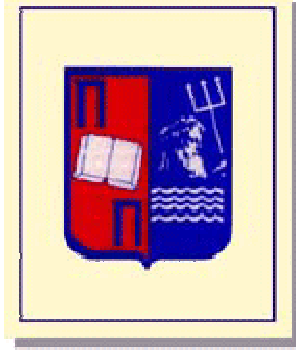


ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



**«Η ΕΠΑΝΑΛΗΠΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ
ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ
ΣΤΗ ΕΛΛΑΔΑ»**

MSc THESIS

*Επιβλέπων Καθηγητής:
Ν. ΦΙΛΙΠΠΑΣ*



**Επιμέλεια:
Μητρόπουλος Παναγιώτης**

Πειραιάς 2004

Μητρόπουλος Παναγιώτης

**«Η ΕΠΑΝΑΛΗΠΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ
ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗ ΕΛΛΑΔΑ»**

Πειραιάς 2004

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	Σελ.
<u>ΣΥΝΟΨΗ</u>	1
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1</u>	
<i>Εισαγωγικό Σημείωμα</i>	
1.1 Γενικά	2
1.2 Περίληψη του συγγράμματος	3
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2</u>	
<i>Σύντομη Ιστορική Αναδρομή</i>	
2.1 Η Ιστορία των Α/Κ	5
2.2 Η εξέλιξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα	8
2.3 Προοπτικές περαιτέρω εξέλιξης των ελληνικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων	12
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3</u>	
<i>Ορολογία / Κύκλωμα Λειτουργίας / Πλεονεκτήματα Α/Κ</i>	
3.1 Τι είναι Αμοιβαίο Κεφάλαιο	15
3.2 Οι Συντελεστές του Αμοιβαίου Κεφαλαίου	16
3.3 Διάκριση Βασικών Εννοιών	20
3.4 Εκθέσεις-Δημοσιεύσεις-Εποπτικά και Ελεγκτικά Όργανα	22
3.5 Πλεονεκτήματα επένδυσης σε Αμοιβαία Κεφάλαια	25
3.6 Επιτρεπόμενες επενδύσεις του Αμοιβαίου Κεφαλαίου	28
3.7 Οι κατηγορίες των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα	30
3.8 Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια	34

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Χρηματιστηριακό Περιβάλλον / Αγορά Α/Κ / Μετοχικά Α/Κ κατά την Εξαετία 1998-2003

4.1 Γενικά	39
4.2 Σχολιασμός έτους 1998	42
4.3 Σχολιασμός έτους 1999	45
4.4 Σχολιασμός έτους 2000	49
4.5 Σχολιασμός έτους 2001	52
4.6 Σχολιασμός έτους 2002	57
4.7 Σχολιασμός έτους 2003	61

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Επαναληπτικότητα της Επίδοσης των Α/Κ / Επισκόπηση Προγενέστερων Μελετών

5.1 Επαναληπτικότητα της επίδοσης των Α/Κ	66
5.2 Επισκόπηση προγενέστερων διεθνών Ακαδημαϊκών Μελετών	68
5.3 Επισκόπηση Ελληνικής Βιβλιογραφίας	73

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

Δεδομένα

6.1 Επιλογή Δείγματος	76
6.2 Επιλογή Περιόδου	78
6.3 Τιμές Α/Κ	79
6.4 Χαρτοφυλάκιο της Αγοράς (r_m)	79
6.5 Επιτόκιο Χωρίς Κίνδυνο (r_f)	80

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

Μεθοδολογία

7.1	Μέτρηση Απόδοσης-Κινδύνου	63
7.2	Μεθοδολογία διερεύνησης ύπαρξης επαναληπτικότητας	66
§	Επαναληπτικότητα στη Σειρά Κατάταξης	91
§	Επαναληπτικότητα στο Επίπεδο Απόδοσης	91
§	winner-losers contingency tables analysis (ανάλυση πινάκων ενδεχομένων)	92
§	συντελεστής συσχέτισης κατά τάξεις (συντελεστής Spearman)	94
§	Δημιουργία χαρτοφυλακίων με βάση προγενέστερες αποδόσεις	95

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

Παρουσίαση Αποτελεσμάτων Απόδοσης-Κινδύνου

§	Εκτίμηση Κινδύνων / Μέτρα Αξιολόγησης της επίδοσης-1998	97
	Κατάταξη A/K 1998	99
§	Εκτίμηση Κινδύνων / Μέτρα Αξιολόγησης της επίδοσης-1999	100
	Κατάταξη A/K 1999	101
§	Εκτίμηση Κινδύνων / Μέτρα Αξιολόγησης της επίδοσης-2000	102
	Κατάταξη A/K 2000	103
§	Εκτίμηση Κινδύνων / Μέτρα Αξιολόγησης της επίδοσης-2001	104
	Κατάταξη A/K 2001	105
§	Εκτίμηση Κινδύνων / Μέτρα Αξιολόγησης της επίδοσης-2002	106
	Κατάταξη A/K 2002	107

§	Εκτίμηση Κινδύνων / Μέτρα Αξιολόγησης της επίδοσης-2003	108
	Κατάταξη Α/Κ 2003	109
§	Εκτίμηση Κινδύνων / Μέτρα Αξιολόγησης Της επίδοσης-Τριετία 1998-2000	110
	Κατάταξη Α/Κ 2003	111
§	Εκτίμηση Κινδύνων / Μέτρα Αξιολόγησης της επίδοσης- Τριετία 2001-2003	112
	Κατάταξη Α/Κ 2003	113
§	Αποδόσεις Ετήσιου ΕΓΕΔ	114
§	Τριετής Αποδόσεις Ετήσιου ΕΓΕΔ	115

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

Παρουσίαση-Ανάλυση Εμπειρικών Αποτελεσμάτων

9.1.	Έλεγχος της διαχρονικής μεταβολής στην κατάταξη των Α/Κ	115
9.2	Ανάλυση πινάκων ενδεχομένων 'νικητών' και 'ηττημένων'	118
9.3.	Επαναληπτικότητα στη σειρά κατάταξης	129
9.4.	Επαναληπτικότητα στο επίπεδο απόδοσης	137
9.5.	Δημιουργία χαρτοφυλακίων με βάση προγενέστερες αποδόσεις	145
9.6.	Συμπεράσματα Κεφαλαίου	154

<u>ΕΠΙΛΟΓΟΣ</u>	156
------------------------	-----

<u>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</u>	158
----------------------------	-----

<u>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ</u>	161
-------------------------	-----

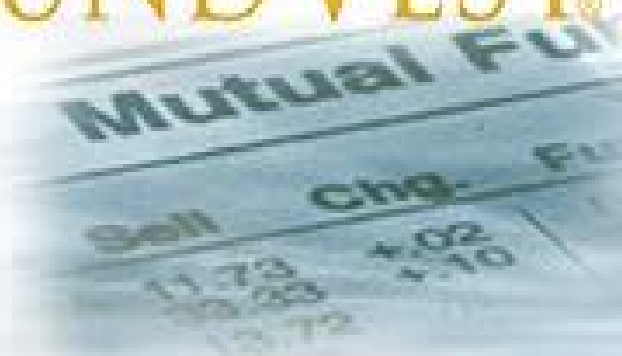
**«Η ΕΠΑΝΑΛΗΠΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ
ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗ ΕΛΛΑΔΑ»**

Μητρόπουλος Παναγιώτης

Σύνοψη

Σκοπός της μελέτης αυτής είναι να εξετάσει και να παρουσιάσει την ύπαρξη ή μη επαναληπτικότητας της επίδοσης των εγχώριων μετοχικών Α/Κ που παρουσίασαν συνεχή στοιχεία κατά το χρονικό διάστημα 1/1/98-31/12/03, χρησιμοποιώντας τη μεθοδολογία που έχει εφαρμοστεί σε ώριμες αγορές, στην αναπτυσσόμενη αγορά της Ελλάδος. Στη μελέτη θα χρησιμοποιηθούν τόσο οι απόλυτες αποδόσεις κατά την προαναφερθείσα περίοδο, όσο και οι αποδόσεις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο, προκειμένου να διερευνήσουμε εάν οι παρελθοντικές αποδόσεις αποτελούν ένα καλό εργαλείο πρόβλεψης των μελλοντικών.

FUNDVEST



Sell	Chg.	FU
11.73	+02	
12.23	+10	
13.72		

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΟ ΣΗΜΕΙΩΜΑ

1.1 Γενικά

Ο θεσμός των Α/Κ έχει γνωρίσει αλματώδη ανάπτυξη παγκοσμίως, ιδιαίτερα τα τελευταία 15 χρόνια, λαμβάνοντας ώθηση από την πολιτική των ιδιωτικοποιήσεων κατά το διάστημα αυτό. Η πολύ μεγάλη εξάπλωση του θεσμού οφείλεται, αφενός μεν, στο περιβάλλον των χαμηλών επιτοκίων που σε συνάρτηση με το σχετικά υψηλό επίπεδο του πληθωρισμού διευρύνει τις απώλειες των τραπεζικών καταθέσεων, οδηγώντας τους επενδυτές σε αποδοτικότερες επιλογές, όπως τα Α/Κ και αφετέρου στα μοναδικά πλεονεκτήματα που προσφέρουν αυτά. Μερικά από τα πλεονεκτήματα των Α/Κ είναι η επαγγελματική διαχείριση ανεξάρτητα από το αρχικό κεφάλαιο του επενδυτή, η ελαχιστοποίηση του επενδυτικού κινδύνου μέσω διαφοροποίησης, άμεση ρευστότητα, μικρότερα κόστη συναλλαγών (οικονομίες κλίμακας), δυνατότητα μεταφοράς χρημάτων από το ένα Α/Κ σε άλλο της ίδιας οικογένειας με ελάχιστο κόστος κ.α.

Η εξάπλωση αυτή των Α/Κ είχε ως αποτέλεσμα την παράλληλη αύξηση του ενδιαφέροντος των ερευνητών για την αξιολόγηση της επίδοσης των διαχειριστών αλλά και τη διερεύνηση άλλων πτυχών της λειτουργίας του θεσμού.

Παρόλη την τεράστια άνθηση της Ελληνικής Αγοράς των Α/Κ αποτελεί κοινή παραδοχή το γεγονός ότι η ελληνική βιβλιογραφία πάνω στα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι ακόμη περιορισμένη, συγκριτικά με την ξένη. Για τον λόγο αυτό, οποιαδήποτε νέα μελέτη πάνω στα ελληνικά Α/Κ θεωρείται χρήσιμη για την καλύτερη κατανόηση τόσο του θεσμού και της λειτουργίας των Α/Κ όσο και για την περαιτέρω ανάπτυξή του.

Στο σημείο αυτό θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στον επίκουρο καθηγητή κ. Νικόλαο Φίλιππα για την καθοδήγηση και τις πολύτιμες συμβουλές του καθ' όλη την διάρκεια της μελέτης. Η εμπειρία του στο χώρο των Αμοιβαίων Κεφαλαίων υπήρξε καθοριστική για τη συγγραφή της παρούσας εργασίας.

1.2 Περίληψη του συγγράμματος

Η παρούσα διατριβή είναι οργανωμένη ως εξής:

Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζεται η γένεση και η ανάπτυξη των Α/Κ, η εισαγωγή τους στο Ελληνική Χρηματοπιστωτική Αγορά και οι προοπτικές περαιτέρω εξέλιξής τους.

Το τρίτο κεφάλαιο αναφέρεται στην έννοια των Α/Κ, στον τρόπο λειτουργίας τους, στα πλεονεκτήματά τους, στις κατηγορίες Α/Κ που υπάρχουν στην Ελλάδα, καθώς και σε πολλές χρήσιμες πληροφορίες για το θεσμό.

Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται ανάλυση των Χρηματιστηριακών εξελίξεων και της αγοράς των Α/Κ κατά την τελευταία εξαετία, ενώ ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στα μετοχικά Α/Κ Εσωτερικού.

Στο πέμπτο κεφάλαιο εισάγεται η έννοια της επαναληπτικότητας της επίδοσης των Α/Κ και γίνεται μια ανασκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας και αρθρογραφίας, τόσο της Ελληνικής, όσο και της ξενόγλωσσης.

Στο έκτο κεφάλαιο παρουσιάζεται το δείγμα, καθώς και όλα τα δεδομένα που θα χρησιμοποιηθούν στην παρούσα μελέτη για την περαιτέρω διεξαγωγή της έρευνας.

Στο έβδομο κεφάλαιο αναλύεται λεπτομερώς η μεθοδολογία που θα χρησιμοποιηθεί στην παρούσα μελέτη για την επεξεργασία των δεδομένων.

Στο όγδοο κεφάλαιο παρουσιάζονται και σχολιάζονται χωριστά τα αποτελέσματα της μέτρησης της απόλυτης απόδοσης και της προσαρμοσμένης στον κίνδυνο απόδοσης, καθώς θα αποτελέσουν τη βάση για την ανάπτυξη της έρευνας.

Στο ένατο κεφάλαιο παρουσιάζονται, αναλύονται και σχολιάζονται με πίνακες και διαγράμματα τα αποτελέσματα της εφαρμογής της μεθοδολογίας.

Το δέκατο κεφάλαιο περιλαμβάνει σαν επίλογο τα τελικά συμπεράσματα της μελέτης, καθώς και προτροπές για επενδύσεις και περαιτέρω έρευνα.

Τέλος, στο παράρτημα συγκεντρώνονται όλα τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν στη μελέτη και παραθέτονται πολλοί υπολογισμοί που δεν κρίθηκε σκόπιμο να συμπεριληφθούν στο κύριο μέρος της εργασίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΣΥΝΤΟΜΗ ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

2.1 Η Ιστορία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Η κοινή αντιμετώπιση των κινδύνων μέσω των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν είναι εφεύρεση του εικοστού αιώνα αλλά πολύ παλαιότερη. Η έννοια της κοινής περιουσίας υπό συλλογική διαχείριση, που αποτελεί και την πεμπτούσια των αμοιβαίων κεφαλαίων, μπορεί να αναζητηθεί πολύ μακριά μέσα στα χρόνια της ιστορίας, καθώς υπήρξε σε διάφορες πρωτόγονες κοινωνίες.

Η πρώτη μορφή συλλογικής περιουσίας υπό κοινή διαχείριση συναντάται στην Αθηναϊκή Συμμαχία, που συγκρότησε η αρχαία Αθήνα τον 5^ο π.χ. αιώνα, περίοδο κατά την οποία είναι αποδεδειγμένο ότι υπήρχε κοινή περιουσία και κανόνες διαχείρισης αυτής, έστω και για πολεμικούς σκοπούς. Επιπλέον υπήρχαν διαχειριστές, που θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι έπαιζαν το ρόλο της εταιρίας διαχείρισης, καθώς και θεματοφύλακες της κοινής περιουσίας, όπως και η έννοια της παραβίασης του κανονισμού για όσους χρησιμοποιούσαν την κοινή περιουσία προς ίδιο όφελος. Ανάλογο φαινόμενο σημειώνεται στην αρχαιότητα, στη Δελφική Αμφικτιονία, όπου η κοινή περιουσία δημιουργήθηκε σε θρησκευτική βάση και τη διαχείρισή της είχαν αναλάβει οι ιερείς, υπό την προστασία των γειτονικών πόλεων.

Η δημιουργία αμοιβαίων κεφαλαίων όπως τα συναντάμε σήμερα ασφαλώς δεν συναντώνται στην εποχή εκείνη. Ο λόγος είναι προφανής καθώς δεν υπήρχαν τότε αγορές αξιών. Υπήρξε όμως προχωρημένη αντίληψη του κοινού συμφέροντος και της διαχείρισης της κοινής περιουσίας μέσα από μία δημοκρατική καθιέρωση κανόνων διαχείρισης. Τα Α/Κ, με τη μορφή που τα συναντάμε σήμερα, αποτελούν μια σχετικά πρόσφατη εξέλιξη στην ιστορία των χρηματιστηριακών αγορών. Η πρώτη προσπάθεια δημιουργίας ενός οργάνου συλλογικών επενδύσεων έγινε κατά το 1822 από την αυλή του βασιλιά της Ολλανδίας Γουλιέλμου του Δ΄, ενώ η πρώτη μορφή αμοιβαίου κεφαλαίου δημιουργείται το 1868 στο Λονδίνο με το όνομα «The Foreign and Colonial Government Trust».

Τα Α/Κ με τη σημερινή τους μορφή, όμως, εμφανίζονται τη δεκαετία του 1920 στις ΗΠΑ, και συγκεκριμένα το 1924. Η δεκαετία αυτή χαρακτηρίστηκε από έντονα ανοδικές τάσεις στη χρηματιστηριακή αγορά που οφείλονταν στους υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης της εποχής εκείνης. Η άνοδος της Wall Street έφερνε πλήθη επενδυτών στο χρηματιστήριο και αυτοτροφοδοτούσε νέες τάσεις ανόδου. Οι εξελίξεις αυτές προκάλεσαν την ανάγκη δημιουργίας νέων επενδυτικών προϊόντων, τα οποία θα επέτρεπαν τη συμμετοχή του ευρύτερου κοινού στο νέο «μαγικό κόσμο» των επενδύσεων. Τότε η εταιρία επενδύσεων Massachusetts Investor Trust συνέθεσε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο πρωτόγονης μορφής, το οποίο είχε την πρωτοτυπία ότι οι επενδυτές (μεριδιούχοι) μπορούσαν να πουλήσουν και να αποχωρήσουν όποια στιγμή το επιθυμούσαν, με απλές σχετικά διαδικασίες. Να σημειωθεί ότι το συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο λειτουργεί μέχρι και σήμερα. Η επιτυχία του νέου αυτού επενδυτικού εργαλείου ώθησε στη δημιουργία νέων αμοιβαίων κεφαλαίων, αλλά η έλλειψη κανονισμών λειτουργίας, καθώς και το υπεραισιόδοξο κλίμα της δεκαετίας του 1920 προκάλεσαν στρεβλώσεις στη λειτουργία των συλλογικών επενδύσεων. Σαν να μην έφτανε αυτό η κρίση του 1929 προκάλεσε τρομακτικές οικονομικές καταστροφές στο επενδυτικό κοινό, το οποίο στη συνέχεια παρέμεινε επιφυλακτικό για τα Α/Κ. Ο θεσμός αντιμετώπιστηκε με προκατάληψη, ενώ παράλληλα προκάλεσε την έρευνα από την αμερικανική επιτροπή κεφαλαιαγοράς, με αποτέλεσμα να διαπιστωθούν λάθη και παραλείψεις πριν και κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Η ουσιαστική εξέλιξη στο χώρο προήλθε από το αμερικανικό Κογκρέσο, το οποίο το 1940 οριοθέτησε το κανονιστικό πλαίσιο και έθεσε τις βάσεις για την καθημερινή λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων όχι μόνο στις ΗΠΑ, αλλά και διεθνώς. Έτσι, στη δεκαετία του 1950 ο θεσμός άρχισε πάλι να συγκεντρώνει το ενδιαφέρον των επενδυτών και να κερδίζει παγκοσμίως έδαφος, για να αναγνωρισθεί κατά τη δεκαετία του 1960 ως μια ουσιαστική μορφή επένδυσης που παρέχει ευκαιρίες για ικανοποιητικές αποδόσεις. Η μεγάλη ύφεση που έπληξε την Wall Street κατά την περίοδο 1969-70 φρέναρε το ενδιαφέρον της επενδυτικής κοινότητας για το θεσμό, που όμως είχε πια εδραιωθεί για τα καλά στη συνείδηση του αμερικάνικου κοινού.

Η σταδιακή ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς στις επόμενες δεκαετίες επέτρεψε την διαχείριση ολοένα και περισσότερων κινδύνων. Αυτό είχε ως συνέπεια την παράλληλη εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων όσον αφορά τις προσφερόμενες κατηγορίες καθώς και τις υπηρεσίες που προσφέρει κάθε εταιρεία. Συγκεκριμένα, οι εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων έχοντας διαγνώσει την εξάρτησή τους από το χρηματιστήριο καινοτομούν αποφασίζοντας να επενδύουν τόσο σε προϊόντα της χρηματαγοράς, όσο και σε κρατικά ομόλογα με τη την δημιουργία των πρώτων αμοιβαίων κεφαλαίων διαχείρισης διαθεσίμων. Παράλληλα επινοήθηκαν και νέοι τρόποι επένδυσης μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων που εκμεταλλεύονταν τις εκάστοτε συνθήκες σε όλα τα είδη των αγορών, όπως για παράδειγμα A/K που επένδυαν σε πολύτιμα μέταλλα κατά το τέλος της δεκαετίας του 1970 με την έξαρση στις αγορές των μετάλλων. Στη συνέχεια έκαναν την εμφάνισή τους A/K που επένδυαν σε μετοχές και ομόλογα χρηματιστηρίων άλλων χωρών (διεθνή A/K), καθώς επίσης και σε συγκεκριμένους κλάδους (κλαδικά A/K). Ο ανταγωνισμός που αναπτύχθηκε είχε ευεργετικά αποτελέσματα τόσο στην ποικιλία των προσφερόμενων υπηρεσιών όσο και στην ποιότητα με αποτέλεσμα ο ατομικός επενδυτής να έχει πολλές επενδυτικές επιλογές.

Η εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων παγκοσμίως σημείωσε αλματώδη ανάπτυξη τα τελευταία 15-20 χρόνια, περίοδο που συμπίπτει με την πολιτική των ιδιωτικοποιήσεων και γενικά αποδέσμευση πόρων από το δημόσιο και μεταφορά τους στον ιδιωτικό τομέα και την παγκοσμιοποίηση των αγορών αγαθών, υπηρεσιών και κεφαλαίων.

Στο σχεδιάγραμμα 2.1 απεικονίζεται η γεωγραφική κατανομή των Α/Κ παγκοσμίως κατά τη λήξη του 2003.

ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.1
ΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΠΑΓΚΟΣΜΙΩΣ ΤΟ 2003



*Πηγή: FEFSI

2.2 Η εξέλιξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα

Η είσοδος των αμοιβαίων κεφαλαίων στην ελληνική κεφαλαιαγορά έγινε το 1970 με την υπογραφή του νομοθετικού διαγράμματος 608/70. Το πρώτο αμοιβαίο κεφάλαιο που άρχισε την λειτουργία του στα τέλη του 1972 ήταν το αμοιβαίο κεφάλαιο Ερμής Δυναμικό από την Εμπορική Τράπεζα. Μετά από μερικούς μήνες, στις αρχές του 1973 η Εθνική τράπεζα προχώρησε στην ίδρυση του αμοιβαίου κεφαλαίου Δήλος Μικτό. Επιδίωξη της πρωτοβουλίας των δυο τραπεζών ήταν η δημιουργία δυο πόλων συγκέντρωσης ενός αξιοσημείωτου αριθμού επενδυτών, έτσι ώστε τα κεφάλαιά τους να διοχετευτούν με έμμεσο τρόπο στο ΧΑΑ. Για τα επόμενα 16 συναπτά έτη τα

δύο αυτά Α/Κ ήταν ολόκληρη η αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς δεν ιδρύθηκε κανένα άλλο αμοιβαίο κεφάλαιο.

Οι λόγοι για τους οποίους δεν εισήχθησαν άλλα Α/Κ στην αγορά ανάγονται σε μια σειρά από οικονομικά και πολιτικά γεγονότα. Η ρευστότητα στην πολιτική ζωή που έφερε η μεταπολίτευση και η εναλλαγή της εξουσίας οδήγησε το χρηματιστήριο σε πτωτική πορεία και σε αφάνεια. Η καθυστέρηση της ανάπτυξης της κεφαλαιαγοράς και το κανονιστικό σύστημα που ίσχυε απέτρεψε τη δημιουργία ενός ισχυρού και σταθερού μακροοικονομικού πλαισίου, καθώς και την εισαγωγή χρηματοοικονομικών εργαλείων όπως οι ομολογίες και τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου. Έτσι δεν υπήρχε αντικείμενο εργασιών για τα Α/Κ πέραν των μετοχικών που όμως και αυτά αντιμετώπισαν πρόβλημα διαχείρισης λόγω πτωτικής πορείας του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Το ενδιαφέρον για την αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων εμφανίζεται ξανά στο τέλος της δεκαετίας του 1980 λόγω της θέσπισης σειράς μέτρων για την φιλελευθεροποίηση ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η ως εκ τούτου αναγέννηση του ΧΑΑ αναβίωσε το ενδιαφέρον των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να επεκταθούν στο χώρο των αμοιβαίων κεφαλαίων. Έτσι μέσα στο 1989 ιδρύεται ένα αμοιβαίο κεφάλαιο από την Interamerican. Στη συνέχεια έξι Α/Κ εισάγονται μέσα στο 1990 από άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς και ασφαλιστικές εταιρείες (τέσσερα από την ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ και δυο από τις ασφαλιστικές εταιρείες ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ και ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ).

Η τετραετία (1991-1994) που ακολούθησε ήταν καθοριστικής σημασίας για την ποσοτική μεγέθυνση του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα. Την περίοδο αυτή δημιουργούνται οι περισσότερες εταιρείες διαχείρισης (17), επεκτείνεται σημαντικά το εύρος των παρεχόμενων αμοιβαίων κεφαλαίων (89 νέα Α/Κ με σημαντικές διαφοροποιήσεις), επιμορφώνονται τα στελέχη των δικτύων πωλήσεων και, γενικότερα, τίθενται οι βάσεις για την ανάπτυξη του θεσμού. Οι αποταμιευτές που τοποθετούσαν μέχρι τότε τα χρήματά τους σε ΕΓΕΔ, λαμβάνοντας μεγαλύτερες αποδόσεις από τις τραπεζικές καταθέσεις, άρχισαν να γίνονται επενδυτές, αναζητώντας ακόμα καλύτερες αποδόσεις από αυτές των ΕΓΕΔ, γνωρίζοντας το θεσμό των

Α/Κ. Τα Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων και Εισοδήματος, όπως συνέβη και παλαιότερα στις ανεπτυγμένες Αγορές, προσέλκυσαν το ενδιαφέρον των παραπάνω επενδυτών και με την ασφάλεια και τη σιγουριά που προσέφεραν υποκατέστησαν σε μεγάλο βαθμό τις τραπεζικές καταθέσεις. Το παραπάνω γεγονός ικανοποιούσε και τις Τράπεζες, αφού μέσω των Α/Κ τα κεφάλαια των επενδυτών επέστρεφαν σε αυτές, καθώς οι περισσότερες ΑΕΔΑΚ ήταν θυγατρικές τους.

Η έκρηξη, όμως, των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα συντελέστηκε κατά την επόμενη περίοδο και, συγκεκριμένα, την εξαετία 1995-2000 όπου ιδρύθηκαν 8 νέες εταιρίες διαχείρισης και δημιουργήθηκαν 169 νέα Α/Κ, φτάνοντας συνολικά τα 265, αριθμός που δεν έχει αλλάξει μέχρι σήμερα.

Σήμερα, στη χώρα μας δραστηριοποιούνται πάνω από 260 Αμοιβαία Κεφάλαια όλων των κατηγοριών, με διαχειριζόμενα κεφάλαια που ξεπερνούν τα 30 δις ευρώ τα οποία προσφέρουν στο ευρύ κοινό τη δυνατότητα να επενδύσει σε οποιαδήποτε αγορά στην Ελλάδα ή το εξωτερικό, σε τοποθετήσεις χαμηλού ή υψηλού ρίσκου, εκφρασμένες στα κυριότερα διεθνή νομίσματα. Οι εντυπωσιακοί ρυθμοί μεγέθυνσης των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων κατά τις τρεις τελευταίες δεκαετίες παρουσιάζονται στον πίνακα 2.1:

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.1

Διαχρονική Εξέλιξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα (1985-2003)

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	ΚΑΘΑΡΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ (σε εκατ €)
31/12/85	2	2	12
31/12/86	2	2	14
31/12/87	2	2	22
31/12/88	2	2	31
31/12/89	3	3	61
31/12/90	6	7	431
31/12/91	9	18	490
31/12/92	17	39	637
31/12/93	19	73	2.518
31/12/94	19	96	3.926
31/12/95	20	116	6.973
31/12/96	22	150	11.120
31/12/97	22	161	21.479
31/12/98	23	176	26.406
31/12/99	23	208	35.021
31/12/00	25	265	30.888
31/12/01	26	269	26.795
31/12/02	28	260	25.385
31/12/03	29	265	30.399

*Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

2.3 Προοπτικές περαιτέρω εξέλιξης των ελληνικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Οι σημαντικές ποιοτικές, αλλά κυρίως ποσοτικές εξελίξεις στην εγχώρια αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων, σε συνδυασμό με το γεγονός ότι οι εταιρίες διαχείρισης έχουν δημιουργήσει πλέον ένα επιτυχημένο παρελθόν, έχουν καταστήσει τα Α/Κ σε ένα σημαντικό τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στη χώρα μας. Παρ' όλα αυτά η Ελληνική αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων **υστερεί** έναντι των αγορών των Ευρωπαϊκών χωρών, καθώς η αγορά αντιπροσωπεύει μόλις το 19% του Α.Ε.Π. Το αντίστοιχο ποσοστό για την Ευρωζώνη αγγίζει το 44% και για τις ΗΠΑ το 68%, κάτι που δείχνει ότι οι Έλληνες επενδυτές, στην πλειοψηφία τους, εξακολουθούν να αγνοούν τα πλεονεκτήματα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Το γεγονός αυτό, μαζί με τη συνειδητοποίηση ότι τα Α/Κ είναι μια μεσομακρο-πρόθεσμη επένδυση, όπου η υπεροχή της ως προς τις μεμονωμένες μορφές επένδυσης είναι εμφανής, καθιστά το μέλλον τους ευοίωνο στη χώρα μας.

Οι παράγοντες που θα διαμορφώσουν το μέλλον των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα είναι ένας συνδυασμός δημογραφικών, τεχνολογικών, οικονομικών και θεσμικών εξελίξεων. Χαρακτηριστικά, μπορούμε να αναφέρουμε:

⇒ Τη γήρανση του πληθυσμού και την ωρίμανση της επενδυτικής συνείδησης που θα οδηγήσει στην αύξηση του βάρους των μετοχών στα χαρτοφυλάκια των ελλήνων επενδυτών.

⇒ Το τεράστιο έλλειμμα του ελληνικού συνταξιοδοτικού συστήματος που θα οδηγήσει στην ανάπτυξη συνταξιοδοτικών προγραμμάτων πλήρους κεφαλαιοποίησης με ανάλογη αύξηση των υπό διαχείριση κεφαλαίων. Τα Α/Κ θα διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο σε αυτή την αγορά.

⇒ Τη διεθνοποίηση της επενδυτικής στρατηγικής του Έλληνα επενδυτή και την επικέντρωσή του σε κλαδικές και ποιοτικές στρατηγικές διαχείρισης και όχι σε τοπικές

⇒ Τις ραγδαίες τεχνολογικές εξελίξεις που θα μειώσουν το κόστος διανομής και θα επιτρέψουν την επιβίωση μόνο των δικτύων πωλήσεων που προσφέρουν υψηλού επιπέδου υπηρεσίες.

Η τάση που περιγράφεται παραπάνω μεταφράζεται στη μεταφορά κεφαλαίων από τις Ασφαλιστικές εταιρίες στις ΑΕΔΑΚ, μέσω νέων, για την Ελληνική Αγορά, προϊόντων, τα οποία ανήκουν στην κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων ειδικού τύπου. Τα προϊόντα αυτά είναι:

- **Επενδυτικά-Ασφαλιστικά Προγράμματα (unit-linked & unit trust linked).** Συνδέουν επένδυση με ασφάλεια και αποτελούν τον άριστο τρόπο αξιοποίησης των αποταμιεύσεων, καθώς επιτρέπουν στις συνεργαζόμενες εταιρίες (ΑΕΔΑΚ και Ασφαλιστικές) να εκμεταλλεύονται τα συγκριτικά πλεονεκτήματα που διαθέτουν στους κλάδους τους. Μεταφέροντας τη διαχείριση των ασφαλίσεων από τις ασφαλιστικές στις ΑΕΔΑΚ παρέχουν τα εξής πλεονεκτήματα:

- ⇒ Προσαρμόζονται στις ανάγκες των ασφαλιζόμενων ανεξάρτητα από την ηλικία τους
- ⇒ Εξασφαλίζουν διαφάνεια
- ⇒ Παρέχουν τη δυνατότητα αποτίμησης του συμβολαίου μέσα από τον καθημερινό τύπο
- ⇒ Είναι σαφής η κατανομή του ασφαλίστρου ως προς τα έξοδα
- ⇒ Επιτρέπουν στον ασφαλιζόμενο να αποφασίσει και να επιλέξει τον τρόπο επένδυσης των χρημάτων του, με βάση τον κίνδυνο που είναι αποφασισμένος να αναλάβει

- **Συνταξιοδοτικά προγράμματα (pension funds & pension plans).** Η συνταξιοδότηση και η εξασφάλιση εισοδήματος για κάλυψη μελλοντικών αναγκών αποτέλεσαν την αιτία δημιουργίας των Προσωπικών

Επενδυτικών Προγραμμάτων Συνταξιοδότησης (ΠΕΠΣ). Τα προγράμματα αυτά είναι μακροπρόθεσμης διάρκειας, προωθούνται από τις Ασφαλιστικές εταιρίες και τις Τράπεζες και έχουν οφέλη τόσο για τον επενδυτή (επαγγελματική διαχείριση, χαμηλό κόστος συμμετοχής, διαφάνεια, χαμηλό ασφάλιστρο, περιοδικές καταβολές, δυνατότητα αναπροσαρμογής κ.α.), όσο και για το κράτος (ενίσχυση της κεφαλαιαγοράς και του ευρύτερου χρηματοπιστωτικού τομέα).

- **Αμοιβαία Κεφάλαια που επενδύουν σε ακίνητα (real estate funds).** Με την ανάπτυξη της ελληνικής κτηματαγοράς δημιουργούνται νέες μορφές αμοιβαίων κεφαλαίων, τα οποία επενδύουν σε ακίνητα. Οι προοπτικές για την αγορά αυτή είναι πολύ καλές και η θεσμοθέτηση του νομικού πλαισίου λειτουργίας της θα δώσει νέα ανάπτυξη στην αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων. Τα αμοιβαία κεφάλαια της μορφής αυτής επενδύουν σε

⇒ Ακίνητα στην Ελλάδα και την Ευρώπη σε ποσοστό 80%

⇒ Κινητές αξίες σε ποσοστό 20%

Οι παραπάνω μορφές αμοιβαίων κεφαλαίων είναι σχετικά νέες στην ελληνική αγορά, αλλά δοκιμασμένες με επιτυχία στις διεθνείς αγορές. Τα νέα προϊόντα που δημιουργούνται εμπεριέχουν για τους Έλληνες διαχειριστές πολλούς κινδύνους, αλλά συνάμα και πολλές ευκαιρίες. Ο ανταγωνισμός είναι σκληρός και, πλέον, διεθνής και θα επιβιώσουν οι λίγοι που θα προσφέρουν τις καλύτερες υπηρεσίες με τελικό κερδισμένο τον Έλληνα επενδυτή και την Ελληνική οικονομία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΟΡΟΛΟΓΙΑ-ΚΥΚΛΩΜΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ- ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ Α/Κ

3.1 Τι είναι Αμοιβαίο Κεφάλαιο

Το αμοιβαίο κεφάλαιο είναι ένας απλός και σύγχρονος τρόπος επένδυσης με δυνατότητες υψηλών αποδόσεων. Βασικός του σκοπός είναι η συγκέντρωση χρηματικών πόρων από ένα πλήθος επενδυτών και η επένδυσή τους σε χρηματιστηριακούς και άλλους τίτλους με στόχο τη μέγιστη δυνατή απόδοση. Με άλλα λόγια, τα αμοιβαία κεφάλαια είναι μία έκφραση κοινής προσπάθειας πολλών ατόμων να αντιμετωπίσουν τους επενδυτικούς κινδύνους που τους περιβάλλουν. Η εξασφάλιση που επιτυγχάνουν συνίσταται στο γεγονός ότι ο οποιοσδήποτε κίνδυνος που εμφανίζεται, επιβαρύνει όλους και μάλιστα κατά το βαθμό συμμετοχής του καθενός στο κοινό κεφάλαιο. Με παρόμοιο όμως τρόπο κατανέμονται και τα οφέλη ανάλογα με το βαθμό συμμετοχής

Σε ένα χρηματοοικονομικό λεξικό θα συναντήσουμε τον ακόλουθο ορισμό:

Χαρτοφυλάκιο αξιών με διασπορά, εγγεγραμμένο ως μία «ανοικτού τύπου» εταιρεία επενδύσεων, το οποίο πουλά μερίδια στο ευρύτερο κοινό σε μία συγκεκριμένη τιμή και τα επαναγοράζει τη στιγμή που αυτό απαιτηθεί, στην πραγματική λογιστική τους αξία.

Ο πιο πάνω ορισμός παρ' όλο που είναι αρκετά επιστημονικός δίνει κάποιες κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με το είναι αμοιβαίο κεφάλαιο. Το αμοιβαίο κεφάλαιο είναι ένα χαρτοφυλάκιο με αξιόγραφα (μετοχές, ομόλογα, έντοκα γραμμάτια κ.α.) και μετρητά (λογαριασμούς σε τράπεζες σε εγχώριο νόμισμα ή συνάλλαγμα). Το χαρτοφυλάκιο αυτό έχει σχηματιστεί με κεφάλαια ενός μεγάλου αριθμού ατόμων και το διαχειρίζονται επαγγελματικά άτομα τα οποία διαθέτουν γνώσεις, πληροφορίες, και εμπειρία. Τα συστατικά στοιχεία ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι τα εξής:

- Ένας συγκεκριμένος επενδυτικός σκοπός
- Μία ποικιλία μετοχών, ομολόγων, ομολογιών και άλλων αξιογράφων καθώς και μετρητών
- Μία ομάδα ατόμων που ασκεί επαγγελματική διαχείριση του πιο πάνω χαρτοφυλακίου,
- Ένας συγκεκριμένος τρόπος υπολογισμού της αξίας των επενδύσεων σε καθημερινή βάση,
- Ένας συγκεκριμένος τρόπος εισόδου και αποχώρησης των επενδυτών από το αμοιβαίο κεφάλαιο,
- Ένα συγκεκριμένο νομικό πλαίσιο που θα θεσμοθετήσει τα πιο πάνω.

3.2 Οι Συντελεστές του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Εξ ορισμού τα Αμοιβαία Κεφάλαια στερούνται νομικής προσωπικότητας και το κεφάλαιό τους είναι μεταβλητό. Με την τοποθέτηση χρημάτων σε ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο ο επενδυτής εκχωρεί το δικαίωμα στον **διαχειριστή** να επενδύσει εκ μέρους του κατά το δοκούν και με δεδομένο

επίπεδο κινδύνου, ανάλογα με την **κατηγορία** που ανήκει το Αμοιβαίο Κεφάλαιο. Η περιουσία του Αμοιβαίου Κεφάλαιο (ενεργητικό), χωρίζεται σε ισότιμα τμήματα, τα μερίδια. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα τα διαχειρίζονται ανώνυμες εταιρίες (**ΑΕΔΑΚ**), οι οποίες για να λειτουργήσουν πρέπει να λάβουν σχετική έγκριση από την **επιτροπή κεφαλαιαγοράς**.

Σύμφωνα με το άρθρο 17α του Ν.1969/91 το Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι ομάδα περιουσίας, που αποτελείται από κινητές αξίες και μετρητά, της οποίας τα επί μέρους στοιχεία ανήκουν εξ αδιαιρέτου σε περισσότερα πρόσωπα. Η ομάδα αυτή περιουσίας καθίσταται αντικείμενο διαχείρισης Ανωνύμου Εταιρείας Διαχείρισεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων, ανήκει στους μεριδιούχους και φυλάσσεται από το θεματοφύλακα. Αναλυτικότερα:

- **Εταιρεία Διαχείρισεως.** Έχει ως αποκλειστικό σκοπό τη λειτουργία και διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων με αποτελεσματικό και ασφαλή τρόπο. Είναι Ανώνυμη Εταιρεία συνιστώμενη σύμφωνα με τις γενικές διατάξεις του Ν.2190/20 και τις ειδικές του Ν.1969/91. Το μετοχικό της κεφάλαιο πρέπει να είναι τουλάχιστον 1.175.000 ευρώ, οι δε μετοχές της είναι υποχρεωτικά ονομαστικές και μεταβιβάζονται μόνο μετά από άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Κύριοι μέτοχοι σε ΑΕΔΑΚ, αλλά όχι με ποσοστό άνω του 50% πρέπει να είναι απαραίτητως Τράπεζες, Ασφαλιστικές ή άλλες Α.Ε. με κεφάλαια ίσα με αυτά των Τραπεζών. Για τη χορήγηση της άδειας λειτουργίας της ΑΕΔΑΚ είναι κατά το νόμο αρμόδια η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Τα καθήκοντα, οι υποχρεώσεις και οι αρμοδιότητες της ΑΕΔΑΚ, όπως καθορίζονται από το νόμο και τον κανονισμό λειτουργίας του Αμοιβαίου κεφαλαίου είναι:

- ⇒ Η συγκρότηση του αμοιβαίου κεφαλαίου
- ⇒ Η διαχείριση του σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου
- ⇒ Η ευθύνη για την παρακολούθηση της τήρησης των υποχρεώσεων του θεματοφύλακα, καθώς και για οποιαδήποτε αμέλεια όσον αφορά στη διαχείριση του αμοιβαίου κεφαλαίου

⇒ Η δημοσίευση αναλυτικής κατάστασης χαρτοφυλακίου και σύνθεσης ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου

Η αμοιβή της ΑΕΔΑΚ για τις υπηρεσίες διαχείρισης του χαρτοφυλακίου που προσφέρει συνίσταται σε ένα ποσοστό ετησίως επί του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου (management fee). Επιπλέον, η ΑΕΔΑΚ εισπράττει προμήθειες από τη διάθεση και την εξαγορά μεριδίων.

- **“Διαχείριση”**. Οι ενέργειες που αποσκοπούν στη διαχείριση του χαρτοφυλακίου των Αμοιβαίων Κεφαλαίων περιλαμβανομένου υποχρεωτικά του τριτοβαθμίου επιπέδου. Δηλαδή του επιπέδου που αφορά την επιλογή μετοχών συγκεκριμένων εταιρειών ή άλλων τίτλων συγκεκριμένου εκδότη πλην του ελληνικού δημοσίου. Επισημαίνεται ότι ενέργειες συνδεόμενες με τη σύνθεση χαρτοφυλακίων που περιορίζονται αποκλειστικά και μόνο σε πρωτοβάθμιο και δευτεροβάθμιο επίπεδο, δεν νοούνται ως διαχείριση και ως εκ τούτου δεν συντρέχουν οι ειδικοί περιορισμοί που αφορούν τους διαχειριστές. Ως **πρωτοβάθμιο** επίπεδο επενδυτικής πολιτικής νοείται ο καθορισμός του ποσοστού μειζόνων κατηγοριών επενδύσεων ενός χαρτοφυλακίου (π.χ. ποσοστό μετοχών γενικώς, ποσοστό ομολόγων γενικώς, ποσοστό διαθεσίμων γενικώς). Ως **δευτεροβάθμιο** επίπεδο επενδυτικής πολιτικής νοείται η ποσοστιαία κλαδική σύνθεση μιας μείζονος κατηγορίας επενδύσεων (π.χ. ποσοστό τραπεζικών μετοχών, ποσοστό κατασκευαστικών μετοχών, ποσοστό μετοχών εταιρειών τροφίμων κ.λ.π.)
- **“Διαχειριστής”**. Φυσικό πρόσωπο που εμπλέκεται καθ’ οιονδήποτε τρόπο και στα τρία επίπεδα διαχείρισης ή τουλάχιστον στο τριτοβάθμιο επίπεδο. Υποχρεωτικά νοούνται ως διαχειριστές ο Διευθύνων Σύμβουλος (εάν υπάρχει), ο Γενικός Διευθυντής, ο Αναπληρωτής Γενικός Διευθυντής και ο Διευθυντής Επενδύσεων της Εταιρείας.

- **Θεματοφύλακας.** Είναι Ανώνυμη Τραπεζική Εταιρεία που λειτουργεί στην Ελλάδα και δηλώνει ότι δέχεται να κατατίθενται σ' αυτήν τα περιουσιακά στοιχεία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, καθώς και να ελέγχει τις διαδικασίες που αφορούν το Αμοιβαίο Κεφάλαιο και την Εταιρία Διαχείρισης. Συγκεκριμένα:

⇒ Μεσολαβεί στην εκτέλεση των εντολών αγοράς και πώλησης χρεογράφων ή μετοχών, κατόπιν συνεννόησης με την ΑΕΔΑΚ

⇒ Συνυπογράφει τις λογιστικές καταστάσεις του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

⇒ Εκτελεί καθήκοντα ταμίας, δηλαδή καταβάλλει την προμήθεια στην ΑΕΔΑΚ, βεβαιώνει την καταβολή του αντίτιμου της αξίας των εκδιδόμενων τίτλων κατά τη διάθεση των μεριδίων, καταβάλλει μέσα στη νόμιμη προθεσμία το ποσό που αντιστοιχεί στα μερίδια που εξαγοράζονται και ακυρώνει τους τίτλους που εξαγοράζονται ή μεταβιβάζονται

Για όλες τις παραπάνω υπηρεσίες ο θεματοφύλακας εισπράττει αμοιβές, που τις διαπραγματεύεται με την ΑΕΔΑΚ και αναφέρονται στον κανονισμό κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

- **Μεριδιούχοι.** Είναι τα φυσικά και νομικά πρόσωπα που κατέχουν μερίδια του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και, συνεπώς, τους ανήκει η κοινή περιουσία κατά το ποσοστό συμμετοχής τους. Αποδεικνύουν τη συμμετοχή τους αυτή με ονομαστικό τίτλο που εκδίδεται από την ΑΕΔΑΚ και δεν ευθύνονται για πράξεις ή παραλείψεις της ΑΕΔΑΚ κατά την άσκηση των καθηκόντων της.
- **Δίκτυο Διανομής.** Αποτελεί σημαντική δύναμη ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου, αφού μέσω αυτού προσεγγίζονται οι επενδυτές. Παραδοσιακά στην Ελλάδα ΑΕΔΑΚ είναι συνήθως Τράπεζες ή Ασφαλιστικές εταιρίες, συνεπώς, η διάθεση γίνεται μέσω υποκαταστημάτων και αντιπροσώπων από χρηματοοικονομικούς συμβούλους. Ο βαθμός εκπαίδευσής τους είναι σημαντικό στοιχείο για την καλύτερη εξυπηρέτηση των μεριδιούχων.

- **Χρηματιστηριακές Εταιρίες.** Λαμβάνουν και διεκπεραιώνουν τις εντολές πώλησης και αγοράς αξιόγραφων από την ΑΕΔΑΚ.

3.3 Διάκριση Βασικών Εννοιών

Εκτός των παραπάνω, προκειμένου να αποκτήσουμε μια πλήρη εικόνα αναφορικά με τη λειτουργία ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου θα πρέπει να είμαστε εξοικειωμένοι με τις ακόλουθες έννοιες:

- **Ενεργητικό.** Ονομάζεται η συνολική περιουσία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε τρέχουσες τιμές. Δηλαδή, καθημερινά υπολογίζονται οι τιμές των ομολόγων, οι τόκοι, τα μετρητά, οι μετοχές, το συνάλλαγμα κτλ και αθροίζονται για να προκύψει το ενεργητικό. Η αξία του ενεργητικού μεταβάλλεται τόσο από τη διακύμανση της αξίας των επενδύσεων, όσο και από τις συμμετοχές και εξαγορές της κάθε μέρας.
- **Αποτίμηση Στοιχείων Ενεργητικού.** Τα στοιχεία του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου αποτιμώνται καθημερινά από την Εταιρία Διαχείρισης, σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου. Υπάρχει πρόβλεψη έτσι ώστε οι επενδύσεις του Αμοιβαίου Κεφαλαίου να αποτιμώνται στις τρέχουσες, πραγματικές τιμές της αγοράς, προκειμένου η αξία του ενεργητικού να είναι πραγματική και όχι θεωρητική. Για παράδειγμα, η αξία των χρεογράφων εισηγμένων σε χρηματιστήριο αποτιμάται βάσει της τιμής κλεισίματος των χρηματιστηριακών συναλλαγών, της ίδιας ημέρας που γίνεται η αποτίμηση. Αντίθετα, για χρεόγραφα που δεν είναι εισηγμένα σε χρηματιστήριο η αποτίμηση γίνεται κατά του κανόνες που θεσπίζονται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Προκειμένου να καθοριστεί η καθαρή αξία του ενεργητικού αφαιρούνται από τη συνολική αξία των επενδύσεων όλα τα έξοδα του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, όπως αμοιβή ΑΕΔΑΚ, θεματοφύλακα, καθώς και όλα τα έξοδα που ορίζει ο κανονισμός.

- **Μερίδια.** Η περιουσία (ενεργητικό) του Αμοιβαίου Κεφαλαίου διαιρείται σε μερίδια ίσης αξίας. Όταν συμμετέχει κανείς σε Αμοιβαία Κεφάλαια το ποσό που καταθέτει μετατρέπεται σε μερίδια, τα οποία δεν αλλάζουν αν δεν προσθέσουμε ή αφαιρέσουμε χρήματα. Έτσι, αν κανείς θέλει να μάθει την αξία του κεφαλαίου του σήμερα πολλαπλασιάζει τον αριθμό των μεριδίων που κατέχει με την σημερινή τιμή εξαγοράς.
- **Καθαρή τιμή μεριδίου.** Προκύπτει από τη διαίρεση του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου κάθε ημέρας με το συνολικό αριθμό μεριδίων εκείνης της ημέρας. Η καθαρή τιμή αναγράφεται στις εφημερίδες καθημερινά και χρησιμοποιείται για να υπολογιστεί η απόδοση των επενδύσεων, καθώς και οι τιμές διάθεσης και εξαγοράς.
- **Διάθεση Μεριδίων.** Τιμή διάθεσης των μεριδίων είναι η τιμή της ημέρας κατά την οποία τα χρήματα του επενδυτή είναι διαθέσιμα στο λογαριασμό του Αμοιβαίου κεφαλαίου. Η τιμή διάθεσης είναι δυνατόν να υπερβαίνει την καθαρή τιμή κατά την προμήθεια διάθεσης, που αποτελεί ένα ποσοστό επί της καθαρής τιμής του μεριδίου:

Προμήθεια Διάθεσης= καθαρή τιμή x ποσοστό προμήθειας διάθεσης

Τιμή Διάθεσης Μεριδίου= καθαρή τιμή + προμήθειας διάθεσης

- **Εξαγορά μεριδίων.** Η εξαγορά των μεριδίων είναι υποχρεωτική όταν τη ζητήσει ο μεριδιούχος, με την παράδοση των τίτλων του προς ακύρωση. Είναι δυνατή και η μερική εξαγορά, ανάλογα με την επιθυμία του μεριδιούχου. Η αξία των εξαγοραζομένων μεριδίων καταβάλλεται σε μετρητά μέσα σε πέντε ημέρες από την ημερομηνία υποβολής της αίτησης. Τα μερίδια εξαγοράζονται στην τιμή εξαγοράς της ημέρας που υποβλήθηκε η αίτηση. Η τιμή εξαγοράς είναι δυνατόν να είναι μικρότερη από την

καθαρή τιμή κατά την προμήθεια εξαγοράς, που αποτελεί ένα ποσοστό επί της καθαρής τιμής του μεριδίου:

Προμήθεια εξαγοράς = καθαρή τιμή x ποσοστό προμήθειας εξαγοράς

Τιμή εξαγοράς Μεριδίου= καθαρή τιμή - προμήθειας εξαγοράς

3.4 Εκθέσεις-Δημοσιεύσεις-Εποπτικά και Ελεγκτικά Όργανα

- **Κανονισμός Λειτουργίας.** Σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν.1969/91 απαραίτητη προϋπόθεση λειτουργίας Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι η σύνταξη από την ΑΕΔΑΚ Κανονισμού λειτουργίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Τον Κανονισμό πρέπει απαραίτητα να υπογράψει ο Θεματοφύλακας και ισχύει μόνο αν εγκριθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Πρόκειται για το σημαντικότερο συστατικό έγγραφο Αμοιβαίου Κεφαλαίου που περιλαμβάνει όλες τις διατάξεις που διέπουν τα της λειτουργίας του, τις σχέσεις Εταιρείας Διαχείρισης, Θεματοφύλακα και μεριδιούχων καθώς και κάθε λεπτομέρεια περί την διαχείριση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- **Ενημερωτικό Δελτίο.** Είναι το Δελτίο που υποχρεώνεται η Εταιρεία Διαχειρίσεως να θέτει στη διάθεση κάθε νέου μεριδιούχου προκειμένου να γνωρίζει ό,τι έχει σχέση με την Εταιρεία, το Αμοιβαίο Κεφάλαιο και το Θεματοφύλακα. Το ενημερωτικό δελτίο περιλαμβάνει τα συστατικά στοιχεία της Εταιρείας, τον Κανονισμό Λειτουργίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, την τελευταία εξαμηνιαία κατάσταση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, την ημερομηνία σύστασης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και γενικά κάθε πληροφορία που είναι απαραίτητη στο μεριδιούχο για να σχηματίσει σαφή εικόνα για το Αμοιβαίο Κεφάλαιο.

- **Ετήσια και Εξαμηνιαία Οικονομική Έκθεση.** Είναι η έκθεση που καταρτίζει η ΑΕΔΑΚ στο τέλος κάθε εξαμήνου και στο τέλος κάθε διαχειριστικής χρήσης και τίθεται στη διάθεση των μεριδιούχων. Οι εκθέσεις αυτές περιλαμβάνουν στοιχεία για την περιουσιακή κατάσταση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, για το λογαριασμό αποτελεσμάτων, για τα διανεμόμενα ή τα επανεπενδυόμενα κέρδη, εισροές-εκροές μεριδίων κ.α. Η ακρίβεια των παραπάνω καταστάσεων ελέγχεται από ορκωτό λογιστή ή άλλο αναγνωρισμένο λογιστικό ελεγκτικό όργανο.
- **Διαφήμιση.** Εκτός από τη γενικότερη ρύθμιση για τη διαφήμιση προϊόντων, η διαφήμιση του αμοιβαίου κεφαλαίου υπόκειται και σε ειδική ρύθμιση του Κώδικα Δεοντολογίας, με την οποία εξασφαλίζεται το αληθές περιεχόμενό της προς αποφυγήν παραπλάνησης του επενδυτικού κοινού. Τα διαφημιστικά έντυπα των αμοιβαίων κεφαλαίων υποβάλλονται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Για την ενημέρωση των επενδυτών χρησιμοποιούνται ως δίαυλοι ο περιοδικός και κλαδικός τύπος, το ραδιόφωνο, η τηλεόραση και το internet. Επίσης, οι συχνές αναφορές του τύπου για τις αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων και, κυρίως, γι' αυτά με τις υψηλότερες αποδόσεις αποτελούν μια μορφή δωρεάν διαφήμισής τους. Τέλος, να αναφερθεί ότι σε κάθε διαφήμιση αμοιβαίου κεφαλαίου θα πρέπει να αναγράφεται η ένδειξη: «η επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια δεν έχουν εγγυημένη απόδοση και ότι οι προηγούμενες αποδόσεις δεν διασφαλίζουν τις μελλοντικές.»
- **Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.** Αποτελεί το εποπτικό όργανο των ΑΕΔΑΚ και των ΕΕΧ, δηλαδή, ότι είναι η Τράπεζα της Ελλάδος για τις τράπεζες. Υπάγεται στο Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας, χορηγεί την άδεια λειτουργίας στις ΑΕΔΑΚ και στις ΕΕΧ και ελέγχει τη λειτουργία τους. επιπροσθέτως, δέχεται και ερευνά τις καταγγελίες των πολιτών, σε ότι αφορά τα Αμοιβαία Κεφάλαια και τις ΕΕΧ.

- **Ένωση Θεσμικών Επενδυτών.** Η ένωση θεσμικών επενδυτών (ΕΘΕ) είναι ένα κλαδικό συλλογικό όργανο των αμοιβαίων κεφαλαίων και των ΕΕΧ. Ιδρύθηκε το 1985, εποχή που η ύπαρξη της θεσμικής επένδυσης ήταν υποτυπώδης, και λειτουργεί στα πρότυπα ανάλογων ενώσεων. Διοικείται από επταμελές συμβούλιο στο οποίο εκπροσωπούνται τα Α/Κ με τέσσερα μέλη και οι ΕΕΧ με τρία μέλη. Η ΕΘΕ έχει παρουσία, συμμετοχή και εκπροσώπηση σε κρατικά εποπτικά όργανα (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς), Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, αλλά και σε άλλους συνδέσμους και ενώσεις (ΣΜΕΧΑ, ΣΕΒ, ΕΒΕΑ, ΕΕΤ). Οι βασικοί σκοποί της ένωσης, όπως απορρέουν από το άρθρο 2 του καταστατικού της είναι η προαγωγή και ανάπτυξη της δραστηριότητας των μελών της, η μελέτη ζητημάτων κοινού ενδιαφέροντος των μελών της, η προάσπιση των επαγγελματικών συμφερόντων των μελών της και, τέλος, η προστασία του επενδυτικού κοινού. Ο εποπτικός αυτό-έλεγχος που επιδιώκει να εφαρμόσει η ΕΘΕ είναι στο πλαίσιο του τέταρτου σκοπού της προστασίας του επενδυτικού κοινού. Αναγνωρίζοντας ότι τα συμφέροντα των μελών και η ανάπτυξη του κλάδου των αμοιβαίων κεφαλαίων βασίζονται στη δημιουργία συνθηκών όπου το επενδυτικό κοινό προστατεύεται επαρκώς, η ΕΘΕ προσπάθησε να ελέγξει εξ ιδίων των τρόπο λειτουργίας των μελών της και να βάλει φραγμούς σε ανεπιθύμητη συμπεριφορά τους πέρα από τους όποιους κανονισμούς έχει θεσπίσει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Το αποτέλεσμα αυτών των ενεργειών ήταν ο Κώδικας Δεοντολογίας της ΕΘΕ.
- **FEFSI.** Η FEFSI είναι πανευρωπαϊκός προστατευτικός οργανισμός των επενδυτικών funds των μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ιδρύθηκε το 1974 και σήμερα αντιπροσωπεύει διαμέσου των μελών των εθνικών ενώσεων της περισσότερες από 900 εταιρίες διαχείρισης, με πάνω από 36.000 funds και περισσότερα από 5 τρις € σε επενδύσεις. Αποστολή της είναι:
 - ⇒ Να προωθεί τη φιλοσοφία των επενδύσεων. Ίσες ευκαιρίες για όλους και σε όλες τις επενδυτικές αγορές
 - ⇒ Να διατηρεί υψηλό επίπεδο προστασίας των επενδυτών

- ⇒ Να διατηρεί την αξιοπιστία των επενδυτικών funds προωθώντας υψηλά ηθικά standards σε όλους τους τομείς
- ⇒ Να είναι ο αντιπρόσωπος των funds όταν αυτό χρειάζεται
- ⇒ Να παίζει το ρόλο του ρυθμιστή, προστατεύοντας το κοινό
- ⇒ Να επιτύχει μια ενιαία Ευρωπαϊκή Αγορά για τα επενδυτικά funds
- ⇒ Να επιτύχει την εναρμόνιση της επιχειρηματικής συμπεριφοράς των μελών της σε πανευρωπαϊκό επίπεδο

Η FEFSI, μαζί με την ARTHUR ANDERSEN και την S & P, έχουν δημιουργήσει ένα Ευρωπαϊκό Κέντρο Επενδύσεων στα πλαίσια της προσπάθειας τους να βελτιώσουν την αντίληψη και τη γνώση του κοινού για την βιομηχανία των επενδυτικών funds και τους κανονισμούς που διέπουν τη νομοθεσία και τη λειτουργία της.

3.5 Πλεονεκτήματα επένδυσης σε Αμοιβαία Κεφάλαια

Ο θεσμός των Α/Κ έχει γνωρίσει αλματώδη ανάπτυξη παγκοσμίως, ιδιαίτερα τα τελευταία 15 χρόνια, λαμβάνοντας ώθηση από την πολιτική των ιδιωτικοποιήσεων κατά το διάστημα αυτό Η πολύ μεγάλη εξάπλωση του θεσμού οφείλεται αποκλειστικά στα μοναδικά πλεονεκτήματα που προσφέρουν τα Α/Κ, τα κυριότερα των οποίων είναι:

Û Ανταγωνιστικές αποδόσεις των επενδύμενων κεφαλαίων

Τα Α/Κ αποτελούν μέσο για την επίτευξη ικανοποιητικών αποδόσεων με την ταυτόχρονη πραγματοποίηση ευρύτερων οικονομικών στόχων . Μελετώντας τα ιστορικά στοιχεία μπορεί κανείς να διαπιστώσει ότι αν ο υποψήφιος επενδυτής είναι διατεθειμένος να αναλάβει τον κίνδυνο που έχει η τοποθέτηση κεφαλαίων σε μετοχικά Α/Κ θα έχει ως αποτέλεσμα ικανοποιητικές πραγματικές αποδόσεις. Εάν, επίσης, ο επενδυτής επιθυμεί να έχει τακτικές απολαβές από την επένδυσή του μπορεί να πετύχει κάτι τέτοιο με την

τοποθέτηση των κεφαλαίων του σε σταθερού τύπου ή μικτά Α/Κ. Οι αποδόσεις αυτές θα είναι πιο ανταγωνιστικές των ομολόγων και των παραδοσιακών τραπεζικών προϊόντων.

Û Συνεχής επαγγελματική διαχείριση των κεφαλαίων

Η διαχείριση των χρημάτων του μεριδιούχου ενός αμοιβαίου κεφαλαίου από ομάδες επαγγελματιών με μεγάλη εμπειρία, υψηλό επίπεδο γνώσεων και κατάλληλη υποδομή είναι ίσως το σημαντικότερο πλεονέκτημα που προσφέρουν τα Α/Κ. Οι διαχειριστές και αναλυτές των αμοιβαίων παρακολουθούν τις αγορές, αναλύουν τις οικονομικές εξελίξεις, ερευνούν και αναλύουν τις εταιρείες, αναζητούν και αξιολογούν ευκαιρίες προκειμένου να λάβουν αποφάσεις για τις κινητές αξίες που θα αγοραστούν ή θα πουληθούν.

Û πρόσβαση σε επαγγελματική διαχείριση με μικρό αρχικό κεφάλαιο και υψηλή διαπραγματευτική δύναμη

Στα περισσότερα αμοιβαία υπάρχει ένα ελάχιστο όριο επένδυσης 1000-1450 ευρώ. Το ποσό αυτό είναι πολύ χαμηλότερο από αυτό που θα έπρεπε να διαθέσει ένα άτομο προκειμένου να αναλάβει την επένδυσή του κάποιος επενδυτικός σύμβουλος, καθώς η προσπάθεια διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου μεμονωμένα απαιτεί σημαντικό ύψος κεφαλαίων. Επιπλέον, η απόδοση που επιτυγχάνει το αμοιβαίο κεφάλαιο είναι ίδια για όλους τους μεριδιούχους, ανεξάρτητα από το ποσό που έχουν επενδύσει. Αυτό γιατί τα κεφάλαια των επενδυτών αποκτούν τη διαπραγματευτική δύναμη του συνολικού ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου, με αποτέλεσμα να επιτυγχάνονται ευνοϊκότεροι όροι στην αγορά και πώληση αξιογράφων, σε σύγκριση με τους μεμονωμένους επενδυτές (οικονομίες κλίμακας).

Û ευελιξία-απλές διαδικασίες

Για την διάθεση των αμοιβαίων κεφαλαίων υπάρχει ένα ευρύ δίκτυο πώλησης και έτσι ο επενδυτής μπορεί να επενδύσει σ' αυτά οποιαδήποτε εργάσιμη ημέρα. Επιπλέον, ο επενδυτής έχει τη δυνατότητα να μεταφέρει μέρος ή ολόκληρο το κεφάλαιό του από ένα αμοιβαίο κεφάλαιο σε άλλο της ίδιας ΑΕΔΑΚ, με ελάχιστο ή μηδενικό κόστος. Κατ' αυτόν τον τρόπο μπορεί τόσο

να εκμεταλλεύεται τις επικρατούσες συνθήκες στην αγορά, όσο και να δημιουργεί συνδυασμούς αμοιβαίων κεφαλαίων για ακόμα μεγαλύτερη διαφοροποίηση. Οι διαδικασίες που απαιτούνται για όλα τα παραπάνω είναι εξαιρετικά απλές και ταχείες, ενώ ο τακτικός έλεγχος από τους εμπλεκόμενους φορείς (θεματοφύλακας, ΑΕΔΑΚ), καθιστά ουσιαστικά αδύνατη οποιαδήποτε παρατυπία.

Û Ελαχιστοποίηση του επενδυτικού κινδύνου μέσω της διαφοροποίησης των επενδύσεων.

Στα Α/Κ παρέχεται η δυνατότητα στον μεριδιούχο ακόμα και με ένα αρκετά χαμηλό χρηματικό ποσό να γίνει συμμετοχος σε χαρτοφυλάκιο με ικανοποιητική διασπορά, αφού τα χρήματά του τοποθετούνται σε πολλά και διαφορετικά είδη αξιογράφων, τα οποία παρουσιάζουν και διαφορετικά ποιοτικά χαρακτηριστικά αναμεταξύ τους. με τον τρόπο αυτό μειώνονται οι διακυμάνσεις και, συνεπώς, ελαχιστοποιείται ο επενδυτικός κίνδυνος.

Û Δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης

Τα αμοιβαία κεφάλαια προσφέρουν στον επενδυτή τη δυνατότητα να έχει άμεσα διαθέσιμο το κεφάλαιό του όταν το χρειαστεί, αφού μέσα σε πέντε εργάσιμες ημέρες μπορεί να εξαγοράσει ολόκληρη την επένδυσή του ή μέρος αυτής.

Û Απλουστευμένες διαδικασίες παρακολούθησης της επένδυσης

Ο επενδυτής δεν είναι απαραίτητο να διαθέτει εξειδικευμένες γνώσεις, προκειμένου να παρακολουθεί την πορεία της επένδυσής του, καθώς οι καθαρές τιμές, οι τιμές διάθεσης και εξαγοράς δημοσιεύονται σε όλες τις οικονομικές και πολιτικές εφημερίδες. Ως εκ τούτου, ο επενδυτής για να υπολογίσει την αξία της επένδυσής του αρκεί να πολλαπλασιάσει τον αριθμό των μεριδίων που κατέχει επί την τιμή εξαγοράς του κάθε μεριδίου.

Û Εύκολη Πρόσβαση σε Παγκόσμιες Αγορές-Διεθνής Διαφοροποίηση

Τα αμοιβαία κεφάλαια παρέχουν στους επενδυτές τη δυνατότητα να επενδύσουν σε οποιαδήποτε αγορά του εξωτερικού, εύκολα και με λογικές προμήθειες. Με το πλεονέκτημα αυτό οι επενδυτές μπορούν να μειώσουν τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου τους μέσω διεθνούς διαφοροποίησης, αλλά και να συμπεριλαμβάνουν εμμέσως στο χαρτοφυλάκιό τους μετοχές και ομολογίες γιγαντιαίων επιχειρήσεων.

3.6 Επιτρεπόμενες επενδύσεις του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Τα ρευστά διαθέσιμα ενός αμοιβαίου κεφαλαίου επιτρέπεται να επενδύουν μόνο σε:

1. Κινητές αξίες εισηγμένες στην κύρια και παράλληλη αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.
2. Κινητές αξίες εισηγμένες στην κύρια αγορά του χρηματιστηρίου αξιών ή διαπραγματεύσιμες σε άλλη ελεγχόμενη αγορά κράτους-μέλους της Ε.Ε
3. Κινητές αξίες στην κύρια αγορά χρηματιστηρίου αξιών τρίτου -εκτός Ε.Ε.- κράτους ή σε κινητές αξίες που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε άλλη αγορά τρίτου, εκτός Ε.Ε.
4. Νεοεκδιδόμενες κινητές αξίες, εφόσον πληρούνται οι όροι που ορίζει το άρθρο 32 του Ν.1969/91.
5. Λοιπές κινητές αξίες και πιστωτικούς τίτλους, με την προϋπόθεση ότι το άθροισμα αυτών των αξιών δεν υπερβαίνει το 10% της καθαρής αξίας του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Όμως υπάρχουν και σαφείς περιορισμοί ως προς τις επενδυτικές τοποθετήσεις που μπορεί να πραγματοποιήσει ένα αμοιβαίο κεφάλαιο. Σκοπός αυτών των περιορισμών είναι η αποφυγή απόκτησης πλήρους εξάρτησης του αμοιβαίου κεφαλαίου, με απώτερο σκοπό την προστασία των

υποψήφιων επενδυτών. Αναλυτικότερα βάσει του 433 Προεδρικού Διατάγματος (άρθρο 33 & 34) σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο δεν επιτρέπεται:

1. Η τοποθέτηση άνω του 10% της καθαρής αξίας του αμοιβαίου κεφαλαίου σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη.
2. Η τοποθέτηση άνω του 40% της καθαρής αξίας του σε κινητές αξίες εκδοτών, σε κάθε έναν από τους οποίους έχει επενδύσει ποσοστό μεγαλύτερο του 5% της καθαρής αξίας του.
3. Η τοποθέτηση άνω του 35% της καθαρής αξίας του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη, όταν οι κινητές αξίες έχουν εκδοθεί από κράτος μέλος της Ε.Ε., από οργανισμό τοπικής αυτοδιοίκησης κράτους-μέλους, από τρίτο εκτός Ε.Ε κράτος ή από δημόσιο διεθνή οργανισμό, στον οποίο συμμετέχουν περισσότερα κράτη-μέλη, καθώς και όταν οι κινητές αξίες τελούν υπό την εγγύηση των παραπάνω προσώπων. Ο περιορισμός αυτός αίρεται στην περίπτωση που ισχύουν μια σειρά αυστηρών όρων και προϋποθέσεων.
4. Η απόκτηση μεριδίων αμοιβαίου κεφαλαίου που διαχειρίζεται η ίδια Α.Ε. διαχείρισης ή Α.Ε. διαχείρισης που είναι συνδεδεμένη με την Α.Ε. διαχείρισης του πρώτου αμοιβαίου κεφαλαίου.
5. Η απόκτηση μεριδίων λοιπών οργανισμών συλλογικών επενδύσεων ανοικτού τύπου ανεξαρτήτως της μορφής τους, εκτός και αν πρόκειται για Ο.Σ.Ε.Κ.Α. έτσι όπως αυτές ορίζονται στην παράγραφο 2 του άρθρου 17 οπότε και επιτρέπεται η απόκτηση μεριδίων υπό την προϋπόθεση να μη υπερβαίνει το 5% της καθαρής αξίας του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου.
6. Η τοποθέτηση άνω του 25% της καθαρής αξίας του ενεργητικού ενός αμοιβαίου σε ομόλογα του ίδιου εκδότη που εκδίδονται από πιστωτικό ίδρυμα που έχει την έδρα του σε κράτος-μέλος της Ε.Ε.
7. Η απόκτηση άνω του 10% των μετοχών- χωρίς δικαίωμα ψήφου- της ίδιας εταιρείας.

Τέλος ένας περιορισμός που αφορά τις Α.Ε.Δ.Α.Κ. και συνεπώς και τα Α/Κ, είναι ότι για το σύνολο των αμοιβαίων κεφαλαίων που διαχειρίζεται, δεν

επιτρέπεται η απόκτηση άνω του 10% των μετοχών- με δικαίωμα ψήφου- μιας εταιρείας.

3.7 Οι κατηγορίες των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα

Το κριτήριο για την διάκριση των αμοιβαίων κεφαλαίων σε κατηγορίες είναι η επενδυτική πολιτική που ακολουθεί το κάθε αμοιβαίο, ο σκοπός που αναφέρεται στον κανονισμό του και η σύνθεση του ενεργητικού του. Η πολιτική αυτή καθορίζει την τοποθέτηση των κεφαλαίων σε διάφορων ειδών κινητές αξίες, δηλαδή καθορίζει τον τρόπο με τον οποίο θα διαρθρωθεί το χαρτοφυλάκιο κάθε αμοιβαίου. Η ακολουθούμενη επενδυτική πολιτική είναι, με τη σειρά της, συνάρτηση των στόχων κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου. Οι γενικότεροι στόχοι κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου περικλείονται στις ακόλουθες τρεις φάσεις:

- ⇒ Εισόδημα. Έμφαση στην δημιουργία μιας σχετικά σταθερής ροής ρευστών προς τους μεριδιούχους μέσω της καταβολής μερισμάτων.
- ⇒ Κεφαλαιακά κέρδη. Επικέντρωση στην αύξηση της αξίας του ενεργητικού που επιτυγχάνεται με την αύξηση της αξίας των κινητών αξιών που περιλαμβάνουν στο χαρτοφυλάκιο τους.
- ⇒ Εισόδημα και κεφαλαιακά κέρδη. Συνδυασμός των δύο πιο πάνω στόχων.

Η κατηγοριοποίηση των αμοιβαίων κεφαλαίων επιτρέπει στον υποψήφιο επενδυτή να διακρίνει σε ποια κατηγορία εντάσσεται κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο, έτσι ώστε να είναι σε θέση να εκτιμήσει τις προσδοκώμενες αποδόσεις και τους κινδύνους που εμπεριέχουν αυτές. Επίσης, επιτρέπει τη σύγκριση αποδόσεων ομοειδών αμοιβαίων κεφαλαίων. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται όλες οι υφιστάμενες από το νόμο κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων, καθώς και τα κριτήρια κατηγοριοποίησής τους.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1
ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΝΟΜΑΤΟΛΟΓΙΑΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΜΕΤΟΧΙΚΑ	ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	ΜΙΚΤΑ	ΕΙΔΙΚΟΥ ΤΥΠΟΥ
ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	Επενδύουν σε ποσοστό >65% σε μετοχές εσωτερικού	Επενδύουν σε ποσοστό >65% σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος εσωτερικού και σε ποσοστό <10% σε μετοχές	Επενδύουν σε ποσοστό >65% σε προϊόντα χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος εσωτερικού και σε ποσοστό <10% σε μετοχές	Είναι συνδυασμός των προηγούμενων κατηγοριών επενδύσεων εσωτερικού, με ποσοστό <65% για κάθε κατηγορία επένδυσης	Επενδύουν σε εξειδικευμένα επενδυτικά προϊόντα εσωτερικού και σε ποσοστό >10% σε τίτλους σταθερού εισοδήματος
ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	Επενδύουν σε ποσοστό >65% σε μετοχές εξωτερικού	Επενδύουν σε ποσοστό >65% σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος εξωτερικού και σε ποσοστό <10% σε μετοχές	Επενδύουν σε ποσοστό >65% σε προϊόντα χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος εξωτερικού και σε ποσοστό <10% σε μετοχές	Είναι συνδυασμός των προηγούμενων κατηγοριών επενδύσεων εξωτερικού, με ποσοστό <65% για κάθε κατηγορία επένδυσης	Επενδύουν σε εξειδικευμένα επενδυτικά προϊόντα εξωτερικού και σε ποσοστό >10% σε τίτλους σταθερού εισοδήματος
ΔΙΕΘΝΗ	Επενδύουν σε ποσοστό >65% σε μετοχές εξωτερικού και εσωτερικού	Επενδύουν σε ποσοστό >65% σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος εσωτερικού και εξωτερικού και σε ποσοστό <10% σε μετοχές	Επενδύουν σε ποσοστό >65% σε προϊόντα χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος εσωτερικού και εξωτερικού, καθώς και σε ποσοστό <10% σε μετοχές	Είναι συνδυασμός των προηγούμενων κατηγοριών επενδύσεων εσωτερικού και εξωτερικού, με ποσοστό <65% για κάθε κατηγορία επένδυσης	Επενδύουν σε εξειδικευμένα επενδυτικά προϊόντα εσωτερικού και εξωτερικού και σε ποσοστό >10% σε τίτλους σταθερού εισοδήματος

⇒ Οι συνθέσεις χαρτοφυλακίων θα πρέπει να τηρούν τα αναφερόμενα ποσοστά κατά μέσο όρο σε τριμηνιαία βάση. Οι ΑΕΔΑΚ είναι υποχρεωμένες να προμηθεύουν ανά τρίμηνο τα δίκτυα πωλήσεών τους

με ενημερωτικά έντυπα, όπου θα εμφανίζεται η ποσοστιαία σύνθεση του ενεργητικού των Αμοιβαίων κεφαλαίων που διαχειρίζονται

Ένας άλλος τρόπος με τον οποίο διαφοροποιούνται τα αμοιβαία κεφάλαια μεταξύ τους είναι το είδος της διαχειριστικής πολιτικής που ακολουθούν. Η παθητική διαχείριση και η ενεργητική διαχείριση είναι δύο βασικές πολιτικές που υπάρχουν.

- **ΠΑΘΗΤΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ (PASSIVE MANAGEMENT).** Παθητική είναι η διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου όταν οι διαχειριστές δεν υποχρεώνονται να κάνουν αναθεωρήσεις του χαρτοφυλακίου με βάση τις δικές τους αναλύσεις και επιλογές. Το είδος της διαχείρισης υποθέτει ότι το χαρτοφυλάκιο δημιουργείται με συγκεκριμένους σκοπούς και κριτήρια και η ακολουθούμενη διαχείριση θα πρέπει να εξασφαλίσει τη συνέχιση των σκοπών αυτών και να προβεί σε αναγκαίες οριακές αναθεωρήσεις του χαρτοφυλακίου ώστε να μη παραβιαστούν τα κριτήρια. Κλασσικά παραδείγματα παθητικής διαχείρισης είναι η διαχείριση χαρτοφυλακίων που δημιουργούνται με βάση το χαμηλό λόγο τιμής προς κέρδη ή μετοχών με μικρή κεφαλαιοποίηση ή μετοχών που προσφέρουν υψηλά μερίσματα ή μετοχών σε ορισμένο κλάδο. Η διαχείριση δεν αποσκοπεί στο να προβλέψει τη απόδοση του χαρτοφυλακίου αλλά στο να επιδιώξει να διατηρήσει τις μετοχές που πληρούν τα κριτήρια. Η απόδοση θα υπολογιστεί με βάση την προβλεπόμενη επιτυχία που έχει εξ αρχής η εφαρμοζόμενη επενδυτική στρατηγική σε σχέση με την εξέλιξη της αγοράς. Την στρατηγική της παθητικής; διαχείρισης, που πρόσφατα γνωρίζει μεγάλη αποδοχή και ανάπτυξη, ακολουθούν αμοιβαία κεφάλαια δεικτών. Ο Gruber (1996) χρησιμοποιώντας πέντε έτη παρατηρήσεων (1990-1994) αμοιβαίων κεφαλαίων δεικτών μετοχών και ομολογιών διαπίστωσε ότι ο συντελεστής συσχετισμού των μηνιαίων αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων με τους αντίστοιχους δείκτες ήταν τουλάχιστον 98,6%. Αυτό σημαίνει ότι τα αμοιβαία κεφάλαια πετυχαίνουν να ακολουθούν πιστά τους δείκτες με τους οποίους συνδέονται.

- **ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ (ACTIVE MANAGEMENT).** Ενεργητική είναι η διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου που επιδιώκει να «νικήσει την αγορά» να επιτύχει δηλαδή αποδόσεις μεγαλύτερες από αυτές της αγοράς. Η αγορά συνήθως ορίζεται από ένα δείκτη που αντιπροσωπεύει κατά το μέγιστο την «καρδιά» της αγοράς, όπως π.χ. ο Γενικός Δείκτης Τιμών του ΧΑΑ. Άλλοι δείκτες με διαφορετικά χαρακτηριστικά, όπως οι δείκτες ομολογιών, μπορούν να αντιπροσωπεύουν άλλα τμήματα της αγοράς στα οποία δραστηριοποιούνται επενδυτές που έχουν ανάλογα χαρακτηριστικά κινδύνου και απόδοσης.

Οι ενεργητικοί διαχειριστές χαρτοφυλακίου είναι υποχρεωμένοι να παίρνουν θέσεις στην αγορά και να προβαίνουν σε συνεχείς αναλύσεις ώστε να είτε να αποφασίζουν να διατηρούν τις θέσεις αυτές είτε να τις αναθεωρούν. Με άλλα λόγια οι ενεργητικοί διαχειριστές πρέπει να αναλαμβάνουν συνεχώς νέες πρωτοβουλίες που στηρίζονται σε ένα μηχανισμό ανάλυσης και προωθούνται με βάση τη κρίση που διαθέτουν κάθε στιγμή. Η προσπάθειά τους αυτή θα κριθεί από την ικανότητα που διαθέτουν να πετύχουν αποδόσεις μεγαλύτερες της αγοράς με κόστος όμως που δεν ξεπερνά τις επί πλέον αποδόσεις που δημιουργούν. Αυτός είναι και ο βασικός λόγος που οι λογικοί επενδυτές θα προτιμούσαν να επενδύσουν σε αμοιβαία κεφάλαια με ενεργητική διαχείριση από το να επενδύουν σε αμοιβαία κεφάλαια με παθητική διαχείριση.

Με εξαίρεση τα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών, τα περισσότερα αμοιβαία κεφάλαια καταφεύγουν σε ενεργητική διαχείριση. Αυτό είναι και το μεγάλο πλεονέκτημα που προσφέρουν τα αμοιβαία κεφάλαια στους ατομικούς επενδυτές: την ενεργητική διαχείριση από επαγγελματίες του είδους. Μπορούμε να αναφερθούμε σε ένα πρώτο συμπέρασμα που παραθέτει ο Gruber, ότι δηλαδή τα ενεργητικά διαχειριζόμενα αμοιβαία κεφάλαια κατά μέσο όρο δημιουργούν αξία. Το πρόβλημα είναι ότι δαπανώνται περισσότεροι πόροι απ' ό τι η αξία που δημιουργείται.

3.8 Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια

Λόγω του γεγονότος ότι η παρούσα εργασία μελετά μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια κρίνεται σκόπιμο στο σημείο αυτό να αναφέρουμε αναλυτικά τον ορισμό και τα είδη τους.

Για να χαρακτηριστεί ένα αμοιβαίο ως **μετοχικό** θα πρέπει τουλάχιστον το 65% του ενεργητικού του, κατά μέσο όρο τριμήνου, να είναι επενδυμένο σε μετοχές διοφόρων εταιρειών, συνήθως εισηγμένων σε χρηματιστηριακές αγορές. Απευθύνονται κυρίως σε επενδυτές που επιθυμούν υψηλότερες αποδόσεις από αυτές των ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων και είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν ένα σημαντικό υψηλότερο κίνδυνο. Η καθαρή αξία του ενεργητικού και των μεριδίων των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα απ' όλες τις άλλες κατηγορίες αμοιβαίων. Ο λόγος είναι ότι οι μετοχές που συμπεριλαμβάνονται σε αυτά διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια αξιών και ανάλογα με τη προσφορά και τη ζήτηση οι τιμές τους διαμορφώνονται σε ένα συγκεκριμένο επίπεδο που τις περισσότερες φορές διαφέρει από της προηγούμενης ημέρας. Άρα και η καθαρή αξία των μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων μεταβάλλεται επηρεαζόμενη από τις μεταβολές στις τιμές των μετοχών. Ανάλογα με τον σκοπό του κάθε μετοχικού αμοιβαίου καθορίζεται η επενδυτική πολιτική που ακολουθεί και κατ' επέκταση και ο κίνδυνος που ενυπάρχει σε αυτό. Μερικά μετοχικά αμοιβαία θέτουν σαν πρώτιστο στόχο την επίτευξη κεφαλαιακών κερδών και άλλα την επίτευξη κάποιου εισοδήματος. Κάθε κατηγορία μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων επενδύει σε διαφορετικές μετοχές. Συγκεκριμένα:

Τα ***aggressive growth funds*** (**επιθετικά αμοιβαία κεφάλαια ή υπεραξίας**) αποσκοπούν στην επίτευξη κεφαλαιακών κερδών δηλαδή στην όσο το δυνατόν μεγαλύτερη αύξηση της αξίας του ενεργητικού και των μεριδίων. Επενδύουν σε μετοχές εταιρειών που επιτυγχάνουν σταθερά και για μεγάλο χρονικό διάστημα υψηλούς ρυθμούς αύξησης των εσόδων και των κερδών τους. Αν και στο χαρτοφυλάκιό τους περιλαμβάνονται μετοχές και μικρού και μεσαίου μεγέθους εταιρειών, το κριτήριο για την επένδυση σε μια

εταιρεία δεν είναι το μέγεθος αυτής αλλά ο ρυθμός αύξησης των κερδών. Τα *aggressive growth funds* έχουν σχετικά μικρό μέγεθος. Ο λόγος είναι ότι μικρότερο είναι το μέγεθος του αμοιβαίου τόσο πιο ευέλικτο είναι. Επίσης ακολουθούν και την πρακτική *short-selling* αλλά και τη λήψη δανείων και επένδυση των δανειζομένων κεφαλαίων. Με αυτό τον τρόπο αυξάνεται ακόμα περισσότερο ο κίνδυνος που ούτως ή άλλως αντιμετωπίζουν. Τα ιστορικά διεθνή δεδομένα έχουν δείξει ότι τα χαρτοφυλάκια αυτού του τύπου επιτυγχάνουν ικανοποιητικές μέσες ετήσιες αποδόσεις σε μακροχρόνιο διάστημα, αλλά οι τιμές τους υπόκεινται σε έντονες βραχυχρόνιες διακυμάνσεις, ειδικότερα όταν το χρηματιστήριο κινείται πτωτικά. Απευθύνονται επομένως σε επενδυτές που είναι διατεθειμένοι να επενδύσουν για μεγάλο χρονικό διάστημα και να ανεχτούν μεγάλες διακυμάνσεις.

Τα ***small-company funds (αμοιβαία κεφάλαια μικρών επιχειρήσεων)*** έχουν αρκετές ομοιότητες με την παραπάνω κατηγορία αλλά επενδύουν σε μετοχές μικρών επιχειρήσεων με καλές προοπτικές, ο λόγος είναι ότι αυτές οι εταιρείες μπορεί να παρουσιάσουν υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης από τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις και είναι κατάλληλα για μακροχρόνιες τοποθετήσεις κεφαλαίων και για επενδυτές που επιθυμούν κεφαλαιακά κέρδη και όχι μερίσματα.

Τα αμοιβαία της κατηγορίας ***growth funds (αναπτυξιακά αμοιβαία κεφάλαια)*** παρουσιάζουν μικρότερη διακύμανση απ' ό,τι αυτά των δυο προηγούμενων κατηγοριών. Πρόκειται για αμοιβαία που κατευθύνουν τις επενδύσεις τους σε μετοχές εταιρειών των οποίων τα κέρδη αυξάνονται με ρυθμούς υψηλότερους από το μέσο όρο. Οι διαχειριστές των συγκεκριμένων αμοιβαίων αναζητούν μετοχές εταιρειών που έχουν κυρίαρχη θέση στον κλάδο τους και διακρίνονται για την ποιότητα της διοίκησής τους. Παρά την μικρότερη διακύμανση που παρουσιάζει η καθαρή αξία των μεριδίων αυτών των αμοιβαίων δεν ενδείκνυται για επενδυτές που αναζητούν σταθερές αποδόσεις και έχουν βραχυχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα.

Η επόμενη κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων είναι τα ***equity-income funds (μετοχικά εισοδήματος)***. Πρόκειται για αμοιβαία που επενδύουν σε μετοχές εταιρειών που έχουν καλές προοπτικές αλλά και σε μετοχές εταιρειών που δίνουν μέρισμα. Ένα μικρό μέρος του ενεργητικού τους μπορεί να

τοποθετηθεί να μετατρέψιμες ομολογίες (convertible bonds). 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 αυτής της κατηγορίας. Για να πετύχουν τους στόχους αυτούς τα συγκεκριμένα Α/Κ συγκεντρώνουν στο χαρτοφυλάκιό τους μετοχές εταιρειών που πληρώνουν μέρισμα πάνω από το μέσο όρο. Είναι κατάλληλα για εκείνη την κατηγορία επενδυτών που επιθυμούν να έχουν κάποιο εισόδημα και δεν είναι διατεθειμένοι να δεχτούν τον κίνδυνο που έχουν τα growth funds.

Υπάρχει και μία τελευταία κατηγορία μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων, τα **εξειδικευμένα αμοιβαία κεφάλαια** τα οποία επενδύουν αποκλειστικά σε τίτλους ή άλλα προϊόντα συγκεκριμένων παραγωγικών κλάδων. Πιο συγκεκριμένα έχουμε τις ακόλουθες κατηγορίες:

Τα **κλαδικά Α/Κ (sector funds)** αντί να διαφοροποιούν το χαρτοφυλάκιό τους μεταξύ διάφορων κλάδων, επικεντρώνουν την προσοχή τους σε συγκεκριμένους τομείς μιας οικονομίας. Ως εκ τούτου έχουν την τάση να είναι περισσότερο ευμετάβλητα απ' ό,τι τα ευρύτερα διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια. Βέβαια επενδύουν σε περισσότερες από μία επενδύσεις του ίδιου κλάδου και έτσι καταφέρνουν να εξαλείψουν σε μεγάλο βαθμό τον ειδικό κίνδυνο. Ακριβώς επειδή τα κεφάλαια τοποθετούνται σε ένα, μόνο κλάδο, τα αμοιβαία αυτά μπορεί να πετύχουν 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. Επίσης σημαντική είναι και η επίδραση του σταδίου του οικονομικού κύκλου στον οποίο βρίσκεται ολόκληρη η οικονομία μιας χώρας. Άρα η ικανότητα των διαχειριστών των συγκεκριμένων αμοιβαίων, να πραγματοποιούν επιτυχημένες χρονικά τοποθετήσεις και αποδεσμεύσεις κεφαλαίων, είναι μείζονος σημασίας για την επίτευξη ικανοποιητικών αποδόσεων.

Τα **utility funds** επενδύουν σε μετοχές επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας οι οποίες δίνουν ικανοποιητικό μέρισμα και επιπλέον, εξ' αιτίας της φύσης των δραστηριοτήτων των εν λόγω επιχειρήσεων, οι αποδόσεις των αμοιβαίων αυτών παρουσιάζουν μεγαλύτερη σταθερότητα απ' ό,τι τα κλαδικά Α/Κ.

Τα **Precious-Metal Funds** επενδύουν κυρίως σε μετοχές εταιρειών που έχουν ορυχεία χρυσού και άλλων πολύτιμων μετάλλων. Τα συγκεκριμένα αμοιβαία είναι αυτονόητο ότι δεν επιτυγχάνουν ουσιαστική διαφοροποίηση στο χαρτοφυλάκιό τους και γι' αυτό είναι συνήθως κατάλληλα ως τμήμα ενός ευρύτερου χαρτοφυλακίου.

Τα **Socially Responsible Funds** είναι αμοιβαία των οποίων τα χαρτοφυλάκια αποτελούνται από μετοχές εταιρειών που είναι κοινωνικά ευαισθητοποιημένες με αξιολογη προσφορά στο κοινωνικό σύνολο. Επίσης περιλαμβάνουν επιχειρήσεις που επιδεικνύουν ιδιαίτερη ευαισθησία στην προστασία του περιβάλλοντος και των ανθρωπίνων δικαιωμάτων. Ένα σημαντικό ερώτημα που τίθεται όμως είναι με ποια κριτήρια καθορίζεται η κοινωνική ευαισθησία κάθε επιχείρησης.

Τα **Τοπικά Α/Κ** αφορούν αμοιβαία των οποίων το χαρτοφυλάκιο αποτελείται από μετοχές επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε μια συγκεκριμένη γεωγραφική περιοχή, παραδείγματος χάρη, μετοχές βιομηχανικών επιχειρήσεων της Βορείου Ελλάδος.

Τέλος, ένα αμοιβαίο **Χρηματιστηριακών Δεικτών (index fund)** είναι αυτό το οποίο αντιγράφει σε μεγάλο βαθμό τη διάρθρωση του χρηματιστηριακού δείκτη. Συγκροτείται δηλαδή από μετοχές που απαρτίζουν το γενικό δείκτη της συγκεκριμένης χρηματιστηριακής αγοράς. Η βαρύτητα που έχει η διάρθρωση των συγκεκριμένων μετοχών στο αμοιβαίο κεφάλαιο είναι σχεδόν ίδια με τη βαρύτητα που έχουν οι μετοχές αυτές στον γενικό δείκτη. Άρα στόχος του συγκεκριμένου αμοιβαίου είναι να επιτυγχάνει τις αποδόσεις του γενικού δείκτη με τον οποίο είναι συνδεδεμένος. Από πλευράς τοποθετήσεων των κεφαλαίων η συγκεκριμένη κατηγορία δεν διαφέρει σε τίποτα από τα μετοχικά Α/Κ. Η διάρθρωση ενός μετοχικού αμοιβαίου γίνεται βάση των επιλογών του διαχειριστή του. Συνεπώς αγοράζοντας μερίδια μετοχικών αμοιβαίων δεν επενδύουμε στην γενικότερη πορεία της αγοράς- όπως γίνεται με τα index funds- αλλά στις συγκεκριμένες επιλογές των διαχειριστών. Τα index funds είναι σχεδιασμένα να «ακολουθούν» ένα συγκεκριμένο δείκτη χρηματιστηρίου και όχι να τον ξεπερνούν από πλευράς αποδόσεων. Εξ' αιτίας του γεγονότος ότι όλα τα αμοιβαία έχουν έξοδα που τα επιβαρύνουν, οι αποδόσεις τους ενδέχεται να είναι μικρότερες από τις

μεταβολές του δείκτη. Έχουν επομένως σχεδιαστεί προκειμένου ο μικρομεσαίος επενδυτής να επενδύει συνολικά στη χρηματιστηριακή αγορά χωρίς να χρειάζεται μεγάλα κεφάλαια. Επενδύει κανείς σε index funds 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 εταιρείες και μετοχές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΕΠΑΝΑΛΗΠΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ Α/Κ- ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΠΡΟΓΕΝΕΣΤΕΡΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ

5.1 Επαναληπτικότητα της επίδοσης των Α/Κ

Η τεράστια εξάπλωση των Α/Κ είχε ως αποτέλεσμα την παράλληλη αύξηση του ενδιαφέροντος των ερευνητών για την αξιολόγηση της επίδοσης των διαχειριστών αλλά και τη διερεύνηση άλλων πτυχών της λειτουργίας του θεσμού. Ως συνέπεια των παραπάνω, η αξιολόγηση της επίδοσης των Α/Κ και κατά συνέπεια των η αξιολόγηση των διαχειριστών τους αποτελεί ζήτημα υψίστης σημασίας για τους οικονομολόγους και τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές. Από κοινωνικής άποψης είναι σημαντικό να γνωρίζουμε κατά πόσο οι διαχειριστές προσθέτουν αξία στα χαρτοφυλάκια που διαχειρίζονται ή απλώς σπαταλούν πόρους μέσω της ενεργητικής διαχείρισης που διενεργούν.

Το θέμα της αποδοτικότητας των Α/Κ εξετάζεται με σύγκριση των αποδόσεων τους με αποδόσεις υπάρχοντων δεικτών, λαμβάνοντας υπ' όψιν τον κίνδυνο που ενυπάρχει. Η σύγκριση αυτή επιτρέπει την κατάταξη των Α/Κ σε μια σειρά βαθμολογίας στην κατηγορία που ανήκουν, βαθμολογία που χρησιμοποιείται για επιλογές Α/Κ στο μέλλον. Οι δείκτες, όμως αυτοί μας επισημαίνουν την παρελθούσα ικανότητα του διαχειριστή, ενώ το βασικό μας ενδιαφέρον είναι το πώς θα συμπεριφερθεί ο διαχειριστής αυτός, και κατά συνέπεια και το συγκεκριμένο Α/Κ, στο μέλλον. Άρα, το ερώτημα που τίθεται,

πέραν της καθαυτού αποδοτικότητας, είναι το αν η κατάταξη τον ένα χρόνο μπορεί να αποτελέσει πρόβλεψη κατάταξης για τον επόμενο χρόνο, κάτι που πολλές φορές και από πολλούς αναλυτές θεωρείται δεδομένο. Είναι όμως;

Η χρηματοοικονομική θεωρία, όπως άλλωστε και οι διαφημίσεις των Α/Κ, ισχυρίζονται ότι «οι παρελθοντικές αποδόσεις δεν προεξοφλούν, ούτε εγγυώνται τις μελλοντικές», πράγμα που σημαίνει ότι ο 'έξυπνος' επενδυτής θα κάνει προβλέψεις βάσει άλλων στοιχείων και όχι βάσει των ιστορικών αποδόσεων. Ο 'συνηθισμένος', όμως, επενδυτής αναγκαστικά χρησιμοποιεί το παρελθόν και το παρόν για να προβλέψει το μέλλον. Υπάρχει αλήθεια σε αυτή την προσέγγιση;

Οι παραπάνω προβληματισμοί μας εισάγουν σε ένα από τα σημαντικότερα και πιο ενδιαφέροντα θέματα στο χώρο της αξιολόγησης των διαχειριστών των Α/Κ, που είναι η ύπαρξη ή μη επαναληπτικότητας στην επίδοσή τους. **Ως βαθμός επαναληπτικότητας της απόδοσης ενός Α/Κ ορίζεται η πρόβλεψη της απόδοσης της επόμενης περιόδου με βάση τη σημερινή απόδοση.** Η διερεύνηση αυτή δεν αποσκοπεί στο να μετρήσει την αποδοτικότητα αυτή καθαυτή αλλά κατά πόσο υπάρχει το φαινόμενο της επαναληπτικότητας, δηλαδή κατά πόσο είναι σε θέση οι διαχειριστές να επαναλαμβάνουν τις επιτυχίες ή τις αποτυχίες τους. Το στοιχείο εύρεσης ή μη επαναληπτικότητας της ικανότητας των διαχειριστών, δηλαδή εάν η κατάταξη τη μια περίοδο μπορεί να αποτελέσει πρόβλεψη κατάταξης για την επόμενη χρονική περίοδο, έχει σαφέστατα **θεωρητικό ενδιαφέρον**, αφού θα ήταν ένα εύρημα κατά (ή υπέρ) της υπόθεσης των αποτελεσματικών αγορών (efficient market hypothesis). Η ύπαρξη της επαναληπτικότητας έχει αντίστοιχο **πρακτικό ενδιαφέρον** τόσο για τους επενδυτές, οι οποίοι με βάση την πληροφορία αυτή θα μπορούσαν να αποφασίσουν εάν θα παραμείνουν σε ένα αποτυχημένο Α/Κ ή θα μεταφέρουν τα κεφάλαιά τους σε ένα αντίστοιχο περισσότερο επιτυχημένο, όσο και για τους ίδιους τους διαχειριστές για να αναθεωρήσουν αποτυχημένες στρατηγικές ή να συνεχίσουν να χρησιμοποιούν τις ήδη επιτυχημένες.

Η πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών διεθνώς αποκαλύπτει ότι η επαναληπτικότητα στην επίδοση των Α/Κ είναι ελάχιστη ή ανύπαρκτη, γεγονός αναμενόμενο για αποτελεσματικές χρηματιστηριακές αγορές (Νέα Υόρκη, Λονδίνο). Η μεταφορά, όμως, συμπερασμάτων μελετών που αφορούν

αναπτυγμένες χώρες σε αναπτυσσόμενες με τελείως διαφορετικά χαρακτηριστικά, όπως η Ελλάδα, αποτελεί σοβαρό σφάλμα, ειδικά όταν η χώρα στην οποία αναφέρεται η μελέτη είναι οι ΗΠΑ, χώρα με τη μεγαλύτερη παραγωγικότητα παγκοσμίως. Θα ήταν ενδιαφέρον, συνεπώς, να διερευνήσουμε τι συμβαίνει στην Ελλάδα, όπου η χρηματιστηριακή αγορά έχει τελείως διαφορετικά χαρακτηριστικά από τα αντίστοιχα των ανεπτυγμένων κεφαλαιαγορών, όπως ασύμμετρη πληροφόρηση, έλλειψη ρευστότητας για ορισμένες μετοχές (thin trading), “κόκκινοι” κωδικοί, υπερδανεισμός των επιχειρήσεων, εγκλωβισμός θεσμικών επενδυτών, αναβολή της εφαρμογής ΔΛΠ, αναρίθμητες παρεμβάσεις στήριξης, έλλειψη “βάθους και πλάτους” κ.α.

5.2 Επισκόπηση προγενέστερων διεθνών Ακαδημαϊκών Μελετών

Η πρόβλεψη της απόδοσης της επόμενης περιόδου με βάση την παρελθοντική απόδοση ή αλλιώς ο βαθμός της επαναληπτικότητας της απόδοσης ερευνήθηκε μέσα από τις πρώτες προσπάθειες ανάλυσης της αποδοτικότητας των Α/Κ. Ο **Sharpe** (1966) διαπίστωσε ότι η χρησιμοποίηση των δεικτών Sharpe και Treynor στην κατάταξη της προηγούμενης δεκαετίας οδηγεί σε ικανή πρόβλεψη της αποδοτικότητας των Α/Κ για την επόμενη δεκαετία. Αντίθετα, ο **Jensen** (1968, 1969) δεν αναγνώρισε σημαντική πιθανότητα επανάληψης μιας καλής απόδοσης και την επόμενη περίοδο.

Από τότε μέχρι σήμερα, η μέτρηση της επαναληπτικότητας της επίδοσης των Α/Κ αποτέλεσε αντικείμενο πολλών ακαδημαϊκών μελετών, κυρίως τις τρεις τελευταίες δεκαετίες. Οι μελέτες αυτές δίνουν πολύ συχνά αντιφατικά αποτελέσματα. Ενδεικτικά αναφέρονται ορισμένες από αυτές.

Ο **Malkiel** (1995) μελέτησε μετοχικά Α/Κ κατά την περίοδο 1971-1991 χρησιμοποιώντας ετήσιες αποδόσεις και ήταν από τους πρώτους που αμφισβήτησαν την ύπαρξη επαναληπτικότητας στις αποδόσεις των Α/Κ. Ακολούθησε τη μεθοδολογία των Goetzmann και Ibbotson (1994), χαρακτηρίζοντας ‘νικητές’ τα Α/Κ που είχαν πετύχει αποδόσεις μεγαλύτερες του ενδιάμεσου και ‘ηττημένους’ τα Α/Κ με αποδόσεις μικρότερες του

ενδιάμεσου για ένα συγκεκριμένο έτος. Παρατηρώντας τις αποδόσεις του επόμενου έτους και το χαρακτηρισμό 'νικητών-ηττημένων' μελέτησε τη στατιστική σημαντικότητα για τα A/K να επαναλαμβάνουν τις επιτυχίες τους ή ακόμα και τις αποτυχίες τους.

Για την περίοδο της δεκαετίας του 1970 ο Malkiel διαπίστωσε ότι υπάρχει ένα αναμφισβήτητο φαινόμενο της επιτυχίας ενός A/K να ακολουθείται από επιτυχία την επόμενη περίοδο (hot hands), καθώς και το φαινόμενο της αποτυχίας να ακολουθείται από αποτυχία (cold hands). Η αναλογία που οι νικητές σε μια περίοδο 'νίκησαν' και στην επόμενη περίοδο είναι 2/3, κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1970 και δεν μεταβλήθηκε ακόμα και όταν ο Malkiel χρησιμοποίησε τριμηνιαίες ή διετής αποδόσεις. Τα αποτελέσματα της έρευνας του Malkiel άλλαξαν ριζικά κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980. το φαινόμενο της επαναληπτικότητας έγινε πολύ πιο ασθενές στο διάστημα αυτό με αποτέλεσμα να μην μπορεί να τεκμηριωθεί για ολόκληρη την εικοσαετία οποιοσδήποτε βαθμός επαναληπτικότητας των αποδόσεων των A/K.

Σύμφωνα με τα παραπάνω ο Malkiel κατέληξε να υποστηρίζει ότι δεν υπάρχει επαναληπτικότητα στις αποδόσεις και σύμφωνα με τις δικές του παρατηρήσεις, πρόκειται για ένα χρονικά απομονωμένο φαινόμενο που εξασθένησε κατά τη δεκαετία του 1980. Για να στηρίξει τα παραπάνω ο Malkiel χρησιμοποίησε διάφορες στρατηγικές που έχουν ως σκοπό την εκμετάλλευση της υποτιθέμενης επαναληπτικότητας των αποδόσεων των A/K. Η στρατηγική αγοράς των καλύτερων A/K κάθε έτος απέφερε 4%-7% υψηλότερες αποδόσεις από τον δείκτη S&P 500 στο διάστημα 1971-1981, αλλά ίσες ή χαμηλότερες αποδόσεις κατά το διάστημα 1982-1991, αποτέλεσμα που συμφωνεί με την παραδοχή της απουσίας επαναληπτικότητας των αποδόσεων των A/K.

Ο **Carhart** (1997) συντάσσεται με τα αποτελέσματα του Malkiel, χρησιμοποιώντας βελτιωμένη μεθοδολογία, καθώς στα δεδομένα του έλαβε υπ' όψιν τον κίνδυνο. Για την προσαρμογή του κινδύνου στις αποδόσεις χρησιμοποίησε το κλασσικό ΥΑΚΣ, καθώς και ένα εναλλακτικό υπόδειγμα τεσσάρων παραγόντων, όπου κάθε παράγοντας αντιπροσωπεύει διαφορετική πηγή κινδύνου και εξηγεί ένα μέρος της απόδοσης των A/K: συστηματικός

κίνδυνος, κεφαλαιοποίηση, μετοχική αξία σε σχέση με λογιστική αξία και μέγεθος στιγμιαίας επένδυσης. Ο Carhart μελέτησε ένα μεγάλο δείγμα A/K στην περίοδο 1962-1993 απαλλαγμένο από το πρόβλημα επιβιωσιμότητας (survivorship bias), για το λόγο ότι περιείχε όλα τα A/K για το χρόνο που υπάρχουν αποδόσεις ασχέτως αν αργότερα διαλύθηκαν ή συγχωνεύθηκαν με άλλο.

Ακολουθώντας τη μεθοδολογία των Hendricks, Patel και Zeckhauser (1993), ο Carhart δημιούργησε στην αρχή κάθε έτους δέκα χαρτοφυλάκια A/K με βάση τις αποδόσεις που είχαν επιτύχει το προηγούμενο έτος. Τα χαρτοφυλάκια που περιείχαν ισοσταθμισμένα A/K υφίστανται νέα αναδιάρθρωση με την αρχή του κάθε έτους και ούτω καθ' εξής. Τα αποτελέσματα αυτής της στρατηγικής μελετήθηκαν με τις απλές ετήσιες αποδόσεις πλέον του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο (risk free rate), με το άλφα του Jensen που εκτιμάται από το υπόδειγμα ΥΑΚΣ, αλλά και το εναλλακτικό υπόδειγμα των τεσσάρων παραγόντων.

Τα αποτελέσματα των αποδόσεων 30 ετών είναι ενδιαφέροντα, καθώς παρατηρήθηκε 0,67% επιπλέον μηνιαία απόδοση του καλύτερου χαρτοφυλακίου από το χειρότερο, ίση με το άλφα του Jensen που υπολόγισε με το ΥΑΚΣ. Όμως σύμφωνα με το υπόδειγμα των τεσσάρων παραγόντων που εξηγεί με καλύτερο τρόπο τις διακυμάνσεις στις αποδόσεις, η μισή από την παραπάνω διαφορά εξηγείται από τον παράγοντα της στιγμιαίας επένδυσης, ενώ η υπόλοιπη από τη διαφορά μεταξύ ένατου και δέκατου χαρτοφυλακίου, καθώς και του διαχειριστικού κόστους και του κόστους συναλλαγής. Η διαφορά γίνεται μικρότερη όταν τα χαρτοφυλάκια δημιουργούνται με τις αποδόσεις περισσότερων του ενός προηγούμενων ετών. Εξαιρέση αποτελούν τα A/K με τις χειρότερες αποδόσεις που έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα να τις συνεχίσουν και στα επόμενα έτη, καθώς και το καλύτερο χαρτοφυλάκιο (με βάση το άλφα) που διατηρεί την υπεροχή στις αποδόσεις τουλάχιστον για πέντε έτη. Η επαναληπτικότητα αυτή, όμως, δεν είναι ισχυρή και η διαφορά απόδοσης δεν είναι μεγάλη.

Οι **Kahn και Rudd** (1995) ανέλυσαν το φαινόμενο της επαναληπτικότητας σε 300 μετοχικά A/K για την περίοδο 1983-1993 και 195 A/K σταθερού εισοδήματος για την περίοδο 1986-1993.

Στη μεθοδολογία που εφάρμοσαν εκτός από τις απόλυτες αποδόσεις χρησιμοποίησαν, αντί για κάποιο από τα γνωστά μέτρα που προσαρμόζουν την απόδοση στον κίνδυνο, κατάταξη ανάλογα με το 'επενδυτικό στυλ' κάθε A/K το οποίο προέκυπτε από την σχετική του απόδοση ως προς κάποιο δείκτη. Για τα μετοχικά A/K ο δείκτης αυτός περιλάμβανε τον S&P500, τον S&P400, τον S&P 600 καθώς και έναν δείκτη Εντόκων Γραμματίων, κατασκευασμένους από την εταιρία BARRA. Για τα A/K σταθερού εισοδήματος χρησιμοποιήθηκε ένας δείκτης που προέκυψε από επιμέρους δείκτες ομολόγων και Εντόκων Γραμματίων από την Salomon Brothers, τη Lehman Brothers και την BARRA. Στη συνέχεια: α) παλινδρόμησαν την απόδοση κάθε έτους με την απόδοση του προηγούμενου, τόσο με τις απόλυτες αποδόσεις, όσο και με τις αποδόσεις προσαρμοσμένες στο στυλ του κάθε A/K και β) χρησιμοποίησαν winners-losers contingency tables analysis (ανάλυση πινάκων ενδεχομένων) για κάθε διαδοχικό έτος της ανάλυσής τους, προκειμένου να εξετάσουν την ύπαρξη ή όχι επαναληπτικότητας. Καμία επαναληπτικότητα δεν παρατηρήθηκε στην περίπτωση των μετοχικών A/K, αλλά διαπιστώθηκε επαναληπτικότητα μόνο στις 'style adjusted' αποδόσεις των A/K σταθερού εισοδήματος.

Οι **Elton, Gruber και Blake** (1996) παρατήρησαν το φαινόμενο της επαναληπτικότητας της επίδοσης σε 188 μετοχικά A/K για την περίοδο 1997-1993, χρησιμοποιώντας μια μεθοδολογία που αντιμετώπισε ικανοποιητικά το πρόβλημα της επιβιωσιμότητας των A/K. Προσάρμοσαν τις αποδόσεις στον κίνδυνο με τη χρήση ενός υποδείγματος αποτίμησης με τέσσερις παράγοντες. Οι τέσσερις παράγοντες που χρησιμοποιήθηκαν περιλαμβάνουν το συστηματικό κίνδυνο της αγοράς, τη διαφορά κεφαλαιοποίησης μεταξύ μεγάλων και μικρών εταιριών, τη διαφορά απόδοσης ενός μέσου χαρτοφυλακίου 'αξίας' και ενός μέσου χαρτοφυλακίου 'ανάπτυξης', καθώς και την επιπλέον απόδοση ενός χαρτοφυλακίου ομολογιών. Εφάρμοσαν, επίσης, τεχνικές επιλογής χαρτοφυλακίων A/K που οδήγησαν σε αποδόσεις μεγαλύτερες των αποδόσεων που πετυχαίνουν A/K Δεικτών. Συγκεκριμένα κατέταξαν τα A/K σε 10 κατηγορίες με βάση τις αποδόσεις του προηγούμενου έτους και σύγκριναν την απόδοση του καλύτερου με το risk free rate συν κάποιο risk premium.

Τα συμπεράσματά τους, σε αντίθεση με τους Carhart και Malkiel, υποστηρίζουν την επαναληπτικότητα των αποδόσεων, καθώς στηρίζουν την άποψη ότι η ιστορική αποδοτικότητα εμπεριέχει πληροφορίες για την αποδοτικότητα στις επόμενες περιόδους, καθώς οι αποδόσεις των χαρτοφυλακίων επαναλαμβάνεται τόσο για ένα όσο και για τρία χρόνια πρόβλεψης. Παράλληλα, χρησιμοποιώντας τεχνικές της θεωρίας χαρτοφυλακίου για κάθε κατηγορία, επέλεξαν βέλτιστες σταθμίσεις (max απόδοση-min κίνδυνος) των A/K, γεγονός που είχε ως αποτέλεσμα την επίτευξη θετικών αποδόσεων μέχρι και 1,50% ετησίως.

Οι **Brown και Goetzmann** (1995) μελέτησαν την επαναληπτικότητα όλων των A/K των ΗΠΑ κατά την περίοδο 1976-1988, εξετάζοντας ένα σύνολο από 5.144 A/K όλων των κατηγοριών. Σαν αρχή της μεθοδολογίας τους υιοθέτησαν την επένδυση στην αρχή του έτους στα πιο αποδοτικά A/K της αμέσως προηγούμενης χρονικής περιόδου. Έτσι, κατέταξαν σε 8 κατηγορίες τα A/K με βάση τις αποδόσεις τους κατά το 1976 και υπολόγισαν την απόδοση κάθε κατηγορίας για το 1977. Ομοίως, με βάση τις αποδόσεις του 1977 δημιούργησαν 8 νέες κατηγορίες και υπολόγισαν την απόδοσή τους για το 1978. Τα παραπάνω επαναλήφθηκαν για κάθε χρονιά, έως το 1988. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι δύο πρώτες κατηγορίες (με τα καλύτερα A/K κάθε χρονιάς), είχαν σταθερά υψηλότερη απόδοση από τις υπόλοιπες κατηγορίες. Το γεγονός αυτό είναι σύμφωνο και με αποτελέσματα άλλων μελετών που επισημαίνουν ότι το φαινόμενο της επαναληπτικότητας συναντάται κυρίως στα καλύτερα και στα χειρότερα A/K.

Επιπροσθέτως, η μεθοδολογία τους περιείχε ανάλυση 'νικητών-ηττημένων' με contingency tables. Νικητές για τη χρονιά t είναι τα A/K που πέτυχαν απόδοση μεγαλύτερη από το διάμεσο, ενώ ηττημένοι τα A/K με απόδοση χαμηλότερη από αυτόν. Αφού έκαναν το ίδιο και για τη χρονιά $t+1$, κατέγραψαν διαγραμματικά ποια A/K ήταν νικητές και τις δυο χρονιές, ποιοι ήταν ηττημένοι και τις δυο χρονιές, καθώς και ποια άλλαξαν 'κατηγορία'. Τα αποτελέσματα της μεθόδου αυτής έδειξαν ότι κατά μέσο όρο το 60% των νικητών στο χρόνο t παραμένουν νικητές και στο χρόνο $t+1$, αφού πρώτα ελέγχθηκαν με την μη παραμετρική χ^2 .

5.3 Επισκόπηση Ελληνικής Βιβλιογραφίας

Οι μελέτες αναφορικά με την επαναληπτικότητα της επίδοσης των ελληνικών Α/Κ είναι περιορισμένες και ποτέ αποκλειστικό αντικείμενο μιας ακαδημαϊκής μελέτης.

Ο **Γ. Χατζηνικολάου** (1980) ερεύνησε για πρώτη φορά την επίδοση των μοναδικών ελληνικών Α/Κ για την περίοδο 1970 – 1976, Δήλος και Ερμής. Θεωρώντας ότι τα εξεταζόμενα Α/Κ για τη συγκεκριμένη περίοδο είχαν διεθνή προσανατολισμό τροποποίησε κατάλληλα τα κριτήρια Sharpe, Treynor, Jensen, χρησιμοποιώντας την προσέγγιση του Solnik. Τα συμπεράσματα της μελέτης ήταν τρία:

⇒ Οι μεριδιούχοι των υπό εξέταση Α/Κ κέρδισαν περισσότερο από ότι μια στρατηγική «αγόρασε και διακράτησε σε αξιόγραφα του Χ.Α.Α.». Με άλλα λόγια η χρηματιστηριακή αγορά των Αθηνών είναι μη αποτελεσματική (στην ισχυρή της μορφή) και φαίνεται ότι όσοι έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες οι οποίες δεν είναι διαθέσιμες σε όλους είναι σε θέση να πραγματοποιούν υπερκανονικά κέρδη.

⇒ Χωρίζοντας το δείγμα σε δύο υποπεριόδους τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν ότι μόνο το ένα από τα δύο Α/Κ είχε μια διαχρονική συνέπεια στην επίδοσή του.

Ο **Ν. Μυλωνάς** (1995) εξέτασε 36 Α/Κ (95% της συνολικής Ελληνικής Αγοράς Α/Κ) για την περίοδο 1/1/90 – 31/12/93 και προσπάθησε να αξιολογήσει την επίδοση των Α/Κ, αλλά και την ικανότητα των διαχειριστών να διατηρήσουν τη σειρά κατάταξης από τη μία χρονική περίοδο στην επόμενη. Τα αποτελέσματα είναι ενδεικτικά της εύρυθμης αγοράς των Α/Κ, όπου η ανάληψη κινδύνου και απόδοσης συμβαδίζει με την ακολουθούμενη επενδυτική πολιτική. Διαπιστώθηκε ότι τα ελληνικά μετοχικά Α/Κ επιτυγχάνουν καλύτερες αποδόσεις από αυτές του Γενικού Δείκτη και μάλιστα με λιγότερο κίνδυνο. Σε ότι αφορά την επαναληπτικότητα της επίδοσης, όπως και στο διεθνή χώρο, διαπιστώθηκε ότι είναι ελάχιστα τα Α/Κ που επαναλαμβάνουν τη

σειρά αξιολόγησης σε δύο διαφορετικές διαιτήσεις, καθώς τα περισσότερα A/K αλλάζουν σειρά κατάταξης από τη μία διαιτία στην άλλη.

Ο **N. Μυλωνάς** ασχολήθηκε εκτενέστερα με την αξιολόγηση της επίδοσης και την ικανότητα των διαχειριστών να διατηρήσουν τη σειρά κατάταξης από τη μία χρονική περίοδο σε επόμενη μελέτη του το **1999**. Το δείγμα του περιελάμβανε 46 A/K από όλες τις κατηγορίες, τα οποία στο τέλος του 1996 αποτελούσαν το 80% της συνολικής αγοράς A/K στην Ελλάδα, και αφορούσε την περίοδο 1990-1996. Αφού υπολόγισε συντελεστές μεταβλητότητας, μέτρα Sharpe, Treynor και Jensen κατέταξε τα A/K τόσο με βάση την απόδοσή τους, όσο και με βάση τον κίνδυνό τους.

Για τη μέτρηση της επαναληπτικότητας της επίδοσης των A/K που εξέτασε *i)* παλινδρόμησε τη σειρά κατάταξης των A/K μεταξύ διαδοχικών ετών, διαφοροποιώντας την ανάλογα με το κριτήριο (Sharpe, Treynor, Jensen) που χρησιμοποιούσε και *ii)* παλινδρόμησε την απόδοση των A/K μεταξύ διαδοχικών ετών, διαφοροποιώντας την ανάλογα με το κριτήριο (Sharpe, Treynor, Jensen) που χρησιμοποιούσε. Και στις δυο περιπτώσεις το β είναι στατιστικά ασήμαντο, γεγονός που υποδηλώνει την έλλειψη επαναληπτικότητας της απόδοσης μεταξύ των δυο περιόδων. Εξαιρεση αποτελεί το 1994, έτος κατά το οποίο η επαναληπτικότητα δεν μπορεί να αποκλεισθεί. Αντίθετα, σε όλες τις περιπτώσεις το α είναι θετικό και στατιστικά σημαντικό, γεγονός που υποδηλώνει ότι η αποδοτικότητα δεν προέρχεται από την όποια κατάταξη έχει το A/K την προηγούμενη περίοδο, αλλά από άλλους παράγοντες.

Ο **N. Φίλιππας** (1998) ασχολήθηκε με την αξιολόγηση της επίδοσης των A/K στην Ελλάδα. Χρησιμοποιώντας τα κριτήρια των Sharpe, Treynor και Jensen και σε ένα δείγμα 19 A/K (10 μετοχικά και 9 μικτά) για τη χρονική περίοδο 1993 – 1997, κατέληξε στα κατωτέρω εμπειρικά συμπεράσματα:

⇒ Για την περίοδο 1993-1997 τα περισσότερα A/K πέτυχαν ικανοποιητικές αποδόσεις, γεγονός που αποδεικνύει τη διαχρονική βελτίωση των διαχειριστών. Συγκεκριμένα, 5 A/K από τα 19 εξεταζόμενα πέτυχαν καλύτερη απόδοση από αυτή του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Τα αποτελέσματα αυτά ισχύουν για όλα τα κριτήρια αξιολόγησης.

⇒ Οι διαχειριστές των εξεταζόμενων Α/Κ δε μετέβαλαν (κατά μέσον όρο) διαχρονικά την κατάταξη της επικινδυνότητας των χαρτοφυλακίων που διαχειρίζονταν, παρά το γεγονός ότι οι σχετικές υποπερίοδοι αφορούσαν σε διαφορετικές χρηματιστηριακές περιόδους.

⇒ Παρατηρήθηκε ισχυρή θετική συσχέτιση μεταξύ της επίδοσης των Α/Κ μιας περιόδου (1993-1994) με αυτή της επόμενης (1995-1996). Το αποτέλεσμα αυτό αφορούσε και στα τρία κριτήρια αξιολόγησης που χρησιμοποιήθηκαν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΔΕΔΟΜΕΝΑ

6.1 Επιλογή Δείγματος

Το δείγμα που θα χρησιμοποιηθεί για την παρούσα μελέτη περιλαμβάνει τα μετοχικά Α/Κ Εσωτερικού, που λειτούργησαν κατά την εξεταζόμενη περίοδο (1/1/1998 – 31/12/2003). Για να είναι δυνατή η πραγματική σύγκριση και τα αποτελέσματα αξιόπιστα, από το σύνολο των Μετοχικών Α/Κ Εσωτερικού που υπήρχαν στο τέλος του 2003 επιλέχθηκαν να συμμετέχουν στο δείγμα μόνο εκείνα που ξεκίνησαν τη λειτουργία τους πριν την 1/1/1998 και, συνεπώς, έχουν συνεχή παρουσία στην κατηγορία αυτή για την περίοδο 1/1/98-31/12-03. Κατ' αυτόν τον τρόπο ο χρονικός ορίζοντας της αξιολόγησης είναι ίδιος για όλα τα Α/Κ. Αν, για παράδειγμα, συμπεριλαμβανόταν στο δείγμα ένα Α/Κ με ημερομηνία έναρξης το 2000, θα γινόταν ανάλυση μόνο για την έντονα πτωτική περίοδο (2000-2002), και όχι για την έντονα ανοδική περίοδο (1998-1999), οπότε και τα αποτελέσματα δεν θα ήταν αμερόληπτα.

Το τελικό δείγμα αποτελείται από 21 Α/Κ, το ενεργητικό των οποίων αποτελούσε το 75% του συνολικού ενεργητικού των Μετοχικών Α/Κ την 31/12/2003, γεγονός που πιστοποιεί την εγκυρότητα, την αξιοπιστία και την αντιπροσωπευτικότητα των αποτελεσμάτων.

Τα Μετοχικά Α/Κ Εσωτερικού του δείγματος παρουσιάζονται στον πίνακα 6.1

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.1
Α/Κ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

1.	ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)
2.	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ/ΣΕΩΝ (Μετοχικό Εσωτ.)
3.	ABN-AMRO (Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ.)
4.	ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού
5.	ΑΣΠΙΣ Α/Κ (Μετοχών Εσωτ.)
6.	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
7.	ΓΕΝΙΚΗ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.
8.	ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)
9.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτερικού
10.	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού
11.	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)
12.	INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.
13.	ALPHA Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού
14.	ALPHA Blue Chips Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού
15.	ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού
16.	EUROBANK Value Index Μετοχικό Εσωτερικού
17.	HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)
18.	ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.
19.	Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ.)
20.	ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού
21.	METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μετοχικό Εσωτ.

⇒ Στον παραπάνω πίνακα παρουσιάζονται τα Α/Κ που χρησιμοποιήθηκαν στην παρούσα μελέτη, όπως αυτά ονομάζονταν κατά την τελευταία ημέρα της μελέτης (31/12/03). Ενδεχομένως στην αρχή της περιόδου ενδιαφέροντος τα παραπάνω Α/Κ να συναντώνται με διαφορετική ονομασία. Παρά το γεγονός ότι πρόκειται για τα ίδια Α/Κ, προς αποφυγήν

παρεξηγήσεων και για διευκόλυνση του αναγνώστη, παραθέτουμε στον Πίνακα 6.2 όλες τις μεταβολές στην ονομασία, που υπέστησαν τα Α/Κ που χρησιμοποιήσαμε στην ανάλυσή μας.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.2
ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ Α/Κ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ 1998-2003

9/2/1998	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	Αλλαγή ονομασίας από ETBA NATWEST
26/5/1999	ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	Αλλαγή ονομασίας από HELVETIA
1/1/2000	EUROBANK Value Index Μετοχικό Εσωτερικού	Αλλαγή ονομασίας από CRETAFUND Μετοχικό Εσωτ.
22/5/2000	HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	Αλλαγή ονομασίας από MIDLAND
17/9/2001	ALPHA Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού	Αλλαγή ονομασίας από ΙΟΝΙΚΗ
17/9/2001	ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	Αλλαγή ονομασίας από ΙΟΝΙΚΗ Μετοχικό Εσωτ.
5/4/2002	ALPHA Blue Chips Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	Αλλαγή ονομασίας από ALPHA Αναπτυξιακό Μετοχ. Εσωτερικού
27/1/2003	ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	Αλλαγή ονομασίας από Ν.Ν. Αναπτυξιακό
24/10/2003	ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	Αλλαγή ονομασίας ΑΚ από Sogen Invest

**Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών*

6.2 Επιλογή περιόδου

Η περίοδος 1998-2003 επιλέχθηκε λόγω των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της, τα οποία αναλύονται στο 4^ο Κεφάλαιο της παρούσας μελέτης. Στο εν λόγω χρονικό διάστημα, η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά και κατ' επέκταση και η αγορά των Α/Κ πέρασαν από έντονα ανοδική τάση (1998-1999), έντονα καθοδική τάση (2000-2002), ανάκαμψη και σταθεροποίηση (2003). Κατ' αυτόν τον τρόπο μελετάται η συμπεριφορά των Α/Κ σε διαφορετικές συνθήκες της χρηματιστηριακής αγοράς, κάτι που καθιστά πιο φερέγγυα και αντιπροσωπευτικά τα συμπεράσματα που θα προκύψουν.

Να σημειωθεί ότι η συνήθης πρακτική για μελέτες πάνω στην αξιολόγηση των Α/Κ στο διεθνή χώρο συνιστά τη χρησιμοποίηση μηνιαίων

αποδόσεων για μια περίοδο τριών ή πέντε ετών. Άρα, η παρούσα μελέτη είναι μέσα στα προτεινόμενα χρονικά πλαίσια.

6.3 Τιμές Α/Κ

Όλοι οι υπολογισμοί στις επιμέρους στατιστικές αναλύσεις που θα ακολουθήσουν θα προκύψουν από τις καθαρές τιμές όλων των Ελληνικών μετοχικών Α/Κ που έχουν συνεχή παρουσία στην κατηγορία για την περίοδο ενδιαφέροντος (1/1/1998-31/12/2003), όπως αυτές διαμορφώνονται κάθε εργάσιμη ημέρα. Οι τιμές που καταγράφηκαν παρότι δεν παρουσιάζονται στο παράρτημα του παρόντος λόγω όγκου, εμπεριέχονται στο cd που συνοδεύει την παρούσα εργασία. Οι υπολογισμοί που αφορούν τις τριετίες θα γίνουν με τις καθαρές τιμές δείγματος των Α/Κ κατά την τελευταία εργάσιμη ημέρα κάθε μήνα.

Η συλλογή των καθαρών τιμών έγινε από το επίσημο site της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών (www.agji.gr) και διενεργήθηκε προσπάθεια επαλήθευσής τους επιλεκτικά μέσω της Datastream International Database.

6.4 Χαρτοφυλάκιο της Αγοράς (r_m)

Ως χαρτοφυλάκιο της αγοράς (market rate of return) υιοθετείται ο Γενικός Δείκτης Τιμών του ΧΑΑ, καθώς είναι αρκετά αντιπροσωπευτικός και αποτελεί βαρόμετρο της συμπεριφοράς των αποδόσεων τόσο των μετοχών, όσο και των μετοχικών Α/Κ. Θα χρησιμοποιήσουμε το κλείσιμο του ΓΔ, όπως διαμορφώνεται κάθε ημέρα. Οι τιμές που καταγράφηκαν παρότι δεν παρουσιάζονται στο παράρτημα του παρόντος λόγω όγκου, εμπεριέχονται στο cd που συνοδεύει την παρούσα εργασία.

Η συλλογή των τιμών του ΓΔ γίνεται εύκολα μέσω Reuters.

6.5 Επιτόκιο Χωρίς Κίνδυνο (r_f)

Ως επιτόκιο χωρίς κίνδυνο (risk free rate) χρησιμοποιείται ένα ετήσιο επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, το οποίο εξάγεται από τις εκδόσεις των Ετήσιων Έντοκων Γραμματίων Ελληνικού Δημοσίου, όπως αυτές παρουσιάζονται στην Datastream International Database. Η ετήσια απόδοση του ΕΓΕΔ εξάγεται υπολογίζοντας το μέσο όρο των επιτοκίων των εκδόσεων που πραγματοποιήθηκαν στο χρόνο αυτό. Η απόδοση του ετήσιου ΕΓΕΔ για τις διαδοχικές τριετίες 1998-2000 και 2001-2003 εξάγεται σωρευτικά, λαμβάνοντας υπ' όψιν και την επανεπένδυση.

Να σημειωθεί ότι ο αριθμός των εκδόσεων διαφέρει ανά έτος. Οι εκδόσεις που καταγράφηκαν, καθώς και η διαδικασία υπολογισμού του μέσου όρου κάθε έτους παρουσιάζονται αναλυτικά στο παράρτημα του παρόντος.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

7.1 Μέτρηση Απόδοσης-Κινδύνου

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι η διερεύνηση της ύπαρξης ή μη επαναληπτικότητας της επίδοσης των μετοχικών Α/Κ κατά την περίοδο 1998-2003 τόσο βραχυπρόθεσμα, διαδοχικά ανά έτος, χρησιμοποιώντας ετήσιες αποδόσεις, όσο και μακροπρόθεσμα, χωρίζοντας την εξαετία σε δύο διαδοχικές τριετίες και υπολογίζοντας τριετής αποδόσεις. Η επιλογή της χρονικής περιόδου είναι εύστοχη, καθώς περιλαμβάνει έντονα ανοδική αγορά (bull market) κατά τη διετία 1998-1999, έντονα καθοδική αγορά (bear market) κατά την τριετία 2000-2002 και σταθεροποίηση (μετά από άνοδο), κυρίως κατά το 2^ο μισό του 2003.

Ο έλεγχος για την επαναληπτικότητα της επίδοσης θα βασιστεί τόσο στις απόλυτες αποδόσεις των Α/Κ κατά τις προαναφερθείσες περιόδους, όσο και στις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις (risk adjusted returns), καθώς αξιολόγηση των Α/Κ με βάση μόνο την επιτευχθείσα απόδοσή τους μπορεί να οδηγήσει σε λάθος συμπεράσματα. Οι προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις θα υπολογιστούν με βάση την απόδοση ανά μονάδα κινδύνου και τη διαφορική απόδοση, όπως αυτές αναλύονται στη συνέχεια του παρόντος κεφαλαίου.

Απόδοση

Η κύρια μεταβλητή που επιτρέπει την ανάλυση της επίδοσης των Α/Κ είναι η απόδοση του, καθώς μετρά το ρυθμό με τον οποίο αυξάνεται ή μειώνεται ο πλούτος του επενδυτή. Ο όρος «απόδοση» μπορεί να χρησιμοποιηθεί με διάφορους τρόπους (πραγματοποιηθείσα, αναμενόμενη, απαιτούμενη). Στην παρούσα μελέτη θα αναφερόμαστε στις πραγματοποιηθείσες ή ιστορικές αποδόσεις, που είναι οι πραγματικές αποδόσεις ενός Α/Κ για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Οι αποδόσεις αυτές είναι συγκρίσιμες με τις αποδόσεις των άλλων Α/Κ στην ίδια κατηγορία και οδηγεί σε μια σειρά κατάταξης που αποτελεί την πιο απλοϊκή μορφή αξιολόγησης της επίδοσης των διαχειριστών.

Για τον υπολογισμό της απόδοσης μιας επένδυσης απαιτείται κατ' αρχήν ο προσδιορισμός του χρονικού ορίζοντα για τον οποίο κατέχουμε την επένδυση. Έτσι, απόδοση ενός Α/Κ είναι η διαφορά μεταξύ της τιμής εξαγοράς ενός μεριδίου (συμπεριλαμβανομένων και των μερισμάτων που τυχόν διανεμήθηκαν) κατά τη χρονική περίοδο t και της τιμής διάθεσης κατά τη χρονική περίοδο $t-1$, διαιρούμενης με την τιμή διάθεσης κατά τη χρονική περίοδο $t-1$:

$$r_{pt} = \frac{TE_t - T\Delta_{t-1} + D_t}{T\Delta_{t-1}}$$

όπου r_{pt} είναι η απόδοση του Α/Κ, D_t τα μερίσματα που αποκόπτονται στο τέλος του έτους, TE_t η τιμή εξαγοράς του μεριδίου για την περίοδο t και $T\Delta_{t-1}$ η τιμή διάθεσης του μεριδίου την περίοδο $t-1$.

Αξιολογώντας την απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι ουσιώδες να μην περιοριζόμαστε στην εξέταση της απόδοσης που πέτυχε το τελευταίο έτος, αλλά να εξετάζουμε τις αποδόσεις του για μία σειρά ετών. Πολλοί αναλυτές ισχυρίζονται ότι η ολοκληρωμένη μελέτη των αποδόσεων απαιτεί στοιχεία τριών έως πέντε ετών.

Μέτρηση Απόδοσης

Στην παρούσα μελέτη θα χρησιμοποιηθούν οι τιμές όλων των Ελληνικών μετοχικών Α/Κ που έχουν συνεχή παρουσία στην κατηγορία αυτή για την περίοδο 1/1/98-31/12-03. Από τις τιμές αυτές θα υπολογιστούν:

- **Ημερήσιες αποδόσεις σύμφωνα με τον τύπο:**

$$A_t = \frac{(KTM_t - KTM_{t-1})}{KTM_{t-1}} * 100$$

όπου KTM_t είναι η καθαρή τιμή μεριδίου μια εργάσιμη ημέρα t , KTM_{t-1} η καθαρή τιμή μεριδίου κατά την προηγούμενη εργάσιμη ημέρα και A_t η απόδοση κατά την ημέρα t εκφρασμένη σε ποσοστιαίες μονάδες.

- **Ετήσιες αποδόσεις σύμφωνα με τον τύπο:**

$$A_t = \frac{(KTM_t - KTM_{t-1})}{KTM_{t-1}} * 100$$

όπου KTM_t είναι η καθαρή τιμή μεριδίου κατά την τελευταία εργάσιμη ημέρα του έτους t , KTM_{t-1} η καθαρή τιμή μεριδίου κατά την τελευταία εργάσιμη ημέρα του προηγούμενου έτους και A_t η απόδοση κατά το έτος t εκφρασμένη σε ποσοστιαίες μονάδες.

- **Τριετής αποδόσεις σύμφωνα με τον τύπο:**

$$A_t = \frac{(KTM_t - KTM_{t-3})}{KTM_{t-3}} * 100$$

όπου KTM_t είναι η καθαρή τιμή μεριδίου κατά την τελευταία εργάσιμη ημέρα του έτους t , KTM_{t-3} η καθαρή τιμή μεριδίου κατά την τελευταία εργάσιμη ημέρα τριών ετών πριν και A_t η απόδοση κατά το έτος t εκφρασμένη σε ποσοστιαίες μονάδες.

Απόδοση Προσαρμοσμένη στον Κίνδυνο

Η αξιολόγηση των Α/Κ με βάση μόνο την επιτευχθείσα απόδοσή τους οδηγεί σε λάθος συμπεράσματα. Για να γίνει η σύγκριση μεταξύ των αποδόσεων Α/Κ, θα πρέπει πέραν της απόδοσης να υπολογιστεί και μια δεύτερη παράμετρος, αυτή του κινδύνου της απόδοσης. Οι αποδόσεις των Α/Κ έχουν επιτευχθεί μέσω διαφορετικής σύνθεσης του χαρτοφυλακίου τους. Η διαφορετική αυτή σύνθεση προσδιορίζει ως επί το πλείστον και το επίπεδο του κινδύνου που εμπεριέχεται σ' αυτά.

Προκειμένου να προσδιοριστεί ο κίνδυνος που παρουσιάζει ένα αμοιβαίο κεφάλαιο και γενικότερα ένα χαρτοφυλάκιο έχουν προταθεί διάφοροι μέθοδοι μέτρησης. Αυτό που θα πρέπει να θυμάται πάντα ο επενδυτής είναι ότι οι μέθοδοι βασίζονται σε ιστορικά στοιχεία και συνεπώς δεν εγγυώνται για το τι θα συμβεί στο μέλλον. Αμοιβαίο. Στη διεθνή βιβλιογραφία χρησιμοποιούνται δυο μέτρα επικινδυνότητας (εκτιμητές του κινδύνου) των Α/Κ:

- Ο συνολικός κίνδυνος του Α/Κ, ο οποίος προσεγγίζεται από την τυπική απόκλιση (σ_i) των αποδόσεών τους και εκφράζει την απόκλιση όλων των αποδόσεων από τη μέση απόδοση που παρουσιάζει το αμοιβαίο κεφάλαιο. Όσο μεγαλύτερη είναι η μέση απόκλιση τετραγώνου τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος που παρουσιάζει το συγκεκριμένο αμοιβαίο
- Ο συστηματικός κίνδυνος (β_i) ή Beta του Α/Κ, που μετρά τη συσχέτιση (διακύμανση) των αποδόσεών του με αυτές του δείκτη που αντιπροσωπεύει την χρηματιστηριακή αγορά (ΓΔ).

Παρακάτω παραθέτουμε τα μέτρα/κριτήρια που λαμβάνουν υπ' όψιν τόσο την απόδοση, όσο και τον κίνδυνο που παρουσιάζει ένα χαρτοφυλάκιο και με τα οποία γίνονται συγκρίσεις μεταξύ χαρτοφυλακίων διαφορετικού κινδύνου.

⇒ **Απόδοση ανά μονάδα κινδύνου.** Θα ήταν σωστό η αξιολόγηση των A/K να γίνεται με βάση την απόδοση ανά μονάδα κινδύνου. Οι γνωστότεροι δείκτες που χρησιμοποιούνται για τη μέτρηση της απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου είναι ο λόγος του Treynor (1965) και ο λόγος του Sharpe (1966):

Ο Treynor ήταν ο πρώτος που δημιούργησε δείκτη αξιολόγησης της αποδοτικότητας ενός αμοιβαίου κεφαλαίου που συγκρίνεται με άλλα αμοιβαία κεφάλαια λαμβάνοντας υπόψη τόσο το μακροοικονομικό όσο και το μικροοικονομικό επίπεδο στο οποίο λειτουργούν. Συγκεκριμένα από την απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου αφαίρεσε την απόδοση που θα μπορούσε να είχε επιτύχει ο επενδυτής τοποθετώντας τα χρήματά του σε έντοκα γραμμάτια του δημοσίου ή άλλη ανάλογη ακίνδυνη επένδυση. 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 είναι η πραγματοποιηθείσα απόδοση του A/K, r_f το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο και b_p ο συστηματικός κίνδυνος (βήτα) του A/K.

Ο δείκτης του Treynor είναι απόλυτα σύμφωνος με την επικρατούσα άποψη ότι καλά διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια εμφανίζουν μόνο συστηματικό κίνδυνο καθώς μέσω της διαφοροποίησης εξαλείφουν παντελώς τον μη συστηματικό κίνδυνο. και έχει μεγάλη ικανότητα να προβλέπει μελλοντικές τιμές και επομένως να προβλέπει την αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Ο Sharpe πρότεινε ένα καινούργιο δείκτη για τις περιπτώσεις εκείνες που ο δείκτης Treynor δεν αναμένεται να έχει ικανοποιητική ικανότητα πρόβλεψης.

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

όπου r_p είναι η πραγματοποιηθείσα απόδοση του A/K, r_f το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο και σ_p ο συνολικός κίνδυνος (τυπική απόκλιση) του A/K.

Η μόνη διαφορά από τον δείκτη του Treynor είναι ο παρανομαστής. Ο Sharpe αντικατέστησε την μέτρηση του συστηματικού κινδύνου με το συνολικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου $\sigma_{A/K}$. Στην περίπτωση που εξετάζονται ιστορικές τιμές, προσωρινά γεγονότα μπορεί να έχουν επιφέρει κάποιες αποκλίσεις στις αποδόσεις που δεν εξηγούνται από τον συστηματικό κίνδυνο αλλά αντικατοπτρίζονται στον συνολικό κίνδυνο με μεγαλύτερη ακρίβεια. Έτσι ο συνολικός κίνδυνος και κατά συνέπεια ο δείκτης Sharpe επιδεικνύει μεγαλύτερη ικανότητα μέτρησης στις ιστορικές τιμές. Φυσικά αν τα αμοιβαία κεφάλαια είναι διαφοροποιημένα δεν αναμένεται σοβαρή διαφορά στην κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων μεταξύ των δύο δεικτών.

Για την αξιολόγηση A/K με τους δείκτες Sharpe και Treynor θεωρούμε ότι αυτά με τη μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου είχαν και καλύτερη διαχείριση.

⇒ **Διαφορική απόδοση.** Σύμφωνα με τη μέθοδο της διαφορικής απόδοσης αρχικά υπολογίζουμε την απόδοση που θα έπρεπε να έχει το A/K με βάση το συστηματικό κίνδυνο (β_p) που εμπεριέχει, βρίσκοντας τη 'φυσιολογική απόδοση' του. Στη συνέχεια υπολογίζεται η διαφορά της πραγματοποιηθείσας από την φυσιολογική, που ονομάζεται μη φυσιολογική απόδοση:

$$N(r_p) = r_f + \beta_p (r_m - r_f)$$

$$a_p = r_p - N(r_p)$$

όπου $N(r_p)$ είναι η φυσιολογική απόδοση του A/K, a_p η μη φυσιολογική απόδοσή του, r_f το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο και r_m η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Τα A/K με την υψηλότερη και θετική μη φυσιολογική απόδοση κρίνονται ως αυτά με την καλύτερη διαχείριση.

Εναλλακτικά ο Jensen (1968) πρότεινε την εκτίμηση της παλινδρόμησης:

$$r_{p,t} - r_f = \hat{a}_{pt} + \hat{b}_p (r_{mt} - r_f) + e_{p,t}$$

όπου \hat{a}_{pt} είναι ο δείκτης του Jensen. Εάν ο δείκτης αυτός είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός ο διαχειριστής επέτυχε καλύτερη απόδοση από αυτήν που θα ανέμενε με βάση τον συστηματικό κίνδυνο που ανέλαβε, εάν είναι ίσος με το μηδέν επέτυχε την αναμενόμενη απόδοση, ενώ αν είναι μικρότερος του μηδέν ο διαχειριστής επικρίνεται για την επίδοσή του.

⇒ Η αξιολόγηση των χαρτοφυλακίων έχει εξελιχθεί σε μεγάλο βαθμό τις δυο τελευταίες δεκαετίες και η αποδοχή της σύγχρονης θεωρίας χαρτοφυλακίου έχει μετατρέψει τη διαδικασία της αξιολόγησης της επίδοσης, από μια διαδικασία απλών υπολογισμών της απόδοσης, σε μια λεπτομερειακή διερεύνηση του κινδύνου, της προέλευσής του, καθώς και της σχέσης του με την απόδοση.

Μέτρηση Απόδοσης Προσαρμοσμένης στον Κίνδυνο

Το πρώτο βήμα εξαγωγής της προσαρμοσμένης στον κίνδυνο απόδοσης είναι ο υπολογισμός των δυο μέτρων επικινδυνότητας (εκτιμητές του κινδύνου) των A/K, της τυπικής απόκλισης (σ_i) των αποδόσεών τους και του συστηματικού κινδύνου (β_i) ή Beta του A/K ως προς το ΓΔ του ΧΑΑ, ή αλλιώς του συνολικού και του συστηματικού κινδύνου αντίστοιχα.

Ο **συντελεστής βήτα** μετρά το συστηματικό κίνδυνο μιας μετοχής και κατ' επέκταση ενός A/K, δηλαδή μετρά την ευαισθησία της τιμής της συγκεκριμένης μετοχής στις κινήσεις της αγοράς. Το μέτρο του κινδύνου της αγοράς (ΓΔ) εξ ορισμού ισούται με τη μονάδα. Συμπερασματικά θα λέγαμε ότι

το β δείχνει την ευαισθησία της τιμής ενός A/K στις ανοδικές ή καθοδικές μεταβολές της χρηματιστηριακής αγοράς (ΓΔ).

Για την εκτίμηση του συντελεστή βήτα υπολογίζεται η ημερήσια απόδοση για κάθε A/K και οι αντίστοιχες αποδόσεις του δείκτη της αγοράς, χωριστά για κάθε έτος της περιόδου ενδιαφέροντος. Ο συντελεστής βήτα είναι η κλίση της ευθείας που αντιπροσωπεύει καλύτερα τις τιμές των παρατηρήσεων που έχουν συλλεχθεί και υπολογίζεται με τη χρήση της συνάρτησης LINEST του EXCEL.

Η επιλογή του χρονικού διαστήματος συλλογής των παρατηρήσεων ασκεί σημαντική επίδραση στο αποτέλεσμα. Είναι επιθυμητό για τον υπολογισμό των συντελεστών βήτα να υπάρχουν πολλές παρατηρήσεις. Για το λόγο αυτό επιλέχτηκαν ημερήσιες αποδόσεις.

Η **τυπική απόκλιση** μετρά το συνολικό κίνδυνο μιας μετοχής και κατ'επέκταση ενός A/K. Εκφράζει την απόκλιση όλων των δυνατών αποδόσεων από τη μέση απόδοση που παρουσιάζει το A/K. Όσο μεγαλύτερη είναι η μέση απόκλιση τετραγώνου τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος που παρουσιάζει το συγκεκριμένο A/K. Η τυπική απόκλιση είναι η τετραγωνική ρίζα της διακύμανσης και δίνεται από τον τύπο:

$$s = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (A_t - \bar{A})^2}$$

όπου

\bar{A} = μέσος αριθμητικός ιστορικών αποδόσεων

A_t = Ιστορική απόδοση επένδυσης την περίοδο t

n = αριθμός ιστορικών αποδόσεων

Η τυπική απόκλιση στην παρούσα μελέτη υπολογίστηκε για κάθε έτος χωριστά με βάση ημερήσιες αποδόσεις και με τη χρησιμοποίηση της συνάρτησης STDEV του EXCEL.

⇒ Η διαδικασία υπολογισμού του beta και της τυπικής απόκλισης κάθε έτους παρουσιάζονται συνοπτικά (λόγω του όγκου των παρατηρήσεων) στο παράρτημα του παρόντος.

Στη συνέχεια υπολογίζονται για κάθε έτος οι δείκτες Sharpe, Treynor και Jensen, όπως έχουν αναλυθεί παραπάνω. Συγκεκριμένα:

$$T_{A/K} = (A_{A/K} - A_{EGED}) / \beta_{A/K}$$

όπου $T_{A/K}$ = ο δείκτης αξιολόγησης Treynor

$A_{A/K}$ = η απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου για το συγκεκριμένο έτος

A_{EGED} = Η ακίνδυνη απόδοση από επένδυση σε ετήσια έντοκα γραμμάτια του δημοσίου την ίδια περίοδο.

$\beta_{A/K}$ = Ο συστηματικός κίνδυνος βήτα του αμοιβαίου κεφαλαίου για την ίδια περίοδο,

$$S_{A/K} = (A_{A/K} - A_{EGED}) / \sigma_{A/K}$$

όπου $S_{A/K}$ = ο δείκτης αξιολόγησης Sharpe

$A_{A/K}$ = η απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου για το συγκεκριμένο έτος

A_{EGED} = Η ακίνδυνη απόδοση από επένδυση σε ετήσια έντοκα γραμμάτια του δημοσίου την ίδια περίοδο.

$\sigma_{A/K}$ = Ο συνολικός κίνδυνος του χαρτοφυλακίου (τυπική απόκλιση) για την ίδια περίοδο

και

$$(A_{A/K} - A_{EGED}) = \alpha_{A/K} + \beta_{A/K} (A_{GDXAA} - A_{EGED}) + \varepsilon_{A/K}$$

όπου $A_{A/K}$, A_{EGED} , $A_{GD\chi AA}$ οι αποδόσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου, του Έντοκου Γραμμάτιου του Ελληνικού Δημοσίου και του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου, αντίστοιχα. Το $\varepsilon_{A/K}$ συμβολίζει τις αποκλίσεις που εμφανίζει η απόδοση από τη γραμμή της παλινδρόμησης και έχει προσδοκώμενη τιμή ίση με το μηδέν. Οι παράμετροι $\alpha_{A/K}$ και $\beta_{A/K}$ είναι παράμετροι που εκτιμούνται από την παλινδρόμηση και είναι σταθεροί για το συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο και την περίοδο της ανάλυσης.

7.2 Μεθοδολογία διερεύνησης ύπαρξης επαναληπτικότητας

Μέχρι το σημείο αυτό έχει γίνει λεπτομερής περιγραφή τόσο των μεταβλητών που θα χρησιμοποιηθούν στην μελέτη, όσο και του τρόπου εξαγωγής τους από τα δεδομένα.

Οι εμπειρικές μέθοδοι που θα χρησιμοποιηθούν για την διεξαγωγή συμπερασμάτων θα είναι:

- η παλινδρόμηση της Σειράς Κατάταξης μεταξύ των διαδοχικών περιόδων με τη μέθοδο των ελαχίστων τετράγωνων
- η παλινδρόμηση του Επιπέδου Απόδοσης μεταξύ των διαδοχικών περιόδων με τη μέθοδο των ελαχίστων τετράγωνων
- στατιστικός έλεγχος των αποτελεσμάτων με τη χρήση της ελεγχοσυνάρτησης t-student
- winners-losers contingency tables analysis (ανάλυση πινάκων ενδεχομένων)
- στατιστικός έλεγχος των αποτελεσμάτων των παραπάνω πινάκων με τη βοήθεια της κατανομής χ^2
- ο συντελεστής συσχέτισης κατά τάξεις (συντελεστής Spearman)
- έλεγχος της στατιστικής σημαντικότητας του συντελεστή Spearman
- στρατηγική αγοράς των τριών καλύτερων και των τριών χειρότερων A/K με βάση την απόδοσή τους κατά το προηγούμενο έτος και άμεση σύγκρισή τους τόσο με τον ΓΔ του ΧΑΑ, όσο και με το μέσο όρο της κατηγορίας

Οι παραπάνω μέθοδοι θα εφαρμοστούν τόσο στις απόλυτες αποδόσεις, όσο και στις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις, για μεγαλύτερη εγκυρότητα και συνέπεια των αποτελεσμάτων.

Παρακάτω ακολουθεί λεπτομερής περιγραφή τους.

Επαναληπτικότητα στη σειρά κατάταξης

Ένας τρόπος που επιτρέπει τη διάγνωση της επαναληπτικότητας είναι η εξής παλινδρόμηση:

$$\Sigma K_{\tau} = \alpha + \beta \Sigma K_{\tau-1} + \varepsilon_{\tau}$$

όπου ΣK είναι η σειρά κατάταξης. Για να εφαρμοστεί η παραπάνω παλινδρόμηση απαιτείται η ύπαρξη των A/K και στις δυο περιόδους τ και $\tau-1$, με αποτέλεσμα ο αριθμός των A/K να περιορίζεται στα πρώτα έτη του δείγματος. Σύμφωνα με την παλινδρόμηση αυτή η επαναληπτικότητα διαπιστώνεται από το συντελεστή β . Αρνητικές τιμές του συντελεστή β σημαίνουν ανατροπή στη σειρά κατάταξης από περίοδο σε περίοδο, ενώ θετικές τιμές σημαίνουν ύπαρξη επαναληπτικότητας. Τιμές του β κοντά στο μηδέν ή απουσία στατιστικής σημαντικότητας του σημαίνει ύπαρξη διαρκούς εναλλαγής στις αποδόσεις, χωρίς όμως συστηματική κατεύθυνση.

Για τον υπολογισμό της παλινδρόμησης θα χρησιμοποιηθεί το λογισμικό E-VIEWS της εταιρίας MicroTSP.

Επαναληπτικότητα στο επίπεδο απόδοσης

Ο τρόπος εξέτασης της παλινδρόμησης που περιγράφηκε προηγουμένως χαρακτηρίζεται από μια αυστηρή ποσοτική καταγραφή της σειράς κατάταξης, καθώς τα A/K πρέπει να επιτυγχάνουν κατά κανόνα την ίδια σειρά κατάταξης για να διαπιστωθεί στατιστικά η επαναληπτικότητα, ενώ αλλαγή στη σειρά κατάταξης μπορεί να σημαίνει έλλειψη επαναληπτικότητας. Επαναληπτικότητα, όμως, με την ευρεία έννοια θα μπορούσε να σημαίνει επανάληψη της επίτευξης απόδοσης του ίδιου επιπέδου. Αν, δηλαδή, ένα A/K πέτυχε απόδοση A στη μια περίοδο, επαναληπτικότητα θα σήμαινε η επίτευξη

απόδοσης A και την επόμενη χρονική περίοδο, ενώ αντιστροφή στην επαναληπτικότητα θα σήμαινε η επίτευξη απόδοσης A ή Γ . Ο εναλλακτικός αυτός τρόπος υπολογισμού της ‘χαλαρής’ έννοιας της αποτελεσματικότητας έχει ισχυρά ποιοτικά στοιχεία και επιτρέπει και στα μικρότερα και νεοεισερχόμενα A/K να κριθούν κάτω από ένα πιο λογικευμένο πλαίσιο που αναγνωρίζει την αρχική απειρία. Η εκτίμηση της επαναληπτικότητας που γίνεται με τον τρόπο αυτό εφαρμόζεται μέσω της παλινδρόμησης:

$$EA_t = \alpha + \beta EA_{t-1} + \varepsilon_t$$

όπου EA συμβολίζει το επίπεδο της απόδοσης. Όπως και προηγουμένως το α και το β αποτελούν τους εκτιμητές της παλινδρόμησης.

Για τον υπολογισμό της παλινδρόμησης θα χρησιμοποιηθεί το λογισμικό E-VIEWS της εταιρίας MicroTSP.

Για την καλύτερη κατανόηση των πινάκων και την ερμηνεία των αποτελεσμάτων των παραπάνω παλινδρομήσεων αναφέρουμε τα εξής:

- ο στατιστικός έλεγχος των αποτελεσμάτων θα γίνεται με τη χρήση της ελεγχοσυνάρτησης t-student
- όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του t , τόσο μεγαλύτερη εμπιστοσύνη έχουμε στην αναγραφόμενη τιμή του συντελεστή β
- αν η τιμή του β είναι μικρότερη του 2 δεχόμαστε ότι η τιμή αυτή είναι στατιστικά ασήμαντη (ίση με μηδέν)

Ανάλυση πινάκων ενδεχομένων ‘νικητών’ και ‘ηττημένων’ (contingency tables analysis) και έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας τους

Η προσέγγιση αυτή είναι διαγραμματική. Αρχικά κατατάσσουμε τα A/K κατά σειρά απόδοσης από το καλύτερο στο χειρότερο και τα κατηγοριοποιούμε σαν νικητές και ηττημένους (winners and losers) για κάθε χρονιά, με αποτέλεσμα τα μισά A/K που βρίσκονται πάνω από τη διάμεσο να χαρακτηρίζονται ως ‘νικητές’ για την περίοδο αυτή και τα υπόλοιπα μισά που βρίσκονται κάτω από τη διάμεσο ως ‘ηττημένοι’. Στη συνέχεια χωρίζουμε έναν πίνακα σε 4 τεταρτημόρια. Στο πρώτο τεταρτημόριο (1) απεικονίζονται οι νικητές της πρώτης περιόδου που παρέμειναν νικητές και τη δεύτερη

εξεταζόμενη χρονική περίοδο, στο δεύτερο τεταρτημόριο (2) οι νικητές της πρώτης περιόδου που χειροτέρεψαν τις επιδόσεις τους και άρα είναι στους ηττημένους της επόμενης περιόδου, στο τρίτο τεταρτημόριο (3) οι ηττημένοι της πρώτης περιόδου που παρέμειναν ηττημένοι και την επόμενη περίοδο και στο τέταρτο τεταρτημόριο (4) οι ηττημένοι της πρώτης περιόδου που βελτίωσαν τις αποδόσεις του και ανήκουν στους νικητές της επόμενης περιόδου. Ο πίνακας θα έχει την εξής μορφή:

ΠΙΝΑΚΑΣ 7.1
ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΝΔΕΧΟΜΕΝΩΝ 'ΝΙΚΗΤΩΝ' ΚΑΙ 'ΗΤΤΗΜΕΝΩΝ'

		2η περίοδος	
		W	L
1η περίοδος	W	1	2
	L	4	3

Επειδή εξ' ορισμού τα μισά Α/Κ κάθε περιόδου είναι νικητές και τα άλλα μισά ηττημένοι, εάν δεν υπάρχει επαναληπτικότητα στην επίδοση ο αριθμός των Α/Κ σε κάθε τεταρτημόριο θα είναι ίδιος. Απόδειξη της ύπαρξης επαναληπτικότητας θα είναι (στατιστικά σημαντικοί) υψηλότεροι αριθμοί στον άνω αριστερό και στο κάτω δεξί τεταρτημόριο.

Επιπλέον, για να ελέγξουμε τη στατιστική σημαντικότητα των παραπάνω υπολογίζουμε την εξίσωση:

$$X^2 = \sum \frac{(O_i - E_i)^2}{E_i}$$

όπου O_i είναι ο αριθμός των παρατηρήσεων σε κάθε τεταρτημόριο, ενώ E_i είναι ο αναμενόμενος αριθμός παρατηρήσεων σε κάθε τεταρτημόριο. Η συνάρτηση χ^2 ακολουθεί την κατανομή χ -τετράγωνο με ένα βαθμό ελευθερίας σε 2×2 πίνακα. Το στατιστικό τεστ της χ -τετράγωνο χρησιμοποιείται με την υπόθεση ότι η πραγματική κατανομή είναι 50% σε κάθε τεταρτημόριο. Η κριτική τιμή είναι 3,841 σε επίπεδο εμπιστοσύνης 95% με ένα βαθμό ελευθερίας.

Συντελεστής συσχέτισης κατά τάξεις (συντελεστής Spearman)

Ο έλεγχος της διαχρονικής μεταβολής στην κατάταξη των Α/Κ με βάση την απόδοσή τους ή την επικινδυνότητά τους γίνεται με τον συντελεστή συσχέτισης κατά τάξεις (συντελεστής Spearman). Ο συντελεστής αυτός αποτελεί κατάλληλο κριτήριο στατιστικού ελέγχου συσχέτισης μεταβλητών, οι οποίες κατατάσσονται κατά αύξουσα ή φθίνουσα σειρά και δίνεται από τον τύπο:

$$r_s = 1 - \frac{6 \sum d_i^2}{n(n^2 - 1)}$$

όπου n είναι ο αριθμός των παρατηρήσεων και d η διαφορά της κατάταξης της απόδοσης ή του κινδύνου των Α/Κ μεταξύ δυο περιόδων. Τα όρια τιμών του συντελεστή αυτού είναι τα ίδια με του απλού συντελεστή συσχέτισης ($-1 < r_s < +1$). Παρόμοια είναι και η ερμηνεία του συντελεστή. Έτσι, αν τείνει στο -1 οι δυο εξεταζόμενες μεταβλητές συσχετίζονται αρνητικά, αν τείνει στο $+1$ συσχετίζονται θετικά, ενώ αν τείνει στο 0 οι δυο μεταβλητές είναι ασυσχέτιστες. Για τον έλεγχο της στατιστικής σημαντικότητας του συντελεστή του Spearman απαιτείται ο υπολογισμός της παρακάτω στατιστικής t :

$$t = \frac{r_s \sqrt{n-2}}{\sqrt{1-r_s^2}}$$

και η σύγκρισή του με την αντίστοιχη θεωρητική με $n-2$ βαθμούς ελευθερίας. Η κριτική τιμή είναι 2,093 σε επίπεδο εμπιστοσύνης 95% με 19 βαθμούς ελευθερίας (21 Α/Κ).

Δημιουργία χαρτοφυλακίων με βάση προγενέστερες αποδόσεις

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή τα Α/Κ κατατάσσονται σε κατηγορίες με βάση τις αποδόσεις της αμέσως προηγούμενης χρονικής περιόδου και στο τέλος της τρέχουσας χρονικής περιόδου συγκρίνεται η απόδοση κάθε κατηγορίας με το risk free rate συν κάποιο risk premium ή με κάποιο αντισπροσωπευτικό μετοχικό δείκτη. Τα αποτελέσματα της μεθόδου αυτής μας δείχνουν αν η επένδυση στην αρχή του έτους στα πιο αποδοτικά Α/Κ του προηγούμενου έτους μπορεί να αποφέρει, κατά μέσο όρο υψηλές αποδόσεις. Η ισχύς του παραπάνω σημαίνει και αυτόματα ύπαρξη επαναληπτικότητας στις αποδόσεις των Α/Κ.

Στην παρούσα μελέτη θα κατασκευάζεται κάθε χρόνο ένα χαρτοφυλάκιο που θα αποτελείται από τα τρία καλύτερα Α/Κ της προηγούμενης χρονιάς, καθώς και ένα χαρτοφυλάκιο που θα αποτελείται από τα τρία χειρότερα Α/Κ της προηγούμενης χρονιάς, σύμφωνα με την απόδοσή τους. Κάθε Α/Κ θα συμμετέχει εξ' ίσου στα χαρτοφυλάκιο που θα δημιουργούνται. Για παράδειγμα, για το 1999 θα συγκροτηθεί ένα χαρτοφυλάκιο, το οποίο θα απαρτίζεται από τα τρία πρώτα σε απόδοση Α/Κ του 1998, καθώς και ένα χαρτοφυλάκιο το οποίο θα απαρτίζεται από τα τρία τελευταία σε απόδοση Α/Κ του 1998. Στη συνέχεια θα υπολογίζεται η απόδοση των χαρτοφυλακίων αυτών για το 1999 και θα συγκρίνονται τόσο με τον ΓΔ του ΧΑΑ, όσο και με το μέσο όρο της κατηγορίας. Αν το χαρτοφυλάκιο των καλύτερων Α/Κ παρουσιάσει καλύτερη απόδοση σημαίνει ότι ενδεχομένως υπάρχει επαναληπτικότητα και ένας επενδυτής μπορεί να επιτύχει συνεχώς υπεραποδόσεις επενδύοντας στα καλύτερα Α/Κ των προηγούμενων ετών. Αντίθετα, αν το χαρτοφυλάκιο των χειρότερων Α/Κ παρουσιάσει χειρότερη απόδοση σημαίνει πάλι ότι υπάρχει επαναληπτικότητα, καθώς αν ένας επενδυτής επενδύσει σ' αυτό μπορεί να επιτύχει συνεχώς υποαποδόσεις.

Τα παραπάνω θα επαναληφθούν για όλα τα έτη της εξεταζόμενης περιόδου, καθώς και για τις διαδοχικές τριετίες 1998-2000 και 2001-2003.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ- ΑΓΟΡΑ Α/Κ-ΜΕΤΟΧΙΚΑ Α/Κ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΕΞΑΕΤΙΑ 1998-2003

4.1 Γενικά

Με την έναρξη του 1997 ξεκίνησε ένας καινούριος κύκλος τόσο για την ελληνική οικονομία, όσο και για το Χρηματιστήριο της Αθήνας. Στα τέλη του 1996 και στις αρχές του 1997, ολοκληρώθηκε ένας μεγάλος πτωτικό κύκλος της ελληνικής οικονομίας, ο οποίος ξεκίνησε στις αρχές του 1974 με τις πρώτες επιδράσεις της πετρελαϊκής κρίσης και ολοκληρώθηκε οριστικά προς τα τέλη του 1996, οπότε επιτεύχθηκε ένας υψηλός ρυθμός αύξησης του εθνικού προϊόντος και συγχρόνως ένας χαμηλός ρυθμός πληθωρισμού. Παράλληλα, την ίδια περίοδο ολοκληρώνεται και ένας χρηματιστηριακός κύκλος, όχι τόσο σε επίπεδο αποτίμησης των μετοχών ή δεικτών, αλλά περισσότερο ένας ποιοτικός κύκλος, κατά τη διάρκεια του οποίου περιφρουρείται η διαφάνεια, η φερεγγυότητα και η λειτουργικότητα του χώρου της ευρύτερης κεφαλαιαγοράς. Οι δυνάμεις της αγοράς απελευθερώθηκαν και με τη βοήθεια της θετικής διεθνούς συγκυρίας, ο επί σειρά ετών στάσιμος χώρος του Χρηματιστηρίου, «ζωντάνεψε» και αναπτύχθηκε.

Η άνοδος των ετών 1998 και 1999, πέρα από τις διεθνείς συγκυρίες και συνθήκες, οφείλεται ακριβώς στον τρόπο που αναπτύχθηκε ο θεσμός του Χρηματιστηρίου στην Ελλάδα. Οφείλεται στον ενθουσιασμό για το «καινούριο». Το «καινούριο» που, όμως το «ευρύτερο κοινό» δεν γνώριζε, καθώς το αντιμετώπισε ως μέσο εύκολου πλουτισμού. Και το οποίο - δυστυχώς - δεν πρόλαβε να μάθει, καθώς η πλεονεξία τιμωρήθηκε από τις εξελίξεις. Η πτώση του έτους 2000 υπήρξε ένα φυσιολογικό επακόλουθο της ανόδου που είχε προηγηθεί. Παρά τους υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, ο αργός ρυθμός των διαρθρωτικών αλλαγών και οι λιγοστές ιδιωτικοποιήσεις δεν ανέκοψαν την πτωτική πορεία των τιμών των μετοχών. Η διάρκεια και η ένταση της πτώσης απέδειξε, επίσης, πόσο εξαρτάται η πορεία μιας οικονομίας από την ψυχολογία των επενδυτών, καθώς και πόσο εύθραυστη είναι σε ένα ολιγοήμερο πάγωμα των αγορών, όπως αυτό που προκάλεσε το φοβερό τρομοκρατικό χτύπημα στις ΗΠΑ, τον Σεπτέμβριο του 2001.

Στη συνέχεια παρουσιάζεται η άνοδος και η πτώση του ΓΔ κατά την περίοδο 1997-2003 (ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1 – ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.1), καθώς και η πορεία της αξίας των συναλλαγών στο ΧΑΑ για την ίδια περίοδο (ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.2).

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1

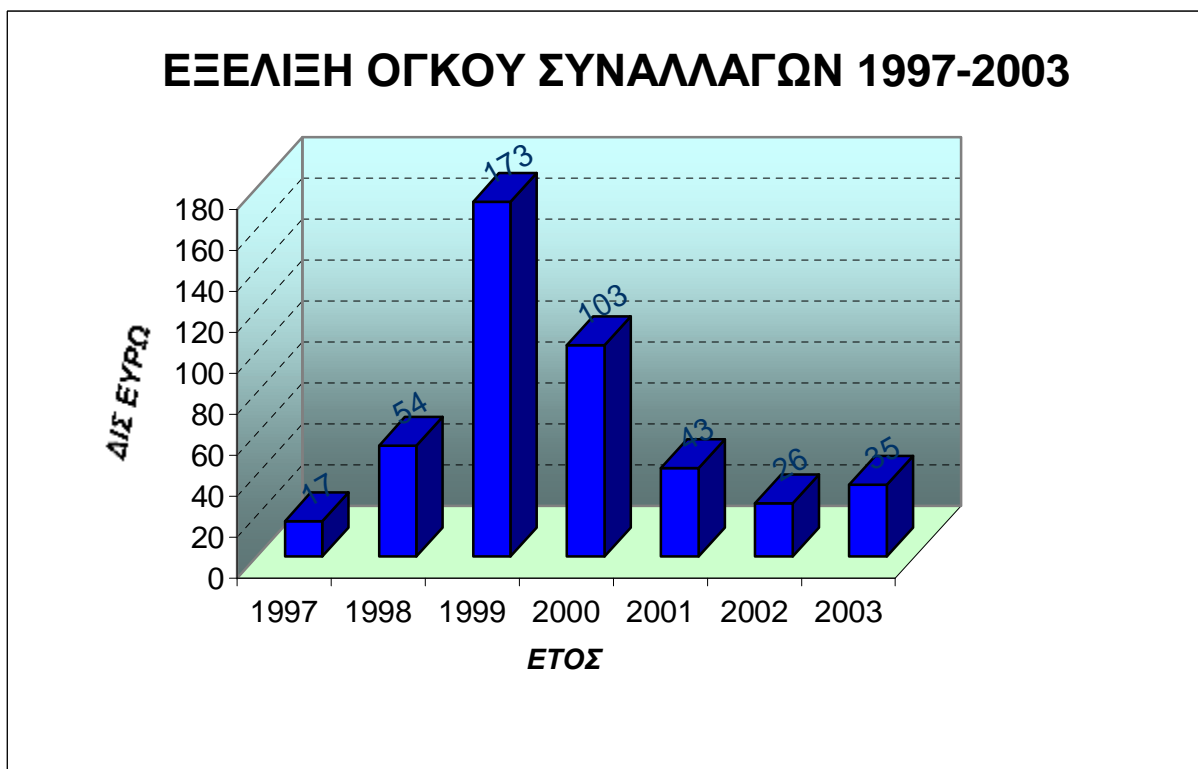
ΓΔ-ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ 1997-2003

ΕΤΟΣ	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ	ΕΤΗΣΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ %	ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ (ΔΙΣ ΕΥΡΩ)	ΕΤΗΣΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ %
1997	1479,63	-	17	
1998	2737,55	85,02%	54	217,65%
1999	5535,09	102,19%	173	220,37%
2000	3388,86	-38,77%	103	-40,46%
2001	2591,56	-23,53%	43	-58,25%
2002	1748,42	-32,53%	26	-39,53%
2003	2263,58	29,46%	35	34,62%

ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.1



ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.2



Παρακάτω ακολουθεί σύντομη περιγραφή της πορείας του κλάδου των Α/Κ, με αναφορές στα Μετοχικά Α/Κ Εσωτερικού, καθώς και του χρηματιστηριακού περιβάλλοντος που αναπτύχθηκαν, κατά την εξεταζόμενη περίοδο (1998-2003).

4.2 ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΕΤΟΥΣ 1998

Χρηματιστήριο

Οι ανοδικές τάσεις του 1997 ενισχύθηκαν και επιταχύνθηκαν κατά τη διάρκεια του 1998, έτος που σημαδεύτηκε, κυρίως, από την άνοδο των μετοχών της υψηλής κεφαλαιοποίησης. Οι παράγοντες που υποστήριξαν και ενίσχυσαν την ανοδική τάση ήταν η αρχική υλοποίηση της ΟΝΕ, η προσαρμοστική υποτίμηση της δραχμής, η εντονότατη δραστηριοποίηση των θεσμικών επενδυτών του εξωτερικού και του εσωτερικού και η ταχύτατη διάδοση του θεσμού του Χρηματιστηρίου και προσέλκυση εκατοντάδων χιλιάδων νέων επενδυτών σ' αυτό. Παρά την απειλητική εξέλιξη της διεθνούς χρηματιστηριακής κρίσης κατά το φθινόπωρο του 1998, σύντομα αποδείχτηκε ότι η ανοδική ορμή των παγκόσμιων χρηματιστηριακών αγορών ήταν τόσο ισχυρή, που δύσκολα θα μπορούσε να ανακοπεί. Συγκεκριμένα, στο τέλος του 1998 ο ΓΔ διαμορφώθηκε στις 2738 μονάδες, παρουσιάζοντας άνοδο 85,02%.

Η αξία των συναλλαγών στο ΧΑΑ κατά το 1998 παρουσίασε σημαντική άνοδο και ανήλθε σε 54 δις ευρώ, έναντι 17 δις ευρώ το 1997.

Αμοιβαία Κεφάλαια

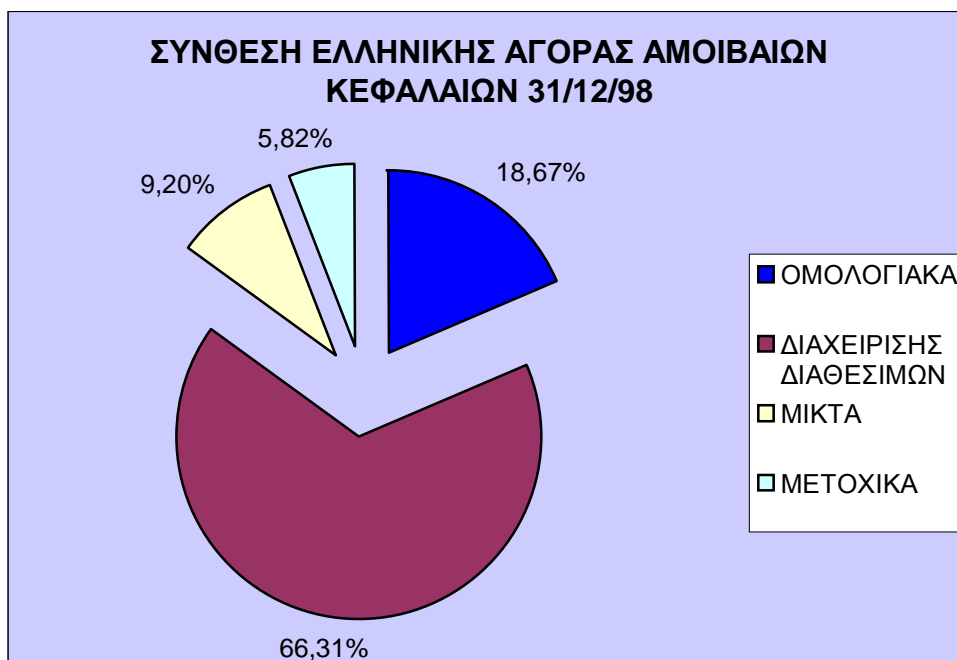
Το συνολικό ενεργητικό των Ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων στο τέλος του 1998 έφτασε τα 26,40 δις ευρώ, ενώ ο συνολικός τους αριθμός έφτασε τα 176, έναντι των 161 το 1997. Η σύνθεση της Ελληνικής αγοράς Αμοιβαίων κεφαλαίων ανά κατηγορία είχε ως εξής στο τέλος του 1998:

⇒ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	18,67%
⇒ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	66,31%

⇒ ΜΙΚΤΑ	9,20%
⇒ ΜΕΤΟΧΙΚΑ	5,82%

Στο σχεδιάγραμμα 4.3 απεικονίζεται η σύνθεση της αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων με βάση το ενεργητικό της 31/12/98.

ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.3



*Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια

⇒ Το ενεργητικό των Μετοχικών Α/Κ Εσωτερικού έφτασε τα 1,50 δις ευρώ στο τέλος του 1998.

⇒ Προκαλεί εντυπωσιασμό το γεγονός ότι παρά τη σημαντική άνοδο των τιμών των μετοχών και τις αποδόσεις της κατηγορίας αυτής, το μερίδιό αγοράς των Μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων είναι αρκετά χαμηλό (5,82%). Αντίθετα, το μερίδιο αγοράς των Αμοιβαίων κεφαλαίων Διαχείρισης Διαθεσίμων ήταν 66,31%, κάτι που αποδεικνύει τη συντηρητικότητα του επενδυτικού κοινού.

⇒ Πρώτο σε ετήσια απόδοση υπήρξε το A-TRUST HAMBROS ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ με ποσοστό 129,36%, ενώ η μέση απόδοση της κατηγορίας ήταν 81%

Στον πίνακα 4.2 παρουσιάζονται το ενεργητικό, η καθαρή τιμή και η ετήσια απόδοση όλων των τα μετοχικών Α/Κ Εσωτερικού την 31/12/98.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.2
ΜΕΤΟΧΙΚΑ Α/Κ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ΤΗΝ 31/12/98

	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ 31/12/98	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ
1	A-TRUST HAMBROS ΑΝΑΠΤ. ΜΤΧ ΕΣ.	50.292,00	29,1023	116,10%
2	A-TRUST HAMBROS ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	21.490,83	9,1993	129,36%
3	ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	20.299,34	10,6418	86,34%
4	ΑΛΙΣΟ ΕΥΡΟΒΑΝΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	101.834,19	23,4942	86,71%
5	ΑΛΡΗΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	78.969,92	10,6939	60,17%
6	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ	15.671,31	6,7260	44,41%
7	ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	17.840,06	6,6058	78,63%
8	ΒΑRCLAYS ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	10.139,40	9,4921	78,60%
9	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	20.352,16	7,7184	83,90%
10	ΓΕΝΙΚΗ ΚΑΤΑΣ/ΚΩΝ & ΥΠΟΔΟΜΗΣ	3.248,72	4,1936	72,02%
11	ΔΕΛΦΟΙ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	14.435,80	4,4346	69,83%
12	ΔΗΛΟΣ ΒLUE CHIPS	113.534,85	10,4671	94,75%
13	ΔΩΡΙΚΗ	9.631,69	8,2485	106,86%
14	ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	36.636,83	8,1663	69,75%
15	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	130.130,59	16,7727	93,90%
16	ΕΤΒΑ ΝΑΤ-WEST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	4.093,91	4,5812	27,58%
17	ΕΥΡΩΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ	9.884,08	10,4720	89,57%
18	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	8.581,07	6,6361	75,50%
19	ΙΝΤΕΡΑΜΕΡΙΚΑΝ ΔΥΝΑΜ.	275.022,74	25,4402	97,11%
20	ΙΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΣ ΙΝΔΕΧ FUND	35.856,20	8,3725	83,28%
21	ΙΟΝΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	42.488,63	10,7002	93,13%
22	ΚΟΣΜΟΣ ΙΝΒΕΣΤ	15.961,85	8,4760	73,60%
23	ΚΡΕΤΑFUND ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	6.482,76	9,5034	51,77%
24	MIDLAND-ΕΛΛΗΝΟΒΡ.	112.434,34	22,2647	119,26%
25	NATIONALE NEDERLANDEN	100.786,50	10,6966	104,32%
26	ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	9.038,88	9,0681	97,01%
27	SIGMA GREEK ΙΝΔΕΧ FUND	15.771,09	7,7672	81,90%
28	HELVETIA ΜΕΤΟΧΩΝ	14.714,60	7,8107	62,38%
29	ΜΕΤΡΟLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	5.737,34	9,4931	34,79%
30	ΧΙΟΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	50.186,35	16,8988	89,22%
31	ΙΝΤΕΡΝΑΤΙΟΝΑΛ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ *	9.476,16	7,0907	-
32	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ *	7.765,22	3,3928	-
33	ΛΑΪΚΗ ΤΕΛΕΣΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ *	2.274,39	3,1275	-
34	ΙΝΤΕΡΑΜΕΡΙΚΑΝ ΑΝ/ΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ *	20.049,89	6,7151	-

* έναρξη το 1998

4.3 ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΕΤΟΥΣ 1999

Χρηματιστήριο

Η ανοδική τάση συνεχίσθηκε στους πρώτους μήνες του 1999 σε βαθμό ώστε κατά το δεύτερο ήμισυ του έτους να ενταθεί περαιτέρω. Ο ΓΔ ξεκίνησε την έντονα ανοδική πορεία του την 1^η Αυγούστου 1999 και από τις 4.300 μονάδες αναρριχήθηκε στις 17 Σεπτεμβρίου στο υψηλότερο σημείο της ιστορίας του, στις 6.484,38 μονάδες. Πρόκειται για τη μεγαλύτερη άνοδο που γνώρισε ποτέ στην ιστορία του το Ελληνικό χρηματιστήριο, καθώς η «χρηματιστηριακή έξαρση» υπήρξε πιο μαζική από ποτέ και αφορούσε σε εκατοντάδες χιλιάδες επενδυτές με μία ευρύτερη γεωγραφική διασπορά. Συγκεκριμένα:

- ⇒ στα τέλη του 1999 ο αριθμός των ενεργών επενδυτών έφθανε στο 1.500.000.
- ⇒ κατά το 1999 ο μέσος ημερήσιος όρος συναλλαγών ξεπέρασε τα 220 δισεκατομμύρια δραχμές.
- ⇒ δραστηριοποιήθηκαν ξένοι θεσμικοί και ιδιώτες επενδυτές.

Η χώρα ζούσε στο ρυθμό των χρηματιστηριακών γεγονότων και η άνοδος του Χρηματιστηρίου ήταν επί εβδομάδες το κυριότερο θέμα της επικαιρότητας. Πολλά ήταν τα δημοσιεύματα της εποχής, τα οποία προσπαθούσαν σε λίγες γραμμές να περιγράψουν την ευφορία που είχε καταβάλλει τους επενδυτές, λόγω της 'καταπληκτικής' πορείας της Ελληνικής Οικονομίας. Παρατηρήθηκαν ισχυρές κερδοσκοπικές τάσεις με τον Γενικό Δείκτη και το επίπεδο των συναλλαγών να σημειώνουν καθημερινά νέα ανώτατα επίπεδα.

Η συσσωρευμένη όμως υπερτίμηση των τιμών των δεικτών, που σημειώθηκε το 1999, έμελλε να διοχετευτεί σε μια πτωτική προσαρμογή, η οποία ξεκίνησε το Σεπτέμβριο του 1999, με αποτέλεσμα ο ΓΔ να κλείσει τη χρονιά στις 5.535,09 μονάδες σημειώνοντας συνολικά άνοδο 102,19%.Ανάλογη ήταν και η εξέλιξη της αξίας συναλλαγών κατά τη διάρκεια του 1999 που έφτασε τα 173 δις ευρώ, σημειώνοντας για δεύτερη συνεχόμενη χρονιά αύξηση 218%.

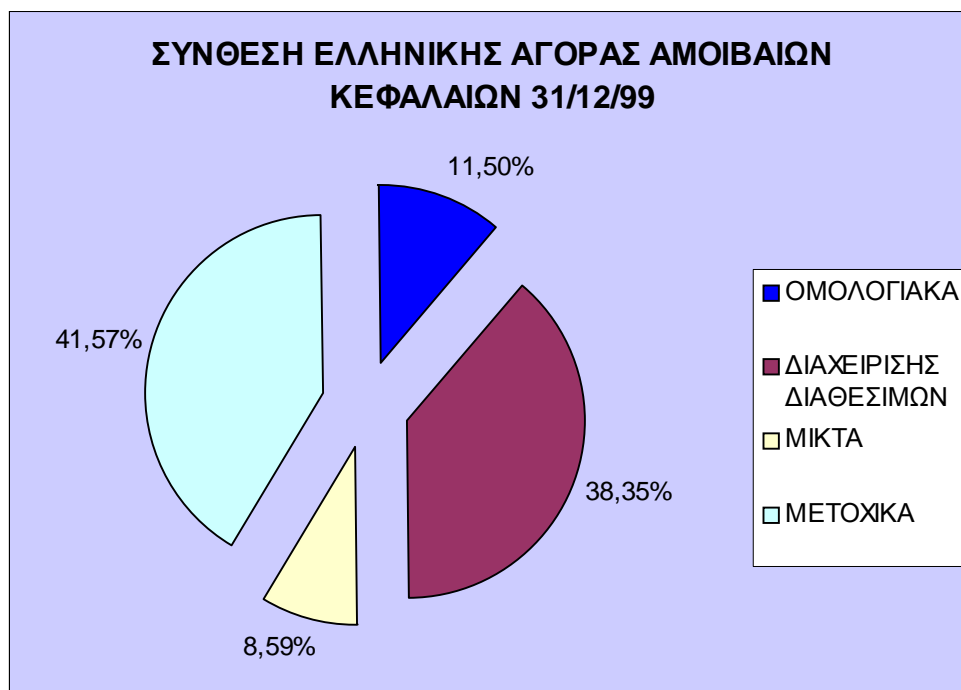
Αμοιβαία Κεφάλαια

Μέσα σ' αυτό το κλίμα, το συνολικό ενεργητικό των Ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων έφτασε στο ορόσημο των 35,22 δις ευρώ, ενώ ο συνολικός τους αριθμός έφτασε τα 208, έναντι 176 το 1998. Η σύνθεση της Ελληνικής αγοράς Αμοιβαίων κεφαλαίων ανά κατηγορία είχε ως εξής στο τέλος του 1999:

⇒ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	11,50%
⇒ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	38,35%
⇒ ΜΙΚΤΑ	8,59%
⇒ ΜΕΤΟΧΙΚΑ	41,57%

Στο σχεδιάγραμμα 4.4 απεικονίζεται η σύνθεση της αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων με βάση το ενεργητικό της 31/12/99.

ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.4



*Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια

⇒ Το ενεργητικό των Μετοχικών Α/Κ Εσωτερικού έφτασε τα 14 δις ευρώ στο τέλος του 1999, ενώ τα μερίδιά τους ανήλθαν σε 835 εκ.

⇒ Προκαλεί εντυπωσιασμό η σημαντική αύξηση του μεριδίου αγοράς των Μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων (από 5,82% το 1998 σε 41,57% το 1999) και η αντίστοιχη απώλεια μεριδίου αγοράς των Αμοιβαίων κεφαλαίων Διαχείρισης Διαθεσίμων (από 66,31% το 1998 σε 38.35% το 1999).

⇒ Πρώτο σε ετήσια απόδοση υπήρξε το Α-TRUST HAMBROS ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ με ποσοστό 245,08%, ενώ η μέση απόδοση της κατηγορίας ήταν 115%

⇒ Η άνοδος των τιμών των μετοχών αντικατοπτρίζεται στις υψηλές αποδόσεις της κατηγορίας αυτής, αλλά και στην έναρξη λειτουργίας πολλών νέων Α/Κ στην κατηγορία αυτή

Στον πίνακα 4.3 παρουσιάζονται το ενεργητικό, η καθαρή τιμή και η ετήσια απόδοση όλων των τα μετοχικών Α/Κ Εσωτερικού την 31/12/99.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.3
ΜΕΤΟΧΙΚΑ Α/Κ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ΤΗΝ 31/12/99

	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ
1	ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	442.846,66	96,5719	231,84%
2	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	231.345,56	31,7448	245,08%
3	ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	66.996,33	25,6834	141,34%
4	ΑΛΙΣΟ ΕΥΡΟΒΑΝΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	661.617,02	53,9885	129,79%
5	ALPHA ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	886.749,82	25,7837	141,11%
6	ΑΣΠΙΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	111.383,71	14,2878	112,43%
7	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	409.622,89	15,2850	131,39%
8	BARCLAYS ΜΕΤΟΧΙΚΟ FTSE/ASE - 20	24.393,25	15,7712	66,15%
9	ΓΕΝΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	255.486,43	18,8087	143,69%
10	ALPHA TRUST ΥΠΟΔΟΜΗΣ	193.678,65	13,7009	226,71%
11	ΔΕΛΦΟΙ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	141.100,51	10,8710	145,14%
12	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	1.131.600,88	25,1053	139,85%
13	ΔΩΡΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	79.146,00	23,7558	188,00%
14	ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	302.397,65	18,4332	125,72%
15	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	1.084.249,45	46,3631	176,42%
16	ΕΤΒΑ Π&Κ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	15.286,87	8,7565	91,14%

17	ΕΥΡΩΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ	614.039,62	32,2088	207,57%
18	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	70.001,47	15,9755	140,74%
19	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ	736.833,46	60,3490	137,22%
20	ΙΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΣ INDEX FUND	42.720,47	17,7940	112,53%
21	ΙΟΝΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	1.232.748,35	31,5180	194,55%
22	SOGEN INVEST ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	36.143,80	21,8925	158,29%
23	CRETAFUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	27.380,78	24,4387	157,16%
24	MIDLAND ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	433.003,67	64,6064	190,17%
25	NAT. NEDERLANDEΝ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	441.188,55	26,6881	149,50%
26	ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	279.550,99	27,4327	202,52%
27	SIGMA ΑΘΗΝΣ INDEX FUND	18.793,84	14,2242	83,13%
28	ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	121.414,53	21,3784	173,71%
29	ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	67.759,35	25,3891	167,45%
30	ΧΙΟΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΛΛ. ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ	184.645,63	36,8122	117,84%
31	INTERNATIONAL ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	107.944,24	16,7088	135,64%
32	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	101.470,29	8,1174	139,25%
33	ΛΑΪΚΗ ΤΕΛΕΣΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	158.544,39	10,4985	235,69%
34	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ	927.225,24	19,2298	186,36%
35	ΧΙΟΣ SMALL-CAP ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ. *	80.240,65	15,0120	-
36	ALLIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ *	180.557,59	10,5502	-
37	ΑΛΦΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ. *	548.011,74	6,2478	-
38	INTERAMERICAN ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ. *	178.438,74	12,8411	-
39	CITIFUND EQUITY *	127.988,26	4,3550	-
40	ΔΕΛΦΟΙ SMALL CAP ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ. *	547.278,06	7,7123	-
41	ΠΡΩΤΕΥΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ. *	177.487,89	5,2551	-
42	MIDLAND ΑΘΗΝΣ INDEX FUND *	8.783,57	4,3775	-
43	INTERNATIONAL ΕΤ. ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦ/ΣΗΣ *	30.562,00	8,4118	-
44	INTERNATIONAL NEXUS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ. *	3.451,21	7,5797	-
45	INTERAMERICAN ΟΛΥΜΠΙΟΝΙΚΗΣ *	800.610,42	5,6807	-
46	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΣΣ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ *	14.573,73	2,4738	-
47	INTERNATIONAL ΔΕΙΚΤΗΣ FT/S&P *	5.355,83	5,7149	-
48	ΕΥΡ.ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΣΣ. ΕΠΙΧΕΙΡ *	2.171,68	2,6395	-
49	NAT. NEDERLANDEΝ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧ. *	62.289,07	2,6453	-
50	BARCLAYS ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ *	4.469,55	5,9347	-
51	ΕΓΝΑΤΙΑ-ΑΘΗΝΑ ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤ. ΕΣ. *	5.634,63	2,9527	-
52	ΕΓΝΑΤΙΑ ΘΗΣΕΑΣ FTSE ASE 20 ΜΕΤ. ΕΣ. *	4.137,93	3,1532	-
53	ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ. *	10.629,49	2,9135	-
54	INTERNATIONAL REAL ESTATE ΜΕΤ.ΕΣ. *	1.555,39	5,5178	-

* έναρξη το 1999

4.4 ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΕΤΟΥΣ 2000

Χρηματιστήριο

Το 2000 αποτέλεσε περίοδο σημαντικής χρηματιστηριακής κάμψης. Οι δείκτες δεν αποτέλεσαν εξαίρεση σε μια διεθνώς πτωτική αγορά και ακολούθησαν φθίνουσα πορεία, ύστερα από την εξαιρετικά μεγάλη άνοδο του 1999. Ο Γενικός δείκτης τιμών του ΧΑΑ σημείωσε κατά το 2000 πτώση, η οποία επήλθε σταδιακά καθ' όλη τη διάρκεια του έτους, κλείνοντας στις 3.388,86 μονάδες, σημειώνοντας συνολικά ετήσια πτώση 38.77%. Η πτώση αυτή είναι η μεγαλύτερη των τελευταίων 20 ετών και πρέπει να θεωρηθεί σαν μια διεθνώς αρνητική συγκυρία ως προς την πορεία των δεικτών σε σχέση με το 1999.

Η εξέλιξη της αξίας συναλλαγών κατά τη διάρκεια του 2000 επηρεάστηκε από τη γενικότερη πορεία των τιμών των μετοχών, παρουσιάζοντας φθίνουσα πορεία, φτάνοντας τα 103 δις. ευρώ σημειώνοντας κάμψη 35,80% σε σχέση με το 1999.

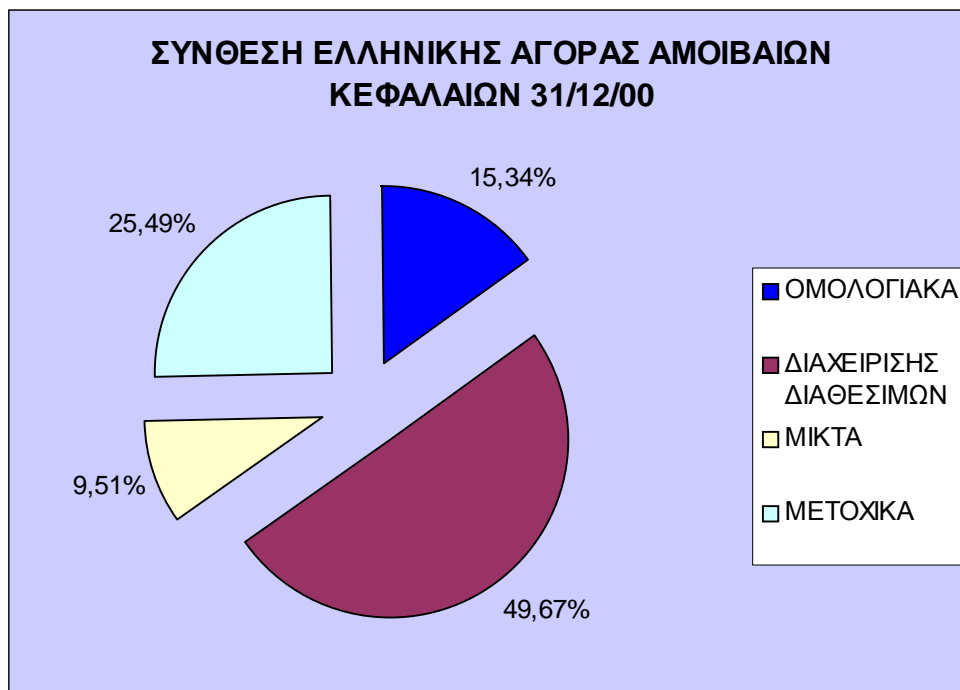
Αμοιβαία Κεφάλαια

Στις 31/12/00 το συνολικό ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων μειώθηκε στο ποσό των 30,88 δις ευρώ, ενώ ο συνολικός αριθμός τους έφτασε τα 265 έναντι 208 το 1999. Η μείωση της συνολικής αγοράς που παρατηρήθηκε οφείλεται σχεδόν αποκλειστικά στη μείωση του συνολικού ενεργητικού των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων εσωτερικού κατά 48.70%, που με τη σειρά της οφείλεται στην πτώση των τιμών στο ΧΑΑ, δεδομένου ότι ο αριθμός των μεριδίων στην κατηγορία αυτή παρουσίασε αύξηση. Η σύνθεση της Ελληνικής αγοράς Αμοιβαίων κεφαλαίων ανά κατηγορία είχε ως εξής στο τέλος του 2000:

⇒ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	15,34%
⇒ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	49,67%
⇒ ΜΙΚΤΑ	9,51%
⇒ ΜΕΤΟΧΙΚΑ	25,49%

Στο σχεδιάγραμμα 4.5 απεικονίζεται η σύνθεση της αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων με βάση το ενεργητικό της 31/12/00.

ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.5



*Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια

⇒ Προκαλεί εντυπωσιασμό η σημαντική αύξηση του μεριδίου αγοράς των Αμοιβαίων κεφαλαίων Διαχείρισης Διαθεσίμων (από 38,35% το 1999 σε 49,67% το 2000) και η αντίστοιχη απώλεια μεριδίου αγοράς των Μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων (από 41,57% το 1999 σε 25,49% το 2000), γεγονός που αποτελεί αντιστροφή της περσινής κατάστασης.

⇒ Το ενεργητικό των Μετοχικών Α/Κ Εσωτερικού έφτασε τα 7,34 δις ευρώ στο τέλος του 2000, ενώ τα μερίδιά τους ανήλθαν σε 901 εκ.

⇒ Η δραματική μείωση του συνολικού ενεργητικού των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων εσωτερικού οφείλεται στην πτώση των τιμών στο ΧΑΑ, δεδομένου ότι ο αριθμός των μεριδίων στην κατηγορία αυτή παρουσίασε αύξηση.

⇒ Πρώτο σε ετήσια απόδοση υπήρξε το BARCLAYS ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ με απόδοση -25,63%, ενώ η μέση απόδοση της κατηγορίας ήταν -38,47%

⇒ Να σημειωθεί ότι το Α-TRUST HAMBROS ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ που είχε καταλάβει την πρώτη θέση στην κατηγορία τα δυο προηγούμενα έτη, βρέθηκε στην 36^η θέση με απώλειες 48,72%

Στον πίνακα 4.4 παρουσιάζονται το ενεργητικό, η καθαρή τιμή και η ετήσια απόδοση όλων των μετοχικών Α/Κ Εσωτερικού την 31/12/00.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.4
ΜΕΤΟΧΙΚΑ Α/Κ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ΤΗΝ 31/12/00

ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ
1 ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	183.887,00	47,1888	-51,14%
2 ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	108.499,00	16,2735	-48,74%
3 ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	31.584,00	13,4655	-47,57%
4 ΑΛΙΣΟ ΕΥΡΟΒΑΝΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	301.441,00	27,1288	-49,75%
5 ALPHA ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	545.873,00	17,0499	-33,87%
6 ΑΣΠΙΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	64.762,00	7,8267	-45,22%
7 ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	262.217,00	9,4625	-38,09%
8 BARCLAYS ΜΕΤΟΧΙΚΟ FTSE/ASE - 20	15.199,00	11,7289	-25,63%
9 ΓΕΝΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	107.663,00	9,0727	-51,76%
10 ALPHA TRUST ΥΠΟΔΟΜΗΣ	93.305,00	7,9548	-41,94%
11 ΔΕΛΦΟΙ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	74.124,00	6,0190	-44,63%
12 ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	626.508,00	14,2836	-43,11%
13 ΤΕΛΕΣΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	37.044,00	13,3674	-43,73%
14 ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	166.203,00	10,7560	-41,65%
15 ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	590.338,00	25,9960	-43,93%
16 ΕΤΒΑ Π&Κ CAPITAL MET. ΕΣΩΤ.	11.497,00	4,6394	-47,02%
17 ΙΟΝΙΚΗ ΕΥΡΩΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ	296.496,00	17,5321	-45,57%
18 ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	42.104,00	9,4289	-40,98%
19 INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ	440.877,48	36,5806	-39,38%
20 ΙΟΝΙΚΗ ATHENS INDEX FUND	26.505,00	10,6751	-40,01%
21 ΙΟΝΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	595.570,00	17,0149	-46,02%
22 SOGEN INVEST ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	17.531,00	13,8423	-36,77%
23 EUROBANK VALUE INDEX MET. ΕΣΩΤ.	57.765,00	16,5872	-32,13%
24 HSBC ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	231.435,00	38,4499	-40,49%
25 NAT. NEDERLANDEN ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	207.215,00	15,4016	-42,29%
26 ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	117.472,00	14,1752	-48,33%
27 SIGMA ATHENS INDEX FUND	14.931,00	9,3326	-34,39%
28 ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	57.347,00	11,3547	-46,89%
29 ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	32.316,00	13,4867	-46,88%

30 ΧΙΟΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΛΛ. ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ	83.121,00	19,2381	-47,74%
31 INTERNATIONAL ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	38.319,00	7,0750	-57,66%
32 ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	47.883,00	3,6573	-54,95%
33 ΛΑΪΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	70.435,00	5,0171	-52,21%
34 INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ	358.585,47	9,3885	-51,18%
35 ΧΙΟΣ SMALL-CAP ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ.	34.670,00	7,3628	-50,95%
36 ALLIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ	74.313,00	5,3474	-49,31%
37 ALPHA ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	230.967,00	2,8315	-54,68%
38 INTERAMERICAN ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	82.077,77	8,3014	-35,35%
39 CITIFUND EQUITY	75.405,00	2,7054	-37,88%
40 ΔΕΛΦΟΙ SMALL CAP ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ.	235.821,00	3,5915	-53,43%
41 ΠΡΩΤΕΥΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	94.764,00	2,7744	-47,20%
42 HSBC ATHENS INDEX FUND	5.348,00	2,7728	-36,66%
43 INTERNATIONAL ET. ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦ/ΣΗΣ	8.912,00	3,3918	-59,68%
44 INTERNATIONAL SMALL CUP	1.314,00	3,5527	-53,13%
45 INTERAMERICAN ΟΛΥΜΠΙΟΝΙΚΗΣ	412.848,13	2,8655	-49,56%
46 ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΣΣ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ	8.313,00	0,9390	-62,04%
47 INTERNATIONAL BLUE CHIP	3.545,00	3,2686	-42,81%
48 ΕΥΡ.ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΣΣ. ΕΠΙΧΕΙΡ	1.687,00	1,4416	-45,38%
49 NAT. NEDERLANDEN ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧ.	41.009,00	1,2901	-51,23%
50 BARCLAYS ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ	3.237,00	3,2379	-45,44%
51 ΕΓΝΑΤΙΑ-ΑΘΗΝΑ ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤ. ΕΣ.	11.160,00	1,7014	-42,38%
52 ΕΓΝΑΤΙΑ ΘΗΣΕΑΣ FTSE ASE 20 ΜΕΤ. ΕΣ.	6.432,00	2,0697	-34,36%
53 ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	12.147,00	1,4820	-49,13%
54 EUROBANK GENESIS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ.	35.679,00	2,7461	-50,23%
55 INTERNATIONAL ΕΜΠ. ΔΡΑΣ. ΕΚΜ. ΓΗΣ *	1.556,86	2,6617	-
56 *ΔΗΛΟΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ & ΤΕΧΝ. (HI-TECH) *	26.068,00	1,3286	-

* έναρξη το 2000

4.5 ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΕΤΟΥΣ 2001

Χρηματιστήριο

Το αρνητικό κλίμα στο ΧΑΑ συνεχίστηκε και καθ' όλη τη διάρκεια του 2001. Η πτωτική πορεία του Γενικού Δείκτη μπορεί να αποδοθεί στην αρνητική διεθνή συγκυρία, η οποία έπληξε και τα μεγάλα χρηματιστήρια, όπως, του Λονδίνου, της Ν. Υόρκης, της Φρανκφούρτης και του Τόκιο, των οποίων οι δείκτες τιμών ακολούθησαν πτωτική πορεία. Η κρίση αυτή στις διεθνείς κεφαλαιαγορές είχε δυσμενείς επιπτώσεις και στην ψυχολογία του επενδυτικού κοινού. Συγκεκριμένα, στο τέλος του 2001 ο ΓΔ διαμορφώθηκε στις 2591.56 μονάδες, παρουσιάζοντας πτώση 23,53%.

Η αξία των συναλλαγών στο ΧΑΑ παρουσίασε σημαντική πτώση για δεύτερη συνεχόμενη χρονιά και το 2001 ανήλθε σε 43 δις ευρώ, έναντι 103 δις

ευρώ το 2000. Η μείωση αυτή οφείλεται κατά κύριο λόγο στην πτωτική πορεία των τιμών των μετοχών που συντέινει στην κακή ψυχολογία των επενδυτών και τη μείωση του συναλλακτικού ενδιαφέροντος.

Σαν θετικό στοιχείο της χρονιάς αυτής αξίζει να αναφέρουμε ότι η ελληνική κεφαλαιαγορά τον Μάιο του 2001, ανακηρύχθηκε από διεθνείς επενδυτικούς οίκους σε ώριμη αγορά. Η επιτυχία αυτή ήταν αποτέλεσμα της συλλογικής προσπάθειας που έγινε για την επιτυχή πορεία της οικονομίας της χώρας, των θετικών θεμελιωδών στοιχείων των εισηγμένων εταιριών, του εκσυγχρονισμού του θεσμικού κανονιστικού πλαισίου της κεφαλαιαγοράς και των τεχνολογικών και άλλων επιτευγμάτων που συντελέστηκαν στην αγορά μας.

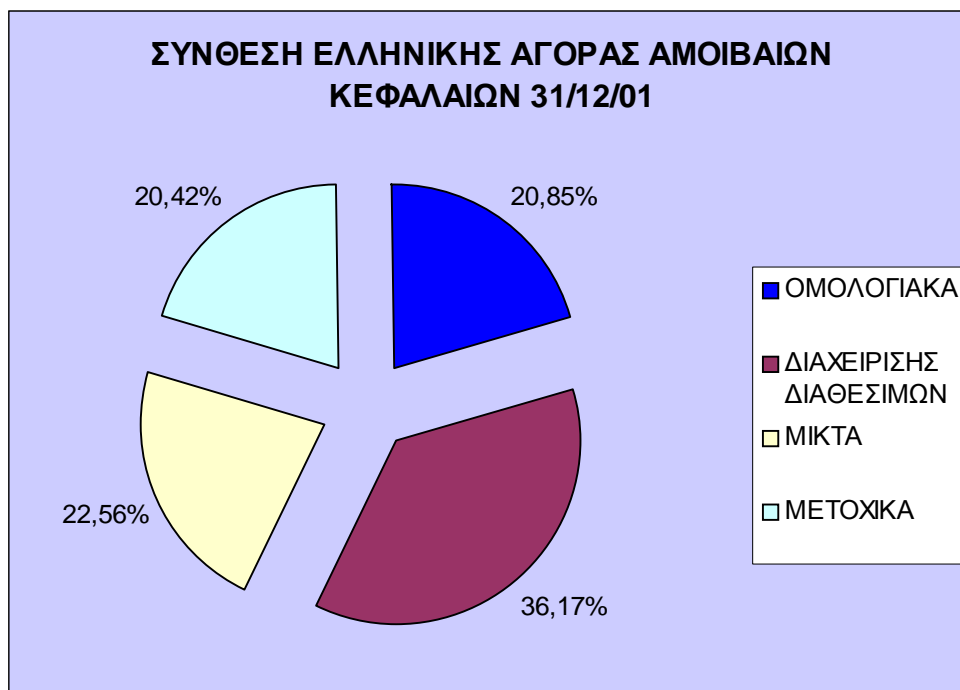
Αμοιβαία Κεφάλαια

Στις 31/12/01 το συνολικό ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσίασε ετήσια μείωση σε ποσοστό 13,25%, φτάνοντας τα 26.79 δις ευρώ, ενώ ο συνολικός αριθμός τους έφτασε τα 269 έναντι 265 το 2000. Η μείωση της συνολικής αγοράς Α/Κ εντός του 2001 που παρατηρήθηκε οφείλεται στη μείωση του συνολικού ενεργητικού των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων εσωτερικού, καθώς και των Αμοιβαίων κεφαλαίων Διαχείρισης Διαθεσίμων. Οι υψηλές εξαγορές μεριδίων από τα Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων, καθώς οι επενδυτές προτίμησαν τις τοποθετήσεις σε REPOS που προσέφεραν το 2001 υψηλότερες αποδόσεις, σε συνδυασμό με την πτωτική πορεία της Σοφοκλέους, είχαν ως αποτέλεσμα τη σημαντική υποχώρηση των υπό διαχείριση κεφαλαίων, παρά τις σημαντικές τοποθετήσεις σε Μικτά και Ομολογιακά Α/Κ. Η σύνθεση της Ελληνικής αγοράς Αμοιβαίων κεφαλαίων ανά κατηγορία είχε ως εξής στο τέλος του 2001:

⇒ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	20,85%
⇒ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	36,17%
⇒ ΜΙΚΤΑ	22,56%
⇒ ΜΕΤΟΧΙΚΑ	20,42%

Στο σχεδιάγραμμα 4.6 απεικονίζεται η σύνθεση της αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων με βάση το ενεργητικό της 31/12/01.

ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.6



*Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια

⇒ Προκαλεί εντυπωσιασμό η σημαντική απώλεια μεριδίου αγοράς τόσο των Αμοιβαίων κεφαλαίων Διαχείρισης Διαθεσίμων (από 49,67% 38,35% το 2000 σε 36,17% το 2001), όσο και των Μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων (από 25,49% το 2000 σε 20,42% το 2001)

⇒ Το ενεργητικό των Μετοχικών Α/Κ Εσωτερικού έφτασε τα 5,07 δις ευρώ στο τέλος του 2001, ενώ τα μερίδιά τους ανήλθαν σε 817 εκ.

⇒ Η δραματική μείωση του συνολικού ενεργητικού των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων εσωτερικού κατά 31% οφείλεται κυρίως στην πτώση των τιμών στο ΧΑΑ, δεδομένου ότι ο αριθμός των μεριδίων στην κατηγορία αυτή μειώθηκε μόνο κατά 9.45%

⇒ Πρώτο σε ετήσια απόδοση υπήρξε το Α-TRUST ΥΠΟΔΟΜΗΣ με απόδοση -13,27%, ενώ η μέση απόδοση της κατηγορίας ήταν -22,63%

Στον πίνακα 4.5 παρουσιάζονται το ενεργητικό, η καθαρή τιμή και η ετήσια απόδοση όλων των τα μετοχικών Α/Κ Εσωτερικού την 31/12/01.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.5
ΜΕΤΟΧΙΚΑ Α/Κ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ΤΗΝ 31/12/01

	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ
1	ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	114.942,84	35,5228	-24,72%
2	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	69.986,07	12,4995	-23,19%
3	ABN AMRO ΕΛΛΗΝΙΚΟ	20.014,65	9,9278	-26,27%
4	ALICO EUROBANK ΜΕΤΟΧΙΚΟ	175.871,19	19,9440	-26,48%
5	ALPHA ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	371.186,09	13,0234	-23,62%
6	ΑΣΠΙΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	44.734,93	5,4503	-30,36%
7	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	190.648,80	7,1264	-24,69%
8	HSBC ΜΕΤΟΧΙΚΟ FTSE/ASE - 20	18.257,89	9,5824	-18,30%
9	ΓΕΝΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	67.774,03	6,0801	-32,98%
10	ALPHA TRUST ΥΠΟΔΟΜΗΣ	77.159,73	6,8993	-13,27%
11	ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ ΚΑΙ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	44.172,68	4,5369	-24,62%
12	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	434.054,35	10,3174	-27,77%
13	ΤΕΛΕΣΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	25.655,89	10,3008	-22,94%
14	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	427.657,10	19,9068	-23,42%
15	ΕΤΒΑ Π&Κ CAPITAL ΜΕΤ. ΕΣΩΤ.	8.924,45	3,7132	-19,96%
16	ALPHA ΕΥΡΩΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ	195.577,87	12,9413	-26,18%
17	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	27.833,82	7,2080	-23,55%
18	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ	288.131,79	27,3143	-25,33%
19	ALPHA ATHENS INDEX FUND	27.779,42	8,1637	-23,53%
20	ALPHA ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ.	405.954,67	13,0029	-23,58%
21	SOGEN INVEST ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	12.268,99	10,6435	-23,11%
22	EUROBANK VALUE INDEX ΜΕΤ. ΕΣΩΤ.	190.672,27	13,3060	-19,78%
23	HSBC ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	141.135,98	29,8846	-22,28%
24	NAT. NEDERLANDEN ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	140.702,53	11,0855	-28,02%
25	ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	79.024,78	10,6199	-25,08%
26	SIGMA ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	13.665,84	7,3831	-20,89%
27	ALLIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	36.819,56	8,3418	-26,53%
28	ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	21.414,63	10,2271	-24,17%
29	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	117.600,13	14,1321	-26,54%
30	INTERNATIONAL ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	24.627,85	4,9956	-29,39%
31	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	37.227,23	2,9146	-20,31%
32	ΛΑΪΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	46.089,94	3,7967	-24,32%
33	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ	230.157,54	6,9372	-26,11%
34	ΠΕΙΡΑΙΩΣ MID CAP FTSE/ASE MID 40	22.545,99	5,0967	-30,78%
35	ALLIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ	47.276,92	3,8011	-28,92%
36	ALPHA ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	147.997,47	1,9442	-31,34%
37	INTERAMERICAN ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤ.	65.334,82	7,4750	-9,95%
38	CITIFUND EQUITY	54.208,92	2,0578	-23,94%

39	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP	142.005,64	2,3011	-35,93%
40	INTERNATIONAL ET. ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦ/ΣΗΣ	6.123,24	2,5398	-25,12%
41	INTERNATIONAL SMALL CUP	957,63	2,7374	-22,95%
42	INTERAMERICAN ΟΛΥΜΠΙΟΝΙΚΗΣ	334.793,64	2,4512	-14,46%
43	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΣΣ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ	4.729,58	0,5736	-38,91%
44	INTERNATIONAL BLUE CHIP	2.807,73	2,4811	-24,09%
45	ΕΥΡ.ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΣΣ. ΕΠΙΧΕΙΡ	1.226,93	1,1306	-21,58%
46	NAT. NEDERLANDEN ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧ.	24.926,85	0,8030	-37,76%
47	HSBC ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	2.462,11	2,7253	-15,83%
48	ΕΓΝΑΤΙΑ-ΑΘΗΝΑ ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤ. ΕΣ.	7.451,95	1,3629	-19,89%
49	ΕΓΝΑΤΙΑ ΘΗΣΕΑΣ FTSE ASE 20 ΜΕΤ. ΕΣ.	4.650,65	1,6483	-20,36%
50	EUROBANK GENESIS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ.	43.264,92	1,9448	-29,18%
51	INTERNATIONAL ΕΜΠ. ΔΡΑΣ. ΕΚΜ. ΓΗΣ	1.516,17	2,1439	-19,45%
52	ΔΗΛΟΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ &ΤΕΧΝ. (HI-TECH)	15.632,25	0,8853	-33,37%
53	ΑΣΠΙΣ 21ος ΑΙΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤ.	7.358,99	7,6767	-20,39%
54	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΣΑΙΑΣ-ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦ.	2.340,56	1,2884	-19,18%
55	ΔΗΛΟΣ TOP-30	14.636,90	1,4538	-24,25%
56	ΑΤΤΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	1.180,72	1,6370	-18,99%
57	ΑΣΠΙΣ ΒΟΡΕΙΟΥ ΕΛΛΑΔΟΣ ΜΕΤ. ΕΣΩΤ.	3.275,60	7,2821	-22,23%
58	ALLIANZ MILLENNIUM NEW TECH.	1.654,09	1,5131	-26,99%
59	ALLIANZ MILLENNIUM GOLD MEDAL	1.977,34	1,8462	-15,76%
60	ΔΗΛΟΣ ΧΡΗΜ/ΚΩΝ ΕΤΑΙΡ. FINANCIAL	3.719,49	1,9900	-16,53%
61	MARFIN MAXIMUM ΜΕΤ. ΕΣΩΤ.	2.697,36	1,8451	-24,70%
62	SOGEN ΑΚΡΟΠΟΛΙΣ MID CAP	1.285,68	1,4459	-26,28%
63	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛ. ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤ. ΕΣΩΤ.	959,17	1,5724	-20,32%
64	ΕΥΡ. ΠΙΣΤΗ ΝΕΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ	770,07	1,9123	-18,10%
65	ΕΥΡ. ΠΙΣΤΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΦΛΟΓΑ	1.165,91	2,0663	-14,22%
66	ΛΑΪΚΗ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΑΞΙΩΝ	4.002,81	2,0367	-20,91%
67	NOVABANK BLUE CHIPS	5.814,06	2,0287	-20,81%
68	NOVABANK SMALL CAP	1.911,45	1,9125	-24,70%
69	ΕΡΜΗΣ ΠΡΩΤΟΠΟΡΟΣ	6.416,23	1,9788	-23,52%
70	MARFIN PREMIUM	1.358,29	2,1770	-21,96%
71	MARFIN BETA PLUS	1.011,84	2,1710	-21,68%
72	MARFIN MEDIUM	950,58	2,2793	-16,33%
73	MARFIN GROWTH	995,62	1,8090	-
74	*ΑΒΝ ΑΜΡΟ BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ.	1.904,92	3,1794	-
75	*ALICO ΜΕΤ. ΕΣΩΤ. (ΜΕΣΑΙΑΣ&ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦ.)	3.167,62	10,8485	-
76	*SOGEN ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	2.288,61	3,1038	-
77	*ΙΒΓ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣ.	1.183,93	2,9278	-

* έναρξη το 2001

4.6 ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΕΤΟΥΣ 2002

Χρηματιστήριο

Η χρονιά αυτή αποδείχτηκε ως μια από τις χειρότερες στην ιστορία του ΧΑΑ, καθώς και μια από τις χειρότερες των τελευταίων 70 χρόνων, για το σύνολο των διεθνών αγορών, καθώς για πρώτη φορά από τις αρχές της δεκαετίας του 1930 σημειώνεται το φαινόμενο της εμφάνισης 3^{ης} αρνητικής χρονιάς, για τις κυριότερες Χρηματιστηριακές αγορές του ΟΟΣΑ. Χαρακτηρίστηκε από χαμηλούς ημερήσιους τζίρους, καθοδικές τάσεις των βασικότερων δεικτών και μειωμένο ενδιαφέρον από τους ιδιώτες επενδυτές. Η δυσμενής πορεία των μακροοικονομικών μεγεθών του συνόλου των χωρών της ευρωπαϊκής ένωσης, καθώς και η πτώση των κερδών των εισηγμένων για τρίτη συνεχή χρονιά επηρέασαν αρνητικά το εγχώριο χρηματιστηριακό κλίμα, με αποτέλεσμα η απώλεια του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου της Αθήνας, για το σύνολο του 2002, να φτάσει το -32,53%. Με βάση την απώλεια αυτή, η συνολική επίδοση του Γενικού Δείκτη κατά την τελευταία 3ετία φθάνει στο εκπληκτικό -68,41% (ή στο -72,49% από το υψηλότερο επίπεδο της 17/9/1999). Μία επίδοση η οποία σημαίνει ότι η Αγορά σε πτωτική φάση, ή πιο σωστά, σε μια σοβαρότατη κρίση.

Αντίστοιχα έχουν μειωθεί οι συναλλαγές, οι οποίες για το 2002 ανήλθαν σε 25 δις ευρώ, μειωμένες κατά 40% από το 2001, κάτι ιδιαίτερα ανησυχητικό διότι δείχνει τη μείωση του ενδιαφέροντος και της διάθεσης του κοινού.

Αμοιβαία Κεφάλαια

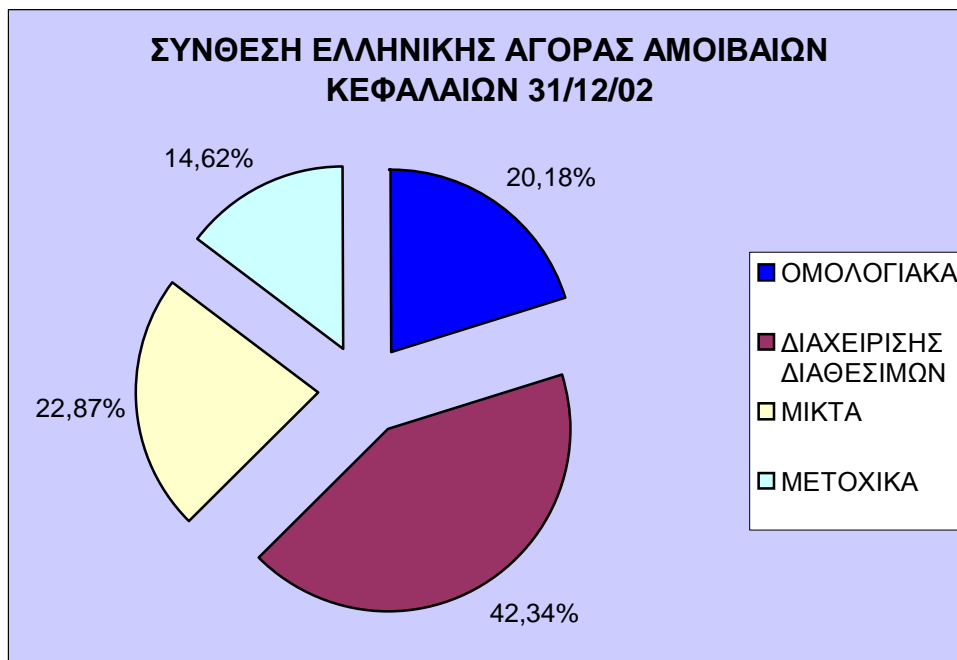
Στις 31/12/02 το συνολικό ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσίασε ετήσια μείωση σε ποσοστό 5,26%, φτάνοντας τα 25,38 δις ευρώ. Η μείωση της συνολικής αγοράς Α/Κ που παρατηρήθηκε οφείλεται στη μείωση του συνολικού ενεργητικού των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων εσωτερικού, καθώς και των ομολογιακών Αμοιβαίων κεφαλαίων. Στην τελική διαμόρφωση του ενεργητικού της αγοράς συνέβαλε θετικά η σημαντική στροφή των επενδυτών στα Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων, τα οποία σημείωσαν αύξηση 11,11%. Ο συνολικός αριθμός τους έφτασε τα 260 έναντι 265 το 2001, μετά

από διάφορες μεταβολές κατά τη διάρκεια του έτους (αλλαγές κατηγοριών, συγχωνεύσεις, διασπάσεις κ.α.). Η σύνθεση της Ελληνικής αγοράς Αμοιβαίων κεφαλαίων ανά κατηγορία είχε ως εξής στο τέλος του 2002:

⇒ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	20,18%
⇒ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	42,34%
⇒ ΜΙΚΤΑ	22,87%
⇒ ΜΕΤΟΧΙΚΑ	14,62%

Στο σχεδιάγραμμα 4.7 απεικονίζεται η σύνθεση της αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων με βάση το ενεργητικό της 31/12/02.

ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.7



*Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια

⇒ Το ενεργητικό των Μετοχικών Α/Κ Εσωτερικού έφτασε τα 3,39 δις ευρώ στο τέλος του 2002, ενώ τα μερίδιά τους ανήλθαν σε 720 εκ.

⇒ Η δραματική μείωση του συνολικού ενεργητικού των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων εσωτερικού κατά 33,13% οφείλεται κυρίως στην

κατά 32,53% πτώση του ΓΔ στο ΧΑΑ, δεδομένου ότι ο αριθμός των μεριδίων στην κατηγορία αυτή μειώθηκε μόνο κατά 11,79%

⇒ Προκαλεί εντυπωσιασμό η σημαντική απώλεια μεριδίου αγοράς των Μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων (από 20,42% το 2001 σε 14,62% το 2002)

⇒ Πρώτο σε ετήσια απόδοση υπήρξε το Εγνατία ΑΘΗΝΑ Δυναμικό (Μετοχών Εσωτ.) με απόδοση -8,13%, ενώ η μέση απόδοση της κατηγορίας ήταν -27,24%

⇒ Δέκα από τα Α/Κ της κατηγορίας αυτής πέτυχαν αποδόσεις καλύτερες του -20%, παρά τις αντίξοες συνθήκες

Στον πίνακα 4.6 παρουσιάζονται το ενεργητικό, η καθαρή τιμή και η ετήσια απόδοση όλων των τα μετοχικών Α/Κ Εσωτερικού την 31/12/02.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.6
ΜΕΤΟΧΙΚΑ Α/Κ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ΤΗΝ 31/12/02

	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ
1	ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	63.548,65	22,4436	-36,82%
2	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (Μετοχικό Εσωτ.)	42.875,35	8,5775	-31,38%
3	ABN-AMRO (Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ.)	11.957,51	6,9728	-29,76%
4	ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	366.326,10	8,9761	-31,08%
5	ΑΣΠΙΣ Α/Κ (Μετοχών Εσωτ.)	27.970,54	3,6008	-33,93%
6	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	118.138,71	4,5796	-35,74%
7	HSBC Μετοχών Εσωτ.-FTSE/ASE-20	11.533,35	6,853	-28,48%
8	ΓΕΝΙΚΗ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	40.449,65	3,7089	-39,00%
9	ALPHA TRUST ΥΠΟΔΟΜΗΣ (Μετοχικό Εσωτ.)	45.119,04	4,8607	-29,55%
10	ΔΗΛΟΣ Υποδομής & Κατασκευών (Μετοχικό Εσωτ.)	36.561,29	3,9063	-13,90%
11	ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	286.111,29	7,2436	-29,79%
12	ΕΡΜΗΣ (Μετοχικό Εσωτ.)	269.416,38	13,1691	-33,85%
13	Α/Κ ΕΤΒΑ Π&Κ Capital Μετοχικό Εσωτερικού	6.490,56	2,65	-28,63%
14	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	19.246,53	5,1722	-28,24%
15	INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	190.528,07	19,7745	-27,60%
16	ALPHA Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού	27.027,54	5,6288	-31,05%
17	ALPHA Blue Chips Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	378.945,29	9,18	-29,40%
18	SOGEN INVEST Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	8.041,70	7,9323	-25,47%
19	EUROBANK Value Index Μετοχικό Εσωτερικού	217.491,54	10,4543	-21,43%
20	HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	88.683,21	22,7431	-23,90%
21	NATIONALE NEDERLANDEN (Αναπτυξιακό-Μετοχ. Εσ.)	96.643,47	8,1299	-26,66%

22	Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ.)	65.533,31	9,0263	-15,01%
23	SIGMA Μετοχών Εσωτ. FTSE/ASE-20	8.957,28	5,1537	-30,20%
24	ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	22.377,21	5,3533	-35,83%
25	METROLIFE (Μετοχικό Εσωτ.)	13.345,17	6,8772	-32,76%
26	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχών Εσωτερικού	77.343,54	9,9036	-29,92%
27	INTERNATIONAL (Αναπτυξιακό Εσωτ.)	18.518,14	3,8056	-23,82%
28	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μετοχικό Εσωτ.	25.407,43	2,1379	-26,65%
29	ΛΑΪΚΗ Μετοχικό Εσωτ.	29.845,85	2,7175	-28,42%
30	INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτ.	159.693,30	5,0983	-26,51%
31	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Mid Cap FTSE/ASE MID-40 (Μετοχών Εσωτ.)	14.181,56	3,5163	-31,01%
32	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής (Μετοχ. Εσωτ.)	28.117,04	2,4268	-36,16%
33	INTERAMERICAN Μετοχικό Εσωτερικού	51.772,02	5,9233	-20,76%
34	CitiFund Equity (Μετοχών Εσωτερικού)	33.268,82	1,3792	-32,98%
35	ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	94.133,84	1,581	-31,29%
36	INTERNATIONAL Μεσαίας Κεφαλ/σης FTSE/ASE MID-40	4.401,77	1,9178	-24,49%
37	INTERNATIONAL Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	1.702,18	2,0957	-23,44%
38	INTERAMERICAN Ολυμπιονίκης Μετοχ. Εσωτ.	218.212,44	1,7092	-30,27%
39	ΓΕΝΙΚΗ Α/Κ Αναπτυσσομένων Εταιριών Μετοχικό Εσωτ.	2.776,10	0,3537	-38,34%
40	INTERNATIONAL Blue Chip (Μετοχικό Εσωτ.)	1.640,03	1,7705	-28,64%
41	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυσ. Επιχ. (Μετοχ. Εσωτ.)	855,20	0,8451	-25,25%
42	NAT. NEDERLANDEN Δυναμικών Επιχ. (Μετοχ. Εσωτ.)	20.137,18	0,643	-19,93%
43	HSBC Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης Μετοχών Εσωτερικού	4.255,75	2,2414	-17,76%
44	Εγνατία ΑΘΗΝΑ Δυναμικό (Μετοχών Εσωτ.)	6.766,89	1,2521	-8,13%
45	Εγνατία ΘΗΣΕΑΣ FTSE ASE 20 (Μετοχών Εσωτ.)	3.332,82	1,2091	-26,65%
46	EUROBANK Α/Κ Genesis Μετοχικό Εσωτερικού	35.434,56	1,5754	-18,99%
47	INTERNATIONAL Εκμεταλ.Γης (Μετ. Εσωτ.)	1.736,32	1,6217	-24,36%
48	ΔΗΛΟΣ Πληροφ.&Τεχνολ. (Hi-Tech) (Μετοχικό Εσωτ.)	10.200,81	0,5826	-34,19%
49	ΑΣΠΙΣ Α/Κ 21ος ΑΙΩΝ (Μετοχών Εσωτ.)	6.464,31	6,0753	-20,86%
50	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ (ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛ.) ΕΣΩΤ.	1.794,19	1,0003	-22,36%
51	ΔΗΛΟΣ Top-30 (Μετοχικό Εσωτερικού)	10.219,78	1,1137	-23,39%
52	ΑΤΤΙΚΗΣ (Μετοχικό Εσωτ.)	1.198,47	1,1212	-31,51%
53	ΑΣΠΙΣ Α/Κ Β. ΕΛΛΑΔΟΣ (Μετοχών Εσωτ.)	2.280,73	5,0935	-30,05%
54	ALLIANZ Millennium New Technologies (Μετοχ. Εσωτ.)	958,03	1,0189	-32,66%
55	ALLIANZ Millennium Gold Medal (Μετοχ. Εσωτ.)	1.320,74	1,3607	-26,30%
56	ΔΗΛΟΣ Χρημ/κών Εταιριών (Financia) (Μετοχικό Εσωτ.)	3.588,92	1,7169	-13,72%
57	MARFIN Maximum Μετοχικό Εσωτερικού	1.682,47	1,3242	-28,23%
58	ΑΚΡΟΠΟΛΙΣ MID-CAP Μετοχικό Εσωτερικού	756,59	1,1627	-19,59%
59	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχικό Εσωτ.	924,41	1,223	-22,22%
60	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Νέα Οικονομία (Μετοχικό Εσωτ.)	577,81	1,4363	-24,89%
61	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Ολυμπιακή Φλόγα (Μετοχικό Εσωτ.)	793,44	1,5363	-25,65%
62	ΛΑΪΚΗ Επιλεγμένων Αξιών Μετοχικό Εσωτ.	2.436,28	1,503	-26,20%
63	NOVABANK Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.	4.117,11	1,441	-28,97%
64	NOVABANK Small Cap Μετοχικό Εσωτ.	1.525,71	1,4034	-26,62%
65	ΕΡΜΗΣ Πρωτοπόρος (Μετοχικό Εσωτ.)	5.792,99	1,4869	-24,86%
66	MARFIN Premium Μετοχικό Εσωτερικού	887,65	1,4836	-31,85%
67	MARFIN Beta Plus Μετοχικό Εσωτερικού	593,90	1,483	-31,69%
68	MARFIN Medium Μετοχικό Εσωτερικού	749,32	1,7534	-23,07%
69	MARFIN Growth Μετοχικό Εσωτερικού	463,10	1,0523	-41,83%
70	ABN AMRO Blue Chip (Μετοχικό Εσωτ.) *	1.969,31	2,5933	-
71	ALICO Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης *	4.010,01	7,7494	-
72	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΑΚ Μετοχικό Εσωτ. *	1.939,83	2,5486	-

73	IBG ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μετοχικό Εσωτερικού *	950,05	2,24	-
74	PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού *	1.990,63	2,3855	-
75	EUROBANK ΘΕΣΜ. ΧΑΡ/ΚΙΩΝ Α/Κ Μετ. Εσωτερικού *	1.229,83	2,7444	-
76	ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST Μετοχικό Εσωτερικού *	1.176,22	4,0042	-
77	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού *	70.378,20	14,3076	-

* έναρξη το 2002

4.7 ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΕΤΟΥΣ 2003

Χρηματιστήριο

Το 2003 αποτέλεσε περίοδο σημαντικής χρηματιστηριακής ανάκαμψης. Παρά το γεγονός ότι κατά τους δυο πρώτους μήνες οι άμεσες προοπτικές από τον επικείμενο πόλεμο στο Ιράκ, η παρατηρούμενη διάσταση μεταξύ ΗΠΑ και Ευρωπαϊκής Ένωσης, αλλά και η δημοσίευση των αποτελεσμάτων των εισηγμένων για το 2002 επιβεβαίωσε την άποψη ότι το επιχειρηματικό περιβάλλον επιδεινώνεται ραγδαία και αποτελεί ανασταλτικό παράγοντα στην προσπάθεια ανάκαμψης της Χρηματιστηριακής Αγοράς, με το τέλος του πρώτου τριμήνου, το απαισιόδοξο αυτό κλίμα ανατράπηκε και εμφανίστηκαν στο προσκήνιο αισιόδοξα μηνύματα. Έτσι, η Ελληνική Χρηματιστηριακή αγορά μετά από μια αδιάκοπη πτώση 3,5 χρόνων σημείωσε εντυπωσιακή άνοδο και από το κατώτερο σημείο της καθοδικής πορείας της, 1.467 μονάδες στις 31/3/2003, έως και το κλείσιμο της 10/6/2003, ο Γενικός Δείκτης σημείωσε κέρδη της τάξης του 27%. Ο ΓΔ έκλεισε τη χρονιά στις 2.263,58 μονάδες σημειώνοντας συνολικά άνοδο 29,46% από την αρχή του έτους. για να κλείσει στις 2.263,58 μονάδες, σημειώνοντας άνοδο 29,46%. Η άνοδος αυτή, εκτός από εξαιρετικά θετική εξέλιξη αφού ανέκοψε μία φάση πτώσης, παράλληλα ανέτρεψε μια εξαιρετικά αρνητική ψυχολογία, η οποία είχε, επί μακρόν, παγιωθεί στην αγορά.

Η εξέλιξη της αξίας συναλλαγών κατά τη διάρκεια του 2003 επηρεάσθηκε από τη γενικότερη πορεία των τιμών των μετοχών, φτάνοντας τα 35 δις. ευρώ σημειώνοντας αύξηση 40% σε σχέση με το 2002.

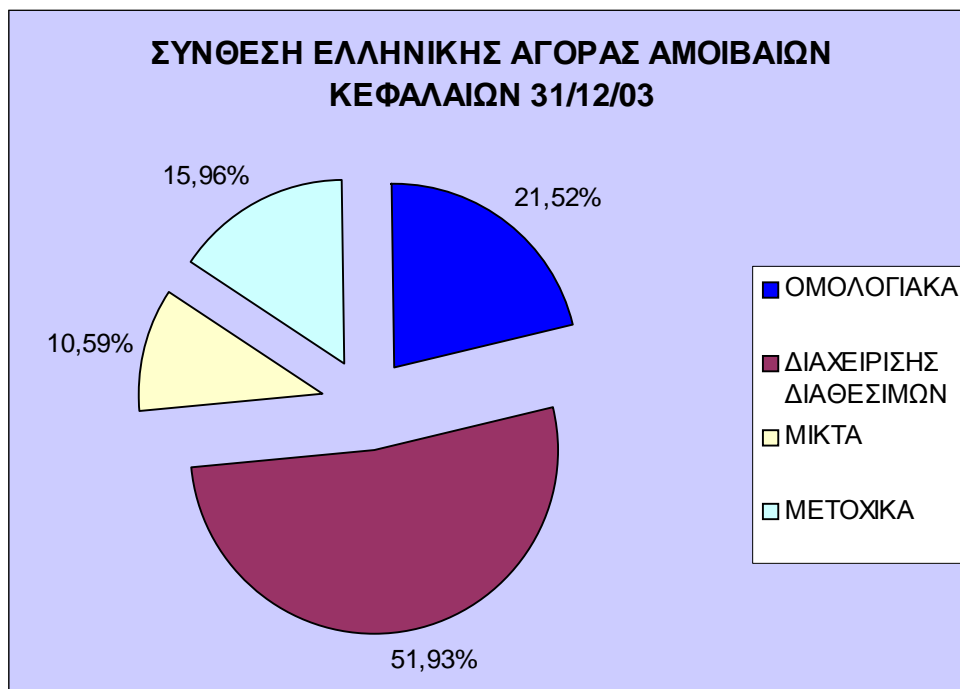
Αμοιβαία Κεφάλαια

Στις 31/12/03 το συνολικό ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσίασε αύξηση σε ποσοστό 19,70% (5 δις ευρώ), φτάνοντας τα 30,40 δις ευρώ. Να σημειώσουμε ότι η αγορά των ελληνικών Α/Κ επανέρχεται σε ανοδική πορεία μετά από μια τριετία (2000-2002) αρνητικών αποτελεσμάτων. Η αύξηση αυτή της συνολικής αγοράς Α/Κ που παρατηρήθηκε οφείλεται κυρίως στην αύξηση του συνολικού ενεργητικού των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων εσωτερικού κατά 23,50%, καθώς και των Αμοιβαίων κεφαλαίων Διαχείρισης Διαθεσίμων κατά 45,90%. Το συνολικό θετικό αποτέλεσμα περιορίστηκε, ωστόσο, από τη μείωση κατά 45,90% του ενεργητικού των Μικτών Α/Κ, που όμως δεν οφείλεται στην αρνητική πορεία όλης της κατηγορίας, αλλά στις διακυμάνσεις που παρουσιάζει το μεγαλύτερο Α/Κ της κατηγορίας. Ο συνολικός αριθμός των Α/Κ έφτασε τα 265 έναντι 260 το 2002, μετά από διάφορες ενάρξεις νέων κατά τη διάρκεια του έτους. Η σύνθεση της Ελληνικής αγοράς Αμοιβαίων κεφαλαίων ανά κατηγορία είχε ως εξής στο τέλος του 2003:

⇒ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	21,52%
⇒ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	51,93%
⇒ ΜΙΚΤΑ	10,59%
⇒ ΜΕΤΟΧΙΚΑ	15,96%

Στο σχεδιάγραμμα 4.8 απεικονίζεται η σύνθεση της αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων με βάση το ενεργητικό της 31/12/03.

ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.8



*Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια

⇒ Το ενεργητικό των Μετοχικών Α/Κ Εσωτερικού έφτασε τα 4,18 δις ευρώ στο τέλος του 2003, ενώ τα μερίδιά τους ανήλθαν σε 739 εκ.

⇒ Η εντυπωσιακή αύξηση του συνολικού ενεργητικού των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων εσωτερικού κατά 23,50% οφείλεται κυρίως στην κατά 29,46% άνοδο του ΓΔ στο ΧΑΑ, δεδομένου ότι δεν κατέγραψαν σημαντικές εισροές κεφαλαίων

⇒ Πρώτο σε ετήσια απόδοση υπήρξε το ΔΗΛΟΣ Χρηματοοικονομικών Εταιριών (Financial), με απόδοση 48,72% ενώ η μέση απόδοση της κατηγορίας ήταν 23,40%

⇒ Όλα τα Α/Κ πλην ενός κατέγραψαν θετικές αποδόσεις, με 14 από αυτά να αποδίδουν άνω του 30%

Στον πίνακα 4.7 παρουσιάζονται το ενεργητικό, η καθαρή τιμή και η ετήσια απόδοση όλων των τα μετοχικών Α/Κ Εσωτερικού την 31/12/03.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.7
ΜΕΤΟΧΙΚΑ Α/Κ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ΤΗΝ 31/12/03

	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ
1	ALPHA TRUST (Αναπτ. Μετοχικό Εσωτ.)	67382,21	26,552	18,31%
2	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	48507,72	10,624	23,86%
3	ABN-AMRO (Ελλ.Αναπτ Μετοχών Εσωτ.)	12023,75	7,6384	9,55%
4	ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	461050,99	11,9588	33,23%
5	ΑΣΠΙΣ Α/Κ (Μετοχών Εσωτ.)	25497,64	3,4046	-5,45%
6	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	146367,13	5,796	26,56%
7	HSBC Α/Κ TOP 20 Μετοχών Εσωτ.	16331,37	8,9555	30,68%
8	ΓΕΝΙΚΗ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	47952,51	4,3708	17,85%
9	ALPHA TRUST ΥΠΟΔΟΜΗΣ (Μετοχικό Ες)	44305,89	5,3405	9,87%
10	ΔΗΛΟΣ Υποδομής & Κατ/υών (Μετ. Εσωτ.)	42226,33	4,7218	20,88%
11	ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	347972,94	9,0537	24,99%
12	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτερικού	328702,29	16,3953	24,50%
13	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	9904,23	3,3988	28,26%
14	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτ. Μετ. Εσωτ.)	21675,97	6,583	27,28%
15	INTERAMERICAN Δυναμικό	229198,13	23,0846	16,74%
16	ALPHA Athens Index Fund Μετοχικό Εσ.	50903,59	7,5372	33,90%
17	ALPHA Blue Chips Α/Κ Μετοχικό Εσωτ	474273,86	11,8914	29,54%
18	ΩΜΕΓΑ-SOGEN INVEST Α/Κ Με Εσωτ	9834,23	9,6453	21,60%
19	EUROBANK Value Index Μετοχικό Εσωτ	281444,34	12,7068	21,55%
20	HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	126189,65	31,1866	37,13%
21	ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	223357,93	10,1436	24,77%
22	Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ Μετοχών Εσ	90452,93	12,2411	35,62%
23	ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	23861,86	6,8232	27,46%
24	METROLIFE ΑΝΑΠ Μετοχικό Εσωτ.	16820,60	9,0192	31,15%
25	INTERNATIONAL (Αναπτυξιακό Εσωτ.)	25397,30	4,5479	19,51%
26	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μετοχικό Εσωτ.	34176,56	2,7584	29,02%
27	ΛΑΪΚΗ Μετοχικό Εσωτ.	32663,43	3,2275	18,77%
28	INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών.	170769,22	5,7022	11,85%
29	ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής	32372,66	3,0819	26,99%
30	CitiFund Equity (Μετοχών Εσωτερικού)	42759,03	1,8299	32,68%
31	ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	114336,67	1,9709	24,66%
32	INTERNATIONAL Δυναμικών Εταιρειών	6536,86	2,2443	17,02%
33	INTERAMERICAN Ολυμπιονίκης Μετοχ. Εσ	236489,17	1,9523	14,22%
34	ΓΕΝΙΚΗ Α/Κ Αναπτυσσομένων Εταιριών	3026,28	0,3934	11,22%
35	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυσ. Επιχ.	937,13	1,0176	20,41%
36	ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Δυναμικών Επιχ/σεων	39711,29	0,768	19,44%
37	HSBC Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης	7752,99	3,0113	34,35%
38	Εγνατία ΑΘΗΝΑ Δυναμικό (Μετ. Εσωτ.)	9221,36	1,7714	41,47%
39	Εγνατία ΘΗΣΕΑΣ FTSE ASE 20	4408,71	1,6039	32,65%
40	EUROBANK Α/Κ Genesis Μετοχικό Εσ.	36491,81	1,897	20,41%
41	INTERNATIONAL Εμπ Δραστηρ Εκμεταλ.Γης	2347,30	2,0522	26,55%
42	ΔΗΛΟΣ Πληροφ.&Τεχνολ. (Hi-Tech)	10884,17	0,649	11,40%
43	ΑΣΠΙΣ Α/Κ 21ος ΑΙΩΝ (Μετοχών Εσωτ.)	10173,62	6,5692	8,13%
44	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛ.	1701,51	1,1682	16,78%

45	ΔΗΛΟΣ Top-30 (Μετοχικό Εσωτερικού)	13798,56	1,3907	24,87%
46	ΑΤΤΙΚΗΣ (Μετοχικό Εσωτ.)	1821,92	1,3146	17,25%
47	ΑΣΠΙΣ Α/Κ Β. ΕΛΛΑΔΟΣ (Μετοχών Εσωτ.)	3214,16	5,2044	2,18%
48	ALLIANZ Millennium New Technologies	993,44	1,1935	17,14%
49	ALLIANZ Millennium Gold Medal	1244,49	1,5119	11,11%
50	ΔΗΛΟΣ Χρηματοοικονομικών Εταιριών	10449,56	2,5534	48,72%
51	MARFIN Maximum Μετοχικό Εσωτερικού	2448,26	1,7191	29,82%
52	ΑΚΡΟΠΟΛΙΣ MID-CAP Μετοχικό Εσωτ.	873,38	1,3573	16,74%
53	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	7824,09	1,7042	39,35%
54	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Νέα Οικονομία	668,90	1,6643	15,87%
55	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Ολυμπιακή Φλόγα	862,35	1,8497	20,40%
56	ΛΑΪΚΗ Επιλεγμένων Αξιών Μετοχικό Εσωτ.	2214,72	1,784	18,70%
57	NOVABANK Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.	14391,61	1,9693	36,66%
58	NOVABANK Small Cap Μετοχικό Εσωτ.	9049,80	2,004	42,80%
59	ΕΡΜΗΣ Πρωτοπόρος Μετοχικό Εσωτ.	8309,55	1,9416	30,58%
60	MARFIN Premium Μετοχικό Εσωτερικού	1541,06	1,9174	29,24%
61	ABN AMRO Blue Chip (Μετοχικό Εσωτ.)	9266,85	3,1005	19,56%
62	ALICO Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	10469,90	9,8131	26,63%
63	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΑΚ Μετοχικό Εσωτ.	2158,52	3,0533	19,80%
64	PROBANK ΕΛΛΑΣ Μετοχικό Εσωτερικού	4092,26	3,0277	26,92%
65	EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	12514,96	3,31	20,61%
66	ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST Μετοχικό Εσωτερικού	2090,13	4,55	13,63%
67	ALICO Μετοχικό Εσωτερικού	89189,86	17,9368	25,37%

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΗΣ-ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται:

- οι ετήσιες αποδόσεις των εξεταζόμενων Α/Κ για τις περιόδους 1998-2003
- οι ετήσιες αποδόσεις του ΓΔ για τις περιόδους 1998-2003
- το ετήσιο beta για κάθε Α/Κ
- η ετήσια τυπική απόκλιση για κάθε Α/Κ
- οι ετήσιες αποδόσεις των εξεταζόμενων Α/Κ για τις περιόδους 1998-2003, προσαρμοσμένες στον κίνδυνο (Sharpe, Treynor, Jensen)
- το ετήσιο ΕΓΕΔ
- οι αποδόσεις των εξεταζόμενων Α/Κ για τις διαδοχικές τριετίες 1998-2000 και 2001-2003
- οι τριετής αποδόσεις του ΓΔ για τις διαδοχικές τριετίες 1998-2000 και 2001-2003
- το τριετές beta για κάθε Α/Κ
- η τριετής τυπική απόκλιση για κάθε Α/Κ
- οι αποδόσεις των εξεταζόμενων Α/Κ για τις διαδοχικές τριετίες 1998-2000 και 2001-2003, προσαρμοσμένες στον κίνδυνο (Sharpe, Treynor, Jensen)

- η απόδοση του ετήσιου ΕΓΕΔ για τις διαδοχικές τριετίες 1998-2000 και 2001-2003

Ο τρόπος υπολογισμού των παραπάνω έχει αναλυθεί διεξοδικά στο κεφάλαιο 7 της παρούσας μελέτης.

Στους παρακάτω πίνακες παρουσιάζονται οι ετήσιες αποδόσεις των εξεταζόμενων Α/Κ για τα έτη 1998, 1999, 2000, 2001, 2002 και 2003, οι ετήσιες αποδόσεις του ΓΔ για τις περιόδους αυτές, οι εκτιμήσεις όλων των κινδύνων για τις ίδιες περιόδους, καθώς και η ετήσια κατάταξη των Α/Κ μετά τη χρησιμοποίηση των κριτηρίων Sharpe, Treynor, Jensen.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.1

ΕΤΟΣ 1998							
ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΚΙΝΔΥΝΩΝ-ΜΕΤΡΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ							
ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	STDEV	BETA	PERF	SHARPE	TRAYNOR	JENSEN α	N
ALPHA TRUST (Αναπτ. Μτχ Εσωτ.)	0,14723	0,67182	116,10%	7,183	1,574	55,59%	60,51%
ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. (Μτχ Εσωτ.)	0,13450	0,63027	129,36%	8,848	1,888	71,95%	57,41%
ABN-AMRO (Ελληνικό Αν. Μτχ Εσωτ.)	0,15360	0,85253	86,34%	4,948	0,891	12,33%	74,01%
ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	0,13712	0,75344	60,17%	3,634	0,661	-6,43%	66,61%
ΑΣΠΙΣ Α/Κ (Μετοχών Εσωτ.)	0,10119	0,56154	44,41%	3,367	0,607	-7,87%	52,28%
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,13894	0,77680	78,63%	4,915	0,879	10,28%	68,35%
ΓΕΝΙΚΗ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	0,13414	0,74573	83,90%	5,484	0,986	17,87%	66,03%
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	0,15276	0,85150	94,75%	5,525	0,991	20,82%	73,93%
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτ.	0,14530	0,80863	93,90%	5,751	1,033	23,17%	70,73%
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	0,12922	0,65317	27,58%	1,334	0,264	-31,54%	59,12%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτ Μτχ Εσωτ.)	0,14409	0,80403	75,50%	4,522	0,810	5,12%	70,38%
INTERAMERICAN Δυναμικό Μτχ Εσωτ.	0,15213	0,85629	97,11%	5,704	1,013	22,82%	74,29%
ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	0,16796	0,94905	83,28%	4,342	0,769	2,06%	81,22%
ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ Εσωτ.	0,13374	0,69586	93,13%	6,190	1,190	30,82%	62,31%
ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ Εσωτ.	0,13444	0,75699	73,60%	4,706	0,836	6,73%	66,87%
EUROBANK Value Index Μτχ Εσωτ.	0,11893	0,65227	51,77%	3,483	0,635	-7,28%	59,05%
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	0,12722	0,65560	119,26%	8,562	1,661	59,96%	59,30%
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	0,17018	0,95822	104,32%	5,523	0,981	22,42%	81,90%
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ Εσωτ.)	0,15270	0,85432	97,01%	5,676	1,014	22,87%	74,14%
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	0,12889	0,71541	62,38%	4,038	0,727	-1,38%	63,77%
METROLIFE ΑΝΑΠΤ. Μτχ. Εσωτ.	0,13873	0,68168	34,79%	1,763	0,359	-26,45%	61,25%
ASE	0,176469	1	85,02%				

⇒ ο ΓΔ παρουσιάζει ιδιαίτερα υψηλό συνολικό κίνδυνο, καθώς όλα τα Α/Κ έχουν μικρότερη τυπική απόκλιση από αυτόν με μέσο όρο 0,1401

- ⇒ το β των Α/Κ είναι χαμηλό και κυμαίνεται από 0,56 έως 0,95 με μέσο όρο 0,75.
- ⇒ παραδόξως τα τρία Α/Κ με τις υψηλότερες ετήσιες αποδόσεις (ALPHA TRUST Αναπτ. Μτχ Εσωτ., ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. και HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ) παρουσιάζουν σχετικά χαμηλούς συντελεστές β
- ⇒ η μέση ετήσια απόδοση των Α/Κ ήταν 81,30%, ενώ η απόδοση του ΓΔ ήταν 85,02%
- ⇒ 10 Α/Κ πέτυχαν αποδόσεις καλύτερες του ΓΔ, ενώ οι αποδόσεις των υπόλοιπων 11 υπολείπονται της απόδοσης του ΓΔ, με τα Α/Κ που καταλαμβάνουν τις τρεις τελευταίες θέσεις να παρουσιάζουν αποδόσεις χαμηλότερες από τη μισή απόδοση του ΓΔ

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.2

ΕΤΟΣ 1998

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΑΠΟΛΥΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ		
	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	ΑΠΟΔΟΣΗ
1.	A-TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	129,36%
2.	HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	119,26%
3.	A-TRUST ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	116,10%
4.	ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	104,32%
5.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	97,11%
6.	Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ. Εσωτ.)	97,01%
7.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	94,75%
8.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	93,90%
9.	ΑΛΡΗΑ Μετοχικό Εσωτερικού	93,13%
10.	ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	86,34%
11.	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	83,90%
12.	ΑΛΡΗΑ Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	83,28%
13.	ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	78,63%
14.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	75,50%
15.	ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	73,60%
16.	ΑΛΛΙΑΝΖ Μετοχών Εσωτερικού	62,38%
17.	ΑΛΡΗΑ Blue Chips Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	60,17%
18.	ΕΥΡΟΒΑΝΚ Value Index Μτχ. Εσ.	51,77%
19.	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠ/ΞΙΑΣ	44,41%
20.	ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μτχ Εσωτ.	34,79%
21.	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	27,58%

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ JENSEN		
	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	JENSEN α
1.	A-TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	71,95%
2.	HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	59,96%
3.	A-TRUST ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	55,59%
4.	ΑΛΡΗΑ Μετοχικό Εσωτερικού	30,82%
5.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	23,17%
6.	Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ. Εσωτ.)	22,87%
7.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	22,82%
8.	ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	22,42%
9.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	20,82%
10.	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	17,87%
11.	ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	12,33%
12.	ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	10,28%
13.	ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	6,73%
14.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	5,12%
15.	ΑΛΡΗΑ Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	2,06%
16.	ΑΛΛΙΑΝΖ Μετοχών Εσωτερικού	-1,38%
17.	ΑΛΡΗΑ Blue Chips Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	-6,43%
18.	ΕΥΡΟΒΑΝΚ Value Index Μτχ. Εσ.	-7,28%
19.	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠ/ΞΙΑΣ	-7,87%
20.	ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μτχ Εσωτ.	-26,45%
21.	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	-31,54%

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ SHARPE		
	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	SHARPE
1.	A-TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	8,848
2.	HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	8,562
3.	A-TRUST ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	7,183
4.	ΑΛΡΗΑ Μετοχικό Εσωτερικού	6,190
5.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	5,751
6.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	5,704
7.	Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ. Εσωτ.)	5,676
8.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	5,525
9.	ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	5,523
10.	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	5,484
11.	ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	4,948
12.	ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	4,915
13.	ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	4,706
14.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	4,522
15.	ΑΛΡΗΑ Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	4,342
16.	ΑΛΛΙΑΝΖ Μετοχών Εσωτερικού	4,038
17.	ΑΛΡΗΑ Blue Chips Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	3,634
18.	ΕΥΡΟΒΑΝΚ Value Index Μτχ. Εσ.	3,483
19.	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠ/ΞΙΑΣ	3,367
20.	ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μτχ Εσωτ.	1,763
21.	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	1,334

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ TRAYNOR		
	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	TRAYNOR
1.	A-TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	1,888
2.	HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	1,661
3.	A-TRUST ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	1,574
4.	ΑΛΡΗΑ Μετοχικό Εσωτερικού	1,190
5.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	1,033
6.	Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ. Εσωτ.)	1,014
7.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	1,013
8.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	0,991
9.	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	0,986
10.	ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	0,981
11.	ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	0,891
12.	ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	0,879
13.	ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	0,836
14.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	0,810
15.	ΑΛΡΗΑ Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	0,769
16.	ΑΛΛΙΑΝΖ Μετοχών Εσωτερικού	0,727
17.	ΑΛΡΗΑ Blue Chips Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	0,661
18.	ΕΥΡΟΒΑΝΚ Value Index Μτχ. Εσ.	0,635
19.	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠ/ΞΙΑΣ	0,607
20.	ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μτχ Εσωτ.	0,359
21.	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	0,264

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.3

ΕΤΟΣ 1999
ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΚΙΝΔΥΝΩΝ-ΜΕΤΡΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ

ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	STDEV	BETA	PERF	SHARPE	TRAYNOR	JENSEN α	N
ALPHA TRUST (Αναπτ. Μτχ Εσωτ.)	0,10222	1,20532	231,84%	21,898	1,857	110,30%	121,53%
ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. (Μτχ Εσωτ.)	0,09999	1,18918	245,08%	23,712	1,994	125,07%	120,01%
ABN-AMRO (Ελληνικό Αν. Μτχ Εσωτ.)	0,09581	1,01348	141,34%	13,919	1,316	37,88%	103,46%
ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	0,07461	0,92968	141,11%	17,842	1,432	45,54%	95,57%
ΑΣΠΙΣ Α/Κ (Μετοχών Εσωτ.)	0,07203	0,89151	112,43%	14,499	1,171	20,46%	91,97%
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,06237	0,76282	131,39%	19,785	1,618	51,54%	79,85%
ΓΕΝΙΚΗ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	0,06959	0,89043	143,69%	19,500	1,524	51,82%	91,87%
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	0,07272	0,92738	139,85%	18,134	1,422	44,50%	95,35%
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτ.	0,07543	0,87231	176,42%	22,331	1,931	86,26%	90,16%
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	0,08460	0,60090	91,14%	9,828	1,384	26,55%	64,59%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτ Μτχ Εσωτ.)	0,08093	1,03418	140,74%	16,403	1,284	35,33%	105,41%
INTERAMERICAN Δυναμικό Μτχ Εσωτ.	0,06991	0,90788	137,22%	18,485	1,423	43,71%	93,51%
ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	0,06811	0,92955	112,53%	15,348	1,125	16,98%	95,55%
ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ Εσωτ.	0,08666	1,03893	194,55%	21,527	1,796	88,70%	105,86%
ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ Εσωτ.	0,08325	0,97277	158,29%	18,054	1,545	58,66%	99,63%
EUROBANK Value Index Μτχ Εσωτ.	0,10126	1,24463	157,16%	14,731	1,198	31,92%	125,23%
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	0,08463	1,00582	190,17%	21,528	1,811	87,44%	102,74%
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	0,07914	1,01079	149,50%	17,880	1,400	46,29%	103,21%
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ Εσωτ.)	0,09593	1,04978	202,52%	20,278	1,853	95,64%	106,88%
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	0,09488	1,16964	173,71%	17,466	1,417	55,54%	118,17%
METROLIFE ΑΝΑΠΤ. Μτχ. Εσωτ.	0,08891	1,02366	167,45%	17,934	1,558	63,03%	104,42%
ASE	0,07202	1	102,19%				

- ⇒ ο ΓΔ παρουσιάζει ιδιαίτερα χαμηλό συνολικό κίνδυνο, καθώς μόνο δύο Α/Κ έχουν μικρότερη τυπική απόκλιση από αυτόν
- ⇒ το β των Α/Κ είναι υψηλό και κυμαίνεται από 0,60 έως 1,24 με μέσο όρο 0,98
- ⇒ τα Α/Κ με τις υψηλότερες ετήσιες αποδόσεις (ALPHA TRUST Αναπτ. Μτχ Εσωτ., ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ.) παρουσιάζουν συντελεστές β 1,21 και 1,19 αντίστοιχα
- ⇒ η μέση ετήσια απόδοση των Α/Κ ήταν 158,96%, ενώ η απόδοση του ΓΔ ήταν 102,19%
- ⇒ το σύνολο των Α/Κ πέτυχαν αποδόσεις καλύτερες του ΓΔ, καθώς μόνο ένα υπολείπεται της απόδοσης του ΓΔ, με τα Α/Κ που καταλαμβάνουν τις δύο πρώτες θέσεις να παρουσιάζουν αποδόσεις υπερδιπλάσιες του ΓΔ

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.4

ΕΤΟΣ 1999

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΑΠΟΛΥΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ		
	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	ΑΠΟΔΟΣΗ
1.	A-TRUST HAMBROS ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	245,08%
2.	A-TRUST HAMBROS ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	231,84%
3.	ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	202,52%
4.	ΙΟΝΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	194,55%
5.	MIDLAND-ΕΛΛΗΝΟΒΡ.	190,17%
6.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	176,42%
7.	ΗΕΛΒΕΤΙΑ ΜΕΤΟΧΩΝ	173,71%
8.	ΧΙΟΣ ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	167,45%
9.	ΚΟΣΜΟΣ INVEST	158,29%
10.	CRETAFUND ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	157,16%
11.	NATIONALE NEDERLANDEN	149,50%
12.	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	143,69%
13.	ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	141,34%
14.	ΑΛΦΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	141,11%
15.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	140,74%
16.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	139,85%
17.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	137,22%
18.	ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	131,39%
19.	ΙΟΝΙΚΗ ΑΘΕΝΣ INDEX FUND	112,53%
20.	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ	112,43%
21.	ΕΤΒΑ NAT-WEST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	91,14%

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ JENSEN		
	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	JENSEN α
1.	A-TRUST HAMBROS ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	125,07%
2.	A-TRUST HAMBROS ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	110,30%
3.	ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	95,64%
4.	ΙΟΝΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	88,70%
5.	MIDLAND-ΕΛΛΗΝΟΒΡ.	87,44%
6.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	86,26%
7.	ΧΙΟΣ ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	63,03%
8.	ΚΟΣΜΟΣ INVEST	58,66%
9.	ΗΕΛΒΕΤΙΑ ΜΕΤΟΧΩΝ	55,54%
10.	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	51,82%
11.	ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	51,54%
12.	NATIONALE NEDERLANDEN	46,29%
13.	ΑΛΦΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	45,54%
14.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	44,50%
15.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	43,71%
16.	ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	37,88%
17.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	35,33%
18.	CRETAFUND ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	31,92%
19.	ΕΤΒΑ NAT-WEST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	26,55%
20.	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ	20,46%
21.	ΙΟΝΙΚΗ ΑΘΕΝΣ INDEX FUND	16,98%

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ SHARPE		
	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	SHARPE
1.	A-TRUST HAMBROS ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	23,712
2.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	22,331
3.	A-TRUST HAMBROS ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	21,898
4.	MIDLAND-ΕΛΛΗΝΟΒΡ.	21,528
5.	ΙΟΝΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	21,527
6.	ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	20,278
7.	ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	19,785
8.	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	19,500
9.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	18,485
10.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	18,134
11.	ΚΟΣΜΟΣ INVEST	18,054
12.	ΧΙΟΣ ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	17,934
13.	NATIONALE NEDERLANDEN	17,880
14.	ΑΛΦΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	17,842
15.	ΗΕΛΒΕΤΙΑ ΜΕΤΟΧΩΝ	17,466
16.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	16,403
17.	ΙΟΝΙΚΗ ΑΘΕΝΣ INDEX FUND	15,348
18.	CRETAFUND ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	14,731
19.	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ	14,499
20.	ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	13,919
21.	ΕΤΒΑ NAT-WEST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	9,828

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ TRAYNOR		
	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	TRAYNOR
1.	A-TRUST HAMBROS ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	1,994
2.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	1,931
3.	A-TRUST HAMBROS ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	1,857
4.	ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	1,853
5.	MIDLAND-ΕΛΛΗΝΟΒΡ.	1,811
6.	ΙΟΝΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	1,796
7.	ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	1,618
8.	ΧΙΟΣ ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	1,558
9.	ΚΟΣΜΟΣ INVEST	1,545
10.	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	1,524
11.	ΑΛΦΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	1,432
12.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	1,423
13.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	1,422
14.	ΗΕΛΒΕΤΙΑ ΜΕΤΟΧΩΝ	1,417
15.	NATIONALE NEDERLANDEN	1,400
16.	ΕΤΒΑ NAT-WEST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	1,384
17.	ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	1,316
18.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	1,284
19.	CRETAFUND ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	1,198
20.	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ	1,171
21.	ΙΟΝΙΚΗ ΑΘΕΝΣ INDEX FUND	1,125

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.5

ΕΤΟΣ 2000							
ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΚΙΝΔΥΝΩΝ-ΜΕΤΡΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ							
ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	STDEV	BETA	PERF	SHARPE	TRAYNOR	JENSEN α	N
ALPHA TRUST (Αναπτ. Μτχ Εσωτ.)	0,09985	0,93692	-51,14%	-5,652	-0,602	-15,15%	-35,99%
ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. (Μτχ Εσωτ.)	0,08608	0,74212	-48,74%	-6,278	-0,728	-21,33%	-27,41%
ABN-AMRO (Ελληνικό Αν. Μτχ Εσωτ.)	0,09319	0,86195	-47,57%	-5,674	-0,613	-14,89%	-32,69%
ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	0,07389	0,74246	-33,87%	-5,302	-0,528	-6,45%	-27,42%
ΑΣΠΙΣ Α/Κ (Μετοχών Εσωτ.)	0,07191	0,69432	-45,22%	-7,026	-0,728	-19,92%	-25,30%
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,09065	0,90218	-38,09%	-4,787	-0,481	-3,63%	-34,46%
ΓΕΝΙΚΗ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	0,09332	0,88702	-51,76%	-6,115	-0,643	-17,97%	-33,79%
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	0,08817	0,87680	-43,11%	-5,490	-0,552	-9,76%	-33,34%
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτ.	0,09720	0,93682	-43,93%	-5,065	-0,525	-7,94%	-35,99%
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	0,08965	0,79961	-47,02%	-5,836	-0,654	-17,08%	-29,94%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτ Μτχ Εσωτ.)	0,08012	0,80627	-40,98%	-5,776	-0,574	-10,75%	-30,23%
INTERAMERICAN Δυναμικό Μτχ Εσωτ.	0,08316	0,83828	-39,38%	-5,373	-0,533	-7,74%	-31,64%
ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	0,09129	0,93271	-40,01%	-4,963	-0,486	-4,20%	-35,80%
ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ Εσωτ.	0,09360	0,87864	-46,02%	-5,483	-0,584	-12,59%	-33,42%
ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ Εσωτ.	0,09342	0,81786	-36,77%	-4,503	-0,514	-6,03%	-30,74%
EUROBANK Value Index Μτχ Εσωτ.	0,06971	0,70505	-32,13%	-5,369	-0,531	-6,36%	-25,77%
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	0,08625	0,81385	-40,49%	-5,309	-0,563	-9,92%	-30,57%
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	0,08816	0,85882	-42,29%	-5,398	-0,554	-9,74%	-32,55%
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ Εσωτ.)	0,08870	0,83824	-48,33%	-6,046	-0,640	-16,69%	-31,64%
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	0,09224	0,88822	-46,89%	-5,658	-0,588	-13,04%	-33,84%
METROLIFE ΑΝΑΠΤ. Μτχ. Εσωτ.	0,09735	0,91170	-46,88%	-5,360	-0,572	-12,00%	-34,88%
ASE	0,09766	1,00000	-38,77%				

- ⇒ ο ΓΔ παρουσιάζει ιδιαίτερα υψηλό συνολικό κίνδυνο, καθώς μόνο ένα Α/Κ (ALPHA TRUST Αναπτ. Μτχ Εσωτ) έχει μεγαλύτερη τυπική απόκλιση από αυτόν, με το μέσο όρο των Α/Κ στο 0,088
- ⇒ το β των Α/Κ είναι σχετικά υψηλό και κυμαίνεται από 0,69 έως 0,94 με μέσο όρο 0,84
- ⇒ τα Α/Κ με τις υψηλότερες ετήσιες αποδόσεις παρουσιάζουν συντελεστές β χαμηλότερους του μέσου όρου
- ⇒ το σύνολο των Α/Κ πέτυχαν αποδόσεις χειρότερες του ΓΔ, καθώς μόνο τέσσερα υπερκέρασαν την απόδοση του ΓΔ
- ⇒ το σύνολο των Α/Κ πέτυχαν αποδόσεις χειρότερες από την αναμενόμενη απόδοσή τους (αρνητικό α)

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.6

ΕΤΟΣ 2000

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΑΠΟΛΥΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ		
	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	ΑΠΟΔΟΣΗ
1.	CRETAFUND ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-32,13%
2.	ΑΛΦΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-33,87%
3.	ΚΟΣΜΟΣ INVEST	-36,77%
4.	ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-38,09%
5.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	-39,38%
6.	ΙΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΣ INDEX FUND	-40,01%
7.	MIDLAND-ΕΛΛΗΝΟΒΡ.	-40,49%
8.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-40,98%
9.	NATIONALE NEDERLANDEN	-42,29%
10.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	-43,11%
11.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	-43,93%
12.	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ	-45,22%
13.	ΙΟΝΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-46,02%
14.	ΧΙΟΣ ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-46,88%
15.	HELVETIA ΜΕΤΟΧΩΝ	-46,89%
16.	ΕΤΒΑ ΝΑΤ-WEST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-47,02%
17.	ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-47,57%
18.	ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-48,33%
19.	Α-TRUST HAMBROS ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	-48,74%
20.	Α-TRUST HAMBROS ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	-51,14%
21.	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-51,76%

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ JENSEN		
	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	JENSEN α
1.	ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-3,63%
2.	ΙΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΣ INDEX FUND	-4,20%
3.	ΚΟΣΜΟΣ INVEST	-6,03%
4.	CRETAFUND ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-6,36%
5.	ΑΛΦΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-6,45%
6.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	-7,74%
7.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	-7,94%
8.	NATIONALE NEDERLANDEN	-9,74%
9.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	-9,76%
10.	MIDLAND-ΕΛΛΗΝΟΒΡ.	-9,92%
11.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-10,75%
12.	ΧΙΟΣ ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-12,00%
13.	ΙΟΝΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-12,59%
14.	HELVETIA ΜΕΤΟΧΩΝ	-13,04%
15.	ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-14,89%
16.	Α-TRUST HAMBROS ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	-15,15%
17.	ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-16,69%
18.	ΕΤΒΑ ΝΑΤ-WEST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-17,08%
19.	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-17,97%
20.	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ	-19,92%
21.	Α-TRUST HAMBROS ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	-21,33%

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ SHARPE		
	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	SHARPE
1.	ΚΟΣΜΟΣ INVEST	-4,503
2.	ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-4,787
3.	ΙΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΣ INDEX FUND	-4,963
4.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	-5,065
5.	ΑΛΦΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-5,302
6.	MIDLAND-ΕΛΛΗΝΟΒΡ.	-5,309
7.	ΧΙΟΣ ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-5,360
8.	CRETAFUND ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-5,369
9.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	-5,373
10.	NATIONALE NEDERLANDEN	-5,398
11.	ΙΟΝΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-5,483
12.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	-5,490
13.	Α-TRUST HAMBROS ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	-5,652
14.	HELVETIA ΜΕΤΟΧΩΝ	-5,658
15.	ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-5,674
16.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-5,776
17.	ΕΤΒΑ ΝΑΤ-WEST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-5,836
18.	ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-6,046
19.	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-6,115
20.	Α-TRUST HAMBROS ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	-6,278
21.	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ	-7,026

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ TRAYNOR		
	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	TRAYNOR
1.	ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,481
2.	ΙΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΣ INDEX FUND	-0,486
3.	ΚΟΣΜΟΣ INVEST	-0,514
4.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	-0,525
5.	ΑΛΦΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,528
6.	CRETAFUND ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,531
7.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	-0,533
8.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	-0,552
9.	NATIONALE NEDERLANDEN	-0,554
10.	MIDLAND-ΕΛΛΗΝΟΒΡ.	-0,563
11.	ΧΙΟΣ ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,572
12.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,574
13.	ΙΟΝΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-0,584
14.	HELVETIA ΜΕΤΟΧΩΝ	-0,588
15.	Α-TRUST HAMBROS ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	-0,602
16.	ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,613
17.	ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,640
18.	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,643
19.	ΕΤΒΑ ΝΑΤ-WEST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,654
20.	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ	-0,728
21.	Α-TRUST HAMBROS ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	-0,728

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.7

ΕΤΟΣ 2001							
ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΚΙΝΔΥΝΩΝ-ΜΕΤΡΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ							
ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	STDEV	BETA	PERF	SHARPE	TRAYNOR	JENSEN α	N
ALPHA TRUST (Αναπτ. Μτχ Εσωτ.)	0,09411	1,02168	-24,72%	-2,987	-0,275	-0,63%	-24,09%
ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. (Μτχ Εσωτ.)	0,09655	0,97881	-23,19%	-2,753	-0,272	-0,25%	-22,94%
ABN-AMRO (Ελληνικό Αν. Μτχ Εσωτ.)	0,08150	0,90170	-26,27%	-3,639	-0,329	-5,41%	-20,87%
ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	0,07968	0,91251	-23,62%	-3,389	-0,296	-2,46%	-21,16%
ΑΣΠΙΣ Α/Κ (Μετοχών Εσωτ.)	0,06953	0,75961	-30,36%	-4,854	-0,444	-13,32%	-17,04%
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,08470	0,95602	-24,69%	-3,315	-0,294	-2,36%	-22,33%
ΓΕΝΙΚΗ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	0,08633	0,97836	-32,98%	-4,213	-0,372	-10,06%	-22,93%
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	0,08745	0,98928	-27,77%	-3,563	-0,315	-4,55%	-23,22%
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτ.	0,09152	1,02743	-23,42%	-2,930	-0,261	0,82%	-24,25%
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	0,09758	1,08506	-19,96%	-2,393	-0,215	5,84%	-25,80%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτ Μτχ Εσωτ.)	0,07731	0,88948	-23,55%	-3,485	-0,303	-3,02%	-20,54%
INTERAMERICAN Δυναμικό Μτχ Εσωτ.	0,08370	0,95706	-25,33%	-3,432	-0,300	-2,98%	-22,35%
ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	0,08318	0,96251	-23,53%	-3,236	-0,280	-1,02%	-22,50%
ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ Εσωτ.	0,08426	0,93800	-23,58%	-3,201	-0,288	-1,74%	-21,84%
ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ Εσωτ.	0,07527	0,83725	-23,11%	-3,521	-0,316	-3,98%	-19,13%
EUROBANK Value Index Μτχ Εσωτ.	0,07160	0,81807	-19,78%	-3,236	-0,283	-1,17%	-18,62%
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	0,07736	0,87035	-22,28%	-3,318	-0,295	-2,25%	-20,02%
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	0,08714	1,00180	-28,02%	-3,605	-0,314	-4,47%	-23,56%
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ Εσωτ.)	0,07849	0,88230	-25,08%	-3,628	-0,323	-4,74%	-20,34%
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	0,08721	0,96845	-26,53%	-3,431	-0,309	-3,87%	-22,66%
METROLIFE ΑΝΑΠΤ. Μτχ. Εσωτ.	0,08035	0,92788	-24,17%	-3,430	-0,297	-2,60%	-21,57%
ASE	0,08625	1	-23,51%				

- ⇒ ο ΓΔ παρουσιάζει υψηλότερο συνολικό κίνδυνο από το μέσο όρο των Α/Κ, που είναι 0,0835
- ⇒ το β των Α/Κ είναι υψηλό, παρά την πτωτική Αγορά, και κυμαίνεται από 0,76 έως 1,08 με μέσο όρο 0,94
- ⇒ το Α/Κ Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού ήταν δεύτερο σε απόδοση, παρά το γεγονός ότι παρουσίασε τον υψηλότερο συντελεστή β (1,08)
- ⇒ η μέση ετήσια απόδοση των Α/Κ ήταν $-24,86\%$, ενώ η απόδοση του ΓΔ ήταν $-23,51\%$
- ⇒ το σύνολο των Α/Κ πέτυχαν αποδόσεις χειρότερες του ΓΔ, καθώς μόνο έξι υπερκέρασαν την απόδοση του
- ⇒ το σύνολο των Α/Κ πέτυχαν αποδόσεις χειρότερες από την αναμενόμενη απόδοσή τους (αρνητικό α)

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.8

ΕΤΟΣ 2001

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΑΠΟΛΥΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ		
	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	ΑΠΟΔΟΣΗ
1.	CRETAFUND ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-19,78%
2.	ΕΤΒΑ ΝΑΤ-WEST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-19,96%
3.	MIDLAND-ΕΛΛΗΝΟΒΡ.	-22,28%
4.	KOSMOS INVEST	-23,11%
5.	A-TRUST HAMBROS ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	-23,19%
6.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	-23,42%
7.	ΙΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΣ INDEX FUND	-23,53%
8.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-23,55%
9.	ΙΟΝΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-23,58%
10.	ΑΛΦΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-23,62%
11.	ΧΙΟΣ ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-24,17%
12.	ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-24,69%
13.	A-TRUST HAMBROS ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	-24,72%
14.	ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-25,08%
15.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	-25,33%
16.	ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-26,27%
17.	HELVETIA ΜΕΤΟΧΩΝ	-26,53%
18.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	-27,77%
19.	NATIONALE NEDERLANDEN	-28,02%
20.	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ	-30,36%
21.	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-32,98%

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ JENSEN		
	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	JENSEN α
1.	ΕΤΒΑ ΝΑΤ-WEST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	5,84%
2.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	0,82%
3.	A-TRUST HAMBROS ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	-0,25%
4.	A-TRUST HAMBROS ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	-0,63%
5.	ΙΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΣ INDEX FUND	-1,02%
6.	CRETAFUND ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-1,17%
7.	ΙΟΝΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-1,74%
8.	MIDLAND-ΕΛΛΗΝΟΒΡ.	-2,25%
9.	ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-2,36%
10.	ΑΛΦΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-2,46%
11.	ΧΙΟΣ ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-2,60%
12.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	-2,98%
13.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-3,02%
14.	HELVETIA ΜΕΤΟΧΩΝ	-3,87%
15.	KOSMOS INVEST	-3,98%
16.	NATIONALE NEDERLANDEN	-4,47%
17.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	-4,55%
18.	ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-4,74%
19.	ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-5,41%
20.	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-10,06%
21.	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ	-13,32%

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ SHARPE		
	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	SHARPE
1.	ΕΤΒΑ ΝΑΤ-WEST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-2,393
2.	A-TRUST HAMBROS ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	-2,753
3.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	-2,930
4.	A-TRUST HAMBROS ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	-2,987
5.	ΙΟΝΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-3,201
6.	ΙΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΣ INDEX FUND	-3,236
7.	CRETAFUND ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-3,236
8.	ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-3,315
9.	MIDLAND-ΕΛΛΗΝΟΒΡ.	-3,318
10.	ΑΛΦΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-3,389
11.	ΧΙΟΣ ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-3,430
12.	HELVETIA ΜΕΤΟΧΩΝ	-3,431
13.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	-3,432
14.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-3,485
15.	KOSMOS INVEST	-3,521
16.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	-3,563
17.	NATIONALE NEDERLANDEN	-3,605
18.	ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-3,628
19.	ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-3,639
20.	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-4,213
21.	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ	-4,854

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ TRAYNOR		
	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	TRAYNOR
1.	ΕΤΒΑ ΝΑΤ-WEST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,215
2.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	-0,261
3.	A-TRUST HAMBROS ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	-0,272
4.	A-TRUST HAMBROS ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	-0,275
5.	ΙΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΣ INDEX FUND	-0,280
6.	CRETAFUND ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,283
7.	ΙΟΝΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-0,288
8.	ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,294
9.	MIDLAND-ΕΛΛΗΝΟΒΡ.	-0,295
10.	ΑΛΦΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,296
11.	ΧΙΟΣ ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,297
12.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	-0,300
13.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,303
14.	HELVETIA ΜΕΤΟΧΩΝ	-0,309
15.	NATIONALE NEDERLANDEN	-0,314
16.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	-0,315
17.	KOSMOS INVEST	-0,316
18.	ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,323
19.	ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,329
20.	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,372
21.	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ	-0,444

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.9

ΕΤΟΣ 2002							
ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΚΙΝΔΥΝΩΝ-ΜΕΤΡΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ							
ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	STDEV	BETA	PERF	SHARPE	TRAYNOR	JENSEN α	N
ALPHA TRUST (Αναπτ. Μτχ Εσωτ.)	0,05623	0,99030	-36,82%	-7,059	-0,401	-4,61%	-32,21%
ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. (Μτχ Εσωτ.)	0,05012	0,82992	-31,38%	-6,833	-0,413	-4,85%	-26,53%
ABN-AMRO (Ελληνικό Αν. Μτχ Εσωτ.)	0,04054	0,73508	-29,76%	-8,049	-0,444	-6,60%	-23,17%
ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	0,04995	0,92190	-31,08%	-6,796	-0,368	-1,29%	-29,78%
ΑΣΠΙΣ Α/Κ (Μετοχών Εσωτ.)	0,04337	0,75490	-33,93%	-8,486	-0,488	-10,07%	-23,87%
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,05346	0,97467	-35,74%	-7,222	-0,396	-4,08%	-31,65%
ΓΕΝΙΚΗ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	0,05418	0,99697	-39,00%	-7,728	-0,420	-6,56%	-32,44%
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	0,04843	0,89783	-29,79%	-6,744	-0,364	-0,86%	-28,93%
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτ.	0,05274	0,97768	-33,85%	-6,962	-0,376	-2,09%	-31,76%
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	0,06256	1,11397	-28,63%	-5,036	-0,283	7,95%	-36,59%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτ Μτχ Εσωτ.)	0,04666	0,86433	-28,24%	-6,668	-0,360	-0,50%	-27,74%
INTERAMERICAN Δυναμικό Μτχ Εσωτ.	0,04429	0,81794	-27,60%	-6,880	-0,373	-1,50%	-26,10%
ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	0,05235	0,97150	-31,05%	-6,479	-0,349	0,49%	-31,54%
ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ Εσωτ.	0,04995	0,92661	-29,40%	-6,460	-0,348	0,55%	-29,95%
ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ Εσωτ.	0,04645	0,83655	-25,47%	-6,102	-0,339	1,29%	-26,76%
EUROBANK Value Index Μτχ Εσωτ.	0,04165	0,74292	-21,43%	-5,835	-0,327	2,01%	-23,44%
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	0,04344	0,78893	-23,90%	-6,162	-0,339	1,18%	-25,07%
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	0,04386	0,80415	-26,66%	-6,733	-0,367	-1,05%	-25,61%
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ Εσωτ.)	0,04530	0,77564	-15,01%	-3,946	-0,230	9,60%	-24,60%
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	0,05567	1,00405	-35,83%	-6,951	-0,385	-3,13%	-32,69%
METROLIFE ΑΝΑΠΤ. Μτχ. Εσωτ.	0,05286	0,98212	-32,76%	-6,740	-0,363	-0,84%	-31,92%
ASE	0,05357	1	-32,55%				

- ⇒ ο ΓΔ παρουσιάζει υψηλότερο συνολικό κίνδυνο από το μέσο όρο των Α/Κ, που είναι 0,0492
- ⇒ το β των Α/Κ είναι σχετικά υψηλό και κυμαίνεται από 0,74 έως 1,11 με μέσο όρο 0,89
- ⇒ τα Α/Κ με τις υψηλότερες ετήσιες αποδόσεις (EUROBANK Value Index Μτχ Εσωτ. και Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ Αναπτ. Μτχ Εσωτ.) παρουσιάζουν χαμηλούς συντελεστές β 0,74 και 0,77 αντίστοιχα
- ⇒ η μέση ετήσια απόδοση των Α/Κ ήταν -29,87%, ενώ η απόδοση του ΓΔ ήταν -32,55%
- ⇒ δεκατέσσερα Α/Κ πέτυχαν αποδόσεις καλύτερες του ΓΔ, ενώ τα υπόλοιπα επτά ακολούθησαν με λίγο χειρότερες αποδόσεις

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.10
ΕΤΟΣ 2002

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΑΠΟΛΥΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ		
	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	ΑΠΟΔΟΣΗ
1.	ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-15,01%
2.	CRETAFUND ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-21,43%
3.	MIDLAND-ΕΛΛΗΝΟΒΡ.	-23,90%
4.	KOSMOS INVEST	-25,47%
5.	NATIONALE NEDERLANDEN	-26,66%
6.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	-27,60%
7.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-28,24%
8.	ΕΤΒΑ NAT-WEST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-28,63%
9.	ΙΟΝΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-29,40%
10.	ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-29,76%
11.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	-29,79%
12.	ΙΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΣ INDEX FUND	-31,05%
13.	ΑΛΦΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-31,08%
14.	A-TRUST HAMBROS ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	-31,38%
15.	ΧΙΟΣ ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-32,76%
16.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	-33,85%
17.	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ	-33,93%
18.	ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-35,74%
19.	ΗΕΛΒΕΤΙΑ ΜΕΤΟΧΩΝ	-35,83%
20.	A-TRUST HAMBROS ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	-36,82%
21.	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-39,00%

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ JENSEN		
	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	JENSEN α
1.	ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	9,60%
2.	ΕΤΒΑ NAT-WEST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	7,95%
3.	CRETAFUND ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	2,01%
4.	KOSMOS INVEST	1,29%
5.	MIDLAND-ΕΛΛΗΝΟΒΡ.	1,18%
6.	ΙΟΝΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,55%
7.	ΙΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΣ INDEX FUND	0,49%
8.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,50%
9.	ΧΙΟΣ ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,84%
10.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	-0,86%
11.	NATIONALE NEDERLANDEN	-1,05%
12.	ΑΛΦΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-1,29%
13.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	-1,50%
14.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	-2,09%
15.	ΗΕΛΒΕΤΙΑ ΜΕΤΟΧΩΝ	-3,13%
16.	ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-4,08%
17.	A-TRUST HAMBROS ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	-4,61%
18.	A-TRUST HAMBROS ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	-4,85%
19.	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-6,56%
20.	ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-6,60%
21.	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ	-10,07%

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ SHARPE		
	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	SHARPE
1.	ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-3,946
2.	ΕΤΒΑ NAT-WEST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-5,036
3.	CRETAFUND ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-5,835
4.	KOSMOS INVEST	-6,102
5.	MIDLAND-ΕΛΛΗΝΟΒΡ.	-6,162
6.	ΙΟΝΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-6,460
7.	ΙΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΣ INDEX FUND	-6,479
8.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-6,668
9.	NATIONALE NEDERLANDEN	-6,733
10.	ΧΙΟΣ ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-6,740
11.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	-6,744
12.	ΑΛΦΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-6,796
13.	A-TRUST HAMBROS ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	-6,833
14.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	-6,880
15.	ΗΕΛΒΕΤΙΑ ΜΕΤΟΧΩΝ	-6,951
16.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	-6,962
17.	A-TRUST HAMBROS ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	-7,059
18.	ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-7,222
19.	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-7,728
20.	ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-8,049
21.	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ	-8,486

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ TRAYNOR		
	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	TRAYNOR
1.	ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,230
2.	ΕΤΒΑ NAT-WEST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,283
3.	CRETAFUND ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,327
4.	KOSMOS INVEST	-0,339
5.	MIDLAND-ΕΛΛΗΝΟΒΡ.	-0,339
6.	ΙΟΝΙΚΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-0,348
7.	ΙΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΣ INDEX FUND	-0,349
8.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,360
9.	ΧΙΟΣ ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,363
10.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	-0,364
11.	NATIONALE NEDERLANDEN	-0,367
12.	ΑΛΦΑ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,368
13.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	-0,373
14.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	-0,376
15.	ΗΕΛΒΕΤΙΑ ΜΕΤΟΧΩΝ	-0,385
16.	ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,396
17.	A-TRUST HAMBROS ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	-0,401
18.	A-TRUST HAMBROS ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	-0,413
19.	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,420
20.	ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,444
21.	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ	-0,488

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.11

ΕΤΟΣ 2003							
ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΚΙΝΔΥΝΩΝ-ΜΕΤΡΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ							
ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	STDEV	BETA	PERF	SHARPE	TRAYNOR	JENSEN α	N
ALPHA TRUST (Αναπτ. Μτχ Εσωτ.)	0,06858	0,81883	18,31%	2,369	0,198	-6,19%	24,50%
ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. (Μτχ Εσωτ.)	0,06052	0,71643	23,86%	3,602	0,304	2,17%	21,69%
ΑΒΝ-ΑΜΡΟ (Ελληνικό Αν. Μτχ Εσωτ.)	0,06219	0,69106	9,55%	1,204	0,108	-11,45%	21,00%
ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	0,07550	0,92856	33,23%	4,128	0,336	5,73%	27,50%
ΑΣΠΙΣ Α/Κ (Μετοχών Εσωτ.)	0,06388	0,75804	-5,45%	-1,175	-0,099	-28,28%	22,83%
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,06576	0,80219	26,56%	3,726	0,305	2,52%	24,04%
ΓΕΝΙΚΗ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	0,08242	1,01275	17,85%	1,915	0,156	-11,96%	29,81%
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	0,07064	0,86593	24,99%	3,246	0,265	-0,80%	25,79%
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτ.	0,07531	0,92732	24,50%	2,979	0,242	-2,97%	27,47%
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	0,08032	0,97403	28,26%	3,262	0,269	-0,49%	28,75%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτ Μτχ Εσωτ.)	0,06883	0,84157	27,28%	3,664	0,300	2,16%	25,12%
INTERAMERICAN Δυναμικό Μτχ Εσωτ.	0,05167	0,62237	16,74%	2,841	0,236	-2,37%	19,11%
ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	0,08159	1,00549	33,90%	3,903	0,317	4,29%	29,61%
ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ Εσωτ.	0,06913	0,85212	29,54%	3,974	0,322	4,13%	25,41%
ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ Εσωτ.	0,06650	0,79887	21,60%	2,938	0,245	-2,35%	23,95%
EUROBANK Value Index Μτχ Εσωτ.	0,06915	0,84175	21,55%	2,818	0,231	-3,58%	25,12%
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	0,05440	0,64735	37,13%	6,446	0,542	17,33%	19,80%
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	0,05580	0,67285	24,77%	4,070	0,338	4,27%	20,50%
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ Εσωτ.)	0,05711	0,67964	35,62%	5,875	0,494	14,93%	20,68%
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	0,08072	0,97990	27,46%	3,146	0,259	-1,45%	28,91%
METROLIFE ΑΝΑΠΤ. Μτχ. Εσωτ.	0,07642	0,94075	31,15%	3,806	0,309	3,31%	27,84%
ASE	0,05357	1	29,46%				

- ⇒ ο ΓΔ παρουσιάζει ιδιαίτερα χαμηλό συνολικό κίνδυνο, καθώς μόνο ένα Α/Κ έχει μικρότερη τυπική απόκλιση από αυτόν
- ⇒ το β των Α/Κ είναι σχετικά υψηλό και κυμαίνεται από 0,62 έως 1,01 με μέσο όρο 0,83
- ⇒ τα Α/Κ με τις υψηλότερες ετήσιες αποδόσεις (HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ και Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ Αναπτ. Μτχ Εσωτ.) παρουσιάζουν χαμηλούς συντελεστές β 0,65 και 0,68 αντίστοιχα
- ⇒ η μέση ετήσια απόδοση των Α/Κ ήταν 24,21%, ενώ η απόδοση του ΓΔ ήταν 29,46%
- ⇒ το σύνολο των Α/Κ πέτυχαν αποδόσεις χειρότερες του ΓΔ, καθώς μόνο έξι υπερκέρρασαν την απόδοση του

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.12

ΕΤΟΣ 2003

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΑΠΟΛΥΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ		
	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	ΑΠΟΔΟΣΗ
1.	HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	37,13%
2.	Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ Εσωτ.)	35,62%
3.	ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	33,90%
4.	ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	33,23%
5.	METROLIFE ΑΝΑΠΤ. Μτχ. Εσωτ.	31,15%
6.	ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ Εσωτ.	29,54%
7.	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	28,26%
8.	ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	27,46%
9.	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτ Μτχ Εσωτ.)	27,28%
10.	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	26,56%
11.	ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	24,99%
12.	ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	24,77%
13.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτ.	24,50%
14.	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. (Μτχ Εσωτ.)	23,86%
15.	ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ Εσωτ.	21,60%
16.	EUROBANK Value Index Μτχ Εσωτ.	21,55%
17.	ALPHA TRUST (Αναπτ. Μτχ Εσωτ.)	18,31%
18.	ΓΕΝΙΚΗ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	17,85%
19.	INTERAMERICAN Δυναμικό Μτχ Εσωτ.	16,74%
20.	ΑΒΝ-ΑΜΡΟ (Ελληνικό Αν. Μτχ Εσωτ.)	9,55%
21.	ΑΣΠΙΣ Α/Κ (Μετοχών Εσωτ.)	-5,45%

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ JENSEN		
	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	JENSEN α
1.	HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	17,33%
2.	Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ Εσωτ.)	14,93%
3.	ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	5,73%
4.	ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	4,29%
5.	ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	4,27%
6.	ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ Εσωτ.	4,13%
7.	METROLIFE ΑΝΑΠΤ. Μτχ. Εσωτ.	3,31%
8.	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	2,52%
9.	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. (Μτχ Εσωτ.)	2,17%
10.	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτ Μτχ Εσωτ.)	2,16%
11.	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,49%
12.	ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	-0,80%
13.	ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	-1,45%
14.	ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ Εσωτ.	-2,35%
15.	INTERAMERICAN Δυναμικό Μτχ Εσωτ.	-2,37%
16.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτ.	-2,97%
17.	EUROBANK Value Index Μτχ Εσωτ.	-3,58%
18.	ALPHA TRUST (Αναπτ. Μτχ Εσωτ.)	-6,19%
19.	ΑΒΝ-ΑΜΡΟ (Ελληνικό Αν. Μτχ Εσωτ.)	-11,45%
20.	ΓΕΝΙΚΗ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	-11,96%
21.	ΑΣΠΙΣ Α/Κ (Μετοχών Εσωτ.)	-28,28%

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ SHARPE		
	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	SHARPE
1.	ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ Εσωτ.	2,938
2.	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	3,262
3.	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτ Μτχ Εσωτ.)	3,664
4.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτ.	2,979
5.	Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ Εσωτ.)	5,875
6.	ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	3,246
7.	ΓΕΝΙΚΗ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	1,915
8.	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	3,726
9.	ΑΣΠΙΣ Α/Κ (Μετοχών Εσωτ.)	-1,175
10.	METROLIFE ΑΝΑΠΤ. Μτχ. Εσωτ.	3,806
11.	INTERAMERICAN Δυναμικό Μτχ Εσωτ.	2,841
12.	ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	4,070
13.	HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	6,446
14.	EUROBANK Value Index Μτχ Εσωτ.	2,818
15.	ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	4,128
16.	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. (Μτχ Εσωτ.)	3,602
17.	ALPHA TRUST (Αναπτ. Μτχ Εσωτ.)	2,369
18.	ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ Εσωτ.	3,974
19.	ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	3,903
20.	ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	3,146
21.	ΑΒΝ-ΑΜΡΟ (Ελληνικό Αν. Μτχ Εσωτ.)	1,204

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ TRAYNOR		
	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	TRAYNOR
1.	HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	0,542
2.	Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ Εσωτ.)	0,494
3.	ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	0,338
4.	ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	0,336
5.	ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ Εσωτ.	0,322
6.	ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	0,317
7.	METROLIFE ΑΝΑΠΤ. Μτχ. Εσωτ.	0,309
8.	ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,305
9.	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. (Μτχ Εσωτ.)	0,304
10.	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτ Μτχ Εσωτ.)	0,300
11.	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	0,269
12.	ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	0,265
13.	ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	0,259
14.	ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ Εσωτ.	0,245
15.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτ.	0,242
16.	INTERAMERICAN Δυναμικό Μτχ Εσωτ.	0,236
17.	EUROBANK Value Index Μτχ Εσωτ.	0,231
18.	ALPHA TRUST (Αναπτ. Μτχ Εσωτ.)	0,198
19.	ΓΕΝΙΚΗ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	0,156
20.	ΑΒΝ-ΑΜΡΟ (Ελληνικό Αν. Μτχ Εσωτ.)	0,108
21.	ΑΣΠΙΣ Α/Κ (Μετοχών Εσωτ.)	-0,099

Στους παρακάτω πίνακες παρουσιάζονται οι αποδόσεις των εξεταζόμενων Α/Κ για τις διαδοχικές τριετίες 1998-2000 και 2001-2003, οι τριετής αποδόσεις του ΓΔ για τις περιόδους αυτές, το τριετές beta για κάθε Α/Κ και η τριετής τυπική απόκλιση για τις ίδιες περιόδους και οι προσαρμοσμένες στον κίνδυνο (Sharpe, Treynor, Jensen) αποδόσεις αυτών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.13

ΤΡΙΕΤΙΑ 1998-2000							
ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΚΙΝΔΥΝΩΝ-ΜΕΤΡΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ							
ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	STDEV	BETA	PERF	SHARPE	TRAYNOR	JENSEN α	N
ALPHA TRUST (Αναπτ. Μτχ Εσωτ.)	0,13519	0,87694	250,40%	17,693	2,728	135,87%	114,53%
ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. (Μτχ Εσωτ.)	0,12756	0,81756	305,73%	23,088	3,602	198,20%	107,53%
ABN-AMRO (Ελληνικό Αν. Μτχ Εσωτ.)	0,12794	0,91745	135,78%	9,736	1,358	16,48%	119,30%
ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	0,10759	0,79423	155,37%	13,399	1,815	50,59%	104,79%
ΑΣΠΙΣ Α/Κ (Μετοχών Εσωτ.)	0,09398	0,67333	68,04%	6,047	0,844	-22,50%	90,54%
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,11072	0,83010	155,88%	13,067	1,743	46,87%	109,01%
ΓΕΝΙΚΗ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	0,11624	0,85279	116,17%	9,029	1,231	4,48%	111,69%
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	0,12028	0,90425	165,76%	12,849	1,709	48,01%	117,75%
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτ.	0,12184	0,89199	200,52%	15,538	2,122	84,22%	116,30%
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	0,10994	0,70887	29,20%	1,636	0,254	-65,53%	94,73%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτ Μτχ Εσωτ.)	0,11550	0,86409	149,36%	11,961	1,599	36,34%	113,02%
INTERAMERICAN Δυναμικό Μτχ Εσωτ.	0,11729	0,89180	183,42%	14,683	1,931	67,14%	116,28%
ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	0,12400	0,95664	133,68%	9,877	1,280	9,76%	123,92%
ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ Εσωτ.	0,12081	0,83893	207,10%	16,214	2,335	97,05%	110,05%
ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ Εσωτ.	0,11491	0,82603	183,51%	14,995	2,086	74,98%	108,53%
EUROBANK Value Index Μτχ Εσωτ.	0,10734	0,75618	164,89%	14,317	2,032	64,59%	100,30%
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	0,11519	0,79735	278,66%	23,217	3,354	173,50%	105,15%
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	0,12940	0,97742	194,20%	14,141	1,872	67,83%	126,37%
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ Εσωτ.)	0,13031	0,93570	207,96%	15,099	2,103	86,51%	121,45%
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	0,11909	0,85162	136,06%	10,484	1,466	24,51%	111,55%
METROLIFE ΑΝΑΠΤ. Μτχ. Εσωτ.	0,12130	0,80909	91,50%	6,619	0,992	-15,04%	106,54%
ASE	0,129002	1	129,03%				

- ⇒ ο ΓΔ παρουσιάζει υψηλότερο συνολικό κίνδυνο από το μέσο όρο των Α/Κ, που είναι 0,11
- ⇒ το β των Α/Κ είναι σχετικά υψηλό και κυμαίνεται από 0,67 έως 0,97 με μέσο όρο 0,84
- ⇒ το σύνολο των Α/Κ πέτυχαν αποδόσεις καλύτερες του ΓΔ, καθώς μόνο τέσσερα υπολείπονται της απόδοσης του ΓΔ, με τα Α/Κ που καταλαμβάνουν τις τρεις πρώτες θέσεις να παρουσιάζουν αποδόσεις υπερδιπλάσιες του ΓΔ
- ⇒ η μέση τριετής απόδοση των Α/Κ ήταν 167,30%, ενώ η απόδοση του ΓΔ ήταν 129,03%

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.14

ΤΡΙΕΤΙΑ 1998-2000

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΑΠΟΛΥΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ		
	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	ΑΠΟΔΟΣΗ
1.	A-TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	305,73%
2.	HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	278,66%
3.	A-TRUST ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	250,40%
4.	Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ. Εσωτ.)	207,96%
5.	ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	207,10%
6.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	200,52%
7.	ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	194,20%
8.	ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	183,51%
9.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	183,42%
10.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	165,76%
11.	EUROBANK Value Index Μτχ. Εσ.	164,89%
12.	ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	155,88%
13.	ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	155,37%
14.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	149,36%
15.	ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	136,06%
16.	ABN AMRO ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	135,78%
17.	ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	133,68%
18.	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	116,17%
19.	METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μτχ Εσωτ.	91,50%
20.	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠ/ΞΙΑΣ	68,04%
21.	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	29,20%

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ JENSEN		
	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	JENSEN α
1.	A-TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	198,20%
2.	HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	173,50%
3.	A-TRUST ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	135,87%
4.	ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	97,05%
5.	Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ. Εσωτ.)	86,51%
6.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	84,22%
7.	ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	74,98%
8.	ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	67,83%
9.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	67,14%
10.	EUROBANK Value Index Μτχ. Εσ.	64,59%
11.	ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	50,59%
12.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	48,01%
13.	ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	46,87%
14.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	36,34%
15.	ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	24,51%
16.	ABN AMRO ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	16,48%
17.	ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	9,76%
18.	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	4,48%
19.	METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μτχ Εσωτ.	-15,04%
20.	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠ/ΞΙΑΣ	-22,50%
21.	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	-65,53%

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ SHARPE		
	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	SHARPE
1.	HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	23,217
2.	A-TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	23,088
3.	A-TRUST ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	17,693
4.	ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	16,214
5.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	15,538
6.	Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ. Εσωτ.)	15,099
7.	ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	14,995
8.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	14,683
9.	EUROBANK Value Index Μτχ. Εσ.	14,317
10.	ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	14,141
11.	ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	13,399
12.	ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	13,067
13.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	12,849
14.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	11,961
15.	ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	10,484
16.	ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	9,877
17.	ABN AMRO ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	9,736
18.	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	9,029
19.	METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μτχ Εσωτ.	6,619
20.	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠ/ΞΙΑΣ	6,047
21.	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	1,636

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ TRAYNOR		
	ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	TRAYNOR
1.	A-TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	3,602
2.	HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	3,354
3.	A-TRUST ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	2,728
4.	ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	2,335
5.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	2,122
6.	Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ. Εσωτ.)	2,103
7.	ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	2,086
8.	EUROBANK Value Index Μτχ. Εσ.	2,032
9.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	1,931
10.	ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	1,872
11.	ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	1,815
12.	ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	1,743
13.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	1,709
14.	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	1,599
15.	ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	1,466
16.	ABN AMRO ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	1,358
17.	ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	1,280
18.	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	1,231
19.	METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μτχ Εσωτ.	0,992
20.	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠ/ΞΙΑΣ	0,844
21.	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	0,254

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.15

ΤΡΙΕΤΙΑ 2001-2003							
ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΚΙΝΔΥΝΩΝ-ΜΕΤΡΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ							
ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	STDEV	BETA	PERF	SHARPE	TRAYNOR	JENSEN α	N
ALPHA TRUST (Αναπτ. Μτχ Εσωτ.)	0,07578	0,93454	-43,73%	-6,231	-0,505	-12,92%	-30,81%
ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. (Μτχ Εσωτ.)	0,07295	0,85417	-34,72%	-5,237	-0,447	-6,86%	-27,86%
ABN-AMRO (Ελληνικό Αν. Μτχ Εσωτ.)	0,06402	0,78133	-43,27%	-7,305	-0,599	-18,09%	-25,18%
ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	0,07200	0,93053	-29,86%	-4,632	-0,358	0,80%	-30,66%
ΑΣΠΙΣ Α/Κ (Μετοχών Εσωτ.)	0,05976	0,73762	-56,50%	-10,039	-0,813	-32,92%	-23,58%
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,07142	0,90975	-38,75%	-5,914	-0,464	-8,85%	-29,90%
ΓΕΝΙΚΗ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	0,07750	0,99727	-51,82%	-7,137	-0,555	-18,72%	-33,11%
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	0,07216	0,92485	-36,61%	-5,558	-0,434	-6,16%	-30,45%
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτ.	0,07625	0,97670	-36,93%	-5,301	-0,414	-4,58%	-32,35%
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	0,08192	1,03104	-26,74%	-3,690	-0,293	7,61%	-34,35%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτ Μτχ Εσωτ.)	0,06728	0,86976	-30,18%	-5,005	-0,387	-1,75%	-28,43%
INTERAMERICAN Δυναμικό Μτχ Εσωτ.	0,06309	0,79696	-36,89%	-6,401	-0,507	-11,14%	-25,76%
ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	0,07586	0,98617	-29,39%	-4,335	-0,333	3,31%	-32,70%
ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ Εσωτ.	0,07096	0,90640	-30,11%	-4,735	-0,371	-0,34%	-29,77%
ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ Εσωτ.	0,06487	0,81789	-30,32%	-5,212	-0,413	-3,79%	-26,53%
EUROBANK Value Index Μτχ Εσωτ.	0,06290	0,80392	-23,39%	-4,274	-0,334	2,62%	-26,01%
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	0,06267	0,78634	-18,89%	-3,571	-0,285	6,48%	-25,37%
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	0,06642	0,84173	-34,14%	-5,665	-0,447	-6,74%	-27,40%
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ Εσωτ.)	0,06370	0,78853	-13,64%	-2,690	-0,217	11,80%	-25,45%
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	0,07778	0,98554	-39,91%	-5,580	-0,440	-7,23%	-32,68%
METROLIFE ΑΝΑΠΤ. Μτχ. Εσωτ.	0,07320	0,95045	-33,13%	-5,002	-0,385	-1,73%	-31,39%
ASE	0,076713	1	-33,21%				

- ⇒ ο ΓΔ παρουσιάζει ελαφρώς υψηλότερο συνολικό κίνδυνο από το μέσο όρο των Α/Κ, που είναι 0,07
- ⇒ το β των Α/Κ είναι σχετικά υψηλό και κυμαίνεται από 0,73 έως 1,03 με μέσο όρο 0,89
- ⇒ η μέση τριετής απόδοση των Α/Κ ήταν -34,24%, ενώ η απόδοση του ΓΔ ήταν -33,21%

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.16

ΤΡΙΕΤΙΑ 2001-2003

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΑΠΟΛΥΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	
ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	ΑΠΟΔΟΣΗ
1. Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ. Εσωτ.)	-13,64%
2. HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	-18,89%
3. EUROBANK Value Index Μτχ. Εσ.	-23,39%
4. Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	-26,74%
5. ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	-29,39%
6. ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	-29,86%
7. ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	-30,11%
8. ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-30,18%
9. ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	-30,32%
10. METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μτχ Εσωτ.	-33,13%
11. ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	-34,14%
12. Α-TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	-34,72%
13. ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	-36,61%
14. INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	-36,89%
15. ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	-36,93%
16. ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-38,75%
17. ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	-39,91%
18. ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-43,27%
19. Α-TRUST ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	-43,73%
20. ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-51,82%
21. ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠ/ΞΙΑΣ	-56,50%

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ JENSEN	
ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	JENSEN α
1. Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ. Εσωτ.)	11,80%
2. Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	7,61%
3. HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	6,48%
4. ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	3,31%
5. EUROBANK Value Index Μτχ. Εσ.	2,62%
6. ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	0,80%
7. ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	-0,34%
8. METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μτχ Εσωτ.	-1,73%
9. ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-1,75%
10. ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	-3,79%
11. ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	-4,58%
12. ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	-6,16%
13. ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	-6,74%
14. Α-TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	-6,86%
15. ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	-7,23%
16. ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-8,85%
17. INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	-11,14%
18. Α-TRUST ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	-12,92%
19. ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-18,09%
20. ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-18,72%
21. ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠ/ΞΙΑΣ	-32,92%

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ SHARPE	
ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	SHARPE
1. Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ. Εσωτ.)	-2,690
2. HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	-3,571
3. Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	-3,690
4. EUROBANK Value Index Μτχ. Εσ.	-4,274
5. ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	-4,335
6. ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	-4,632
7. ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	-4,735
8. METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μτχ Εσωτ.	-5,002
9. ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-5,005
10. ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	-5,212
11. Α-TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	-5,237
12. ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	-5,301
13. ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	-5,558
14. ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	-5,580
15. ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	-5,665
16. ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-5,914
17. Α-TRUST ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	-6,231
18. INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	-6,401
19. ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-7,137
20. ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-7,305
21. ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠ/ΞΙΑΣ	-10,039

ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ TRAYNOR	
ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	TRAYNOR
1. Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ. Εσωτ.)	-0,217
2. HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	-0,285
3. Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,293
4. ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	-0,333
5. EUROBANK Value Index Μτχ. Εσ.	-0,334
6. ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	-0,358
7. ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	-0,371
8. METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μτχ Εσωτ.	-0,385
9. ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,387
10. ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	-0,413
11. ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	-0,414
12. ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	-0,434
13. ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	-0,440
14. ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	-0,447
15. Α-TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	-0,447
16. ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,464
17. Α-TRUST ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	-0,505
18. INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	-0,507
19. ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,555
20. ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	-0,599
21. ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠ/ΞΙΑΣ	-0,813

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι αποδόσεις του ετήσιου ΕΓΕΔ για τα έτη 1998, 1999, 2000, 2001, 2002 και 2003.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.17
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΕΤΗΣΙΟΥ ΕΓΕΔ

ΕΤΟΣ	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Μ. Ο. ΕΤΗΣΙΟΥ ΕΓΕΔ	10,34%	7,99%	5,30%	3,39%	2,87%	2,06%

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται οι αποδόσεις του ετήσιου ΕΓΕΔ για τις διαδοχικές τριετίες 1998-2000 και 2001-2003.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.18
ΤΡΙΕΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΕΤΗΣΙΟΥ ΕΓΕΔ

ΤΡΙΕΤΙΑ	1998-2000	2001-2003
ΤΡΙΕΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΤΗΣΙΟΥ ΕΓΕΔ	11,21%	3,49%

- ⇒ η συνεχιζόμενη πτώση των επιτοκίων οφείλεται στις διαδικασίες σύγκλισης και τελικής ένταξης της Ελλάδος στην Ε.Ε. και σε μεγάλο μέρος αιτιολογούν την ένταση της ανάπτυξης του θεσμού των Α/Κ στη χώρα μας

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ-ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

9.1 Έλεγχος της διαχρονικής μεταβολής στην κατάταξη των Α/Κ

Ο έλεγχος της διαχρονικής μεταβολής στην κατάταξη των Α/Κ γίνεται με τον συντελεστή συσχέτισης κατά τάξεις (συντελεστή Spearman), όπως περιγράφηκε στο κεφάλαιο 7 της παρούσας μελέτης. Ο συντελεστής αυτός αποτελεί κατάλληλο κριτήριο στατιστικού ελέγχου συσχέτισης μεταβλητών, οι οποίες κατατάσσονται κατά αύξουσα ή φθίνουσα σειρά.

Τα αποτελέσματα του ελέγχου της διαχρονικής συνέπειας της επίδοσης των Α/Κ παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες.

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.1
ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ 1998-1999

ΚΡΙΤΗΡΙΟ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ	r_s	t_{rs}	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ
ΑΠΟΔΟΣΗ	1998-1999	0,4690	2,3170	ΣΥΣΧΕΤΙΖΕΤΑΙ
SHARPE	1998-1999	0,8442	6,8636	ΣΥΣΧΕΤΙΖΕΤΑΙ
TRAYNOR	1998-1999	0,7130	4,4323	ΣΥΣΧΕΤΙΖΕΤΑΙ
JENSEN	1998-1999	0,7013	4,2882	ΣΥΣΧΕΤΙΖΕΤΑΙ

⇒ Ο συντελεστής συσχέτισης Spearman που υπολογίστηκε είναι ιδιαίτερα υψηλός, θετικός και στατιστικά σημαντικός, κάτι που αποδεικνύει ύπαρξη επαναληπτικότητας μεταξύ των ετών 1998-1999

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.2
ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ 1999-2000

ΚΡΙΤΗΡΙΟ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ	r_s	t_{rs}	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ
ΑΠΟΔΟΣΗ	1999-2000	-0,3818	-1,8007	ΔΕΝ ΣΥΣΧΕΤΙΖΕΤΑΙ
SHARPE	1999-2000	0,1195	0,5246	ΔΕΝ ΣΥΣΧΕΤΙΖΕΤΑΙ
TRAYNOR	1999-2000	-0,0610	-0,2666	ΔΕΝ ΣΥΣΧΕΤΙΖΕΤΑΙ
JENSEN	1999-2000	-0,2571	-1,1599	ΔΕΝ ΣΥΣΧΕΤΙΖΕΤΑΙ

⇒ Ο συντελεστής συσχέτισης Spearman που υπολογίστηκε τείνει στο μηδέν και είναι στατιστικά ασήμαντος, κάτι που αποδεικνύει έλλειψη επαναληπτικότητας μεταξύ των ετών 1999-2000

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.3
ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ 2000-2001

ΚΡΙΤΗΡΙΟ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ	r_s	t_{rs}	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ
ΑΠΟΔΟΣΗ	2000-2001	0,3597	1,6805	ΔΕΝ ΣΥΣΧΕΤΙΖΕΤΑΙ
SHARPE	2000-2001	0,2883	1,3125	ΔΕΝ ΣΥΣΧΕΤΙΖΕΤΑΙ
TRAYNOR	2000-2001	0,2013	0,8958	ΔΕΝ ΣΥΣΧΕΤΙΖΕΤΑΙ
JENSEN	2000-2001	0,1844	0,8179	ΔΕΝ ΣΥΣΧΕΤΙΖΕΤΑΙ

⇒ Ο συντελεστής συσχέτισης Spearman που υπολογίστηκε είναι θετικός, αλλά στατιστικά ασήμαντος, κάτι που αποδεικνύει έλλειψη επαναληπτικότητας μεταξύ των ετών 2000-2001, χωρίς όμως αυτή να μπορεί να αποκλειστεί

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.4
ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ 2001-2002

ΚΡΙΤΗΡΙΟ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ	r_s	t_{rs}	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ
ΑΠΟΔΟΣΗ	2001-2002	0,3234	1,4896	ΔΕΝ ΣΥΣΧΕΤΙΖΕΤΑΙ
SHARPE	2001-2002	0,2558	1,1536	ΔΕΝ ΣΥΣΧΕΤΙΖΕΤΑΙ
TRAYNOR	2001-2002	0,2338	1,0480	ΔΕΝ ΣΥΣΧΕΤΙΖΕΤΑΙ
JENSEN	2001-2002	0,2649	1,1976	ΔΕΝ ΣΥΣΧΕΤΙΖΕΤΑΙ

- ⇒ Ο συντελεστής συσχέτισης Spearman που υπολογίστηκε είναι θετικός, αλλά στατιστικά ασήμαντος, κάτι που αποδεικνύει έλλειψη επαναληπτικότητας μεταξύ των ετών 2001-2002, χωρίς όμως αυτή να μπορεί να αποκλειστεί

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.5
ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ 2002-2003

ΚΡΙΤΗΡΙΟ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ	r_s	t_{rs}	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ
ΑΠΟΔΟΣΗ	2002-2003	0,2831	1,4896	ΔΕΝ ΣΥΣΧΕΤΙΖΕΤΑΙ
SHARPE	2002-2003	0,5740	3,0557	ΣΥΣΧΕΤΙΖΕΤΑΙ
TRAYNOR	2002-2003	0,5481	2,8560	ΣΥΣΧΕΤΙΖΕΤΑΙ
JENSEN	2002-2003	0,5506	2,8754	ΣΥΣΧΕΤΙΖΕΤΑΙ

- ⇒ Ο συντελεστής συσχέτισης Spearman που υπολογίστηκε είναι ιδιαίτερα υψηλός, θετικός και στατιστικά σημαντικός, κάτι που αποδεικνύει ύπαρξη επαναληπτικότητας μεταξύ των ετών 2002-2003
- ⇒ Εξαίρεση αποτελεί ο έλεγχος που χρησιμοποιεί τις απλές αποδόσεις (χωρίς τον παράγοντα κίνδυνος), κατά τον οποίο ο συντελεστής συσχέτισης Spearman είναι μεν θετικός, αλλά στατιστικά ασήμαντος

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.6
ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ Α΄ ΤΡΙΕΤΙΑΣ-Β΄ ΤΡΙΕΤΙΑΣ

ΚΡΙΤΗΡΙΟ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ	r_s	t_{rs}	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ
ΑΠΟΔΟΣΗ	Α΄ ΤΡΙΕΤΙΑ-Β΄ ΤΡΙΕΤΙΑ	0,2117	0,9441	ΔΕΝ ΣΥΣΧΕΤΙΖΕΤΑΙ
SHARPE	Α΄ ΤΡΙΕΤΙΑ-Β΄ ΤΡΙΕΤΙΑ	0,2441	1,0975	ΔΕΝ ΣΥΣΧΕΤΙΖΕΤΑΙ
TRAYNOR	Α΄ ΤΡΙΕΤΙΑ-Β΄ ΤΡΙΕΤΙΑ	0,1688	0,7466	ΔΕΝ ΣΥΣΧΕΤΙΖΕΤΑΙ
JENSEN	Α΄ ΤΡΙΕΤΙΑ-Β΄ ΤΡΙΕΤΙΑ	0,1610	0,7112	ΔΕΝ ΣΥΣΧΕΤΙΖΕΤΑΙ

- ⇒ Ο συντελεστής συσχέτισης Spearman που υπολογίστηκε είναι θετικός, αλλά στατιστικά ασήμαντος, κάτι που αποδεικνύει έλλειψη επαναληπτικότητας μεταξύ των διαδοχικών τριετιών, χωρίς όμως αυτή να μπορεί να αποκλειστεί

Σχολιασμός αποτελεσμάτων

Ο συντελεστής συσχέτισης Spearman είναι θετικός σε όλη τη διάρκεια της εξαιτίας, κάτι που σημαίνει ότι υπάρχει θετική συσχέτιση των κατατάξεων μεταξύ διαδοχικών ετών. Ύπαρξη επαναληπτικότητας, όμως, μπορούμε να ισχυριστούμε με βεβαιότητα μόνο στα διαδοχικά έτη 1998/1999 και 2002/2003 κατά τα οποία τα αποτελέσματα του β είναι και στατιστικά σημαντικά.

Εξαίρεση αποτελούν τα αποτελέσματα μεταξύ των διαδοχικών ετών 1999/2000, κατά τα οποία παρατηρείται έλλειψη επαναληπτικότητας, και μάλιστα αντιστροφή της κατάταξης.

Να σημειωθεί ότι η χρησιμοποίηση των προσαρμοσμένων στον κίνδυνο αποδόσεων ενισχύει τα αποτελέσματα περί ύπαρξης επαναληπτικότητας.

Στην περίπτωση των τριετιών δεν παρατηρείται ύπαρξη επαναληπτικότητας, λόγω έλλειψης στατιστικής σημαντικότητας.

9.2 Ανάλυση πινάκων ενδεχομένων 'νικητών' και 'ηττημένων' (contingency tables analysis)

Η προσέγγιση αυτή είναι διαγραμματική. Αρχικά κατατάσσουμε τα A/K κατά σειρά απόδοσης από το καλύτερο στο χειρότερο και τα κατηγοριοποιούμε σαν νικητές και ηττημένους (winners and losers) για κάθε χρονιά. Στη συνέχεια χωρίζεται ένα γράφημα σε 4 τεταρτημόρια και απεικονίζονται τα αποτελέσματα, όπως περιγράφηκε στο κεφάλαιο 7 του παρόντος, τόσο για τις απόλυτες αποδόσεις, όσο και για τις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις.

Τα αποτελέσματα της παραπάνω προσέγγισης παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες.

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.7
CONTINGENCY TABLES ANALYSIS
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ

		1999	
		winners	losers
1998	winners	7	4
	losers	4	6
		ww-lw= 61,90%	wl-lw= 38,10%
		$\chi^2= 1,286$	
		2000	
		winners	losers
1999	winners	4	7
	losers	6	4
		ww-lw= 38,10%	wl-lw= 61,90%
		$\chi^2= 1,286$	
		2001	
		winners	losers
2000	winners	6	4
	losers	5	6
		ww-lw= 57,14%	wl-lw= 42,86%
		$\chi^2= 0,524$	
		2002	
		winners	losers
2001	winners	6	5
	losers	5	5
		ww-lw= 52,38%	wl-lw= 47,62%
		$\chi^2= 0,143$	
		2003	
		winners	losers
2002	winners	6	5
	losers	5	5
		ww-lw= 52,38%	wl-lw= 47,62%
		$\chi^2= 0,143$	

- ⇒ με εξαίρεση το έτος 2000 τα περισσότερα Α/Κ που κατείχαν τις πρώτες θέσεις το πρώτο έτος, παρέμειναν στις πρώτες θέσεις και το δεύτερο έτος, όπως και τα Α/Κ στις τελευταίες θέσεις το πρώτο έτος, παρέμειναν στις τελευταίες θέσεις και το δεύτερο έτος
- ⇒ η ένδειξη επαναληπτικότητας, όμως, δεν είναι ισχυρή, κάτι που αποδεικνύεται και από την χ^2 (<3,841)

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.8

ΣΥΝΔΥΑΣΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΔΙΑΔΟΧΙΚΩΝ ΠΕΡΙΟΔΩΝ		
	winners	losers
winners	29	25
losers	25	26
ww-ll= 52,38% wl-lw= 47,62% $\chi^2= 0,410$		

- ⇒ τα παραπάνω αποδεικνύονται και από τα συνδυασμένα αποτελέσματα μεταξύ των διαδοχικών ετών, στα οποία ο αριθμός των Α/Κ σε κάθε τεταρτημόριο του πίνακα είναι περίπου ίσος, κάτι που επαληθεύεται και από την χ^2 (<3,841)

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.9
CONTINGENCY TABLES ANALYSIS
JENSEN

		1999	
		winner	loser
1998	winner	7	3
	loser	3	8
		ww-lw= 71,43%	wl-lw= 28,57%
		$\chi^2= 3,952$	
		2000	
		winner	loser
1999	winner	3	7
	loser	8	3
		ww-lw= 28,57%	wl-lw= 71,43%
		$\chi^2= 3,952$	
		2001	
		winner	loser
2000	winner	6	5
	loser	5	5
		ww-lw= 52,38%	wl-lw= 47,62%
		$\chi^2= 0,143$	
		2002	
		winner	loser
2001	winner	6	5
	loser	5	5
		ww-lw= 52,38%	wl-lw= 47,62%
		$\chi^2= 0,143$	
		2003	
		winner	loser
2002	winner	8	3
	loser	2	8
		ww-lw= 76,19%	wl-lw= 23,81%
		$\chi^2= 5,857$	

- ⇒ με εξαίρεση το έτος 2000 τα περισσότερα Α/Κ που κατείχαν τις πρώτες θέσεις το πρώτο έτος, παρέμειναν στις πρώτες θέσεις και το δεύτερο έτος, όπως και τα Α/Κ στις τελευταίες θέσεις το πρώτο έτος, παρέμειναν στις τελευταίες θέσεις και το δεύτερο έτος
- ⇒ η ένδειξη επαναληπτικότητας δεν είναι ισχυρή κατά τα διαδοχικά έτη 2000-2001 και 2001-2002, κάτι που αποδεικνύεται και από την χ^2 (<3,841)
- ⇒ η ύπαρξη επαναληπτικότητας, όμως, είναι έντονη κατά τα διαδοχικά έτη 1998-1999 και 2002-2003, κάτι που αποδεικνύεται και από την χ^2 (3,952 και 5,857 αντίστοιχα)

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.10

ΣΥΝΔΥΑΣΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΔΙΑΔΟΧΙΚΩΝ ΠΕΡΙΟΔΩΝ		
	winners	losers
winners	30	23
losers	23	29
ww-lw= 56,19%	wl-lw= 43,81%	$\chi^2= 1,629$

- ⇒ σαν αποτέλεσμα των αντιφατικών αποτελεσμάτων τα συνδυασμένα αποτελέσματα μεταξύ των διαδοχικών ετών παρουσιάζουν περισσότερα Α/Κ που κατείχαν τις πρώτες θέσεις το πρώτο έτος, να παραμένουν στις πρώτες θέσεις και το δεύτερο έτος, όπως και τα Α/Κ στις τελευταίες θέσεις το πρώτο έτος, να παραμένουν στις τελευταίες θέσεις και το δεύτερο έτος, εντούτοις υπάρχει απουσία στατιστικής σημαντικότητας, με τη χ^2 <3,841

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.11
CONTINGENCY TABLES ANALYSIS
TREYNOR

		1999	
		winners	losers
1998	winners	7	3
	losers	3	8
		ww-lw= 71,43%	wl-lw= 28,57%
		$\chi^2= 3,952$	
		2000	
		winners	losers
1999	winners	5	5
	losers	6	5
		ww-lw= 47,62%	wl-lw= 52,38%
		$\chi^2= 0,143$	
		2001	
		winners	losers
2000	winners	7	4
	losers	4	6
		ww-lw= 61,90%	wl-lw= 38,10%
		$\chi^2= 1,286$	
		2002	
		winners	losers
2001	winners	6	5
	losers	5	5
		ww-lw= 52,38%	wl-lw= 47,62%
		$\chi^2= 0,143$	
		2003	
		winners	losers
2002	winners	7	4
	losers	3	7
		ww-lw= 66,67%	wl-lw= 33,33%
		$\chi^2= 2,429$	

- ⇒ με εξαίρεση το έτος 2000 τα περισσότερα Α/Κ που κατείχαν τις πρώτες θέσεις το πρώτο έτος, παρέμειναν στις πρώτες θέσεις και το δεύτερο έτος, όπως και τα Α/Κ στις τελευταίες θέσεις το πρώτο έτος, παρέμειναν στις τελευταίες θέσεις και το δεύτερο έτος
- ⇒ η ύπαρξη επαναληπτικότητας, όμως, είναι έντονη μόνο κατά τα διαδοχικά έτη 1998-1999, κάτι που αποδεικνύεται και από την χ^2 (3,952), ενώ κατά τις υπόλοιπες διαδοχικές έτη η ένδειξη επαναληπτικότητας δεν είναι ισχυρή κάτι που αποδεικνύεται και από την χ^2 (<3,841)

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.12

ΣΥΝΔΥΑΣΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΔΙΑΔΟΧΙΚΩΝ ΠΕΡΙΟΔΩΝ		
	winners	losers
winners	32	21
losers	21	31
ww-ll= 60,00%	wl-lw= 40,00%	$\chi^2= 4,219$

- ⇒ σαν αποτέλεσμα των παραπάνω αποτελεσμάτων τα συνδυασμένα αποτελέσματα μεταξύ των διαδοχικών ετών παρουσιάζουν περισσότερα Α/Κ που κατείχαν τις πρώτες θέσεις το πρώτο έτος, να παραμένουν στις πρώτες θέσεις και το δεύτερο έτος, όπως και τα Α/Κ στις τελευταίες θέσεις το πρώτο έτος, να παραμένουν στις τελευταίες θέσεις και το δεύτερο έτος
- ⇒ η ύπαρξη επαναληπτικότητας είναι έντονη, κάτι που αποδεικνύεται και από την χ^2 (4,219)

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.13
CONTINGENCY TABLES ANALYSIS
SHARPE

		1999	
		winners	losers
1998	winners	9	1
	losers	1	10
ww-lw= 90,48%	wl-lw= 9,52%	$\chi^2 = 13,857$	
		2000	
		winners	losers
1999	winners	5	5
	losers	5	6
ww-lw= 52,38%	wl-lw= 47,62%	$\chi^2 = 0,143$	
		2001	
		winners	losers
2000	winners	7	4
	losers	3	7
ww-lw= 66,67%	wl-lw= 33,33%	$\chi^2 = 2,429$	
		2002	
		winners	losers
2001	winners	4	6
	losers	5	6
ww-lw= 47,62%	wl-lw= 52,38%	$\chi^2 = 0,524$	
		2003	
		winners	losers
2002	winners	7	3
	losers	3	8
ww-lw= 71,43%	wl-lw= 28,57%	$\chi^2 = 3,952$	

- ⇒ με εξαίρεση τα έτη 2000 και 2001 τα περισσότερα Α/Κ που κατείχαν τις πρώτες θέσεις το πρώτο έτος, παρέμειναν στις πρώτες θέσεις και το δεύτερο έτος, όπως και τα Α/Κ στις τελευταίες θέσεις το πρώτο έτος, παρέμειναν στις τελευταίες θέσεις και το δεύτερο έτος
- ⇒ η ένδειξη επαναληπτικότητας δεν είναι ισχυρή κατά τα διαδοχικά έτη 1999-2000, 2000-2001 και 2001-2002, κάτι που αποδεικνύεται και από την χ^2 (<3,841)
- ⇒ η ύπαρξη επαναληπτικότητας, όμως, είναι έντονη κατά τα διαδοχικά έτη 1998-1999 και 2002-2003, κάτι που αποδεικνύεται και από την χ^2 (13,857 και 3,952 αντίστοιχα)

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.14

ΣΥΝΔΥΑΣΜΕΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΔΙΑΔΟΧΙΚΩΝ ΠΕΡΙΟΔΩΝ		
	winners	losers
winners	32	19
losers	17	37
ww-ll= 65,71%	wl-lw= 34,29%	$\chi^2= 10,924$

- ⇒ σαν αποτέλεσμα των παραπάνω αποτελεσμάτων τα συνδυασμένα αποτελέσματα μεταξύ των διαδοχικών ετών παρουσιάζουν περισσότερα Α/Κ που κατείχαν τις πρώτες θέσεις το πρώτο έτος, να παραμένουν στις πρώτες θέσεις και το δεύτερο έτος, όπως και τα Α/Κ στις τελευταίες θέσεις το πρώτο έτος, να παραμένουν στις τελευταίες θέσεις και το δεύτερο έτος
- ⇒ η ύπαρξη επαναληπτικότητας είναι έντονη, κάτι που αποδεικνύεται και από την χ^2 (10,924)

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.15
CONTINGENCY TABLES ANALYSIS
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ

		<i>B' ΤΡΙΕΤΙΑ</i>	
		winners	losers
<i>A' ΤΡΙΕΤΙΑ</i>	winners	4	6
	losers	6	5
ww-lw= 42,86%		wl-lw= 57,14%	$\chi^2= 0,524$

⇒ τα περισσότερα Α/Κ που κατείχαν τις πρώτες θέσεις την πρώτη τριετία, δεν παρέμειναν στις πρώτες θέσεις και τη δεύτερη τριετία, όπως και τα Α/Κ στις τελευταίες θέσεις την πρώτη τριετία, δεν παρέμειναν στις τελευταίες θέσεις και τη δεύτερη τριετία, άρα υπάρχει ανυπαρξία επαναληπτικότητας

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.16
CONTINGENCY TABLES ANALYSIS
SHARPE

		<i>B' ΤΡΙΕΤΙΑ</i>	
		winners	losers
<i>A' ΤΡΙΕΤΙΑ</i>	winners	7	4
	losers	4	6
ww-lw= 61,90%		wl-lw= 38,10%	$\chi^2= 1,286$

⇒ τα περισσότερα Α/Κ που κατείχαν τις πρώτες θέσεις την πρώτη τριετία, παρέμειναν στις πρώτες θέσεις και τη δεύτερη τριετία, όπως και τα Α/Κ στις τελευταίες θέσεις την πρώτη τριετία, παρέμειναν στις τελευταίες θέσεις και τη δεύτερη τριετία

⇒ η ένδειξη επαναληπτικότητας δεν είναι ισχυρή, κάτι που αποδεικνύεται και από την χ^2 (<3,841)

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.17

**CONTINGENCY TABLES ANALYSIS
TREYNOR**

		<i>B' ΤΡΙΕΤΙΑ</i>	
		winners	losers
<i>A' ΤΡΙΕΤΙΑ</i>	winners	7	4
	losers	4	6
ww-lw=	61,90%	wl-lw=	38,10%
		$\chi^2=$	1,286

- ⇒ τα περισσότερα A/K που κατείχαν τις πρώτες θέσεις την πρώτη τριετία, παρέμειναν στις πρώτες θέσεις και τη δεύτερη τριετία, όπως και τα A/K στις τελευταίες θέσεις την πρώτη τριετία, παρέμειναν στις τελευταίες θέσεις και τη δεύτερη τριετία
- ⇒ η ένδειξη επαναληπτικότητας δεν είναι ισχυρή, κάτι που αποδεικνύεται και από την χ^2 (<3,841)

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.18

**CONTINGENCY TABLES ANALYSIS
JENSEN**

		<i>B' ΤΡΙΕΤΙΑ</i>	
		winners	losers
<i>A' ΤΡΙΕΤΙΑ</i>	winners	7	4
	losers	4	6
ww-lw=	57,14%	wl-lw=	42,86%
		$\chi^2=$	0,524

- ⇒ τα περισσότερα A/K που κατείχαν τις πρώτες θέσεις την πρώτη τριετία, παρέμειναν στις πρώτες θέσεις και τη δεύτερη τριετία, όπως και τα A/K στις τελευταίες θέσεις την πρώτη τριετία, παρέμειναν στις τελευταίες θέσεις και τη δεύτερη τριετία
- ⇒ η ένδειξη επαναληπτικότητας δεν είναι ισχυρή, κάτι που αποδεικνύεται και από την χ^2 (<3,841)

Σχολιασμός αποτελεσμάτων

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι με εξαίρεση τα διαδοχικά έτη 1999/2000 τα περισσότερα A/K που κατείχαν τις πρώτες θέσεις το πρώτο έτος, παρέμειναν στις πρώτες θέσεις και το δεύτερο έτος, όπως και τα A/K στις τελευταίες θέσεις το πρώτο έτος, παρέμειναν στις τελευταίες θέσεις και το δεύτερο έτος. Η ένδειξη επαναληπτικότητας, όμως, δεν είναι ισχυρή κατά τα διαδοχικά έτη 1999-2000, 2000-2001 και 2001-2002, κάτι που αποδεικνύεται και από την χ^2 ($<3,841$). Αντίθετα, η ύπαρξη επαναληπτικότητας είναι έντονη κατά τα διαδοχικά έτη 1998-1999 και 2002-2003, κάτι που αποδεικνύεται και από την χ^2 ($>3,841$).

Τα συνδυασμένα αποτελέσματα μεταξύ των διαδοχικών ετών παρουσιάζουν περισσότερα A/K που κατείχαν τις πρώτες θέσεις το πρώτο έτος, να παραμένουν στις πρώτες θέσεις και το δεύτερο έτος, όπως και τα A/K στις τελευταίες θέσεις το πρώτο έτος, να παραμένουν στις τελευταίες θέσεις και το δεύτερο έτος

Να σημειωθεί ότι η χρησιμοποίηση των προσαρμοσμένων στον κίνδυνο αποδόσεων ενισχύει τα αποτελέσματα περί ύπαρξης επαναληπτικότητας, κυρίως με τα κριτήρια Sharpe και Treynor.

Στην περίπτωση των τριετιών δεν παρατηρείται ύπαρξη επαναληπτικότητας, λόγω έλλειψης στατιστικής σημαντικότητας.

9.3 Επαναληπτικότητα στη σειρά κατάταξης

Εφαρμόζουμε την παλινδρόμηση:

$$\boxed{\Sigma K_{\tau} = \alpha + \beta \Sigma K_{\tau-1} + \varepsilon_{\tau}}$$

όπως ακριβώς περιγράφηκε στο κεφάλαιο 7, διαδοχικά ανά έτος τόσο στις απόλυτες αποδόσεις, όσο και στις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις. Οι υπολογισμοί του E-VIEWS παραθέτονται αναλυτικά στο παράρτημα, ενώ παρακάτω ακολουθούν πίνακες με τις εκτιμήσεις για το α , για το β και τον συντελεστή προσδιορισμού, καθώς και την ένδειξη της στατιστικής σημαντικότητας.

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.19
ΣΕΙΡΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ Α/Κ
ΑΠΟΔΟΣΗ

Α/Κ	ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗ					
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
A-TRUST ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	3	2	16	4	17	18
EUROBANK Value Index Μτχ. Εσ.	18	18	4	6	3	17
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	16	9	14	14	15	13
ABN AMRO ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	11	16	15	19	20	19
A-TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	1	1	21	3	18	9
ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	17	13	5	10	12	3
ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠ/ΞΙΑΣ	19	20	20	21	21	21
ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	12	11	1	9	16	8
ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	10	10	19	20	19	20
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	9	14	9	17	10	12
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	5	6	7	2	14	16
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	21	19	18	1	2	11
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	14	17	11	13	8	10
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	7	15	6	12	13	15
ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	15	21	2	5	7	4
ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	4	4	13	7	6	6
ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	13	8	3	15	4	14
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	2	5	10	8	5	1
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	8	12	8	16	11	5
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ. Εσωτ.)	6	3	17	18	1	2
METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μτχ Εσωτ.	20	7	12	11	9	7

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.20

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ $\Sigma K_t = \alpha + \beta \Sigma K_{t-1} + \varepsilon_t$

ΕΤΗ	α	β	T-Stat	R^2
1998/1999	5,30	0,52	2,64	0,27
1999/2000	15,20	-0,38	-1,80	0,15
2000/2001	7,04	0,36	1,68	0,13
2001/2002	6,41	0,42	1,16	0,07
2002/2003	8,17	0,26	2,02	0,17

- ⇒ οι συντελεστές β μεταξύ των διαδοχικών ετών είναι θετικοί, με εξαίρεση τα διαδοχικά έτη 1999/2000
- ⇒ μόνο κατά τα διαδοχικά έτη 1998/1999 και 2002/2003 οι συντελεστές αυτοί είναι στατιστικά σημαντικοί ($t > 2$), γεγονός που υποδηλώνει έντονη επαναληπτικότητα κατά τα έτη αυτά και απουσία επαναληπτικότητας κατά τα υπόλοιπα έτη

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.21
ΣΕΙΡΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ A/K
JENSEN

A/K	ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗ					
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
A-TRUST ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	3	2	16	4	17	18
EUROBANK Value Index Μτχ. Εσ.	18	18	4	6	3	17
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	16	9	14	14	15	13
ABN AMRO ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	11	16	15	19	20	19
A-TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	1	1	21	3	18	9
ALPHA Blue Chips A/K Μτχ. Εσωτ.	17	13	5	10	12	3
ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠ/ΞΙΑΣ	19	20	20	21	21	21
ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	12	11	1	9	16	8
ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	10	10	19	20	19	20
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	9	14	9	17	10	12
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	5	6	7	2	14	16
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	21	19	18	1	2	11
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	14	17	11	13	8	10
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	7	15	6	12	13	15
ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	15	21	2	5	7	4
ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	4	4	13	7	6	6
ΩΜΕΓΑ INVEST A/K Μτχ. Εσωτ.	13	8	3	15	4	14
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	2	5	10	8	5	1
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ A/K Μετοχικό Εσωτ.	8	12	8	16	11	5
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ. Εσωτ.)	6	3	17	18	1	2
METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μτχ Εσωτ.	20	7	12	11	9	7

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.22

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ $\Sigma K_t = \alpha + \beta \Sigma K_{t-1} + \varepsilon_t$

ΕΤΗ	α	β	T-Stat	R ²
1998/1999	3,29	0,70	4,29	0,49
1999/2000	13,82	-0,25	0,22	0,07
2000/2001	8,97	0,18	0,82	0,03
2001/2002	8,09	0,26	1,20	0,07
2002/2003	4,94	0,55	2,88	0,30

- ⇒ οι συντελεστές β μεταξύ των διαδοχικών ετών είναι θετικοί, με εξαίρεση τα διαδοχικά έτη 1999/2000
- ⇒ μόνο κατά τα διαδοχικά έτη 1998/1999 και 2002/2003 οι συντελεστές αυτοί είναι στατιστικά σημαντικοί ($t > 2$), γεγονός που υποδηλώνει έντονη επαναληπτικότητα κατά τα έτη αυτά και απουσία επαναληπτικότητας κατά τα υπόλοιπα έτη

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.23
ΣΕΙΡΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ A/K
SHARPE

A/K	1998	1999	2000	2001	2002	2003
A-TRUST ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	3	3	13	4	17	18
EUROBANK Value Index ΜΤΧ. Εσ.	18	18	8	7	3	17
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	16	15	14	12	15	13
ABN AMRO ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	11	20	15	19	20	20
A-TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	1	1	20	2	13	10
ALPHA Blue Chips A/K ΜΤΧ. Εσωτ.	17	14	5	10	12	3
ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠ/ΞΙΑΣ	19	19	21	21	21	21
ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	12	7	2	8	18	8
ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	10	8	19	20	19	19
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	8	10	12	16	11	12
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	5	2	4	3	16	14
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	21	21	17	1	2	11
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	14	16	16	14	8	9
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	6	9	9	13	14	16
ALPHA Athens Index Fund ΜΤΧ Εσωτ.	15	17	3	6	7	6
ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	4	5	11	5	6	5
ΩΜΕΓΑ INVEST A/K ΜΤΧ. Εσωτ.	13	11	1	15	4	15
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	2	4	6	9	5	1
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ A/K Μετοχικό Εσωτ.	9	13	10	17	9	4
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. ΜΤΧ. Εσωτ.)	7	6	18	18	1	2
METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΤΧ Εσωτ.	20	12	7	11	10	7

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.24

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ $\Sigma K_t = \alpha + \beta \Sigma K_{t-1} + \varepsilon_t$

ΕΤΗ	α	β	T-Stat	R ²
1998/1999	1,71	0,84	6,86	0,71
1999/2000	9,68	0,11	0,52	0,01
2000/2001	7,83	0,29	1,31	0,08
2001/2002	8,18	0,26	1,15	0,07
2002/2003	4,69	0,57	3,06	0,33

- ⇒ οι συντελεστές β μεταξύ των διαδοχικών ετών είναι θετικοί σε όλα τα διαδοχικά έτη
- ⇒ μόνο κατά τα διαδοχικά έτη 1998/1999 και 2002/2003 οι συντελεστές αυτοί είναι στατιστικά σημαντικοί ($t > 2$), γεγονός που υποδηλώνει έντονη επαναληπτικότητα κατά τα έτη αυτά και απουσία επαναληπτικότητας κατά τα υπόλοιπα έτη

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.25
ΣΕΙΡΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ Α/Κ
TREYNOR

Α/Κ	ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΚΑΤΑΤΑΞΗ					
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
A-TRUST ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	3	3	15	4	17	18
EUROBANK Value Index Μτχ. Εσ.	18	19	6	6	3	17
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	16	14	14	14	15	13
ABN AMRO ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	11	17	16	19	20	20
A-TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	1	1	21	3	18	9
ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	17	11	5	10	12	4
ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠ/ΞΙΑΣ	19	20	20	21	21	21
ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	12	7	1	8	16	8
ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	9	10	18	20	19	19
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	8	13	8	16	10	12
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	5	2	4	2	14	15
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	21	16	19	1	2	11
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	14	18	12	13	8	10
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	7	12	7	12	13	16
ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	15	21	2	5	7	6
ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	4	6	13	7	6	5
ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	13	9	3	17	4	14
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	2	5	10	9	5	1
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	10	15	9	15	11	3
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ. Εσωτ.)	6	4	17	18	1	2
METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μτχ Εσωτ.	20	8	11	11	9	7

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.26
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ $\Sigma K_t = \alpha + \beta \Sigma K_{t-1} + \varepsilon_t$

ΕΤΗ	α	β	T-Stat	R^2
1998/1999	3,15	0,71	4,43	0,51
1999/2000	11,67	-0,06	-0,27	0,00
2000/2001	8,78	0,20	0,90	0,00
2001/2002	8,43	0,23	1,05	0,05
2002/2003	4,97	0,55	2,86	0,55

- ⇒ οι συντελεστές β μεταξύ των διαδοχικών ετών είναι θετικοί, με εξαίρεση τα διαδοχικά έτη 1999/2000
- ⇒ μόνο κατά τα διαδοχικά έτη 1998/1999 και 2002/2003 οι συντελεστές αυτοί είναι στατιστικά σημαντικοί ($t > 2$), γεγονός που υποδηλώνει έντονη επαναληπτικότητα κατά τα έτη αυτά και απουσία επαναληπτικότητας κατά τα υπόλοιπα έτη

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.27

ΣΕΙΡΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ Α/Κ
ΑΠΟΔΟΣΗ

Α/Κ	ΚΑΤΑΤΑΞΗ Α΄ ΤΡΙΕΤΙΑ	ΚΑΤΑΤΑΞΗ Β΄ ΤΡΙΕΤΙΑ
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	15	17
ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	17	5
ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	13	6
ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	5	7
A-TRUST ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	3	19
EUROBANK Value Index Μτχ. Εσ.	11	3
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	2	2
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	7	11
ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μτχ Εσωτ.	19	10
ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	16	18
A-TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	1	12
ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠ/ΞΙΑΣ	20	21
ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	12	16
ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	18	20
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	10	13
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ. Εσωτ.)	4	1
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	6	15
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	14	8
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	9	14
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	21	4
ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	8	9

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.28

ΣΕΙΡΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ Α/Κ
JENSEN

Α/Κ	ΚΑΤΑΤΑΞΗ Α΄ ΤΡΙΕΤΙΑ	ΚΑΤΑΤΑΞΗ Β΄ ΤΡΙΕΤΙΑ
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	15	15
ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	17	4
ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	11	6
ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	4	7
A-TRUST ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	3	18
EUROBANK Value Index Μτχ. Εσ.	10	5
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	2	3
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	8	13
ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μτχ Εσωτ.	19	8
ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	16	19
A-TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	1	14
ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠ/ΞΙΑΣ	20	21
ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	13	16

ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	18	20
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	12	12
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ. Εσωτ.)	5	1
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	6	11
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	14	9
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	9	17
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	21	2
ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	7	10

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.29

ΣΕΙΡΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ Α/Κ
TREYNOR

Α/Κ	ΚΑΤΑΤΑΞΗ Α' ΤΡΙΕΤΙΑ	ΚΑΤΑΤΑΞΗ Β' ΤΡΙΕΤΙΑ
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	15	13
ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	17	4
ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	11	6
ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	4	7
A-TRUST ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	3	17
EUROBANK Value Index Μτχ. Εσ.	8	5
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	2	2
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	10	14
METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μτχ Εσωτ.	19	8
ABN AMRO ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	16	20
A-TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	1	15
ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠ/ΞΙΑΣ	20	21
ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	12	16
ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	18	19
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	13	12
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ. Εσωτ.)	6	1
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	5	11
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	14	9
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	9	18
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	21	3
ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	7	10

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.30
ΣΕΙΡΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ A/K
SHARPE

A/K	ΚΑΤΑΤΑΞΗ Α΄ ΤΡΙΕΤΙΑ	ΚΑΤΑΤΑΞΗ Β΄ ΤΡΙΕΤΙΑ
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	15	14
ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	16	5
ALPHA Blue Chips A/K Μτχ. Εσωτ.	11	6
ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	4	7
A-TRUST ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	3	17
EUROBANK Value Index Μτχ. Εσ.	9	4
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	1	2
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ A/K Μετοχικό Εσωτ.	10	15
METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μτχ Εσωτ.	19	8
ABN AMRO ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	17	20
A-TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	2	11
ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠ/ΞΙΑΣ	20	21
ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	12	16
ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	18	19
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	13	13
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ. Εσωτ.)	6	1
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	5	12
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	14	9
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	8	18
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	21	3
ΩΜΕΓΑ INVEST A/K Μτχ. Εσωτ.	7	10

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.31

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ $\Sigma K_t = \alpha + \beta \Sigma K_{t-1} + \varepsilon_t$

ΚΡΙΤΗΡΙΟ	α	β	T-Stat	R ²
ΑΠΟΔΟΣΗ	8,67	0,21	0,94	0,04
SHARPE	8,31	0,24	1,10	0,60
TREYNOR	9,14	0,17	0,75	0,03
JENSEN	9,22	0,16	0,71	0,03

- ⇒ οι συντελεστές β μεταξύ των διαδοχικών τριετιών είναι θετικοί
- ⇒ σε όλες τις περιπτώσεις και με όλα τα κριτήρια οι συντελεστές αυτοί είναι στατιστικά ασήμαντοι ($t < 2$), γεγονός που υποδηλώνει απουσία επαναληπτικότητας μεταξύ των διαδοχικών τριετιών

Σχολιασμός αποτελεσμάτων

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι συντελεστές β μεταξύ των διαδοχικών ετών είναι θετικοί, με εξαίρεση τα διαδοχικά έτη 1999/2000. Μόνο κατά τα διαδοχικά έτη 1998/1999 και 2002/2003 οι συντελεστές αυτοί είναι στατιστικά σημαντικοί ($t > 2$), γεγονός που υποδηλώνει έντονη επαναληπτικότητα κατά τα έτη αυτά και απουσία επαναληπτικότητας κατά τα υπόλοιπα έτη

Να σημειωθεί ότι η επαναληπτικότητα είναι εντονότερη (υψηλότερα β , υψηλότεροι συντελεστές t και R^2) με τη χρησιμοποίηση των προσαρμοσμένων στον κίνδυνο αποδόσεων για τις κατατάξεις των Α/Κ.

Στην περίπτωση των τριετιών δεν παρατηρείται ύπαρξη επαναληπτικότητας, λόγω έλλειψης στατιστικής σημαντικότητας.

9.4 Επαναληπτικότητα στο επίπεδο απόδοσης

Ο τρόπος εξέτασης της παλινδρόμησης που περιγράφηκε προηγουμένως χαρακτηρίζεται από μια αυστηρή ποσοτική καταγραφή της σειράς κατάταξης, καθώς τα Α/Κ πρέπει να επιτυγχάνουν κατά κανόνα την ίδια σειρά κατάταξης για να διαπιστωθεί στατιστικά η επαναληπτικότητα. Επαναληπτικότητα, όμως, με την ευρεία έννοια θα μπορούσε να σημαίνει επανάληψη της επίτευξης απόδοσης του ίδιου επιπέδου.

Άρα, εναλλακτικά εφαρμόζουμε την παλινδρόμηση:

$$EA_t = \alpha + \beta EA_{t-1} + \varepsilon_t$$

όπως ακριβώς περιγράφηκε στο κεφάλαιο 7, διαδοχικά ανά έτος τόσο στις απόλυτες αποδόσεις, όσο και στις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις. Οι υπολογισμοί του E-VIEWS παραθέτονται αναλυτικά στο παράρτημα, ενώ παρακάτω ακολουθούν πίνακες με τις εκτιμήσεις για το α , για το β και τον συντελεστή προσδιορισμού, καθώς και την ένδειξη της στατιστικής σημαντικότητας.

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.32

ΣΕΙΡΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ Α/Κ ΑΠΟΔΟΣΗ

A/K	ΑΠΟΔΟΣΗ 1998	ΑΠΟΔΟΣΗ 1999	ΑΠΟΔΟΣΗ 2000	ΑΠΟΔΟΣΗ 2001	ΑΠΟΔΟΣΗ 2002	ΑΠΟΔΟΣΗ 2003
A-TRUST ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	116,10%	231,84%	-51,14%	-24,72%	-36,82%	18,31%
EUROBANK Value Index ΜΤΧ. Εσ.	51,77%	157,16%	-32,13%	-19,78%	-21,43%	21,55%
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	62,38%	173,71%	-46,89%	-26,53%	-35,83%	27,46%
ABN AMRO ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	86,34%	141,34%	-47,57%	-26,27%	-29,76%	9,55%
A-TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	129,36%	245,08%	-48,74%	-23,19%	-31,38%	23,86%
ALPHA Blue Chips A/K ΜΤΧ. Εσωτ.	60,17%	141,11%	-33,87%	-23,62%	-31,08%	33,23%
ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠ/ΞΙΑΣ	44,41%	112,43%	-45,22%	-30,36%	-33,93%	-5,45%
ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	78,63%	131,39%	-38,09%	-24,69%	-35,74%	26,56%
ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	83,90%	143,69%	-51,76%	-32,98%	-39,00%	17,85%
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	94,75%	139,85%	-43,11%	-27,77%	-29,79%	24,99%
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	93,90%	176,42%	-43,93%	-23,42%	-33,85%	24,50%
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	27,58%	91,14%	-47,02%	-19,96%	-28,63%	28,26%
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	75,50%	140,74%	-40,98%	-23,55%	-28,24%	27,28%
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	97,11%	137,22%	-39,38%	-25,33%	-27,60%	16,74%
ALPHA Athens Index Fund ΜΤΧ Εσωτ.	83,28%	112,53%	-40,01%	-23,53%	-31,05%	33,90%
ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	93,13%	194,55%	-46,02%	-23,58%	-29,40%	29,54%
ΩΜΕΓΑ INVEST A/K ΜΤΧ. Εσωτ.	73,60%	158,29%	-36,77%	-23,11%	-25,47%	21,60%
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	119,26%	190,17%	-40,49%	-22,28%	-23,90%	37,13%
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ A/K Μετοχικό Εσωτ.	104,32%	149,50%	-42,29%	-28,02%	-26,66%	24,77%
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. ΜΤΧ. Εσωτ.)	97,01%	202,52%	-48,33%	-25,08%	-15,01%	35,62%
METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΤΧ Εσωτ.	34,79%	167,45%	-46,88%	-24,17%	-32,76%	31,15%

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.33

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ $EA_t = \alpha + \beta EA_{t-1} + \varepsilon_t$

ΕΤΗ	α	β	T-Stat	R ²
1998/1999	9,62	0,72	2,21	0,20
1999/2000	-4,45	0,06	0,74	0,03
2000/2001	-2,30	0,02	0,28	0,00
2001/2002	-1,79	0,33	0,69	0,00
2002/2003	2,60	0,10	2,04	0,15

⇒ οι συντελεστές β μεταξύ των διαδοχικών ετών είναι θετικοί σε όλα τα διαδοχικά έτη

⇒ μόνο κατά τα διαδοχικά έτη 1998/1999 και 2002/2003 οι συντελεστές αυτοί είναι στατιστικά σημαντικοί ($t > 2$), γεγονός που υποδηλώνει έντονη επαναληπτικότητα κατά τα έτη αυτά και απουσία επαναληπτικότητας κατά τα υπόλοιπα έτη

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.34

ΣΕΙΡΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ A/K
JENSEN

A/K	ΑΠΟΔΟΣΗ 1998	ΑΠΟΔΟΣΗ 1999	ΑΠΟΔΟΣΗ 2000	ΑΠΟΔΟΣΗ 2001	ΑΠΟΔΟΣΗ 2002	ΑΠΟΔΟΣΗ 2003
A-TRUST ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	55,59%	110,30%	-15,15%	-0,63%	-4,61%	-6,19%

EUROBANK Value Index Μτχ. Εσ.	-7,28%	31,92%	-6,36%	-1,17%	2,01%	-3,58%
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	-1,38%	55,54%	-13,04%	-3,87%	-3,13%	-1,45%
ABN AMRO ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	12,33%	37,88%	-14,89%	-5,41%	-6,60%	-11,45%
A-TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	71,95%	125,07%	-21,33%	-0,25%	-4,85%	2,17%
ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	-6,43%	45,54%	-6,45%	-2,46%	-1,29%	5,73%
ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠ/ΞΙΑΣ	-7,87%	20,46%	-19,92%	-13,32%	-10,07%	-28,28%
ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	10,28%	51,54%	-3,63%	-2,36%	-4,08%	2,52%
ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	17,87%	51,82%	-17,97%	-10,06%	-6,56%	-11,96%
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	20,82%	44,50%	-9,76%	-4,55%	-0,86%	-0,80%
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	23,17%	86,26%	-7,94%	0,82%	-2,09%	-2,97%
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	-31,54%	26,55%	-17,08%	5,84%	7,95%	-0,49%
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	5,12%	35,33%	-10,75%	-3,02%	-0,50%	2,16%
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	22,82%	43,71%	-7,74%	-2,98%	-1,50%	-2,37%
ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	2,06%	16,98%	-4,20%	-1,02%	0,49%	4,29%
ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	30,82%	88,70%	-12,59%	-1,74%	0,55%	4,13%
ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	6,73%	58,66%	-6,03%	-3,98%	1,29%	-2,35%
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	59,96%	87,44%	-9,92%	-2,25%	1,18%	17,33%
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	22,42%	46,29%	-9,74%	-4,47%	-1,05%	4,27%
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ. Εσωτ.)	22,87%	95,64%	-16,69%	-4,74%	9,60%	14,93%
METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μτχ Εσωτ.	-26,45%	63,03%	-12,00%	-2,60%	-0,84%	3,31%

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.35

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ $E A_t = \alpha + \beta E A_{t-1} + \varepsilon_t$

ΕΤΗ	α	β	T-Stat	R ²
1998/1999	3,92	0,93	4,10	0,47
1999/2000	-1,19	0,02	0,37	0,01
2000/2001	-1,22	0,07	0,50	0,01
2001/2002	1,41	0,59	1,19	0,20
2002/2003	8,85	0,48	4,40	0,51

- ⇒ οι συντελεστές β μεταξύ των διαδοχικών ετών είναι θετικοί σε όλα τα διαδοχικά έτη
- ⇒ μόνο κατά τα διαδοχικά έτη 1998/1999 και 2002/2003 οι συντελεστές αυτοί είναι στατιστικά σημαντικοί ($t > 2$), γεγονός που υποδηλώνει έντονη επαναληπτικότητα κατά τα έτη αυτά και απουσία επαναληπτικότητας κατά τα υπόλοιπα έτη

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.36

ΣΕΙΡΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ Α/Κ SHARPE

A/K	ΑΠΟΔΟΣΗ 1998	ΑΠΟΔΟΣΗ 1999	ΑΠΟΔΟΣΗ 2000	ΑΠΟΔΟΣΗ 2001	ΑΠΟΔΟΣΗ 2002	ΑΠΟΔΟΣΗ 2003
-----	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

A-TRUST ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	7,183	21,898	-5,652	-2,987	-7,059	2,369
EUROBANK Value Index ΜΤΧ. Εσ.	3,483	14,731	-5,369	-3,236	-5,835	2,818
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	4,038	17,466	-5,658	-3,431	-6,951	3,146
ABN AMRO ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	4,948	13,919	-5,674	-3,639	-8,049	1,204
A-TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	8,848	23,712	-6,278	-2,753	-6,833	3,602
ALPHA Blue Chips A/K ΜΤΧ. Εσωτ.	3,634	17,842	-5,302	-3,389	-6,796	4,128
ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠ/ΞΙΑΣ	3,367	14,499	-7,026	-4,854	-8,486	-1,175
ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	4,915	19,785	-4,787	-3,315	-7,222	3,726
ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	5,484	19,500	-6,115	-4,213	-7,728	1,915
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	5,525	18,134	-5,490	-3,563	-6,744	3,246
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	5,751	22,331	-5,065	-2,930	-6,962	2,979
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	1,334	9,828	-5,836	-2,393	-5,036	3,262
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	4,522	16,403	-5,776	-3,485	-6,668	3,664
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	5,704	18,485	-5,373	-3,432	-6,880	2,841
ALPHA Athens Index Fund ΜΤΧ Εσωτ.	4,342	15,348	-4,963	-3,236	-6,479	3,903
ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	6,190	21,527	-5,483	-3,201	-6,460	3,974
ΩΜΕΓΑ INVEST A/K ΜΤΧ. Εσωτ.	4,706	18,054	-4,503	-3,521	-6,102	2,938
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	8,562	21,528	-5,309	-3,318	-6,162	6,446
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ A/K Μετοχικό Εσωτ.	5,523	17,880	-5,398	-3,605	-6,733	4,070
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. ΜΤΧ. Εσωτ.)	5,676	20,278	-6,046	-3,628	-3,946	5,875
METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΤΧ Εσωτ.	1,763	17,934	-5,360	-3,430	-6,740	3,806

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.37

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ $EA_t = \alpha + \beta EA_{t-1} + \varepsilon_t$

ΕΤΗ	α	β	T-Stat	R^2
1998/1999	11,01	0,42	5,72	0,63
1999/2000	-5,26	-0,03	-0,23	0,00
2000/2001	-2,81	0,09	0,55	0,02
2001/2002	-9,76	0,47	1,50	0,11
2002/2003	4,44	0,25	2,69	0,28

- ⇒ οι συντελεστές β μεταξύ των διαδοχικών ετών είναι θετικοί, με εξαίρεση τα διαδοχικά έτη 1999/2000
- ⇒ μόνο κατά τα διαδοχικά έτη 1998/1999 και 2002/2003 οι συντελεστές αυτοί είναι στατιστικά σημαντικοί ($t > 2$), γεγονός που υποδηλώνει έντονη επαναληπτικότητα κατά τα έτη αυτά και απουσία επαναληπτικότητας κατά τα υπόλοιπα έτη

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.38

ΣΕΙΡΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ A/K
TREYNOR

A/K	ΑΠΟΔΟΣΗ 1998	ΑΠΟΔΟΣΗ 1999	ΑΠΟΔΟΣΗ 2000	ΑΠΟΔΟΣΗ 2001	ΑΠΟΔΟΣΗ 2002	ΑΠΟΔΟΣΗ 2003
-----	-----------------	-----------------	-----------------	-----------------	-----------------	-----------------

A-TRUST ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	1,574	1,857	-0,602	-0,275	-0,401	0,198
EUROBANK Value Index ΜΤΧ. Εσ.	0,635	1,198	-0,531	-0,283	-0,327	0,231
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	0,727	1,417	-0,588	-0,309	-0,385	0,259
ABN AMRO ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	0,891	1,316	-0,613	-0,329	-0,444	0,108
A-TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	1,888	1,994	-0,728	-0,272	-0,413	0,304
ALPHA Blue Chips A/K ΜΤΧ. Εσωτ.	0,661	1,432	-0,528	-0,296	-0,368	0,336
ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠ/ΞΙΑΣ	0,607	1,171	-0,728	-0,444	-0,488	-0,099
ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	0,879	1,618	-0,481	-0,294	-0,396	0,305
ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	0,986	1,524	-0,643	-0,372	-0,420	0,156
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	0,991	1,422	-0,552	-0,315	-0,364	0,265
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	1,033	1,931	-0,525	-0,261	-0,376	0,242
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	0,264	1,384	-0,654	-0,215	-0,283	0,269
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	0,810	1,284	-0,574	-0,303	-0,360	0,300
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	1,013	1,423	-0,533	-0,300	-0,373	0,236
ALPHA Athens Index Fund ΜΤΧ Εσωτ.	0,769	1,125	-0,486	-0,280	-0,349	0,317
ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	1,190	1,796	-0,584	-0,288	-0,348	0,322
ΩΜΕΓΑ INVEST A/K ΜΤΧ. Εσωτ.	0,836	1,545	-0,514	-0,316	-0,339	0,245
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	1,661	1,811	-0,563	-0,295	-0,339	0,542
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ A/K Μετοχικό Εσωτ.	0,981	1,400	-0,554	-0,314	-0,367	0,338
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. ΜΤΧ. Εσωτ.)	1,014	1,853	-0,640	-0,323	-0,230	0,494
METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΤΧ Εσωτ.	0,359	1,558	-0,572	-0,297	-0,363	0,309

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.39

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ $EA_t = \alpha + \beta EA_{t-1} + \varepsilon_t$

ΕΤΗ	α	β	T-Stat	R ²
1998/1999	1,06	0,35	2,21	0,10
1999/2000	-5,22	-0,04	-1,34	0,09
2000/2001	-2,13	0,11	0,36	0,01
2001/2002	-3,11	0,11	0,38	0,01
2002/2003	4,39	0,63	2,17	0,20

- ⇒ οι συντελεστές β μεταξύ των διαδοχικών ετών είναι θετικοί, με εξαίρεση τα διαδοχικά έτη 1999/2000
- ⇒ μόνο κατά τα διαδοχικά έτη 1998/1999 και 2002/2003 οι συντελεστές αυτοί είναι στατιστικά σημαντικοί ($t > 2$), γεγονός που υποδηλώνει έντονη επαναληπτικότητα κατά τα έτη αυτά και απουσία επαναληπτικότητας κατά τα υπόλοιπα έτη

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.40

ΣΕΙΡΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ A/K
ΑΠΟΔΟΣΗ

A/K	ΑΠΟΔΟΣΗ A'	ΑΠΟΔΟΣΗ B' ΤΡΙΕΤΙΑΣ
-----	---------------	---------------------------

ΤΡΙΕΤΙΑΣ		
A-TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	305,73%	-13,64%
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	278,66%	-18,89%
A-TRUST ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	250,40%	-23,39%
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ. Εσωτ.)	207,96%	-26,74%
ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	207,10%	-29,39%
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	200,52%	-29,86%
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	194,20%	-30,11%
ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	183,51%	-30,18%
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	183,42%	-30,32%
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	165,76%	-33,13%
EUROBANK Value Index Μτχ. Εσ.	164,89%	-34,14%
ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	155,88%	-34,72%
ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	155,37%	-36,61%
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	149,36%	-36,89%
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	136,06%	-36,93%
ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	135,78%	-38,75%
ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	133,68%	-39,91%
ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	116,17%	-43,27%
METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μτχ Εσωτ.	91,50%	-43,73%
ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠ/ΞΙΑΣ	68,04%	-51,82%
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	29,20%	-56,50%

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.41

ΣΕΙΡΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ Α/Κ SHARPE

Α/Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ	ΑΠΟΔΟΣΗ
	Α΄	Β΄
	ΤΡΙΕΤΙΑΣ	ΤΡΙΕΤΙΑΣ
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	10,484	-5,580
ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	9,877	-4,335
ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	13,399	-4,632
ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	16,214	-4,735
A-TRUST ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	17,693	-6,231
EUROBANK Value Index Μτχ. Εσ.	14,317	-4,274
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	23,217	-3,571
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	14,141	-5,665
METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μτχ Εσωτ.	6,619	-5,002
ΑΒΝ ΑΜΡΟ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	9,736	-7,305
A-TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	23,088	-5,237
ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠ/ΞΙΑΣ	6,047	-10,039
ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	13,067	-5,914
ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	9,029	-7,137
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	12,849	-5,558
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ. Εσωτ.)	15,099	-2,690
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	15,538	-5,301
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	11,961	-5,005
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	14,683	-6,401

Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	1,636	-3,690
ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	14,995	-5,212

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.42

ΣΕΙΡΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ Α/Κ
TREYNOR

Α/Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ Α΄ ΤΡΙΕΤΙΑΣ	ΑΠΟΔΟΣΗ Β΄ ΤΡΙΕΤΙΑΣ
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	1,466045572	-0,440349594
ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	1,280221714	-0,333460384
ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	1,815122394	-0,358395818
ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	2,335014673	-0,370718341
A-TRUST ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	2,727554374	-0,505301589
EUROBANK Value Index Μτχ. Εσ.	2,032349051	-0,334411848
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	3,354159677	-0,284615231
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	1,872140682	-0,447049527
METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μτχ Εσωτ.	0,992370542	-0,385245047
ABN AMRO ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	1,35778462	-0,598523603
A-TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	3,602433694	-0,447286316
ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠ/ΞΙΑΣ	0,844035524	-0,813293096
ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	1,742860827	-0,464279025
ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	1,230769661	-0,5546628
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ. Εσωτ.)	1,70911242	-0,433632832
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	2,102732875	-0,217291521
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	2,122353222	-0,413857691
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	1,598786135	-0,387150044
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	1,931087817	-0,506722548
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	0,253776626	-0,293197132
ΩΜΕΓΑ INVEST Α/Κ Μτχ. Εσωτ.	2,085915832	-0,413383784

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.43

ΣΕΙΡΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ Α/Κ
JENSEN

Α/Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ Α΄ ΤΡΙΕΤΙΑΣ	ΑΠΟΔΟΣΗ Β΄ ΤΡΙΕΤΙΑΣ
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	24,51%	-7,23%
ALPHA Athens Index Fund Μτχ Εσωτ.	9,76%	3,31%

ALPHA Blue Chips A/K Μτχ. Εσωτ.	50,59%	0,80%
ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	97,05%	-0,34%
A-TRUST ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	135,87%	-12,92%
EUROBANK Value Index Μτχ. Εσ.	64,59%	2,62%
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	173,50%	6,48%
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ A/K Μετοχικό Εσωτ.	67,83%	-6,74%
METROLIFE ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μτχ Εσωτ.	-15,04%	-1,73%
ABN AMRO ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	16,48%	-18,09%
A-TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	198,20%	-6,86%
ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠ/ΞΙΑΣ	-22,50%	-32,92%
ΑΤΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	46,87%	-8,85%
ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	4,48%	-18,72%
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	48,01%	-6,16%
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ. Μτχ. Εσωτ.)	86,51%	11,80%
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	84,22%	-4,58%
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	36,34%	-1,75%
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜ.	67,14%	-11,14%
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	-65,53%	7,61%
ΩΜΕΓΑ INVEST A/K Μτχ. Εσωτ.	74,98%	-3,79%

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.44

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ $ΣΚ_t = α + βΣΚ_{t-1} + ε_t$

ΚΡΙΤΗΡΙΟ	α	β	T-Stat	R ²
ΑΠΟΔΟΣΗ	-4,75	0,09	1,58	0,11
SHARPE	-4,33	-0,19	-1,59	0,12
TREYNOR	-4,43	0,02	0,64	0,02
JENSEN	-5,47	0,02	0,49	0,02

- ⇒ οι συντελεστές $β$ μεταξύ των διαδοχικών τριετιών είναι θετικοί, με εξαίρεση το κριτήριο Sharpe
- ⇒ σε όλες τις περιπτώσεις και με όλα τα κριτήρια οι συντελεστές αυτοί είναι στατιστικά ασήμαντοι ($t < 2$), γεγονός που υποδηλώνει απουσία επαναληπτικότητας μεταξύ των διαδοχικών τριετιών

Σχολιασμός αποτελεσμάτων

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι συντελεστές $β$ μεταξύ των διαδοχικών ετών είναι θετικοί, με εξαίρεση τα διαδοχικά έτη 1999/2000. Μόνο κατά τα διαδοχικά έτη 1998/1999 και 2002/2003 οι συντελεστές αυτοί είναι στατιστικά

σημαντικοί ($t > 2$), γεγονός που υποδηλώνει έντονη επαναληπτικότητα κατά τα έτη αυτά και απουσία επαναληπτικότητας κατά τα υπόλοιπα έτη

Τα συνδυασμένα αποτελέσματα μεταξύ των διαδοχικών ετών παρουσιάζουν περισσότερα Α/Κ που κατείχαν τις πρώτες θέσεις το πρώτο έτος, να παραμένουν στις πρώτες θέσεις και το δεύτερο έτος, όπως και τα Α/Κ στις τελευταίες θέσεις το πρώτο έτος, να παραμένουν στις τελευταίες θέσεις και το δεύτερο έτος

Να σημειωθεί ότι η επαναληπτικότητα είναι εντονότερη (υψηλότερα β , υψηλότεροι συντελεστές t και R^2) με τη χρησιμοποίηση των προσαρμοσμένων στον κίνδυνο αποδόσεων γιβα τις κατατάξεις των Α/Κ.

Στην περίπτωση των τριετιών δεν παρατηρείται ύπαρξη επαναληπτικότητας, λόγω έλλειψης στατιστικής σημαντικότητας.

9.5 Δημιουργία χαρτοφυλακίων με βάση προγενέστερες αποδόσεις

Για κάθε έτος της εξεταζόμενης περιόδου κατασκευάζεται ένα χαρτοφυλάκιο που θα αποτελείται από τα τρία καλύτερα Α/Κ της προηγούμενης χρονιάς, καθώς και ένα χαρτοφυλάκιο που θα αποτελείται από τα τρία χειρότερα Α/Κ της προηγούμενης χρονιάς, όπως ακριβώς περιγράφηκε στο κεφάλαιο 7.

Τα χαρτοφυλάκια των Α/Κ που δημιουργούνται, η απόδοσή τους και η σύγκρισή τους με τους κατάλληλους δείκτες (ΓΔ του ΧΑΑ, μέσος όρος της κατηγορίας) παρατίθενται στους πίνακες που ακολουθούν.

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.45

ΑΠΟΔΟΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΚΑΛΥΤΕΡΩΝ Α/Κ 1999

A/K	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ A/K	ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ Γ.Δ.	Μ. Ο. ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ A/K
ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ (Μτχ Εσωτ.)	245,08%	33,33%	81,69%	-	-
ALPHA TRUST (Αναπτ Μτχ Εσωτ.)	231,84%	33,33%	77,28%	-	-
HSBC Αναπτυξιακό (Μτχ Εσωτ.)	190,17%	33,33%	63,39%	-	-
		100%	222,36%	102,19%	158,96%

⇒ επενδύοντας στα τρία καλύτερα A/K της προηγούμενης χρονιάς επιτυγχάνεται απόδοση υπερδιπλάσια του ΓΔ, καθώς και σημαντικά υψηλότερη απόδοση από το μέσο όρο του κλάδου

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.46

ΑΠΟΔΟΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΚΑΛΥΤΕΡΩΝ A/K 2000

A/K	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ A/K	ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ Γ.Δ.	Μ. Ο. ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ A/K
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ Μτχ Εσωτ.)	-48,33%	33,33%	-16,11%	-	-
ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ (Μτχ Εσωτ.)	-48,74%	33,33%	-16,25%	-	-
ALPHA TRUST (Αναπτ Μτχ Εσωτ.)	-51,14%	33,33%	-17,05%	-	-
		100%	-49,40%	-38,77%	-43,36%

⇒ επενδύοντας στα τρία καλύτερα A/K της προηγούμενης χρονιάς επιτυγχάνεται χειρότερη απόδοση τόσο από αυτή του ΓΔ, όσο και από αυτή του μέσου όρου του κλάδου

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.47

ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΚΑΛΥΤΕΡΩΝ Α/Κ 2001

Α/Κ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ Α/Κ	ΔΙΑΦΘΡΩΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ Γ.Δ.	Μ. Ο. ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ Α/Κ
EUROBANK Value Index Μτχ Εσωτ	-19,78%	33,33%	-6,59%	-	-
ΩΜΕΓΑ-SOGEN INVEST Α/Κ Μτχ Εσωτ	-23,11%	33,33%	-7,70%	-	-
ALPHA Blue Chips Α/Κ Μτχ Εσωτ.	-23,62%	33,33%	-7,87%	-	-
		100%	-22,17%	-23,51%	-24,86%

⇒ επενδύοντας στα τρία καλύτερα Α/Κ της προηγούμενης χρονιάς επιτυγχάνεται ελαφρώς καλύτερη απόδοση τόσο από αυτή του ΓΔ, όσο και από αυτή του μέσου όρου του κλάδου

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.48**ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΚΑΛΥΤΕΡΩΝ Α/Κ 2002**

Α/Κ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ Α/Κ	ΔΙΑΦΘΡΩΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ Γ.Δ.	Μ. Ο. ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ Α/Κ
Α/Κ ΕΤΒΑ Π&Κ Capital Μτχ Εσωτ	-28,63%	33,33%	-9,54%	-	-
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	-23,90%	33,33%	-7,97%	-	-
EUROBANK Value Index Μτχ Εσωτ	-21,43%	33,33%	-7,14%	-	-
		100%	-24,65%	-32,55%	-29,87%

⇒ επενδύοντας στα τρία καλύτερα Α/Κ της προηγούμενης χρονιάς επιτυγχάνεται αρκετά καλύτερη απόδοση τόσο από αυτή του ΓΔ, όσο και από αυτή του μέσου όρου του κλάδου

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.49

ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΚΑΛΥΤΕΡΩΝ Α/Κ 2003

Α/Κ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ Α/Κ	ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ Γ.Δ.	Μ. Ο. ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ Α/Κ
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	37,13%	33,33%	12,38%	-	-
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτ ΜΤΧ Εσωτ.)	35,62%	33,33%	11,87%	-	-
EUROBANK Value Index ΜΤΧ Εσωτ	21,55%	33,33%	7,18%	-	-
		100%	31,43%	29,46%	24,21%

⇒ επενδύοντας στα τρία καλύτερα Α/Κ της προηγούμενης χρονιάς επιτυγχάνεται αρκετά καλύτερη απόδοση τόσο από αυτή του ΓΔ, όσο και από αυτή του μέσου όρου του κλάδου

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.50**ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΧΕΙΡΟΤΕΡΩΝ Α/Κ 1999**

Α/Κ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ Α/Κ	ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ Γ.Δ.	Μ. Ο. ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ Α/Κ
ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	167,45%	33,33%	55,82%	-	-
ΑΣΠΙΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	112,43%	33,33%	37,48%	-	-
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	91,14%	33,33%	30,38%	-	-
		100%	123,67%	102,19%	158,96%

⇒ επενδύοντας στα τρία χειρότερα Α/Κ της προηγούμενης χρονιάς επιτυγχάνεται απόδοση καλύτερη του ΓΔ, όχι όμως και από την απόδοση του μέσου όρου του κλάδου

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.51**ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΧΕΙΡΟΤΕΡΩΝ Α/Κ 2000**

A/K	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ A/K	ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ Γ.Δ.	Μ. Ο. ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ A/K
ALPHA Athens Index Fund Μετοχικό Ε	-40,01%	33,33%	-13,34%	-	-
ΑΣΠΙΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-45,22%	33,33%	-15,07%	-	-
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	-47,02%	33,33%	-15,67%	-	-
		100%	-44,08%	-38,77%	-43,36%

⇒ επενδύοντας στα τρία χειρότερα A/K της προηγούμενης χρονιάς επιτυγχάνεται αρκετά χαμηλότερη απόδοση από αυτή του ΓΔ και ελαφρώς χαμηλότερη από αυτή του μέσου όρου του κλάδου

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.52 ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΧΕΙΡΟΤΕΡΩΝ A/K 2001

A/K	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ A/K	ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ Γ.Δ.	Μ. Ο. ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ A/K
ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ.(Μτχ Εσ)	-23,19%	33,33%	-7,73%	-	-
ALPHA TRUST (Αναπτ Μτχ Εσωτ.)	-24,72%	33,33%	-8,24%	-	-
ΓΕΝΙΚΗ A/K Μετοχικό Εσωτ.	-32,98%	33,33%	-10,99%	-	-
		100%	-26,97%	-23,51%	-24,86%

⇒ επενδύοντας στα τρία χειρότερα A/K της προηγούμενης χρονιάς επιτυγχάνεται χαμηλότερη απόδοση τόσο από αυτή του ΓΔ, όσο και από αυτή του μέσου όρου του κλάδου

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.53
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΧΕΙΡΟΤΕΡΩΝ Α/Κ 2002

Α/Κ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ Α/Κ	ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ Γ.Δ.	Μ. Ο. ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ Α/Κ
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	-26,66%	33,33%	-8,89%	-	-
ΑΣΠΙΣ Α/Κ (Μετοχών Εσωτ.)	-33,93%	33,33%	-11,31%	-	-
ΓΕΝΙΚΗ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	-39,00%	33,33%	-13,00%	-	-
		100%	-33,20%	-32,55%	-29,87%

⇒ επενδύοντας στα τρία χειρότερα Α/Κ της προηγούμενης χρονιάς επιτυγχάνεται ελαφρώς χαμηλότερη απόδοση από αυτή του ΓΔ και του μέσου όρου του κλάδου

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.54
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΧΕΙΡΟΤΕΡΩΝ Α/Κ 2003

Α/Κ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ Α/Κ	ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ Γ.Δ.	Μ. Ο. ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ Α/Κ
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	27,46%	33,33%	9,15%	-	-
ALPHA TRUST (Αναπτ Μτχ Εσωτ.)	18,31%	33,33%	6,10%	-	-
ΓΕΝΙΚΗ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	17,85%	33,33%	5,95%	-	-
		100%	21,20%	29,46%	24,21%

⇒ επενδύοντας στα τρία χειρότερα Α/Κ της προηγούμενης χρονιάς επιτυγχάνεται ελαφρώς χαμηλότερη απόδοση από αυτή του ΓΔ και του μέσου όρου του κλάδου

Σχολιασμός αποτελεσμάτων

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι αν κάποιος επενδύει συστηματικά στην αρχή του έτους στα πιο αποδοτικά Α/Κ του προηγούμενου έτους μπορεί να επιτύχει υψηλότερες αποδόσεις τόσο από το ΓΔ του ΧΑΑ, όσο και από το μέσο όρο των Α/Κ της ίδιας κατηγορίας. Αντίστοιχα, αν κάποιος επενδύει συστηματικά στα χειρότερα Α/Κ του προηγούμενου έτους επιτυγχάνει συστηματικά αποδόσεις χαμηλότερες αποδόσεις τόσο από το ΓΔ του ΧΑΑ, όσο και από το μέσο όρο των Α/Κ της ίδιας κατηγορίας. Μοναδική εξαίρεση αποτελεί το έτος 2000, κατά το οποίο η αντιστροφή των εξελίξεων έφερε ανακατατάξεις στα Μετοχικά Α/Κ.

Η ισχύς των παραπάνω σημαίνει και αυτόματα ύπαρξη επαναληπτικότητας στις αποδόσεις των Α/Κ. Για να γίνει πιο κατανοητή και χειροπιαστή η ύπαρξη επαναληπτικότητας παραθέτουμε τον παρακάτω πίνακα, ο οποίος περιέχει επενδύσεις 1.000 € σε κάθε χαρτοφυλάκιο το 1999 και επανεπενδύσεις του κεφαλαίου στο τέλος κάθε χρόνου στα νέα Α/Κ που έχουν επιλεγεί. Για λόγους σύγκρισης γίνεται επένδυση 1.000 € τόσο στο ΓΔ του ΧΑΑ, όσο και στο Μ. Ο. των Α/Κ του κλάδου.

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.55

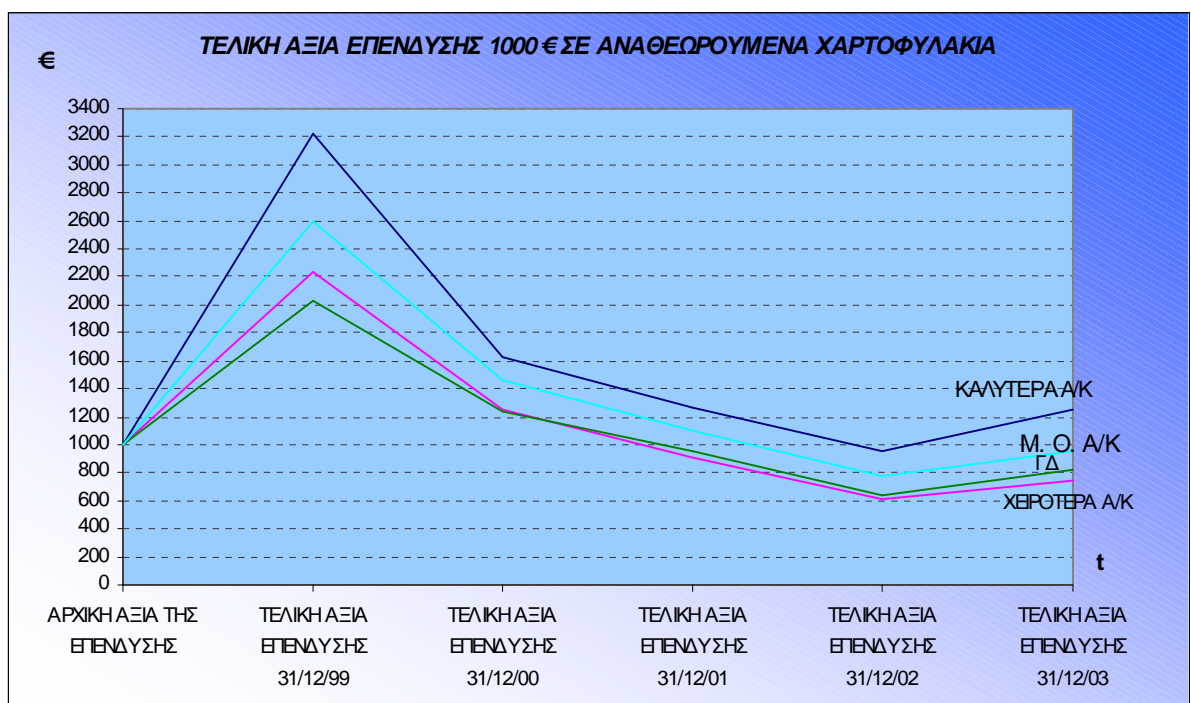
ΤΕΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΑΡΧΙΚΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ 1000 € ΣΕ ΑΝΑΘΕΩΡΟΥΜΕΝΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ Α/Κ, ΓΔ ΧΑΑ & Μ.Ο. ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ Α/Κ

ΕΙΔΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ	ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ ΚΑΛΥΤΕΡΩΝ Α/Κ	ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ ΧΕΙΡΟΤΕΡΩΝ Α/Κ	ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΧΑΑ	Μ.Ο. ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ Α/Κ
ΑΡΧΙΚΗ ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ	1.000	1.000	1.000	1.000
ΤΕΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ 31/12/99	3.224	2.237	2.022	2.590
ΤΕΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ 31/12/00	1.631	1.251	1.238	1.467
ΤΕΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ 31/12/01	1.270	913	947	1.102
ΤΕΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ 31/12/02	957	610	639	773
ΤΕΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ 31/12/03	1.257	740	827	960

- ⇒ αναθεωρώντας το καλύτερο χαρτοφυλάκιο ετησίως και αγοράζοντας τα τρία καλύτερα Α/Κ της προηγούμενης χρονιάς καταλήγουμε στο καλύτερο επενδυτικό αποτέλεσμα (1.257 €)
- ⇒ αναθεωρώντας το χειρότερο χαρτοφυλάκιο ετησίως και αγοράζοντας τα τρία χειρότερα Α/Κ της προηγούμενης χρονιάς καταλήγουμε στο χειρότερο επενδυτικό αποτέλεσμα (740 €)

Τα παραπάνω παρουσιάζονται και διαγραμματικά στο σχεδιάγραμμα που ακολουθεί.

ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 9.1



Στη συνέχεια, κατασκευάζουμε ένα χαρτοφυλάκιο που θα αποτελείται από τα τρία καλύτερα Α/Κ της προηγούμενης τριετίας, καθώς και ένα χαρτοφυλάκιο που θα αποτελείται από τα τρία χειρότερα Α/Κ της προηγούμενης τριετίας, όπως ακριβώς περιγράφηκε στο κεφάλαιο 7.

Τα χαρτοφυλάκια των Α/Κ που δημιουργούνται, η απόδοσή τους και η σύγκρισή τους με τους κατάλληλους δείκτες (ΓΔ του ΧΑΑ, μέσος όρος της κατηγορίας) παρατίθενται στους πίνακες που ακολουθούν.

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.56

ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΚΑΛΥΤΕΡΩΝ Α/Κ Β΄ ΤΡΙΕΤΙΑ

Α/Κ	ΤΡΙΕΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗ Α/Κ	ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΤΡΙΕΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΤΡΙΕΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗ Γ.Δ.	Μ. Ο. ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ Α/Κ
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσ	-18,89%	33,33%	-6,30%	-	-
A-TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΤΧ.	-34,72%	33,33%	-11,57%	-	-
A-TRUST ΑΝΑΠΤΥΞ. ΜΤΧ ΕΣ.	-43,73%	33,33%	-14,58%	-	-
		100%	-32,44%	-33,21%	-34,24%

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.57

ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΧΕΙΡΟΤΕΡΩΝ Α/Κ Β΄ ΤΡΙΕΤΙΑ

Α/Κ	ΤΡΙΕΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗ Α/Κ	ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΤΡΙΕΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΤΡΙΕΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗ Γ.Δ.	Μ. Ο. ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ Α/Κ
ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΤ)	-33,13%	33,33%	-11,04%	-	-
ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ ΕΙΣΟΔ. & ΥΠ/Ξ	-56,50%	33,33%	-18,83%	-	-
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	-26,74%	33,33%	-8,91%	-	-
		100%	-38,79%	-33,21%	-34,24%

- ⇒ επενδύοντας στα τρία καλύτερα Α/Κ της προηγούμενης τριετίας επιτυγχάνεται ελαφρώς υψηλότερη απόδοση από αυτή του ΓΔ, του μέσου όρου του κλάδου και του χαρτοφυλακίου με τα χειρότερα Α/Κ της προηγούμενης τριετίας.
- ⇒ σε καμία περίπτωση η απόδοση αυτή δεν αποδεικνύει ύπαρξη επαναληπτικότητας

9.6 Συμπεράσματα Κεφαλαίου

- ⇒ Υπάρχει ισχυρή θετική συσχέτιση μεταξύ της επίδοσης των A/K της περιόδου 1998 με αυτή της επόμενης περιόδου (1999), όπως και της περιόδου 2002 με την επόμενη (2003). Το αποτέλεσμα αυτό αφορά όλα τα κριτήρια αξιολόγησης που χρησιμοποιήθηκαν (απόδοση, Sharpe, Treynor, Jensen) και όλες τις μεθόδους διερεύνησης της επαναληπτικότητας.
- ⇒ Στις υπόλοιπες διαδοχικές χρονιές (πλην 1999-2000), παρά το γεγονός ότι τα αποτελέσματα δεν είναι στατιστικά σημαντικά, οι συντελεστές β , r_s είναι θετικοί και οι νικητές παραμένουν νικητές, όπως και οι ηττημένοι παραμένουν ηττημένοι (contingency Tables Analysis). Το παραπάνω γεγονός καταδεικνύει θετική συσχέτιση μεταξύ των κατατάξεων των διαδοχικών ετών, ενισχύοντας την άποψη ότι τα καλύτερα A/K έχουν μεγαλύτερες πιθανότητες να παραμείνουν καλύτερα και την επόμενη περίοδο, ενώ τα χειρότερα να παραμείνουν χειρότερα.
- ⇒ Η έντονα ανοδική τάση του 1998 και 1999 ώθησε πολλούς διαχειριστές να διαμορφώσουν ισχυρές θέσεις σε συγκεκριμένες μετοχές, αδιαφορώντας πολλές φορές για τη διαφοροποίηση και ελαχιστοποίηση του κινδύνου, κάτι που αντανακλάται στα υψηλά beta των περιόδων αυτών. Η πτώση που ακολούθησε (2000-2002) βρήκε τους διαχειριστές των A/K «απροετοίμαστους», με αποτέλεσμα την ανατροπή της κατάταξης στο έτος 2000. Το παραπάνω γεγονός οφείλεται στη χρονική υστέρηση των fund managers στις μεταβολές της αγοράς, που με τη σειρά του ίσως οφείλεται στο μικρό μέγεθος της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς, που «εγκλώβισε» κάποια A/K (thin trading).
- ⇒ Ενδιαφέροντα συμπεράσματα για την επαναληπτικότητα της επίδοσης παρουσιάζει η μέθοδος της επένδυσης στα καλύτερα και στα χειρότερα χαρτοφυλάκια του προηγούμενου έτους. Αναθεωρώντας ετησίως το χαρτοφυλάκιο των καλύτερων A/K καταλήγουμε στο καλύτερο

αποτέλεσμα για όλη την εξαετία, με απόδοση 70% υψηλότερη από αυτή των αναθεωρούμενων χειρότερων χαρτοφυλακίων, 50% από αυτή του ΓΔ και 30% από αυτή του Μέσου Όρου των Μετοχικών Α/Κ που εξετάζουμε.

- ⇒ Η εφαρμογή της μεθοδολογίας σε διαδοχικές τριετίες τονίζει την έλλειψη επαναληπτικότητας για το χρονικό διάστημα αυτό, καθώς κανένα κριτήριο αξιολόγησης που χρησιμοποιήθηκε δεν κατέληξε σε θετικά συμπεράσματα. Τα παραπάνω αποδεικνύονται και πρακτικά, αφού η επένδυση στα τρία καλύτερα και στα τρία χειρότερα Α/Κ της προηγούμενης τριετίας, δίνει παραπλήσια αποτελέσματα, πολύ κοντά στον ΓΔ και στον μέσο όρο των Α/Κ του κλάδου.
- ⇒ Σε όλες τις περιπτώσεις η προσαρμογή στον κίνδυνο ενισχύει τα αποτελέσματα και τη στατιστική σημαντικότητά τους.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Στην παραπάνω μελέτη εξετάσαμε και παρουσιάσαμε την ύπαρξη ή μη επαναληπτικότητας της επίδοσης των εγχώριων μετοχικών A/K που παρουσίασαν συνεχή στοιχεία κατά το χρονικό διάστημα 1/1/98-31/12/03, χρησιμοποιώντας τη μεθοδολογία που έχει εφαρμοστεί σε ώριμες αγορές, στην αναπτυσσόμενη αγορά της Ελλάδος. Χρησιμοποιήθηκαν τόσο οι απόλυτες αποδόσεις κατά την προαναφερθείσα περίοδο, όσο και οι προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις, προκειμένου να διερευνήσουμε εάν οι παρελθοντικές αποδόσεις αποτελούν ένα καλό εργαλείο πρόβλεψης των μελλοντικών. Ανακαλύψαμε ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ της επίδοσης των A/K μιας περιόδου με αυτή της επόμενης περιόδου, εκτός των διαδοχικών περιόδων 1999-2000, με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που έχουμε αναφέρει εκτενώς.

Το συμπέρασμα αυτό είναι ιδιαίτερης σπουδαιότητας και σημαίνει ότι οι υποψήφιοι επενδυτές A/K μπορούν, σε γενικές γραμμές, να εμπιστευθούν εκείνα τα A/K τα οποία, από πλευράς απόδοσης, κατατάχθηκαν στις πρώτες θέσεις του παρελθόντος. Στους επενδυτές αυτούς συνίσταται η επιλογή ενός χαρτοφυλακίου με τα καλύτερα A/K της προηγούμενης χρονιάς, κάτι που αποδείξαμε ότι αποφέρει υπερκέρδη τόσο στο βραχυχρόνιο, όσο και στο μακροχρόνιο χρονικό διάστημα.

Στην παρούσα μελέτη δεν λάβαμε υπ' όψιν τις προμήθειες διάθεσης και εξαγοράς των Α/Κ που εξετάσαμε. Προτρέπουμε τον μελλοντικό ερευνητή να διερευνήσει την πιθανότητα τα 'καλύτερα' Α/Κ να χρεώνουν υπέρογκες προμήθειες, με επακόλουθο το οικονομικό αποτέλεσμα για τον επενδυτή να διαφέρει.

Η μεθοδολογία που εφαρμόσαμε δεν παρέχει πληροφορίες για το ποιες είναι οι συγκεκριμένες δραστηριότητες των διαχειριστών, οι οποίες δημιουργούν ανώτερη ή κατώτερη απόδοση. Ως εκ τούτου προτείνουμε στον μελλοντικό ερευνητή τη χρήση επιπλέον υποδειγμάτων, με τα οποία θα εξαχθούν τα παραπάνω (υπόδειγμα Henrickson-Merton κ.α.), γεγονός που θα διαχωρίσει την ικανότητα των διαχειριστών από τον παράγοντα τύχη.

Όσο ωριμάζει η αγορά των Α/Κ στην Ελλάδα και αυξάνεται ο αριθμός τους, θα δημιουργηθεί η βάση για διαχρονικές αξιολογήσεις, που θα είναι δυνατόν να περιλαμβάνουν και άλλες παραμέτρους.

BIBΛIOΓPAΦIA

APΘPOΓPAΦIA

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- ΜΥΛΩΝΑΣ, ΝΙΚΟΛΑΟΣ Θ.: Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια, Εκδόσεις Σάκκουλα, 1999
- ΚΑΡΑΘΑΝΑΣΗΣ, ΓΕΩΡΓΙΟΣ και ΛΥΜΠΕΡΟΠΟΥΛΟΣ, ΓΕΩΡΓΙΟΣ: Αμοιβαία Κεφάλαια, Εκδόσεις Μπένου, 1998
- ΦΙΛΙΠΠΑΣ, ΝΙΚΟΛΑΟΣ Δ., Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον, Globus Invest, 2000
- ΧΟΛΕΒΑΣ ΙΩΑΝΝΗΣ: Αμοιβαία Κεφάλαια, Εκδόσεις Σμπίλιας, Αθήνα 1989
- Οικονομικός Ταχυδρόμος: «2001: Απώλειες ενεργητικού 4 δις ευρώ», 23/2/2002, φ8, σελ. 60
- ΒΕΛΙΣΣΑΡΙΔΗ ΘΕΜ.: Οικονομική Συγκυρία και Αμοιβαία Κεφάλαια, Οικονομικός Ταχυδρόμος, 23/2/2002, φ 8, σελ. 61
- ΣΠΗΛΙΩΤΗ Α. – ΜΟΥΖΟΥΛΑ ΣΠ.: Αμοιβαία Κεφάλαια, Έκδοση Κ.Ε.Κ.Χ., 1999
- Βήμα / Επενδύσεις: Παράλληλη πορεία Μετοχικών Αμοιβαίων και Γενικού Δείκτη, 2/6/2002
- Ναυτεμπορική: Η υποχώρηση των μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων, 19/4/2002
- Ν.Γ. ΠΕΙΡΟΥΝΑΚΗΣ: Οι προηγούμενες αποδόσεις επηρεάζουν την επένδυση σε Α/Κ;, Ιδιωτική Ασφάλιση, Ιανουάριος 2004
- ΒΟΥΡΛΟΥΜΗΣ Π., Αμοιβαία Κεφάλαια και Επαγγελματική Διαχείριση, Ιδιωτική Ασφάλιση, Νοέμβριος 1994

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

- CARHART, MARK: On Persistence in Mutual Fund performance, Journal of Finance, Τόμος 52, Μάρτιος 1997
- KAHN, RONALD και RUDD, ANDREW: Does Historical Performance Predict Future Performance? , Financial Analyst Journal, Νοέμβριος/Δεκέμβριος 1995

- MALKIEL, BURTON: Returns from investing in Equity Mutual Funds, Journal of Finance, Τόμος 50, 1995
- ELTON, EDWIN, GRUBER, MARTIN και BLAKE CHRISTOFER: The Persistence of Risk-adjusted Mutual Fund performance, Journal of Business, Τόμος 69, 1996a
- BROWN, STEPHEN και GOETZMANN WILLIAM: Performance Persistence, Journal of Finance, Τόμος 50, 1995
- BLAKE, DAVID και TIMMERMAN, ALLAN: Performance Persistence in Mutual Funds, Working Paper, Απρίλιος 2003
- KAZEMI, HOSSEIN, SCHNEEWEIS, THOMAS και PANCHOLI, DULARI: Performance Persistence for Mutual Funds, Working Paper, Μάιος 2003

INTERNET SITES

- www.agii.gr Ένωση Θεσμικών Επενδυτών
- www.ase.gr Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών
- www.hcmc.gr Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
- www.fefsi.org Πανευρωπαϊκός Οργανισμός Funds

ΕΠΑΝΑΛΗΠΤΙΚΟΤΗΤΑ ΣΤΗ ΣΕΙΡΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ

$$\Sigma K_{\tau} = \alpha + \beta \Sigma K_{\tau-1} + \varepsilon_{\tau}$$

ΑΠΟΔΟΣΗ

1998/1999

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 06/26/03 Time: 07:25
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.300000	2.463750	2.151192	0.0445
TWO	0.518182	0.196213	2.640921	0.0161
R-squared	0.268512	Mean dependent var		11.00000
Adjusted R-squared	0.230013	S.D. dependent var		6.204837
S.E. of regression	5.444676	Akaike info criterion		6.317546
Sum squared resid	563.2455	Schwarz criterion		6.417025
Log likelihood	-64.33424	F-statistic		6.974466
Durbin-Watson stat	1.393861	Prob(F-statistic)		0.016112

1999/2000

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 06/26/03 Time: 07:48
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	15.20000	2.662421	5.709090	0.0000
TWO	-0.381818	0.212035	-1.800735	0.0876
R-squared	0.145785	Mean dependent var		11.00000
Adjusted R-squared	0.100826	S.D. dependent var		6.204837
S.E. of regression	5.883722	Akaike info criterion		6.472649
Sum squared resid	657.7455	Schwarz criterion		6.572127
Log likelihood	-65.96281	F-statistic		3.242647
Durbin-Watson stat	2.268000	Prob(F-statistic)		0.087641

2000/2001

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 06/26/03 Time: 07:49
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.042857	2.687814	2.620292	0.0168
TWO	0.359740	0.214057	1.680582	0.1092
R-squared	0.129413	Mean dependent var		11.00000
Adjusted R-squared	0.083593	S.D. dependent var		6.204837
S.E. of regression	5.939839	Akaike info criterion		6.491634
Sum squared resid	670.3519	Schwarz criterion		6.591112
Log likelihood	-66.16215	F-statistic		2.824357
Durbin-Watson stat	1.789420	Prob(F-statistic)		0.109211

2001/2002

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 06/26/03 Time: 07:51
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.414286	2.618412	2.449686	0.0242
TWO	0.416883	0.2217010	1.15986299	0.2604
		9154		
R-squared	0.173792	Mean dependent var		11.00000
Adjusted R-squared	0.130307	S.D. dependent var		6.204837
S.E. of regression	5.786466	Akaike info criterion		6.439313
Sum squared resid	636.1805	Schwarz criterion		6.538792
Log likelihood	-65.61279	F-statistic		3.996617
Durbin-Watson stat	1.674024	Prob(F-statistic)		0.260473

2002/2003

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 06/26/03 Time: 07:53
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.171429	2.783801	2.935350	0.0085
TWO	0.257143	0.221701	2,014329	0,0601
R-squared	0.066122	Mean dependent var		11.00000
Adjusted R-squared	0.016971	S.D. dependent var		6.204837
S.E. of regression	6.151960	Akaike info criterion		6.561811
Sum squared resid	719.0857	Schwarz criterion		6.661290
Log likelihood	-66.89902	F-statistic		1.345280
Durbin-Watson stat	2.646291	Prob(F-statistic)		0.060134

TREYNOR

1998/1999

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 06/26/03 Time: 07:59
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.157143	2.019859	1.563051	0.1345
TWO	0.712987	0.160861	4.432315	0.0003
R-squared	0.508350	Mean dependent var		11.00000
Adjusted R-squared	0.482474	S.D. dependent var		6.204837
S.E. of regression	4.463714	Akaike info criterion		5.920232
Sum squared resid	378.5701	Schwarz criterion		6.019710
Log likelihood	-60.16244	F-statistic		19.64542
Durbin-Watson stat	1.771599	Prob(F-statistic)		0.000286

1999/2000

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 06/26/03 Time: 08:00
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11.67143	2.875296	4.059209	0.0007
TWO	-0.061039	0.228988	-0.266560	0.7927
R-squared	0.003726	Mean dependent var		11.00000
Adjusted R-squared	-0.048710	S.D. dependent var		6.204837
S.E. of regression	6.354158	Akaike info criterion		6.626489
Sum squared resid	767.1312	Schwarz criterion		6.725967
Log likelihood	-67.57813	F-statistic		0.071054
Durbin-Watson stat	2.745777	Prob(F-statistic)		0.792680

2000/2001

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 06/26/03 Time: 08:01
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.785714	2.821700	3.113624	0.0057
TWO	0.201299	0.224720	0.895777	0.3816
R-squared	0.040521	Mean dependent var		11.00000
Adjusted R-squared	-0.009978	S.D. dependent var		6.204837
S.E. of regression	6.235715	Akaike info criterion		6.588856
Sum squared resid	738.7987	Schwarz criterion		6.688335
Log likelihood	-67.18299	F-statistic		0.802417
Durbin-Watson stat	1.906327	Prob(F-statistic)		0.381581

2001/2002

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 06/26/03 Time: 08:03
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.428571	2.800852	3.009288	0.0072
TWO	0.233766	0.223059	1.048001	0.3078
R-squared	0.054647	Mean dependent var		11.00000
Adjusted R-squared	0.004891	S.D. dependent var		6.204837
S.E. of regression	6.189644	Akaike info criterion		6.574025
Sum squared resid	727.9221	Schwarz criterion		6.673503
Log likelihood	-67.02726	F-statistic		1.098305
Durbin-Watson stat	1.379124	Prob(F-statistic)		0.307788

2002/2003

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 06/26/03 Time: 08:04
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.971429	2.409518	2.063246	0.0530
TWO	0.548052	0.191893	2.856022	0.0101
R-squared	0.300361	Mean dependent var		11.00000
Adjusted R-squared	0.263538	S.D. dependent var		6.204837
S.E. of regression	5.324828	Akaike info criterion		6.273031
Sum squared resid	538.7221	Schwarz criterion		6.372509

Log likelihood	-63.86682	F-statistic	8.156860
Durbin-Watson stat	1.869980	Prob(F-statistic)	0.010108

JENSEN

1998/1999

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 07/03/03 Time: 18:46
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.285714	2.053534	1.600029	0.1261
TWO	0.701299	0.163543	4.288160	0.0004
R-squared	0.491820	Mean dependent var		11.00000
Adjusted R-squared	0.465074	S.D. dependent var		6.204837
S.E. of regression	4.538135	Akaike info criterion		5.953302
Sum squared resid	391.2987	Schwarz criterion		6.052780
Log likelihood	-60.50967	F-statistic		18.38832
Durbin-Watson stat	1.516140	Prob(F-statistic)		0.000397

1999/2000

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 07/03/03 Time: 18:57
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	13.82857	2.783801	4.967515	0.0001
TWO	-0.257143	0.221701	-1.159862	0.2605
R-squared	0.066122	Mean dependent var		11.00000
Adjusted R-squared	0.016971	S.D. dependent var		6.204837
S.E. of regression	6.151960	Akaike info criterion		6.561811
Sum squared resid	719.0857	Schwarz criterion		6.661290
Log likelihood	-66.89902	F-statistic		1.345280
Durbin-Watson stat	2.741144	Prob(F-statistic)		0.260473

2000/2001

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 07/03/03 Time: 19:07
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.971429	2.831259	3.168706	0.0051
TWO	0.184416	0.225481	0.817877	0.4236
R-squared	0.034009	Mean dependent var		11.00000
Adjusted R-squared	-0.016833	S.D. dependent var		6.204837
S.E. of regression	6.256840	Akaike info criterion		6.595620
Sum squared resid	743.8130	Schwarz criterion		6.695099
Log likelihood	-67.25401	F-statistic		0.668923
Durbin-Watson stat	1.858857	Prob(F-statistic)		0.423566

2001/2002

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 07/03/03 Time: 19:12
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.085714	2.777731	2.910907	0.0090
TWO	0.264935	0.221218	1.197621	0.2458
R-squared	0.070191	Mean dependent var		11.00000
Adjusted R-squared	0.021253	S.D. dependent var		6.204837
S.E. of regression	6.138546	Akaike info criterion		6.557446
Sum squared resid	715.9532	Schwarz criterion		6.656924
Log likelihood	-66.85318	F-statistic		1.434295
Durbin-Watson stat	1.398563	Prob(F-statistic)		0.245793

2002/2003

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 06/26/03 Time: 07:56
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.942857	2.404599	2.055585	0.0538
TWO	0.550649	0.191502	2.875428	0.0097
R-squared	0.303215	Mean dependent var		11.00000
Adjusted R-squared	0.266542	S.D. dependent var		6.204837
S.E. of regression	5.313957	Akaike info criterion		6.268943
Sum squared resid	536.5247	Schwarz criterion		6.368422
Log likelihood	-63.82391	F-statistic		8.268084
Durbin-Watson stat	1.891296	Prob(F-statistic)		0.009687

SHARPE

1998/1999

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 07/04/03 Time: 16:22
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.714286	1.544320	1.110059	0.2808
TWO	0.844156	0.122989	6.863654	0.0000
R-squared	0.712599	Mean dependent var		11.00000
Adjusted R-squared	0.697473	S.D. dependent var		6.204837
S.E. of regression	3.412814	Akaike info criterion		5.383344
Sum squared resid	221.2987	Schwarz criterion		5.482823
Log likelihood	-54.52511	F-statistic		47.10974
Durbin-Watson stat	1.860004	Prob(F-statistic)		0.000002

1999/2000

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 07/04/03 Time: 16:56
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.685714	2.860032	3.386575	0.0031
TWO	0.119481	0.227772	0.524561	0.6060
R-squared	0.014276	Mean dependent var		11.00000
Adjusted R-squared	-0.037605	S.D. dependent var		6.204837
S.E. of regression	6.320426	Akaike info criterion		6.615843
Sum squared resid	759.0078	Schwarz criterion		6.715321
Log likelihood	-67.46635	F-statistic		0.275164
Durbin-Watson stat	2.648030	Prob(F-statistic)		0.605955

2000/2001

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 07/04/03 Time: 16:59
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.828571	2.758345	2.838141	0.0105
TWO	0.288312	0.219674	1.312453	0.2050
R-squared	0.083124	Mean dependent var		11.00000
Adjusted R-squared	0.034867	S.D. dependent var		6.204837
S.E. of regression	6.095705	Akaike info criterion		6.543439
Sum squared resid	705.9948	Schwarz criterion		6.642917
Log likelihood	-66.70611	F-statistic		1.722532
Durbin-Watson stat	1.936927	Prob(F-statistic)		0.205002

2001/2002

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 07/04/03 Time: 17:02
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.185714	2.784793	2.939433	0.0084
TWO	0.255844	0.221780	1.153593	0.2630
R-squared	0.065456	Mean dependent var		11.00000
Adjusted R-squared	0.016270	S.D. dependent var		6.204837
S.E. of regression	6.154154	Akaike info criterion		6.562525
Sum squared resid	719.5987	Schwarz criterion		6.662003
Log likelihood	-66.90651	F-statistic		1.330776
Durbin-Watson stat	1.378275	Prob(F-statistic)		0.262973

2002/2003

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 06/26/03 Time: 07:57
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.685714	2.358797	1.986484	0.0616
TWO	0.574026	0.187854	3.055701	0.0065
R-squared	0.329506	Mean dependent var		11.00000
Adjusted R-squared	0.294217	S.D. dependent var		6.204837
S.E. of regression	5.212740	Akaike info criterion		6.230481
Sum squared resid	516.2805	Schwarz criterion		6.329959
Log likelihood	-63.42005	F-statistic		9.337308
Durbin-Watson stat	2.163329	Prob(F-statistic)		0.006506

ΕΠΑΝΑΛΗΠΤΙΚΟΤΗΤΑ ΣΤΟ ΕΠΙΠΕΔΟ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

$$EA_{\tau} = \alpha + \beta EA_{\tau-1} + \varepsilon_{\tau}$$

ΑΠΟΔΟΣΗ

1998-2000

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 06/26/03 Time: 09:38
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.62E+08	2.75E+08	3.494612	0.0024
TWO	0.716826	0.324939	2.206030	0.0399
R-squared	0.203907	Mean dependent var		1.53E+09
Adjusted R-squared	0.162008	S.D. dependent var		4.96E+08
S.E. of regression	4.54E+08	Akaike info criterion		42.79486
Sum squared resid	3.91E+18	Schwarz criterion		42.89434
Log likelihood	-447.3460	F-statistic		4.866569
Durbin-Watson stat	1.262595	Prob(F-statistic)		0.039893

1999/2000

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 06/26/03 Time: 09:40
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4.45E+08	1.21E+08	-3.683366	0.0016
TWO	0.055993	0.075345	0.743156	0.4665
R-squared	0.028246	Mean dependent var		-
Adjusted R-squared	-0.022899	S.D. dependent var		3.60E+08
S.E. of regression	1.67E+08	Akaike info criterion		1.65E+08
Sum squared resid	5.30E+17	Schwarz criterion		40.79598
Log likelihood	-426.3577	F-statistic		40.89545
Durbin-Watson stat	2.353767	Prob(F-statistic)		0.552280
				0.466478

2000/2001

Dependent Variable: ONE
 Method: Least Squares
 Date: 06/26/03 Time: 09:42
 Sample: 1 21
 Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.30E+08	31726544	-7.265137	0.0000
TWO	0.022292	0.080525	0.276839	0.7849
R-squared	0.004017	Mean dependent var		-
				2.39E+08
Adjusted R-squared	-0.048403	S.D. dependent var		58094232
S.E. of regression	59483577	Akaike info criterion		38.73069
Sum squared resid	6.72E+16	Schwarz criterion		38.83017
Log likelihood	-404.6723	F-statistic		0.076640
Durbin-Watson stat	1.820757	Prob(F-statistic)		0.784893

2001/2002

Dependent Variable: ONE
 Method: Least Squares
 Date: 06/26/03 Time: 09:43
 Sample: 1 21
 Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.79E+08	1.16E+08	-1.540511	0.1399
TWO	0.326044	0.474061	0.687769	0.4999
R-squared	0.024291	Mean dependent var		-
				2.57E+08
Adjusted R-squared	-0.027062	S.D. dependent var		1.22E+08
S.E. of regression	1.23E+08	Akaike info criterion		40.18632
Sum squared resid	2.88E+17	Schwarz criterion		40.28579
Log likelihood	-419.9563	F-statistic		0.473026
Durbin-Watson stat	1.704366	Prob(F-statistic)		0.499909

2002/2003

Dependent Variable: ONE
 Method: Least Squares
 Date: 06/26/03 Time: 09:44
 Sample: 1 21
 Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.60E+08	56773039	4.571915	0.0002
TWO	0.104057	0.200705	2,028457	0.0439
R-squared	0.153950	Mean dependent var		2.33E+08
Adjusted R-squared	0.067947	S.D. dependent var		1.07E+08
S.E. of regression	1.09E+08	Akaike info criterion		39.94351
Sum squared resid	2.26E+17	Schwarz criterion		40.04299
Log likelihood	-417.4069	F-statistic		0.268798
Durbin-Watson stat	2.415044	Prob(F-statistic)		0.043935

JENSEN

1998/1999

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 06/26/03 Time: 09:57
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.92E+08	55257437	7.085116	0.0000
TWO	0.928651	0.225955	4.109901	0.0006
R-squared	0.470624	Mean dependent var		4.92E+08
Adjusted R-squared	0.442762	S.D. dependent var		3.04E+08
S.E. of regression	2.27E+08	Akaike info criterion		41.40829
Sum squared resid	9.78E+17	Schwarz criterion		41.50777
Log likelihood	-432.7871	F-statistic		16.89129
Durbin-Watson stat	1.755859	Prob(F-statistic)		0.000596

1999/2000

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 06/26/03 Time: 09:58
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.19E+08	24348171	-4.896988	0.0001
TWO	0.015594	0.042360	0.368117	0.7169
R-squared	0.007082	Mean dependent var		-
				1.12E+08
Adjusted R-squared	-0.045177	S.D. dependent var		56323611
S.E. of regression	57581830	Akaike info criterion		38.66571
Sum squared resid	6.30E+16	Schwarz criterion		38.76518
Log likelihood	-403.9899	F-statistic		0.135510
Durbin-Watson stat	2.429084	Prob(F-statistic)		0.716855

2000/2201

Dependent Variable: ONE
 Method: Least Squares
 Date: 06/26/03 Time: 10:00
 Sample: 1 21
 Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-12150210	17368158	-0.699568	0.4927
TWO	0.069196	0.139658	0.495466	0.6260
R-squared	0.012756	Mean dependent var		-
				19869379
Adjusted R-squared	-0.039205	S.D. dependent var		34508088
S.E. of regression	35178025	Akaike info criterion		37.68013
Sum squared resid	2.35E+16	Schwarz criterion		37.77961
Log likelihood	-393.6414	F-statistic		0.245486
Durbin-Watson stat	1.915607	Prob(F-statistic)		0.625953

2001/2002

Dependent Variable: ONE
 Method: Least Squares
 Date: 06/26/03 Time: 10:01
 Sample: 1 21
 Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1407418.	10469211	0.134434	0.8945
TWO	0.586193	0.267747	1.189353	0.7886
R-squared	0.201455	Mean dependent var		-
				10239879
Adjusted R-squared	0.159426	S.D. dependent var		45068489
S.E. of regression	41320062	Akaike info criterion		38.00199
Sum squared resid	3.24E+16	Schwarz criterion		38.10147
Log likelihood	-397.0209	F-statistic		4.793266
Durbin-Watson stat	1.729146	Prob(F-statistic)		0.788697

2002/2003

Dependent Variable: ONE
 Method: Least Squares
 Date: 06/26/03 Time: 10:04
 Sample: 1 21
 Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8845551.	15210281	0.581551	0.5677
TWO	0.483578	0.336819	4.404674	0.0003
R-squared	0.505223	Mean dependent var		-6346104.
Adjusted R-squared	0.479182	S.D. dependent var		94067942
S.E. of regression	67886669	Akaike info criterion		38.99497
Sum squared resid	8.76E+16	Schwarz criterion		39.09445
Log likelihood	-407.4472	F-statistic		19.40115
Durbin-Watson stat	2.501240	Prob(F-statistic)		0.000304

SHARPE

1998/1999

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 07/06/03 Time: 11:32
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11009.35	1325.418	8.306328	0.0000
TWO	0.420744	0.248296	5.721976	0.0000
R-squared	0.632786	Mean dependent var		
Adjusted R-squared	0.613459	S.D. dependent var		
S.E. of regression	2053.509	Akaike info criterion		
Sum squared resid	80121080	Schwarz criterion		
Log likelihood	-188.9202	F-statistic		
Durbin-Watson stat	2.538654	Prob(F-statistic)		

1999/2000

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 06/26/03 Time: 10:10
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-5.26E+09	4.20E+08	-12.52334	0.0000
TWO	-0.034596	0.151130	-0.228917	0.8214
R-squared	0.002750	Mean dependent var		-
				5.33E+09
Adjusted R-squared	-0.049736	S.D. dependent var		1.23E+09
S.E. of regression	1.26E+09	Akaike info criterion		44.83404
Sum squared resid	3.01E+19	Schwarz criterion		44.93352
Log likelihood	-468.7574	F-statistic		0.052403
Durbin-Watson stat	2.112009	Prob(F-statistic)		0.821380

2000/2001

Dependent Variable: ONE
 Method: Least Squares
 Date: 06/26/03 Time: 10:37
 Sample: 1 21
 Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.81E+09	8.48E+08	-3.319059	0.0036
TWO	0.085654	0.155088	0.552292	0.5872
R-squared	0.015800	Mean dependent var		-
Adjusted R-squared	-0.036000	S.D. dependent var		3.27E+09
S.E. of regression	8.52E+08	Akaike info criterion		8.37E+08
Sum squared resid	1.38E+19	Schwarz criterion		44.05371
Log likelihood	-460.5640	F-statistic		44.15319
Durbin-Watson stat	2.189432	Prob(F-statistic)		0.305027
				0.587187

2001/2002

Dependent Variable: ONE
 Method: Least Squares
 Date: 06/26/03 Time: 10:12
 Sample: 1 21
 Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-9.76E+08	1.85E+09	-0.529133	0.6028
TWO	0.473235	0.547452	0.164272	0.1490
R-squared	0,106375	Mean dependent var		-
Adjusted R-squared	0.059342	S.D. dependent var		5.79E+09
S.E. of regression	2.05E+09	Akaike info criterion		2.35E+09
Sum squared resid	7.97E+19	Schwarz criterion		45.80912
Log likelihood	-478.9957	F-statistic		45.90860
Durbin-Watson stat	2.367454	Prob(F-statistic)		7.241890
				0.149048

2002/2003

Dependent Variable: ONE
 Method: Least Squares
 Date: 06/26/03 Time: 10:14
 Sample: 1 21
 Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.44E+09	1.02E+09	4.342056	0.0004
TWO	0.247048	2.691076	1.503900	0.0145
R-squared	0,275967	Mean dependent var		3.01E+09
Adjusted R-squared	0.237860	S.D. dependent var		1.78E+09
S.E. of regression	1.72E+09	Akaike info criterion		45.46401
Sum squared resid	5.65E+19	Schwarz criterion		45.56349
Log likelihood	-475.3721	F-statistic		2.261716
Durbin-Watson stat	1.735851	Prob(F-statistic)		0.014465

TREYNOR

1998/1999

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 06/26/03 Time: 10:17
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.06E+09	2.38E+08	4.476210	0.0003
TWO	0.350233	0.235865	2,214889	0.0405
R-squared	0.103980	Mean dependent var		1.38E+09
Adjusted R-squared	0.056822	S.D. dependent var		4.71E+08
S.E. of regression	4.57E+08	Akaike info criterion		42.80937
Sum squared resid	3.97E+18	Schwarz criterion		42.90885
Log likelihood	-447.4984	F-statistic		2.204895
Durbin-Watson stat	2.375444	Prob(F-statistic)		0.153976

1999/2000

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 06/26/03 Time: 10:18
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-5.22E+08	46488940	-11.21806	0.0000
TWO	-0.042737	0.031884	-1.340385	0.1959
R-squared	0.086390	Mean dependent var		-
Adjusted R-squared	0.038306	S.D. dependent var		5.81E+08
S.E. of regression	67121265	Akaike info criterion		68444984
Sum squared resid	8.56E+16	Schwarz criterion		38.97229
Log likelihood	-407.2091	F-statistic		39.07177
Durbin-Watson stat	2.648000	Prob(F-statistic)		1.796631
				0.195929

2000/2001

Dependent Variable: ONE
 Method: Least Squares
 Date: 06/26/03 Time: 10:19
 Sample: 1 21
 Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.13E+08	1.81E+08	-1.172872	0.2553
TWO	0.111574	0.310111	0.359788	0.7230
R-squared	0.006767	Mean dependent var		-
Adjusted R-squared	-0.045508	S.D. dependent var		2.77E+08
S.E. of regression	94923643	Akaike info criterion		92834759
Sum squared resid	1.71E+17	Schwarz criterion		39.66544
Log likelihood	-414.4871	F-statistic		39.76491
Durbin-Watson stat	1.995503	Prob(F-statistic)		0.129448
				0.722973

2001/2002

Dependent Variable: ONE
 Method: Least Squares
 Date: 06/26/03 Time: 10:20
 Sample: 1 21
 Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.11E+08	81771398	-3.804203	0.0012
TWO	0.105389	0.280235	0.376075	0.7110
R-squared	0.007389	Mean dependent var		-
Adjusted R-squared	-0.044854	S.D. dependent var		3.40E+08
S.E. of regression	1.16E+08	Akaike info criterion		1.14E+08
Sum squared resid	2.57E+17	Schwarz criterion		40.07241
Log likelihood	-418.7603	F-statistic		40.17189
Durbin-Watson stat	2.421333	Prob(F-statistic)		0.141433
				0.711027

2002/2003

Dependent Variable: ONE
 Method: Least Squares
 Date: 06/26/03 Time: 10:21
 Sample: 1 21
 Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.39E+08	1.04E+08	4.221911	0.0005
TWO	0.631593	0.290793	2.171966	0.0427
R-squared	0.198902	Mean dependent var		2.25E+08
Adjusted R-squared	0.156738	S.D. dependent var		1.61E+08
S.E. of regression	1.48E+08	Akaike info criterion		40.55398
Sum squared resid	4.16E+17	Schwarz criterion		40.65346
Log likelihood	-423.8168	F-statistic		4.717435
Durbin-Watson stat	1.352172	Prob(F-statistic)		0.042723

ΤΡΙΕΤΙΕΣ

ΕΠΑΝΑΛΗΠΤΙΚΟΤΗΤΑ ΣΤΟ ΕΠΙΠΕΔΟ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

$$EA_t = \alpha + \beta EA_{t-1} + \varepsilon_t$$

ΑΠΟΔΟΣΗ

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 06/23/03 Time: 00:29
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4.75E+08	28830517	-16.48684	0.0000
TWO	0.090039	0.017011	1,582944	0.1291
R-squared	0.111876	Mean dependent var	-	3.42E+08
Adjusted R-squared	0.074606	S.D. dependent var	99386461	
S.E. of regression	64822059	Akaike info criterion	38.90258	
Sum squared resid	7.98E+16	Schwarz criterion	39.00206	
Log likelihood	-406.4771	F-statistic	28.01526	
Durbin-Watson stat	1.387595	Prob(F-statistic)	0.129141	

JENSEN

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 06/23/03 Time: 00:24
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-54669504	28379972	-1.926341	0.0692
TWO	0.017075	0.034662	0.492611	0.6279
R-squared	0.012611	Mean dependent var	-	45394323
Adjusted R-squared	-0.039357	S.D. dependent var	95448717	
S.E. of regression	97308881	Akaike info criterion	39.71507	
Sum squared resid	1.80E+17	Schwarz criterion	39.81455	
Log likelihood	-415.0083	F-statistic	0.242665	
Durbin-Watson stat	1.936035	Prob(F-statistic)	0.627932	

SHARPE

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 06/23/03 Time: 00:17
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4.33E+09	4.93E+08	-8.777040	0.0000
TWO	-0.189926	0.119781	-1.585600	0.1293
R-squared	0.116859	Mean dependent var		-
Adjusted R-squared	0.070378	S.D. dependent var		4.86E+09
S.E. of regression	1.65E+09	Akaike info criterion		1.71E+09
Sum squared resid	5.15E+19	Schwarz criterion		45.37249
Log likelihood	-474.4112	F-statistic		45.47197
Durbin-Watson stat	2.579592	Prob(F-statistic)		2.514128
				0.129333

TREYNOR

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 06/23/03 Time: 00:20
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4.43E+08	72424044	-6.122806	0.0000
TWO	0.024050	0.037637	0.639004	0.5304
R-squared	0.021039	Mean dependent var		-
Adjusted R-squared	-0.030486	S.D. dependent var		4.03E+08
S.E. of regression	1.56E+08	Akaike info criterion		1.53E+08
Sum squared resid	4.60E+17	Schwarz criterion		40.65338
Log likelihood	-424.8605	F-statistic		40.75286
Durbin-Watson stat	1.942808	Prob(F-statistic)		0.408326
				0.530449

ΕΠΑΝΑΛΗΠΤΙΚΟΤΗΤΑ ΣΤΗ ΣΕΙΡΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ

$$\Sigma K_{\tau} = \alpha + \beta \Sigma K_{\tau-1} + \varepsilon_{\tau}$$

ΑΠΟΔΟΣΗ

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 06/22/03 Time: 23:37
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.671429	2.815384	3.080017	0.0062
TWO	0.211688	0.224217	0.944124	0.3570
R-squared	0.044812	Mean dependent var		11.00000
Adjusted R-squared	-0.005461	S.D. dependent var		6.204837
S.E. of regression	6.221756	Akaike info criterion		6.584374
Sum squared resid	735.4948	Schwarz criterion		6.683853
Log likelihood	-67.13593	F-statistic		0.891371
Durbin-Watson stat	2.046103	Prob(F-statistic)		0.356958

JENSEN

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 06/22/03 Time: 23:40
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.228571	2.843069	3.245989	0.0043
TWO	0.161039	0.226421	0.711236	0.4856
R-squared	0.025934	Mean dependent var		11.00000
Adjusted R-squared	-0.025333	S.D. dependent var		6.204837
S.E. of regression	6.282939	Akaike info criterion		6.603946
Sum squared resid	750.0312	Schwarz criterion		6.703424
Log likelihood	-67.34143	F-statistic		0.505856
Durbin-Watson stat	1.995730	Prob(F-statistic)		0.485579

SHARPE

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 06/22/03 Time: 23:47
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.314286	2.793487	2.976311	0.0078
TWO	0.244156	0.222473	1.097464	0.2862
R-squared	0.059612	Mean dependent var		11.00000
Adjusted R-squared	0.010118	S.D. dependent var		6.204837
S.E. of regression	6.173367	Akaike info criterion		6.568759
Sum squared resid	724.0987	Schwarz criterion		6.668237
Log likelihood	-66.97196	F-statistic		1.204428
Durbin-Watson stat	2.308021	Prob(F-statistic)		0.286153

TREYNOR

Dependent Variable: ONE
Method: Least Squares
Date: 06/22/03 Time: 23:44
Sample: 1 21
Included observations: 21

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.142857	2.839316	3.220092	0.0045
TWO	0.168831	0.226122	0.746636	0.4644
R-squared	0.028504	Mean dependent var		11.00000
Adjusted R-squared	-0.022627	S.D. dependent var		6.204837
S.E. of regression	6.274644	Akaike info criterion		6.601303
Sum squared resid	748.0519	Schwarz criterion		6.700782
Log likelihood	-67.31368	F-statistic		0.557465
Durbin-Watson stat	1.945617	Prob(F-statistic)		0.464423