ΧΑ. Αξιολόγησε την απόδοση 115 A/K για την περίοδο 1945-1964, με σκοπό τον υπολογισμό της απόδοσης που θα έπρεπε να είχε το κάθε A/K με βάση το συστηματικό κίνδυνο τον οποίο εμπεριέχει.

Χρησιμοποιώντας το μέτρο αξιολόγησης «άλφα», που είναι η διαφορά μεταξύ πραγματοποιηθείσας και απαιτούμενης απόδοσης, που αντιστοιχεί στον συστηματικό κίνδυνο του κάθε A/K, προσπάθησε να εκφράσει την ικανότητα επιλογής ή «επιλεκτικότητα» (selectivity) των διαχειριστών των A/K. Η απαιτούμενη απόδοση ονομάζεται στη διεθνή βιβλιογραφία "φυσιολογική απόδοση" (normal return) και η διαφορά της πραγματοποιηθείσας από τη φυσιολογική απόδοση, ονομάζεται "μη φυσιολογική απόδοση" (abnormal return) ή υπεραπόδοση. Χρησιμοποιώντας μαθηματικούς τύπους η μέθοδος της διαφορικής απόδοσης παρουσιάζεται από τις εξισώσεις :

$$N(r_p) = r_f + b_p (r_m - r_f) \quad \text{και} \quad a_p = r_p - N(r_p),$$

όπου

$N(r_p)$: η φυσιολογική απόδοση του A/K_p (normal return)

a_p : η μη φυσιολογική απόδοσή του (abnormal return)

r_f : το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

r_m : η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Για την αξιολόγηση A/K, αλλά και γενικότερα χαρτοφυλακίων με τη μέθοδο της διαφορικής απόδοσης, τα A/K κρίνονται με βάση το ύψος της υπερ-απόδοσής τους. Εναλλακτικά, ο Jensen προτείνει την εκτίμηση της υπερ-απόδοσης του χαρτοφυλακίου από την επόμενη σχέση :

$$r_{p,t} - r_f = a_p + b_p (r_{m,t} - r_f) + u_{p,t},$$

Ο συντελεστής a_p εκφράζει το Δείκτη του Jensen και το $u_{p,t}$ συμβολίζει τις αποκλίσεις που εμφανίζει η απόδοση από την γραμμή της παλινδρόμησης και έχει αναμενόμενη τιμή ίση με το μηδέν. Εφόσον ο συντελεστής αυτός είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός, τότε συμπεραίνουμε ότι ο διαχειριστής πέτυχε καλύτερη απόδοση από αυτήν που θα αναμέναμε με

βάση το συστηματικό κίνδυνο που ανέλαβε (ικανότητα ορθής επιλογής των αξιολογικών-selectivity ability).

10.2.4 Σχόλια για τους Τρεις Δείκτες

Τα μέτρα απόδοσης των χαρτοφυλακίων, τα οποία χρησιμοποιούν το συντελεστή βήτα (κριτήρια Treynor, Jensen) βασίζονται στην εγκυρότητα του Υποδείγματος Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Στοιχείων (CAPM), η οποία κατά καιρούς αμφισβητείται και δέχεται την αρνητική κριτική από ορισμένους. Ο λόγος είναι ότι ίσως τα αξιόγραφα τιμολογούνται με βάση κάποιο άλλο υπόδειγμα. Η κριτική αυτή δεν αφορά στο λόγο του Sharpe, ο οποίος χρησιμοποιεί τον συνολικό κίνδυνο ως μέτρο επικινδυνότητας και δεν βασίζεται στην εγκυρότητα του CAPM ή την ταυτότητα του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

10.3 Οι Σύγχρονες Απόψεις

Μετά από τις κλασσικές εργασίες των Treynor, Sharpe, Jensen και την γενική παραδοχή ότι οι διαχειριστές των Α/Κ επιτυγχάνουν αποδόσεις σύμφωνα με τις αποδόσεις της αγοράς καλύπτοντας ταυτόχρονα τα έξοδα διαχείρισης, το ακαδημαϊκό ενδιαφέρον για τα Α/Κ μειώθηκε για δύο συνεχείς δεκαετίες.

Αναζωπύρωση του ενδιαφέροντος για τις ικανότητες των διαχειριστών παρατηρείται πλέον κατά την δεκαετία του '80. Σημαντικός αριθμός ερευνητών, χρησιμοποιώντας νέα στοιχεία και μεθοδολογίες κατέγραψε αποδοτικότητες μεγαλύτερες από τις αναμενόμενες. Αντίθετα, άλλοι ερευνητές χρησιμοποιώντας παρόμοια στοιχεία αλλά λαμβάνοντας υπόψη και κάποιους άλλους παράγοντες, αμφισβητούν την ικανότητα των διαχειριστών να επιτύχουν υψηλότερες αποδόσεις.

10.3.1 Οι Διαχειριστές Νικούν την Αγορά

Μία σειρά από μελέτες στη δεκαετία του '80 παρουσίασαν αποτελέσματα θετικά για τους διαχειριστές των Α/Κ. Ο Henriksson (1984) και οι Chang & Lewellen (1984), διαπίστωσαν με στοιχεία που καλύπτουν την δεκαετία του '70, ότι οι αποδόσεις μετά την αφαίρεση των εξόδων

διαχείρισης, ήταν παρόμοιες με τις αναμενόμενες από το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων.

Στη συνέχεια ο Ippolito (1989) εξέτασε Α/Κ κατά την περίοδο 1965-1984 και κατέληξε στο ότι οι διαχειριστές επιτυγχάνουν καθαρές αποδόσεις ελαφρώς μεγαλύτερες από το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων.

Οι Ginblatt (1989) και Titman (1993) σε άρθρα τους, υποστήριξαν ότι κατά την περίοδο 1975-1984, οι μικτές αποδόσεις των μετοχικών και επιθετικών μετοχικών Α/Κ ήταν μεγαλύτερες των προβλεπόμενων κατά 2-3%.

Οι Gallo & Swanson (1996) ανέλυσαν την αποδοτικότητα 37 διεθνών Α/Κ που έχουν την έδρα τους στις ΗΠΑ κατά την περίοδο 1985-1993. Χρησιμοποιώντας ένα Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων με δύο μεταβλητές επιβεβαίωσαν προηγούμενες έρευνες για τα διεθνή Α/Κ, ότι η αποδοτικότητα τους δεν υπολείπεται της απόδοσης αντιπροσωπευτικών δεικτών της διεθνούς κεφαλαιαγοράς. Μάλιστα, η χρήση του Υποδείγματος Εξισορροπητικής Αγοραπωλησίας (Arbitrage Pricing Model) βελτιώνει τα παραπάνω συμπεράσματα.

10.3.2. Οι Διαχειριστές δεν Νικούν την Αγορά

Οι Elton, Gruber, Das & Hlavk (1993), επαναλαμβάνοντας την μεθοδολογία που ακολούθησε ο Ippolito (1989) και χρησιμοποιώντας τα ίδια στοιχεία διαπίστωσαν ότι τα αποτελέσματα είναι ευαίσθητα στο δείκτη που χρησιμοποιείται. Αναγνωρίζοντας την αυξημένη σημασία των μετοχών μικρής κεφαλαιοποίησης στην δεκαετία του '80, συμπεριέλαβαν ένα δείκτη που περιέχει μεγάλο αριθμό μικρής κεφαλαιοποίησης μετοχών και απέδειξαν ότι οι αποδόσεις των Α/Κ δεν υπερβαίνουν τις αναμενόμενες αποδόσεις. Οι Elton, Gruber & Blake(1996) σε ανάλογη έρευνα κατέληξαν στο ότι τα Α/Κ παρουσίασαν αρνητικές αποδόσεις στο διάστημα 1977-1993.

Τέλος, οι Grinblatt, Titman & Wermers(1995) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι επενδυτικές στρατηγικές της στιγμιαίας επένδυσης (αγορά επιτυχημένων και πώληση αποτυχημένων Α/Κ) μπορεί να οδηγήσουν στο συμπέρασμα των προηγούμενων εργασιών του Grinblatt (1989) και Titman(1993), ότι οι διαχειριστές των επιτυγχάνουν υψηλές αποδόσεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11: Δείγμα και Μεθοδολογία της Εμπειρικής Έρευνας

11.1 Η Επιλογή του Δείγματος

Για την αξιολόγηση των Ελλήνων διαχειριστών Α/Κ απαιτείται η χρήση δεδομένων τουλάχιστον μίας δετίας, όπως επιβάλλει η διεθνής πρακτική. Στα πλαίσια της παρούσας έρευνας χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα της περιόδου 31/12/1999 – 30/06/2006, τα οποία χωρίστηκαν σε δύο υποπεριόδους, τις εξής : 31/12/1999 -31/12/2003 και 31/12/2003– 30/06/2006.

Τα δεδομένα της πρώτης τετραετίας (31/12/1999-31/12/2003) χρησιμοποιήθηκαν για την εκτίμηση του κινδύνου του κάθε Α/Κ, τόσο του συστηματικού, όσο και του συνολικού. Τα δεδομένα της δεύτερης περιόδου (31/12/2003-30/06/2006), χρησιμοποιήθηκαν για τον υπολογισμό της μηνιαίας απόδοσης του κάθε Α/Κ.

Με τη χρήση του κινδύνου και της απόδοσης, επιχειρείται η αξιολόγηση των επιδόσεων των διαχειριστών των Α/Κ κατά τα τελευταία δύομισι χρόνια, μέσω των τριών δεικτών αξιολόγησης που επιλέχθηκαν και αναλύθηκαν διεξοδικά στο Κεφάλαιο 10.

Λόγω της μικρής ιστορίας της ελληνικής αγοράς Α/Κ, το δείγμα που επιλέχθηκε θεωρούμε ότι είναι σχετικά περιορισμένο. Είναι ξεκάθαρο ότι για να γίνει σύγκριση μεταξύ των Α/Κ που επενδύουν στην εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά, απαιτείται η χρησιμοποίηση δεδομένων της ίδιας χρονικής περιόδου. Έτσι, το μοναδικό κριτήριο επιλογής των Α/Κ του δείγματός μας είναι η διαρκής λειτουργία τους από τις 31/12/1999 έως τις 30/06/2006. Με βάση αυτήν την προϋπόθεση εξετάστηκαν τα παρακάτω 35 Α/Κ μετοχικά εσωτερικού:

Πίνακας 11.1

Δείγμα Επιλεγμένων Ελληνικών Μετοχικών Α/Κ

1. ALPHA Athens Index Fund
2. ALPHA Blue Chips
3. ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού
4. EUROBANK Value FTSE/ASE 20 Index Fund
5. HSBC Αναπτυξιακό
6. INTERNATIONAL (Αναπτυξιακό Εσωτ.)
7. INTERNATIONAL Δυναμικών Εταιρειών
8. INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών
9. ΑΑΑΒ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ
10. ΑΑΑΒ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
11. ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής
12. ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
13. ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ
14. ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ.
15. CITI FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
16. ΓΕΝΙΚΙ Επιλεγμένων Αξιών
17. HSBC TOP 20
18. HSBC ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛ.
19. INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ
20. INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ
21. METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ
22. ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
23. ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS
24. ΔΗΛΟΣ SMALL CAP
25. ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ & ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ
26. ΕΓΝΑΤΙΑ ΑΘΗΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ
27. Εγνατία ΘΗΣΕΑΣ Εταιριών Υψηλής Κεφαλαιοποίησης
28. ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ
29. ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ
30. ΕΥΡΩΠ.ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΣ.ΕΠΙΧ.
31. ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.
32. ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ
33. ΛΑΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.
34. Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού
35. ΩΜΕΓΑ INVEST

Τα στοιχεία ενεργητικού του κάθε Α/Κ του δείματός μας περιλαμβάνονται στον πίνακα που ακολουθεί:

Πίνακας 11.2

Αξία Ενεργητικού κάθε Α/Κ 31/12/1999 και 30/06/2006

	Α/Κ	Ενεργητικό 30/06/06	Ποσοστό Μεριδίου 30/06/06	Ενεργητικό 31/12/99	Μεταβολή (%)
1	ALPHA Blue Chips	519.037.287,73	13,18%	889.699.189,12	-41,66
2	ALPHA	516.060.860,16	13,10%	1.244.322.968,36	-58,53
3	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ	501.963.376,95	12,74%	736.833.697,71	-31,88
4	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	451.026.162,09	11,45%	1.138.121.844,64	-60,37
5	EUROBANK Value FTSE/ASE 20 Index Fund	338.767.414,81	8,60%	27.376.181,55	1.137,45
6	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	281.025.627,00	7,13%	1.089.037.216,27	-74,20
7	ΑΤΕ	173.595.366,59	4,41%	412.540.656,19	-57,92
8	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ	156.339.341,57	3,97%	927.226.677,51	-83,14
9	HSBC Αναπτυξιακό	140.319.166,06	3,56%	433.506.343,90	-67,63
10	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP	128.609.647,19	3,27%	552.172.015,26	-76,71
11	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ	95.679.238,53	2,43%	234.241.640,51	-59,15
12	ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	80.864.197,77	2,05%	281.372.390,08	-71,26
13	GENIKI Επιλεγμένων Αξιών	59.797.531,14	1,52%	256.905.929,23	-76,72
15	ALPHA Athens Index Fund	53.526.311,56	1,36%	42.721.014,16	25,29
16	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής	47.152.124,62	1,20%	180.549.912,55	-73,88
17	ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ & ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	45.951.713,45	1,17%	141.270.402,69	-67,47
18	CITI FUND	44.880.290,66	1,14%	127.978.738,82	-64,93
19	ALLIANZ	38.071.590,75	0,97%	121.804.738,64	-68,74
20	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ	34.201.496,85	0,87%	102.332.297,53	-66,58
21	ΛΑΙΚΗ	34.160.690,60	0,87%	158.546.262,31	-78,45
22	Π&Κ	26.580.904,22	0,67%	15.558.327,51	70,85
23	INTERNATIONAL Αναπτυξιακό	26.002.236,86	0,66%	107.946.281,33	-75,91
24	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.	23.862.678,25	0,61%	70.002.199,66	-65,91
25	METROLIFE	18.982.356,00	0,48%	68.046.056,25	-72,10
26	HSBC TOP 20	16.722.421,68	0,42%	24.517.806,67	-31,79
27	ΑΑΑΒ	14.830.654,57	0,38%	111.494.959,76	-86,70
28	ΕΓΝΑΤΙΑ ΑΘΗΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	12.092.096,02	0,31%	5.799.481,66	108,50
29	ΑΑΑΒ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	11.337.300,33	0,29%	66.944.956,69	-83,06
30	HSBC ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛ.	10.593.388,66	0,27%	4.495.508,35	135,64
31	ΩΜΕΓΑ INVEST	10.427.598,36	0,26%	36.146.648,08	-71,15
32	INTERNATIONAL Δυναμικών Εταιρειών	8.881.129,74	0,23%	30.564.879,94	-70,94
33	Εγνατία ΘΗΣΕΑΣ Εταιριών Υψηλής Κεφ/σης	7.426.388,62	0,19%	4.295.794,58	72,88
34	INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών	5.318.797,78	0,14%	1.554.633,63	242,13
35	ΕΥΡΩΠ.ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΕΠΙΧ.	4.618.932,67	0,12%	2.173.127,44	112,55
		3.938.706.319,84	100,00%	9.648.100.778,58	

Από τον παραπάνω πίνακα, παρατηρούμε ότι με βάση την αξία του ενεργητικού στις 30/06/06, τα Α/Κ που βρίσκονται στις πρώτες 4 θέσεις καταλαμβάνουν το 50% του συνόλου της αγοράς ελληνικών μετοχικών Α/Κ, παρόλο που είχαν σημαντική πτώση στα ενεργητικά τους από τις 31/12/99. Αυτό σημαίνει πως οι επενδυτές τείνουν να συγκεντρώνουν τα χρήματά τους σε λίγα Α/Κ. Βλέπουμε ότι τα 21 τελευταία Α/Κ συγκεντρώνουν μερίδιο αγοράς περίπου όσο το ALPHA Blue Chips που βρίσκεται στην πρώτη θέση (13,18%). Παρατηρούμε επίσης ότι το EUROBANK Value FTSE/ASE 20 Index Fund, είναι ένα από τα λίγα που παρουσίασε μία τεράστια αύξηση του ενεργητικού του (1.137%), και από την 27^η θέση που βρισκόταν το 1999, σήμερα βρίσκεται στην 5^η θέση.

11.2 Η Μεθοδολογία της Μελέτης

Σκοπός της μελέτης είναι η αξιολόγηση της διαχείρισης των χαρτοφυλακίων των μετοχικών Α/Κ εσωτερικού. Για να γίνει αυτό έγινε χρήση των μηνιαίων αποδόσεων των μετοχικών Α/Κ του δείγματός μας, του ΓΔ του ΧΑ και του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο (risk free rate).

Οι τιμές των μεριδίων των Α/Κ της περιόδου 31/12/1999 – 30/6/2006 αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων που διατηρεί στην ιστοσελίδα της (www.agii.gr) η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών. Οι τιμές του ΓΔ του ΧΑ της περιόδου 31/12/1999 – 30/6/2006 αντλήθηκαν από την ιστοσελίδα της εφημερίδας «Ελευθεροτυπία» (www.enet.gr) και συγκεκριμένα από την ενότητα «Χρηματιστήριο». Ως επιτόκιο χωρίς κίνδυνο (risk free rate), ορίστηκε η απόδοση των τρίμηνων ΕΓΕΔ της περιόδου 31/12/1999 – 30/6/2006. Τα σχετικά δεδομένα συλλέχθηκαν από την ιστοσελίδα της Τράπεζας της Ελλάδος (www.bankofgreece.gr), από την ενότητα «Στατιστικές Μελέτες».

11.2.1 Η Μέτρηση της Αποδοτικότητας

Για τον υπολογισμό της μηνιαίας απόδοσης των Α/Κ χρησιμοποιήθηκαν η τιμή του μεριδίου του κάθε Α/Κ την τελευταία ημέρα κάθε μήνα και η τελική τιμή του μεριδίου του επόμενου μήνα, για την περίοδο 31/12/1999 έως 30/6/2006. Το ίδιο πράξαμε και στην περίπτωση του ΓΔ

του ΧΑ. Με βάση τις μηνιαίες αποδόσεις υπολογίστηκε η μέση μηνιαία απόδοση του κάθε Α/Κ και του ΓΔ του ΧΑ.

Για τον υπολογισμό της μηνιαίας απόδοσης των ΕΓΕΔ, χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία που δίνει στη δημοσιότητα ανά τακτά χρονικά διαστήματα η Τράπεζα της Ελλάδος. Επειδή στους πίνακες της Κεντρικής Τράπεζας η απόδοση των εντόκων γραμματίων αναφέρεται σε ετήσια βάση, την διαιρέσαμε με το 12, για να βρούμε τη μηνιαία απόδοση. Εν συνεχεία βρέθηκε η μέση μηνιαία απόδοση των εντόκων γραμματίων.

Οι μηνιαίες αποδόσεις των μεριδίων των Α/Κ, του ΓΔ του ΧΑ και των ΕΓΕΔ του διαστήματος 31/12/2003 – 30/6/2006 χρησιμοποιήθηκαν για τον υπολογισμό της μέσης μηνιαίας απόδοσής τους.

∅ Η μαθηματική σχέση υπολογισμού της μηνιαίας απόδοσης είναι η εξής:

$$A_i = \frac{(A_{it} - A_{it-1})}{A_{it-1}},$$

όπου

A : η μηνιαία απόδοση του μεριδίου του Α/Κ

A_{it} : η τελική τιμή του μεριδίου του επόμενου μήνα

A_{it-1} : η τιμή του μεριδίου του κάθε Α/Κ την τελευταία ημέρα κάθε μήνα

∅ Η μαθηματική σχέση υπολογισμού της μέσης (μηνιαίας) απόδοσης είναι η εξής:

$$\bar{A} = \frac{\sum_{i=1}^N A_i}{N},$$

όπου

\bar{A} : η μέση(μηνιαία) απόδοση της επένδυσης(μέσος αριθμητικός),

A_i : οι ενδιάμεσες αποδόσεις της επένδυσης όπως προκύπτουν από τα στοιχεία του δείγματος

N : το πλήθος των αποδόσεων (μέγεθος δείγματος)

11.2.2 Η Μέτρηση του Κινδύνου

Οι μηνιαίες αποδόσεις των μεριδίων των A/K, του ΓΔ του ΧΑ και ΕΓΕΔ της περιόδου 31/12/1999 – 31/12/2003, χρησιμοποιήθηκαν για την εκτίμηση του κινδύνου του κάθε A/K, τόσο του συστηματικού, όσο και του συνολικού. Συγκεκριμένα, για τη μέτρηση του κινδύνου που ανέλαβε το κάθε A/K εκτιμήθηκαν, με βάση στοιχεία της περιόδου 2000 – 2003 τα εξής:

Δείκτης beta (συστηματικός κίνδυνος)

Για την εκτίμηση του συντελεστή βήτα εκτιμήθηκε το υπόδειγμα της αγοράς :

$$r_{pt} - r_f = a_p + b_p (r_{mt} - r_f) + u_{pt} ,$$

όπου

r_{pt} : η απόδοση του A / K_p κατά την περίοδο t

r_f : το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, που προσεγγίζεται από το επιτόκιο των τριμηνιαίων ΕΓΕΔ

r_{mt} : η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, όπως αυτή προσεγγίζεται από το ΓΔ του ΧΑ

a_p : ο συντελεστής άλφα του A / K_p

b_p : ο συντελεστής βήτα του A / K_p

u_{pt} : ένας στοχαστικός όρος, ο οποίος υποθέτουμε ότι πληρεί τις υποθέσεις του κλασσικού γραμμικού υποδείγματος.

Στην στατιστική ο προσδιορισμός του στοχαστικού μοντέλου και η εξαγωγή συμπερασμάτων ονομάζεται ανάλυση παλινδρόμησης (regression analysis). Σύμφωνα με αυτήν, ορίζουμε ως ανεξάρτητη μεταβλητή την μηνιαία απόδοση του ΓΔ του ΧΑ ($r_{mt} - r_f$), ως εξαρτημένη μεταβλητή την μηνιαία απόδοση του A/K ($r_{pt} - r_f$) και χρησιμοποιώντας τις εντολές Analyse → Regression → Linear του SPSS κάνουμε παλινδρόμηση παίρνοντας τα αποτελέσματα μας για τον

συντελεστή βήτα και την στατιστική του σημαντικότητα (βλέπε παράρτημα Π1, σελ. 123, πίνακες Coefficients).

Τυπική Απόκλιση της απόδοσης των A/K (συνολικός κίνδυνος)

Η μεταβλητότητα μιας επένδυσης σε απόλυτους όρους μετράται με την τυπική απόκλιση, η οποία υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$s_{p_i} = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (r_{p_i} - \bar{r}_p)^2},$$

όπου

r_{p_i} : η απόδοση (ημερήσια, εβδομαδιαία, μηνιαία) του A/K, μέσα σε μια χρονική περίοδο

\bar{r}_p : η μέση απόδοση του A/K για την εξεταζόμενη χρονική περίοδο

T: είναι ο αριθμός των παρατηρήσεων.

Για ένα μεμονωμένο επενδυτικό στοιχείο όσο πιο μεγάλη η τιμή του σ , τόσο πιο μεγάλος θα είναι ο κίνδυνός του.

11.2.3 Ο Υπολογισμός των Δεικτών Αξιολόγησης

Κάνοντας χρήση όλων των παραπάνω δεδομένων, υπολογίστηκαν με μαθηματικούς τύπους, που αναφέρθηκαν στο Κεφάλαιο 10, οι τρεις δείκτες μέτρησης της επίδοσης των A/K. Συγκεκριμένα, οι μαθηματικές σχέσεις που χρησιμοποιήθηκαν είναι οι εξής:

$$1) \text{ Treynor Ratio (TR)} = \frac{r_p - r_f}{b_p}$$

$$2) \text{ Sharpe Ratio (SR)} = \frac{r_p - r_f}{s_p}$$

3) Jensen : $N(r_p) = r_f + b_p(r_m - r_f)$ και $a_p = r_p - N(r_p)$

11.2.4 - Σύνοψη

Συνοπτικά υπολογίστηκαν τα εξής:

- 1) Μέση μηνιαία απόδοση κάθε Α/Κ του δείγματος για την περίοδο 31/12/03-30/06/06. Έγινε χρήση των μηνιαίων αποδόσεων του κάθε Α/Κ.
- 2) Μέση μηνιαία απόδοση εντόκων γραμματίων για την περίοδο 31/12/03-30/06/06. Έγινε χρήση των μηνιαίων αποδόσεων των εντόκων γραμματίων.
- 3) Μέση μηνιαία απόδοση του ΓΔ του ΧΑ για την περίοδο 31/12/03-30/06/06. Έγινε χρήση των μηνιαίων αποδόσεων του ΓΔ.
- 4) Τυπική απόκλιση των μηνιαίων αποδόσεων των Α/Κ της περιόδου 31/12/99-31/12/03. Έγινε χρήση των μηνιαίων αποδόσεων του κάθε Α/Κ.
- 5) Μηνιαίο beta του κάθε Α/Κ. Υπολογίστηκε κάνοντας χρήση των μηνιαίων αποδόσεων των Α/Κ, του ΓΔ και του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο της περιόδου 31/12/99-31/12/03.
- 6) Φυσιολογική απόδοση κάθε Α/Κ για την περίοδο 31/12/03-30/06/06. Υπολογίστηκε κάνοντας χρήση της μέσης μηνιαίας απόδοσης του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο και του ΓΔ του ΧΑ για την περίοδο 31/12/03-30/06/06 και του μηνιαίου beta του κάθε Α/Κ, όπως εκτιμήθηκε από στοιχεία της περιόδου 31/12/99 – 30/12/03.

ΜΕΡΟΣ Ε΄
Η ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΩΝ
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ Α/Κ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 12: Εμπειρικά Αποτελέσματα για τα Ελληνικά Α/Κ

12.1. Γενικά

Στο τρέχον μέρος παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα της αξιολόγησης των μετοχικών Α/Κ εσωτερικού την περίοδο 01/01/2004 – 30/06/2006. Αρχικά παρουσιάζεται το κάθε εύρημα ξεχωριστά και εν συνεχεία οι τρεις δείκτες αξιολόγησης.

12.2. Οι Κίνδυνοι των Α/Κ (περίοδος 2000 - 2003)

Στους πίνακες που παρατίθενται παρακάτω φαίνεται ο κίνδυνος που ανέλαβε το κάθε Α/Κ, όπως προκύπτει από τα δεδομένα της περιόδου 2000 – 2003.

12.2.1 Ο Συστηματικός Κίνδυνος

Στον Πίνακα 12.1 παρουσιάζεται το μηνιαίο beta του κάθε Α/Κ. Παρατηρούμε ότι το υψηλότερο beta ανέρχεται σε 0,984, δηλαδή πλησιάζει τη μονάδα, ενώ το χαμηλότερο φτάνει μόλις το 0,708. Υπενθυμίζεται ότι όσο πιο κοντά στη μονάδα είναι το beta ενός Α/Κ, τόσο πιο ευαίσθητο είναι στις μεταβολές του ΓΔ του ΧΑ, δηλαδή είναι περισσότερο επιθετικό ή λιγότερο αμυντικό.

Όπως παρατηρούμε, στις πρώτες 10 θέσεις της σχετικής λίστας του Πίνακα 12.1 βρίσκονται Α/Κ, για τα οποία δεν μπορεί να εξαχθεί από την ονομασία τους, ασφαλές συμπέρασμα για τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους, εκτός δύο εξαιρέσεων.

Η πρώτη εξαίρεση αφορά στο Alpha Trust Athens Index Fund, το οποίο είναι ένα δεικτοποιημένο Α/Κ, ο στόχος των διαχειριστών του οποίου είναι το χαρτοφυλάκιο μετοχών του να ταυτίζεται με τη σύνθεση του ΓΔ. Το εν λόγω Α/Κ έχει το δεύτερο μεγαλύτερο beta μεταξύ των 35 Α/Κ του δείγματος, κάτι που κρίνεται ως φυσιολογικό. Το Α/Κ Δήλος Small Cap, το οποίο θα έπρεπε, όπως προκύπτει από την ονομασία του, να επενδύει κατά κύριο λόγο σε εταιρείες μικρής κεφαλαιοποίησης έχει το μεγαλύτερο beta μεταξύ των Α/Κ του δείγματος.

Πίνακας 12.1

Κατάταξη των Α/Κ με Βάση το Συστηματικό Κίνδυνο (Μηνιαίο beta περιόδου 2000-2003)

	Α/Κ	Beta (συστηματικός κίνδυνος)
1.	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP	0,984
2.	ALPHA Athens Index Fund	0,970
3.	GENIKI Επιλεγμένων Αξιών	0,970
4.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	0,966
5.	CITI FUND	0,964
6.	Π&Κ	0,964
7.	ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,963
8.	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής	0,953
9.	ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	0,949
10.	METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	0,946
11.	INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών	0,943
12.	ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	0,931
13.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	0,913
14.	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,905
15.	INTERNATIONAL Δυναμικών Εταιρειών	0,877
16.	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ	0,864
17.	ΕΓΝΑΤΙΑ ΑΘΗΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	0,859
18.	ΛΑΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	0,857
19.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.	0,854
20.	INTERNATIONAL (Αναπτυξιακό Εσωτ.)	0,851
21.	ALPHA Blue Chips	0,842
22.	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ	0,841
23.	HSBC TOP 20	0,832
24.	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ.	0,831
25.	ΕΥΡΩΠ.ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΕΠΙΧ.	0,823
26.	ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	0,822
27.	ΑΑΑΒ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	0,821
28.	ΩΜΕΓΑ INVEST	0,819
29.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ	0,813
30.	HSBC Αναπτυξιακό	0,805
31.	Εγνατία ΘΗΣΕΑΣ Εταιριών Υψηλής Κεφαλαιοποίησης	0,805
32.	ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ & ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	0,786
33.	EUROBANK Value FTSE/ASE 20 Index Fund	0,771
34.	ΑΑΑΒ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,729
35.	HSBC ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	0,708

Από τον Πίνακα 12.1 γίνεται σαφές ότι, κανένα από τα A/K του δείγματος δεν έχει beta μεγαλύτερο της μονάδας. Το γεγονός αυτό κρίνεται φυσιολογικό, δεδομένου ότι δεν επενδύεται το σύνολο της περιουσίας των A/K σε μετοχές αφού, για λόγους ρευστότητας, ένα μέρος διατηρείται σε μορφή διαθεσίμων τα οποία έχουν μηδενικό κίνδυνο. Έτσι, το μέσο επίπεδο κινδύνου περιορίζεται αισθητά.

Επισημαίνεται πάντως ότι και, σε άλλες εργασίες που ασχολήθηκαν με την αξιολόγηση της επίδοσης των μετοχικών A/K εσωτερικού, η συντριπτική πλειονότητα των A/K είχε beta μικρότερο της μονάδας.

12.2.1.1 Στατιστική Σημαντικότητα του Συντελεστή Βήτα

Η στατιστική σημαντικότητα του συντελεστή συστηματικού κινδύνου (beta) εξετάστηκε με βάση τις πιο κάτω υποθέσεις, τα ποσοτικά δεδομένα των οποίων παρουσιάζονται στον Πίνακα 12.2. Ασφαλή συμπεράσματα κατά την ερμηνεία του συντελεστή βήτα, είναι δυνατό να εξαχθούν μόνο αν τα αποτελέσματα για το δείκτη είναι στατιστικά σημαντικά.

Για την στατιστική σημαντικότητα του συντελεστή βήτα διενεργούμε τον ακόλουθο έλεγχο:

H_0 : beta = 0 (ο συντελεστής βήτα δεν είναι στατιστικά σημαντικός) vs.

H_1 : beta \neq 0 (ο συντελεστής βήτα είναι στατιστικά σημαντικός).

Ο στατιστικός έλεγχος στην προκειμένη περίπτωση, γίνεται με την μέτρηση της πιθανότητας p-value (sig.) που αποτελεί κριτήριο ελέγχου υποθέσεων και εκτιμητικής. Αν το p-value έχει σε γενικές γραμμές τιμή μικρότερη του 0,05, τότε ο συντελεστής βήτα είναι στατιστικά σημαντικός (απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση H_0) και επομένως η τιμή του έχει θετική σημασία, προσδιορίζοντας το είδος και την ποιότητα διαχείρισης των A/K. Αν το p-value είναι μεγαλύτερο του 0,05, έχουμε ακριβώς τα αντίθετα συμπεράσματα. Παρατηρούμε πως το p-value σε όλες τις περιπτώσεις είναι μηδέν, πράγμα που σημαίνει πως απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση και συνεπώς ο συντελεστής βήτα είναι στατιστικά σημαντικός σε όλες τις περιπτώσεις. Επίσης, σύμφωνα με τον έλεγχο του t-test, όλες οι τιμές του beta είναι στατιστικά σημαντικές.

Τέλος, όσον αφορά τον σταθερό όρο a_p , παρατηρούμε από τον έλεγχο t-test ότι στις περισσότερες περιπτώσεις είναι στατιστικά μη σημαντικός, γεγονός που σημαίνει ότι δεν

υπάρχουν άλλοι παράγοντες κινδύνου που να επηρεάζουν την απόδοση του Α/Κ πέραν του συστηματικού, ο οποίος εκφράζεται με το beta.

Πίνακας 12.2 Έλεγχος Σημαντικότητας: p-value και t-test

A/K	p-value (b_p)	t-test (b_p)	t-test (a_p)
ALPHA Athens Index Fund	0,000	90,958	2,042
ALPHA Blue Chips A/K	0,000	41,045	1,845
ALPHA	0,000	23,002	1,408
EUROBANK Value FTSE/ASE 20 Index Fund	0,000	34,270	1,270
HSBC Αναπτυξιακό	0,000	20,139	0,864
INTERNATIONAL Αναπτυξιακό	0,000	13,479	2,483
INTERNATIONAL Δυναμικών Εταιρειών	0,000	13,594	2,375
INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών	0,000	14,611	0,830
ΑΑΑΒ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	0,000	16,291	2,482
ΑΑΑΒ	0,000	19,905	5,645
ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής	0,000	22,762	2,714
ALLIANZ	0,000	23,775	1,680
ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	0,000	18,046	2,014
ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ	0,000	12,675	1,702
CITI FUND	0,000	86,040	2,256
GENIKI Επιλεγμένων Αξιών	0,000	26,921	4,577
HSBC TOP 20	0,000	30,333	0,396
HSBC ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛ.	0,000	11,794	0,767
INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ	0,000	16,680	2,591
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ	0,000	29,662	3,312
METROLIFE	0,000	25,939	1,903
ΑΤΕ	0,000	30,232	2,211
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	0,000	33,005	2,757
ΔΗΛΟΣ SMALL CAP	0,000	12,045	1,564
ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ & ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	0,000	18,857	1,585
ΕΓΝΑΤΙΑ ΑΘΗΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	0,000	13,972	0,615
Εγνατία ΘΗΣΕΑΣ Εταιριών Υψηλής Κεφαλαιοποίησης	0,000	43,775	1,348
ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	0,000	17,497	1,025
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	0,000	26,743	1,783
ΕΥΡΩΠ.ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΕΠΙΧ.	0,000	20,672	2,126
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.	0,000	43,308	3,136
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ	0,000	16,633	2,149
ΛΑΙΚΗ	0,000	20,632	3,117
Π&Κ	0,000	17,891	0,729
ΩΜΕΓΑ INVEST	0,000	16,672	1,058

12.2.1.2. Ο Συντελεστής Προσδιορισμού R^2

Ένα κριτήριο αξιολόγησης της ερμηνευτικής ικανότητας του εκτιμημένου γραμμικού υποδείγματος της αγοράς είναι ο συντελεστής προσδιορισμού R^2 , ο οποίος δείχνει το κατά πόσο η εκτιμημένη, με βάση τις τιμές της εξαρτημένης μεταβλητής – απόδοση του A/K- γραμμή παλινδρόμησης, ερμηνεύει τις τιμές της ανεξάρτητης μεταβλητής- του ΓΔ του ΧΑ. Ο συντελεστής προσδιορισμού παίρνει τιμές από 0 έως 1. Αν ο R^2 ισούται με 0, τότε δεν υπάρχει γραμμική σχέση μεταξύ της απόδοσης του A/K και του ΓΔ, ενώ αν ισούται με την 1, τότε υπάρχει πλήρης γραμμική σχέση μεταξύ τους.

Επιπλέον, ο συντελεστής αυτός επιτρέπει να κατατάξουμε τα A/K με κριτήριο ποια από αυτά έχουν συντελεστή κοντά στην μονάδα, γιατί αυτά θα είναι εκείνα με το λιγότερο αντίστοιχα συστηματικό κίνδυνο, τα οποία έχοντας ελαχιστοποιήσει όλους τους άλλους εξωγενείς παράγοντες που επηρεάζουν τις αποδόσεις τους, εξαρτώνται κυρίως και σε μέγιστο βαθμό, από το ΓΔ της αγοράς και μάλιστα κινούνται σχεδόν παράλληλα.

Στον παραπάνω Πίνακα 2.3 βλέπουμε ότι όλοι οι συντελεστές προσδιορισμού είναι αρκετά υψηλοί, πλησιάζουν την μονάδα, γεγονός που σημαίνει ότι ο συστηματικός κίνδυνος εκφράζει σε μεγάλο βαθμό τα A/K.

Πίνακας 12.3

Ο Συντελεστής Προσδιορισμού R^2

A/K	R^2
ALPHA Athens Index Fund	0,994
CITI FUND	0,994
Εγνατία ΘΗΣΕΑΣ Εταιριών Υψηλής Κεφαλαιοποίησης	0,977
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.	0,976
ALPHA Blue Chips A/K	0,973
EUROBANK Value FTSE/ASE 20 Index Fund	0,962
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	0,959
ΑΤΕ	0,952
HSBC TOP 20	0,952
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ	0,950
ΓΕΝΙΚΙ Επιλεγμένων Αξιών	0,94
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	0,94
METROLIFE	0,936
ΕΥΡΩΠ.ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΕΠΙΧ.	0,903
ALLIANZ	0,925
ALPHA	0,920
ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής	0,918
ΛΑΙΚΗ	0,902
HSBC Αναπτυξιακό	0,898
INTERNATIONAL Δυναμικών Εταιρειών	0,801
INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών	0,823
ΑΑΑΒ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	0,852
ΑΑΑΒ	0,896
ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ & ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	0,885
ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	0,876
Π&Κ	0,874
ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	0,869
INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ	0,858
ΩΜΕΓΑ INVEST	0,858
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ	0,847
ΕΓΝΑΤΙΑ ΑΘΗΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	0,809
INTERNATIONAL Αναπτυξιακό	0,798
ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ	0,777
ΔΗΛΟΣ SMALL CAP	0,759
HSBC ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦ/ΣΗΣ	0,751

12.2.2 - Ο Συνολικός Κίνδυνος

Στον Πίνακα 12.4 έχει γίνει κατάταξη των Α/Κ με βάση το συνολικό κίνδυνο που έχουν αναλάβει, όπως αυτός προκύπτει από την τυπική απόκλιση των μηνιαίων αποδόσεών τους της περιόδου 2000 – 2003.

Τα αποτελέσματα στην προκειμένη περίπτωση είναι περισσότερο φυσιολογικά, σε σχέση με το beta. Συγκεκριμένα, αυτό που παρατηρούμε είναι ότι στην κορυφή της παρακάτω λίστας, βρίσκονται Α/Κ που επενδύουν, όπως προκύπτει από την ονομασία τους, σε μετοχές εταιρειών μικρής κεφαλαιοποίησης, καθώς και σε αναπτυσσόμενες εταιρείες. Αυτές οι εταιρείες στην πλειονότητα των περιπτώσεων έχουν μεγαλύτερο κίνδυνο σε σχέση με τις εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης και είναι πολύ λογικό να αυξάνουν το συνολικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου στο οποίο εμπεριέχονται.

Πίνακας 12.4

Κατάταξη των Α/Κ με Βάση το Συνολικό Κίνδυνο (περίοδος 2000 – 2003)

	Α/Κ	$\sigma(r_p)$ (Συνολικός Κίνδυνος)
1.	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP	9,30%
2.	INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών	8,57%
3.	Π&Κ	8,50%
4.	ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	8,32%
5.	GENIKI Επιλεγμένων Αξιών	8,24%
6.	ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	8,22%
7.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	8,21%
8.	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής	8,20%
9.	INTERNATIONAL Δυναμικών Εταιρειών	8,08%
10.	METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	8,06%
11.	ALPHA Athens Index Fund	8,01%
12.	ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	8,00%
13.	CITI FUND	7,97%
14.	ΕΓΝΑΤΙΑ ΑΘΗΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	7,87%
15.	INTERNATIONAL (Αναπτυξιακό Εσωτ.)	7,85%
16.	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ.	7,77%
17.	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ	7,68%
18.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	7,68%

19.	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	7,64%
20.	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ	7,48%
21.	ΛΑΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	7,44%
22.	ΑΑΑΒ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	7,35%
23.	ΩΜΕΓΑ INVEST	7,28%
24.	ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	7,26%
25.	ΕΥΡΩΠ.ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΕΠΙΧ.	7,14%
26.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.	7,12%
27.	ALPHA Blue Chips	7,03%
28.	HSBC TOP 20	7,03%
29.	HSBC Αναπτυξιακό	7,00%
30.	ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ & ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	6,92%
31.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ	6,87%
32.	HSBC ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛ.	6,73%
33.	Εγνατία ΘΗΣΕΑΣ Εταιριών Υψηλής Κεφαλαιοποίησης	6,71%
34.	EUROBANK Value FTSE/ASE 20 Index Fund	6,48%
35.	ΑΑΑΒ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	6,32%

12.3 Οι Απλές Αποδόσεις των Α/Κ την περίοδο 01/01/2004 – 30/06/2006

Στον Πίνακα 12.5 που ακολουθεί έχει γίνει κατάταξη των Α/Κ με βάση την απλή απόδοσή τους την περίοδο 01/01/2004 – 30/06/2006, κατά τη διάρκεια της οποίας ο ΓΔ σημείωσε κέρδη της τάξης του 63,18%.

Το πρώτο συμπέρασμα που εξάγεται είναι ότι μόνο τα 4 από τα 35 Α/Κ του δείγματός μας πέτυχαν υψηλότερη απόδοση από το ΓΔ στο εξεταζόμενο διάστημα. Από την άλλη, η μέση απόδοση των Α/Κ του δείγματος ανήλθε σε 52,94%, χαμηλότερη κατά 10 ποσοστιαίες μονάδες σε σχέση με την απόδοση του ΓΔ. Τα 20 από τα 35 Α/Κ σημείωσαν απόδοση μεγαλύτερη της μέσης απόδοσης του δείγματος. Αναλυτικότερα, 3 Α/Κ είχαν απόδοση μεταξύ 30% και 40%, 7 μεταξύ 40% και 50%, 14 μεταξύ 50% και 60%, 9 μεταξύ 60% και 70%, ενώ ένα πέτυχε απόδοση της τάξης του 71% και άλλο ένα, απόδοση 4%.

Πίνακας 12.5

Οι Απλές Αποδόσεις των Α/Κ (περίοδος 01/01/2004 – 30/06/2006)

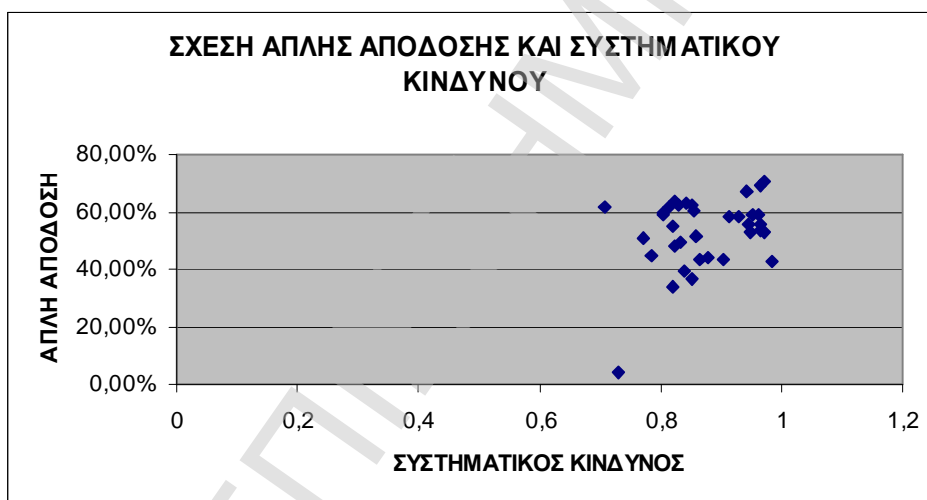
	Α/Κ	Απλή Απόδοση
1.	ALPHA Athens Index Fund	70,73%
2.	CITI FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	68,92%
3.	INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών	67,23%
4.	ΕΥΡΩΠ.ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	63,56%
	ΑΠΟΛΟΣΗ ΓΕΝΙΚΟΥ ΔΕΙΚΤΗ	63,18%
5.	ALPHA Blue Chips	63,04%
6.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	62,41%
7.	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ.	62,21%
8.	HSBC ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	61,43%
9.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ	61,37%
10.	ΛΑΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	60,43%
11.	Εγνατία ΘΗΣΕΑΣ Εταιριών Υψηλής Κεφαλαιοποίησης	59,37%
12.	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής	59,29%
13.	HSBC Αναπτυξιακό	59,19%
14.	ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	58,92%
15.	ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	58,53%
16.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	58,36%
17.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	55,69%
18.	METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	55,61%
19.	ΑΑΑΒ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	55,19%
20.	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	53,74%
21.	ΓΕΝΙΚΙ Επιλεγμένων Αξιών	52,69%
22.	ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	52,67%
23.	ΕΓΝΑΤΙΑ ΑΘΗΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	51,84%
24.	EUROBANK Value FTSE/ASE 20 Index Fund	50,87%
25.	HSBC TOP 20	49,41%
26.	ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	48,32%
27.	ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ & ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	44,95%
28.	INTERNATIONAL Δυναμικών Εταιρειών	43,89%
29.	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΞ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ	43,64%
30.	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	43,22%
31.	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP	42,39%
32.	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ	39,12%

33.	INTERNATIONAL (Αναπτυξιακό Εσωτ.)	36,78%
34.	ΩΜΕΓΑ INVEST	33,87%
35.	ΑΑΑΒ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	4,06%

12.3.1 Σχέση Κινδύνου και Απόδοσης

Ενδιαφέρον παρουσιάζει η εξέταση της σχέσης κινδύνου και απόδοσης. Αν και τα 3 Α/Κ που πέτυχαν τις υψηλότερες αποδόσεις έχουν beta κοντά στη μονάδα, στα υπόλοιπα Α/Κ δεν παρατηρείται μία γραμμική σχέση μεταξύ συστηματικού κινδύνου και απόδοσης. Το ίδιο συμβαίνει και όταν εξετάζεται η απόδοση σε συνδυασμό με το συνολικό κίνδυνο του κάθε Α/Κ. Σχηματικά, οι σχέσεις απόδοσης – κινδύνου απεικονίζονται ως εξής:

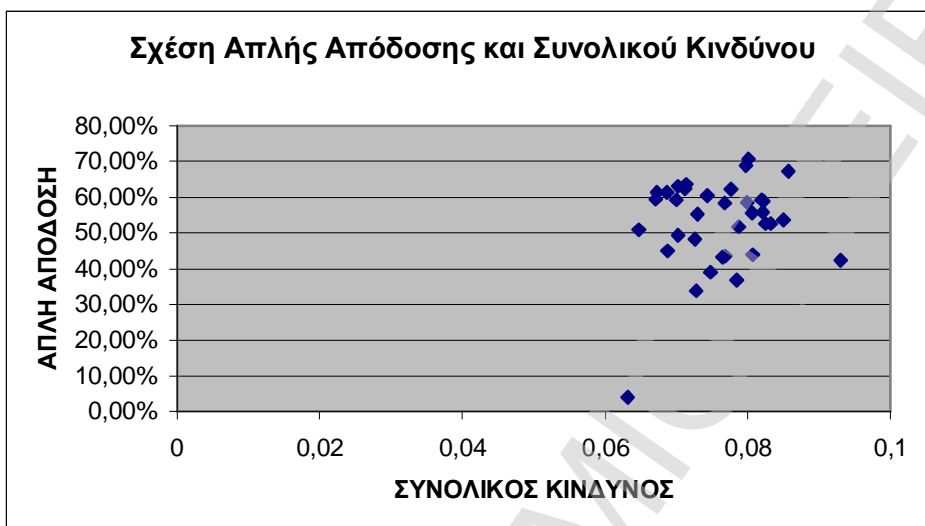
Σχήμα 12.1



Η μη ύπαρξη αναλογικής σχέσης μεταξύ κινδύνου και απόδοσης στο εξεταζόμενο δείγμα είναι αποτέλεσμα της κακής διαχείρισης που είχαν ορισμένα Α/Κ. Παρατηρούμε δηλαδή στα σχήματα Α/Κ με σχεδόν ίδιες αποδόσεις, αλλά διαφορετικό επίπεδο κινδύνου, συστηματικού ή συνολικού ή εναλλακτικά, Α/Κ με ίδιο κίνδυνο αλλά διαφορετικές αποδόσεις. Απόδειξη κακής διαχείρισης αποτελεί το Δήλος Small Cap που έχει μία από τις χειρότερες απλές αποδόσεις (42,39%) παρουσιάζοντας τον μεγαλύτερο συνολικό κίνδυνο (9,30%). Αντίθετη περίπτωση

αποτελεί το Interamerican Δυναμικό που έχει σαφώς πολύ καλύτερη αναλογία απόδοσης-κινδύνου, έχοντας σχετικά καλή απόδοση της τάξεως του 61,37% ενώ ο συνολικός κίνδυνος είναι από τους πιο μικρούς (6,87%).

Σχήμα 12.2



12.4 Οι Δείκτες Αξιολόγησης

Μπορεί όπως είδαμε στο 11.3 η πλειονότητα των Α/Κ να πέτυχε χαμηλότερη απόδοση από το ΓΔ, ωστόσο αυτό από μόνο του δεν είναι αρκετό για την αξιολόγηση της επίδοσής τους και την ταξινόμησή τους από το καλύτερο στο χειρότερο. Για το λόγο αυτό υπολογίστηκαν τρεις δείκτες, οι οποίοι λαμβάνουν υπόψη τους εκτός από την απλή απόδοση και τον κίνδυνο που ανέλαβε το κάθε Α/Κ.

12.4.1 Αξιολόγηση με Βάση το Δείκτη Treynor

Η κατάταξη των Α/Κ με βάση τον Treynor παρουσιάζεται στον Πίνακα 12.6. Σύμφωνα με αυτόν, όσα Α/Κ παρέχουν μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα συστηματικού κινδύνου κρίνονται ως αυτά με την καλύτερη διαχείριση, ενώ Α/Κ που παρέχουν τη χαμηλότερη απόδοση ανά μονάδα συστηματικού κινδύνου κρίνονται ως αυτά με τη χειρότερη διαχείριση.

Πίνακας 12.6

Η Κατάταξη των Α/Κ με Βάση τον Δείκτη Treynor (περίοδος 01/01/2004 – 30/06/2006)

	Α/Κ	Treynor
1.	HSBC ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛ.	1,869%
2.	ΕΥΡΩΠ.ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΣ.ΕΠΙΧ.	1,809%
3.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ	1,698%
4.	Εγνατία ΘΗΣΕΑΣ Εταιριών Υψηλής Κεφαλαιοποίησης	1,691%
5.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.	1,655%
6.	ALPHA Blue Chips	1,643%
7.	ALPHA Athens Index Fund	1,641%
8.	CITI FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	1,618%
9.	ΛΑΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	1,610%
10.	INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών	1,595%
11.	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ.	1,583%
12.	HSBC Αναπτυξιακό	1,551%
13.	ΑΑΑΒ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	1,503%
14.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	1,482%
15.	EUROBANK Value FTSE/ASE 20 Index Fund	1,470%
16.	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής	1,386%
17.	ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	1,376%
18.	ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	1,342%
19.	ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ & ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	1,324%
20.	METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	1,321%
21.	ΕΓΝΑΤΙΑ ΑΘΗΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	1,320%
22.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	1,282%
23.	HSBC TOP 20	1,269%
24.	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ	1,242%
25.	ΓΕΝΙΚΗ Επιλεγμένων Αξιών	1,240%
26.	ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	1,229%
27.	ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	1,221%
28.	INTERNATIONAL Δυναμικών Εταιρειών	1,198%
29.	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	1,166%
30.	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	1,062%
31.	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP	0,996%
32.	INTERNATIONAL (Αναπτυξιακό Εσωτ.)	0,988%
33.	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ	0,960%
34.	ΩΜΕΓΑ INVEST	0,842%
35.	ΑΑΑΒ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,124%

Έτσι, κατά Treynor, τα 5 Α/Κ με την καλύτερη διαχείριση είναι το HSBC Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης, το Ευρωπαϊκή Πίστη Αναπτυσσόμενων Επιχειρήσεων, το Interamerican Δυναμικό, το Εγνατία Θησέας Εταιριών Υψηλής Κεφαλαιοποίησης και το Ευρωπαϊκή Πίστη Αναπτυξιακό.

Επαναλαμβάνεται ότι ο Δείκτης Treynor ενός Α/Κ από μόνος του δε μας λέει τίποτα για το αν ήταν καλή η διαχείρισή του. Είναι χρήσιμος μόνο για να γίνει η σύγκριση μεταξύ δύο ή περισσότερων Α/Κ.

Απαράδεκτη χαρακτηρίζουμε τη διαχείριση του Α/Κ ΑΑΑΒ, το οποίο σε μία έντονα ανοδική περίοδο, κατά την οποία ο ΓΔ του ΧΑ σημείωσε απόδοση 63%, δεν κατάφερε να ξεπεράσει σε απόδοση ούτε την απόδοση των εντόκων γραμματίων. Το ΑΑΑΒ μετοχών εσωτερικού έχει αρνητική τιμή του Δείκτη Treynor που σημαίνει ότι οι μέσες μηνιαίες αποδόσεις αυτού του Α/Κ ήταν μικρότερες από αυτές των μηνιαίων αποδόσεων των ΕΓΕΔ, που όπως αναφέραμε παραπάνω, είναι μία χωρίς ρίσκο επένδυση. Δεν μας συμφέρει λοιπόν να επενδύσουμε σε αυτό το Α/Κ αφού μπορούμε να επιτύχουμε μία καλύτερη απόδοση χωρίς κίνδυνο.

12.4.2 Αξιολόγηση με Βάση το Δείκτη Sharpe

Η κατάταξη των Α/Κ με βάση το Δείκτη Sharpe παρουσιάζεται στον Πίνακα 12.7. Σύμφωνα με τον εν λόγω Δείκτη, όσα Α/Κ παρέχουν μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα συνολικού κινδύνου, κρίνονται ως αυτά με την καλύτερη διαχείριση, ενώ Α/Κ που παρέχουν τη χαμηλότερη απόδοση ανά μονάδα συνολικού κινδύνου κρίνονται ως αυτά με τη χειρότερη διαχείριση.

Στην προκειμένη περίπτωση τα 5 Α/Κ με την καλύτερη διαχείριση είναι το Ευρωπαϊκή Πίστη Αναπτυσσόμενων Επιχειρήσεων, το Εγνατία Θησέας Εταιριών Υψηλής Κεφαλαιοποίησης, το Interamerican Δυναμικό Επιχειρήσεων, το Alpha Athens Index Fund και το Ευρωπαϊκή Πίστη Αναπτυξιακό.

Παρατηρούμε πως το ΑΑΑΒ Μετοχικό Εσωτερικού, με βάση την τιμή του Δείκτη Sharpe, έχει αρνητική τιμή, όπως και με τον Δείκτη Treynor

Πίνακας 12.7

Η Κατάταξη των Α/Κ με Βάση τον Δείκτη Sharpe (περίοδος 01/01/2004 – 30/06/2006)

	Α/Κ	Sharpe
1.	ΕΥΡΩΠ.ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	0,209
2.	Εγνατία ΘΗΣΕΑΣ Εταιριών Υψηλής Κεφαλαιοποίησης	0,203
3.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ	0,201
4.	ALPHA Athens Index Fund	0,199
5.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	0,198
6.	ALPHA Blue Chips	0,197
7.	HSBC ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	0,197
8.	CITI FUND	0,196
9.	ΛΑΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,186
10.	HSBC Αναπτυξιακό	0,178
11.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	0,176
12.	INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών	0,175
13.	EUROBANK Value FTSE/ASE 20 Index Fund	0,175
14.	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ.	0,169
15.	ΑΑΑΒ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	0,168
16.	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής	0,161
17.	ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	0,160
18.	ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,157
19.	METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	0,155
20.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	0,151
21.	ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ & ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	0,150
22.	HSBC TOP 20	0,150
23.	GENIKI Επιλεγμένων Αξιών	0,146
24.	ΕΓΝΑΤΙΑ ΑΘΗΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	0,144
25.	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ	0,140
26.	ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	0,139
27.	ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	0,139
28.	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	0,132
29.	INTERNATIONAL Δυναμικών Εταιρειών	0,130
30.	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,126
31.	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ	0,108
32.	INTERNATIONAL (Αναπτυξιακό Εσωτ.)	0,107
33.	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP	0,105
34.	ΩΜΕΓΑ INVEST	0,095
35.	ΑΑΑΒ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,014

Βέβαια ο εν λόγω Δείκτης απλώς κατατάσσει χαρτοφυλάκια, με βάση την υπερβάλλουσα απόδοση από το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, ανά μονάδα κινδύνου. Δε μας δείχνει σε όρους αποδόσεων πόσο τοις εκατό (%) το συγκεκριμένο A/K υπερείχε ή όχι από ένα χαρτοφυλάκιο παθητικής διαχείρισης. Έτσι δεν μπορούν να εξαχθούν συμπεράσματα για το αν η διαχείριση ενός A/K ήταν καλή ή όχι. Απλώς ξέρουμε πιο ήταν καλύτερο ή λιγότερο κακό σε σχέση με τα υπόλοιπα.

Γενικά, συγκρίνοντας τις δύο κατατάξεις με βάση τους Δείκτες Treynor και Sharpe, δεν παρατηρείται σημαντική αλλαγή στην κατάταξη της πλειονότητας των A/K. Το γεγονός αυτό αποτελεί μία ένδειξη ότι τα περισσότερα A/K που εξετάζουμε έχουν επαρκή διαφοροποίηση.

12.4.3 Αξιολόγηση με Βάση το Δείκτη Jensen

Σε αντίθεση με τους Δείκτες Sharpe και Treynor, η μέθοδος της διαφορικής απόδοσης (Jensen) μας δίνει μία εκτίμηση για το αν ο διαχειριστής του A/K έκανε καλά τη δουλειά του ή όχι. Αυτό συμβαίνει διότι υπολογίζει την απόδοση που θα έπρεπε να είχε το A/K με βάση το συστηματικό κίνδυνο τον οποίο εμπεριέχει, η οποία ονομάζεται "φυσιολογική απόδοση" (normal return). Στη συνέχεια υπολογίζεται η διαφορά της πραγματοποιηθείσας από τη φυσιολογική απόδοση. Η απόδοση αυτή ονομάζεται "μη φυσιολογική απόδοση" (abnormal return).

Η κατάταξη με βάση τον Δείκτη Jensen, σύμφωνα με τον Πίνακα 12.8, έδειξε πως από τα 35 A/K μόνον τα 8 τα πήγαν καλύτερα από το αναμενόμενο, καθώς ο Δείκτης Jensen βρέθηκε θετικός. Δηλαδή, μόνο σε 8 A/K η πραγματοποιηθείσα απόδοση, δεδομένου του συστηματικού τους κινδύνου, ήταν υψηλότερη της φυσιολογικής απόδοσης. Η συντριπτική πλειονότητα των διαχειριστών καλούνται να απολογηθούν για τις επιλογές τους, καθώς αποδεικνύεται ότι οι επιδόσεις τους ήταν χειρότερες του φυσιολογικού.

Πίνακας 12.8

Η Κατάταξη των Α/Κ με Βάση τον Δείκτη Jensen (περίοδος 01/01/2004 – 30/06/2006)

	Α/Κ	Jensen (α_p) (ετήσιο)
1.	HSBC ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛ.	2,16%
2.	ΕΥΡΩΠ.ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΕΠΙΧ.	1,91%
3.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ	0,81%
4.	Εγνατία ΘΗΣΕΑΣ Εταιριών Υψηλής Κεφαλοποίησης	0,74%
5.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.	0,41%
6.	ALPHA Athens Index Fund	0,30%
7.	ALPHA Blue Chips	0,28%
8.	CITI FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,03%
9.	ΛΑΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	-0,05%
10.	INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών	-0,23%
11.	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ.	-0,32%
12.	HSBC Αναπτυξιακό	-0,62%
13.	ΑΑΑΒ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-1,10%
14.	EUROBANK Value FTSE/ASE 20 Index Fund	-1,34%
15.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	-1,45%
16.	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής	-2,62%
17.	ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	-2,67%
18.	ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ & ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	-2,74%
19.	ΕΓΝΑΤΙΑ ΑΘΗΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	-3,04%
20.	ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-3,16%
21.	METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-3,34%
22.	HSBC TOP 20	-3,46%
23.	ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-3,81%
24.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	-3,86%
25.	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ	-3,87%
26.	GENIKI Επιλεγμένων Αξιών	-4,37%
27.	INTERNATIONAL Δυναμικών Εταιρειών	-4,39%
28.	ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-4,48%
29.	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	-5,19%
30.	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-6,00%
31.	INTERNATIONAL (Αναπτυξιακό Εσωτ.)	-6,40%
32.	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ	-6,61%
33.	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP	-7,31%
34.	ΩΜΕΓΑ INVEST	-7,60%
35.	ΑΑΑΒ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-15,21%

12.5 Συνολική Ευκόνα των Αποτελεσμάτων

Στον ακόλουθο πίνακα παρατίθενται όλα τα αποτελέσματα που βρέθηκαν παραπάνω. Η ταξινόμηση των Α/Κ έχει γίνει με βάση την απλή απόδοση.

Πίνακας 12.9- Σύνοψη Αποτελεσμάτων

	Α/Κ	Απλή Απόδοση	ΚΑΤΑΤΑΞΗ				beta	Συνολικός κίνδυνος
			Απλή Απόδοση	Treynor	Sharpe	Jensen		
1.	ALPHA Athens Index Fund	70,73%	1	7	4	6	0,970	8,01%
2.	CITI FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	68,92%	2	8	8	8	0,964	7,97%
3.	INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών	67,23%	3	10	12	10	0,943	8,57%
4.	ΕΥΡΩΠ.ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΣ.ΕΠΙΧ.	63,56%	4	2	1	2	0,823	7,14%
5.	ALPHA Blue Chips	63,04%	5	6	6	7	0,842	7,03%
6.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.	62,41%	6	5	5	5	0,854	7,12%
7.	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ.	62,21%	7	11	14	11	0,831	7,77%
8.	HSBC ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛ.	61,43%	8	1	7	1	0,708	6,73%
9.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ	61,37%	9	3	3	3	0,813	6,87%
10.	ΛΑΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	60,43%	10	9	9	9	0,857	7,44%
11.	Εγνατία ΘΗΣΕΑΣ Εταιριών Υψηλής Κερ.	59,37%	11	4	2	4	0,805	6,71%
12.	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής	59,29%	12	16	16	16	0,953	8,20%
13.	HSBC Αναπτυξιακό	59,19%	13	12	10	12	0,805	7,00%
14.	ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	58,92%	14	18	18	20	0,963	8,22%
15.	ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	58,53%	15	17	17	17	0,931	8,00%
16.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	58,36%	16	14	11	15	0,913	7,68%
17.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	55,69%	17	22	20	24	0,966	8,21%
18.	METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	55,61%	18	20	19	21	0,946	8,06%
19.	ΑΑΑΒ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	55,19%	19	13	15	13	0,821	7,35%
20.	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	53,74%	20	29	28	29	0,964	8,50%
21.	ΓΕΝΙΚΙ Επιλεγμένων Αξιών	52,69%	21	25	23	26	0,970	8,24%
22.	ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	52,67%	22	27	26	28	0,949	8,32%
23.	ΕΓΝΑΤΙΑ ΑΘΗΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	51,84%	23	21	24	19	0,859	7,87%
24.	EUROBANK Value FTSE/ASE 20 Index Fund	50,87%	24	15	13	14	0,771	6,48%
25.	HSBC TOP 20	49,41%	25	23	22	22	0,832	7,03%
26.	ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	48,32%	26	26	27	23	0,822	7,26%
27.	ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ & ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	44,95%	27	19	21	18	0,786	6,92%

28.	INTERNATIONAL Δυναμικών Εταιρειών	43,89%	28	28	29	27	0,877	8,08%
29.	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΞ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ	43,64%	29	24	25	25	0,864	7,68%
30.	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	43,22%	30	30	30	30	0,905	7,64%
31.	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP	42,39%	31	31	33	33	0,984	9,30%
32.	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ	39,12%	32	33	31	32	0,841	7,48%
33.	INTERNATIONAL (Αναπτυξιακό Εσωτ.)	36,78%	33	32	32	31	0,851	7,85%
34.	ΩΜΕΓΑ INVEST	33,87%	34	34	34	34	0,819	7,28%
35.	ΑΑΑΒ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	4,06%	35	35	35	35	0,729	6,32%

Με μία πρώτη ματιά γίνεται ξεκάθαρο ότι η κατάταξη με βάση την απλή απόδοση είναι διαφορετική σε αρκετά Α/Κ, σε σχέση με την κατάταξη με βάση τους τρεις Δείκτες αξιολόγησης. Η απλή απόδοση δεν αποτελεί από μόνη της αξιόπιστο μέτρο της επίδοσης ενός Α/Κ.

Για παράδειγμα, το Alpha Athens Index Fund που πέτυχε την υψηλότερη απλή απόδοση (70,73%), μεγαλύτερη ακόμη και από αυτή του ΓΔ, τα πήγε δηλαδή καλύτερα από την αγορά, δεν καταλαμβάνει την πρώτη θέση με βάση τους τρεις Δείκτες αξιολόγησης, οι οποίοι είναι προσαρμοσμένοι στον κίνδυνο.

Πάντως, αξίζει να σημειωθεί ότι εντοπίζονται τα ίδια Α/Κ στις πρώτες και στις τελευταίες θέσεις και των τεσσάρων κατατάξεων (απλή απόδοση, Treynor, Sharpe, Jensen). Λόγου χάρι, η πρώτη 15αδα σε όλες τις κατατάξεις περιλαμβάνει σχεδόν τα ίδια Α/Κ, αλλά στις περισσότερες περιπτώσεις η σειρά ταξινόμησης είναι διαφορετική. Κάτι ανάλογο συμβαίνει και στις τελευταίες 15 θέσεις των κατατάξεων.

12.6 Η Ανοιχτή Δομή των Α/Κ και η Διαχείρισή τους

Οι ΑΕΔΑΚ που δραστηριοποιούνται στην ελληνική αγορά αντιμετωπίζουν τα τελευταία χρόνια ένα σοβαρό πρόβλημα: τις συνεχιζόμενες επί μακρό χρονικό διάστημα εκροές κεφαλαίων από τα μετοχικά Α/Κ, οι οποίες δεν τους επιτρέπουν να χαράξουν την επενδυτική στρατηγική που επιθυμούν και τους οδηγούν πολλές φορές σε κακές επενδυτικές αποφάσεις.

Στην ελληνική αγορά τα τελευταία 7 χρόνια έχουν συμβεί υπερβολές. Συγκεκριμένα, από το Σεπτέμβριο του 1999 ως και τις αρχές του 2000, εισέρρευσαν στα μετοχικά Α/Κ εσωτερικού περισσότερα από 4 δισ. ευρώ, κυρίως από ιδιώτες επενδυτές, λόγω του πολύ θετικού κλίματος που υπήρχε για τις μετοχές. Πρόκειται για εντυπωσιακό νούμερο αν αναλογιστούμε ότι αρχές

Σεπτεμβρίου του 1999 το συνολικό ενεργητικό των μετοχικών Α/Κ ανερχόταν σε 9,13 δισ. ευρώ. Οι διαχειριστές αναγκάστηκαν τότε να αγοράσουν τίτλους σε πολύ υψηλά επίπεδα τιμών. Έτσι συμπεριέλαβαν στα χαρτοφυλάκιά τους μετοχές με υψηλές τιμές κτήσης, τη στιγμή που θα έπρεπε να διατηρούν ρευστότητα και όχι να αγοράζουν, καθώς η αγορά το αμέσως επόμενο διάστημα κατέγραψε σημαντική διόρθωση (πτώση).

Όταν αντιστράφηκε το αρνητικό κλίμα μετά τις 31/03/2003, οι διαχειριστές βρέθηκαν αντιμέτωποι με μαζικές εξαγορές μεριδίων. Το διάστημα αυτό οι συνολικές καθαρές εκροές προσέγγισαν τα 500 εκατ. ευρώ. Για να ανταποκριθούν στους πελάτες τους οι διαχειριστές αναγκάστηκαν να ρευστοποιήσουν μέρος του χαρτοφυλακίου τους. Έτσι προέβησαν σε πωλήσεις μετοχών που σε διαφορετική περίπτωση ίσως να μην έπρατταν. Το πιο πιθανό είναι να ρευστοποιήσαν τις θέσεις τους σε μετοχές της υψηλής κεφαλαιοποίησης, οι οποίες έχουν μεγαλύτερη εμπορευσιμότητα. Είναι όμως και αυτές που τα τελευταία χρόνια σημειώνουν τις υψηλότερες αποδόσεις.

Στον Πίνακα 12.10 παρουσιάζονται οι καθαρές εισροές / εκροές ανά Α/Κ για την περίοδο 31/12/1999 – 30/06/2006. Παρατηρούμε ότι στην πλειονότητα των Α/Κ σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο, από τις αρχές του 2000 έως και τον Ιούνιο του 2006 έχουν σημειωθεί εκροές. Αξίζει να σημειωθεί ότι ακόμη και τα δύομισι τελευταία χρόνια το φαινόμενο αυτό συνεχίζεται, παρά το γεγονός ότι η χρηματιστηριακή αγορά σημείωσε άνοδο. Διαχειριστές τονίζουν ότι οι επενδυτές βλέπουν κάθε αύξηση της αξίας του χαρτοφυλακίου ως ευκαιρία αποεπένδυσης και αποφασίζουν να «βγουν» από το χρηματιστηριακό παιχνίδι.

Πίνακας 12.10

Οι Καθαρές Εισροές / Εκροές την περίοδο 31/12/99 – 30/06/2006

	A/K	Καθαρές εισροές / εκροές (σε εκατ. ευρώ)
1.	ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	495,47
2.	EUROBANK Value FTSE/ASE 20 Index Fund	260,04
3.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ	39,03
4.	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	18,34
5.	ΕΓΝΑΤΙΑ ΑΘΗΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	13,31
6.	HSBC ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛ.	5,17
7.	INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών	4,56
8.	Εργατία ΘΗΣΕΑΣ Ετ. Υψηλής Κεφαλαιοποίησης	3,92
9.	ΕΥΡΩΠ.ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΕΠΙΧ.	3,07
10.	ALPHA Athens Index Fund	0,96
11.	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ	-3,45
12.	HSBC TOP 20	-4,65
13.	INTERNATIONAL Δυναμικών Εταιρειών	-5,20
14.	ΑΑΑΒ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-8,21
15.	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ.	-13,37
16.	INTERNATIONAL (Αναπτυξιακό Εσωτ.)	-13,55
17.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.	-13,95
18.	METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-15,03
19.	ΑΑΑΒ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-15,84
20.	ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-18,71
21.	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-20,64
22.	ΩΜΕΓΑ INVEST	-24,35
23.	ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ&ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	-29,54
24.	ΛΑΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	-33,29
25.	CITI FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-34,50
26.	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής	-38,41
27.	GENIKI Επιλεγμένων Αξιών	-41,75
28.	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP	-56,13
29.	ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-106,58
30.	HSBC Αναπτυξιακό	-129,53
31.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	-131,45
32.	ALPHA Blue Chips A/K	-153,17
33.	ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	-202,90
34.	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΞ.ΕΤΑΙΡΙΩΝ	-233,17
35.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	-235,98

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

**ΜΕΡΟΣ ΣΤ΄
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 13: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η εργασία καταπιάστηκε με την αξιολόγηση των επιδόσεων των μετοχικών A/K εσωτερικού, τα οποία επενδύουν στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά.

Στα πρώτα δύο κεφάλαια έγινε μία σύντομη αναφορά στον όρο «επένδυση» και στις διάφορες μορφές της. Παράλληλα, προσεγγίστηκε θεωρητικά η έννοια του κινδύνου. Το βασικό συμπέρασμα ήταν ότι οι ορθολογικοί επενδυτές είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν μεγαλύτερο κίνδυνο μόνο αν αποζημιωθούν με επιπλέον απόδοση. Στα επόμενα δύο κεφάλαια παρουσιάστηκε η ελληνική κεφαλαιαγορά, το Χρηματιστήριο Αθηνών και το Χρηματιστήριο Παραγώγων. Αναλύθηκε η εξέλιξη του μεγέθους των δύο αγορών, οι οποίες την τελευταία δετία γνώρισαν μεγάλη άνθηση.

Στο 5^ο κεφάλαιο ο αναγνώστης πήρε μία πρώτη γεύση για τα A/K. Παρουσιάστηκαν τα βασικά χαρακτηριστικά τους, η εξέλιξη της διεθνούς και της ελληνικής αγοράς, καθώς και οι διάφορες κατηγορίες A/K τόσο στην Ελλάδα, όσο και στις ΗΠΑ. Μέσα από την ανάλυση έγινε ξεκάθαρο ότι μέσω των A/K, οι ιδιώτες επενδυτές έχουν τη δυνατότητα με χαμηλό κόστος να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους σε ένα χαρτοφυλάκιο, το οποίο ταιριάζει στο επενδυτικό τους προφίλ, και το οποίο μπορεί να επενδύει σε αξιόγραφα, διαπραγματεύσιμα στις αγορές όλου του κόσμου. Τέλος, επιχειρήθηκε ο διαχωρισμός της ελληνικής ιστορίας των A/K σε επτά φάσεις. Η μεγάλη άνθηση του θεσμού στη χώρα μας ξεκίνησε τις αρχές της δεκαετίας του 1990. Τα μεγέθη της εγχώριας αγοράς έχουν καταγράψει τεράστια άνοδο την τελευταία 15ετία, ωστόσο απαιτούνται περαιτέρω θεσμικές αλλαγές, για να ξεπεράσει η αγορά μας ορισμένες παιδικές ασθένειες που παρουσιάζει.

Στα κεφάλαια 9 – 11 παρουσιάζονται τα μέτρα που χρησιμοποιήθηκαν στην εμπειρική μας μελέτη για την αξιολόγηση των επιδόσεων των διαχειριστών των μετοχικών A/K εσωτερικού. Επιλέχθηκαν οι Δείκτες Treynor, Sharpe και Jensen, οι οποίοι χρησιμοποιούνται εδώ και αρκετά χρόνια από μελετητές. Με βάση τη θεωρητική προσέγγιση των παραπάνω Δεικτών, πραγματοποιήθηκε η εμπειρική μελέτη, η οποία παρουσιάζεται στο κεφάλαιο 12. Η αξιολόγηση των επιδόσεων αφορά 35 A/K με συνεχή διαπραγμάτευση το διάστημα 31/12/1999–30/06/2006. Το διάστημα αυτό χωρίστηκε σε δύο υποπεριόδους. Η πρώτη περίοδος (31/12/1999–31/12/2003) χρησιμοποιήθηκε για την εκτίμηση του κινδύνου του κάθε A/K και η δεύτερη (31/12/2003 –

30/06/2006) για τον υπολογισμό της αποδοτικότητας. Με τους τρεις Δείκτες επεδιώχθη η αξιολόγηση της διαχείρισης την περίοδο 31/12/2003 – 30/06/2006. Σε αυτό το διάστημα ο ΓΔ του ΧΑ σημείωσε άνοδο της τάξης του 63,18%. Μόνο τα 4 από τα 35 Α/Κ του δείγματος κατάφεραν να σημειώσουν μεγαλύτερη απόδοση. Τι έδειξαν όμως οι Δείκτες αξιολόγησης της διαχείρισης;

Μία απλή ανάγνωση των αποτελεσμάτων που εξήχθησαν, μας δείχνει ότι η κατάταξη με βάση την απλή απόδοση είναι διαφορετική σε αρκετά Α/Κ, σε σχέση με την κατάταξη με βάση τους τρεις Δείκτες αξιολόγησης. Δηλαδή η απλή απόδοση δεν αποτελεί από μόνη της αξιόπιστο μέτρο της επίδοσης ενός Α/Κ.

Για παράδειγμα, το Alpha Athens Index Fund που πέτυχε την υψηλότερη απλή απόδοση (70,73%), μεγαλύτερη ακόμη και από αυτή του ΓΔ, τα πήγε δηλαδή καλύτερα από την αγορά, δεν καταλαμβάνει την πρώτη θέση με βάση τους τρεις Δείκτες αξιολόγησης, οι οποίοι είναι προσαρμοσμένοι στον κίνδυνο.

Αξίζει βέβαια να σημειωθεί ότι εντοπίζονται τα ίδια Α/Κ στις πρώτες και στις τελευταίες θέσεις και των τεσσάρων κατατάξεων (απλή απόδοση, Treynor, Sharpe, Jensen). Λόγου χάρι, η πρώτη 15αδα σε όλες τις κατατάξεις περιλαμβάνει σχεδόν τα ίδια Α/Κ, αλλά στις περισσότερες περιπτώσεις η σειρά ταξινόμησης είναι διαφορετική. Κάτι ανάλογο συμβαίνει και στις τελευταίες 15 θέσεις των κατατάξεων.

13.1 Σχέση Κινδύνου και Απόδοσης

Σχετικά με το συστηματικό κίνδυνο των Α/Κ, παρατηρούμε ότι το υψηλότερο beta ανέρχεται σε 0,984, δηλαδή πλησιάζει τη μονάδα, ενώ το χαμηλότερο φτάνει μόλις το 0,708. Αν και τα τρία Α/Κ που πέτυχαν τις υψηλότερες αποδόσεις έχουν beta κοντά στη μονάδα, στα υπόλοιπα Α/Κ δεν παρατηρείται μία αναλογική σχέση μεταξύ συστηματικού κινδύνου και απόδοσης. Το ίδιο συμβαίνει και όταν εξετάζεται η απόδοση σε συνδυασμό με το συνολικό κίνδυνο του κάθε Α/Κ. Από το γεγονός αυτό εξάγεται το συμπέρασμα ότι αρκετοί διαχειριστές πέτυχαν απόδοση μικρότερη της αναμενόμενης, με δεδομένο τον κίνδυνο που ανέλαβαν. Εξάλλου, ερωτηματικά προκύπτουν για ορισμένα Α/Κ, η ονομασία των οποίων παραπέμπει σε συγκεκριμένη κατηγορία μετοχών. Για παράδειγμα, το Α/Κ Δήλος Small Cap, θα έπρεπε, με βάση την

ονομασία του, να επενδύει κατά κύριο λόγο σε εταιρείες μικρής κεφαλαιοποίησης. Όμως παρατηρούμε ότι έχει το μεγαλύτερο beta από όλα τα A/K, δηλαδή κατά πάσα πιθανότητα έχει στη σύνθεσή του δεικτοβαρείς μετοχές. Ένα άλλο χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι το A/K Eurobank Value FTSE 20, το οποίο έχει πολύ χαμηλό beta, λίγο πάνω από το 0,70. Ενώ από την ονομασία του προκύπτει ότι επενδύει σε μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης, η μεταβλητότητα των αποδόσεών του δεν επηρεάζεται σε πολύ μεγάλο βαθμό από την κίνηση του ΓΔ.

13.2 Τα Μέτρα Αξιολόγησης

Μόνο με βάση την απλή απόδοση, οι περισσότεροι διαχειριστές είναι εκτεθειμένοι για τις επιλογές τους, καθώς τα A/K πέτυχαν χαμηλότερη απόδοση από το ΓΔ του ΧΑ.

Είναι αυτό όμως αυτό αρκετό για τους κατακρίνουμε; Η απάντηση είναι όχι. Για το λόγο αυτό υπολογίστηκε ο Δείκτης Jensen, ο οποίος μας δείχνει αν ένα A/K πέτυχε μεγαλύτερη απόδοση σε σχέση με τη φυσιολογική του απόδοση, με βάση τον κίνδυνο που ανέλαβε. Η εικόνα είναι και εδώ ίδια. Μόνο 8 από τα 35 A/K, δηλαδή το 23% του δείγματος, εμφάνισαν Jensen μεγαλύτερο του μηδενός. Αυτό σημαίνει ότι οι περισσότεροι διαχειριστές είναι εκτεθειμένοι για τις επενδυτικές τους επιλογές.

Από την άλλη, οι Δείκτες Sharpe και Treynor δεν μπορούν να μας δώσουν πληροφορίες σχετικά με την ικανότητα και την αποτελεσματικότητα της διαχείρισης των A/K. Απλώς τα κατατάσσουν από το καλύτερο στο χειρότερο. Με βάση το Δείκτη Sharpe, τα 5 A/K με την καλύτερη διαχείριση είναι το Ευρωπαϊκή Πίστη Αναπτυσσόμενων Επιχειρήσεων, το Εγνατία Θησέας Εταιριών Υψηλής Κεφαλαιοποίησης, το Interamerican Δυναμικό Επιχ., το Alpha Athens Index Fund και το Ευρωπαϊκή Πίστη Αναπτυξιακό. Πρόκειται για A/K, των οποίων το χαρτοφυλάκιο κατά μεγάλο μέρος αποτελούνταν την εξεταζόμενη περίοδο από μετοχές της υψηλής κεφαλαιοποίησης, οι οποίες υπεραπόδοσαν σε σχέση με τις υπόλοιπες. Με βάση το Δείκτη Treynor, τα 5 A/K με την καλύτερη διαχείριση είναι το HSBC Μεσαίας κεφαλαιοποίησης, το Ευρωπαϊκή Πίστη Αναπτυσσόμενων Επιχειρήσεων, το Interamerican δυναμικό, το Εγνατία Θησέας Εταιριών Υψηλής κεφαλαιοποίησης και το Ευρωπαϊκή Πίστη Αναπτυξιακό. Τα 4 από τα 5 A/K είναι ίδια με αυτά που κρίνονται ως καλύτερα από Δείκτη Sharpe.

13.3. Δικαιολογούνται οι Διαχειριστές;

Μπορεί τα αποτελέσματα που εξήχθησαν από την εμπειρική μας ανάλυση να είναι απογοητευτικά για τους Έλληνες διαχειριστές, ωστόσο πρέπει να επισημανθεί ότι τα τελευταία χρόνια η Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά γνώρισε μία περίοδο υπερβολών, οι οποίες είναι βέβαιο ότι επηρέασαν τις αποφάσεις των ΑΕΔΑΚ, ως προς την επενδυτική τους στρατηγική, με δεδομένη την ανοιχτή δομή των Α/Κ.

Συγκεκριμένα, από τον Σεπτέμβριο του 1999 ως και τις αρχές του 2000, εισέρρευσαν στα μετοχικά Α/Κ εσωτερικού περισσότερα από 4 δισ. ευρώ, κυρίως από ιδιώτες επενδυτές, λόγω του πολύ θετικού κλίματος που υπήρχε για τις μετοχές. Την ίδια στιγμή το συνολικό ενεργητικό των μετοχικών Α/Κ ανερχόταν σε 9,13 δισ. ευρώ. Δηλαδή οι εισροές αντιστοιχούσαν σχεδόν στο 50% του συνολικού ενεργητικού. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα οι διαχειριστές να «αναγκαστούν» να αγοράσουν τίτλους από το ΧΑ σε πολύ υψηλά επίπεδα τιμών, καθώς εκείνη την περίοδο η αγορά κατέγραψε ιστορικό υψηλό. Έτσι συμπεριέλαβαν στα χαρτοφυλάκιά τους μετοχές με υψηλές τιμές κτήσης, τη στιγμή που θα έπρεπε να διατηρούν ρευστότητα και όχι να αγοράζουν. Ακολούθησε η πτώση των τιμών με όλα τα επακόλουθά της.

Από την άλλη, όταν αντιστράφηκε το αρνητικό κλίμα μετά τις 31/03/2003, οι διαχειριστές βρέθηκαν αντιμέτωποι με το αντίθετο ακριβώς φαινόμενο: με μαζικές εξαγορές μεριδίων. Το διάστημα αυτό οι συνολικές καθαρές εκροές προσέγγισαν τα 500 εκατ. ευρώ. Για να ανταποκριθούν στους πελάτες τους οι διαχειριστές αναγκάστηκαν τότε να ρευστοποιήσουν μέρος του χαρτοφυλακίου τους. Το πιο πιθανό είναι να ρευστοποιήσαν θέσεις τους σε μετοχές της υψηλής κεφαλαιοποίησης, οι οποίες έχουν μεγαλύτερη εμπορευσιμότητα. Δηλαδή πούλησαν μετοχές που τα τελευταία χρόνια κατέγραφαν τις υψηλότερες αποδόσεις.

13.4 Προβληματισμοί - Προτάσεις

Στις διαφημιστικές καταχωρήσεις τους στον τύπο, οι ΑΕΔΑΚ χρησιμοποιούν στην πλειονότητα των περιπτώσεων τις απλές ετήσιες αποδόσεις για να προσελκύσουν νέους επενδυτές. Όπως είδαμε όμως, αυτή η προσέγγιση για την επιλογή ενός Α/Κ δεν είναι η ενδεδειγμένη. Οι επενδυτές θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους μία σειρά από παράγοντες,

όπως είναι η επίδοση ενός A/K σε βάθος χρόνου, η προστασία που παρέχει το A/K σε έντονα πτωτικές περιόδους, ο κίνδυνος, τα κόστη και η ποιότητα παροχής υπηρεσιών από την ΑΕΔΑΚ.

Οι αρμόδιοι φορείς θα πρέπει να δημιουργήσουν το κατάλληλο θεσμικό πλαίσιο, το οποίο θα επιτρέπει στους επενδυτές να λαμβάνουν τις επενδυτικές τους αποφάσεις, με βάση όσο το δυνατόν περισσότερο αντικειμενικά κριτήρια. Ένα πρώτο μέτρο που έχει προταθεί είναι η καλύτερη εξειδίκευση των κατηγοριών των A/K, στο βαθμό που η υπάρχουσα κατηγοριοποίηση είναι περιορισμένη και ανεπαρκής. Αυτό αφορά ιδιαίτερα τα μετοχικά A/K, όπου πρέπει να διαχωριστούν επιπλέον σε A/K μικρών εταιρειών (small cap), σε A/K μεσαίας κεφαλαιοποίησης, υψηλής, κτλ. Ένα δεύτερο μέτρο έχει να κάνει με την κατασκευή κατάλληλων δεικτών, οι οποίοι θα αποτελέσουν δείκτες αναφοράς, για τη σωστή αξιολόγηση των διαχειριστών των A/K. Αν και έχουν γίνει κάποια βήματα τα τελευταία χρόνια με την κατασκευή των δεικτών μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης, με σοβαρή καθυστέρηση και πολλά σφάλματα, η πρόταση δεν εξαντλείται στα μετοχικά, αλλά προεκτείνεται και σε άλλα A/K, όπως πχ. στα ομολογιακά. Οι διαχειριστές θα πρέπει να προσδιορίζουν εκ των προτέρων ποιο δείκτη χρησιμοποιούν ως δείκτη σχετικής σύγκρισης. Η σύγκριση εκ των υστέρων με δείκτες που «βολεύουν» και αποδεικνύουν ότι ο διαχειριστής είναι καλός πρέπει να σταματήσουν να υπάρχουν, γιατί αποτελούν παραπλάνηση του επενδυτικού κοινού.

Η διαφάνεια και η ομοιομορφία στα λογιστικά πρότυπα των εγχώριων A/K, θα συμβάλλει καθοριστικά στην αντικειμενικότερη αξιολόγησή τους. Πχ. απαιτείται αναγραφή, όπως συμβαίνει στις ανεπτυγμένες χώρες, των μεταβλητών λόγος των εξόδων (expense ratio) και των εξόδων που προκύπτουν από τις χρηματιστηριακές συναλλαγές των A/K. (turn over ratio). Τέλος, απαιτούνται σοβαρά κίνητρα για τη μεταφορά πόρων από τις ατομικές στις συλλογικές επενδύσεις, αλλά και για την παρακράτηση των μεριδίων σε μακροχρόνιο ορίζοντα, όπως φορολογικές ελαφρύνσεις, καθώς και η ύπαρξη κλιμακωτών προμηθειών για τους επενδυτές, που θα παρακρατούν για μεγάλο χρονικό διάστημα τα μερίδιά τους.

Το βέβαιο είναι ότι η παγκοσμιοποίηση των οικονομιών και των επενδύσεων, η πολυπλοκότητα των αγορών χρήματος και κεφαλαίου, η δημιουργία σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων και παραγόντων, η ποικιλία των επενδυτικών επιλογών και το ασφαλιστικό πρόβλημα, δημιουργούν νέες συνθήκες για την περαιτέρω εξάπλωση των A/K στην Ελλάδα.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

✚ Π1: Πίνακες Βασικών Δεδομένων των Παλινδρομήσεων που Πραγματοποιήθηκαν στα Πλαίσια της Παρούσας Εργασίας (Πρόγραμμα : SPSS)

ΑΑΑΒ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,923 ^a	,852	,849	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,010	,004		-2,482	,017
	rm-rf	,821	,050	,923	16,291	,000

a. Dependent Variable: ΑΑΑΒ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ

ΑΑΑΒ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,947 ^a	,896	,894	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,017	,003		-5,645	,000
	rm-rf	,729	,037	,947	19,905	,000

a. Dependent Variable: ΑΑΑΒ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

ATE METOXIKO EΣΩTEPIKOY

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,976 ^a	,952	,951	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,006	,003		-2,211	,032
	rm-rf	,905	,030	,976	30,232	,000

a. Dependent Variable: ATE METOXIKO EΣΩTEPIKOY

ALLIANZ EΠIΘETIKHΣ ΣTPATHΓIKHΣ METOXIKO EΣΩTEPIKOY

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,958 ^a	,918	,917	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,010	,004		-2,714	,009
	rm-rf	,953	,042	,958	22,762	,000

a. Dependent Variable: A/K ALLIANZ Eπιθετικής Στρατηγικής (Μετοχ. Εσωτ.)

ALLIANZ METOXΩN EΣΩTEPIKOY

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,962 ^a	,925	,923	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,006	,003		-1,680	,100
	rm-rf	,963	,040	,962	23,775	,000

a. Dependent Variable: ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,997 ^a	,994	,994	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,002	,001		-2,042	,047
	rm-rf	,970	,011	,997	90,958	,000

a. Dependent Variable: A/K ALPHA Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού

ALPHA BLUE CHIPS A/K ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,987 ^a	,973	,973	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,003	,002		-1,845	,071
	rm-rf	,842	,021	,987	41,045	,000

a. Dependent Variable: A/K ALPHA Blue Chips A/K Μετοχικό Εσωτερικού

ALPHA ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,959 ^a	,920	,918	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,005	,003		-1,408	,166
	rm-rf	,931	,040	,959	23,002	,000

a. Dependent Variable: Α/Κ ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού

ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,936 ^a	,876	,874	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,009	,004		-2,014	,050
	rm-rf	,949	,053	,936	18,046	,000

a. Dependent Variable: ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤ.ΕΣ.

ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,881 ^a	,777	,772	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,009	,005		-1,702	,096
	rm-rf	,831	,066	,881	12,657	,000

a. Dependent Variable: ALPHA TRUST NEON EPIX.METOX.EΣ.

CITIFUND METOXIKO EZΩTEPIKOY**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,997 ^a	,994	,994	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,002	,001		-2,256	,029
	rm-rf	,964	,011	,997	86,040	,000

a. Dependent Variable: CITI FUND METOXIKO EZΩTEPIKOY

HSBC ANAITYΞIAKO METOXΩN EZΩTEPIKOY**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,948 ^a	,898	,896	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,003	,003		-,864	,392
	rm-rf	,805	,040	,948	20,139	,000

a. Dependent Variable: A/K HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)

HSBC TOP 20 ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,976 ^a	,952	,951	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,001	,002		,396	,694
	rm-rf	,832	,027	,976	30,333	,000

a. Dependent Variable: HSBC TOP 20 ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ.

HSBC ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,867 ^a	,751	,746	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,004	,005		-,767	,447
	rm-rf	,708	,060	,867	11,794	,000

a. Dependent Variable: HSBC ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛ.ΜΕΤ.ΕΣΩΤ.

ΔΗΛΟΣ SMALL CAP ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,871 ^a	,759	,754	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,011	,007		-1,564	,125
	rm-rf	,984	,082	,871	12,045	,000

a. Dependent Variable: ΔΗΛΟΣ SMALL CAP ΜΕΤ. ΕΣΩΤ

ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,980 ^a	,959	,959	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,006	,002		-2,757	,008
	rm-rf	,913	,028	,980	33,005	,000

a. Dependent Variable: ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS

ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ & ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,941 ^a	,885	,883	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,006	,003		-1,585	,120
	rm-rf	,786	,042	,941	18,857	,000

a. Dependent Variable: ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ&ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ ΜΕΤ.ΕΣ.

ΕΓΝΑΤΙΑ ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,932 ^a	,869	,867	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,004	,004		-1,025	,311
	rm-rf	,822	,047	,932	17,497	,000

a. Dependent Variable: ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΜΕΤΟΧ.ΕΣ.

ΕΓΝΑΤΙΑ ΑΘΗΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΡΙΚΟΥ

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,900 ^a	,809	,805	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,003	,005		,615	,542
	rm-rf	,859	,061	,900	13,972	,000

a. Dependent Variable: ΕΓΝΑΤΙΑ-ΑΘΗΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤ. ΕΣΩΤ.

ΕΓΝΑΤΙΑ ΘΗΣΕΑΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΥΨΗΛΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,988 ^a	,977	,976	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,002	,002		-1,348	,184
	rm-rf	,805	,018	,988	43,775	,000

a. Dependent Variable: Α/Κ Εγνατία ΘΗΣΕΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού Εταιριών Υψηλής Κεφαλαιοποίησης

ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,969 ^a	,940	,938	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,005	,003		-1,783	,081
	rm-rf	,966	,036	,969	26,743	,000

a. Dependent Variable: ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ

ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,988 ^a	,976	,976	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,005	,002		-3,136	,003
	rm-rf	,854	,020	,988	43,308	,000

a. Dependent Variable: ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.(ΜΕΤ.ΕΣΩΤ.)

ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧ. ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,950 ^a	,903	,901	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,007	,003		-2,126	,039
	rm-rf	,823	,040	,950	20,672	,000

a. Dependent Variable: ΕΥΡΩΠ.ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΣ.ΕΠΙΧ.ΜΕΤ.ΕΣ.

EUROBANK VALUE FTSE/ASE 20 INDEX FUND ΜΕΤΟΧ. ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,981 ^a	,962	,961	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,002	,002		-1,270	,210
	rm-rf	,771	,023	,981	34,270	,000

a. Dependent Variable: Α/Κ EUROBANK Value FTSE/ASE 20 Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού

ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,920 ^a	,847	,844	,027495541

a. Predictors: (Constant), ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΧΑ

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,009	,004		-2,149	,037
	rm-rf	,841	,051	,926	16,633	,000

a. Dependent Variable: ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.

ΛΑΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,950 ^a	,902	,900	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,011	,003		-3,117	,003
	rm-rf	,857	,042	,950	20,632	,000

a. Dependent Variable: ΛΑΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.

ΓΕΝΙΚΗ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΑΞΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,970 ^a	,940	,939	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,014	,003		-4,577	,000
	rm-rf	,970	,036	,970	26,921	,000

a. Dependent Variable: Α/Κ ΓΕΝΙΚΙ Επιλεγμένων Αξιών Μετοχικό Εσωτερικού

INTERNATIONAL ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧ. ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,893 ^a	,798	,794	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,013	,005		-2,483	,017
	rm-rf	,851	,063	,893	13,479	,000

a. Dependent Variable: A/K INTERNATIONAL (Αναπτυξιακό Εσωτ.)

INTERNATIONAL ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,895 ^a	,801	,796	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,013	,005		-2,375	,022
	rm-rf	,877	,065	,895	13,594	,000

a. Dependent Variable: A/K INTERNATIONAL Δυναμικών Εταιρειών Μετοχικό Εσωτερικού

INTERNATIONAL ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΞΙΩΝ ΜΕΤΟΧ.ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,907 ^a	,823	,819	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,004	,005		-,830	,411
	rm-rf	,943	,065	,907	14,611	,000

a. Dependent Variable: A/K INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών Μετοχικό Εσωτερικού

Π & Κ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,935 ^a	,874	,872	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,003	,005		-,729	,469
	rm-rf	,964	,054	,935	17,891	,000

a. Dependent Variable: Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού

METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧ. ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,967 ^a	,936	,935	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,006	,003		-1,903	,063
	rm-rf	,946	,036	,967	25,939	,000

a. Dependent Variable: METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤ. ΕΣΩΤ.

INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,975 ^a	,950	,949	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,008	,002		-3,312	,002
	rm-rf	,813	,027	,975	29,662	,000

a. Dependent Variable: INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ.

INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤ. ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,926 ^a	,858	,855	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,011	,004		-2,591	,013
	rm-rf	,864	,052	,926	16,680	,000

a. Dependent Variable: INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤ.ΕΣ.

ΩΜΕΓΑ INVEST ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,926 ^a	,858	,855	*****

a. Predictors: (Constant), rm-rf

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,004	,004		-1,058	,296
	rm-rf	,819	,049	,926	16,672	,000

a. Dependent Variable: ΩΜΕΓΑ INVEST ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

Π2: Μηνιαίες Τιμές Δεδομένων (31/12/99-30/06/06)

Απόδοση Εντόκων Γραμματίων

	Ετήσια Απόδοση	Μηνιαία Απόδοση
2000	6,22%	0,5183%
2001	4,08%	0,3400%
2002	3,5%	0,2917%
2003	2,34%	0,1950%
2004	2,27%	0,1892%
2005	2,33%	0,1942%
2006	2,95%	0,2458%

ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΧΑ			Απόδοση ετήσιων εντόκων γραμματίων
ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	Τιμή	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	
31/12/1999	5.535,09		
31/1/2000	4.990,02	-0,0985	0,005183
29/2/2000	5.002,23	0,0024	0,005183
31/3/2000	4.793,47	-0,0417	0,005183
27/4/2000	4.249,45	-0,1135	0,005183
31/5/2000	4.608,24	0,0844	0,005183
30/6/2000	4.054,41	-0,1202	0,005183
31/7/2000	3.988,20	-0,0163	0,005183
31/8/2000	3.557,10	-0,1081	0,005183

29/9/2000	4.178,90	0,1748	0,005183
31/10/2000	3.797,80	-0,0912	0,005183
30/11/2000	3.245,70	-0,1454	0,005183
29/12/2000	3.388,80	0,0441	0,005183
31/1/2001	3.264,70	-0,0366	0,003400
28/2/2001	3.129,00	-0,0416	0,003400
30/3/2001	3.044,50	-0,0270	0,003400
30/4/2001	3.286,67	0,0795	0,003400
31/5/2001	3.088,66	-0,0602	0,003400
29/6/2001	2.741,18	-0,1125	0,003400
31/7/2001	2.727,21	-0,0051	0,003400
31/8/2001	2.762,12	0,0128	0,003400
28/9/2001	2.226,05	-0,1941	0,003400
31/10/2001	2.468,26	0,1088	0,003400
30/11/2001	2.694,02	0,0915	0,003400
28/12/2001	2.591,56	-0,0380	0,003400
31/1/2002	2.596,75	0,0020	0,002917
28/2/2002	2.332,89	-0,1016	0,002917
28/3/2002	2.280,72	-0,0224	0,002917
30/4/2002	2.218,35	-0,0273	0,002917
31/5/2002	2.297,56	0,0357	0,002917
28/6/2002	2.237,86	-0,0260	0,002917
31/7/2002	2.115,39	-0,0547	0,002917
30/8/2002	2.129,06	0,0065	0,002917
30/9/2002	1.837,52	-0,1369	0,002917
31/10/2002	1.785,28	-0,0284	0,002917
29/11/2002	1.872,83	0,0490	0,002917
31/12/2002	1.748,42	-0,0664	0,002917
31/1/2003	1.683,59	-0,0371	0,001950
28/2/2003	1.614,06	-0,0413	0,001950
31/3/2003	1.467,30	-0,0909	0,001950
30/4/2003	1.691,52	0,1528	0,001950
30/5/2003	1.707,54	0,0095	0,001950
30/6/2003	1.892,04	0,1081	0,001950
31/7/2003	2.158,64	0,1409	0,001950
29/8/2003	2.210,57	0,0241	0,001950

30/9/2003	2.019,76	-0,0863	0,001950
31/10/2003	2.121,06	0,0502	0,001950
28/11/2003	2.170,05	0,0231	0,001950
31/12/2003	2.263,58	0,0431	0,001950
30/1/2004	2.432,58	0,0747	0,001890
27/2/2004	2.451,50	0,0078	0,001890
31/3/2004	2.370,65	-0,0330	0,001890
30/4/2004	2.517,62	0,0620	0,001890
28/5/2004	2.423,72	-0,0373	0,001890
30/6/2004	2.349,16	-0,0308	0,001890
30/7/2004	2.319,30	-0,0127	0,001890
31/8/2004	2.314,26	-0,0022	0,001890
30/9/2004	2.328,24	0,0060	0,001890
29/10/2004	2.489,19	0,0691	0,001890
30/11/2004	2.654,81	0,0665	0,001890
31/12/2004	2.786,18	0,0495	0,001890
31/1/2005	2.919,93	0,0480	0,001942
28/2/2005	3.145,16	0,0771	0,001942
31/3/2005	2.854,91	-0,0923	0,001942
28/4/2005	2.868,45	0,0047	0,001942
31/5/2005	2.959,53	0,0318	0,001942
30/6/2005	3.060,73	0,0342	0,001942
29/7/2005	3.271,78	0,0690	0,001942
31/8/2005	3.231,48	-0,0123	0,001942
30/9/2005	3.381,96	0,0466	0,001942
31/10/2005	3.307,32	-0,0221	0,001942
30/11/2005	3.441,64	0,0406	0,001942
30/12/2005	3.663,90	0,0646	0,001942
31/1/2006	3.977,84	0,0857	0,002458
31/3/2006	4.122,34	0,0363	0,002458
28/4/2006	4.139,96	0,0043	0,002458
31/5/2006	3.753,21	-0,0934	0,002458
30/6/2006	3.693,75	-0,0158	0,002458

ΑΑΑΒ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ.			ΑΑΑΒ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ		ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ		ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	
ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
31/12/1999	25,68		14,284		21,369		96,5501	
31/1/2000	24,22	-0,0571	13,449	-0,0585	19,971	-0,0654	89,3969	-0,0741
29/2/2000	23,04	-0,0485	12,736	-0,0530	19,16	-0,0406	79,7511	-0,1079
31/3/2000	20,95	-0,0908	12,002	-0,0576	17,313	-0,0964	73,7917	-0,0747
27/4/2000	17,70	-0,1552	10,565	-0,1197	14,673	-0,1525	63,6408	-0,1376
31/5/2000	20,32	0,1481	11,446	0,0833	16,39	0,1170	72,4162	0,1379
30/6/2000	17,80	-0,1239	10,498	-0,0828	14,443	-0,1188	62,4462	-0,1377
31/7/2000	17,50	-0,0168	10,35	-0,0141	14,331	-0,0077	60,9144	-0,0245
31/8/2000	15,42	-0,1189	9,3247	-0,0991	12,991	-0,0935	54,1154	-0,1116
29/9/2000	16,78	0,0883	10,115	0,0848	14,382	0,1070	60,7498	0,1226
31/10/2000	15,01	-0,1059	9,0821	-0,1022	12,826	-0,1082	53,1737	-0,1247
30/11/2000	13,20	-0,1205	7,8824	-0,1321	10,966	-0,1450	45,733	-0,1399
29/12/2000	13,47	0,0205	7,8267	-0,0071	11,357	0,0357	47,1953	0,0320
31/1/2001	12,40	-0,0791	7,4133	-0,0528	10,287	-0,0942	43,353	-0,0814
28/2/2001	12,40	-0,0002	7,4838	0,0095	10,054	-0,0226	43,506	0,0035
30/3/2001	12,49	0,0075	7,2252	-0,0346	9,9186	-0,0135	43,6683	0,0037
30/4/2001	12,95	0,0363	7,3786	0,0212	10,346	0,0431	45,4552	0,0409
31/5/2001	12,07	-0,0680	6,833	-0,0739	9,7607	-0,0566	41,6573	-0,0836
29/6/2001	10,94	-0,0933	6,1229	-0,1039	8,9741	-0,0806	37,9986	-0,0878
31/7/2001	10,84	-0,0095	6,1389	0,0026	8,8696	-0,0116	38,6948	0,0183
31/8/2001	10,88	0,0041	6,2456	0,0174	8,8779	0,0009	39,4407	0,0193
28/9/2001	8,68	-0,2022	5,0853	-0,1858	7,0215	-0,2091	30,263	-0,2327
31/10/2001	9,52	0,0966	5,337	0,0495	7,7483	0,1035	32,6196	0,0779
30/11/2001	10,28	0,0799	5,6312	0,0551	8,6184	0,1123	36,8219	0,1288
28/12/2001	9,93	-0,0341	5,4512	-0,0320	8,3387	-0,0325	35,5297	-0,0351
31/1/2002	10,05	0,0123	5,3565	-0,0174	8,3058	-0,0039	36,142	0,0172
28/2/2002	9,17	-0,0881	5,0497	-0,0573	7,5476	-0,0913	32,7777	-0,0931
28/3/2002	9,00	-0,0179	4,9446	-0,0208	7,493	-0,0072	32,1643	-0,0187
30/4/2002	8,76	-0,0271	4,8131	-0,0266	7,2998	-0,0258	31,027	-0,0354
31/5/2002	8,84	0,0092	4,8185	0,0011	7,398	0,0135	32,3057	0,0412
28/6/2002	8,58	-0,0291	4,7298	-0,0184	7,1502	-0,0335	31,0879	-0,0377
31/7/2002	8,12	-0,0535	4,4946	-0,0497	6,6908	-0,0642	29,0481	-0,0656
30/8/2002	8,08	-0,0050	4,4982	0,0008	6,5748	-0,0173	27,6168	-0,0493
30/9/2002	7,28	-0,0994	3,9474	-0,1224	5,6162	-0,1458	23,6508	-0,1436
31/10/2002	7,21	-0,0087	3,812	-0,0343	5,4862	-0,0231	23,2233	-0,0181
29/11/2002	7,44	0,0311	3,9657	0,0403	5,8583	0,0678	24,3983	0,0506
31/12/2002	6,97	-0,0626	3,6008	-0,0920	5,3533	-0,0862	22,4436	-0,0801
31/1/2003	6,47	-0,0715	3,4314	-0,0470	4,9818	-0,0694	20,6429	-0,0802
28/2/2003	6,13	-0,0529	3,2355	-0,0571	4,867	-0,0230	19,768	-0,0424
31/3/2003	5,86	-0,0445	3,0417	-0,0599	4,4634	-0,0829	18,1678	-0,0809
30/4/2003	6,31	0,0771	3,3267	0,0937	5,0823	0,1387	20,2371	0,1139

30/5/2003	6,48	0,0270	3,2892	-0,0113	5,1287	0,0091	20,6337	0,0196
30/6/2003	6,80	0,0495	3,5636	0,0834	5,7054	0,1124	22,0729	0,0697
31/7/2003	7,40	0,0879	3,8131	0,0700	6,4889	0,1373	24,6656	0,1175
29/8/2003	7,75	0,0468	3,8234	0,0027	6,7853	0,0457	25,3491	0,0277
30/9/2003	6,95	-0,1027	3,3637	-0,1202	6,1582	-0,0924	23,8914	-0,0575
31/10/2003	7,09	0,0203	3,4447	0,0241	6,4343	0,0448	24,8681	0,0409
28/11/2003	7,22	0,0176	3,4413	-0,0010	6,5027	0,0106	25,4951	0,0252
31/12/2003	7,64	0,0583	3,4046	-0,0107	6,8232	0,0493	26,552	0,0415
30/1/2004	8,18	0,0714	3,5221	0,0345	7,3673	0,0797	28,3096	0,0662
27/2/2004	7,99	-0,0233	3,3507	-0,0487	7,324	-0,0059	27,9043	-0,0143
31/3/2004	7,65	-0,0427	3,1878	-0,0486	7,1287	-0,0267	27,2238	-0,0244
30/4/2004	8,17	0,0678	3,2309	0,0135	7,4665	0,0474	28,2783	0,0387
28/5/2004	7,92	-0,0307	3,1315	-0,0308	7,2089	-0,0345	27,4758	-0,0284
30/6/2004	7,68	-0,0298	2,947	-0,0589	7,0999	-0,0151	27,4084	-0,0025
30/7/2004	7,67	-0,0012	2,9682	0,0072	7,1387	0,0055	27,4374	0,0011
31/8/2004	7,57	-0,0132	2,9222	-0,0155	7,0821	-0,0079	27,2256	-0,0077
30/9/2004	7,59	0,0025	2,7923	-0,0445	6,9983	-0,0118	26,8267	-0,0147
29/10/2004	8,02	0,0565	2,8674	0,0269	7,3392	0,0487	27,7018	0,0326
30/11/2004	8,35	0,0408	2,9737	0,0371	7,5929	0,0346	28,8197	0,0404
31/12/2004	8,85	0,0604	3,0165	0,0144	7,9142	0,0423	29,8991	0,0375
31/1/2005	9,33	0,0539	3,1451	0,0426	8,4077	0,0624	31,2125	0,0439
28/2/2005	9,93	0,0644	3,1551	0,0032	8,9119	0,0600	32,6927	0,0474
31/3/2005	9,12	-0,0818	2,8852	-0,0855	8,0842	-0,0929	30,4578	-0,0684
28/4/2005	9,16	0,0046	2,8618	-0,0081	8,0904	0,0008	30,5312	0,0024
31/5/2005	9,44	0,0300	2,9013	0,0138	8,3931	0,0374	31,2493	0,0235
30/6/2005	9,69	0,0266	3,0317	0,0449	8,6477	0,0303	32,1675	0,0294
29/7/2005	10,27	0,0598	3,1784	0,0484	9,3062	0,0761	33,8696	0,0529
31/8/2005	10,11	-0,0151	3,1627	-0,0049	9,2197	-0,0093	33,5039	-0,0108
30/9/2005	10,42	0,0305	3,2607	0,0310	9,5936	0,0406	34,2715	0,0229
31/10/2005	10,29	-0,0123	3,2449	-0,0048	9,4156	-0,0186	34,3671	0,0028
30/11/2005	10,74	0,0438	3,3266	0,0252	9,7684	0,0375	35,6379	0,0370
30/12/2005	11,36	0,0573	3,511	0,0554	10,444	0,0691	38,7206	0,0865
31/1/2006	12,41	0,0928	3,8514	0,0970	11,464	0,0977	41,1804	0,0635
31/3/2006	12,99	0,0461	3,9378	0,0224	11,694	0,0201	43,4216	0,0544
28/4/2006	12,92	-0,0049	3,8994	-0,0098	11,883	0,0162	43,6701	0,0057
31/5/2006	11,92	-0,0776	3,6253	-0,0703	10,908	-0,0820	41,1439	-0,0578
30/6/2006	11,85	-0,0055	3,5429	-0,0227	10,843	-0,0059	40,5373	-0,0147

ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ.			CITI FUND		HSBC TOP 20		HSBC ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛ/ΣΗΣ	
ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
31/12/1999	31,736		4,3546		15,771		5,9347	
31/1/2000	30,573	-0,0366	3,9203	-0,0997	14,622	-0,0729	5,6384	-0,0499
29/2/2000	28,389	-0,0714	3,9711	0,0130	15,502	0,0602	5,4589	-0,0318

31/3/2000	25,501	-0,1017	3,8221	-0,0375	15,128	-0,0242	5,2548	-0,0374
27/4/2000	21,944	-0,1395	3,3757	-0,1168	13,735	-0,0921	4,8187	-0,0830
31/5/2000	24,998	0,1392	3,6319	0,0759	14,374	0,0465	5,1292	0,0644
30/6/2000	22,061	-0,1175	3,2271	-0,1115	13,153	-0,0849	4,6136	-0,1005
31/7/2000	21,74	-0,0145	3,1703	-0,0176	13,157	0,0003	4,5221	-0,0198
31/8/2000	19,512	-0,1025	2,8536	-0,0999	12,18	-0,0742	4,0513	-0,1041
29/9/2000	20,532	0,0523	3,3194	0,1632	13,812	0,1340	4,272	0,0545
31/10/2000	18,08	-0,1194	2,999	-0,0965	12,954	-0,0621	3,6926	-0,1356
30/11/2000	15,89	-0,1211	2,5898	-0,1364	11,431	-0,1176	3,1796	-0,1389
29/12/2000	16,276	0,0243	2,7057	0,0448	11,729	0,0261	3,2382	0,0184
31/1/2001	14,635	-0,1009	2,5839	-0,0450	11,356	-0,0318	2,817	-0,1301
28/2/2001	14,617	-0,0012	2,4847	-0,0384	11,027	-0,0290	2,9695	0,0541
30/3/2001	14,803	0,0127	2,387	-0,0393	10,793	-0,0212	3,0371	0,0228
30/4/2001	14,726	-0,0051	2,5774	0,0798	11,594	0,0742	3,1153	0,0257
31/5/2001	13,367	-0,0923	2,4177	-0,0620	11,08	-0,0444	2,7895	-0,1046
29/6/2001	12,377	-0,0740	2,1656	-0,1043	10,035	-0,0942	2,5282	-0,0937
31/7/2001	12,549	0,0138	2,1667	0,0005	9,9141	-0,0121	2,5615	0,0132
31/8/2001	12,77	0,0176	2,1837	0,0078	10,015	0,0101	2,6188	0,0224
28/9/2001	9,968	-0,2194	1,7715	-0,1888	8,5144	-0,1498	2,289	-0,1259
31/10/2001	10,836	0,0871	1,9701	0,1121	9,2322	0,0843	2,4496	0,0702
30/11/2001	12,567	0,1598	2,1364	0,0844	9,8642	0,0685	2,7813	0,1354
28/12/2001	12,502	-0,0052	2,0582	-0,0366	9,583	-0,0285	2,7259	-0,0199
31/1/2002	12,76	0,0207	2,0428	-0,0075	9,5838	0,0001	2,8138	0,0322
28/2/2002	12,139	-0,0486	1,828	-0,1051	8,7502	-0,0870	2,6608	-0,0544
28/3/2002	11,844	-0,0244	1,7811	-0,0257	8,5965	-0,0176	2,638	-0,0086
30/4/2002	11,568	-0,0233	1,7423	-0,0218	8,4706	-0,0146	2,6505	0,0047
31/5/2002	11,529	-0,0034	1,8223	0,0459	8,8326	0,0427	2,6338	-0,0063
28/6/2002	11,04	-0,0424	1,7868	-0,0195	8,6671	-0,0187	2,6296	-0,0016
31/7/2002	10,367	-0,0610	1,696	-0,0508	8,2485	-0,0483	2,5474	-0,0313
30/8/2002	10,353	-0,0013	1,6996	0,0021	8,29	0,0050	2,5565	0,0036
30/9/2002	9,1245	-0,1187	1,4715	-0,1342	7,1989	-0,1316	2,3103	-0,0963
31/10/2002	8,9195	-0,0225	1,4303	-0,0280	7,0393	-0,0222	2,3061	-0,0018
29/11/2002	9,515	0,0668	1,4727	0,0296	7,3459	0,0436	2,3912	0,0369
31/12/2002	8,5775	-0,0985	1,3792	-0,0635	6,853	-0,0671	2,2414	-0,0626
31/1/2003	8,1137	-0,0541	1,3317	-0,0344	6,6134	-0,0350	2,1796	-0,0276
28/2/2003	7,921	-0,0237	1,282	-0,0373	6,369	-0,0370	2,1749	-0,0022
31/3/2003	7,5981	-0,0408	1,1754	-0,0832	5,9028	-0,0732	2,0997	-0,0346
30/4/2003	8,4061	0,1063	1,3402	0,1402	6,5564	0,1107	2,2683	0,0803
30/5/2003	8,726	0,0381	1,3583	0,0135	6,5708	0,0022	2,3223	0,0238
30/6/2003	9,2822	0,0637	1,5168	0,1167	7,2302	0,1004	2,4551	0,0572
31/7/2003	10,402	0,1206	1,7303	0,1408	8,438	0,1670	2,7567	0,1228
29/8/2003	10,445	0,0041	1,7669	0,0212	8,6192	0,0215	2,9154	0,0576
30/9/2003	9,702	-0,0711	1,6266	-0,0794	7,7823	-0,0971	2,7029	-0,0729
31/10/2003	10,135	0,0447	1,7134	0,0534	8,1803	0,0511	2,8562	0,0567
28/11/2003	10,279	0,0142	1,7461	0,0191	8,3557	0,0214	2,9099	0,0188
31/12/2003	10,624	0,0336	1,8299	0,0480	8,9555	0,0718	3,0113	0,0348

30/1/2004	11,531	0,0854	1,9511	0,0662	9,6922	0,0823	3,2661	0,0846
27/2/2004	11,463	-0,0060	1,9464	-0,0024	9,576	-0,0120	3,2271	-0,0119
31/3/2004	11,091	-0,0324	1,8754	-0,0365	9,1681	-0,0426	3,1429	-0,0261
30/4/2004	11,538	0,0403	1,9975	0,0651	9,8743	0,0770	3,2145	0,0228
28/5/2004	11,349	-0,0163	1,9343	-0,0316	9,4641	-0,0415	3,1446	-0,0217
30/6/2004	11,107	-0,0214	1,9028	-0,0163	9,3713	-0,0098	3,1362	-0,0027
30/7/2004	11,223	0,0104	1,8741	-0,0151	9,1592	-0,0226	3,0912	-0,0143
31/8/2004	11,143	-0,0071	1,856	-0,0097	9,0253	-0,0146	3,0665	-0,0080
30/9/2004	10,946	-0,0176	1,861	0,0027	9,0468	0,0024	3,0129	-0,0175
29/10/2004	11,3	0,0323	1,9865	0,0674	9,5042	0,0506	3,0311	0,0060
30/11/2004	11,76	0,0407	2,1024	0,0583	10,09	0,0616	3,2283	0,0651
31/12/2004	12,271	0,0435	2,1973	0,0451	10,553	0,0459	3,3746	0,0453
31/1/2005	12,772	0,0409	2,3048	0,0489	11,108	0,0526	3,505	0,0386
28/2/2005	13,283	0,0400	2,4551	0,0652	11,694	0,0527	3,6327	0,0364
31/3/2005	12,456	-0,0623	2,2478	-0,0844	10,739	-0,0817	3,4207	-0,0584
28/4/2005	12,538	0,0066	2,2654	0,0078	10,9	0,0150	3,4597	0,0114
31/5/2005	12,896	0,0286	2,3385	0,0323	11,224	0,0297	3,5826	0,0355
30/6/2005	13,343	0,0346	2,4479	0,0468	11,728	0,0449	3,6431	0,0169
29/7/2005	14,1	0,0567	2,6158	0,0686	12,414	0,0585	3,8949	0,0691
31/8/2005	13,983	-0,0083	2,5806	-0,0135	12,426	0,0010	3,8618	-0,0085
30/9/2005	14,462	0,0343	2,6868	0,0412	12,696	0,0217	3,9864	0,0323
31/10/2005	14,512	0,0034	2,6366	-0,0187	12,338	-0,0282	3,8694	-0,0293
30/11/2005	15,067	0,0382	2,7499	0,0430	12,594	0,0207	3,9647	0,0246
30/12/2005	16,391	0,0879	2,9708	0,0803	13,347	0,0598	4,2591	0,0743
31/1/2006	17,65	0,0768	3,2348	0,0889	14,324	0,0732	4,7374	0,1123
31/3/2006	18,253	0,0342	3,3303	0,0295	14,528	0,0142	4,985	0,0523
28/4/2006	18,521	0,0147	3,3583	0,0084	14,555	0,0019	5,2754	0,0583
31/5/2006	17,549	-0,0525	3,1187	-0,0713	13,419	-0,0781	4,8463	-0,0813
30/6/2006	17,233	-0,0180	3,0911	-0,0088	13,381	-0,0028	4,8612	0,0031

INTERAMERICAN ANAΠTYΣΣ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ			INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ		METROLIFE ANAΠTYΞΙΑΚΟ		ATE	
ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
31/12/1999	19,23		60,349		25,387		15,284	
31/1/2000	17,746	-0,0771	55,933	-0,0732	24,143	-0,0490	14,042	-0,0812
29/2/2000	16,775	-0,0547	56,179	0,0044	22,627	-0,0628	14,335	0,0209
31/3/2000	15,298	-0,0881	52,644	-0,0629	20,329	-0,1016	13,635	-0,0488
27/4/2000	12,832	-0,1612	45,956	-0,1271	17,538	-0,1373	11,71	-0,1412
31/5/2000	14,562	0,1348	49,971	0,0874	20,058	0,1437	12,897	0,1014
30/6/2000	12,748	-0,1246	44,71	-0,1053	17,696	-0,1178	11,418	-0,1147
31/7/2000	12,569	-0,0140	44,015	-0,0155	17,47	-0,0127	11,361	-0,0049
31/8/2000	11,396	-0,0934	39,892	-0,0937	15,642	-0,1047	10,35	-0,0890
29/9/2000	12,281	0,0777	44,818	0,1235	17,428	0,1142	11,575	0,1183
31/10/2000	10,597	-0,1371	40,757	-0,0906	15,256	-0,1246	10,348	-0,1060

30/11/2000	9,1744	-0,1342	35,643	-0,1255	13,09	-0,1420	9,0054	-0,1298
29/12/2000	9,3885	0,0233	36,581	0,0263	13,497	0,0311	9,4641	0,0509
31/1/2001	8,3079	-0,1151	34,081	-0,0683	12,724	-0,0573	8,6679	-0,0841
28/2/2001	8,326	0,0022	33,105	-0,0286	12,344	-0,0299	8,2508	-0,0481
30/3/2001	8,2899	-0,0043	32,517	-0,0177	12,052	-0,0237	8,3171	0,0080
30/4/2001	8,541	0,0303	34,713	0,0675	12,909	0,0711	8,9441	0,0754
31/5/2001	7,9852	-0,0651	33,177	-0,0443	12,168	-0,0574	8,453	-0,0549
29/6/2001	7,3565	-0,0787	29,817	-0,1013	10,865	-0,1070	7,5221	-0,1101
31/7/2001	7,4328	0,0104	29,201	-0,0207	10,753	-0,0103	7,4863	-0,0048
31/8/2001	7,5166	0,0113	29,671	0,0161	10,853	0,0092	7,6568	0,0228
28/9/2001	5,915	-0,2131	23,713	-0,2008	8,9056	-0,1794	6,1933	-0,1911
31/10/2001	6,4864	0,0966	25,938	0,0938	9,8058	0,1011	6,8374	0,1040
30/11/2001	7,1978	0,1097	28,329	0,0922	10,635	0,0846	7,3143	0,0697
28/12/2001	6,9377	-0,0361	27,315	-0,0358	10,23	-0,0381	7,1281	-0,0255
31/1/2002	6,9915	0,0078	27,337	0,0008	10,233	0,0003	6,9881	-0,0196
28/2/2002	6,3383	-0,0934	24,892	-0,0894	9,2245	-0,0986	6,2558	-0,1048
28/3/2002	6,2469	-0,0144	24,444	-0,0180	8,9829	-0,0262	5,99	-0,0425
30/4/2002	6,2764	0,0047	23,858	-0,0240	8,7366	-0,0274	5,7691	-0,0369
31/5/2002	6,4496	0,0276	24,812	0,0400	9,1082	0,0425	5,9456	0,0306
28/6/2002	6,4038	-0,0071	24,323	-0,0197	8,8333	-0,0302	5,8225	-0,0207
31/7/2002	6,1332	-0,0423	23,322	-0,0412	8,3826	-0,0510	5,4286	-0,0677
30/8/2002	6,065	-0,0111	23,387	0,0028	8,3616	-0,0025	5,4039	-0,0045
30/9/2002	5,3511	-0,1177	20,777	-0,1116	7,2756	-0,1299	4,7055	-0,1292
31/10/2002	5,2982	-0,0099	20,471	-0,0147	7,031	-0,0336	4,6174	-0,0187
29/11/2002	5,5136	0,0407	21,017	0,0267	7,4055	0,0533	4,9081	0,0630
31/12/2002	5,0983	-0,0753	19,775	-0,0591	6,8772	-0,0713	4,5796	-0,0669
31/1/2003	4,7976	-0,0590	19,129	-0,0327	6,6451	-0,0337	4,3928	-0,0408
28/2/2003	4,649	-0,0310	18,698	-0,0225	6,396	-0,0375	4,2255	-0,0381
31/3/2003	4,2484	-0,0862	17,377	-0,0707	5,8946	-0,0784	3,9738	-0,0596
30/4/2003	4,6971	0,1056	19,136	0,1012	6,692	0,1353	4,5053	0,1338
30/5/2003	4,75	0,0113	19,309	0,0091	6,7486	0,0085	4,6154	0,0244
30/6/2003	4,9866	0,0498	20,199	0,0461	7,5355	0,1166	4,9915	0,0815
31/7/2003	5,4552	0,0940	21,734	0,0760	8,5805	0,1387	5,5327	0,1084
29/8/2003	5,6214	0,0305	22,138	0,0186	8,7907	0,0245	5,7447	0,0383
30/9/2003	5,1673	-0,0808	20,919	-0,0551	8,0711	-0,0819	5,322	-0,0736
31/10/2003	5,4342	0,0517	21,525	0,0290	8,4593	0,0481	5,5178	0,0368
28/11/2003	5,4959	0,0114	22,061	0,0249	8,6183	0,0188	5,5982	0,0146
31/12/2003	5,7022	0,0375	23,085	0,0464	9,0192	0,0465	5,796	0,0353
30/1/2004	5,9746	0,0478	24,612	0,0662	9,6374	0,0685	6,1436	0,0600
27/2/2004	5,8261	-0,0249	24,891	0,0113	9,5637	-0,0076	6,0892	-0,0089
31/3/2004	5,58	-0,0422	24,347	-0,0218	9,245	-0,0333	5,9118	-0,0291
30/4/2004	5,7208	0,0252	25,831	0,0609	9,8025	0,0603	6,1707	0,0438
28/5/2004	5,5579	-0,0285	25,135	-0,0269	9,4807	-0,0328	5,9681	-0,0328
30/6/2004	5,4231	-0,0243	24,822	-0,0125	9,3137	-0,0176	5,8781	-0,0151
30/7/2004	5,3381	-0,0157	24,458	-0,0147	9,1295	-0,0198	5,7824	-0,0163
31/8/2004	5,2116	-0,0237	24,32	-0,0057	9,0019	-0,0140	5,7219	-0,0105

30/9/2004	5,1364	-0,0144	24,512	0,0079	8,9975	-0,0005	5,6897	-0,0056
29/10/2004	5,4219	0,0556	26,023	0,0617	9,531	0,0593	5,9879	0,0524
30/11/2004	5,6792	0,0475	27,1	0,0414	10,071	0,0567	6,3021	0,0525
31/12/2004	5,8399	0,0283	28,362	0,0466	10,487	0,0413	6,4577	0,0247
31/1/2005	6,0938	0,0435	29,46	0,0387	11,035	0,0523	6,8311	0,0578
28/2/2005	6,2209	0,0209	31,384	0,0653	11,68	0,0584	7,1484	0,0464
31/3/2005	5,615	-0,0974	28,816	-0,0818	10,685	-0,0852	6,5604	-0,0823
28/4/2005	5,6038	-0,0020	28,987	0,0060	10,777	0,0086	6,6001	0,0061
31/5/2005	5,741	0,0245	29,918	0,0321	11,126	0,0324	6,8121	0,0321
30/6/2005	5,7684	0,0048	30,91	0,0332	11,546	0,0378	6,9979	0,0273
29/7/2005	6,3579	0,1022	32,766	0,0600	12,233	0,0595	7,4632	0,0665
31/8/2005	6,1534	-0,0322	32,221	-0,0166	12,086	-0,0120	7,4723	0,0012
30/9/2005	6,3508	0,0321	33,626	0,0436	12,633	0,0453	7,7843	0,0418
31/10/2005	6,2903	-0,0095	32,981	-0,0192	12,312	-0,0254	7,5784	-0,0265
30/11/2005	6,5071	0,0345	34,157	0,0356	12,747	0,0353	7,7608	0,0241
30/12/2005	7,1544	0,0995	36,112	0,0573	13,583	0,0656	8,1107	0,0451
31/1/2006	8,1956	0,1455	39,26	0,0872	14,665	0,0797	8,6492	0,0664
31/3/2006	8,6988	0,0614	40,273	0,0258	15,19	0,0358	8,9973	0,0402
28/4/2006	9,1153	0,0479	40,734	0,0115	15,383	0,0127	8,9892	-0,0009
31/5/2006	8,3465	-0,0843	37,285	-0,0847	14,152	-0,0801	8,3055	-0,0761
30/6/2006	8,1906	-0,0187	37,251	-0,0009	14,035	-0,0082	8,3009	-0,0006

ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS			ΔΗΛΟΣ SMALL CAP		ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔ. & ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ		ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞ.	
ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
31/12/1999	25,105		7,7095		10,87		27,429	
31/1/2000	23,54	-0,0623	7,2438	-0,0604	10,22	-0,0598	25,231	-0,0801
29/2/2000	22,959	-0,0247	6,5954	-0,0895	9,9244	-0,0289	24,78	-0,0179
31/3/2000	21,438	-0,0662	5,753	-0,1277	9,3438	-0,0585	22,621	-0,0871
27/4/2000	18,702	-0,1277	4,9114	-0,1463	8,1682	-0,1258	19,639	-0,1318
31/5/2000	20,691	0,1064	5,7794	0,1767	8,9034	0,0900	22,275	0,1342
30/6/2000	18,134	-0,1236	5,0365	-0,1285	7,8944	-0,1133	19,786	-0,1117
31/7/2000	17,807	-0,0181	4,8285	-0,0413	7,6445	-0,0317	19,523	-0,0133
31/8/2000	16,052	-0,0985	4,3848	-0,0919	6,9927	-0,0853	17,057	-0,1263
29/9/2000	18,017	0,1224	4,6787	0,0670	7,6913	0,0999	18,336	0,0749
31/10/2000	16,074	-0,1078	3,9408	-0,1577	6,7846	-0,1179	16,093	-0,1223
30/11/2000	13,922	-0,1339	3,5002	-0,1118	5,9212	-0,1273	13,976	-0,1315
29/12/2000	14,285	0,0261	3,5918	0,0262	6,0197	0,0166	14,179	0,0145
31/1/2001	13,096	-0,0833	3	-0,1648	5,459	-0,0931	12,991	-0,0838
28/2/2001	12,957	-0,0106	3,1582	0,0527	5,4143	-0,0082	12,809	-0,0141
30/3/2001	12,724	-0,0179	3,0897	-0,0217	5,298	-0,0215	12,748	-0,0047
30/4/2001	13,407	0,0537	3,0882	-0,0005	5,5551	0,0485	13,527	0,0611
31/5/2001	12,483	-0,0689	2,7373	-0,1136	5,1393	-0,0749	12,507	-0,0754
29/6/2001	11,144	-0,1072	2,4293	-0,1125	4,5531	-0,1141	11,118	-0,1111
31/7/2001	11	-0,0130	2,4532	0,0098	4,4965	-0,0124	11,071	-0,0042

31/8/2001	11,106	0,0097	2,492	0,0158	4,5909	0,0210	11,175	0,0094
28/9/2001	8,84	-0,2041	1,8705	-0,2494	3,9213	-0,1459	9,2876	-0,1689
31/10/2001	9,7407	0,1019	2,0875	0,1160	4,1987	0,0707	10,107	0,0882
30/11/2001	10,728	0,1013	2,4549	0,1760	4,686	0,1161	10,938	0,0822
28/12/2001	10,321	-0,0380	2,3021	-0,0622	4,5387	-0,0314	10,622	-0,0289
31/1/2002	10,329	0,0008	2,357	0,0238	4,7612	0,0490	11,279	0,0619
28/2/2002	9,3277	-0,0969	2,1678	-0,0803	4,4169	-0,0723	10,61	-0,0593
28/3/2002	9,1156	-0,0227	2,12	-0,0221	4,3746	-0,0096	10,325	-0,0269
30/4/2002	8,9654	-0,0165	2,0559	-0,0302	4,3783	0,0008	10,237	-0,0085
31/5/2002	9,2314	0,0297	2,0941	0,0186	4,504	0,0287	10,455	0,0213
28/6/2002	9,052	-0,0194	2,0474	-0,0223	4,4743	-0,0066	10,347	-0,0104
31/7/2002	8,6196	-0,0478	1,9427	-0,0511	4,3787	-0,0214	9,7919	-0,0536
30/8/2002	8,6349	0,0018	1,9326	-0,0052	4,3739	-0,0011	9,8792	0,0089
30/9/2002	7,61	-0,1187	1,6988	-0,1210	3,9598	-0,0947	9,0565	-0,0833
31/10/2002	7,4707	-0,0183	1,6677	-0,0183	3,947	-0,0032	8,8982	-0,0175
29/11/2002	7,7991	0,0440	1,7833	0,0693	4,1589	0,0537	9,3667	0,0527
31/12/2002	7,2435	-0,0712	1,5811	-0,1134	3,9061	-0,0608	9,0263	-0,0363
31/1/2003	6,9268	-0,0437	1,4603	-0,0764	3,815	-0,0233	8,8254	-0,0223
28/2/2003	6,6457	-0,0406	1,4056	-0,0375	3,7186	-0,0253	8,5711	-0,0288
31/3/2003	6,1293	-0,0777	1,3262	-0,0565	3,5048	-0,0575	8,2629	-0,0360
30/4/2003	6,8363	0,1153	1,4623	0,1026	3,7733	0,0766	8,9903	0,0880
30/5/2003	6,9628	0,0185	1,5063	0,0301	3,7847	0,0030	9,0832	0,0103
30/6/2003	7,5882	0,0898	1,6521	0,0968	3,9742	0,0501	9,7294	0,0711
31/7/2003	8,5982	0,1331	1,9128	0,1578	4,5121	0,1353	10,998	0,1304
29/8/2003	8,8087	0,0245	1,977	0,0336	4,6719	0,0354	11,397	0,0363
30/9/2003	8,1235	-0,0778	1,7807	-0,0993	4,2779	-0,0843	10,68	-0,0629
31/10/2003	8,4899	0,0451	1,8925	0,0628	4,5084	0,0539	11,319	0,0598
28/11/2003	8,6588	0,0199	1,9079	0,0081	4,5782	0,0155	11,673	0,0313
31/12/2003	9,0537	0,0456	1,9709	0,0330	4,7218	0,0314	12,241	0,0486
30/1/2004	9,5578	0,0557	2,0869	0,0589	4,9916	0,0571	13,267	0,0838
27/2/2004	9,5976	0,0042	2,0159	-0,0340	4,8957	-0,0192	12,971	-0,0223
31/3/2004	9,2461	-0,0366	1,8949	-0,0600	4,6432	-0,0516	12,563	-0,0315
30/4/2004	9,7747	0,0572	1,9612	0,0350	4,8416	0,0427	13,085	0,0415
28/5/2004	9,5118	-0,0269	1,8971	-0,0327	4,7692	-0,0150	12,74	-0,0263
30/6/2004	9,3399	-0,0181	1,8478	-0,0260	4,6724	-0,0203	12,448	-0,0229
30/7/2004	9,2577	-0,0088	1,8431	-0,0025	4,6589	-0,0029	12,367	-0,0065
31/8/2004	9,2034	-0,0059	1,8154	-0,0150	4,6267	-0,0069	11,978	-0,0314
30/9/2004	9,2021	-0,0001	1,7646	-0,0280	4,5735	-0,0115	11,855	-0,0103
29/10/2004	9,7006	0,0542	1,828	0,0359	4,7475	0,0380	12,281	0,0359
30/11/2004	10,128	0,0440	1,8991	0,0389	4,8857	0,0291	12,701	0,0342
31/12/2004	10,552	0,0419	1,9568	0,0304	5,0077	0,0250	13,104	0,0317
31/1/2005	11,157	0,0573	2,0946	0,0704	5,3054	0,0594	13,7	0,0455
28/2/2005	11,848	0,0619	2,176	0,0389	5,5037	0,0374	14,486	0,0574
31/3/2005	10,847	-0,0845	1,9898	-0,0856	5,0136	-0,0890	13,539	-0,0654
28/4/2005	10,966	0,0110	2,0042	0,0072	5,0177	0,0008	13,432	-0,0080
31/5/2005	11,403	0,0399	2,0915	0,0436	5,2416	0,0446	13,853	0,0314

30/6/2005	11,849	0,0392	2,1668	0,0360	5,44	0,0379	14,268	0,0299
29/7/2005	12,553	0,0594	2,304	0,0633	5,7463	0,0563	15,311	0,0731
31/8/2005	12,375	-0,0143	2,2623	-0,0181	5,6204	-0,0219	15,297	-0,0009
30/9/2005	12,806	0,0349	2,3645	0,0452	5,7671	0,0261	15,751	0,0297
31/10/2005	12,557	-0,0195	2,3451	-0,0082	5,7028	-0,0111	15,457	-0,0187
30/11/2005	13,001	0,0354	2,4331	0,0375	5,8625	0,0280	15,903	0,0289
30/12/2005	13,765	0,0588	2,61	0,0727	6,3125	0,0768	16,772	0,0547
31/1/2006	15,031	0,0919	2,9053	0,1131	7,0361	0,1146	18,202	0,0853
31/3/2006	15,681	0,0433	3,0483	0,0492	7,3537	0,0451	19,146	0,0518
28/4/2006	15,806	0,0079	3,1287	0,0264	7,674	0,0436	19,507	0,0189
31/5/2006	14,5	-0,0826	2,8523	-0,0883	6,9784	-0,0906	18,092	-0,0726
30/6/2006	14,337	-0,0112	2,8064	-0,0161	6,8442	-0,0192	18,156	0,0035

ΕΓΝΑΤΙΑ-ΑΘΗΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ			ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ		ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.		ΕΥΡΩΠ.ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞ.ΕΠΙΧ.	
ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
31/12/1999	2,9525		46,366		15,976		2,6395	
31/1/2000	2,9185	-0,0115	43,769	-0,0560	14,6	-0,0861	2,476	-0,0619
29/2/2000	2,8818	-0,0126	41,951	-0,0415	14,697	0,0066	2,3911	-0,0343
31/3/2000	2,6268	-0,0885	38,289	-0,0873	13,631	-0,0725	2,1752	-0,0903
27/4/2000	2,3008	-0,1241	33,315	-0,1299	12,061	-0,1151	1,8984	-0,1273
31/5/2000	2,7195	0,1820	37,905	0,1378	13,041	0,0813	2,1369	0,1256
30/6/2000	2,4161	-0,1116	33,211	-0,1238	11,65	-0,1067	1,8942	-0,1136
31/7/2000	2,3454	-0,0293	33,049	-0,0049	11,556	-0,0081	1,8696	-0,0130
31/8/2000	2,0718	-0,1167	29,822	-0,0976	10,367	-0,1029	1,6548	-0,1149
29/9/2000	2,2217	0,0724	33,668	0,1289	11,544	0,1135	1,8148	0,0967
31/10/2000	1,9521	-0,1213	29,418	-0,1262	10,518	-0,0888	1,5895	-0,1241
30/11/2000	1,6831	-0,1378	25,323	-0,1392	9,2672	-0,1189	1,4207	-0,1062
29/12/2000	1,7019	0,0112	26,001	0,0268	9,4289	0,0174	1,4416	0,0147
31/1/2001	1,5763	-0,0738	23,983	-0,0776	8,9703	-0,0486	1,3221	-0,0829
28/2/2001	1,5561	-0,0128	24,001	0,0007	8,6431	-0,0365	1,3127	-0,0071
30/3/2001	1,5402	-0,0102	23,78	-0,0092	8,5048	-0,0160	1,297	-0,0120
30/4/2001	1,6315	0,0593	25,134	0,0569	9,0833	0,0680	1,3551	0,0448
31/5/2001	1,499	-0,0812	23,293	-0,0733	8,5319	-0,0607	1,2717	-0,0615
29/6/2001	1,3294	-0,1131	20,693	-0,1116	7,542	-0,1160	1,1416	-0,1023
31/7/2001	1,3329	0,0026	20,572	-0,0059	7,5864	0,0059	1,1742	0,0286
31/8/2001	1,3858	0,0397	21,028	0,0222	7,7483	0,0213	1,1944	0,0172
28/9/2001	1,147	-0,1723	16,779	-0,2021	6,4021	-0,1737	0,9914	-0,1700
31/10/2001	1,2438	0,0844	18,463	0,1004	6,9209	0,0810	1,0613	0,0705
30/11/2001	1,4273	0,1475	20,777	0,1253	7,4604	0,0780	1,1657	0,0984
28/12/2001	1,3631	-0,0450	19,911	-0,0417	7,2098	-0,0336	1,1309	-0,0299
31/1/2002	1,4862	0,0903	20,023	0,0056	7,2422	0,0045	1,1443	0,0118
28/2/2002	1,407	-0,0533	18,018	-0,1002	6,5961	-0,0892	1,0651	-0,0692
28/3/2002	1,3782	-0,0205	17,431	-0,0326	6,4486	-0,0224	1,0411	-0,0225
30/4/2002	1,3678	-0,0075	17,032	-0,0229	6,3919	-0,0088	1,0395	-0,0015

31/5/2002	1,4057	0,0277	17,605	0,0336	6,6025	0,0329	1,0596	0,0193
28/6/2002	1,3988	-0,0049	17,173	-0,0245	6,4708	-0,0199	1,0429	-0,0158
31/7/2002	1,3357	-0,0451	16,197	-0,0568	6,1359	-0,0518	1,0011	-0,0401
30/8/2002	1,3384	0,0020	16,16	-0,0023	6,1222	-0,0022	0,9947	-0,0064
30/9/2002	1,2436	-0,0708	14,071	-0,1293	5,3935	-0,1190	0,8751	-0,1202
31/10/2002	1,2344	-0,0074	13,586	-0,0344	5,2818	-0,0207	0,8606	-0,0166
29/11/2002	1,2992	0,0525	14,286	0,0515	5,4895	0,0393	0,9027	0,0489
31/12/2002	1,2521	-0,0363	13,169	-0,0782	5,1722	-0,0578	0,8451	-0,0638
31/1/2003	1,2151	-0,0296	12,688	-0,0365	4,9875	-0,0357	0,8097	-0,0419
28/2/2003	1,1865	-0,0235	12,138	-0,0434	4,8358	-0,0304	0,7853	-0,0301
31/3/2003	1,1471	-0,0332	11,156	-0,0809	4,5056	-0,0683	0,7363	-0,0624
30/4/2003	1,2718	0,1087	12,662	0,1350	5,043	0,1193	0,8157	0,1078
30/5/2003	1,2926	0,0164	12,792	0,0102	5,1365	0,0185	0,825	0,0114
30/6/2003	1,3951	0,0793	14,036	0,0973	5,5551	0,0815	0,8753	0,0610
31/7/2003	1,6031	0,1491	15,901	0,1329	6,3181	0,1374	0,9851	0,1254
29/8/2003	1,6693	0,0413	16,073	0,0108	6,3925	0,0118	1,0049	0,0201
30/9/2003	1,5526	-0,0699	14,695	-0,0857	5,895	-0,0778	0,9273	-0,0772
31/10/2003	1,658	0,0679	15,461	0,0521	6,2108	0,0536	0,9751	0,0515
28/11/2003	1,6929	0,0210	15,679	0,0141	6,3092	0,0158	0,9818	0,0069
31/12/2003	1,7714	0,0464	16,395	0,0457	6,583	0,0434	1,0176	0,0365
30/1/2004	1,9105	0,0785	17,571	0,0717	7,0261	0,0673	1,0769	0,0583
27/2/2004	1,8096	-0,0528	17,394	-0,0101	7,0433	0,0024	1,0632	-0,0127
31/3/2004	1,7537	-0,0309	16,705	-0,0396	6,7908	-0,0358	1,027	-0,0340
30/4/2004	1,8245	0,0404	17,724	0,0610	7,2548	0,0683	1,0861	0,0575
28/5/2004	1,7683	-0,0308	17,243	-0,0271	7,0221	-0,0321	1,0519	-0,0315
30/6/2004	1,7078	-0,0342	16,886	-0,0207	6,923	-0,0141	1,0302	-0,0206
30/7/2004	1,7205	0,0074	16,679	-0,0122	6,7865	-0,0197	1,0179	-0,0119
31/8/2004	1,6447	-0,0441	16,438	-0,0145	6,722	-0,0095	1,0118	-0,0060
30/9/2004	1,5706	-0,0451	16,444	0,0004	6,7504	0,0042	1,0006	-0,0111
29/10/2004	1,5877	0,0109	17,42	0,0594	7,1584	0,0604	1,0427	0,0421
30/11/2004	1,6218	0,0215	18,314	0,0513	7,5541	0,0553	1,0925	0,0478
31/12/2004	1,641	0,0118	19,168	0,0467	7,8341	0,0371	1,1212	0,0263
31/1/2005	1,756	0,0701	20,075	0,0473	8,278	0,0567	1,2186	0,0869
28/2/2005	1,8073	0,0292	21,24	0,0580	8,8079	0,0640	1,2948	0,0625
31/3/2005	1,7205	-0,0480	19,558	-0,0792	8,0711	-0,0837	1,1935	-0,0782
28/4/2005	1,7011	-0,0113	19,698	0,0072	8,1585	0,0108	1,1975	0,0034
31/5/2005	1,7446	0,0256	20,346	0,0329	8,4258	0,0328	1,2423	0,0374
30/6/2005	1,7934	0,0280	21,13	0,0385	8,8137	0,0460	1,2857	0,0349
29/7/2005	1,9208	0,0710	22,455	0,0627	9,48	0,0756	1,4023	0,0907
31/8/2005	1,9573	0,0190	22,11	-0,0154	9,3509	-0,0136	1,3874	-0,0106
30/9/2005	2,0487	0,0467	23,059	0,0429	9,7648	0,0443	1,4446	0,0412
31/10/2005	2,045	-0,0018	22,469	-0,0256	9,5337	-0,0237	1,4059	-0,0268
30/11/2005	2,1268	0,0400	23,258	0,0351	9,7326	0,0209	1,4259	0,0142
30/12/2005	2,2717	0,0681	24,732	0,0634	10,391	0,0676	1,5375	0,0783
31/1/2006	2,4956	0,0986	26,676	0,0786	11,263	0,0839	1,7317	0,1263
31/3/2006	2,7316	0,0946	27,647	0,0364	11,673	0,0364	1,8193	0,0506

28/4/2006	2,854	0,0448	27,983	0,0121	11,77	0,0083	1,8512	0,0175
31/5/2006	2,6757	-0,0625	25,759	-0,0795	10,82	-0,0808	1,694	-0,0849
30/6/2006	2,6897	0,0052	25,525	-0,0091	10,691	-0,0118	1,6644	-0,0175

ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ			ΛΑΙΚΗ		ΩΜΕΓΑ INVEST		Α/Κ ΓΕΝΙΚΙ Επιλεγμένων Αξιών	
ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
31/12/1999	8,117		10,499		21,894		18,81	
31/1/2000	7,7416	-0,0462	9,4301	-0,1018	20,296	-0,0730	17,25	-0,0830
29/2/2000	6,8858	-0,1105	8,9116	-0,0550	22,674	0,1172	16,40	-0,0493
31/3/2000	6,0156	-0,1264	7,8186	-0,1226	20,868	-0,0797	14,85	-0,0946
27/4/2000	5,2395	-0,1290	7,0344	-0,1003	18,437	-0,1165	12,75	-0,1413
31/5/2000	5,8824	0,1227	7,8465	0,1154	20,581	0,1163	14,35	0,1254
30/6/2000	5,1827	-0,1189	6,9853	-0,1098	18,644	-0,0941	12,55	-0,1253
31/7/2000	5,031	-0,0293	6,7696	-0,0309	18,503	-0,0076	12,25	-0,0243
31/8/2000	4,4372	-0,1180	5,9666	-0,1186	16,289	-0,1197	10,72	-0,1251
29/9/2000	4,7611	0,0730	6,443	0,0798	17,434	0,0703	11,68	0,0899
31/10/2000	4,2201	-0,1136	5,6243	-0,1271	15,474	-0,1125	10,09	-0,1357
30/11/2000	3,5538	-0,1579	4,8707	-0,1340	13,539	-0,1250	8,72	-0,1357
29/12/2000	3,6575	0,0292	5,0171	0,0301	13,843	0,0225	9,07	0,0402
31/1/2001	3,5008	-0,0428	4,5884	-0,0854	12,536	-0,0944	8,29	-0,0863
28/2/2001	3,364	-0,0391	4,5815	-0,0015	12,412	-0,0099	8,09	-0,0239
30/3/2001	3,2724	-0,0272	4,5393	-0,0092	12,299	-0,0090	7,94	-0,0195
30/4/2001	3,4899	0,0665	4,7802	0,0531	12,999	0,0568	8,34	0,0513
31/5/2001	3,3222	-0,0481	4,4924	-0,0602	12,273	-0,0558	7,72	-0,0745
29/6/2001	3,0466	-0,0830	4,0256	-0,1039	11,154	-0,0912	6,79	-0,1208
31/7/2001	3,0264	-0,0066	3,9763	-0,0122	11,07	-0,0075	6,78	-0,0016
31/8/2001	3,0619	0,0117	4,0503	0,0186	11,181	0,0100	6,85	0,0106
28/9/2001	2,5592	-0,1642	3,2976	-0,1858	9,3172	-0,1667	5,39	-0,2129
31/10/2001	2,776	0,0847	3,5747	0,0840	10,12	0,0861	5,83	0,0812
30/11/2001	3,0022	0,0815	3,9235	0,0976	10,951	0,0821	6,33	0,0862
28/12/2001	2,9149	-0,0291	3,7976	-0,0321	10,645	-0,0279	6,08	-0,0396
31/1/2002	2,8819	-0,0113	3,87	0,0191	10,814	0,0159	6,09	0,0021
28/2/2002	2,6029	-0,0968	3,5376	-0,0859	9,8454	-0,0896	5,38	-0,1173
28/3/2002	2,5314	-0,0275	3,4496	-0,0249	9,7609	-0,0086	5,19	-0,0342
30/4/2002	2,496	-0,0140	3,4057	-0,0127	9,7185	-0,0043	5,09	-0,0208
31/5/2002	2,5813	0,0342	3,4992	0,0275	9,954	0,0242	5,27	0,0353
28/6/2002	2,5535	-0,0108	3,4378	-0,0175	9,8143	-0,0140	5,11	-0,0302
31/7/2002	2,4431	-0,0432	3,2654	-0,0501	9,2959	-0,0528	4,72	-0,0754
30/8/2002	2,4451	0,0008	3,2347	-0,0094	9,2445	-0,0055	4,67	-0,0118
30/9/2002	2,1942	-0,1026	2,8433	-0,1210	8,1503	-0,1184	4,03	-0,1354
31/10/2002	2,1729	-0,0097	2,8052	-0,0134	8,1611	0,0013	3,91	-0,0320
29/11/2002	2,2451	0,0332	2,9246	0,0426	8,411	0,0306	4,04	0,0338
31/12/2002	2,1379	-0,0477	2,7175	-0,0708	7,9323	-0,0569	3,71	-0,0813
31/1/2003	2,1086	-0,0137	2,5928	-0,0459	7,6386	-0,0370	3,51	-0,0532

28/2/2003	2,0548	-0,0255	2,5068	-0,0332	7,382	-0,0336	3,36	-0,0443
31/3/2003	1,9207	-0,0653	2,3099	-0,0785	6,9397	-0,0599	3,05	-0,0901
30/4/2003	2,103	0,0949	2,5566	0,1068	7,6401	0,1009	3,48	0,1397
30/5/2003	2,1355	0,0155	2,5804	0,0093	7,6608	0,0027	3,47	-0,0029
30/6/2003	2,3161	0,0846	2,7541	0,0673	8,1387	0,0624	3,82	0,1012
31/7/2003	2,681	0,1575	3,0861	0,1205	9,259	0,1377	4,40	0,1504
29/8/2003	2,7381	0,0213	3,1788	0,0300	9,5352	0,0298	4,46	0,0140
30/9/2003	2,4893	-0,0909	2,9269	-0,0792	8,6605	-0,0917	4,03	-0,0961
31/10/2003	2,6106	0,0487	3,0448	0,0403	9,0513	0,0451	4,21	0,0441
28/11/2003	2,6724	0,0237	3,1054	0,0199	9,2628	0,0234	4,21	0,0016
31/12/2003	2,7584	0,0322	3,2275	0,0393	9,6453	0,0413	4,37	0,0373
30/1/2004	2,9827	0,0813	3,4244	0,0610	10,341	0,0721	4,63	0,0595
27/2/2004	2,9376	-0,0151	3,3938	-0,0089	10,023	-0,0307	4,63	0,0002
31/3/2004	2,8243	-0,0386	3,301	-0,0273	9,5059	-0,0516	4,41	-0,0480
30/4/2004	2,9483	0,0439	3,4808	0,0545	9,9052	0,0420	4,62	0,0475
28/5/2004	2,911	-0,0127	3,3671	-0,0327	9,4848	-0,0424	4,42	-0,0427
30/6/2004	2,8305	-0,0277	3,3275	-0,0118	9,3641	-0,0127	4,29	-0,0291
30/7/2004	2,7825	-0,0170	3,3085	-0,0057	9,1957	-0,0180	4,24	-0,0129
31/8/2004	2,7054	-0,0277	3,2573	-0,0155	9,0951	-0,0109	4,16	-0,0185
30/9/2004	2,5731	-0,0489	3,255	-0,0007	8,9712	-0,0136	4,14	-0,0035
29/10/2004	2,6257	0,0204	3,4036	0,0457	9,296	0,0362	4,34	0,0472
30/11/2004	2,7349	0,0416	3,5521	0,0436	9,656	0,0387	4,55	0,0473
31/12/2004	2,8574	0,0448	3,6667	0,0323	9,9823	0,0338	4,75	0,0457
31/1/2005	2,9879	0,0457	3,8478	0,0494	10,566	0,0585	5,02	0,0555
28/2/2005	3,1548	0,0559	4,0342	0,0484	11,157	0,0559	5,25	0,0457
31/3/2005	2,878	-0,0877	3,663	-0,0920	10,34	-0,0732	4,88	-0,0702
28/4/2005	2,8955	0,0061	3,6499	-0,0036	10,354	0,0013	4,87	-0,0012
31/5/2005	2,9814	0,0297	3,7748	0,0342	10,746	0,0379	5,01	0,0283
30/6/2005	3,1053	0,0416	3,8895	0,0304	11,099	0,0328	5,18	0,0344
29/7/2005	3,2811	0,0566	4,1321	0,0624	11,583	0,0436	5,48	0,0574
31/8/2005	3,2574	-0,0072	4,139	0,0017	11,521	-0,0054	5,44	-0,0067
30/9/2005	3,3806	0,0378	4,3333	0,0469	11,877	0,0309	5,64	0,0368
31/10/2005	3,3221	-0,0173	4,2895	-0,0101	11,609	-0,0225	5,63	-0,0015
30/11/2005	3,4255	0,0311	4,4241	0,0314	11,83	0,0190	5,84	0,0367
30/12/2005	3,6967	0,0792	4,7652	0,0771	12,356	0,0445	6,36	0,0880
31/1/2006	4,0103	0,0848	5,1965	0,0905	13,493	0,0920	6,83	0,0744
31/3/2006	4,1455	0,0337	5,4289	0,0447	14,047	0,0411	7,16	0,0481
28/4/2006	4,2225	0,0186	5,5798	0,0278	14,238	0,0136	7,26	0,0149
31/5/2006	3,8611	-0,0856	5,1432	-0,0782	12,973	-0,0888	6,79	-0,0647
30/6/2006	3,8374	-0,0061	5,1779	0,0067	12,912	-0,0046	6,67	-0,0175

ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής			ALPHA Athens Index Fund		ALPHA Blue Chips		ALPHA	
ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
31/12/1999	10,549		17,792		25,783		31,514	

31/1/2000	9,7988	-0,0711	16,087	-0,0958	24,187	-0,0619	29,698	-0,0576
29/2/2000	9,2345	-0,0576	16,088	0,0001	24,224	0,0015	29,12	-0,0195
31/3/2000	8,2527	-0,1063	15,373	-0,0444	22,999	-0,0506	26,726	-0,0822
27/4/2000	7,0156	-0,1499	13,551	-0,1185	20,517	-0,1079	22,823	-0,1460
31/5/2000	7,8804	0,1233	14,722	0,0864	22,178	0,0810	26,162	0,1463
30/6/2000	6,9884	-0,1132	13,053	-0,1134	20,016	-0,0975	23,12	-0,1163
31/7/2000	6,9196	-0,0098	12,828	-0,0172	19,755	-0,0130	22,836	-0,0123
31/8/2000	6,2428	-0,0978	11,459	-0,1067	18,411	-0,0680	20,053	-0,1219
29/9/2000	6,8968	0,1048	13,197	0,1517	20,48	0,1124	21,869	0,0906
31/10/2000	6,1885	-0,1027	11,903	-0,0981	18,649	-0,0894	19,122	-0,1256
30/11/2000	5,2367	-0,1538	10,315	-0,1334	16,63	-0,1083	16,72	-0,1256
29/12/2000	5,3485	0,0213	10,676	0,0351	17,05	0,0253	17,016	0,0178
31/1/2001	4,8348	-0,0960	10,215	-0,0432	15,988	-0,0623	15,685	-0,0782
28/2/2001	4,6948	-0,0290	9,8341	-0,0373	15,594	-0,0246	15,697	0,0008
30/3/2001	4,5744	-0,0256	9,5176	-0,0322	15,359	-0,0151	15,725	0,0017
30/4/2001	4,7897	0,0471	10,237	0,0756	16,252	0,0582	16,452	0,0462
31/5/2001	4,4821	-0,0642	9,5928	-0,0630	15,158	-0,0673	15,314	-0,0692
29/6/2001	4,1063	-0,0838	8,6392	-0,0994	13,737	-0,0938	13,891	-0,0929
31/7/2001	4,0626	-0,0106	8,6179	-0,0025	13,72	-0,0012	13,836	-0,0039
31/8/2001	4,0431	-0,0048	8,6659	0,0056	13,864	0,0105	14,104	0,0193
28/9/2001	3,1853	-0,2122	7,0386	-0,1878	11,307	-0,1845	11,253	-0,2021
31/10/2001	3,5238	0,1063	7,8167	0,1105	12,353	0,0925	12,274	0,0907
30/11/2001	3,9368	0,1172	8,4927	0,0865	13,513	0,0939	13,492	0,0992
28/12/2001	3,7983	-0,0352	8,1649	-0,0386	13,025	-0,0361	13,005	-0,0361
31/1/2002	3,775	-0,0061	8,1506	-0,0018	13,016	-0,0007	13,003	-0,0001
28/2/2002	3,4228	-0,0933	7,298	-0,1046	11,874	-0,0877	11,813	-0,0916
28/3/2002	3,4098	-0,0038	7,1177	-0,0247	11,656	-0,0183	11,61	-0,0171
30/4/2002	3,3063	-0,0304	6,9684	-0,0210	11,43	-0,0194	11,374	-0,0204
31/5/2002	3,3175	0,0034	7,278	0,0444	11,743	0,0274	11,708	0,0294
28/6/2002	3,1973	-0,0362	7,1724	-0,0145	11,5	-0,0207	11,425	-0,0241
31/7/2002	2,9794	-0,0682	6,8044	-0,0513	10,88	-0,0539	10,815	-0,0534
30/8/2002	2,9351	-0,0149	6,8387	0,0050	10,964	0,0077	10,862	0,0043
30/9/2002	2,5111	-0,1445	5,9458	-0,1306	9,6348	-0,1212	9,4813	-0,1271
31/10/2002	2,4672	-0,0175	5,7786	-0,0281	9,4445	-0,0198	9,3053	-0,0186
29/11/2002	2,6438	0,0716	6,0122	0,0404	9,9076	0,0490	9,7574	0,0486
31/12/2002	2,4268	-0,0821	5,6288	-0,0638	9,18	-0,0734	8,9761	-0,0801
31/1/2003	2,2859	-0,0581	5,4435	-0,0329	8,8696	-0,0338	8,5837	-0,0437
28/2/2003	2,2127	-0,0320	5,2358	-0,0382	8,5853	-0,0321	8,2948	-0,0337
31/3/2003	2,0439	-0,0763	4,7603	-0,0908	7,9356	-0,0757	7,6699	-0,0753
30/4/2003	2,316	0,1331	5,4977	0,1549	8,9817	0,1318	8,7196	0,1369
30/5/2003	2,3356	0,0085	5,6106	0,0205	9,1556	0,0194	8,915	0,0224
30/6/2003	2,5667	0,0989	6,2753	0,1185	10,028	0,0953	9,9028	0,1108
31/7/2003	2,8972	0,1288	7,1557	0,1403	11,226	0,1195	11,245	0,1355
29/8/2003	3,0219	0,0430	7,2893	0,0187	11,442	0,0192	11,509	0,0235
30/9/2003	2,7562	-0,0879	6,6683	-0,0852	10,605	-0,0732	10,573	-0,0813
31/10/2003	2,8818	0,0456	7,0063	0,0507	11,087	0,0455	11,123	0,0520

28/11/2003	2,9304	0,0169	7,1587	0,0218	11,402	0,0284	11,458	0,0300
31/12/2003	3,0819	0,0517	7,5372	0,0529	11,891	0,0429	11,959	0,0438
30/1/2004	3,3124	0,0748	8,0639	0,0699	12,774	0,0742	12,858	0,0752
27/2/2004	3,2987	-0,0041	8,0986	0,0043	12,828	0,0042	12,842	-0,0013
31/3/2004	3,2044	-0,0286	7,8417	-0,0317	12,471	-0,0278	12,447	-0,0308
30/4/2004	3,3632	0,0496	8,3842	0,0692	13,176	0,0566	13,087	0,0514
28/5/2004	3,2586	-0,0311	8,1199	-0,0315	12,786	-0,0296	12,724	-0,0278
30/6/2004	3,1947	-0,0196	7,9919	-0,0158	12,64	-0,0114	12,538	-0,0146
30/7/2004	3,2143	0,0061	7,8805	-0,0139	12,496	-0,0114	12,428	-0,0088
31/8/2004	3,1796	-0,0108	7,8447	-0,0045	12,443	-0,0043	12,305	-0,0098
30/9/2004	3,1382	-0,0130	7,9027	0,0074	12,491	0,0039	12,261	-0,0036
29/10/2004	3,3015	0,0520	8,4351	0,0674	13,162	0,0537	12,882	0,0506
30/11/2004	3,4028	0,0307	9,0045	0,0675	13,843	0,0517	13,519	0,0494
31/12/2004	3,5487	0,0429	9,4418	0,0486	14,386	0,0392	14,028	0,0377
31/1/2005	3,7664	0,0613	9,8735	0,0457	15,031	0,0449	14,762	0,0523
28/2/2005	3,9841	0,0578	10,593	0,0729	15,943	0,0607	15,621	0,0582
31/3/2005	3,6134	-0,0930	9,6607	-0,0880	14,776	-0,0732	14,44	-0,0756
28/4/2005	3,6181	0,0013	9,7519	0,0094	14,869	0,0063	14,483	0,0029
31/5/2005	3,7641	0,0404	10,14	0,0398	15,355	0,0327	14,963	0,0332
30/6/2005	3,8911	0,0337	10,599	0,0453	15,942	0,0382	15,503	0,0361
29/7/2005	4,19	0,0768	11,31	0,0670	16,864	0,0579	16,431	0,0599
31/8/2005	4,1516	-0,0092	11,16	-0,0132	16,638	-0,0134	16,187	-0,0149
30/9/2005	4,3208	0,0408	11,653	0,0442	17,209	0,0343	16,72	0,0330
31/10/2005	4,2474	-0,0170	11,382	-0,0232	16,97	-0,0139	16,527	-0,0115
30/11/2005	4,4047	0,0370	11,834	0,0397	17,629	0,0389	17,153	0,0378
30/12/2005	4,7149	0,0704	12,619	0,0663	18,701	0,0608	18,209	0,0616
31/1/2006	5,205	0,1039	13,653	0,0819	20,28	0,0844	19,818	0,0884
31/3/2006	5,3085	0,0199	14,091	0,0321	20,733	0,0223	20,284	0,0235
28/4/2006	5,4145	0,0200	14,191	0,0071	20,952	0,0105	20,53	0,0121
31/5/2006	4,9494	-0,0859	12,936	-0,0884	19,363	-0,0758	18,985	-0,0753
30/6/2006	4,9091	-0,0081	12,869	-0,0052	19,388	0,0013	18,958	-0,0014

EUROBANK Value FTSE/ASE 20 Index Fund			HSBC Αναπτυξιακό		Α/Κ INTERNATIONAL (Αναπτυξιακό)		INTERNATIONAL Δυναμικών Εταιρειών	
ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
31/12/1999	24,436		64,555		16,709		8,4118	
31/1/2000	22,791	-0,0673	59,973	-0,0710	16,005	-0,0421	7,6259	-0,0934
29/2/2000	22,577	-0,0094	63,176	0,0534	14,306	-0,1061	7,0751	-0,0722
31/3/2000	21,229	-0,0597	57,15	-0,0954	12,568	-0,1215	6,1328	-0,1332
27/4/2000	19,489	-0,0820	50,421	-0,1177	10,984	-0,1261	5,1416	-0,1616
31/5/2000	20,561	0,0550	56,153	0,1137	12,776	0,1632	5,6034	0,0898
30/6/2000	18,882	-0,0816	50,106	-0,1077	11,28	-0,1171	4,8336	-0,1374
31/7/2000	18,992	0,0058	49,273	-0,0166	10,798	-0,0427	4,6838	-0,0310
31/8/2000	17,494	-0,0789	43,812	-0,1108	9,0346	-0,1633	4,1498	-0,1140
29/9/2000	19,568	0,1185	47,688	0,0885	9,6398	0,0670	4,4654	0,0761

31/10/2000	18,169	-0,0715	43,22	-0,0937	8,2087	-0,1485	3,7928	-0,1506
30/11/2000	16,098	-0,1140	37,904	-0,1230	7,1797	-0,1254	3,3217	-0,1242
29/12/2000	16,59	0,0305	38,45	0,0144	7,0749	-0,0146	3,3918	0,0211
31/1/2001	15,753	-0,0504	35,385	-0,0797	6,3211	-0,1065	3,0445	-0,1024
28/2/2001	15,537	-0,0137	34,614	-0,0218	6,2048	-0,0184	3,2848	0,0789
30/3/2001	15,183	-0,0228	34,477	-0,0040	6,1907	-0,0023	3,2845	-0,0001
30/4/2001	15,947	0,0503	36,148	0,0485	6,3944	0,0329	3,3481	0,0194
31/5/2001	14,931	-0,0637	34,456	-0,0468	5,9515	-0,0693	3,0247	-0,0966
29/6/2001	13,625	-0,0875	30,713	-0,1086	5,2418	-0,1192	2,6981	-0,1080
31/7/2001	13,518	-0,0078	30,648	-0,0021	5,1649	-0,0147	2,7163	0,0067
31/8/2001	13,57	0,0039	31,032	0,0125	5,3281	0,0316	2,7581	0,0154
28/9/2001	11,496	-0,1528	25,683	-0,1724	4,3408	-0,1853	2,1688	-0,2137
31/10/2001	12,636	0,0992	27,905	0,0865	4,6966	0,0820	2,3328	0,0756
30/11/2001	13,74	0,0874	30,511	0,0934	5,1842	0,1038	2,6668	0,1432
28/12/2001	13,308	-0,0314	29,888	-0,0204	4,9998	-0,0356	2,541	-0,0472
31/1/2002	13,372	0,0048	30,254	0,0123	5,103	0,0206	2,5919	0,0200
28/2/2002	12,403	-0,0725	28,052	-0,0728	4,7924	-0,0609	2,3929	-0,0768
28/3/2002	12,394	-0,0007	27,579	-0,0169	4,6945	-0,0204	2,3409	-0,0217
30/4/2002	12,134	-0,0210	27,473	-0,0038	4,6401	-0,0116	2,332	-0,0038
31/5/2002	12,56	0,0351	27,736	0,0096	4,7569	0,0252	2,4079	0,0325
28/6/2002	12,375	-0,0147	27,269	-0,0168	4,6757	-0,0171	2,3629	-0,0187
31/7/2002	12,121	-0,0206	25,817	-0,0533	4,4958	-0,0385	2,2571	-0,0448
30/8/2002	12,162	0,0034	26,086	0,0104	4,5029	0,0016	2,2676	0,0047
30/9/2002	11,054	-0,0911	23,209	-0,1103	4,0159	-0,1082	2,027	-0,1061
31/10/2002	10,94	-0,0103	22,954	-0,0110	3,95	-0,0164	2,0034	-0,0116
29/11/2002	11,34	0,0366	24,021	0,0465	4,1285	0,0452	2,0796	0,0380
31/12/2002	10,454	-0,0781	22,743	-0,0532	3,8056	-0,0782	1,9178	-0,0778
31/1/2003	10,007	-0,0428	22,097	-0,0284	3,6938	-0,0294	1,8311	-0,0452
28/2/2003	9,6436	-0,0363	21,78	-0,0143	3,5565	-0,0372	1,7652	-0,0360
31/3/2003	8,9161	-0,0754	20,896	-0,0406	3,347	-0,0589	1,671	-0,0534
30/4/2003	9,9761	0,1189	22,807	0,0915	3,6678	0,0958	1,8216	0,0901
30/5/2003	10,071	0,0095	23,097	0,0127	3,7327	0,0177	1,8444	0,0125
30/6/2003	10,726	0,0650	24,706	0,0697	4,0092	0,0741	1,978	0,0724
31/7/2003	12,035	0,1220	27,509	0,1134	4,4931	0,1207	2,2454	0,1352
29/8/2003	12,351	0,0262	29,103	0,0579	4,5777	0,0188	2,2908	0,0202
30/9/2003	11,236	-0,0902	27,375	-0,0594	4,152	-0,0930	2,0875	-0,0887
31/10/2003	11,832	0,0531	28,798	0,0520	4,3407	0,0454	2,1748	0,0418
28/11/2003	12,128	0,0250	29,732	0,0324	4,3773	0,0084	2,1708	-0,0018
31/12/2003	12,707	0,0477	31,187	0,0489	4,5479	0,0390	2,2443	0,0339
30/1/2004	13,588	0,0693	33,944	0,0884	4,7749	0,0499	2,3845	0,0625
27/2/2004	13,515	-0,0054	34,016	0,0021	4,6828	-0,0193	2,3	-0,0354
31/3/2004	13,053	-0,0342	33,384	-0,0186	4,4538	-0,0489	2,1584	-0,0616
30/4/2004	13,937	0,0677	34,765	0,0414	4,6307	0,0397	2,2228	0,0298
28/5/2004	13,486	-0,0323	33,632	-0,0326	4,4743	-0,0338	2,1075	-0,0519
30/6/2004	13,26	-0,0168	33,473	-0,0047	4,3294	-0,0324	2,0217	-0,0407
30/7/2004	13,117	-0,0108	32,849	-0,0187	4,3611	0,0073	2,0497	0,0138

31/8/2004	13,066	-0,0039	32,58	-0,0082	4,3206	-0,0093	2,0091	-0,0198
30/9/2004	13,138	0,0055	32,043	-0,0165	4,2603	-0,0140	1,9627	-0,0231
29/10/2004	13,943	0,0612	32,983	0,0293	4,4599	0,0469	2,0264	0,0325
30/11/2004	14,599	0,0471	34,796	0,0550	4,6627	0,0455	2,1411	0,0566
31/12/2004	15,285	0,0470	36,367	0,0451	4,7884	0,0270	2,1788	0,0176
31/1/2005	15,896	0,0400	37,778	0,0388	5,0082	0,0459	2,3686	0,0871
28/2/2005	16,84	0,0594	40,284	0,0664	5,2887	0,0560	2,4441	0,0319
31/3/2005	15,352	-0,0884	37,453	-0,0703	4,8298	-0,0868	2,1932	-0,1027
28/4/2005	15,351	-0,0001	37,216	-0,0063	4,8189	-0,0023	2,23	0,0168
31/5/2005	15,785	0,0283	38,793	0,0424	4,9753	0,0325	2,2851	0,0247
30/6/2005	16,348	0,0357	39,915	0,0289	5,1539	0,0359	2,3078	0,0099
29/7/2005	17,33	0,0600	42,152	0,0560	5,4829	0,0638	2,5487	0,1044
31/8/2005	17,121	-0,0120	41,738	-0,0098	5,4066	-0,0139	2,5113	-0,0147
30/9/2005	17,82	0,0408	43,256	0,0364	5,623	0,0400	2,6081	0,0385
31/10/2005	17,42	-0,0225	41,892	-0,0315	5,5267	-0,0171	2,5891	-0,0073
30/11/2005	18,122	0,0403	42,947	0,0252	5,6107	0,0152	2,5761	-0,0050
30/12/2005	19,119	0,0550	45,058	0,0492	5,9607	0,0624	2,827	0,0974
31/1/2006	20,503	0,0723	49,165	0,0911	6,4332	0,0793	3,2344	0,1441
31/3/2006	21,117	0,0299	51,881	0,0553	6,7124	0,0434	3,4511	0,0670
28/4/2006	20,99	-0,0060	52,903	0,0197	6,8267	0,0170	3,623	0,0498
31/5/2006	19,115	-0,0893	49,772	-0,0592	6,2919	-0,0783	3,3263	-0,0819
30/6/2006	19,17	0,0029	49,647	-0,0025	6,2204	-0,0114	3,2293	-0,0292

INTERNATIONAL Επιλογής Μετοχικών Αξιών			Π&Κ		Εγνατία ΘΗΣΕΑΣ Εταιριών Υψηλής Κεφ/σης	
ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΤΑΒΟΛΗ
31/12/1999	5,5178		8,7563		3,153	
31/1/2000	5,1629	-0,0643	8,2742	-0,0551	2,8983	-0,0808
29/2/2000	4,8522	-0,0602	7,8123	-0,0558	3,0129	0,0395
31/3/2000	4,194	-0,1356	6,9957	-0,1045	2,9253	-0,0291
27/4/2000	3,7508	-0,1057	6,3558	-0,0915	2,6225	-0,1035
31/5/2000	4,1909	0,1173	7,3167	0,1512	2,7595	0,0522
30/6/2000	3,6453	-0,1302	6,5573	-0,1038	2,4667	-0,1061
31/7/2000	3,5545	-0,0249	6,4802	-0,0118	2,451	-0,0064
31/8/2000	3,1198	-0,1223	5,765	-0,1104	2,241	-0,0857
29/9/2000	3,4493	0,1056	6,188	0,0734	2,5437	0,1351
31/10/2000	3,0968	-0,1022	5,3794	-0,1307	2,3235	-0,0866
30/11/2000	2,6651	-0,1394	4,5828	-0,1481	2,0378	-0,1230
29/12/2000	2,6617	-0,0013	4,6394	0,0124	2,0703	0,0159
31/1/2001	2,4895	-0,0647	4,3371	-0,0652	1,9993	-0,0343
28/2/2001	2,5955	0,0426	4,3577	0,0047	1,9256	-0,0369
30/3/2001	2,6603	0,0250	4,4126	0,0126	1,8777	-0,0249
30/4/2001	2,7301	0,0262	4,6962	0,0643	2,041	0,0870
31/5/2001	2,4669	-0,0964	4,3919	-0,0648	1,9168	-0,0609

29/6/2001	2,1203	-0,1405	3,8265	-0,1287	1,7397	-0,0924
31/7/2001	2,1676	0,0223	3,8212	-0,0014	1,7222	-0,0101
31/8/2001	2,2546	0,0401	3,9061	0,0222	1,7268	0,0027
28/9/2001	1,7903	-0,2059	3,0959	-0,2074	1,4749	-0,1459
31/10/2001	1,9181	0,0714	3,387	0,0940	1,5995	0,0845
30/11/2001	2,2808	0,1891	3,9009	0,1517	1,7002	0,0630
28/12/2001	2,1445	-0,0598	3,7196	-0,0465	1,6474	-0,0311
31/1/2002	2,2605	0,0541	3,842	0,0329	1,6422	-0,0032
28/2/2002	2,053	-0,0918	3,4124	-0,1118	1,513	-0,0787
28/3/2002	1,9924	-0,0295	3,3724	-0,0117	1,4786	-0,0227
30/4/2002	1,9402	-0,0262	3,3371	-0,0105	1,442	-0,0248
31/5/2002	2,0365	0,0496	3,4072	0,0210	1,495	0,0368
28/6/2002	1,9831	-0,0262	3,3046	-0,0301	1,4668	-0,0189
31/7/2002	1,8921	-0,0459	3,104	-0,0607	1,3968	-0,0477
30/8/2002	1,8748	-0,0091	3,1181	0,0045	1,4017	0,0035
30/9/2002	1,6517	-0,1190	2,6769	-0,1415	1,2675	-0,0957
31/10/2002	1,6528	0,0007	2,7209	0,0164	1,2338	-0,0266
29/11/2002	1,7584	0,0639	2,9	0,0658	1,2641	0,0246
31/12/2002	1,6217	-0,0777	2,65	-0,0862	1,2091	-0,0435
31/1/2003	1,5704	-0,0316	2,5619	-0,0332	1,1798	-0,0242
28/2/2003	1,5273	-0,0274	2,4242	-0,0537	1,1458	-0,0288
31/3/2003	1,449	-0,0513	2,2555	-0,0696	1,0672	-0,0686
30/4/2003	1,616	0,1153	2,5406	0,1264	1,2039	0,1281
30/5/2003	1,6343	0,0113	2,5933	0,0207	1,2263	0,0186
30/6/2003	1,7383	0,0636	2,8618	0,1035	1,3335	0,0874
31/7/2003	2,0038	0,1527	3,3278	0,1628	1,4966	0,1223
29/8/2003	2,0662	0,0311	3,3456	0,0053	1,529	0,0216
30/9/2003	1,8349	-0,1119	3,0177	-0,0980	1,4238	-0,0688
31/10/2003	1,9693	0,0732	3,1687	0,0500	1,4779	0,0380
28/11/2003	1,9627	-0,0034	3,2277	0,0186	1,5183	0,0273
31/12/2003	2,0522	0,0456	3,3988	0,0530	1,6039	0,0564
30/1/2004	2,2004	0,0722	3,7173	0,0937	1,6951	0,0569
27/2/2004	2,1437	-0,0258	3,5897	-0,0343	1,7066	0,0068
31/3/2004	2,0458	-0,0457	3,3885	-0,0560	1,6778	-0,0169
30/4/2004	2,1521	0,0520	3,5951	0,0610	1,7869	0,0650
28/5/2004	2,079	-0,0340	3,52	-0,0209	1,7445	-0,0237
30/6/2004	2,0641	-0,0072	3,4426	-0,0220	1,7288	-0,0090
30/7/2004	2,0812	0,0083	3,3949	-0,0139	1,6969	-0,0185
31/8/2004	2,0845	0,0016	3,3617	-0,0098	1,6902	-0,0039
30/9/2004	2,0916	0,0034	3,3627	0,0003	1,7162	0,0154
29/10/2004	2,2006	0,0521	3,5643	0,0600	1,8197	0,0603
30/11/2004	2,3312	0,0593	3,7346	0,0478	1,9124	0,0509
31/12/2004	2,4457	0,0491	3,8923	0,0422	1,9962	0,0438
31/1/2005	2,5875	0,0580	4,1019	0,0538	2,0639	0,0339
28/2/2005	2,7566	0,0654	4,3508	0,0607	2,2098	0,0707
31/3/2005	2,4915	-0,0962	3,9911	-0,0827	2,0238	-0,0842

28/4/2005	2,5287	0,0149	4,05	0,0148	2,0571	0,0165
31/5/2005	2,6058	0,0305	4,1926	0,0352	2,128	0,0345
30/6/2005	2,7286	0,0471	4,3222	0,0309	2,2091	0,0381
29/7/2005	2,9026	0,0638	4,574	0,0583	2,3245	0,0522
31/8/2005	2,8979	-0,0016	4,5201	-0,0118	2,308	-0,0071
30/9/2005	3,0152	0,0405	4,6519	0,0292	2,3797	0,0311
31/10/2005	2,9585	-0,0188	4,5431	-0,0234	2,332	-0,0200
30/11/2005	3,0271	0,0232	4,6895	0,0322	2,4101	0,0335
30/12/2005	3,2154	0,0622	4,9739	0,0606	2,5394	0,0536
31/1/2006	3,4606	0,0763	5,3411	0,0738	2,7119	0,0679
31/3/2006	3,6485	0,0543	5,6065	0,0497	2,7811	0,0255
28/4/2006	3,7351	0,0237	5,6921	0,0153	2,7702	-0,0039
31/5/2006	3,423	-0,0836	5,2635	-0,0753	2,5313	-0,0862
30/6/2006	3,4319	0,0026	5,2252	-0,0073	2,5562	0,0098

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Καραθανάσης & Γεώργιος Δ. Λυμπερόπουλος (1998): «Αμοιβαία Κεφάλαια»-Αθήνα
Κουτρούκης Α Θεόδωρος (1995), *Financial Forum*: «Αμοιβαία Κεφάλαια- Πρακτικά Θέματα»-
Αθήνα
Νικόλαος Δ. Φίλιππας (2005) : «Επενδύσεις», Αθήνα
Νικόλαος Θ. Μυλωνάς (1999): «Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια»

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Blake, C. R, Elton, E. J. & Gruber, M. J. (1993). *The Performance of Bond Mutual Funds*,
Journal of Business, Vol. 66, 371-403.
Chang, E. & Lewellen, W. G. (1984). *Market Timing & Mutual Fund Investment Performance*,
Journal of Business, 57-72.
Elton, E. J., Gruber, M. J. & Blake, C.R. (1996a). *The Persistence of Risk-Adjusted Mutual Funds
Performance*, Journal of Business, Vol. 69, 133-157.
Elton, E. J., Gruber, M. J. & Blake, C.R. (1996b). *Survivor Bias and Mutual Funds Performance*,
Review of Financial Studies, Vol. 9, 1097-1120.
Elton, E. J. & Gruber, M. J. (1995). *Modern Portfolio Theory & Investment Analysis*
Elton, E. J., Gruber, M. J., Das, S. & Hlavka, M.(1993). *Efficiency with Costly Information*,
Reinterpretation of Evidence from Managed Portfolios, The Review of Financial Studies,
Vol. 6, 1-22.
Fabozzi, F. J. & Fabozzi, T.D. (1989). *Bond Markets, Analysis & Strategies*, Prentice Hall,
Englewood Cliffs.N.
Farrell, J. L. (1997). *Portfolio Management Theory & Applications*, Graw-Hill.
Fiscer, L. & Lorie, J.(1970). *Some Studies of Variability of Returns on Investments in Common
Stock*, Journal of Business, 99-134.
Gallo, J. & Swanson, P. (1996). *Comparative Measures of Performance for US Based
International Equity Mutual Funds*, Journal of Banking & Finance, 1635-1650.
Grant, D. (1977). *Portfolio Performance and the “Cost” of Timing Decisions*, Journal of Finance,
837-838.
Grinblatt, M., Titman, S. & Wermers, R. (1995): “Momentum Investment Strategies, Portfolio
Performance, and Herding”: A Study of Mutual Fund Behaviour, American Economic
Review, Vol. 85, 1088-1105.
Grinblatt, M, Titman, S. (1993). *Performance Measurement without Benchmarks*, an
Examination of Mutual Fund Returns, Journal of Business, Vol. 66, 47-68.
Grinblatt, M., Titman, S. (1989a). *Mutual Fund Performance*, An Analysis of Quarterly
Holdings, Journal of Business, Vol. 62, 383-416.

- Gruber, M. J. (1996). Another Puzzle, *the Growth in Actively Managed Mutual Funds*, Journal of Finance, Vol. 5, 783-810.
- Henricksson, R. D. (1984). *Market Timing & Mutual Funds Performance*, an Empirical Investigation, Journal of Business, Vol. 57, 73-96.
- Ippolito, R. A. (1965-84). *Efficiency with Costly Information, a Study of Mutual Fund Performance*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 104, 1-23.
- Jensen, M. C. (1969). *Risk, the Pricing of Capital Assets & Evaluations of Investment Portfolios*, Journal of Business, Vol. 42, 167-247.
- Jensen, M. C. (1968). *The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-64*, Journal of Finance, Vol. 23, 389-416.
- Lessard, D.R. (1977). *International Portfolio Diversification: A Multivariate Analysis for a Group of Latin American Countries*, Journal of Finance, 619-633
- Madura, J. (2001). *Financial Markets & Institutions*, South-Western College Publishing.
- Mc Donald, J. (1974). *Objectives & Performance of Mutual Funds 1960-1969*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 311-333.
- Markowitz, H (1959). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, New York, John Wiley.
- Markowitz, H. (1952). *Portfolio Selection*, Journal of Finance, 77-91.
- Sharpe, W. F. (1966). *Mutual Fund Performance*, Journal of Business, Vol. 39, 119-138.
- Sharpe, W. F. (1964). *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Condition of Risk*, Journal of Finance, 425-442.
- Solnik, B. (1974). *Why Not Diversity Internationally Rather Than Domestically”?*, Financial Analysts Journal, 89-94.
- Solnik, B. (1993). *Lessons for International Asset Allocation*, Financial Analysts Journal, 63-77.
- Swanson, J. (1979). *Investing Internationally to Reduce Risk and Enhance Return New York*, Morgan Guarantee Trust Company.
- Taylor, J. (1992). *Building Wealth with Mutual Funds*.
- Treynor, J. L. (1965). *How to Rate Management of Investment Funds*, Harvard Business Review, Vol. 43, 63-75.
- Treynor, J. L. & Mazuy K. (1966). *Can Mutual Funds Outguess the Market?*, Harvard Business Review, Vol. 44, 131-136.
- Wilmott, P. (2001). *Quantitative Finance*, John Wiley & Sons Ltd.

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΕΣ ΕΡΓΑΣΙΕΣ

- Αθανασοπούλου Γεωργία (2005). *Η Διαχείριση των Α/Κ στην Ελλάδα*. Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής Πανεπιστημίου Πειραιώς
- Βαμβακούσης Σπυρίδων (2005). *Πρακτική Εφαρμογή της Μεθοδολογίας Morningstar στην Αξιολόγηση της Επίδοσης των Ελληνικών Μετοχικών Α/Κ Εσωτερικού για την περίοδο 1994-2003*. Μεταπτυχιακό Διοίκησης Επιχειρήσεων
- Καραϊσκος Κ. Σπυρίδων (2004). *Α/Κ: Η περίπτωση της Ελλάδας*. Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης Πανεπιστημίου Πειραιώς
- Παρασκευάς Κ. Ιορδάνης (2003). *Μελέτη Ελληνικών Α/Κ Μετοχικών Εσωτερικού κατά την περίοδο 1999-2002*. Τμήμα Οργάνωσης & Διοίκησης Επιχειρήσεων Πανεπιστημίου Πειραιώς

Σαρρής Ε. Γεώργιος (2002). *Αξιολόγηση Ελληνικών Μετοχικών Α/Κ κατά την περίοδο 1995-2001*.
Τμήμα Οργάνωσης & Διοίκησης Επιχειρήσεων Πανεπιστημίου Πειραιώς
Χρόνης Σ. Γεώργιος (2002). *Η Περίπτωση των Ελληνικών Μικτών Α/Κ Εσωτερικού*.
Μεταπτυχιακό στη Διοίκηση Επιχειρήσεων Πανεπιστημίου Πειραιώς

ΕΦΗΜΕΡΙΔΕΣ

Μάρκου Α., (08/10/2006). *Χωρίς Πυξίδα οι Έλληνες Διαχειριστές*. Το Βήμα

ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΟΙ ΤΟΠΟΙ

www.agii.gr

www.adex.gr

www.ase.gr

www.bankofgreece.gr

www.eurobank.gr

www.fefsi.org

www.hcmc.gr

www.tovima.gr

(Ενωση Θεσμικών Επενδυτών)

(Χρηματιστήριο Παραγωγών)

(Χρηματιστήριο Αθηνών)

(Τράπεζα της Ελλάδος)

(Τράπεζα Eurobank)

(Federation Europeene des Fonds et Societes d'Investissement),
October 2006.

(Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς)

(«Το Βήμα»)