

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ ΣΤΗΝ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**Η ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ
ΤΩΝ
ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ
ΣΤΗΝ
ΕΛΛΑΔΑ**

ΦΟΙΤΗΤΡΙΑ: ΑΘΑΝΑΣΟΠΟΥΛΟΥ ΓΕΩΡΓΙΑ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΔΙΑΚΟΓΙΑΝΝΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2005

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΑ

ΣΕΛ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....8- 19

1.1 ΠΡΟΛΟΓΟΣ.....8-9

1.2 Ο ΘΕΣΜΟΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ10-12

1.3 Ο ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ.....13-14

1.4 ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΕΡΕΥΝΑΣ15-17

1.5 ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ.....18-19

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....20-34

2.1 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ.....20-24

2.1.1 Η ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

2.1.2 ΟΙ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΝΤΕΣ ΣΤΟ ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

2.2 ΜΕΡΙΔΙΑ ΚΑΙ ΤΙΜΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....24-28

2.3 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....28-34

2.3.1 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ

2.3.2 ΣΤΑΘΕΡΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ

2.3.3 ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ

2.3.4 ΜΙΚΤΑ

2.3.5 ΜΕΤΟΧΙΚΑ

- 2.3.6 ΔΙΕΘΝΗ
- 2.3.7 ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΩΝ
- 2.3.8 ΔΕΙΚΤΩΝ
- 2.3.9 ΕΙΔΙΚΕΣ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

ΘΕΩΡΙΕΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΚΑΙ Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥΣ ΣΤΟ ΘΕΣΜΟ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....35-60

3.1 ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΟΥ MARKOWITZ.....35-50

3.1.1 ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ

3.1.2 ΒΑΣΙΚΑ ΣΤΑΔΙΑ

3.1.2.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΩΝ Α/Κ

3.1.2.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ Α/Κ

3.1.2.3 ΕΠΙΛΟΓΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ Α/Κ

3.2 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ (ΜΟΝΟΠΑΡΑΓΟΝΤΙΚΟ).....50-55

3.2.1 ΓΕΝΙΚΑ

3.2.2 ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ

3.2.3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΥΣΤΑΤΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

3.2.3.1 ΑΠΟΔΟΣΗ

3.2.3.2 ΣΥΝΟΛΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

3.3 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΣΥΝΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ & ΑΠΟΔΟΣΗ...55-60

3.3.1 ΜΟΝΤΕΛΟ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

3.3.2 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

(Υ.Α.Κ.Σ. / C.A.P.M.)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....61-84

4.1 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ..... 61-77

4.1.1 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΓΙΑ ΤΟ ΣΥΓΧΡΟΝΙΣΜΟ ΤΩΝ

ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΜΕ ΤΗΝ
ΑΓΟΡΑ

4.1.2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΓΙΑ ΤΟ ΣΥΓΧΡΟΝΙΣΜΟ ΚΑΙ ΤΗΝ

ΕΠΙΛΕΚΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ: ΕΝΑ ΜΟΝΤΕΛΟ
ΤΥΧΑΙΩΝ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΓΙΑ ΤΑ ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ
ΚΕΦΑΛΑΙΑ

4.1.3 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΓΙΑ ΤΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑ ΤΩΝ

ΜΕΤΡΩΝ ΑΝΑΦΟΡΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

4.1.4 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ

ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

4.1.5 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ

ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΟΥ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

4.1.6 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΑΘΟΡΙΣΜΟ ΤΩΝ

ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΙΚΩΝ ΚΙΝΗΤΡΩΝ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ Η ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΤΟΥΣ ΜΕ ΤΟ ΡΙΣΚΟ ΤΩΝ

ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ

4.1.7 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΛΕΚΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΠΙΔΟΣΗ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΥΝΟΛΙΚΑ

4.1.8 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΔΟΣΗ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΜΕΣΑ ΑΠΟ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΥΠΟΘΕΤΙΚΩΝ ΜΕΤΡΩΝ ΜΕΣΑ ΑΠΟ ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΑΥΣΤΡΑΛΙΑΣ

4.2 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕΤΑΞΥ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΤΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....78-84

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο

ΜΕΤΡΗΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ.....85-100

5.1 ΓΕΝΙΚΑ.....85

5.2 ΜΕΤΡΑ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ.....86-91

5.2.1 ΔΕΙΚΤΗΣ TREYNOR

5.2.2 ΔΕΙΚΤΗΣ SHARPE

5.2.3 ΔΕΙΚΤΗΣ JENSEN

5.3 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ.....91-95

5.3.1 ΕΠΑΝΑΛΗΠΤΙΚΟΤΗΤΑ & ΙΚΑΝΟΤΗΤΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ

5.3.2 ΕΠΙΛΕΚΤΙΚΟΤΗΤΑ & ΣΥΓΧΡΟΝΙΣΜΟΣ

5.4 ΜΕΤΡΗΣΗ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ.....96-98

5.4.1 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ TREYNOR-MAZUY

5.4.2 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ HENRIKSSON-MERTON

5.5 ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ.....99-100

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^ο

ΔΕΔΟΜΕΝΑ, ΠΡΟΕΛΕΥΣΗ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΜΕΛΕΤΗΣ101-128

6.1 ΔΕΔΟΜΕΝΑ.....	101-125
6.1.1 ΠΗΓΕΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ	
6.1.2 ΦΥΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ	
6.1.3 ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ	
6.1.4 ΓΡΑΦΗΜΑΤΑ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ	
6.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.....	125-128

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7^ο

ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....129-170

7.1 ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ.....	129-132
7.2 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1993 - 2003.....	132-142
7.2.1 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1993 – 2003	
7.2.2 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΠΙΚΙΝΔΥΝΟΤΗΤΑΣ Α/Κ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1993 -2003	
7.2.2.1 Α/Κ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗΣ SHARPE	
7.2.2.2 Α/Κ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗΣ ΒΗΤΑ	
7.2.2.3 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗΣ R ²	
7.2.2.4 Α/Κ ΚΑΙ ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ	
7.3 ΔΙΧΟΤΟΜΗΣΗ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1993 – 2003.....	143-170
7.3.1 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1993 – 1999	
7.3.2 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 2000 – 2003	
7.3.3 ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΩΝ ΒΗΤΑ	

ΠΕΡΙΟΔΩΝ 1993-1999 ΚΑΙ 2000 – 2003

7.3.4 ΚΡΙΤΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1993-1999

7.3.5 ΚΡΙΤΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 2000-2003

7.3.6 ΕΠΑΝΑΛΗΠΤΙΚΟΤΗΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

ΜΕΤΑΞΥ ΥΠΟΠΕΡΙΟΔΩΝ (1993 -1999 ΚΑΙ 2000 – 2003) ΓΙΑ
ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1993 – 2003

7.3.6.1 ΚΡΙΤΙΚΗ ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ

ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ ΒΑΣΕΙ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

7.3.6.2 ΚΡΙΤΙΚΗ ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ

ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ ΒΑΣΕΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗ

ΕΠΙΚΙΝΔΥΝΟΤΗΤΑΣ ΒΗΤΑ

7.3.6.3 ΚΡΙΤΙΚΗ ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ

ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ ΒΑΣΕΙ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

7.3.6.4 ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....171-236

Α. ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

ΚΑΤΑ ΤΑ ΕΤΗ 2001, 2002, 2003.....171-204

A.1 ΓΕΝΙΚΑ

A.2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗ

A.3 Η ΑΓΟΡΑ Α/Κ ΚΑΤΑ ΤΟ 2001

A.3.1 ΓΕΝΙΚΟΣ ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΑΓΟΡΑΣ

A.3.2 ΕΤΑΙΡΙΕΣ – ΠΡΟΪΟΝΤΑ

A.3.3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΠΙΜΕΡΟΥΣ ΚΑΤΗΓΟΡΙΩΝ Α/Κ

A.3.4 ΛΕΠΤΟΜΕΡΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕΡΙΔΙΩΝ ΑΓΟΡΑΣ

A.4 Η ΑΓΟΡΑ Α/Κ ΚΑΤΑ ΤΟ 2002

A.4.1 ΓΕΝΙΚΟΣ ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΑΓΟΡΑΣ.

A.4.2 ΕΤΑΙΡΙΕΣ – ΠΡΟΪΟΝΤΑ

A.4.3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΠΙΜΕΡΟΥΣ ΚΑΤΗΓΟΡΙΩΝ

A.4.4 ΛΕΠΤΟΜΕΡΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕΡΙΔΙΩΝ ΑΓΟΡΑΣ

A.5 Η ΑΓΟΡΑ Α/Κ ΚΑΤΑ ΤΟ 2003

A.5.1 ΓΕΝΙΚΟΣ ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΑΓΟΡΑΣ

A.5.2 ΕΤΑΙΡΙΕΣ – ΠΡΟΪΟΝΤΑ

A.5.3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΠΙΜΕΡΟΥΣ ΚΑΤΗΓΟΡΙΩΝ

**B. ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΕΣ ΤΗΣ ΕΘΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΣΤΟ ΧΩΡΟ
ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΣ.....205-217**

Γ. ΠΙΝΑΚΕΣ ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΣΤΟ

E-VIEWS218-233

Γ.1 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ E-VIEWS ΠΕΡΙΟΔΟΥ

1993 – 2003

Γ.2 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ E-VIEWS ΠΕΡΙΟΔΟΥ

1993 – 1999

Γ.3 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ E-VIEWS ΠΕΡΙΟΔΟΥ

2000 – 2003

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ234-236

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Στα πλαίσια ολοκλήρωσης του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Σπουδών στο πεδίο της Χρηματοοικονομικής ανάλυσης για στελέχη επιχειρήσεων κληθήκαμε να επιλέξουμε ένα θέμα διαπραγμάτευσης, στο οποίο εντρυφήσαμε με σκοπό τη συγγραφή της πτυχιακής μας εργασίας. Το επιλεγμένο θέμα κάθε φορά διαθέτει ένα βαθμό επικαιροποίησης και είναι θεμιτό να παρουσιάζει ενδιαφέρον και να προσθέτει αξία για τα εμπλεκόμενα μέρη (φοιτητές, επενδυτές, διαχειριστές, επιχειρήσεις και λοιπούς αναγνώστες).

Το θέμα με το οποίο εγώ επέλεξα να ασχοληθώ αφορά στη διαχείριση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα για ένα μακροχρόνιο διάστημα (1993 – 2003), ένα χρηματοοικονομικό προϊόν το οποίο επέλεξα θεωρώντας το ως πρόκληση, εξαιτίας των πολλών δυνατοτήτων που παρέχει στο επενδυτικό κοινό και των προοπτικών που περιέχει για περαιτέρω ανάπτυξη. Η εξέλιξη όμως σε μια μελλοντική κατάσταση προϋποθέτει καλή και σαφή γνώση της παρελθούσας περιόδου και των χαρακτηριστικών της. Κατ' αυτό τον τρόπο, αναλύοντας το παρελθόν (1993 – 2003) θα είμαστε πιο προετοιμασμένοι για το μέλλον και πιθανόν πιο προστατευμένοι απέναντι σε πτωτικές τάσεις της αγοράς.

Έχοντας εξηγήσει πλέον το κίνητρο που οδήγησε στην επιλογή του συγκεκριμένου θέματος μελέτης και ολοκληρώνοντας την έρευνα, θέλω να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Διακογιάννη Γεώργιο, ο οποίος συνέβαλε στη συγγραφή της πραγματείας με την παροχή ερεθισμάτων για παραπέρα έρευνα και επιπλέον άσκησε τον αποτελεσματικό έλεγχο στα αποτελέσματα των προσπαθειών μου και τα συμπεράσματά μου, με τις γνώσεις και την πείρα που διαθέτει. Επίσης αισθάνομαι ότι θέλω να ευχαριστήσω και να αναφερθώ και σε δύο ακόμη

συναδέλφους, οι οποίοι αφιέρωσαν χρόνο στις προσπάθειές μου και είναι ο κ.
Στυλιανίδης Στέλιος και ο κ. Μπαμπαλός Βασίλης,

1.2 Ο ΘΕΣΜΟΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων έχει γνωρίσει τεράστια άνθηση, τόσο στην εγχώρια όσο και στην παγκόσμια οικονομική αγορά. Ενδεικτικό είναι το στατιστικό στοιχείο που προκύπτει από την Ευρωπαϊκή Ένωση Αμοιβαίων Κεφαλαίων (FEFSI) για το 2002, ότι ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων παγκοσμίως ξεπέρασε τα 54.000, τα δε κεφάλαια που διαχειρίζονται ξεπέρασαν τα 12,7 τρις ευρώ. Σε σύγκριση με το 1985, όταν υπήρχαν μόνο 2 κρατικά κατευθυνόμενα αμοιβαία κεφάλαια ύψους 4 δις δραχμές, σήμερα υπάρχουν 270 αμοιβαία κεφάλαια όλων των τύπων και κατηγοριών, που αγγίζουν τα 24 δις Ευρώ περίπου, και αναφέρουμε το περίπου διότι τα στοιχεία αυτά σήμερα (2005) είναι σαφώς αυξημένα, μια και τα δεδομένα έχουν μια μικρή χρονική υστέρηση έτους. Η παγκοσμιοποίηση των αγορών, των οικονομιών και επενδύσεων, η πολυπλοκότητα των αγορών χρήματος και κεφαλαίου, η δημιουργία σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων και παραγώγων, η ποικιλία των επενδυτικών επιλογών, η σύγκλιση της ελληνικής οικονομίας και η ένταξη της στο ευρώ, δημιουργούν νέες συνθήκες, που ευνοούν μέχρι σήμερα την περαιτέρω εξάπλωση των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Το γεγονός ότι τα αμοιβαία κεφάλαια προσφέρουν στους επενδυτές τους μια σειρά από μοναδικά και συγκριτικά (competitive) πλεονεκτήματα αποτελεί κυρίαρχο λόγο εξαιτίας του οποίου είναι παρατηρήσιμη αυτή η μεγάλη και ολοένα αυξανόμενη άνθησή τους. Σε αυτά προσμετρώνται η δυνατότητα επαγγελματικής διαχείρισης και μείωση της επικινδυνότητάς τους μέσω ευρύτερης ανάπτυξης και διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου, η δυνατότητα άμεσης ρευστότητας και μεταφοράς χρημάτων από το ένα αμοιβαίο κεφάλαιο σε άλλο της ίδιας και μη κατηγορίας αμοιβαίων κεφαλαίων. Είναι γεγονός ότι τα αμοιβαία κεφάλαια παρέχουν ευκαιρίες στους επενδυτές να

πραγματοποιήσουν κέρδη, θέτοντας ταυτόχρονα και δικλίδες ασφαλείας έναντι μεγάλων πτώσεων στην αγορά, ακριβώς λόγω της διασποράς μετοχών του χαρτοφυλακίου A/K. Ωστόσο, αυτό δε σημαίνει ότι εξαλείφεται κάθε βαθμός αβεβαιότητας, μια και δεν πρέπει να παραγνωρίζεται η δυναμικότητα και η πολυπλοκότητα των δομών του γενικότερου χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος, που σε καμία περίπτωση δεν υπόσχεται σταθερότητα και σιγουριά. Με άλλα λόγια αυτό που πρέπει να θυμίζουμε πάντα στους επενδυτές για να μην έχουν εσφαλμένη εικόνα για την επενδυτική επιλογή τους είναι πως: **«Τα αμοιβαία κεφάλαια δεν έχουν εγγυημένη απόδοση και οι προηγούμενες αποδόσεις, ειδικά όταν πρόκειται για αποτελεσματικές αγορές, δεν προβλέπουν, ούτε διασφαλίζουν τις μελλοντικές»**. Η διαπίστωση αυτή αποτελεί την κορυφή στο οικοδόμημα που συνθέτουν τα αμοιβαία κεφάλαια και θα πρέπει να αποτελεί μια πρωταρχική και κυρίαρχη εικόνα για το θεσμό, όσο και αν οι χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι διατείνονται για το αντίθετο. Η εξάπλωση του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων επέτεινε την ανάγκη διαχείρισής τους από εξειδικευμένα στελέχη με ειδικές γνώσεις και εμπειρία στο χώρο, προκειμένου να πραγματοποιηθούν πιο βελτιωμένες αποδόσεις. Αυτό βέβαια συνεπάγεται και υψηλά κόστη διαχείρισης, που αν όμως υπερκαλύπτονται από τις υψηλές ωφέλειες τότε οι διαχειριστές προσθέτουν αξία στο χαρτοφυλάκιο. Τίθεται επομένως το πολύ σημαντικό ζήτημα της αξιολόγησης των διαχειριστών κατά περιόδους βάσει αποτελεσμάτων που πετυχαίνουν και της επενδυτικής στρατηγικής που ακολουθούν κάθε φορά. Έννοιες χρήσιμες για την ανάλυση της πορείας των διαχειριστών είναι ο συγχρονισμός, η επιλεκτικότητα και η επαναληπτικότητα, που αναλύονται και στην παρούσα πραγματεία.

Γίνεται σαφές από την έρευνα που ακολουθεί ότι τα αμοιβαία κεφάλαια ενέχουν και μειονεκτήματα, όπως είναι τα μεγάλα κόστη διαχείρισης και τα περιορισμένα

δυναμικά κέρδη για τους επενδυτές, ενώ σε αρκετές περιπτώσεις όπως θα φανεί οι σημειωθείσες αποδόσεις ήταν αρνητικές. Αυτό όμως δεν πρέπει να ποεί το επενδυτικό κοινό, αλλά να λαμβάνεται υπόψη το μεγαλύτερο μέγεθος των πλεονεκτημάτων που προσφέρουν. Επιπλέον, ολοένα και περισσότερες κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων δημιουργούνται, με σαφώς πιο βελτιωμένα και σύνθετα χαρακτηριστικά (όπως τα λεγόμενα υβριδικά A/K) με συνδυασμένες δυνατότητες και επιλογές προς τους επενδυτές. Κατ' επέκταση η ποικιλία που υφίσταται είναι ευρεία και ο κάθε επενδυτής είναι σε θέση να επιλέξει εκείνο ή εκείνα τα αμοιβαία κεφάλαια που του ταιριάζει περισσότερο στο στυλ, το χαρακτήρα και την επενδυτική του φιλοσοφία. Αναμένεται συνεπώς ακόμη μεγαλύτερη επέκταση του θεσμού στα επόμενα έτη και στα πλαίσια μιας σύγχρονης, ανταγωνιστικής αγοράς.

1.3 Ο ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Η μελέτη που ακολουθεί έχει ως αντικείμενο το Θεσμό των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και την εξέλιξή τους, όπως αυτή αναλύθηκε προηγούμενα, και η δεύτερη αποτέλεσε στην ουσία το εφαλτήριο για την εν λόγω συγγραφή. Το επίκεντρο του ενδιαφέροντός μας όμως δεν έχει μόνο θεωρητικό υπόβαθρο, γιατί αυτό που έχει σημασία τελικά είναι ο βαθμός αποτελεσματικότητας και αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων σε όρους ωφελειών προς όλα τα εμπλεκόμενα μέρη, και όχι μια απλή περιγραφή στοιχείων περί αμοιβαίων κεφαλαίων ήδη γνωστών και ευρέως διαδεδομένων στο κοινό.

Ο χαρακτήρας και ο σκοπός που εξυπηρετεί η παρούσα έρευνα θα λέγαμε ότι είναι διττός. Σε πρώτο επίπεδο παρέχεται η θεωρητική βάση που πλαισιώνει τα αμοιβαία κεφάλαια, ώστε ακόμη και κάποιος αναγνώστης με ελάχιστες γνώσεις για το χώρο να αποκτήσει την απαραίτητη πληροφόρηση (background), που θα τον βοηθήσει στην παραπέρα κατανόηση περισσότερων λεπτομερειών για το αντικείμενο. Συνεχίζοντας, το δεύτερο επίπεδο είναι και το πιο ενδιαφέρον, αποτελώντας την ουσία της πραγματείας, καθώς παραθέτονται πλέον πραγματικά δεδομένα περί καθαρών τιμών και αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων και αναλύονται περαιτέρω ώστε να προκύψουν συμπεράσματα για τα συγκεκριμένα, επιλεγμένα αμοιβαία κεφάλαια, την εξέλιξή τους διαχρονικά και φυσικά από την κατάταξή τους θα προκύψει ο βαθμός συγκέντρωσής τους στις πρώτες θέσεις ανά περίοδο και κατ' επέκταση θα διεξαχθεί ερμηνεία και για την επίδοση των διαχειριστών σε βάθος χρόνου, αλλά και για τη φύση της αγοράς και την αποτελεσματικότητά της.

Ο σκοπός της εργασίας πρέπει να σημειωθεί ότι ενέχει δύο διαστάσεις σύμφωνα πάντα με την προσωπική και υποκειμενική εκτίμηση και βάσει του γενικότερου

κριτηρίου του περιεχομένου της εργασίας. Ωστόσο όμως ο κάθε ενδιαφερόμενος αναγνώστης είναι σε θέση να διακρίνει και μικρότερους αντικειμενικούς στόχους κάθε φορά, ανάλογα με το είδος και τη φύση του αντικειμένου που άπτεται του ενδιαφέροντός του. Αυτό σημαίνει εναλλακτικά ότι διαφορετικές ομάδες πιθανών αναγνωστών είναι δυνατό να βρίσκουν σε διαφορετικό τμήμα της εργασίας ενδιαφέρον και να τονίζουν αυτό το σημείο ως επικρατέστερο στόχο αντίστοιχα.

1.4 ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΣΤΗΝ ΕΡΕΥΝΑ

Η αναφορά σε περιορισμούς όσον αφορά την ανάλυση που πραγματοποιήθηκε είναι μικρό τμήμα στο σύνολο της εργασίας, όχι όμως μειωμένης σημαντικότητας, δεδομένου ότι συνιστά τη βάση για μια υγιή κριτική της μελέτης, ώστε να μη γίνουν παρανοήσεις και να μη θεωρηθεί ότι λόγω αμέλειας παραγνωρίστηκαν κάποιες συνθήκες και υποθέσεις. Στο σημείο αυτό λοιπόν θα επικεντρωθώ σε περιορισμούς και υποθέσεις επιτρεπτές, που διενεργήθηκαν για τη διευκόλυνση της μελέτης μου και πιο συγκεκριμένα για να εξυπηρετηθεί ο βαθύτερος σκοπός της εργασίας. Αναλυτικά επισημαίνω:

1. Τα επιλεγμένα μετοχικά κεφάλαια υπάγονται στην κατηγορία των μετοχικών και μόνο, σε μια προσπάθεια να ερμηνεύσουμε την ύπαρξη συσχέτισης ή μη με το γενικότερο δείκτη της αγοράς. Αυτό βέβαια δε σημαίνει ότι αγνοούνται οι λοιπές κατηγορίες, αντίθετα τις δεχόμαστε ως ανεξάρτητες μεταβλητές, σημαντικές, χωρίς όμως να επηρεάζουν το δείγμα των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων που εξετάζονται εδώ.
2. Επιλέχθηκαν 13 μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, γιατί τόσα υπήρχαν διαθέσιμα στην αγορά κεφαλαίων τη δεδομένη και υπό εξέταση περίοδο.
3. Η περίοδος εκτίμησης των δεδομένων αφορά την αμέσως προηγούμενη δεκαετία, δηλαδή 1993 – 2003 και τα συμπεράσματα που προέκυψαν είναι ενδεικτικά της περιόδου αυτής μόνο. Επίσης η χρονική περίοδος χωρίστηκε σε δύο φάσεις 1993 – 1999 και 2000 – 2003, ανάλογα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της αγοράς κάθε φορά. Η μακροχρόνια παρακολούθηση του αμοιβαίου κεφαλαίου επιτρέπει τη σωστή αξιολόγηση του διαχειριστή του και ο λόγος είναι να ξεκαθαριστεί αν η επίδοσή του οφείλεται στην ικανότητά του ή την τύχη.

4. Υποθέτουμε χάριν διευκόλυνσης του υποδείματός μας ότι η αγορά είναι ο μοναδικός καθοριστικός παράγοντας, που επηρεάζει τις αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων, που εφόσον είναι μετοχικά είναι άμεσα συνδεδεμένα με το δείκτη της αγοράς. Οι αποδόσεις λοιπόν των μετοχικών A/K συσχετίζονται με την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, η οποία προσεγγίζεται από την απόδοση του Γενικού Δείκτη του υπό εξέταση Χρηματιστηρίου. Ως εκ τούτου επομένως, η χρησιμοποίηση οποιασδήποτε προσεγγιστικής μεταβλητής θα μπορούσε να υποστεί κριτική ως ανεπαρκής.

5. Σημειώνεται ότι η εκτίμηση των δεδομένων και τελική συμπερασματολογία έγινε βάσει υπερβαλλουσών αποδόσεων, έχοντας αφαιρέσει δηλαδή το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου από την απόδοση που θα πετύχαινε αυτό μεμονωμένα. Προκειμένου για τον υπολογισμό του εν λόγω ratio χρησιμοποιήθηκε η αντίστοιχη (για το υπό μελέτη διάστημα) απόδοση του Εντόκου Γραμματίου του Ελληνικού Δημοσίου, ως σημείο αναφοράς (benchmark).

6. Τα μέτρα απόδοσης των χαρτοφυλακίων, τα οποία χρησιμοποιούν το συντελεστή βήτα (κριτήρια Treynor, Jensen) βασίζονται στην εγκυρότητα του Υποδείματος Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Στοιχείων (CAPM), η οποία κατά καιρούς αμφισβητείται και δέχεται την αρνητική κριτική από ορισμένους. Ο λόγος είναι ότι ίσως τα αξιόγραφα τιμολογούνται με βάση κάποιο άλλο υπόδειγμα. Πρέπει βέβαια να σημειωθεί ότι η κριτική αυτή δεν αφορά στο λόγο του Sharpe, ο οποίος χρησιμοποιεί το συνολικό κίνδυνο ως μέτρο επικινδυνότητας και δε βασίζεται στην εγκυρότητα του CAPM ή την ταυτότητα του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Για τη διεξαγωγή της πραγματείας όμως δεχόμαστε ότι ο συντελεστής επικινδυνότητας βήτα αποτελεί αξιόπιστο μέτρο κινδύνου, όπως άλλωστε δέχονται διεθνείς πρακτικές, και κατ' επέκταση εμπιστευόμαστε ανάλογα και τις μεθοδεύσεις του εν λόγω υποδείματος.

1.5 ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Ολοκληρώνοντας την εισαγωγική ανάλυση που αφορά στη γενικότερη επισκόπηση του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων και ορισμένες οδηγίες για την προετοιμασία του αναγνώστη, θα προχωρήσουμε στην επιγραμματική αναφορά στο περιεχόμενο των κεφαλαίων που ακολουθούν. Η ανασκόπηση αυτή αποτελεί χρήσιμο εργαλείο για τη διαμόρφωση μιας γενικής και συνοπτικής εικόνας ολόκληρης της ανάλυσης και των υποενοτήτων που περιέχει. Συγκεκριμένα:

- Στο Κεφάλαιο 1, στο παρόν δηλαδή, γίνεται αναφορά στα εισαγωγικά στοιχεία της μελέτης, δίνονται ορισμένες πληροφορίες για τον ίδιο το θεσμό των αμοιβαίων κεφαλαίων και παραθέτονται οι περιορισμοί και οι υποθέσεις ανάπτυξης της έρευνας.
- Στο Κεφάλαιο 2 προσεγγίζονται θεωρητικά τα αμοιβαία κεφάλαια ως χρηματοοικονομικό προϊόν, με την έννοια της λειτουργίας τους, των συμμετεχόντων τους και τις κατηγορίες στις οποίες αυτά διακρίνονται.
- Στο Κεφάλαιο 3 η προσπάθεια ανάλυσης του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων εμβαθύνεται και παίρνει διαστάσεις θεωριών διαχείρισης χαρτοφυλακίου αμοιβαίων κεφαλαίων, μέσα από το μοντέλο του Markowitz, το υπόδειγμα της αγοράς, το μοντέλο της κεφαλαιαγοράς και το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων, το οποίο και εφαρμόζεται παρακάτω. Επίσης, στο ίδιο κεφάλαιο παραθέτονται ένα σύνολο από σχετικές με την ανάλυσή μας προηγούμενες εμπειρικές μελέτες ερευνητών, των οποίων τα συμπεράσματα έχουν απήχηση και στη δική μας πραγματεία.

- Στο **Κεφάλαιο 4** δίνεται μια νέα διάσταση στο θεσμό σε όρους αποτελεσματικότητας και αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων, η οποία επεκτείνεται και στην επίδοση των διαχειριστών, για την αξιολόγηση της οποίας παρουσιάζονται και δύο βασικά υποδείγματα.
- Στο **Κεφάλαιο 5** γίνεται πλέον η καθεαυτό εμπειρική προσέγγιση των αμοιβαίων κεφαλαίων, μέσα από την παρουσίαση στατιστικών αποτελεσμάτων περί αποδόσεων και επικινδυνότητας των Α/Κ κατά περίοδο συνολικά και υποπεριόδους. Επίσης, επιχειρείται και η κατάταξη των Α/Κ σύμφωνα πάντα με τα μέτρα αυτά προσαρμοσμένα στον κίνδυνο, ενώ τέλος προκύπτουν συμπεράσματα και κρίνονται οι διαχειριστές για τη συνέπειά τους διαχρονικά.
- Στο **Παράρτημα** επισυνάπτονται αρχικά οι πίνακες και τα γραφήματα των υπερβαλλουσών αποδόσεων για κάθε αμοιβαίο και εν συνεχεία παραθέτουμε μια συνοπτική επισκόπηση της αγοράς των Α/Κ κατά τα 3 τελευταία έτη της υπό μελέτη περιόδου, δηλ. για το 2001 -2003, που πιστοποιούν την άνθησή τους. Συστατικό στοιχείο της εξέλιξής τους συνιστούν νέα προϊόντα στο χώρο των αμοιβαίων κεφαλαίων, όπως οι καινοτόμες προσπάθειες της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος να εισάγει νέα αμοιβαία κεφάλαια στην εγχώρια και διεθνή αγορά, οι οποίες και παραθέτονται.
- Τέλος όπως αναμένεται σε κάθε μελέτη στο τέλος της εργασίας γίνεται αναφορά στη σχετική **Βιβλιογραφία**, που χρησιμοποιήθηκε για τη διεξαγωγή της εργασίας.

ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

ΤΩΝ

ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

2.1 ΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

2.1.1 ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Τα αμοιβαία κεφάλαια είναι μια μορφή εταιρίας επενδύσεων, όπου ο βασικός της σκοπός είναι η συγκέντρωση των αποταμιεύσεων του κοινού και η τοποθέτησή τους σε χρηματιστηριακούς και άλλους τίτλους. Θα μπορούσαμε να τα παρομοιάσουμε με χρηματικές δεξαμενές, οι οποίες συγκεντρώνουν χρηματικούς πόρους από ένα πλήθος επενδυτών. Σύμφωνα με το νόμο λοιπόν το αμοιβαίο κεφάλαιο στερείται νομικής προσωπικότητας και ορίζεται ως ομάδα περιουσίας, αποτελούμενο από κινητές αξίες, μετρητά και επιμέρους στοιχεία, που ανήκουν εξ' αδιαιρέτου σε περισσότερους επενδυτές. Σκοπός των τελευταίων είναι η τοποθέτηση των συγκεκριμένων ποσών σε επιλεγμένες ευκαιρίες με τέτοιο τρόπο ώστε να επιδιώκεται η μέγιστη δυνατή απόδοση. Με την εν λόγω επένδυση στο αμοιβαίο κεφάλαιο ο κάθε επενδυτής εκχωρεί στην ομάδα διαχείρισης του αμοιβαίου κεφαλαίου το δικαίωμα να επενδύσει εκ μέρους του και κατά το δοκούν και εφόσον ικανοποιούνται οι όροι επίτευξης της μέγιστης δυνατής απόδοσης για τον κίνδυνο που διατρέχει η επένδυση. Σε αντίθετη περίπτωση ο επενδυτής έχει τη δυνατότητα να αποσύρει τα χρήματά του από το αμοιβαίο κεφάλαιο που απέτυχε το στόχο του και να τα τοποθετήσει σε κάποιο άλλο αμοιβαίο κεφάλαιο ή άλλη εντελώς μορφή επένδυσης, που θα εμφανίζει καλύτερες προοπτικές και πιθανότητες επιτυχίας.

Η επιλογή του αμοιβαίου κεφαλαίου, στην οποία παίζει σημαντικό ρόλο η επίτευξη αποδόσεων στο παρελθόν, γίνεται με βάση τις προσωπικές προτιμήσεις του κάθε επενδυτή και το είδος των επενδύσεων στις οποίες τοποθετούνται τα χρήματα. Βραχυπρόθεσμες ή μακροπρόθεσμες επενδύσεις, ακίνδυνες ή κινδυνοφόρες,

σταθερού εισοδήματος ή υπεραξίας, επιτοκιακού χαρακτήρα ή μετοχικές, ελληνικές ή διεθνείς είναι ορισμένα από τα κύρια είδη επενδύσεων που επιλέγουν οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων. Το είδος των επενδύσεων που επιλέγεται από τα αμοιβαία κεφάλαια είναι γνωστό εκ των προτέρων και διατηρείται χωρίς ουσιαστική μεταβολή, σε αντίθεση με το μεταβλητό του κεφαλαίου (open-end fund) του, και συνήθως χωρίς μετατροπή σε άλλη κατηγορία, ώστε να ανταποκρίνεται στους αρχικούς στόχους των επενδυτών.

2.1.2 ΟΙ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΝΤΕΣ ΣΤΟ ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

A. ΜΕΡΙΔΙΟΥΧΟΙ

Οι πελάτες, δηλαδή οι επενδυτές σε αυτή τη «χρηματική δεξαμενή» που ονομάζεται αμοιβαίο κεφάλαιο, απολαμβάνουν κάποια σταθερή απόδοση, που τους έχει υποσχεθεί εξ' αρχής, ενώ οι μέτοχοι απολαμβάνουν τα οφέλη από μια καλή διαχείριση και υφίστανται τις ζημιές από μία κακή. Στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων πελάτες και μέτοχοι ως έννοιες ταυτίζονται. Κατά συνέπεια, οι επιπτώσεις μιας καλής ή κακής διαχείρισης που αντικατοπτρίζονται στις αποδόσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου επηρεάζουν όλους τους μεριδιούχους κατά το ίδιο ποσοστό και ανάλογα με τον αριθμό μεριδίων που κατέχουν κατά απόλυτο μέγεθος.

Ο αριθμός των μεριδίων ενός επενδυτή προσδιορίζει και το ποσοστό ιδιοκτησίας του στο αμοιβαίο κεφάλαιο. Τα μερίδια αποκτώνται με την πληρωμή της αξίας για καθένα τη συγκεκριμένη ημέρα αγοράς. Η αξία αυτή μεταβάλλεται καθημερινά καθώς οι κινητές αξίες πάνω στις οποίες είναι επενδεδυμένα τα αμοιβαία κεφάλαια είναι αντικείμενο συνεχούς διαπραγμάτευσης και ως εκ τούτου αυξομειώσεων. Όμως

τα μερίδια των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν είναι διαπραγματεύσιμα στο χρηματιστήριο, όπως είναι οι μετοχές εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου (αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου). Αυτό οφείλεται στο ότι από τη στιγμή που οι αξίες στις οποίες τοποθετούνται τα χρήματα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι διαπραγματεύσιμες, η αξία των μεριδίων – που είναι συνάρτηση των διαπραγματεύσιμων αυτών τιμών – είναι πλήρως προσδιορισμένη και ανακοινώσιμη δημοσία στο τέλος της ημέρας. Με τον τρόπο προσδιορισμού της αξίας ως σημειώθηκε, οι επενδυτές αδυνατούν να τιμολογήσουν τις ικανότητες των διαχειριστών.

Τα μερίδια των αμοιβαίων κεφαλαίων λοιπόν αγοράζονται και πωλούνται χωρίς κάποια έκπτωση ή πριμ που να αντικατοπτρίζει τις ικανότητες αυτές. Παρά την ικανοποιητική τιμολόγηση των μεριδίων όταν οι επενδύσεις γίνονται σε διαπραγματεύσιμες κινητές αξίες, σημαντικό ποσοστό επενδύσεων σε μη διαπραγματεύσιμες κινητές αξίες δημιουργεί πρόβλημα στην ορθή τιμολόγηση, ενώ ενέχει και σοβαρούς επενδυτικούς κινδύνους.

B. Η ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (Α.Ε.Δ.Α.Κ.)

Ο διαχειριστής του αμοιβαίου κεφαλαίου δεν είναι άλλο παρά μια εταιρία διαχείρισης ΑΕΔΑΚ. Η εταιρία αυτή η οποία πρέπει να έχει την έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για να λειτουργήσει, είναι ανώνυμη εταιρία και διαχειρίζεται συνήθως ολόκληρη την οικογένεια των αμοιβαίων κεφαλαίων, που ανήκουν σε διαφορετικές κατηγορίες. Η επιτροπή έχει την αποκλειστική ευθύνη της τοποθέτησης των χρημάτων σε διάφορες επιλογές, και την καθημερινή επέμβαση στις αγορές, εφόσον κριθεί αναγκαίο. Πέρα από τα στελέχη που χαράζουν και εφαρμόζουν τις

επενδυτικές στρατηγικές, υπάρχει μια Επενδυτική Επιτροπή, που εκτός από τα βασικά στελέχη της ΑΕΔΑΚ διευρύνεται με άτομα θεωρητικής και πρακτικής κατάρτισης, και προσαρμόζουν την επενδυτική πολιτική στα τεκταινόμενα της αγοράς αλλά και των διεθνών τάσεων. Τέλος το Διοικητικό Συμβούλιο της ΑΕΔΑΚ επιβλέπει τις επενδυτικές στρατηγικές και προτείνει κατευθυντήριες γραμμές.

Η εταιρία διαχείρισης είναι το πιο σημαντικό ζήτημα για την επίτευξη ικανοποιητικής απόδοσης και ευθύνεται στην αντίθετη περίπτωση για τυχόν διαχειριστική αμέλεια. Χωρίς αυτήν το αμοιβαίο κεφάλαιο δε θα μπορούσε να αξιοποιηθεί, με αποτέλεσμα οι μεριδιούχοι να μην επιτύχουν καμία απόδοση. Στο μεγαλύτερο βαθμό η επιτυχία μιας ΑΕΔΑΚ στηρίζεται στα άτομα της διαχειριστικής ομάδας, την εμπειρία και το ταλέντο που διαθέτουν στη διαχείριση. Γι' αυτό και συμβαίνει πολλές φορές επώνυμοι και επιτυχημένοι διαχειριστές στο εξωτερικό να μπορούν να μεταφέρουν χρηματικούς πόρους όταν μετακινούνται από τη μια εταιρία διαχείρισης στην άλλη.

Γ. Ο ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΑΣ

Η επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια είναι από τις πιο εγγυημένες επενδυτικές επιλογές, όχι τόσο όσον αφορά στις αποδόσεις, όσο στη διαφάνεια των χρηματικών συναλλαγών και την εξασφάλιση των τίτλων και των επενδεδυμένων χρημάτων. Σε αυτό συντελούν τόσο οι νόμοι που διέπουν τη λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων, όσο και ο Θεματοφύλακας που είναι εντεταλμένος για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο.

Ο Θεματοφύλακας έχει την ευθύνη της εξασφάλισης των περιουσιακών στοιχείων για λογαριασμό των μεριδιούχων. Ο ρόλος του είναι ιδιαίτερα σημαντικός, μια και εγγυάται την ασφάλεια των χρημάτων των μεριδιούχων. Στις αρμοδιότητές του υπάγεται η ευθύνη είσπραξης τόκων και μερισμάτων καθώς και τις χρηματοροές από

πωλήσεις μετοχών ή άλλων αξιογράφων, ενώ πραγματοποιεί τις πληρωμές για αγορά κινητών αξιών.

Ο ρόλος του Θεματοφύλακα επαφίεται κυρίως στα τραπεζικά ιδρύματα. Ο ρόλος αυτός εμπίπτει στη φύση των εργασιών τους, καθώς έχουν εμπειρία από ελεγκτικές εργασίες, ενώ διευκολύνονται από το υπάρχον σύστημα εισπράξεων και πληρωμών. Οι υπηρεσίες διαφύλαξης χρημάτων που προσφέρονται στα αμοιβαία κεφάλαια είναι συνήθως υπηρεσίες που προσφέρονται σε άλλους πελάτες. Για το λόγο αυτό και η προκαθορισμένη αμοιβή για το Θεματοφύλακα, που εμπεριέχεται στον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου, είναι ανταγωνιστική και σε πολύ χαμηλά επίπεδα.

Σε γενικές γραμμές ο Θεματοφύλακας αναλαμβάνει καθήκοντα ταμίας και ευθύνεται απέναντι στην ΑΕΔΑΚ και τους μεριδιούχους για κάθε αμέλεια ως προς την εκπλήρωση των υποχρεώσεών του. Η ευθύνη του δε μετατίθεται σε περίπτωση ανάθεσης φύλαξης κινητών αξιών σε άλλη τράπεζα ή ίδρυμα. Ο Θεματοφύλακας υποχρεούται να εκτελεί τις εντολές της ΑΕΔΑΚ εκτός αν είναι παράνομες ή αντιβαίνουν τον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου. Παράλληλα η ΑΕΔΑΚ οφείλει να παρακολουθεί το Θεματοφύλακα για την ορθή εκτέλεση των εντολών της. Με τις υποχρεώσεις αυτές εκατέρωθεν, ο Θεματοφύλακας και η ΑΕΔΑΚ οφείλουν να ενεργούν ανεξάρτητα μεταξύ τους και με γνώμονα το συμφέρον των μεριδιούχων.

2.2 ΜΕΡΙΔΙΑ ΚΑΙ ΤΙΜΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Μερίδια είναι οι τίτλοι ιδιοκτησίας πάνω στο καθαρό ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου, που επενδύει ο μεριδιούχος. Οι τίτλοι αυτοί αποκτώνται με την καταβολή

της τιμής διάθεσης στο αμοιβαίο κεφάλαιο και εξαγοράζονται μόνο από το ίδιο το αμοιβαίο κεφάλαιο. Μπορούν όμως να ενεχυριαστούν για εξασφάλιση απαίτησης. Επίσης επιτρέπεται σε περίπτωση ασφάλειας ζωής και κατόπιν συμφωνίας, η αποζημίωση να γίνεται με τη μεταβίβαση μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων αντί μετρητών. Επιτρέπεται ακόμη η μεταβίβαση μεριδίων μεταξύ συζύγων ή συγγενών πρώτου και δευτέρου βαθμού σε ευθεία γραμμή.

Ο αριθμός των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου κατά τη δημιουργία του είναι συνάρτηση του μεγέθους του μετοχικού κεφαλαίου και της ονομαστικής αξίας κάθε μεριδίου, που προκύπτει από τη διαίρεση του πρώτου από το δεύτερο. Λόγω του γεγονότος ότι τα αμοιβαία κεφάλαια είναι ανοιχτού τύπου, ο αριθμός των μεριδίων δεν παραμένει σταθερός. Κάθε φορά που προσελκύονται νέοι μεριδιούχοι, δημιουργούνται νέα μερίδια ανάλογα με τα χρήματα που εισρέουν. Αντίστοιχα κάθε φορά που οι μεριδιούχοι πωλούν τα μερίδιά τους στο αμοιβαίο κεφάλαιο, ο αριθμός των μεριδίων ελαττώνεται κατά αντιστοιχία της μείωσης του ενεργητικού.

Από τη στιγμή που θα δημιουργηθεί το αμοιβαίο κεφάλαιο και θα εγκριθεί η λειτουργία του, είναι υποχρεωμένο να προσφέρει νέα μερίδια, με βάση την τιμή που προσδιορίζεται τη μέρα εκείνη. Προς τούτο όμως απαιτείται όπως ο υποψήφιος μεριδιούχος να υποβάλλει γραπτή αίτηση προς την ΑΕΔΑΚ με την οποία αποδέχεται τον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου και καταβάλλει την τιμή διάθεσης σε μετρητά, ή ακόμα και κινητές αξίες εφόσον υπάρξει η συγκατάθεση της ΑΕΔΑΚ. Η τιμή που είναι σημείο αναφοράς για την αξία των μεριδίων βασίζεται στην αξία των επενδύσεων που έχουν πραγματοποιηθεί.

Συγκεκριμένα, στο τέλος της ημέρας και με το κλείσιμο του χρηματιστηρίου υπολογίζεται η συνολική αξία των τίτλων που κατέχει το αμοιβαίο κεφάλαιο, με βάση τον αριθμό τους και την τιμή κλεισίματος. Για τους τίτλους που δε διακινήθηκαν

χρησιμοποιούνται οι τιμές της προηγούμενης διαπραγμάτευσης, οι τιμές κτήσης. Στις αξίες αυτές προστίθενται άλλες αξίες, όπως μη επενδεδυμένα χρήματα, ή καταθέσεις και μετρητά που διαθέτει το αμοιβαίο κεφάλαιο για να εκτελεί τις εκάστοτε εξαγορές ή πληρωμές προς τρίτους. Το σύνολο των ανωτέρω αξιών αποτελεί την αξία του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Από την πλευρά του παθητικού, τα αμοιβαία κεφάλαια δεν έχουν μακροπρόθεσμα δάνεια καθώς δεν επιτρέπεται ο δανεισμός με σκοπό την επένδυση. Όμως μικρού μεγέθους βραχυπρόθεσμα δάνεια επιτρέπονται για την αντιμετώπιση πρόσκαιρων αναγκών πληρωμών προς τρίτους για υπηρεσίες που έχουν προσφέρει ή για απρόβλεπτα αυξημένες εξαγορές. Άλλες υποχρεώσεις που έχουν τα αμοιβαία κεφάλαια είναι οι αμοιβές προς την ΑΕΔΑΚ, το Θεματοφύλακα και άλλους επενδυτικούς συμβούλους. Τέλος υποχρεώσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου προς τρίτους είναι και οι προμήθειες που έχουν υπολογισθεί αλλά δεν έχουν καταβληθεί ακόμη στις χρηματιστηριακές εταιρίες. Το σύνολο των προαναφερόμενων χρηματικών ποσών αποτελεί τις υποχρεώσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου προς τρίτους. Το υπόλοιπο μετά την αφαίρεση των υποχρεώσεων προς τρίτους από τη συνολική αξία του ενεργητικού αποτελεί την καθαρή θέση των μεριδιούχων, ή την κοινώς αποδεκτή αξία του καθαρού ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η καθαρή τιμή ανά μερίδιο προκύπτει από τη διαίρεση της αξίας του καθαρού ενεργητικού με τον αριθμό των μεριδίων.

Η εξαγορά των μεριδίων από την ΑΕΔΑΚ είναι υποχρεωτική εφόσον το ζητήσει ο μεριδιούχος με γραπτή αίτηση. Εν συνεχεία η ΑΕΔΑΚ ακυρώνει τους τίτλους των μεριδίων που εξαγοράζονται και καταβάλλει την αξία σε μετρητά μέσα σε πέντε ημέρες από την ημέρα υποβολής της αίτησης. Τα μερίδια εξαγοράζονται σύμφωνα με την καθαρή τιμή του μεριδίου στο τέλος της ημέρας υποβολής της αίτησης.

Η καθαρή τιμή μεριδίου είναι αξία αναφοράς του κόστους απόκτησης ενός μεριδίου ή πώλησής του. Δεν ταυτίζεται όμως πάντα με αυτά. Υπάρχουν κόστη διάθεσης και εξαγοράς, που διαμορφώνονται επί της καθαρής αξίας του μεριδίου, και καθιστούν την απόκτησή τους ακριβότερη και την πώλησή τους χαμηλότερης αξίας της καθαρής τιμής του. Τα αμοιβαία κεφάλαια για να εισπράξουν ένα τμήμα του κόστους προμηθειών αλλά και για να αποτρέψουν τους μεριδιούχους από το να ρευστοποιούν τα μερίδιά τους, επιβάλλουν κόστη διάθεσης και εξαγοράς.

Το κόστος (ή η τιμή) διάθεσης είναι ένα ποσοστό επί της καθαρής τιμής του μεριδίου, που θα πρέπει να καταβληθεί από τους μεριδιούχους για κάθε μερίδιο που αποκτούν, πέρα από την καθαρή τιμή του μεριδίου. Το κόστος (ή η τιμή) εξαγοράς είναι ένα ποσοστό επί της καθαρής τιμής του μεριδίου, που δεν αποδίδεται στο μεριδιούχο κατά την εξαγορά αλλά αφαιρείται από την καθαρή τιμή μεριδίου.

Τα κόστη εισόδου και εξόδου, όπως χαρακτηρίζονται αλλιώς τα κόστη διάθεσης και εξαγοράς, δεν είναι τα ίδια για όλα τα αμοιβαία κεφάλαια. Οι διαφορές είναι μεγαλύτερες ανάμεσα στις διαφορετικές κατηγορίες των αμοιβαίων κεφαλαίων, συγκριτικά με αυτές μεταξύ αμοιβαίων της ίδιας κατηγορίας. Ο λόγος είναι ότι κάθε κατηγορία αμοιβαίων έχει διαφορετικό βαθμό κινητικότητας των κεφαλαίων και επομένως ρευστότητας και κινδύνου, που καθορίζει ανάλογα το κόστος προμηθειών και συναλλαγών. Έτσι αμοιβαία κεφάλαια με βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις εμφανίζουν μικρό κόστος συναλλαγών και τα κόστη διάθεσης και εξαγοράς είναι σε χαμηλά ποσοστά της τάξεως του 1% και 2% αντίστοιχα. Αντίθετα κόστη 4% και 5% επιβάλλονται από αμοιβαία κεφάλαια που ανήκουν σε κατηγορίες μακροπρόθεσμων επενδύσεων, όπως τα μετοχικά με αυξημένο κόστος συναλλαγών και επενδυτικό κίνδυνο.

Γενικά τα κόστη εισόδου και εξόδου αποτελούν εργαλεία προσέλκυσης νέων επενδυτικών κεφαλαίων και διατήρησής τους στο αμοιβαίο κεφάλαιο. Έτσι υπάρχουν για παράδειγμα αμοιβαία κεφάλαια που δε χρεώνουν προμήθεια κατά την είσοδο κεφαλαίων, χρεώνουν όμως κατά την έξοδο ως προσπάθεια κατακράτησης κεφαλαίων. Παρόμοια υπάρχουν αμοιβαία κεφάλαια που δε χρεώνουν, ή χρεώνουν ελάχιστο κόστος εξαγοράς ως τρόπο προσέλκυσης κεφαλαίων, καθώς ο μεριδιούχος γνωρίζει ότι του προσφέρεται ευελιξία διαχείρισης των κεφαλαίων του χωρίς επιβολή κάποιας «τιμωρίας» αν επιθυμούσε να εγκαταλείψει το αμοιβαίο κεφάλαιο. Βέβαια σε μια τέτοια περίπτωση ο μεριδιούχος προκαταβάλλει το κόστος αυτό υπό τη μορφή κόστους διάθεσης. Τέλος προς αποφυγή μεταβολής των όρων επένδυσης, τα αμοιβαία κεφάλαια διατηρούν την όποια πολιτική εφαρμόζουν διαχρονικά.

2.3 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο έχει πλήρη αυτονομία και ανεξαρτησία ακόμη κι αν η εταιρία που το διαχειρίζεται είναι η ίδια που διαχειρίζεται και άλλα. Η αυτονομία έγκειται στο γεγονός ότι οποιεσδήποτε επενδυτικές αποφάσεις αναληφθούν, αφορούν στο ενεργητικό ενός συγκεκριμένου αμοιβαίου κεφαλαίου. Η διαφορά που υπάρχει μεταξύ των ήδη υπάρχοντων αμοιβαίων κεφαλαίων αφορά στην επενδυτική στρατηγική που ακολουθούν. Η δεδηλωμένη και εφαρμοζόμενη επενδυτική στρατηγική για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο γίνεται γνωστή μέσω των ενημερωτικών εντύπων που προωθεί για την προσέλκυση εκείνων των υποψήφιων επενδυτών, που έχουν παρόμοιους επενδυτικούς στόχους. Η στρατηγική αυτή ακολουθείται πιστά για

να αποτρέψει πιθανή αποχώρηση των επενδυτών προς άλλα αμοιβαία κεφάλαια, που ακολουθούν με μεγαλύτερη συνέπεια τους συγκεκριμένους επενδυτικούς στόχους. Βάσει τους διαφορετικούς επενδυτικούς στόχους που διακρίνουν τους επενδυτές – υποστηρικτές των αμοιβαίων κεφαλαίων ως είδος επένδυσης, μπορούμε να κατατάξουμε τα αμοιβαία κεφάλαια σε κατηγορίες, διαχείρισης διαθεσίμων, σταθερού εισοδήματος, ομολογιών, μετοχών, μικτών, διεθνών, εμπορευμάτων, δεικτών, και ειδικών κατηγοριών.

2.3.1 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ

Τα αμοιβαία κεφάλαια αυτού του είδους κατευθύνουν τις επενδύσεις σε διάφορες επιλογές στην αγορά χρήματος, που απαρτίζονται από επενδυτικά εργαλεία που έχουν πολύ μικρή χρονική διάρκεια όπως πχ. γeros, λήγοντα έντοκα γραμμάτια δημοσίου, πιστοποιητικά καταθέσεων, καταθέσεις προθεσμίας καθώς και στη διατραπεζική αγορά δανεισμού και συναλλάγματος. Αυτού του είδους οι τοποθετήσεις αποδίδουν μια θετική και ως επί τω πλείστον σταθερή απόδοση που προσδιορίζεται από τα ισχύοντα επιτόκια της αγοράς. Βέβαια στο βαθμό που η αγορά χρήματος δεν παρουσιάζει σημαντικές μεταπτώσεις, η απόδοση καταλήγει να είναι σταθερή. Συνήθως όμως υπάρχουν μεγάλες αυξομειώσεις στη διατραπεζική αγορά που οδηγούν βραχυπρόθεσμα σε καλύτερες αποδόσεις από ότι άλλων ειδών αμοιβαία κεφάλαια. Αυτό είναι το κύριο χαρακτηριστικό των αμοιβαίων κεφαλαίων του είδους αυτού και προτείνεται στους επενδυτές με βραχυπρόθεσμους επενδυτικούς ορίζοντες, που επιθυμούν να έχουν πρόσβαση στα μετρητά τους, με το πλεονέκτημα όμως να επιτυγχάνουν αποδόσεις μεγαλύτερες των απλών καταθέσεων.

2.3.2. ΣΤΑΘΕΡΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ

Τα αμοιβαία κεφάλαια που ανήκουν σ' αυτή την κατηγορία τοποθετούν τις επενδύσεις τους σε επενδυτικούς τίτλους, που προσφέρουν κατά το πλείστον μια βέβαιη απόδοση ετησίως. Τίτλοι που προσφέρουν σταθερή και προβλέψιμη απόδοση είναι τα ομόλογα δημοσίου, ομόλογα κρατικών εταιριών ή τραπεζών καθώς και ομολογίες επιλεγμένων ελληνικών ή και ξένων εταιριών με υψηλή πιστοληπτική ικανότητα. Η απόδοση αυτών των τίτλων γίνεται υπό τη μορφή συγκεκριμένου και σταθερού τόκου που καταβάλλεται από την εκδότρια εταιρία στο αμοιβαίο κεφάλαιο. Στη συνέχεια οι τόκοι αυτοί αποδίδονται στους μεριδιούχους ανάλογα με τη συμμετοχή του καθενός στο κεφάλαιο του αμοιβαίου κεφαλαίου. Έτσι διασφαλίζεται ένα σταθερό ετήσιο εισόδημα για τους μεριδιούχους. Αυτό βέβαια δε σημαίνει ότι και η συνολική απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου εισοδήματος θα παραμείνει σταθερή. Κατά ένα μέρος της η απόδοση αυτή πηγάζει από την υπεραξία ή ζημία που πραγματοποιείται από τις μεταβολές των τιμών των τίτλων επένδυσης ως αποτέλεσμα μεταβολής άλλων παραγόντων όπως είναι τα επιτόκια, ο πληθωρισμός, η ανεργία, ο όγκος βιομηχανικής παραγωγής, η πιστοληπτική ικανότητα της χώρας, κ.λ.π.

2.3.3 ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ

Τα αμοιβαία κεφάλαια ομολογιών ειδικεύονται σε επενδύσεις με μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες ομολογίες που εκδίδονται από το κράτος ή κρατικούς οργανισμούς, καθώς και ομολογίες εταιριών. Στο βαθμό που δεν υπάρχουν αρκετές ομολογίες εταιριών προς διαπραγμάτευση, τα αμοιβαία κεφάλαια αυτού του είδους είναι παρόμοια των αμοιβαίων κεφαλαίων σταθερού εισοδήματος. Εν γένει εμφανίζουν υψηλότερο κίνδυνο από τις προηγούμενες δύο κατηγορίες, αλλά λόγω της παροχής

σημαντικού εισοδήματος που αντλείται από τους τόκους ο κίνδυνος αυτός είναι μετριασμένος.

2.3.4 ΜΙΚΤΑ

Τα αμοιβαία κεφάλαια που επιδιώκουν να συνδυάσουν διάφορα χαρακτηριστικά όπως εισόδημα και ανάπτυξη, αναλαμβάνουν επενδύσεις τόσο σε εργαλεία της χρηματαγοράς, όσο και σε ομολογίες και μετοχές. Με αυτό τον τρόπο επιτυγχάνουν μια συνολική διαφοροποίηση, που περιορίζει τον κίνδυνο σε ανεκτά επίπεδα. Αυτά τα χαρακτηριστικά κινδύνου και απόδοσης τα καθιστούν ιδιαίτερα ελκυστικά στους νέους επενδυτές που θέλουν να επενδύσουν σε μετοχικούς τίτλους αλλά δεν έχουν την εμπειρία και ψυχολογία να επενδύσουν σε αμιγή μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια.

2.3.5 ΜΕΤΟΧΙΚΑ

Μετοχικά είναι τα αμοιβαία κεφάλαια, τα οποία όπως εύλογα αποδεικνύει ο τίτλος τους, επενδύουν σε μετοχές. Τα αμοιβαία κεφάλαια αυτού του τύπου είναι συνυφασμένα με μεγάλους κινδύνους, καθώς οι μετοχές ενέχουν σαφώς υψηλότερο ρίσκο από αυτό των ομολογιών ή των λοιπών επενδύσεων σταθερού εισοδήματος γι' αυτό και απευθύνονται σε risk-lovers επενδυτές. (Αυτό συμβαίνει γιατί οι μετοχές δεν αποφέρουν σταθερό και βέβαιο μέρισμα εκτός από ένα ελάχιστο υποχρεωτικό και μόνον εφόσον η επιχείρηση εμφανίζει κέρδη.) Συνεπώς η απόδοση που θα λέγαμε ότι προκύπτει από τα μερίσματα των επιλεγμένων για το χαρτοφυλάκιο μετοχών κάθε άλλο παρά σταθερή θεωρείται και αν η έλλειψη αυτή σιγουριάς στην απόδοση συνδυαστεί με την αβεβαιότητα από την απορρέουσα μεταβλητότητα του γενικού δείκτη των τιμών του χρηματιστηρίου, γίνεται κατανοητή η αιτιολόγηση και ο βαθμός της διακύμανσης του μετοχικού χαρτοφυλακίου. Και εσωτερικά της

κατηγορίας αυτής όμως ενυπάρχουν μικρότερες κατηγορίες μετοχικών αμοιβαίων με κριτήριο τον επενδυτικό χαρακτήρα και τη φιλοσοφία των επενδυτών κάθε φορά, όπως αυτή διαφαίνεται στη στρατηγική επιλογή των επιμέρους μετοχών. Δηλαδή γίνεται λόγος για μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια εισοδήματος, στα οποία κυριαρχούν μετοχές εταιριών με μεγάλα μερίσματα, και αντίθετα για αναπτυξιακά μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, με χαμηλή μερισματική απόδοση με μεγάλες προσδοκίες ανάπτυξης, άρα ανόδου της τιμής τους.

2.3.6 ΔΙΕΘΝΗ

Τα διεθνή αμοιβαία κεφάλαια δημιουργήθηκαν τα τελευταία χρόνια, ως αδήριτη ανάγκη και αποτέλεσμα της παγκοσμιοποίησης των οικονομικών και πολιτικών εξελίξεων, της ελεύθερης διακίνησης ανθρώπων, προϊόντων και κεφαλαίων, της αλληλεξάρτησης των οικονομιών μεταξύ τους. Έτσι λοιπόν πολύ σημαντική είναι και η εμπλοκή του διεθνούς κινδύνου από διάφορες μεταβολές σε μακροοικονομικά μεγέθη στις εγχώριες συναλλαγές, και συνεπώς δέσμευση των ελληνικών επενδυτικών κεφαλαίων σε χρηματιστηριακούς τίτλους του εξωτερικού. Η ανάγκη που δημιουργήθηκε για συμμετοχή της χώρας μας σε άλλες αγορές, καθώς και οι δυνατότητες που προσέδωσε η απελευθέρωση της κίνησης των κεφαλαίων, είναι εφικτή και πολύ περισσότερο εύφορη ως επενδυτική επιλογή η τοποθέτηση κεφαλαίων σε τίτλους χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και μη, μια και ο επενδυτής είναι σε θέση να αντιμετωπίσει τον συναλλαγματικό κίνδυνο, και επιπλέον να εκμεταλλευτεί την άνοδο που προσφέρουν άλλες αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

2.3.7 ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΩΝ

Αυτού του είδους τα αμοιβαία κεφάλαια δεν επιτρέπονται προς το παρόν στη χώρα μας, είναι κυρίως διεθνή Α/Κ και κατευθύνουν κεφάλαια σε προϊόντα, όπως πολύτιμα μέταλλα και κυρίως σε προθεσμιακά συμβόλαια εμπορευμάτων ή χρηματοπιστωτικών τίτλων. Μεταξύ των προϊόντων και τίτλων που γίνονται αντικείμενο διαπραγμάτευσης ανήκουν:

- Σιτάρι / καλαμπόκι / σόγια
- Χρυσός / άργυρος / χαλκός
- Ευλεία
- Αργό πετρέλαιο / φυσικό αέριο
- Δείκτης S&P 500
- Έντοκα γραμμάτια δημοσίου ΗΠΑ / ευρώδολάρια
- Νομίσματα

2.3.8 ΔΕΙΚΤΩΝ

Τα αμοιβαία κεφάλαια του τύπου αυτού επενδύουν τα κεφάλαιά τους σε χαρτοφυλάκιο των χρηματιστηριακών τίτλων, που συνθέτουν ένα δείκτη. Οι υπάρχοντες δείκτες απαρτίζονται από συγκεκριμένο είδος τίτλων, όπως μετοχές, ομολογίες ή εμπορεύματα. Οι δείκτες αυτοί επίσης μπορούν να αφορούν και συγκεκριμένους κλάδους της οικονομίας. Όσον αφορά στην επενδυτική στρατηγική, αυτή συνίσταται στην αγορά τίτλων που απαρτίζουν τον εν λόγω δείκτη, κατά το ποσοστό συμμετοχής του καθενός στον υπολογισμό του δείκτη. Το συγκριτικό πλεονέκτημα αυτού του είδους αμοιβαίου κεφαλαίου έγκειται ακριβώς στη

συμπόρευση της στρατηγικής του αμοιβαίου κεφαλαίου με τη δομή -άρα και την πορεία- του δείκτη. Ως εκ τούτου προσδένεται η απόδοση του συγκεκριμένου αμοιβαίου κεφαλαίου με την απόδοση του δείκτη ή διαφορετικά της αγοράς, ενώ η απλοποίηση που παρέχει επειδή δεν απαιτεί συνεχή αναθεώρηση του χαρτοφυλακίου, δεν αυξάνει περαιτέρω τα κόστη διαχείρισης. Από τη φύση του ένα αμοιβαίο κεφάλαιο στο δείκτη, συνιστά αμυντική πολιτική διαχείρισης κεφαλαίων, άρα ενδείκνυται για επενδυτές με αποστροφή στον κίνδυνο. Παρόλο αυτά η ύπαρξη πολλών δεικτών που αντικατοπτρίζουν διάφορα είδη μετοχών, ομολογιών, εμπορευμάτων και αντίστοιχα διάφορα είδη κινδύνου, δίνει τη δυνατότητα εκμετάλλευσης των πλεονεκτημάτων που προσφέρει η κάθε αγορά και κατηγορία τίτλων αναλόγου κινδύνου, και με άλλα λόγια ευνοείται και ο σχεδιασμός επιθετικής πολιτικής κατανομής κεφαλαίων.

2.3.9 ΕΙΔΙΚΩΝ ΚΑΤΗΓΟΡΙΩΝ

Πρόκειται για τα λεγόμενα κλαδικά αμοιβαία κεφάλαια, που επενδύουν σε συγκεκριμένους κλάδους βιομηχανιών (λ.χ. υψηλής τεχνολογίας, κατασκευών, ένδυσης, ενέργειας, κ.α.). Ο ουσιαστικός κίνδυνος από την κατηγορία αυτή αμοιβαίων κεφαλαίων σχετίζεται με την οικονομική κατάσταση που είναι δυνατό να σχετίζεται ακόμη και με το συγκεκριμένο κλάδο μόνο. Εξαιτίας αυτού καθίσταται κρίσιμο το ζήτημα της επιτυχούς αντιστάθμισης από τους διαχειριστές, ώστε να επιμεριστεί ο κίνδυνος που απορρέει από το συγκεκριμένο κλάδο εισάγοντας στο χαρτοφυλάκιο A/K ομολογίες ή μετοχές απαγκιστρωμένες από ένα και μοναδικό κλάδο.

ΘΕΩΡΙΕΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

ΚΑΙ

Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥΣ

ΣΤΟ ΘΕΣΜΟ ΤΩΝ

ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

3.1 ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΟΥ MARKOWITZ

Ο Markowitz ανέπτυξε τις βασικές αρχές της θεωρίας του περί διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου του επενδυτή, τόσο σε επίπεδο μετοχών, όσο και σε επίπεδο αμοιβαίων κεφαλαίων -γεγονός που μας απασχολεί στην προκειμένη εργασία- σχετικά πρόσφατα το 1952 με άρθρο του, το οποίο επικεντρώθηκε κυρίως στη δυνατότητα ευελιξίας του επενδυτή στο χώρο των χρηματιστηριακών προϊόντων. Αυτή παρέχεται στο επενδυτικό κοινό που επιλέγει να διαφοροποιήσει το χαρτοφυλάκιο αξιόγραφων του και δη αμοιβαίων κεφαλαίων.

Ο Markowitz προκειμένου για την ανάπτυξη αυτής της θεωρίας, προσπάθησε να δώσει απάντηση στον προβληματισμό των επενδυτών όσον αφορά στο πώς θα ήταν εφικτό να μειώσουν οι τελευταίοι την τυπική απόκλιση, δηλαδή τον κίνδυνο που αποπνέει η μεταβλητικότητα του γενικού δείκτη και του δείκτη αμοιβαίων κεφαλαίων συγκεκριμένα, επιλέγοντας αμοιβαία κεφάλαια (ή μετοχές) τα οποία δεν κινούνται ακριβώς παράλληλα. Θα ήταν ιδανικό μάλιστα να είχαν αντίθετη πορεία ώστε να παρέχουν στον επενδυτή απόλυτη εξασφάλιση έναντι των μεταβολών της αγοράς. Βέβαια ο Markowitz δε σταμάτησε την έρευνά του στο πρώτο αυτό επίπεδο. Αντιθέτως συνέχισε τις μελέτες του και τοποθέτησε τα θεμέλια για μια ολοκληρωμένη θεωρία χαρτοφυλακίου, κληροδοτώντας στον υπόλοιπο επιστημονικό κόσμο τις αρχές σχετικά με τη σχέση ανάμεσα στο ρίσκο, τον κίνδυνο δηλαδή που συνδέεται με όλα τα χαρτοφυλάκια αξιόγραφων, και την απόδοση που αναμένεται και εν τέλει πραγματοποιείται.

Ο Markowitz προσπάθησε να αντικατοπτρίσει τις ιδέες του σχετικά με τη σχέση αυτή ανάμεσα στον κίνδυνο και την απόδοση παρομοιάζοντάς τη με το σχεδιάγραμμα της κανονικής κατανομής καμπανοειδούς μορφής. Και στην περίπτωση αυτή το βασικό

χαρακτηριστικό της κανονικής κατανομής, το οποίο την προσομοιάζει με τη συμπεριφορά των μετοχών και αμοιβαίων είναι η ύπαρξη δύο μεγεθών, ενός μέσου όρου, που αποτελεί την αναμενόμενη απόδοση του αξιόγραφου και σε δεύτερο επίπεδο τη διακύμανση ή την τυπική απόκλιση, που δίνει ένα εύρος τιμών μέσα στο οποίο αποδεδειγμένα βάσει ιστορικών στοιχείων κινείται κατά καιρούς η απόδοση του εξεταζόμενου αξιόγραφου. Η αναμενόμενη απόδοση εκφράζει τις προσδοκίες του επενδυτή εκφράζει τις προσδοκίες και τις ελπίδες του επενδυτή για το πόσο υψηλή απόδοση θα μπορούσε να έχει το αμοιβαίο κεφάλαιο που έχει επιλέξει, ενώ η διακύμανση είναι σοβαρό μέτρο της μεταβλητικότητας του αξιόγραφου σε δεδομένες μεταβολές της αγοράς και συνήθως γι ' αυτό το λόγο είναι ανασταλτικός παράγοντας σε αποφάσεις επιλογών. Είναι δεδομένο πάντως πως οι επενδυτές προτιμούν αμοιβαία κεφάλαια με υψηλές αποδόσεις και χαμηλό κίνδυνο, συνεπώς αν τίθεται ζήτημα επιλογής μεταξύ δύο αμοιβαίων με την ίδια αναμενόμενη απόδοση θα προτιμηθεί εκείνο με τη χαμηλότερη διακύμανση και αντίστροφα μεταξύ δύο αμοιβαίων με ίδια τυπική απόκλιση θα προτιμηθεί εκείνο που εμφανίζει την υψηλότερη αναμενόμενη απόδοση. Γενικά θα λέγαμε πως διαπιστώνεται να επιλέγονται τα αμοιβαία κεφάλαια με κατανομές αποδόσεων περισσότερο επίπεδες. Βέβαια στην περίπτωση που κανένα από τα δύο προαναφερόμενα μεγέθη δεν είναι το ίδιο και επιχειρείται σύγκριση μεταξύ δύο αξιόγραφων, θα ληφθεί υπόψη ο λόγος αναμενόμενης απόδοσης προς την τυπική απόκλιση (ή αντίστροφα τυπικής απόκλισης προς αναμενόμενη απόδοση) που αποτελεί κριτήριο αποδοτικότερης συμπεριφοράς ανάμεσα σε αξιόγραφα, μια και παρουσιάζει την προσδοκώμενη απόδοση του τελευταίου ανά μονάδα κινδύνου (ή αντίστροφα το ρίσκο που αναλαμβάνει ένας επενδυτής ανά μονάδα αναμενόμενης απόδοσης).

3.1.1 ΟΙ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΜΑΡΚΟΒΙΤΖ

Η θεωρία του χαρτοφυλακίου όπως αναπτύχθηκε κατά τον Markowitz συνιστά στην ουσία μια ποσοτική ανάλυση της μετοχής αρχικά, που αργότερα επεκτάθηκε και στο χώρο των αμοιβαίων κεφαλαίων, η οποία έχει ως κεντρική ιδέα της το πόσο θετική συνεισφορά έχει η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου του επενδυτή για την απόσπαση σημαντικών κερδών τη στιγμή που με την επενδυτική αυτή τεχνική επιτυγχάνεται εξομάλυνση στο χαρτοφυλάκιο, μειώνεται η μεταβλητικότητα των αποδόσεων, τα γνωστά «σκαμπανεβάσματα» καθώς η αρνητική πορεία ορισμένων αμοιβαίων κεφαλαίων εξουδετερώνεται από την αντίστροφη θετική πορεία ορισμένων άλλων τα οποία σκοπίμως έχουν επιλεγεί για την ασφάλεια του χαρτοφυλακίου.

Με επίκεντρο τη βασική ιδέα, που είχε υπόψη του ο Markowitz κατά τη διατύπωση των ιδεών του στηρίχθηκε σε ορισμένες υποθέσεις ώστε να είναι βάσιμη και να μην αναιρείται η εν λόγω θεωρία του. Συγκεκριμένα παραθέτω παρακάτω τις τέσσερις παραδοχές τις οποίες ο ίδιος διατύπωσε ως εξής:

α. Οι επενδυτές έχουν ένα συγκεκριμένο και μεμονωμένο επενδυτικό ορίζοντα, στον οποίο κινούνται και λαμβάνουν οικονομικές αποφάσεις και τυχόν επενδυτικές στρατηγικές.

β. Για τους επενδυτές κάθε μεμονωμένη μετοχή, άρα και αμοιβαίο κεφάλαιο αντιπροσωπεύεται από μια κατανομή πιθανοτήτων των αναμενόμενων αποδόσεων. Η αναμενόμενη τιμή αυτής της κατανομής είναι ένα μέτρο της αναμενόμενης απόδοσης της μετοχής όπως προαναφέρθηκε, και η διακύμανση (ή η τυπική απόκλιση) των αποδόσεων παρέχει ένα μέτρο του κινδύνου της.

γ. Ένα χαρτοφυλάκιο μεμονωμένων μετοχών (και αμοιβαίων κεφαλαίων) μπορεί να περιγραφεί απόλυτα από την αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου και τη διακύμανση της απόδοσής του.

δ. Οι επενδυτές είναι πολύ βασικό το ότι ακολουθούν ορθολογική επενδυτική συμπεριφορά. Η αρχή αυτή προσδιορίζεται από δύο βασικές αρχές: Πρώτον ότι ο επενδυτής προτιμά σαφώς τις μεγαλύτερες αποδόσεις από τις μικρότερες για κάθε επίπεδο κινδύνου και δεύτερον ο επενδυτής προτιμά τις πιο σίγουρες αποδόσεις από τις πιο ριψοκίνδυνες για κάθε συγκεκριμένο επίπεδο απόδοσης. Ενδιαφέρει δηλαδή με λίγα λόγια η ταυτόχρονη μεγιστοποίηση της απόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου και η ελαχιστοποίηση του κινδύνου.

Έχοντας ως αφετηρία τις υποθέσεις αυτές η θεωρία του χαρτοφυλακίου κατά τον Markowitz επιχειρεί να προσδιορίσει το βέλτιστο χαρτοφυλάκιο κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας. Πιο συγκεκριμένα ασχολείται με τις δυνατότητες συνδυασμού μεμονωμένων μετοχών (ή και αμοιβαίων κεφαλαίων) σε χαρτοφυλάκια με ποσοτικά προσδιορισμένα χαρακτηριστικά κινδύνου και απόδοσης και με την επιλογή ενός χαρτοφυλακίου, το οποίο μεγιστοποιεί την αναμενόμενη ωφελιμότητα του επενδυτή με χρονικό ορίζοντα μιας μόνο περιόδου.

3.1.2 ΤΑ ΒΑΣΙΚΑ ΣΤΑΔΙΑ ΤΗΣ ΘΕΩΡΙΑΣ ΤΟΥ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Το μοντέλο που περιγράφουμε είναι σκόπιμο να διακριθεί σε τρία στάδια ενεργειών με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά το καθένα, γεγονός που εγγυάται την εμπειριστατωμένη, λεπτομερή, σωστή και κατάλληλη επιλογή αξιόγραφων για το δεδομένο κάθε φορά χαρτοφυλάκιο. Το πρώτο στάδιο είναι η ανάλυση των

χαρακτηριστικών των αμοιβαίων (στην περίπτωση μας), το δεύτερο η ανάλυση του χαρτοφυλακίου και το τρίτο η επιλογή του άριστου χαρτοφυλακίου.

Στο πρώτο στάδιο εκτιμώνται τα χαρακτηριστικά κινδύνου και απόδοσης των μεμονωμένων αξιόγραφων, καθώς και ο βαθμός συσχέτισης όλων των εξεταζόμενων αμοιβαίων κεφαλαίων. Στο δεύτερο στάδιο του μοντέλου χρησιμοποιούνται τα εξαγόμενα αποτελέσματα του πρώτου σταδίου, προκειμένου να προσδιοριστούν οι καλύτεροι συνδυασμοί μεμονωμένων μετοχών. Με άλλα λόγια στο στάδιο αυτό προσδιορίζονται οι συνδυασμοί αμοιβαίων κεφαλαίων στο χαρτοφυλάκιο, οι οποίοι είναι αποτελεσματικοί (efficient). Να σημειωθεί ότι ένας συνδυασμός θεωρείται αποτελεσματικός όταν συντρέχουν οι εξής προϋποθέσεις: α) οποιοσδήποτε άλλος συνδυασμός που έχει την ίδια προσδοκώμενη απόδοση, είναι πιο ριψοκίνδυνος και β) οποιοσδήποτε άλλος συνδυασμός που έχει τον ίδιο κίνδυνο εκτιμάται ότι θα έχει μικρότερη απόδοση. Στο τρίτο στάδιο αξιολογούνται τα αποτελέσματα του δευτέρου σταδίου και επιλέγεται από τους αποτελεσματικότερους συνδυασμούς αμοιβαίων κεφαλαίων εκείνος που μεγιστοποιεί την αναμενόμενη ωφελιμότητα του επενδυτή ή διαφορετικά, εκείνος που ταιριάζει πιο πολύ στη συνάρτηση ωφελιμότητας (utility function) του επενδυτή.

3.1.2.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΩΝ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Το στάδιο της ανάλυσης των χαρακτηριστικών ασχολείται με τις έννοιες του κινδύνου και της απόδοσης, και παρουσιάζει μεθόδους ποσοτικοποίησής τους. Στο πλαίσιο αυτό εκτιμώνται λοιπόν η απόδοση ενός αμοιβαίου για μια χρονική περίοδο, η αναμενόμενη απόδοση, η διακύμανση της απόδοσης της μετοχής, η συνδιακύμανση και ο συντελεστής συσχέτισης μεταξύ των αποδόσεων των υπό εξέταση αμοιβαίων.

Αρχίζοντας από την απόδοση μιας μετοχής για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο, είναι σημαντικό να τονιστεί πως η απόδοση μιας μετοχής μπορεί να προέρχεται από δύο πηγές. Είτε από τα κεφαλαιακά κέρδη (ή τις ζημίες), που προκαλούνται από την άνοδο ή την πτώση της τιμής της μετοχής κατά την εξεταζόμενη περίοδο, είτε από τα μερίσματα τα οποία μοιράστηκαν τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

Επομένως θα λέγαμε ότι η απόδοση μιας μετοχής για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο προκύπτει από το άθροισμα της ποσοστιαίας μεταβολής της τιμής και από την ποσοστιαία μερισματική της απόδοση, κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης χρονικής περιόδου. Μαθηματικά η απόδοση ενός αξιόγραφου και συγκεκριμένα ενός αμοιβαίου κεφαλαίου απεικονίζεται ως εξής:

$$R_{it} = [(P_{it} - P_{is}) / P_{is}] + (D_{it} / P_{is}),$$

όπου

R_{it} , είναι η απόδοση του αξιόγραφου i τη χρονική περίοδο t

P_{it} , είναι η τιμή του αξιόγραφου i στο τέλος της περιόδου t

P_{is} , είναι η τιμή του αξιόγραφου i στο τέλος της περιόδου s (προηγούμενη περίοδος από την t)

D_{it} , είναι το μέρισμα ανά αξιόγραφο (εάν υπάρχει) για το αξιόγραφο i στο τέλος της περιόδου s και ως το τέλος της περιόδου t

Ο τύπος αυτός αποκαλύπτει την ποσοστιαία αύξηση (ή μείωση) του πλούτου του ιδιοκτήτη της μετοχής i ή του αντίστοιχου αμοιβαίου κεφαλαίου, με την προϋπόθεση ότι το εν λόγω αξιόγραφο θα του ανήκει κατά τη διάρκεια όλης της εξεταζόμενης περιόδου t . Χρησιμοποιείται για τη μέτρηση ιστορικών αλλά και μελλοντικών αποδόσεων της μετοχής ή του αμοιβαίου. Ιδιαίτερα όσον αφορά στις μελλοντικές

αποδόσεις λαμβάνονται υπόψη οι προσδοκώμενες τιμές του αμοιβαίου κατά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο καθώς και οι προσδοκώμενες τιμές των μερισμάτων, όταν αυτά υπάρχουν (στην αντίθετη περίπτωση που αυτά δεν προκύπτουν θεωρείται ότι ισούνται με μηδέν). Εάν το άθροισμα της τιμής του αξιόγραφου στο τέλος της περιόδου t με το αντίστοιχο μέρισμα είναι μεγαλύτερο (μικρότερο) από την τιμή αυτού στην αρχή της περιόδου t , τότε προκύπτει θετική (αρνητική) απόδοση.

Πιο ρεαλιστική είναι η εκτίμηση της αναμενόμενης απόδοσης ενός αμοιβαίου με τη βοήθεια της κατανομής πιθανοτήτων. Χρησιμοποιούμε δηλαδή πιθανές αποδόσεις (ή τιμές) μιας μετοχής ή ενός αμοιβαίου σε συνδυασμό με τις αντίστοιχες πιθανότητες να συμβούν οι συγκεκριμένες αποδόσεις. Αυτές οι πιθανότητες είναι οπωσδήποτε υποκειμενικές και εξαρτώνται από τις πληροφορίες και προσδοκίες κάθε επενδυτή. Συνεπώς κάθε επενδυτής είναι πιθανό να έχει τη δική του κατανομή πιθανοτήτων για το ίδιο αμοιβαίο κεφάλαιο.

Η αναμενόμενη απόδοση του αξιόγραφου παρέχει σημαντικές πληροφορίες για το ίδιο και συνέπεια για το χαρτοφυλάκιο, δεν αρκεί όμως. Χρειάζεται να υπολογιστεί και ένα δεύτερο στατιστικό κριτήριο, που θα επιτρέψει να αποκτήσουμε αποκρυσταλλωμένη εικόνα για τη μετοχή ή το αμοιβαίο κεφάλαιο. Πρόκειται για ένα μέτρο διασποράς ή προσδοκώμενης απόκλισης από την προβλεπόμενη απόδοση. Αυτό θα χρησιμεύσει ως μέτρο της αβεβαιότητας σχετικά με τις αποδόσεις και μπορεί να χρησιμοποιηθεί στη θέση του η διακύμανση (ή τυπική απόκλιση), οι εκατοστιαίες αποκλίσεις, ή το εύρος των τιμών της κατανομής. Η επιλογή του στατιστικού κριτηρίου έγκειται αποκλειστικά στην υπολογιστική ευκολία κάτω από τις εκάστοτε συνθήκες. Είναι όμως σημαντικό να τονίσουμε ότι το μέτρο διασποράς πρέπει να συνδυάζεται απαραίτητα με τον αντίστοιχο συντελεστή προβλεπόμενης απόδοσης.

Αναλυτικότερα, η τυπική απόκλιση των αποδόσεων είναι η τετραγωνική ρίζα των αποδόσεων. Για το λόγο αυτό θα εστιάσουμε στον υπολογισμό της διακύμανσης από την οποία εξάγεται και η τυπική απόκλιση. Ως ορισμό της διακύμανσης θα μπορούσαμε να αναφέρουμε το σταθμικό μέσο όρο των τετραγώνων των αποκλίσεων των πιθανών αποδόσεων του αξιόγραφου από την αναμενόμενη απόδοσή τους, όπου ως σταθμά χρησιμοποιούνται οι πιθανότητες της κατανομής των αποδόσεων. Μαθηματικά η διακύμανση υπολογίζεται ως εξής:

$$\sigma^2 = \sigma_i^2 = \sum [\rho_k \times (R_{ik} - E(R_i))^2]$$

$$(k=1 \rightarrow N),$$

όπου

R_{ik} είναι k πιθανό αποτέλεσμα για την απόδοση της μετοχής i , ρ_k είναι η πιθανότητα να επιτευχθεί η απόδοση R_{ik} και N είναι το σύνολο των πιθανών αποδόσεων.

Ουσιαστικά η διακύμανση των αποδόσεων μιας μετοχής αποτελεί ένα μέτρο του εύρους της κατανομής των αποδόσεων αναφορικά με την αναμενόμενη απόδοσή τους. Με άλλα λόγια μετρά τη μεταβλητότητα των πιθανών αποδόσεων γύρω από την αναμενόμενη απόδοσή τους. Όσο μεγαλύτερη είναι η διακύμανση των αποδόσεων, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα ότι η πραγματική απόδοση θα αποβεί σημαντικά διαφορετική από την αναμενόμενη απόδοση και κατά συνέπεια τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος της μετοχής θεωρώντας όλους τους υπόλοιπους παράγοντες σταθερούς.

Η τετραγωνική ρίζα της διακύμανσης αποδίδει την τυπική απόκλιση, η οποία τις περισσότερες φορές είναι πιο ελκυστικό ως μέτρο από τη διακύμανση, καθώς μετριέται στις ίδιες ακριβώς μονάδες μέτρησης που μετριοούνται και οι ίδιες οι

μετοχές ή τα αμοιβαία κεφάλαια. Όσο μικρότερη είναι η τυπική απόκλιση των αποδόσεων του αξιόγραφου, τόσο μεγαλύτερη είναι η συσπείρωση των πιθανών αποδόσεων του γύρω από την αναμενόμενη απόδοσή τους και συνεπώς μικρότερος και ο επενδυτικός κίνδυνος αντίστοιχα. Ωστόσο υπάρχουν και περιπτώσεις που η τυπική απόκλιση ενός αξιόγραφου σε συνδυασμό με την αναμενόμενη απόδοση αυτού δεν είναι αρκετές για την αξιολόγηση του, σε περιπτώσεις όπου για παράδειγμα κάποιο αμοιβαίο κεφάλαιο έχει μεν υψηλή αναμενόμενη απόδοση αλλά και υψηλό κίνδυνο αντίστοιχα. Το κενό αυτό στη θεωρία του χαρτοφυλακίου έρχεται να καλύψει ο συντελεστής μεταβλητότητας (coefficient of variation) – ο οποίος αναφέρθηκε νωρίτερα επιγραμματικά – και ορίζεται στην ουσία του ως ο λόγος της τυπικής απόκλιση προς την αναμενόμενη απόδοση, δηλαδή:

$$CV = \sigma_{R_i} / E(R_i)$$

Ο συντελεστής αυτός λοιπόν επιλύει πολλές από τις αμφιβολίες των επενδυτών, που αφορούν στην αξιολόγηση και επιλογή αξιόγραφων, σε τέτοιο βαθμό ώστε ακόμη κι αν η επιλογή αυτή έγκειται αποκλειστικά στις προσωπικές επιθυμίες των επενδυτών και όχι στην ύπαρξη ενός αντικειμενικού κριτηρίου σύγκρισης, να μην υπάρχει λόγος ούτε για ένα πιο ριψοκίνδυνο επενδυτή να επωμιστεί τόσο μεγάλη προσαύξηση του κινδύνου για μια σχετικά μικρότερη αύξηση της αναμενόμενης απόδοσης.

Ο παραπάνω συντελεστής όπως άλλωστε και η αναμενόμενη απόδοση ή η διακύμανση εσωκλείουν πληροφορίες για την κατανομή των πιθανοτήτων μιας μεμονωμένης μετοχής ή ενός αμοιβαίου κεφαλαίου. Δεν παρέχουν όμως καμία πληροφορία συνδυαστικής μορφής για τις αλληλοσυνδέσεις μεταξύ των αποδόσεων

διαφορετικών αξιόγραφων. Την επιπρόσθετη αυτή πληροφορία μας την παρέχει ένα επιπλέον στατιστικό μέτρο, η συνδιακύμανση.

Η συνδιακύμανση των αποδόσεων προσδιορίζεται ως ο σταθμικός μέσος όρος των εξαγόμενων των δύο αντίστοιχων αποκλίσεων, δηλαδή της απόκλισης των αποδόσεων ενός αμοιβαίου κεφαλαίου από την αναμενόμενη απόδοσή του και αφετέρου της απόκλισης των αποδόσεων ενός άλλου αμοιβαίου κεφαλαίου από τη δική του αναμενόμενη απόδοση. Μαθηματικά το στατιστικό αυτό μέτρο έχει ως εξής:

$$\text{COV}(\mathbf{R}_i, \mathbf{R}_j) = \sigma_{ij} = \sum \{ \rho_{\kappa} * [\mathbf{R}_{i\kappa} - \mathbf{E}(\mathbf{R}_i)] * [\mathbf{R}_{j\kappa} - \mathbf{E}(\mathbf{R}_j)] \}$$
$$(\kappa=1 \rightarrow \mathbf{N}),$$

όπου

ρ_{κ} είναι η κοινή πιθανότητα εμφάνισης των αποδόσεων $\mathbf{R}_{i\kappa}$ και $\mathbf{R}_{j\kappa}$, ενώ \mathbf{N} ο συνολικός αριθμός των πιθανών αποδόσεων.

Η θετική τιμή της συνδιακύμανσης αποκαλύπτει μια θετική σύγκλιση των αποδόσεων των εξεταζόμενων αμοιβαίων κεφαλαίων. Με άλλα λόγια όταν το ένα από αυτά παρουσιάζει απόδοση μεγαλύτερη από την αναμενόμενη, και το δεύτερο αμοιβαίο εκδηλώνει την ίδια συμπεριφορά. Αντίθετα όταν η συνδιακύμανση πάρει αρνητική τιμή, τότε τα δύο υπό εξέταση αμοιβαία κεφάλαια έχουν την τάση να κινούνται αντίθετα, και συνεπώς όταν κάποιο από αυτά εμφανίζει απόδοση υψηλότερη της αναμενόμενης το άλλο σημειώνει χαμηλότερη απόδοση από την αναμενόμενη. Συμπερασματικά καταλήγουμε ότι η συνδιακύμανση εκτιμά την έκταση κατά την

οποία τα δύο υπό εξέταση αμοιβαία κεφάλαια ανταποκρίνονται ομοιόμορφα στα ίδια πολιτικοκοινωνικά και οικονομικά γεγονότα.

Τέλος ολοκληρώνεται το πρώτο στάδιο της θεωρίας του χαρτοφυλακίου κατά τον Markowitz με την αναφορά σε ένα τελευταίο στατιστικό μέτρο, το συντελεστή συσχέτισης (correlation coefficient), ο οποίος δίνει περισσότερες πληροφορίες για την αλληλεξάρτηση των αποδόσεων δύο αμοιβαίων κεφαλαίων για παράδειγμα, σκιαγραφώντας έτσι μια πληρέστερη εικόνα. Ο συντελεστής αυτός προσεγγίζει την έννοια της έντασης της αλληλεξάρτησης μεταξύ δύο αξιογράφων, εν αντιθέσει με τη συνδιακύμανση που μας πληροφορεί μόνο για την κατεύθυνση της συσχέτισης των δύο μεταβλητών, δηλαδή το αν κινούνται παράλληλα, αντίθετα ή ανεξάρτητα η μια από την άλλη. Ο συντελεστής συσχέτισης παίρνει τιμές εντός του διαστήματος $[-1, +1]$. Όσο πιο κοντά προς το +1 πλησιάζουμε, τόσο εντονότερη είναι η θετική συσχέτιση των αποδόσεων των δύο αμοιβαίων κεφαλαίων, ενώ αντίθετα όσο πιο κοντά στο -1 βρισκόμαστε τόσο ισχυρότερη είναι η αρνητική τους συσχέτιση. Μαθηματικά ο συντελεστής συσχέτισης έχει ως εξής:

$$CC(R_i, R_j) = \rho_{ij} = COV(R_i, R_j) / \sigma_{R_i} \times \sigma_{R_j}$$

Ο συντελεστής συσχέτισης προκύπτει καθαρός αριθμός, εξαιτίας του ότι η συνδιακύμανση και το γινόμενο των τυπικών αποκλίσεων εκφράζονται με τις ίδιες μονάδες μέτρησης. Αυτό τον καθιστά ακόμη πιο ελκυστικό ως στατιστικό μέτρο για τον προσδιορισμό της αλληλοσυσχέτισης δύο αμοιβαίων κεφαλαίων. Πιο συγκεκριμένα το πρόσημο της τιμής του συντελεστή αποκαλύπτει την κατεύθυνση της συσχέτισης, ενώ το μέγεθος της απόλυτης τιμής του υποδεικνύει την ισχύ της συσχέτισης.

3.1.2.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Η επένδυση του συνόλου των χρηματικών πόρων σε μια μεμονωμένη μετοχή θεωρείται μια υπερβολικά επικίνδυνη στρατηγική. Ο λόγος είναι πως εάν η πορεία της μετοχής ή του αμοιβαίου είναι πτωτική ή ακόμη χειρότερα αν η συγκεκριμένη εταιρεία οδεύσει προς χρεοκοπία, ο επενδυτής θα απολέσει ολόκληρο ή μεγάλο μέρος του κεφαλαίου του. Προς αποφυγή αυτού του κινδύνου οι επενδυτές συγκροτούν χαρτοφυλάκια μετοχών, μέσω των οποίων μειώνονται οι πιθανότητες για παρόμοια δυσάρεστα αποτελέσματα. Ο κυρίαρχος λόγος επένδυσης σε χαρτοφυλάκια είναι η διαφοροποίηση, δηλαδή η τοποθέτηση χρηματικών πόρων σε μια ποικιλία από είδη αμοιβαίων, με απώτερο στόχο τη μείωση του κινδύνου.

Το πρωταρχικό χαρακτηριστικό του χαρτοφυλακίου είναι η απόδοσή του, που συνιστά το σταθμικό μέσο όρο των μεμονωμένων αποδόσεων των επιλεγόμενων αμοιβαίων κεφαλαίων, όπου ως σταθμά χρησιμοποιούνται τα ποσοστά της επένδυσης σε κάθε μετοχή. Είναι δηλαδή:

$$E(R_p) = \sum \{W_i E(R_i)\}$$
$$(i = 1 \rightarrow N) ,$$

όπου

N είναι ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων στο χαρτοφυλάκιο, W_i είναι το ποσοστό της επένδυσης στο αμοιβαίο i και ως γνωστό $E(R_i)$ η αναμενόμενη απόδοση του i .

Να σημειωθεί ότι το άθροισμα των ποσοστών της επένδυσης σε όλα τα αμοιβαία κεφάλαια του χαρτοφυλακίου ισοδυναμεί με τη μονάδα.

Ο προσδιορισμός της απόδοσης του χαρτοφυλακίου στο σύνολό του πρέπει να συνδυαστεί απαραίτητα με τον προσδιορισμό και της επισφάλειάς του, η οποία εκφράζεται μέσω της διακύμανσής του. Ο σχετικός τύπος υπολογισμού της διακύμανσης ενός χαρτοφυλακίου με δύο έστω τίτλους i και j είναι ο εξής:

$$\sigma_p^2 = (W^2 \times \sigma_i^2) + [(1-W)^2 \times \sigma_j^2] + [2W(1-W) \times \sigma_{ij}] ,$$

όπου

W είναι το ποσοστό της αξίας του χαρτοφυλακίου, που επενδύθηκε στον τίτλο i , σ_i είναι η τυπική απόκλιση των αποδόσεων του τίτλου i , σ_j η τυπική απόκλιση των αποδόσεων του τίτλου j και σ_{ij} η συνδιακύμανση των τίτλων i, j .

(Εναλλακτικά ο τύπος της συνδιακύμανσης γράφεται και ακολούθως με τη χρησιμοποίηση του συντελεστή συσχέτισης ρ_{ij} :

$$\sigma_{ij} = \rho_{ij} \times \sigma_i \times \sigma_j)$$

Σύμφωνα με το υπόδειγμα του Markowitz, τα πλεονεκτήματα της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου μπορούν να επιτευχθούν αν συνδυαστούν μετοχές με μικρότερη από την τέλεια θετική συσχέτιση. Σε αυτή την περίπτωση ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου είναι σημαντικά χαμηλότερος από τους κινδύνους των μεμονωμένων αμοιβαίων κεφαλαίων, που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο.

Στο στάδιο της ανάλυσης του χαρτοφυλακίου συμπεριλαμβάνεται και η έννοια του αποδοτικού χαρτοφυλακίου (efficient portfolio). Συγκεκριμένα ένα χαρτοφυλάκιο χαρακτηρίζεται αποδοτικό όταν συντρέχουν οι παρακάτω προϋποθέσεις:

- Να μην υπάρχει κανένα άλλο χαρτοφυλάκιο με την ίδια αναμενόμενη απόδοση, που να έχει μικρότερη τυπική απόκλιση, και

- Να μην υπάρχει κανένα άλλο χαρτοφυλάκιο με την ίδια ή μικρότερη τυπική απόκλιση, που να έχει μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση.

Ο γεωμετρικός τόπος όλων των αποδοτικών χαρτοφυλακίων συνιστά ένα μέτωπο των αποδοτικών συνδυασμών και ονομάζεται αποδοτικό σύνορο (efficient frontier). Τα χαρτοφυλάκια που βρίσκονται επάνω στη γραμμή του αποδοτικού συνόρου υπερέχουν έναντι όλων των υπόλοιπων συνδυασμών κινδύνου / απόδοσης, που βρίσκονται δεξιά ή αριστερά του αποδοτικού μετώπου. Το σύνολο των χαρτοφυλακίων που είναι δυνατό να πραγματοποιηθούν είναι τα λεγόμενα εφικτά χαρτοφυλάκια εκ των οποίων μόνο όσα πληρούν τις άνω προϋποθέσεις είναι αποδοτικά.

3.1.2.3 ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΟΥ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Είναι αναμενόμενο ότι ο επενδυτής θα προτιμήσει να επιλέξει ένα από τα αποδοτικά χαρτοφυλάκια του προηγούμενου σταδίου, το οποίο θα ταιριάζει περισσότερο στις προσωπικές του προτιμήσεις όσον αφορά στο συνδυασμό απόδοσης και κινδύνου. Ένας πολύ ριψοκίνδυνος επενδυτής για παράδειγμα αναζητά μια υψηλή αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου και είναι πρόθυμος να αναλάβει υψηλό κίνδυνο προκειμένου να την πετύχει. Αντίθετα ένας επενδυτής που αποστρέφεται τον κίνδυνο, θα προτιμήσει πιο ασφαλείς συνδυασμούς εξίσου αποδοτικών χαρτοφυλακίων, θυσιάζοντας την επιπλέον αναμενόμενη απόδοση. Προκύπτει λοιπόν ότι ο επενδυτής θα επιλέξει τελικά εκείνο το χαρτοφυλάκιο αμοιβαίων κεφαλαίων, που βασίζεται στις προσωπικές του προτιμήσεις και του αποδίδει τη μέγιστη αναμενόμενη οικονομική ωφελιμότητα.

Η έννοια της ωφελιμότητας του χαρτοφυλακίου συνδέεται στενά με τις λεγόμενες καμπύλες αδιαφορίας. Το σύνολο των συνδυασμών κινδύνου και απόδοσης χαρτοφυλακίων που αποδίδουν την ίδια ωφελιμότητα για τον εκάστοτε συγκεκριμένο επενδυτή, αναδεικνύει τη λεγόμενη καμπύλη αδιαφορίας του, διότι δεν τον ενδιαφέρει ποιο από τα δύο χαρτοφυλάκια του εν λόγω συνόλου θα επιλέξει. Όλοι οι συνδυασμοί αποδοτικών χαρτοφυλακίων πάνω στην καμπύλη αυτή εκφράζουν ένα επίπεδο ωφελιμότητας για τον επενδυτή, ενώ καμπύλες αδιαφορίας οι οποίες βρίσκονται υψηλότερα (αριστερότερα) της συγκεκριμένης εκφράζουν υψηλότερα επίπεδα ωφελιμότητας που ενέχουν είτε υψηλότερη απόδοση για δεδομένο κίνδυνο, είτε μικρότερο κίνδυνο για δεδομένη απόδοση.

Γενικότερα είναι προτιμητέες οι καμπύλες αδιαφορίας που βρίσκονται ει δυνατόν αριστερότερα, και τελικά ο επενδυτής θα διαλέξει εκείνο το χαρτοφυλάκιο που αντιστοιχεί στο σημείο επαφής μεταξύ του συνόρου αποδοτικών χαρτοφυλακίων και της όσο γίνεται αριστερότερα ευρισκόμενης καμπύλης αδιαφορίας. Η επιλογή του αυτή θα αποτελεί ως οριστική απόφαση το βέλτιστο χαρτοφυλάκιο όχι μόνο ανάμεσα στο σύνολο εφικτών μα και στο σύνολο αποδοτικότερων συνδυασμών αμοιβαίων κεφαλαίων.

3.2 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

(Η ΤΟ ΜΟΝΟΠΑΡΑΓΟΝΤΙΚΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ)

3.2.1 ΓΕΝΙΚΑ

Το υπόδειγμα της αγοράς που αναπτύχθηκε από τον William Sharpe, περιγράφει τη γραμμική σχέση ανάμεσα στην απόδοση μεμονωμένων τίτλων (ή χαρτοφυλακίων) και την απόδοση της αγοράς. Πρόκειται για ένα εναλλακτικό μοντέλο σε σχέση με τη θεωρία την οποία ανέπτυξε ο Markowitz, που βασίζεται στην υπόθεση ότι η απόδοση της μετοχής ή του αμοιβαίου κεφαλαίου κυμαίνεται όμοια με την απόδοση του γενικού δείκτη της αγοράς. Μαθηματικά το μοντέλο αυτό εκφράζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$R_{it} = b_i \times R_{mt} + a_i + e_{it} ,$$

όπου

$R_{(it)}$ είναι η τυχαία απόδοση του χρεογράφου i κατά την περίοδο t .

$R_{(mt)}$ είναι η τυχαία απόδοση του γενικού δείκτη m κατά την περίοδο t .

$a(i)$ είναι το συστατικό της απόδοσης του χρεογράφου i , που δε σχετίζεται με τις διακυμάνσεις της απόδοσης του Γενικού Δείκτη m . Όταν η απόδοσή του είναι ίση με μηδέν, η απόδοση του χρεογράφου i είναι ίση με $a(i)$.

$b(i)$ είναι ο συντελεστής του χρεογράφου i , ή αλλιώς ο συστηματικός κίνδυνος της μετοχής ή του αμοιβαίου κεφαλαίου, ο οποίος μετρά την απόδοση της ευαισθησίας της απόδοσης του χρεογράφου i στις διακυμάνσεις της απόδοσης του Γενικού Δείκτη.

e_{it} είναι το σφάλμα (υπολογισμού) της απόδοσης του εν λόγω χρεογράφου i κατά την περίοδο t .

3.2.2 ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΤΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΑΓΟΡΑΣ

Η εκτίμηση του υποδείγματος της αγοράς γίνεται συχνά εφαρμόζοντας την απλή μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων, η χρησιμοποίηση της οποίας προϋποθέτει την υιοθέτηση αρκετά περιοριστικών υποθέσεων, οι οποίες πρέπει να ελέγχονται εμπειρικά. Έτσι διατυπώνονται ως ακολούθως:

α. $E(e_{it}) = 0$, δηλαδή η αναμενόμενη τιμή του στοχαστικού όρου είναι μηδέν, επομένως θεωρούμε ότι το μοντέλο είναι πλήρως αποτελεσματικό και δεν υπάρχουν αποκλίσεις ανάμεσα στις πραγματοποιηθείσες αποδόσεις και τις σημειωθείσες αποδόσεις του Γενικού Δείκτη της αγοράς, συνεπώς δεν εμφανίζεται κανένα σφάλμα στο υπόδειγμα του ερευνούμε όσον αφορά στις αποδόσεις.

β. $Cov(e_{it}, e_{it+k}) = 0$ για κάθε k μη ίσο με μηδέν, που σημαίνει ότι δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση ανάμεσα στις στοχαστικές τιμές του όρου $e(i)$. Η υπόθεση αυτή είναι αναγκαία για την εκτίμηση των παραμέτρων του υποδείγματος.

γ. $Cov(e_{it}, R_{mt}) = 0$, και συνεπώς η τυχαία μεταβλητή η οποία εκφράζει την επίδραση των τυχαίων μη-συστηματικών παραγόντων, είναι ανεξάρτητη από τις μεταβολές του συστηματικού παράγοντα $R(m)$.

δ. $Var(e_{it}) = \sigma^2_t$, γεγονός που απεικονίζει την υπόθεση της ομοσκεδαστικότητας.

Σύμφωνα με αυτή, η διακύμανση των καταλοίπων είναι σταθερή για όλη την περίοδο του δείγματος.

Εάν πληρούνται οι παραπάνω προϋποθέσεις, τότε οι εκτιμητές των ελαχίστων τετραγώνων είναι αμερόληπτες και έχουν τη μικρότερη διακύμανση μεταξύ όλων των γραμμικών και αμερόληπτων εκτιμητών. Πρέπει να σημειωθεί δε ότι η παραβίαση

των υποθέσεων αυτών προξενεί σοβαρά προβλήματα αξιοπιστίας στην τιμή του συντελεστή βήτα.

3.2.3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΥΣΤΑΤΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

ΑΓΟΡΑΣ

3.2.3.1 Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΟΥ ΧΡΕΟΓΡΑΦΟΥ

Σύμφωνα με το υπόδειγμα της αγοράς, η απόδοση ενός χρεογράφου διαιρείται σε δύο μέρη:

- Την απόδοση που σχετίζεται σημαντικά με την απόδοση του γενικού δείκτη και φαίνεται από το μέρος της εξίσωσης $\beta(i)R(mt)$ (συστηματικό μέρος), και
- Την απόδοση που είναι ανεξάρτητη από την απόδοση του γενικού δείκτη και φαίνεται από το μέρος της εξίσωσης $a(i)$ (μη συστηματικό μέρος)

Το μη συστηματικό μέρος εκφράζει τη συνδυασμένη επίδραση παραγόντων οι οποίοι θεωρούνται ότι δεν έχουν καμιά επίδραση στην απόδοση του γενικού δείκτη (για παράδειγμα η ανακάλυψη ενός νέου σημαντικού προϊόντος, μια τοπική απεργία, το μέγεθος της εταιρίας κ. α.)

Χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα της αγοράς η αναμενόμενη απόδοση του χρεογράφου εκφράζεται ως εξής:

$$E(R_i) = \beta_i \times E(R_m) + a_i ,$$

όπου $i = 1, 2, \dots, N$

$E(R_i)$ είναι η αναμενόμενη απόδοση του χρεογράφου i .

$E(R_m)$ είναι η αναμενόμενη απόδοση του γενικού δείκτη

3.2.3.2 ΣΥΝΟΛΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΧΡΕΟΓΡΑΦΟΥ

Ο συνολικός κίνδυνος βάσει του υποδείγματος της αγοράς εκφράζεται από τη διακύμανση της απόδοσης του χρεογράφου και μπορεί να χωριστεί ως εξής:

$$\sigma^2_i = (\beta^2_i \times \sigma^2_m) + \sigma^2_{e_i} ,$$

όπου

σ^2_m είναι η διακύμανση της απόδοσης του γενικού δείκτη

$\sigma^2_{e_i}$ είναι η διακύμανση του στοχαστικού όρου e_i ($i = 1, 2, \dots, N$)

Το πρώτο μέρος του συνολικού κινδύνου του χρεογράφου είναι ο γνωστός πλέον συστηματικός κίνδυνος και δίνεται από τον τύπο $(\beta^2_i \times \sigma^2_m)$. Εφόσον οι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να επενδύουν σε περισσότερα από ένα για την περίπτωσή μας αμοιβαία κεφάλαια, εκείνο που τους ενδιαφέρει πλέον δεν είναι ο συνολικός κίνδυνος του αμοιβαίου κεφαλαίου, αλλά εκείνο το μέρος του κινδύνου του χρεογράφου που παραμένει, όταν το συγκεκριμένο αμοιβαίο συμπεριληφθεί στο χαρτοφυλάκιό τους. Ο συστηματικός κίνδυνος οφείλεται σε όλους εκείνους τους πολιτικούς, οικονομικούς, κοινωνικούς και άλλους παράγοντες που επηρεάζουν συνολικά όλες τις επενδύσεις. Τέτοιοι παράγοντες είναι οι διαρθρωτικές μεταβολές στην οικονομία, οι μεταβολές

στην παγκόσμια ενεργειακή κατάσταση κ. α. Για παράδειγμα ένα αμοιβαίο κεφάλαιο με βήτα ίσο με 0,8 δείχνει ότι η απόδοσή του θα μεταβληθεί κατά 8% μέσο όρο σε μια μεταβολή της απόδοσης του γενικού δείκτη κατά 10%. Ο δεύτερος όρος της διακύμανσης της αγοράς μετράει τη μεταβλητότητα που συνδέεται με την απόδοση του γενικού δείκτη. Ο συστηματικός κίνδυνος ονομάζεται και διαφοροποιήσιμος κίνδυνος και μεταβάλλεται από αμοιβαίο κεφάλαιο σε αμοιβαίο κεφάλαιο, από κλάδο σε κλάδο και από χώρα σε χώρα.

Το δεύτερο μέρος του συνολικού κινδύνου που απορρέει από ένα αξιόγραφο είναι ο μη-συστηματικός ή ειδικός κίνδυνος και δίνεται από το $\sigma^2_{\epsilon_i}$. Ο μη συστηματικός κίνδυνος οφείλεται σε παράγοντες, που είναι μοναδικοί για κάθε εταιρία και είναι ανεξάρτητοι των οικονομικών, πολιτικών και άλλων παραγόντων που επηρεάζουν κατά συστηματικό τρόπο τις επενδύσεις. Αυτοί είναι οι τεχνολογικές καινοτομίες, μια σημαντική απεργία, η παραγωγή παρόμοιων προϊόντων, η αποτελεσματικότητα της διοίκησης και άλλα τυχόν έκτακτα γεγονότα. Ο μη-συστηματικός κίνδυνος μπορεί να εξαλειφθεί ή τουλάχιστο το μεγαλύτερο μέρος του να μειωθεί εάν διακρατούμε ένα χαρτοφυλάκιο με αρκετά αμοιβαία κεφάλαια. Ο κίνδυνος αυτός μετρά το μέρος της μεταβλητότητας του χρεογράφου που είναι ανεξάρτητο από τη συνολική κατάσταση στην αγορά και εμφανίζεται από ειδικά για την κάθε εταιρία γεγονότα, κάτι που επιτρέπει την εξάλειψή του με τη διαφοροποίηση, γεγονός αδύνατο για την περίπτωση του συστηματικού κινδύνου. Συνεπώς:

Συνολικός Κίνδυνος = Συστηματικός Κίνδυνος + Μη Συστηματικός Κίνδυνος

Το υπόδειγμα της αγοράς προϋποθέτει ότι δεν υπάρχουν άλλοι παράγοντες που να επηρεάζουν τα χρεόγραφα, παρά μόνο η απόδοση της αγοράς.

Το υπόδειγμα της αγοράς χρησιμοποιείται για την εκτίμηση του συστηματικού κινδύνου ενός χρεογράφου ή χαρτοφυλακίου. Η εκτίμηση του συντελεστή βήτα

γίνεται με τη μέθοδο της παλινδρόμησης. Το υπόδειγμα αυτό χρησιμοποιείται επίσης και για την απλοποίηση των εκτιμήσεων που χρειάζονται για το υπόδειγμα Markowitz. Βασιζόμενοι στο υπόδειγμα της αγοράς λοιπόν, μπορούμε εύκολα να υπολογίσουμε τις αναμενόμενες αποδόσεις, διακυμάνσεις και συνδιακυμάνσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων, ώστε τελικά να υπολογιστεί το σύνολο των αποδοτικών χαρτοφυλακίων.

3.3 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΣΥΝΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 1950 οι διαχειριστές κεφαλαίων και γενικότερα οι επενδυτές θεωρούσαν ως ορθότερη τακτική συγκρότησης χαρτοφυλακίου εκείνη που αξιολογούσε επενδύσεις με βάση την υψηλότερη προσδοκώμενη απόδοση. Σύμφωνα με αυτή την άποψη όμως ο κίνδυνος δεν αποτελούσε χαρακτηριστικό αξιολόγησης και επιλογής επενδυτικών στοιχείων. Ο μοναδικός αντικειμενικός σκοπός ήταν η μεγιστοποίηση των αναμενόμενων κερδών.

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

Ο Sharpe (1964) απλοποίησε και επέκτεινε το μοντέλο του Markowitz εισάγοντας το μοντέλο ενός δείκτη αναφοράς. Σύμφωνα με αυτό αντικαταστάθηκε ο πολλαπλός συσχετισμός των αμοιβαίων με το συσχετισμό του καθενός με ένα κοινό δείκτη.

Εν συνεχεία οι Sharpe (1964), Lintner (1965) και Mossin (1966) εισάγοντας την έννοια του αξιόγραφου μηδενικού κινδύνου διεύρυναν τις μέχρι τότε αναφορές και διαμόρφωσαν τη θεωρία ισορροπίας της κεφαλαιαγοράς. Η θεωρία αυτή εκφράζεται ως « Μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων», γνωστό ως CAPM (Capital Asset Pricing Model) και δείχνει τη σχέση μεταξύ απόδοσης και κινδύνου σε συνθήκες ισορροπίας.

Οι τρεις αυτοί ερευνητές στήριζαν τις θεωρίες τους στις εξής κύριες υποθέσεις:

- Όλες οι επενδυτικές αποφάσεις βασίζονται στο αναμενόμενο κέρδος και κίνδυνο χαρτοφυλακίου.
- Όλοι οι επενδυτές αποστρέφονται τον κίνδυνο.
- Όλοι οι επενδυτές επιθυμούν την καλύτερη δυνατή αναμενόμενη απόδοση.
- Όλοι οι επενδυτές έχουν τις ίδιες κατανομές πιθανοτήτων των μελλοντικών αποδόσεων καθώς επίσης και τον ίδιο επενδυτικό ορίζοντα.
- Όλοι οι επενδυτές μπορούν να δανείζουν και να δανείζονται με επιτόκιο ίσο με αυτό του αξιόγραφου με μηδενικό κίνδυνο.
- Ο δείκτης πληθωρισμού είναι μηδενικός.
- Η κεφαλαιαγορά βρίσκεται σε ισορροπία
- Η κεφαλαιαγορά είναι τέλεια, δηλαδή:
 - Δεν υπάρχουν φόροι και κόστη συναλλαγών
 - Οι μετοχές είναι απεριόριστα διαιρετές
 - Οι τιμές δεν επηρεάζονται από ενέργειες μεμονωμένων επενδυτών
 - Δεν υπάρχουν έξοδα παροχής πληροφοριών

Με βάση αυτές τις υποθέσεις αναπτύχθηκαν δύο πολύ βασικά και γνωστά υποδείγματα, το Μοντέλο της Κεφαλαιαγοράς και το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (Y. A. K. Σ.) ή C. A. P. M..

3.3.1 ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Το μοντέλο αυτό απεικονίζεται με τη γνωστή σε όλους καμπύλη της κεφαλαιαγοράς και ισχύει μόνο για αποδοτικά χαρτοφυλάκια, ενώ αποδίδει τη σχέση ισορροπίας μεταξύ της αναμενόμενης απόδοσης και κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου όπως αναπτύχθηκε παραπάνω για το αποδοτικό σύνορο χαρτοφυλακίων αμοιβαίων κεφαλαίων, βάσει του οποίου ο κίνδυνος υπολογίζεται από την τυπική απόκλιση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου. Θα λέγαμε λοιπόν ότι ισχύει:

$$E(R_p) = R_f + [(E(R_m) - R_f) / (\sigma_{R(m)} \times R_p)],$$

όπου

$E(R_p)$ είναι η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου, είτε πρόκειται για μετοχές είτε αμοιβαία κεφάλαια

R_f η απόδοση του αξιόγραφου με μηδενικό κίνδυνο

$E(R_m)$ η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς

$\Sigma_{(R_m)}$ η τυπική απόκλιση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς

$\sigma_{(R_p)}$ η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου p

Σύμφωνα με το συγκεκριμένο υπόδειγμα κάθε επενδυτής ανάλογα με τις προτιμήσεις, τα σχέδια, τις προσδοκίες του έχει τη δυνατότητα να τοποθετήσει τα κεφάλαιά του σε τέσσερα εναλλακτικά επενδυτικά σενάρια, τα παρακάτω:

- Σε μηδενικού κινδύνου αμοιβαία κεφάλαια $[R_f]$
- Σε μηδενικού κινδύνου αξιόγραφα και άλλα αμοιβαία κεφάλαια με αναμενόμενη απόδοση και κίνδυνο μικρότερα από τα αντίστοιχα του χαρτοφυλακίου της αγοράς.
- Σε αμοιβαία κεφάλαια που παρουσιάζουν την ίδια συμπεριφορά με αυτή του χαρτοφυλακίου της αγοράς.
- Σε αμοιβαία κεφάλαια με αναμενόμενη απόδοση και κίνδυνο μεγαλύτερα από τα αντίστοιχα του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

3.3.2 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ (Υ.Α.Κ.Σ.) / Η C. A. P. M.

Το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων προχωρά πλέον ένα βήμα παραπέρα από το μοντέλο της κεφαλαιαγοράς, καθώς ένα αποδοτικό χαρτοφυλάκιο θεωρείται πλέον δεδομένο, και το Υ.Α.Κ.Σ. αποδίδει τη σχέση ισορροπίας μεταξύ της αναμενόμενης απόδοσης και του κινδύνου μιας μετοχής ή ενός αμοιβαίου ή ενός χαρτοφυλακίου. Ο κίνδυνος εδώ μετριέται πλέον αποκλειστικά με το συντελεστή βήτα και δείχνει το ποσοστό μεταβολής των αποδόσεων του χρεογράφου ή του χαρτοφυλακίου σε σχέση με τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Αναλυτικά και μαθηματικά ισχύει ότι:

$$E(R_i) = R_f + [(E(R_m) - R_f) \times \beta_{im}],$$

όπου

$E(R_i)$ η αναμενόμενη απόδοση του υπό συζήτηση χρεογράφου

R_f η απόδοση του αξιόγραφου με μηδενικό κίνδυνο

$E(R_m)$ η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς

β_{im} ο συντελεστής βήτα μεταξύ της απόδοσης της μετοχής ή του αμοιβαίου και της απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Μια ευθεία γραμμή, που ονομάζεται Γραμμή Αξιογράφων (μετοχών ή αμοιβαίων κεφαλαίων), προσδιορίζει τη σχέση μεταξύ αναμενόμενης απόδοσης και συστηματικού κινδύνου για κάθε χρεόγραφο. Επί της γραμμής αυτής βρίσκονται όλα τα αμοιβαία στην περίπτωσή μας των οποίων οι τιμές είναι σε ισορροπία. Επομένως όσα από αυτά βρίσκονται πάνω από τη γραμμή των αξιόγραφων θεωρούνται υποτιμημένα στην αγορά αφού η αναμενόμενη απόδοση είναι μεγαλύτερη από την απαιτούμενη, ενώ όσα από αυτά βρίσκονται κάτω από τη γραμμή αυτή είναι υπερτιμημένα, μια και σ' αυτή την περίπτωση η αναμενόμενη απόδοση είναι μικρότερη από την απαιτούμενη.

Ο συντελεστής βήτα που συμπεριλαμβάνεται ξεκάθαρα πλέον στο υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων αποτελεί τον πιο απλό τρόπο υπολογισμού του κινδύνου της αγοράς σε μια εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά. Πρόκειται για ένα μέτρο της σχετικής επικινδυνότητας της μετοχής σε σχέση με την αγορά.

Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του συντελεστή βήτα (beta) μιας επένδυσης, τόσο πιο επικίνδυνη είναι η επένδυση αυτή. Μια μετοχή ή ένα αμοιβαίο κεφάλαιο με συντελεστή βήτα μεγαλύτερο της μονάδας θεωρείται επιθετικό, ενώ αν ο συντελεστής βήτα του είναι μικρότερος της μονάδας θεωρείται αμυντικό. Τα αμοιβαία κεφάλαια της πρώτης κατηγορίας θα αποφέρουν σημαντικά κέρδη σε

καταστάσεις όπου η αγορά χαρακτηρίζεται από συνεχή άνοδο των τιμών (bull market), αλλά συνήθως υφίστανται μεγάλες απώλειες όταν η αγορά ακολουθεί πτωτική πορεία (bear market).

Η ακριβής τιμή του συντελεστή βήτα εξαρτάται από το ποσοστό του ενεργητικού, το οποίο έχει επενδυθεί σε μετοχές και άλλα περιουσιακά στοιχεία, που ενέχουν κίνδυνο, ως προς τα υπόλοιπα στοιχεία μηδενικού επενδυτικού κινδύνου. Επιπλέον το είδος των επιλεγμένων μετοχών που συμπεριλαμβάνονται στο αμοιβαίο κεφάλαιο (επιθετικές ή αμυντικές) αλλά και η στάθμιση που έχει επιλέξει ο διαχειριστής για τα προαναφερθέντα είδη μετοχών συμβάλλει στην τελική διαμόρφωση του μεγέθους του συστηματικού κινδύνου του αμοιβαίου κεφαλαίου.

ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ

ΑΝΑΛΥΣΗΣ

ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

4.1 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

4.1.1 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΓΙΑ ΤΟ ΣΥΓΧΡΟΝΙΣΜΟ ΤΩΝ

ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΜΕ ΤΗΝ

ΑΓΟΡΑ.

(ARTICLE ON THE TIMING ABILITY OF MUTUAL FUND MANAGERS

NICOLAS P.B. BOLLEN AND JEFFREY A. BUSSE)

Υπάρχουσες μελέτες σχετικά με το συγχρονισμό των αμοιβαίων κεφαλαίων στις συνθήκες της αγοράς έχουν αναλύσει μηνιαίες αποδόσεις, όπως και εμείς στην περίπτωση μας, και έχουν διαπιστώσει ελάχιστα δείγματα τέτοιας σωστής συμπεριφοράς (market timing). Τα καθημερινά τεστ σε ημερήσιες αποδόσεις εκθέτουν μεγαλύτερο βαθμό συγχρονισμού και με μεγαλύτερη ακρίβεια.

Η επίδοση των Α/Κ δέχεται την προσοχή από πρακτικούς και ακαδημαϊκούς, ενώ το μέγεθος του κινδύνου που αποπνέουν για τους επενδυτές τους εξηγεί το λόγο που οι τελευταίοι ενδιαφέρονται και αξιολογούν σε μεγάλο βαθμό τη διοίκηση των Α/Κ από την εκάστοτε διαχειριστική εταιρία. Μάλιστα από ακαδημαϊκή άποψη ο αντικειμενικός στόχος της εύρεσης των ανώτερων διαχειριστών αποτελεί πρόκληση για την υπόθεση περί αποτελεσματικότητας της αγοράς.

Ουσιαστικά ως Market Timing νοείται ο έλεγχος της ικανότητας των διαχειριστών τοποθετηθούν χρονικά στην αγορά, δηλαδή να αυξήσουν την έκθεση του αμοιβαίου κεφαλαίου στο δείκτη της αγοράς προτού αυτή ανέλθει και αντίθετα να μειώσουν την

έκθεσή τους στο δείκτη αναμένοντας πτώση. Σε αυτό το ζήτημα οι περισσότερες μελέτες έχουν βρει ελάχιστη ικανότητα συγχρονισμού των διαχειριστών.

Στη διεξαγωγή αποτελεσμάτων περί ικανοτήτων των διαχειριστών, χρησιμοποιήθηκαν στις περισσότερες μελέτες τόσο ημερήσια όσο και μηνιαία στοιχεία, και προέκυψε τελικά ότι τα πρώτα προσφέρουν περισσότερο σημαντικά αποτελέσματα, συνδέοντας τη χρονική ικανότητα τόσο με θετικά όσο και με αρνητικά μεγέθη. Η υπόθεση της μηδενικής ικανότητας συγχρονισμού απορρίπτεται από τα περισσότερα μοντέλα, χωρίς αυτό βέβαια να ενισχύει υπερβολικά την αντίθετη περίπτωση. Από γνωστό οικονομετρικό μοντέλο συμπεράναμε ότι ένας αρκετά σημαντικός αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων του δείγματος διαθέτει σημαντικό αντίστοιχα ποσοστό συγχρονισμού. Επιπλέον η εμπειρική αυτή μελέτη επιτελεί διττή συνεισφορά στη λογοτεχνία της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων. Αρχικά παρέχει πληροφόρηση σχετικά με τη διαφορετικότητα των αποτελεσμάτων, όταν αυτά προέρχονται από ημερήσιες σε αντίθεση με τις μηνιαίες αποδόσεις, και δεύτερον προσδιορίζεται μέσω του εν λόγω άρθρου ο λόγος για τον οποίο η χρονική προσαρμοστικότητα δεν αποτελεί ένα απλό στατιστικό φαινόμενο. Επίσης, προτείνεται η χρήση ημερήσιων στοιχείων, η οποία τελικά δεν επιλέχθηκε εδώ λόγω της πρακτικής δυσκολίας στη διαχείριση των δεδομένων, και αποκαλύπτεται ότι όλο και περισσότερο οι διαχειριστές των A/K επιτυγχάνουν Market Timing συχνότερα και σε μεγαλύτερο μέγεθος σε σχέση με το παρελθόν. Εν συνεχεία εξαιτίας της σημαντικότητας που δίνεται στην επίτευξη συγχρονισμού στην αγορά σημειώνεται ότι τα διοικητικά στελέχη προωθούν δυναμικές στρατηγικές χρονικής ανταπόκρισης, και επίσης διαμορφώνουν την έκθεσή τους στο δείκτη έτσι ώστε να συμπίπτει με χαμηλά επίπεδα μεταβλητότητας.

Συμπερασματικά καταλήγουμε στο ότι χρησιμοποιώντας ημερήσια στοιχεία αποδόσεων για την ανάλυσή μας ενδυναμώνεται το μοντέλο και μάλιστα αυξάνει το βαθμό της παρατηρούμενης προσαρμοστικότητας. Προκειμένου για την πραγματοποίηση της έρευνάς δημιουργήθηκε μια ομάδα από συνθετικά αμοιβαία κεφάλαια, που να ταιριάζουν στα πραγματικά αλλά δε διαθέτουν market timing. Τελικά από αρκετά μοντέλα προέκυψε ότι το 34,2% των A/K διαθέτουν αυτή την ικανότητα (σε επίπεδο ημερήσιων αποδόσεων), ενώ το ποσοστό αυτό είναι μικρότερο (11,2%) στην περίπτωση των μηνιαίων αποδόσεων. Η διαφοροποίηση αυτού αποτελέσματος υποδηλώνει πόσο δύσκολη είναι η μέτρηση των αποτελεσμάτων αυτής της μορφής, γι' αυτό και δεν αποτελεί απλό στατιστικό φαινόμενο. Η συχνότητα των παρατηρήσεων σαφώς και διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στη μέτρηση της επίδοσης A/K μια και μελλοντικά αποτελέσματα μπορούν να προκύψουν πιο ασφαλή με ημερήσια στοιχεία σε αντίθεση με δεδομένα χαμηλότερης συχνότητας.

4.1.2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΓΙΑ ΤΟ ΣΥΓΧΡΟΝΙΣΜΟ ΚΑΙ ΤΗΝ
ΕΠΙΛΕΚΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ: ΕΝΑ ΜΟΝΤΕΛΟ
ΤΥΧΑΙΩΝ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΓΙΑ ΤΑ ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ
ΚΕΦΑΛΑΙΑ
(MARKET TIMING AND SECURITY SELECTION SKILLS: A RANDOM
COEFFICIENT MODEL FOR GREEK MUTUAL FUNDS
NIKOLAOS PHILIPPAS)

Εν αρχή να σημειωθεί ότι πρόκειται για μια εμπειρική προσέγγιση της επίδοσης των διαχειριστών των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων βάσει ενός μοντέλου τυχαιότητας. Εξετάζονται οι μηνιαίες αποδόσεις για όλα τα ελληνικά αμοιβαία κεφάλαια. Τα συμπεράσματα μπορούν να συνοψισθούν ως εξής: (i) Οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν έχουν να επιδείξουν ανώτερες μακρο-προβλεπτικές ικανότητες, (ii) Οι συντελεστές Βήτα αλλάζουν και διαμορφώνονται τυχαία, (iii) Συγκεκριμένοι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων επιδεικνύουν υψηλές ικανότητες πρόβλεψης της αγοράς σε μικροοικονομικό επίπεδο.

Ο πρωταρχικός σκοπός της εμπειρικής αυτής μελέτης ήταν να εξετάσει τις ικανότητες χρονικής προσαρμοστικότητας των διαχειριστών των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων με τη χρήση του υποδείγματος τυχαίας μεταβλητής, δηλαδή του μοντέλου Jensen. Παραδοσιακές εφαρμογές που αποδέχονται την ύπαρξη σταθερών συντελεστών επικινδυνότητας βήτα δεν είναι ρεαλιστικές. Στην πραγματικότητα υπάρχει ισχυρή επιχειρηματολογία, που υποστηρίζει ότι τα Betas αλλάζουν ραγδαία και σημαντικά και μάλιστα σε ανταπόκριση προς τις συνθήκες της αγοράς. Τα εμπειρικά αποτελέσματα υποστηρίζουν αυτή τη θεώρηση και βρίσκουμε ότι αυτά βρίσκουν εφαρμογή και για τα ελληνικά δεδομένα. Επιπλέον είναι αλήθεια ότι οι

διαχειριστές αποτυγχάνουν όσον αφορά σε δυνατότητες συγχρονισμού. Αντιθέτως όμως ένας ικανοποιητικός αριθμός από διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων έχουν την ικανότητα του Stock – Picking όπως αυτό ονομάζεται διεθνώς και δεικνύει την ικανότητα επιλογής υποτιμημένων στοιχείων για το χαρτοφυλάκιο των αμοιβαίων κεφαλαίων, τα οποία έχουν προοπτικές ανατίμησης

4.1.3 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΓΙΑ ΤΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΜΕΤΡΩΝ ΑΝΑΦΟΡΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.

(EVALUATING MUTUAL FUNDS PERFORMANCE IN A SMALL MARKET. IS BENCHMARK SELECTION CRUCIAL?)

EVA LILJEBLOM, ANDERS LOEFLUND)

Η εν λόγω εμπειρική μελέτη έχει πολλά κοινά χαρακτηριστικά με την παρούσα εργασία, δεδομένου ότι εμβαθύνει στην επίδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων σε μια μικρή αγορά, όπως η ελληνική, και κατά τη διάρκεια μιας μη-ομαλής περιόδου. Ένα θέμα που εξετάζεται είναι η τοποθέτηση μέτρων και σημείων αναφοράς, μια και μεγάλα ποσοστά επιλεγόμενων μετοχών καθώς και η νομοθεσία για τα αμοιβαία κεφάλαια είναι δυνατό να εμποδίσει τα A/K να ακολουθήσουν το δείκτη. Επιπλέον η εξεταζόμενη περίοδος διακρίνεται και εδώ σε φάσεις ανοδικής και καθοδικής αγοράς, γεγονός που το καθιστά ενδιαφέρον να ερευνηθεί κανείς την ικανότητα συγχρονισμού των διαχειριστών τους. Εξετάζονται κάθε φορά διαφορετικά μέτρα

αναφοράς και βάσει αυτών η κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι εντούτοις παρόμοια.

Βέβαια πρέπει να επισημάνουμε ότι κάθε μέτρο αναφοράς που συνιστά και ένα μοντέλο μέτρησης έχει και αδύνατα σημεία να επιδείξει, κάτι που έθιξε το ζήτημα της ευαισθησίας του σημείου αναφοράς. Μάλιστα τα αποτελέσματα έρευνας των Lehman, Modest, Gruber, Das, Hlavka, Grinblatt και Titman επέδειξαν μεγάλο βαθμό τέτοιου είδους ευαισθησίας. Ένα άλλο σημαντικό στοιχείο είναι η επιλογή του κατάλληλου εκτιμητή για μη κανονικές επιδόσεις, ανάμεσα στα οποία εξέχουσα θέση έχουν τα μέτρα Treynor, Sharpe και Jensen. Έτσι καταλήγουμε ότι αντικείμενο έρευνας εδώ ήταν όλα τα σχετικά θέματα με τη μέτρηση της επίδοσης των A/K.

Η μελέτη που εξετάζεται εδώ παρέχει μεγάλη συνεισφορά στη μέτρηση ευαισθησίας των δεικτών μέτρησης, ιδιαίτερα για την περίπτωση μικρών αγορών, όπως η ελληνική, με μικρές δυνατότητες διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου (Ελλάδα 13 A/K για 1993-2003), και επικεντρώνεται κατά βάση στην ευαισθησία μέτρησης της επίδοσης, την ευαισθησία των ίδιων των μέτρων αναφοράς και στη σχέση ανάμεσα στην επίδοση A/K και τα ίδια τα λειτουργικά χαρακτηριστικά τους, καθώς αυτή μπορεί να αποβεί χρήσιμη στην κατασκευή περισσότερο ενδυναμωμένων δεικτών μέτρησης της αποτελεσματικότητας των A/K. Συνεχίζουμε αναφέροντας ότι τα αποτελέσματα σχετικά με την ευαισθησία της επίδοσης συμβαδίζουν με τα ευρήματα των Grinblatt και Titman, δηλαδή κάθε κατάταξη A/K βασισμένη σε διαφορετικά μέτρα εμπεριέχουν υψηλούς βαθμούς συσχέτισης. Επιπλέον η περίοδος που μελετήθηκε χαρακτηρίζεται από ραγδαίες αλλαγές στα επιτόκια, τιμές των μετοχών, που τονίζουν τη σημασία του Market Timing. Παρόλο αυτά ίσως οι διαχειριστές δεν έχουν κατανοήσει την αξία της χρονικής προσαρμοστικότητας, γι' αυτό και οι

επιδόσεις τους ήταν χαμηλότερα από τα σημεία αναφοράς, αντίθετα με ότι αναμενόταν.

4.1.4 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.

(MUTUAL FUND CHARACTERISTICS, MANAGERIAL ATTRIBUTES AND FUND PERFORMANCE

LAURIE BRATHER, WILLIAM J. BERTIN, THOMAS HENKER)

Πρόκειται για μια μελέτη που παρέχει μια κατανοητή εξέταση της επίδοσης των πιο πρόσφατων αμοιβαίων κεφαλαίων στην αγορά και προσπαθεί να συνδέσει την αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητά τους με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τους. Ορισμένα από αυτά εκτός από τις γενικότερες συνθήκες της αγοράς και τον αντικειμενικό σκοπό της επένδυσης σε αμοιβαία κεφάλαια είναι ο πληθυσμός του A/K, ο βαθμός μεγέθυνσής του, το κόστος και η άσκηση διοίκησης, που ερμηνεύουν την επίδοσή τους. Ωστόσο, η τελευταία εξακολουθεί να αποτελεί διαφορούμενο ζήτημα εξαιτίας της ευμετάβλητης φύσης των αποδόσεων των μεμονωμένων αμοιβαίων κεφαλαίων.

Η μελέτη διαθέτει ως μεθοδολογία την επιλογή ενός ικανοποιητικού αριθμού αμοιβαίων κεφαλαίων και εν συνεχεία τη διεξοδική ανάλυση των προεκτάσεων των χαρακτηριστικών τους. Στην έρευνα ενσωματώθηκαν και τα ευρήματα προηγούμενων εργασιών σχετικά με μεταβλητές που επηρεάζουν την επίδοση των

A/K. Το βασικό συμπέρασμα που προέκυψε και αφορά στη συμπεριφορά και τις επιλογές των διαχειριστών είναι πως «όσο περισσότερο χρόνο αφιερώνει ένα διοικητικό στέλεχος σε κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο ξεχωριστά (κατά συνέπεια η ύπαρξη μικρού αριθμού αμοιβαίων κεφαλαίων προς διαχείριση), τότε το πιο πιθανό είναι να παρουσιάσει αυτό υψηλή επίδοση συναρτήσει της αυξημένης προσοχής που έχει να λαμβάνει». Ενώ αντίθετα οι διαχειριστές που διασπούν το χρόνο και τις προσπάθειές τους σε υπερβολικά μεγάλο αριθμό A/K τείνουν να είναι λιγότερο επιτυχημένοι. Εναλλακτικά, υψηλά κόστη συναλλαγών, διαχείρισης, ερευνητικής υποστήριξης και ανάλυσης αποσπών μέρος της αποτελεσματικότητάς τους. Επομένως διακρίνουμε ότι ένα μεγάλο ποσοστό της υπερβάλλουσας επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι ιδιοσυγκρατική και παραμένει ανεξήγητη από τις μεταβλητές των χαρακτηριστικών των A/K. Αυτό βέβαια δε σημαίνει ότι τα τελευταία δεν πρέπει να λαμβάνονται υπόψη, δεδομένου ότι η ίδια εμπειρική μελέτη έχει αποδείξει ότι οι επενδυτές που θέλουν μεγάλες αποδόσεις και επιλέγουν για το χαρτοφυλάκιό τους A/K σε ανώτερες θέσεις κατάταξης, τυγχάνουν θετικών αποτελεσμάτων.

4.1.5 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΟΥ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

(THE PERFORMANCE OF MUTUAL FUNDS IN THE PERIOD 1945 -1964

MICHAEL C. JENSEN)

Η συγκεκριμένη εμπειρική μελέτη, προϊόν του ίδιου του Jensen στον οποίο οφείλεται και η ύπαρξη του δείκτη μέτρησης της επίδοσης των διαχειριστών (Jensen ratio) άπτεται ενός πολύ σημαντικού χρηματοοικονομικού ζητήματος, της αξιολόγησης της επίδοσης των Α/Κ και κατ' επέκταση των διαχειριστών τους. Η αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων έχει δύο διαστάσεις: 1. Την ικανότητα των διαχειριστών να επιτύχουν υψηλές αποδόσεις προβλέποντας τη διαμόρφωση των τιμών μελλοντικά, και 2. Την ικανότητα των διαχειριστών να περιορίζουν την επικινδυνότητα του χαρτοφυλακίου, διαφοροποιώντας το με διαφορετικές κατηγορίες Α/Κ. Η μελέτη αυτή αποτέλεσε τη βάση για την ανάπτυξη του πολύ σημαντικού κριτηρίου για τη συμπεριφορά των διαχειριστών (Jensen ratio) και η θεωρία και μεθοδολογία έχει αναπτυχθεί σε προηγούμενο σχετικό κεφάλαιο, λόγω της θεμελιώδους αξίας τους.

Στην παρούσα φάση θα αναφερθούμε σε ορισμένα καταληκτικά σχόλια της μελέτης του:

- Στην πλειοψηφία τους οι διαχειριστές των 115 επιλεγμένων αμοιβαίων κεφαλαίων δεν ήταν σε θέση να προβλέψουν τις τιμές και την πορεία της αγοράς μελλοντικά και επομένως να ξεπεράσουν τις αποδόσεις της

τελευταίας. Επίσης, η απόδοση ενός A/K κατ' επιλογή δεν υπήρξε καλύτερη συγκριτικά με αυτή που θα πετύχαινε ένα A/K τυχαία επιλεγμένο.

- Αποδείχθηκε ότι η αποτυχία των διαχειριστών να προσαρμοστούν χρονικά και να ακολουθήσουν την αγορά ήταν τόσο μεγάλη, ώστε λόγω των μειωμένων αποδόσεων δεν ήταν σε θέση να καλύψουν ούτε καν τα κόστη συναλλαγών και διαχείρισης.
- Ο Jensen στη μελέτη του δε συμπεριέλαβε τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου, λαμβάνει όμως υπόψη του αυτό τον παράγοντα (stock picking) εναλλακτικά, στην περίπτωση που ο δείκτης Jensen δρα αντιφατικά με τις πραγματοποιηθείσες αποδόσεις. Με άλλα λόγια όταν ο συντελεστής Jensen είναι θετικός και θα έπρεπε να συνεπάγεται σημαντικές αποδόσεις για το αμοιβαίο κεφάλαιο, αλλά κάτι τέτοιο δεν αποδεικνύεται στην πράξη, τότε καταφεύγει ο ερευνητής στην κατά πάσα πιθανότητα λανθασμένη επιλογή αμοιβαίων κεφαλαίων για το χαρτοφυλάκιο.

4.1.6 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΑΘΟΡΙΣΜΟ ΤΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΙΚΩΝ ΚΙΝΗΤΡΩΝ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ Η ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΤΟΥΣ ΜΕ ΤΟ ΡΙΣΚΟ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ.

(INVESTOR RISK EVALUATION IN THE DETERMINATION OF MANAGEMENT INCENTIVES IN THE MUTUAL FUND INDUSTRY

MICHAEL K. BERKOWITZ, YEHUDA KOTOWITZ)

Η εμπειρική αυτή μελέτη εξετάζει τον τρόπο βάσει του οποίου οι επενδυτές αξιολογούν την επικινδυνότητα, προκειμένου να αποφασίσουν ποια αμοιβαία κεφάλαια θα επιλέξουν. Οι επενδυτές στην πράξη φαίνεται να χρησιμοποιούν διαθέσιμα στο ευρύ κοινό στοιχεία και να αποδίδουν την ίδια βαρύτητα στις αποφάσεις τους που αφορούν στην απόδοση και τον κίνδυνο της αγοράς, ενώ παράλληλα αγνοούν το διαφοροποιημένο κίνδυνο.

Επιπλέον, η εν λόγω εμπειρική μελέτη έχει εξετάσει την αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων σαν αγορά πώλησης υπηρεσιών διαχείρισης και αποδεικνύεται ότι η βελτιωμένη επίδοση σε οποιαδήποτε χρονική περίοδο έχει άμεσο και σημαντικό θετικό αντίκτυπο στα κέρδη της εταιρίας διαχείρισης, γι' αυτό και στην παρούσα ανάλυσή μου η επίδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι σχεδόν ταυτόσημη με την αντίστοιχη επίδοση των διαχειριστών. Επειδή τα διοικητικά στελέχη των διαχειριστριών εταιριών ανταμείβονται στη βάση της επίτευξης αποδόσεων προσαρμοσμένων στον κίνδυνο, προκύπτει ότι οι ουδέτεροι στον κίνδυνο διαχειριστές δεν έχουν κίνητρο να εκμεταλλευτούν το ρίσκο, εκτός και αν από αυτό προκύπτουν υψηλά επίπεδα απόδοσης.

Από τα αποτελέσματα που προέκυψαν διαπιστώνεται ότι οι επενδυτές διοχετεύουν τα κεφάλαιά τους σε πρόσφατα σταθερούς και αποτελεσματικούς διαχειριστές. Επίσης ένα είδος τμηματοποίησης της αγοράς φαίνεται να υπάρχει. Συγκεκριμένα, οι επενδυτές σε A/K με «βάρος» (load funds) ανταποκρίνονται λιγότερο σε δείγματα προηγούμενων επιδόσεων – σε σύγκριση με επενδυτές A/K «άνευ βάρους» (no-load funds) – γεγονός που δεικνύει ότι οι πρώτοι είναι λιγότερο πληροφορημένοι, και επομένως τα κίνητρα διαχειριστικής επίδοσης είναι πολύ αποδυναμωμένα στην περίπτωση αυτή.

Η ουσία είναι πάντως ότι η βελτιωμένη επίδοση έχει μια μεγάλη αθροιστικά, θετική και μακροπρόθεσμη επίδραση στη διαχείριση των αμοιβαίων κεφαλαίων και δημιουργεί ισχυρά κίνητρα για τους διαχειριστές να βελτιώσουν περαιτέρω την αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητά τους, ώστε να αυξήσουν την ανταμοιβή, «αποζημίωσή» τους σε όρους κερδών και μεριδίου αγοράς.

Ένα ακόμη πολύ σημαντικό στοιχείο που απορρέει από τη συγκεκριμένη εμπειρική μελέτη είναι ο τρόπος με βάση τον οποίο οι καταναλωτές εκτιμούν τον κίνδυνο, προτού αποφασίσουν σε ποια αμοιβαία θα επενδύσουν και ο αντίκτυπος που έχει αυτή η αξιολόγηση αβεβαιότητας στην παραπέρα εκτίμηση των διαχειριστικών κινήτρων. Ανάμεσα στα ποικίλα και ποιοτικώς διαφορετικά μέτρα αξιολόγησης της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται ευρέως, ο συντελεστής του Jensen, σύμφωνα με τον οποίο διαχωρίζεται η απόδοση και ο κίνδυνος στα συστατικά στοιχεία του, αποτελεί το καλύτερο μέτρο πρόβλεψης μελλοντικής επένδυσης, κάτι που συντέλεσε στο να επιλεγθεί και στην παρούσα εργασία ως δείκτης κριτικής της διοικητικής ικανότητας των διαχειριστών.

4.1.7 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΛΕΚΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΠΙΔΟΣΗ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΥΝΟΛΙΚΑ.

(MARKET TIMING, SELECTIVITY AND MUTUAL FUND PERFORMANCE: AN EMPIRICAL INVESTIGATION

CHENG-FEW LEE AND SHAFIOUR RAHMAN)

Η συγκεκριμένη μελέτη εξετάζει εμπειρικά το συγχρονισμό και την επιλεκτικότητα ως μεθόδους διαχείρισης των Α/Κ σε ένα δείγμα από αυτά. Χρησιμοποιεί μεθοδολογικά μια πολύ απλή παλινδρόμηση για να ξεχωρίσει τις δύο αυτές ικανότητες χρονικής προσαρμοστικότητας και επιλεκτικότητας των διαχειριστών. Η τεχνική αυτή, που προτάθηκε αρχικά από τους Treynor και Mazuy και στη συνέχεια βελτιώθηκε από τους Bhattacharya και Pfleiderer, χρησιμοποιεί μια μέθοδο Προσαρμοσμένης Γραμμής Αξιογράφων (SML) ώστε να διεξαχθούν μεμονωμένα συμπεράσματα για τις δύο αυτές ικανότητες. Οι εισροές του υποδείγματος που χρησιμοποιούνται είναι μόνο οι αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων και εκείνες του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Συνοπτικά, το εμπειρικό αποτέλεσμα επιδεικνύει όπως και προηγούμενη μελέτη ότι υπάρχουν δείγματα ανώτερης μικρο- και μακρο-προβλεπτικής ικανότητας από την πλευρά των διαχειριστών.

Όσον αφορά στη μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε, επιλέγηκαν 93 αμοιβαία κεφάλαια συνολικά και παρατηρήθηκαν οι υπερβάλλουσες αποδόσεις αυτών επί 87 μήνες (Ιανουάριος 1977 – Μάρτιος 1984). Η πρακτική που ακολουθήθηκε και υποστηρίζεται και από τον Fama (1972) είναι να διακριθούν οι προβλεπτικές ικανότητες των διαχειριστών σε δύο τμήματα: (1) Προβλέψεις για κινήσεις των τιμών των μεμονωμένων Α/Κ (μικρο-προβλέψεις) και (2) Προβλέψεις μεταβολών των

τιμών γενικά της αγοράς στο σύνολό της (μάκρο-προβλέψεις). Στο μικρο-επίπεδο γίνεται χρήση του Υποδείγματος Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων, το οποίο να σημειωθεί ότι με τις ανάλογες περιοριστικές υποθέσεις χρησιμοποιείται και στην ερευνητική μελέτη για τα ελληνικά αμοιβαία κεφάλαια που πραγματοποιήσα παρακάτω. Οι μάκρο-προβλέψεις στηρίζονται σε μελλοντικές πραγματοποιήσεις του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Ο διαχειριστής που διαθέτει αυτού του είδους την ικανότητα, θα επιχειρήσει να «επενδύσει» πάνω σε τυχόν προσδοκίες που μπορεί να έχει για τη συμπεριφορά της αγοράς και αφορούν την επόμενη περίοδο. Εάν πιστεύει ότι μπορεί να επιτύχει καλύτερα αποτελέσματα από το μέσο όρο των αναμενόμενων προβλέψεων περί μελλοντικών αποδόσεων της αγοράς, θα προσαρμόσει ανάλογα τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου του εν αναμονή των εξελίξεων. Συγκεκριμένα, αν προσδοκά ότι η αγορά θα έχει ανοδικές τάσεις, προτιμά να αυξήσει το ρίσκο του, δηλ. τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου, ώστε να αυξήσει αντίστοιχα και τις αποδόσεις του. Σε αντίθετη περίπτωση, θα προτιμήσει να ελαττώσει τις ζημιές του, χαμηλώνοντας αντίστοιχα το επίπεδο κινδύνου του χαρτοφυλακίου του.

Συμπερασματικά, θα λέγαμε ότι το άρθρο αυτό αναλύει θεωρητικά και οικονομετρικά ζητήματα προσδίδοντας ταυτότητα στα δύο χαρακτηριστικά της επίδοσης των Α/Κ. Τα εμπειρικά αποτελέσματα επικεντρώνονται στο προηγούμενα αναφερόμενο στοιχείο ότι δηλαδή διαπιστώνονται ορισμένες ικανότητες πρόβλεψης στους διαχειριστές των Α/Κ, που αυξάνουν την ποιότητα των ικανοτήτων τους. Αυτό το στοιχείο έχει μεγάλη σημασία. Οι διαχειριστές που δε διαθέτουν ικανότητες πρόβλεψης καθόλου, ίσως επιλέξουν μια καθολικά παθητική στρατηγική διαχείρισης και απλά να παράσχουν διαφοροποίηση στους επενδυτές τους.

Οι Lehman και Modest συνδύασαν την αξιολόγηση επίδοσης βάσει APT (Arbitrage Pricing Theory) με την τεχνική παλινδρόμησης των Treynor και Mazuy. Τα

αποτελέσματα και αυτής της συγκριτικής ανάλυσης μελετητών ήταν συμβατά με αυτά της υπό συζήτηση εμπειρικής μελέτης. Βρήκαν στατιστικά μη φυσιολογική επίδοση σε μέτρα χρόνου και επιλεκτικότητας για τα αμοιβαία κεφάλαια. Επίσης κατέδειξαν ότι τα αποτελέσματα έχουν ένα βαθμό ευαισθησίας ως προς το μέτρο αναφοράς που λαμβάνεται υπόψη κάθε φορά. Επίσης οι ερευνητές παρατήρησαν σε μεγάλο βαθμό ακόμη και αρνητικά μεγέθη επιλεκτικότητας A/K. Επιπλέον, στο σημείο αυτό πρέπει να προσθέσουμε ότι υπάρχει κατά την έρευνα των Kon και Henriksson αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στις ικανότητες Market Timing και Selectivity. Βάσει των δύο αυτών χαρακτηριστικών, εξετάστηκε ακόμη θεωρητικά και εμπειρικά – από τους Jagannathan και Korajczyk πώς να δημιουργηθεί ένα χροτοφυλάκιο, που θα επιδείκνυε θετική (ή αρνητική) χρονική επίδοση και αρνητική (ή θετική) επιλογή αξιόγραφων, μια και κατά τις αρχικές υποθέσεις τους, πραγματική ικανότητα χρονικής προσαρμοστικότητας και επιλεκτικότητας δεν υφίσταται.

4.1.8 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΔΟΣΗ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΜΕΣΑ ΑΠΟ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΥΠΟΘΕΤΙΚΩΝ ΜΕΤΡΩΝ ΜΕΣΑ ΑΠΟ ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΑΥΣΤΡΑΛΙΑΣ.

*(EVALUATING MANAGED FUND PERFORMANCE USING CONDITIONAL
MEASURES: AUSTRALIAN EVIDENCE
JULIA SAWICKI AND FRED ONG)*

Αρχικά οφείλουμε να επισημάνουμε μια από τις βαθύτερες αιτίες που παραθέτουμε το άρθρο αυτό, και είναι η διαφορετικότητα του απέναντι σε μεγάλο αριθμό μελετών, οι οποίες εξετάζουν τη διαχειριστική ικανότητα διαμόρφωσης της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων και μέχρι τώρα θεωρούνται ότι παρουσιάζουν μεγάλο βαθμό μεροληψίας, προκληθείσα από τη διαφοροποίηση του ρίσκου και των περιθωρίων κινδύνου. Αξιολογούμε εδώ την επίδοση των διαχειρισθέντων Α/Κ στην Αυστραλία για τα έτη 1983 – 1995, χρησιμοποιώντας μεταβλητές διαθέσιμες ως πληροφορίες στο ευρύ κοινό, όπως οι επιτοκιακές αποδόσεις, και οι μερισματικές αποδόσεις για την πρόβλεψη των αποδόσεων των μετοχών. Τα αποτελέσματα τελικά επιβεβαιώνουν το θεωρητικό υπόβαθρο της εμπειρικής μελέτης σχετικά με τη σημαντικότητα της χρήσης υποθετικών πληροφοριών, ειδικότερα μερισματικών αποδόσεων, για τη διεξαγωγή συμπερασμάτων αξιολόγησης της επίδοσης. Να σημειώσουμε εδώ ότι η επίδοση των διαχειριστών γίνεται σε σχέση με κάποια φυσιολογική, ή κανονική απόδοση.

Ο αντικειμενικός σκοπός της εμπειρικής αυτής μελέτης είναι να εξετάσει την επίδοση των υπό διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων στην Αυστραλία, χρησιμοποιώντας

μοντέλα υποθετικών μεταβλητών. Η επένδυση στην επίδοση των Α/Κ έχει αξιολογηθεί εκτεταμένα στις ΗΠΑ και τη Μεγάλη Βρετανία, εν αντιθέσει με την Αυστραλία όπου λίγες μόνο προσπάθειες ανάλυσης έχουν συντελεστεί και δημοσιευθεί. Μελέτες από τους Bird (1983) και Robson (1986) χρησιμοποιούν το μέτρο του Jensen και συμπεραίνουν ότι η συνολική επίδοση των Α/Κ ήταν μικρότερη από αυτή των δεικτών της αγοράς. Βέβαια τα αποτελέσματα στην Αμερική είναι πολύ πιο ισχυρά από άποψη σημαντικότητας σε σχέση με τα αποτελέσματα στην Αυστραλία.

Συμπερασματικά προκύπτει ότι η χρήση ανάλογης πληροφόρησης που αναφέρεται στη μελέτη αυτή προκαλεί τη διασπορά των συντελεστών Άλφα (που κρίνουν τη διαχειριστική ικανότητα των Α/Κ) προς τη θετική ή έστω μηδενική κατεύθυνση. Μέσα από την υιοθέτηση της εν λόγω μεθοδολογίας έχει παρατηρηθεί μείωση στους αρνητικούς συντελεστές διαχειριστικής ικανότητας. Σημειώνεται επομένως μια βελτίωση στην επίδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων έπειτα από τις διαχειριστικές προσπάθειες των διοικητικών στελεχών, που αποδίδεται κατά κύριο λόγο στην αρνητική συνδιακύμανση ανάμεσα στους συντελεστές Βήτα και τις αποδόσεις της αγοράς. Ο λόγος αυτής της αντίστροφης σχέσης είναι ότι οι διαχειριστές τείνουν να μειώνουν (αυξάνουν) την έκθεσή τους στην αγορά, όταν οι αποδόσεις είναι ψηλά (χαμηλά). Αυτή η μη λογική συμπεριφορά ίσως οφείλεται σε χρηματοροές Α/Κ ή μεταβολές στους Συντελεστές Βήτα. Άλλες περιοχές μελέτης στις οποίες δίδεται βάση είναι η «επιμονή» στην αγορά με την έννοια της συνέπειας των διαχειριστών, κατά την οποία οι πιο επίμονοι και σταθεροί διαχειριστές είναι εκείνοι που σημειώνουν εξαιρετικές επιδόσεις στα αμοιβαία κεφάλαια, που αυτοί διοικούν.

4.2 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕΤΑΞΥ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ

ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΤΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Παρακάτω παραθέτω μια συγκεντρωτική ανάλυση των αντικειμενικών στόχων, της μεθοδολογίας που ακολουθήθηκε και των αποτελεσμάτων που προέκυψαν από τις εμπειρικές μελέτες που διαπραγματευθήκαμε σε προηγούμενο στάδιο. Καθεμιά έχει τα δικά της σαφώς χαρακτηριστικά και διαφοροποιημένη επιμέρους στοχοθεσία, όμως όλες λίγο – πολύ συγκλίνουν στον κοινό τόπο ότι και σε προηγούμενες περιόδους, όταν διατελέστηκαν οι εμπειρικές μελέτες, όπως και σήμερα, οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων επιδεικνύουν χαμηλά επίπεδα ικανότητας συγχρονισμού και προσαρμοστικότητας στην αγορά, γεγονός που κατ' επέκταση αποκαλύπτει και μια περαιτέρω αδυναμία προβλεπτικής ικανότητας της αγοράς. Αυτό βέβαια δεν είναι ευχάριστη παρατήρηση για την πλειοψηφία των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων, εάν όμως συνδυάζεται με επιτυχημένη επιλογή A/K (Selectivity), που είναι ευτυχώς πιο συχνά παρατηρηθέν μέγεθος μπορεί να καταλήξει σε αυξημένες αποδόσεις, όπως θα αποδείξουμε παρακάτω, για διαχειριστές που να μην εμφανίζουν χαμηλούς συντελεστές χρονικής προσαρμοστικότητας και άρα κατέχουν χαμηλή θέση στην κατάταξη των διαχειριστών, αλλά παρόλο αυτά διακρίνονται για τις παραδόξως υψηλές τους αποδόσεις.

<u>ΕΜΠΕΙΡΙΚΟΙ ΜΕΛΕΤΗΤΕΣ</u>	<u>ΣΤΟΧΟΣ ΜΕΛΕΤΗΣ</u>	<u>ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΜΕΛΕΤΗΣ</u>	<u>ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ</u>
<u>NICOLAS P.B. BOLLEN, JEFFREY A. BUSSE</u>	ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ ΣΤΗΝ ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΙΚΟΤΗΤΑ	ΧΡΗΣΗ ΗΜΕΡΗΣΙΩΝ ΚΑΙ ΜΗΝΙΑΙΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΕΥΡΕΣΗ ΤΟΥ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗ MARKET TIMING	1) ΤΑ ΗΜΕΡΗΣΙΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΠΑΡΕΧΟΥΝ ΑΣΦΑΛΕΣΤΕΡΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ ΑΠΟ ΤΑ ΜΗΝΙΑΙΑ 2)ΒΡΕΘΗΚΕ ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑ ΣΥΓΧΡΟΝΙΣΜΟΥ ΤΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ 3)ΠΡΟΤΙΜΩΝΤΑΙ ΔΥΝΑΜΙΚΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΣΥΓΧΡΟΝΙΣΜΟΥ ΚΑΙ ΧΑΜΗΛΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΙΚΟΤΗΤΑ
<u>ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΦΙΛΙΠΠΑΣ</u>	ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ ΒΑΣΕΙ	ΕΞΕΤΑΖΟΝΤΑΙ ΟΙ ΜΗΝΙΑΙΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΓΙΑ	1)ΟΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΕΠΙΚΙΝΔΥΝΟΤΗΤΑΣ ΒΗΤΑ

	ΔΥΟ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ, SELECTIVITY ΚΑΙ MARKET TIMING	ΟΛΑ ΤΑ ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΥΧΑΙΑΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗΣ (JENSEN)	ΜΕΤΑΒΑΛΛΟΝΤΑΙ ΔΙΑΡΚΩΣ 2)ΟΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΕΣ Α/Κ ΔΕΝ ΕΠΙΔΕΙΚΝΟΥΝ ΜΕΓΑΛΕΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΕΣ ΣΥΓΧΡΟΝΙΣΜΟΥ 3)ΥΠΑΡΧΕΙ ΙΚΑΝΟΠΟΙΗΤΙΚΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ ΠΟΥ ΕΠΙΔΕΙΚΝΥΕΙ ΙΚΑΝΟΤΗΤΕΣ ΕΠΙΛΕΚΤΙΚΟΤΗΤΑΣ
<u>ΕΥΑ</u>	ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ	ΔΙΑΚΡΙΣΗ	ΟΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΕΣ
<u>LILJEBLOM</u>	ΕΠΙΔΟΣΗΣ	ΕΞΕΤΑΖΟΜΕΝΗ	ΠΡΟΦΑΝΩΣ ΔΕΝ
<u>ANDERS</u>	ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ	Σ ΠΕΡΙΟΔΟΥ ΣΕ	ΕΧΟΥΝ
<u>LOEFLUND)</u>	ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΕ ΜΙΚΡΗ ΑΓΟΡΑ ΚΑΙ ΣΕ ΟΡΟΥΣ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ ΤΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΚΑΙ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΤΩΝ Α/Κ	ΑΝΟΔΙΚΗ ΚΑΙ ΚΑΘΟΔΙΚΗ ΦΑΣΗ, ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΗ ΜΕΤΡΩΝ ΑΝΑΦΟΡΑΣ ΚΑΙ ΣΥΓΚΡΙΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ	ΚΑΤΑΝΟΗΣΕΙ ΤΗΝ ΑΞΙΑ ΤΟΥ ΣΥΓΧΡΟΝΙΣΜΟΥ ΓΙ' ΑΥΤΟ ΚΑΙ ΟΙ ΕΠΙΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥΣ ΚΥΜΑΝΘΗΚΑΝ ΣΕ ΧΑΜΗΛΟΤΕΡΑ ΑΠΟ ΤΑ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΑ ΕΠΙΠΕΔΑ

<u>LAURIE</u>	ΜΕΛΕΤΗ	ΣΕ	ΕΠΙΛΟΓΗ	1)ΜΕΓΑΛΟ ΠΟΣΟΣΤΟ
<u>BRATHER,</u>	ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ	ΠΟΥ	ΙΚΑΝΟΠΟΙΗΤΙΚ	ΤΗΣ
<u>WILLIAM J.</u>	ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ	ΚΑΙ	ΟΥ ΑΡΙΘΜΟΥ	ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΑΣ
<u>BERTIN,</u>	ΔΙΑΜΟΡΦΩΝΟΥΝ ΤΗΝ		ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ	ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ
<u>THOMAS</u>	ΕΠΙΔΟΣΗ	ΤΩΝ	ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ
<u>HENKER</u>	ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ		ΚΑΙ ΔΙΕΞΟΔΙΚΗ	ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΕΙΝΑΙ
	ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ,		ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ	ΙΔΙΟΣΥΓΚΡΑΤΙΚΗ
	ΣΥΝΔΕΣΗ		ΠΡΟΕΚΤΑΣΕΩΝ	ΚΑΙ ΠΑΡΑΜΕΝΕΙ
	ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ		ΤΩΝ	ΑΝΕΞΗΓΗΤΗ ΑΠΟ ΤΗ
	ΚΑΙ		ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚ	ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗ ΤΩΝ
	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗ		ΩΝ ΤΟΥΣ.	ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΤΩΝ
	ΤΑΣ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ			Α/Κ
	ΤΩΝ Α/Κ ΜΕ ΤΑ			2)ΒΡΕΘΗΚΕ ΟΤΙ «ΟΣΟ
	ΙΔΙΑΙΤΕΡΑ			ΠΕΡΙΣΣΟΤΕΡΟ
	ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ			ΧΡΟΝΟ ΑΦΙΕΡΩΝΕΙ
	ΤΟΥΣ			ΕΝΑ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ
				ΣΤΕΛΕΧΟΣ ΣΕ ΚΑΘΕ
				ΑΜΟΙΒΑΙΟ
				ΚΕΦΑΛΑΙΟ (ΜΙΚΡΟΣ
				ΑΡΙΘΜΟΣ Α/Κ) ΤΟΤΕ
				ΕΙΝΑΙ
				ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗ Η
				ΥΨΗΛΟΤΕΡΗ
				ΕΠΙΔΟΣΗ ΤΟΥΣ
				3)ΟΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΕΣ
				ΠΟΥ ΔΙΑΣΠΟΥΝ ΤΙΣ
				ΠΡΟΣΠΑΘΕΙΕΣ

			ΣΤΟΥΣ ΚΑΙ ΤΟ ΧΡΟΝΟ ΤΟΥΣ ΣΕ ΜΕΓΑΛΟ ΑΡΙΘΜΟ Α/Κ ΤΕΙΝΟΥΝ ΝΑ ΕΙΝΑΙ ΛΙΓΟΤΕΡΟ ΕΠΙΤΥΧΗΜΕΝΟΙ.
<u>MICHAEL C. JENSEN</u>	ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1945 - 1964	ΧΡΗΣΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΥΧΑΙΑΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗΣ JENSEN RATIO ΜΕΣΩ ΔΙΑΣΠΑΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ Α/Κ ΣΕ ΔΥΟ ΣΥΣΤΑΤΙΚΑ ΜΕΡΗ: ΤΗΝ ΠΡΟΒΛΕΨΙΜΟΤ ΗΤΑ ΚΑΙ ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣ Η	1)Η ΠΛΕΙΟΨΗΦΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ ΔΕΝ ΗΤΑΝ ΣΕ ΘΕΣΗ ΝΑ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙ ΤΗΝ ΠΟΡΕΙΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΝΑ ΠΡΟΣΠΕΡΑΣΕΙ ΤΙΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΥΤΗΣ 2)Η ΕΠΙΛΕΚΤΙΚΟΤΗΤΑ ΠΡΟΣΜΕΤΡΑΤΑΙ ΠΑΡΑΛΛΗΛΑ ΜΕ ΤΟ ΣΥΓΧΡΟΝΙΣΜΟ ΤΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ
<u>MICHAEL K. BERKOWITZ, YEHUDA KOTOWITZ</u>	ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΙΚΩΝ ΚΙΝΗΤΡΩΝ ΓΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ Α/Κ		1)ΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ ΔΙΟΧΕΤΕΥΟΥΝ ΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΤΟΥΣ ΣΕ ΠΡΟΣΦΑΤΑ ΣΤΑΘΕΡΟΥΣ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΥ

			<p>Σ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ</p> <p>2)Ο ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΕΠΙΚΙΝΔΥΝΟΤΗΤΑΣ JENSEN ΑΠΟΤΕΛΕΙ ΤΟ ΚΑΛΥΤΕΡΟ ΜΕΤΡΟ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΚΑΙ ΚΡΙΤΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ</p> <p>3)ΟΙ ΟΥΔΕΤΕΡΟΙ ΣΤΟΝ ΚΙΝΔΥΝΟ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΕΣ ΔΕΝ ΕΧΟΥΝ ΚΙΝΗΤΡΟ ΝΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΤΟΥΝ ΤΟ ΡΙΣΚΟ</p> <p>4)Η ΒΕΛΤΙΩΜΕΝΗ ΕΠΙΔΟΣΗ ΕΧΕΙ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗ ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΣΤΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΩΝ Α/Κ ΚΑΙ ΔΗΜΙΟΥΡΓΕΙ ΙΣΧΥΡΑ ΚΙΝΗΤΡΑ ΣΤΟΥΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΕΣ ΝΑ ΒΕΛΤΙΩΣΟΥΝ</p>
--	--	--	---

			ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΤΗΝ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤ ΗΤΑ ΤΟΥΣ
<u>CHENG- FEW LEE, SHAFIQUR RAHMAN</u>	ΕΡΕΥΝΑ ΠΕΡΙ ΣΥΓΧΡΟΝΙΣΜΟΥ ΚΑΙ ΕΠΙΛΕΚΤΙΚΟΤΗΤΑΣ	ΧΡΗΣΗ ΤΗΣ ΓΡΑΜΜΗΣ ΑΞΙΟΓΡΑΦΩΝ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΜΕ ΕΙΣΡΟΕΣ ΤΙΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ Α/Κ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΓΟΡΑΣ, ΧΡΗΣΗ C.A.P.M.	ΒΡΕΘΗΚΑΝ ΔΕΙΓΜΑΤΑ –ΣΕ ΜΙΚΡΟ ΒΑΘΜΟ ΟΜΩΣ – ΠΟΥ ΥΠΟΣΤΗΡΙΖΟΥΝ ΤΗΝ ΠΡΟΒΛΕΠΤΙΚΗ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ ΣΕ ΜΙΚΡΟ- ΚΑΙ ΜΑΚΡΟ- ΕΠΙΠΕΔΟ
<u>JULIA SAWICKI AND FRED ONG</u>	ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ Α/Κ ΤΗΣ ΑΥΣΤΡΑΛΙΑΣ	ΧΡΗΣΗ ΥΠΟΘΕΤΙΚΩΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩ Ν ΤΥΧΑΙΩΝ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΒΑΣΕΙ JENSEN RATIO, TREYNOR – MAZUY MODEL	1)Η ΒΕΛΤΙΩΜΕΝΗ ΕΠΙΔΟΣΗ ΟΦΕΙΛΕΤΑΙ ΣΤΗΝ ΑΡΝΗΤΙΚΗ ΣΥΝΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΟΥΣ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΒΗΤΑ ΚΑΙ ΤΗΝ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ 2)ΟΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΕΣ ΜΕ ΣΥΝΕΠΕΙΑ ΚΑΙ ΕΠΙΜΟΝΗ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΕΙΝΑΙ

			ΕΚΕΙΝΟΙ ΠΟΥ ΕΜΦΑΝΙΖΟΥΝ ΑΝΩΤΑΤΕΣ ΕΠΙΔΟΣΕΙΣ
--	--	--	--

ΜΕΤΡΗΣΗ

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

5.1 ΓΕΝΙΚΑ

Είναι γενικά αποδεκτό και ευρέως παραδεκτό ότι ο θεσμός των Αμοιβαίων κεφαλαίων γνώρισε σημαντική άνθιση τα τελευταία χρόνια σε παγκόσμιο επίπεδο, ιδιαίτερα από τη δεκαετία του 1990 και μετά όταν και παρατηρήθηκε μεγάλη εισροή κεφαλαίων στο συγκεκριμένο επενδυτικό κλάδο. Αίσθηση προκαλεί μάλιστα το γεγονός ότι στα μέσα του 1998 ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων παγκοσμίως ξεπέρασε τα 37.000, τα δε κεφάλαια που διαχειρίζονται, τα 8 τρις. δολάρια.

Η προηγούμενη ανάπτυξη πολλών και διαφορετικών υποδειγμάτων σχετικά με την απόδοση των χρεογράφων και κατ'επέκταση των αμοιβαίων κεφαλαίων – με θεμελιωτή τον Markowitz - , και οι εξελίξεις στο χώρο, σηματοδοτώντας την εξοικείωση του επενδυτικού κοινού με το θεσμό των αμοιβαίων κεφαλαίων, πυροδότησαν περαιτέρω το ενδιαφέρον του κόσμου για τη μέτρηση της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων. Κάτι τέτοιο κατέστησε δυνατή τη σύγκριση μεταξύ των κατηγοριών των αμοιβαίων κεφαλαίων και την αξιολόγηση των διαχειριστών τους. Διαμορφώθηκαν λοιπόν διαφορετικές μέθοδοι μέτρησης της αποτελεσματικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων, σύμφωνες τόσο με την κλασσική όσο και με τη σύγχρονη άποψη, κατά την οποία κατά καιρούς εμφανίστηκαν στον επενδυτικό χώρο διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων που πέτυχαν αποδόσεις σημαντικές και υψηλότερες από την αναμενόμενη και άλλοι που δεν πέτυχαν την ορθή αξιολόγηση των επιλογών, με αποτέλεσμα να μη «νικήσουν» την αγορά.

5.2 ΜΕΤΡΑ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

5.2.1 ΔΕΙΚΤΗΣ TREYNOR (1965)

Ο Jack 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. Περαιτέρω η επιπλέον απόδοση που δημιουργείται, προσαρμόζεται ανάλογα με το συστηματικό κίνδυνο στον οποίο εκτίθεται.

Συμβολίζοντας με $R(a/\kappa)$ την απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο, με $R(f)$ την ακίνδυνη απόδοση από επένδυση σε έντοκα γραμμάτια δημοσίου κατά την ίδια χρονική περίοδο και με $\beta(a/\kappa)$ το συστηματικό κίνδυνο βήτα του αμοιβαίου κεφαλαίου, ο δείκτης αξιολόγησης κατά τον Treynor είναι:

$$\text{TREYNOR RATIO (TR)} = [R(a/\kappa) - R(f)] / \beta(a/\kappa)$$

Ο δείκτης Treynor είναι απόλυτα σύμφωνος με την επικρατούσα άποψη ότι καλώς διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια εμφανίζουν μόνο συστηματικό κίνδυνο, καθώς μέσω της διαφοροποίησης εξαλείφουν εντελώς τον μη συστηματικό κίνδυνο. Επομένως χρησιμοποιώντας το συστηματικό κίνδυνο βήτα επιτυγχάνεται η δέουσα προσαρμογή στην απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου. Όμως προβλήματα μπορούν να

δημιουργηθούν υπό ορισμένες συνθήκες. Αυτά επιδίωξε να αντιμετωπίσει ο δείκτης του επόμενου μελετητή, του Sharpe.

5.2.2 ΔΕΙΚΤΗΣ SHARPE (1966)

Ο Sharpe αναγνώρισε την αξία του δείκτη του προηγούμενου μελετητή, πρότεινε όμως ένα δικό του δείκτη για τις περιπτώσεις εκείνες όπου ο δείκτης Treynor δεν αναμενόταν να έχει ικανοποιητική ικανότητα πρόβλεψης. Συγκεκριμένα:

$$\text{SHARPE RATIO (SR)} = [R(\alpha/\kappa) - R(f)] / \sigma(\alpha/\kappa)$$

Η μόνη διαφορά του δεύτερου δείκτη από τον προηγούμενο είναι ο παρονομαστής. Ο Sharpe αντικατέστησε τη μέτρηση του συστηματικού κινδύνου βήτα με το συνολικό κίνδυνο ενός χαρτοφυλακίου. Φυσικά εάν τα αμοιβαία κεφάλαια είναι πλήρως διαφοροποιημένα δεν αναμένεται σημαντική διαφορά στην κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων των δύο δεικτών. Διαφορά θα παρουσιαστεί εάν τα αμοιβαία κεφάλαια δεν είναι πλήρως διαφοροποιημένα οπότε ο δείκτης Sharpe θα περιλάβει και το μη συστηματικό κίνδυνο, που εισάγει η ατελής διαφοροποίηση με αποτέλεσμα την απόκλιση του από το δείκτη Treynor. Έτσι έμμεσα με τη χρήση και των δύο δεικτών εξετάζεται και ο βαθμός διαφοροποίησης που επιτυγχάνουν τα αμοιβαία κεφάλαια. Εάν οι διαφορές κατάταξης των αμοιβαίων κεφαλαίων μεταξύ των δύο δεικτών είναι ελάχιστες τότε θεωρείται ότι τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν επιτύχει μεγάλο βαθμό διαφοροποίησης και αντίστροφα. Βέβαια στο βαθμό που εξετάζονται ιστορικές τιμές, προσωρινά γεγονότα μπορεί να έχουν επιφέρει κάποιες αποκλίσεις στις αποδόσεις, που δεν εξηγούνται από το συστηματικό κίνδυνο, αλλά αντικατοπτρίζονται στο συνολικό κίνδυνο με μεγαλύτερη ακρίβεια. Έτσι ο συνολικός κίνδυνος (και κατά

συνέπεια ο δείκτης Sharpe) επιδεικνύει μεγαλύτερη ικανότητα μέτρησης του κινδύνου σε ιστορικές τιμές, εν αντιθέσει με το συστηματικό κίνδυνο (και κατά συνέπεια ο δείκτης Treynor) έχει μεγαλύτερη ικανότητα να προβλέπει μελλοντικές τιμές και επομένως την πρόβλεψη της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ο Sharpe διενεργώντας μια μελέτη σε δείγμα 34 αμερικάνικων αμοιβαίων κεφαλαίων και υπολογίζοντας τους δείκτες Sharpe και Treynor διαπίστωσε ότι τα αμοιβαία κεφάλαια με υψηλές αποδόσεις χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερη θετική διακύμανση σε σχέση με άλλα αμοιβαία κεφάλαια μικρότερων αποδόσεων. Επιπλέον – και με δεδομένη την ύπαρξη τέλειων αγορών – η αποδοτικότητα στο παρελθόν αναδεικνύεται η σημαντικότερη παράμετρος πρόβλεψης της αποδοτικότητας στο μέλλον.

Επίσης στη μελέτη αυτή έγινε λόγος και για την ικανότητα των διαχειριστών να επιτυγχάνουν ικανοποιητικές αποδόσεις. Παρόλο που κατά μέσο όρο τα αμοιβαία κεφάλαια επιλέγουν χαρτοφυλάκια παρόμοια με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς, εντούτοις το τελικό αποτέλεσμα είναι μια απόδοση μικρότερη της απόδοσης της αγοράς, με δεδομένο το κόστος διαχείρισης. Αυτό άμεσα θα μπορούσε να εκληφθεί ως ένας χαρακτηρισμός της ικανότητας των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων. Με άλλα λόγια τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν διαχειριστές που αδυνατούν να επιτύχουν αποδόσεις υψηλότερες από την απόδοση της αγοράς. Ως εκ τούτου η καθαρή τους απόδοση υπολείπεται της απόδοσης που επιτυγχάνεται από ένα αντιπροσωπευτικό χαρτοφυλάκιο της αγοράς, ή ένα τυχαία καλώς διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο. Βέβαια τίθεται και το θέμα της επαναληπτικότητας των αποδόσεων, μια και υπάρχουν διαχειριστές των οποίων η συμβολή είναι σημαντική για την επίτευξη επαναλαμβανόμενα υψηλότερων του μέσου όρου αποδόσεων. Και οι δύο δείκτες είναι σημαντικοί για τη χρησιμότητα που επιδεικνύουν ακόμη και σήμερα

στην κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων ανάλογα με την αποδοτικότητά τους. Εν συνεχεία πρέπει οι δείκτες να συγκριθούν με τους δείκτες άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς και έναν αντιπροσωπευτικό δείκτη του χρηματιστηρίου. Όσο μεγαλύτεροι είναι οι δείκτες Sharpe και Treynor σε σχέση με τους αντίστοιχους δείκτες άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων, τόσο καλύτερη είναι η κατάταξη και η αξιολόγηση του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η αδυναμία των δεικτών αυτών έγκειται το γεγονός ότι τα μεγέθη που χρησιμοποιούνται είναι μέσα μεγέθη, και η σύγκριση που γίνεται με το δείκτη του χρηματιστηρίου αλλά και μεταξύ τους στερείται της δυνατότητας στατιστικού ελέγχου. Το τελευταίο αυτό μειονέκτημα των παραπάνω δεικτών αντιμετωπίστηκε με επιτυχία από τον Jensen.

5.2.3 ΔΕΙΚΤΗΣ JENSEN (1968)

Ο Jensen ακολούθησε το παράδειγμα των προηγούμενων μελετητών αναδεικνύοντας μια νέα μέτρηση της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων βασισμένη στις νέες θεωρήσεις της διαφοροποίησης του κινδύνου μέσω της επιλογής του χαρτοφυλακίου και του υποδείγματος αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων. Χρησιμοποιώντας ως σημείο αναφοράς το υπόδειγμα αυτό ανέπτυξε την τεχνική αξιολόγησης της αποδοτικότητας ενός αμοιβαίου κεφαλαίου σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο, λαμβάνοντας υπόψη όχι μέσα μεγέθη αλλά ιστορικές αποδόσεις του μακροοικονομικού περιβάλλοντος, όπως αυτή αντικατοπτρίζεται στα επιτόκια και το δείκτη τιμών του χρηματιστηρίου. Περαιτέρω η τεχνική αυτή εξετάζει τη στατιστική σημαντικότητα της απόδοσης ενός αμοιβαίου κεφαλαίου να διαφοροποιείται από την απόδοση ενός ακίνδυνου αξιόγραφου αλλά και από την απόδοση του χαρτοφυλακίου

της αγοράς ανάλογα με τον κίνδυνο που εμφανίζει. Για την εφαρμογή αυτής της τεχνικής αξιολόγησης ο Jensen χρησιμοποίησε την παρακάτω παλινδρόμηση:

$$[R(\alpha/\kappa) - R(f)] = \alpha(\alpha/\kappa) + [\beta(\alpha/\kappa)(R(I) - R(f))] + e(\alpha/\kappa)$$

όπου, $R(\alpha/\kappa)$, $R(f)$, $R(I)$ είναι οι αποδόσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου, του εντόκου γραμματίου ελληνικού δημοσίου και του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου αντίστοιχα. Οι παράμετροι $\alpha(\alpha/\kappa)$, $\beta(\alpha/\kappa)$, είναι σταθεροί και εκτιμώνται από την παλινδρόμηση για το συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο και τη συγκεκριμένη περίοδο ανάλυσης. Τέλος το $e(\alpha/\kappa)$ συμβολίζει τις αποκλίσεις που εμφανίζει η απόδοση από τη γραμμή της παλινδρόμησης και έχει προσδοκώμενη τιμή ίση με το μηδέν (κυρίως για τέλεια διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια).

Η όλη χρησιμότητα της τεχνικής αυτής έγκειται στην ικανότητα προσδιορισμού ενός αξιόπιστου αμοιβαίου κεφαλαίου. Στην εν λόγω παλινδρόμηση ο όρος άλφα μετρά την ικανότητα των διαχειριστών να επιτύχουν αποδόσεις που θα υπερβαίνουν την αναμενόμενη απόδοση για τον κίνδυνο που εμφανίζουν και τα επιτόκια που επικρατούν, να μην επιτύχουν αποδόσεις λοιπόν διαφορετικές της αναμενόμενης, ή αποδόσεις που να υπολείπονται της αναμενόμενης. (Σύμφωνα με το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων και στο πλαίσιο μιας αποτελεσματικής κεφαλαιαγοράς, η αναμενόμενη απόδοση προσδιορίζεται από τη γραμμή αξιόγραφων στο επίπεδο κινδύνου του αμοιβαίου κεφαλαίου. Στο βαθμό που οι διαχειριστές ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι σε θέση να επιλέξουν ορθά κάποιο αξιόγραφο, η παράμετρος άλφα θα είναι στατιστικά σημαντική και μεγαλύτερη του μηδενός. Αντίθετα αν οι διαχειριστές δεν έχουν την ικανότητα να προβούν στη σωστή

διαφοροποίηση του κινδύνου ή στην επιλογή αμοιβαίων κεφαλαίων, που δεν είναι υπερτιμημένα, τότε είναι δυνατό τα αμοιβαία κεφάλαια να επιτύχουν αποδόσεις κατώτερες της αναμενόμενης. Στην περίπτωση αυτή η παράμετρος άλφα είναι αρνητική αλλά εξίσου σημαντική στατιστικά. Η ανυπαρξία στατιστικής σημαντικότητας της παραμέτρου άλφα (άλφα ίσο με το μηδέν) οδηγεί στο συμπέρασμα ότι το αμοιβαίο κεφάλαιο επιτυγχάνει απλά την αναμενόμενη απόδοση. Αντιθέτως το θετικό ή αρνητικό πρόσημο ενός παράγοντα άλφα στατιστικά σημαντικού πιστοποιεί την επιτυχία ή αποτυχία των διαχειριστών στην ορθή επιλογή ενός αξιόγραφου. Από έρευνες που διενεργήθηκαν διαπιστώνεται ότι οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων δε χαρακτηρίζονται από ιδιαίτερες ικανότητες επιλογής ή διαχείρισης χαρτοφυλακίου, ή ακόμη και από κατοχή ή αξιοποίηση ιδιωτικών πληροφοριών.

5.3 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ

5.3.1 ΕΠΑΝΑΛΗΠΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ

Η πρόβλεψη της απόδοσης της επόμενης περιόδου με βάση τη σημερινή απόδοση ή αλλιώς ο βαθμός επαναληπτικότητας της απόδοσης ερευνήθηκε μέσα από τις πρώτες προσπάθειες ανάλυσης της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ο Sharpe διαπίστωσε ότι ο δείκτης Sharpe και ιδιαίτερα ο δείκτης Treynor οδηγούν σε ικανή πρόβλεψη της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων για την επόμενη δεκαετία με βάση την κατάταξη στην προηγούμενη δεκαετία. Αντίθετα ο Jensen δεν

αναγνώρισε σημαντική πιθανότητα επανάληψης μιας καλής απόδοσης την επόμενη περίοδο. Πιο πρόσφατα η επαναληπτικότητα στην απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων ερευνήθηκε από διάφορους αναλυτές με διαφορετικά δείγματα και μεθοδολογίες και τελικά όσον αφορά στο άμεσο μέλλον τουλάχιστο διαπιστώθηκε σημαντική επαναληψιμότητα σε περιόδους από ένα έως τρία έτη. Ως προς το απώτερο μέλλον, τα συμπεράσματα που προέκυψαν είναι ότι η ιστορική αποδοτικότητα εμπεριέχει πληροφορίες για την αποδοτικότητα στις επόμενες περιόδους.

Η αποδοτικότητα που επιτυγχάνουν τα αμοιβαία κεφάλαια είναι ένα πρώτο στοιχείο που υποδηλώνει την ύπαρξη ικανότητας των διαχειριστών να εφαρμόσουν κατάλληλη επενδυτική πολιτική. Όμως δε θα πρέπει να παραβλεφθεί το γεγονός ότι η καλή αποδοτικότητα σε ένα συγκεκριμένο έτος μπορεί να οφείλεται σε τυχαίους παράγοντες και εξελίξεις στην κεφαλαιαγορά και όχι στις όποιες ικανότητες των διαχειριστών. Για να διαπιστωθούν αυτές οι ικανότητες, που τυχόν διαθέτουν, θα πρέπει να υπάρχει χρονική συνέχεια και συνέπεια στην αποδοτικότητα. Έτσι εάν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο έχει επιτύχει καλή αποδοτικότητα το ένα έτος αναμένεται να συνεχίσει με παρόμοια αποδοτικότητα και στο μέλλον.

Αντίθετα εάν ένα αμοιβαίο έχει καταλήξει σε κακή αποδοτικότητα το ένα έτος, είτε για λόγους τυχαίους ή κακής επενδυτικής πολιτικής, θα πρέπει στα επόμενα έτη να αντιστρέψει την εικόνα του και να οδηγηθεί σε καλή αποδοτικότητα. Εάν δεν παρατηρηθεί παρόμοια συμπεριφορά στην αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι πολύ δύσκολο να υιοθετηθεί η άποψη περί ύπαρξης διαχειριστικών ικανοτήτων.

Η ύπαρξη διαχειριστικών ικανοτήτων σε ορισμένους διαχειριστές είναι εξ 'ορισμού συνυφασμένη με την ύπαρξη επαναληπτικότητας στις σχετικές αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων. Διαχειριστές με σημαντικές ικανότητες αναμένονται να

επαναλαμβάνουν τις επιτυχίες τους. Ανάλογα, διαχειριστές με υποδεέστερες ικανότητες αναμένεται να επαναλαμβάνουν τις αποτυχίες τους. Βέβαια σε μια ανταγωνιστική αγορά οι συνεχείς αποτυχίες πρέπει να οδηγήσουν, είτε σε διάλυση του αμοιβαίου κεφαλαίου, είτε σε απόρριψη των ανίκανων διαχειριστών. Επίσης σε μια ώριμη αγορά η διαδικασία της μάθησης τους άπειρους διαχειριστές να βελτιώνουν τις αποδόσεις τους δια μέσω του χρόνου, ώστε η επαναληπτικότητα των κακών αποδόσεων να φθίνει. Όμως ο βαθμός ανταγωνισμού και ο τρόπος μέτρησης της αποδοτικότητας είναι πιθανό να μην επιτρέψει τη διακοπή της επαναληπτικότητας σε κακές αποδόσεις.

Η ικανότητα των διαχειριστών, εφόσον υπάρχει, αποτυπώνεται στην αποδοτικότητα του αμοιβαίου κεφαλαίου άσχετα με ποιο τρόπο εκφράζεται στο πλαίσιο της εφαρμογής της επενδυτικής πολιτικής. Μπορεί όμως να διακριθεί σε δύο διαστάσεις: α) Ικανότητα επιλογής Αξιόγραφων (Επιλεκτικότητα) και β) Ικανότητα επιλογής χρονικής τοποθέτησης (Συγχρονισμός). Η δυνατότητα διάκρισης μεταξύ των δύο ικανοτήτων επιτρέπει και την αξιολόγηση των διαχειριστών με βάση τις υπηρεσίες που προσφέρουν.

5.3.2 ΕΠΙΛΕΚΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΣΥΓΧΡΟΝΙΣΜΟΣ

Μια σημαντική συμβολή της χρηματοοικονομικής θεωρίας είναι η παροχή ενός συγκεκριμένου και εξειδικευμένου τρόπου μέτρησης της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων. Σύμφωνα με τον Fama η ικανότητα πρόβλεψης του διαχειριστή διακρίνεται σε δύο κατηγορίες: α) τις μικρο-προβλέψεις (micro forecasting), οι οποίες αναφέρονται στην ικανότητα πρόβλεψης των κινήσεων των μεμονωμένων μετοχών σε σχέση με την κίνηση του συνόλου των τιμών των μετοχών και β) τις μακρο-

προβλέψεις (macro forecasting), οι οποίες στην ικανότητα πρόβλεψης της πορείας των μετοχών γενικά ως προς την πορεία των επιτοκίων των τίτλων σταθερού εισοδήματος. Το πρώτο επιμέρους στοιχείο ονομάζεται συχνά «επιλογή μετοχών» ή «επιλεκτικότητα» (stock selection) / ταυτίζεται συχνά με την παράμετρο άλφα α του εκάστοτε υποδείγματος θεωριών κεφαλαιαγοράς /, ενώ το δεύτερο «συγχρονισμός» / ταυτίζεται συχνά με την παράμετρο β του εκάστοτε υποδείγματος θεωριών κεφαλαιαγοράς / (market timing).

Ορισμένοι διαχειριστές ισχυρίζονται ότι η διαχείριση του χαρτοφυλακίου βασίζεται σε προνομιακή πληροφόρηση. Εάν αυτό αληθεύει, τότε βασικό ρόλο στη διαχείριση θα αποτελεί η ποιότητα της πληροφόρησης που κατέχει ο διαχειριστής. Τα στοιχεία αυτά αποτελούν βασικές προϋποθέσεις που πρέπει να πληροί ένας επαγγελματίας διαχειριστής χαρτοφυλακίου. Επιπλέον, θα πρέπει να έχει τη δυνατότητα να ελαχιστοποιεί το μη συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου του.

Αναλυτικότερα, αν ένας διαχειριστής χαρτοφυλακίου έχει την ικανότητα να κάνει σωστές προβλέψεις όσον αφορά στις κινήσεις της αγοράς ή τις μεταβολές των επιτοκίων, τότε μπορεί να αλλάξει τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου του και να το προσαρμόσει σύμφωνα με τις νέες εξελίξεις της αγοράς. Για παράδειγμα ένας διαχειριστής μετοχικού χαρτοφυλακίου θα επέλεγε μετοχές υψηλών αποδόσεων (και συνεπώς υψηλού κινδύνου) για το χαρτοφυλάκιό του αν οι προβλέψεις του αναφέρονταν σε ανοδική αγορά. Η επιλογή αυτή θα οδηγήσει σε αύξηση του συστηματικού κινδύνου του χαρτοφυλακίου (υψηλός συντελεστής βήτα). Αντίθετα αν οι προβλέψεις του αναφέρονταν σε καθοδική αγορά θα μείωνε το συντελεστή βήτα του χαρτοφυλακίου, επιλέγοντας μετοχές χαμηλού κινδύνου (αμυντικές) και τοποθετώντας τα κεφάλαια σε άλλες βραχυπρόθεσμες και πιο ασφαλείς αποδόσεις (money market instruments), εξασφαλίζοντας έτσι αποδόσεις ανώτερες από τις

αποδόσεις της αγοράς, προσαρμοσμένες στον κίνδυνο. Επίσης ένας διαχειριστής χαρτοφυλακίου σταθερού εισοδήματος θα άλλαζε τη σταθμισμένη χρονική διάρκεια (duration) του χαρτοφυλακίου αν προσδοκούσε μεταβολές στο ύψος των επιτοκίων, αυξάνοντας τη σταθμισμένη χρονική διάρκεια υπό την προσδοκία πτώσης των επιτοκίων και αντιστρόφως. Υπό την προϋπόθεση ότι η στρατηγική αυτή θα εφαρμοστεί σωστά, παρέχει επίσης υψηλότερες αποδόσεις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο. Επίσης εάν ο διαχειριστής του χαρτοφυλακίου και οι αναλυτές του είναι σε θέση να επιλέγουν συνεχώς υποτιμημένα αξιόγραφα για ένα δεδομένο επίπεδο κινδύνου, τότε το χαρτοφυλάκιο αυτό θα παρουσιάσει επίσης υψηλή, προσαρμοσμένη στον κίνδυνο απόδοση.

Ο δεύτερος παράγοντας που πρέπει επίσης να ληφθεί υπόψη για την εκτίμηση των ικανοτήτων ενός διαχειριστή χαρτοφυλακίου είναι η ικανότητά του για πλήρη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Η αγορά ανταμείβει εκείνους τους επενδυτές που υφίστανται μόνο συστηματικό κίνδυνο (κίνδυνο αγοράς) και όχι μη συστηματικό κίνδυνο. Αυτό συμβαίνει επειδή η διαφοροποίηση εξαλείφει τον μη συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου. Κατά συνέπεια οι επενδυτές επιδιώκουν να διατηρούν πλήρως διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια. Το επίπεδο της διαφοροποίησης υπολογίζεται με τη συσχέτιση ανάμεσα στην απόδοση του χαρτοφυλακίου και την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Στην πραγματικότητα ένα πλήρως διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο είναι τέλεια συσχετισμένο με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς.

Είναι πολύ σημαντικό να γνωρίζουμε και τις δύο προϋποθέσεις που πρέπει να πληροί ένας διαχειριστής χαρτοφυλακίου, διότι κάποιες τεχνικές εκτίμησης λαμβάνουν υπόψη τους μόνο μία προϋπόθεση, όχι όμως και τις δύο, ενώ άλλες ελλιπώς βέβαια λαμβάνουν υπόψη τους και τις δύο, χωρίς όμως να κάνουν διαχωρισμό ανάμεσά τους.

5.4 ΜΕΤΡΗΣΗ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ

5.4.1 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ TREYNOR – MAZUY

Ένας ικανοποιητικός τρόπος μέτρησης της ικανότητας του συγχρονισμού είναι η απευθείας σύγκριση των αποδόσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου με τις αποδόσεις της αγοράς – μεθοδολογία την οποία θα χρησιμοποιήσουμε εδώ για να κατατάξουμε τα επιλεγθέντα αμοιβαία κεφάλαια και τους διαχειριστές τους βάσει της επαναληπτικότητας των αποδόσεών τους - . Διαγραμματικά οι Treynor και Mazuy παρουσίασαν τη στρατηγική αυτή με τη βοήθεια της χαρακτηριστικής γραμμής, η οποία συνιστά μια ευθεία με σταθερή κλίση εφόσον δεν αλλάξει η επικινδυνότητα του χαρτοφυλακίου και γύρω από αυτή θα παρατηρούνται ένα σύνολο σημείων με τη μορφή νέφους, το οποίο υποδηλώνει τις μεταβολές των τιμών των μετοχών του χαρτοφυλακίου, με κατανομή όσο το δυνατό μικρότερη, όσο πιο διαφοροποιημένο είναι το εν λόγω χαρτοφυλάκιο αναλογικά.

Η προσέγγιση των συγκεκριμένων αναλυτών βασίζεται σε ένα υπόδειγμα τετραγωνικής μορφής και την εφαρμογή των στοιχείων απόδοσης, βάσει της ακόλουθης τριτοβάθμιας σχέσης:

$$R(it) - R(ft) = a(i) + b(i)x(R(mt) - R(ft)) + c(i)x[(R(mt) - R(ft))^2] + u(it)$$

όπου, $R(it)$ η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου i κατά τη χρονική στιγμή t , $R(mt)$ η απόδοση της αγοράς κατά τη χρονική περίοδο t , $R(ft)$ η απόδοση της επένδυσης μηδενικού κινδύνου κατά τη χρονική περίοδο t , $u(it)$ μια τυχαία μεταβλητή που υποδηλώνει το σφάλμα, $a(i)$, $b(i)$, $c(i)$ οι παράμετροι που πρόκειται να εκτιμηθούν

από το υπόδειγμα. (Μάλιστα η παράμετρος άλφα $a(i)$ μετρά την ικανότητα του διαχειριστή να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity). Ως εκ τούτου η ικανοποιητική διαχείριση προϋποθέτει τιμές της παραμέτρου θετικές και στατιστικά σημαντικές.

5.4.2 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ HENRIKSSON – MERTON

Οι Henriksson και Merton υποθέτουν ότι η τιμή του συστηματικού κινδύνου των αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί να πάρει δύο τιμές, ανάλογα με το εάν η χρηματιστηριακή αγορά είναι ανοδική ($R(m) - R(f) > 0$), $b(iu)$ ή καθοδική ($R(m) - R(f) \leq 0$), $b(id)$.

Εάν ο διαχειριστής είναι ικανός να προβλέψει με επιτυχία την πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς, τότε θα τροποποιήσει τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου του ως εξής:

α) αν η χρηματιστηριακή αγορά βρίσκεται σε ανοδική φάση, τότε ο διαχειριστής μειώνει τα διαθέσιμά του και αυξάνει το ποσοστό των μετοχών στο χαρτοφυλάκιο του, αυξάνοντας παράλληλα και το συντελεστή βήτα.

β) αν η αγορά βρίσκεται σε καθοδική φάση, ο διαχειριστής περιορίζει το ποσοστό των μετοχών του, αυξάνοντας τα διαθέσιμά του ή τα χρεόγραφα σταθερής απόδοσης, μειώνοντας παράλληλα το συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου.

Για τον έλεγχο της ικανότητας συγχρονισμού, οι ερευνητές πρότειναν ένα υπόδειγμα με ψευδομεταβλητές:

$$R(it) = a(i) + (b(id) \times R(mt)) + (b(i0) \times R(mt) \times D(ut)) + u(it)$$

όπου,

$R(it) = R(it) - R(ft)$ είναι η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου $R(it)$ μείον το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο $R(ft)$, $R(mt) = R(mt) - R(ft)$ είναι η απόδοση του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου μείον το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, $u(it)$ είναι μια τυχαία μεταβλητή για τυχόν αποκλίσεις του υποδείγματος από την πραγματικότητα, $D(ut)$ είναι μια ψευδομεταβλητή που λαμβάνει την τιμή 1 αν $R(mt) > 0$ (ανοδική αγορά) και την τιμή 0 αν $R(mt) \leq 0$ (καθοδική αγορά), $b(id)$ η τιμή του συστηματικού κινδύνου του αμοιβαίου κεφαλαίου για πτωτικές αγορές, $b(iu)$ η τιμή του συστηματικού κινδύνου του αμοιβαίου κεφαλαίου για ανοδικές αγορές, και $b(i0)$ η διαφορά των συντελεστών βήτα μεταξύ των ανοδικών και καθοδικών αγορών ($b(iu) - b(id)$).

Βάσει του υποδείγματος αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων, το $a(i)$ είναι η λεγόμενη παράμετρος άλφα, που μετρά την επιλεκτικότητα, δηλαδή την επιπλέον απόδοση που επιτυγχάνει ένα αμοιβαίο κεφάλαιο. Η ικανότητα του διαχειριστή για μακροπροβλέψεις μπορεί να αξιολογηθεί χρησιμοποιώντας το γνωστό κριτήριο t για το συντελεστή $b(i0)$ (με την υπόθεση $b(i0) = 0$). Μια στατιστικά σημαντική θετική τιμή του συνεπάγεται ότι ο διαχειριστής άλλαξε τη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου του, με αποτέλεσμα να είναι πιο επικίνδυνο στις ανοδικές αγορές και λιγότερο επικίνδυνο στις καθοδικές αγορές. Στην αντίθετη περίπτωση, εάν $b(i0) \leq 0$ σημαίνει ότι ο διαχειριστής λανθασμένα βεβαίως δεν έλαβε υπόψη του τις μεταβολές της αγοράς και η διάρθρωση του χαρτοφυλακίου του παρέμεινε η ίδια, ή ακόμη χειρότερα ήταν σε αντίθετη κατεύθυνση από αυτή της χρηματιστηριακής αγοράς.

5.5 ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ

Από κοινωνική σκοπιά και με δεδομένο ότι τα τελευταία χρόνια ένα μεγάλο ποσοστό επενδύσεων πραγματοποιείται από επαγγελματίες διαχειριστές, η αξιολόγηση της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι ιδιαίτερης σπουδαιότητας, γιατί πρέπει να γνωρίζουμε εάν οι διαχειριστές ως ομάδα προσθέτουν αξία στα χαρτοφυλάκια που διαχειρίζονται, ή αν απλά προκαλούν σπατάλες πόρων μέσω του υψηλού κόστους συναλλαγών, που δημιουργεί η ενεργητική διαχείριση. Σε μικρο-επίπεδο είναι πολύ σημαντικό για τον επενδυτή που τοποθετεί τα κεφάλαιά του στην επαγγελματική διαχείριση, να αξιολογεί τις επιδόσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου που επιλέγει σε σχέση με τα υπόλοιπα, αλλά και να κατανοεί την πολιτική που θα ακολουθήσει ο διαχειριστής, ώστε να είναι σε θέση να διακρίνει αν τελικά την ακολούθησε και σε ποιο βαθμό. Θα πρέπει δηλαδή να είναι σε θέση να απαντήσει σε ερωτήματα, όπως:

- α) Πόσο διαφοροποιημένο είναι το διαχειριζόμενο χαρτοφυλάκιο, β) Πόσο συχνά εκμεταλλεύεται βραχυπρόθεσμα ο διαχειριστής τις μεταβολές των τιμών, γ) Ποια είναι η αναλογία του χαρτοφυλακίου σε μετοχές και ομολογίες και σε ποιο βαθμό αλλάζει η αναλογία αυτή.

Εάν παρατηρήσουμε προσεκτικά τις επιδόσεις των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων, διαπιστώνουμε ότι κάποιοι διαχειριστές πέτυχαν καλύτερη απόδοση από ένα «παθητικό» χαρτοφυλάκιο, όπως αυτό του Γενικού Δείκτη του χρηματιστηρίου, ενώ άλλοι πέτυχαν χειρότερη. Ένας διαχειριστής Α/Κ μπορεί να επιτύχει κανονικά κέρδη εάν έχει την ικανότητα να επιλέγει υποτιμημένα αξιόγραφα και δεύτερον με κατάλληλες κινήσεις να τοποθετείται στην αγορά αγοράζοντας ή πωλώντας μετοχές ή άλλα αξιόγραφα σταθερού εισοδήματος. Συνεπώς, οποιαδήποτε ανάλυση της

ικανότητας των διαχειριστών πρέπει να περιλαμβάνει την ικανότητα επιλογής των αξιόγραφων και την ικανότητα συγχρονισμού των κινήσεών του.

Στις ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές συγκροτείται η επιτροπή αμοιβών των διαχειριστών (compensation committee), η οποία χρειάζεται πληροφορίες για τη σχετική επίδοσή τους. Εάν ένας διαχειριστής A/K συστηματικά επιτυγχάνει υψηλότερες αποδόσεις από ένα παθητικό χαρτοφυλάκιο ισοδύναμου κινδύνου, τότε ο διαχειριστής θα λάβει μια επιπλέον αμοιβή. Από την άλλη πλευρά αν ένας διαχειριστής επιτυγχάνει συστηματικά χαμηλότερες αποδόσεις από ένα παθητικό χαρτοφυλάκιο ισοδύναμου κινδύνου, τότε ίσως θα έπρεπε να αντικατασταθεί.

Από τη μεριά τους οι επενδυτές χρειάζονται αυτά τα στοιχεία γιατί προσπαθούν να επιλέξουν το κατάλληλο αμοιβαίο κεφάλαιο, χρησιμοποιώντας παρελθούσες πληροφορίες για την επίδοση των διαχειριστών. Εάν η αγορά δεν είναι αποτελεσματική, τότε ίσως ο καλύτερος διαχειριστής του παρελθόντος παραμείνει ο καλύτερος και στο μέλλον. Όμως εάν η αγορά είναι αποτελεσματική, τότε η παρελθούσα απόδοση κατά μέσο όρο δε μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την πρόβλεψη της αντίστοιχης μελλοντικής. Εντούτοις δεν είναι καθόλου απίθανο κάποιος να ανακαλύψει μερικούς καλούς διαχειριστές οι οποίοι να υπερείχαν της αγοράς (beat the market) και στο παρελθόν και στο μέλλον.

**ΔΕΔΟΜΕΝΑ, ΠΡΟΕΛΕΥΣΗ
ΚΑΙ
ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΜΕΛΕΤΗΣ**

6.1 ΔΕΔΟΜΕΝΑ

6.1.1 ΠΗΓΕΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

Ξεκινώντας το ερευνητικό κομμάτι της εργασίας μου χρειάστηκε η ανεύρεση και η χρήση δεδομένων που αφορούν στην υπό μελέτη περίοδο για το σύνολο των αμοιβαίων κεφαλαίων που υπήρχαν στην αγορά το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και φυσικά διατήρησαν τη βιωσιμότητά τους για όλη τη διάρκεια της περιόδου, η οποία σημειώνεται ότι είναι δεκάχρονη και περιλαμβάνει τα έτη 1993 έως και 2003. Η προέλευση των δεδομένων πραγματοποιήθηκε από το site της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών (ΕΘΕ), ενώ σημαντικές πληροφορίες ήμουν σε θέση να αποσπάσω από την πλήρως ενημερωμένη βάση δεδομένων Data Stream όπως αυτή διατίθεται στους φοιτητές του Πανεπιστημίου Πειραιά, στα πλαίσια του εξομοιωμένου Dealing Room όπως διαθέτει το Εργαστήριο Πληροφορικής.

6.1.2 ΦΥΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

Η μορφή των δεδομένων που χρησιμοποιήθηκαν αρχικά προτού υποστούν την ανάλογη επεξεργασία τους, ήταν σε όρους Αμοιβαίων Κεφαλαίων οι Καθαρές Τιμές τους, όπως αυτές λαμβάνονταν κάθε μήνα για τα έτη 1993 – 2003 συνεχόμενα. Οι καθαρές τιμές λαμβάνονταν πιο συγκεκριμένα στο τέλος κάθε μήνα της περιόδου. Επειδή όμως οι καθαρές τιμές των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν είναι εύχρηστες, εν συνεχεία υπήρξε επεξεργασία αυτών και προέκυψαν οι αντίστοιχες αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων, τις οποίες χρησιμοποιήσαμε και επεξεργαστήκαμε περαιτέρω σ' όλο το φάσμα της υπόλοιπης εργασίας.

Εκτός όμως από τις καθαρές τιμές των μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων που ενδιαφέρει ιδιαίτερα, η λήψη δεδομένων αφορούσε και στις αντίστοιχες μηνιαίες τιμές του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, καθώς η σύγκριση των επιλεγόμενων μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων θα γίνει με βάση το διαμορφωμένο χαρτοφυλάκιο της αγοράς, που θα περιλαμβάνει όλο το εύρος των μετοχών της και άρα θα στηρίζεται στο γενικό δείκτη, που αναφέραμε προηγουμένως. Εξάλλου, τελικά η αξιολόγηση των Α/Κ θα αφορά στο αν το αμοιβαίο κεφάλαιο κινείται παράλληλα ή όχι και προς ποια κατεύθυνση ως προς την αγορά και αν αποτελούν αξιόπιστη λύση επένδυσης ή όχι.

Στη συνέχεια βρέθηκαν και οι αποδόσεις του Εντόκου Γραμματίου του Ελληνικού Δημοσίου (ΕΓΕΔ) και πάλι συναρτήσει της ίδιας περιόδου αναφοράς, που συνιστούν ουσιαστικά την ποσοστιαία απόδοση μηδενικού κινδύνου. Πρόκειται στην πράξη για την απόδοση που ούτως ή άλλως θα μπορούσε να επιτύχει ο επενδυτής, τοποθετώντας τα χρήματά του σε ομόλογα του δημοσίου. Αυτό θα χρησιμοποιηθεί σε πολύ αρχική φάση, ώστε από τις αποδόσεις των Α/Κ να διαμορφωθούν οι υπερβάλλουσες αυτών, από τις οποίες έχει αφαιρεθεί η προηγούμενη, σίγουρη, άνευ κινδύνου απόδοση. Ενδιαφέρει ιδιαίτερα η επιπλέον απόδοση από τη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου με τα αμοιβαία, μια και επιχειρείται να διαπιστωθεί το συγκριτικό πλεονέκτημα αυτής της επενδυτικής επιλογής, έναντι άλλων. Κατά συνέπεια, τα μεγέθη που θα προκύψουν σε όρους καθαρών πλέον αποδόσεων θα είναι πιο κατανοητά, σαφή, μετρήσιμα για τη διεξαγωγή συμπερασμάτων και επιπλέον συγκρίσιμα μεταξύ διαφορετικών χρονικών περιόδων και γεωγραφικών περιοχών.

Στο σημείο αυτό θα ήθελα να σημειώσω ότι ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων που επιλέχθηκε, δεν ήταν τυχαίος αλλά συγκεκριμένος και αφορά στο συνολικό αριθμό των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων, που υπήρχαν διαθέσιμα στην αγορά την

περίοδο που μελετάμε. Θέλοντας να είμαι πιο αναλυτική παραθέτω αμέσως παρακάτω τη λίστα με τα 13 μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, των οποίων τη συμπεριφορά μελέτησα επί σειρά δέκα ετών 1993 – 2003.

- **EGNATIA OLYMPIA DOMESTIC EQUITY FUND**
- **HSBC GREEK EQUITY FUND**
- **ALPHA TRUST GROWTH DOM FUND**
- **ALPHA DOMESTIC EQUITY FUND**
- **INTERAMERICAN DYNAMIC EQUITY MUTUAL FUND**
- **ING PIRAEUS DOM. EQUITY FUND**
- **DELOS BLUE CHIPS FUND**
- **OMEGA - SOGEN INVEST DOMESTIC EQUITY FUND**
- **ALPHA BLUE CHIPS DOMESTIC EQUITY FUND**
- **ERMIS DYNAMIC DOMESTIC EQUITY FUND**
- **ABG DOMESTIC EQUITY MUTUAL FUND**

- **EUROPEAN RELIANCE GROWTH FUND**

- **ASPIS GREEK EQUITIES FUND**

6.1.3 ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

Σύμφωνα με τα δεδομένα που αφορούν στις αποδόσεις, όπως αυτές ελήφθησαν από το site της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών παραθέτω παρακάτω τους πίνακες υπερβαλλουσών αποδόσεων, έχοντας αφαιρέσει δηλαδή την απόδοση του εντόκου γραμματίου του Ελληνικού Δημοσίου, το οποίο θεωρώ ότι αποτελεί επιτοκιακή απόδοση άνευ κινδύνου.

Οι πίνακες περιλαμβάνουν τις μηνιαίες υπερβάλλουσες αποδόσεις για 13 αμοιβαία κεφάλαια και επί μία σειρά 10 ετών, 1993-2003.

Πίνακας 6.1 : Υπερβάλλουσες μηνιαίες Αποδόσεις Αμοιβαίων Κεφαλαίων Περιόδου

1993 - 2003

Ημερομηνία	EUROP. RGF	ASPIS GEF	ALPHA BCDEF	ALPHA DOM	EGNATIA
30/12/1993					
31/1/1994	-0,0453998	0,0529677	-0,0548598	0,0372111	0,0753558
28/2/1994	-0,0310722	-0,0063595	-0,0173524	-0,0107382	-0,0159470
31/3/1994	-0,0643613	-0,0378951	-0,0307137	-0,0492478	-0,0313501
28/4/1994	-0,0574968	-0,0258087	-0,0197998	-0,0225352	-0,0484838
31/5/1994	-0,1641169	-0,1088023	-0,1005505	-0,0896728	-0,1775212
30/6/1994	0,0234425	-0,0297333	-0,0193994	-0,0215775	-0,0207235
29/7/1994	0,0248535	0,0031591	0,0143255	0,0025005	0,0238759
31/8/1994	0,0153792	-0,0005502	0,0019679	0,0035842	0,0322294
30/9/1994	-0,0248989	-0,0122372	-0,0219363	-0,0260520	-0,0285791
31/10/1994	-0,0765217	-0,0438447	-0,0593249	-0,0640727	-0,0793159
30/11/1994	0,0128016	0,0130419	0,0095949	0,0286777	0,0248465
31/12/1994	0,0034968	-0,0529267	0,0098867	-0,0084833	-0,0376200
31/1/1995	-0,0889137	-0,0492714	-0,1178043	-0,0750758	-0,1054061
28/2/1995	-0,0214596	-0,0008310	-0,0016101	0,0053054	-0,0137197
31/3/1995	-0,0048216	-0,0082385	-0,0055612	0,0029502	0,0064253
28/4/1995	-0,0085063	-0,0121128	-0,0263477	0,0012511	-0,0220303
31/5/1995	0,0235059	0,0346670	0,0265837	0,0351811	0,0224770
30/6/1995	0,0027901	-0,0011431	0,0164402	0,0131659	0,0073233
31/7/1995	0,0623108	0,0388806	0,0578109	0,0858962	0,0665321
31/8/1995	-0,0383273	-0,0228705	-0,0175819	-0,0596774	-0,0227552
29/9/1995	-0,0128409	0,0016538	-0,0054791	-0,0373901	-0,0185524
31/10/1995	-0,0160249	-0,0059043	-0,0266978	0,0046324	-0,0034321

30/11/1995	-0,0517585	-0,0297662	-0,0504046	-0,0346374	-0,0319508
31/12/1995	0,0187634	0,0047025	0,0154444	0,0060797	0,0157364
31/1/1996	0,0430184	0,0205298	0,0262331	0,0575517	0,0593662
29/2/1996	-0,0167166	-0,0151793	-0,0052995	-0,0378427	-0,0291655
29/3/1996	-0,0339031	-0,0241540	-0,0372249	-0,0403259	-0,0364630
30/4/1996	-0,0802102	-0,1140552	-0,0780439	-0,0880123	-0,0753464
31/5/1996	-0,0006524	0,0163907	0,0019935	-0,0208211	-0,0000269
28/6/1996	-0,0080869	-0,0147112	0,0030082	-0,0664998	-0,0039108
31/7/1996	-0,0343766	-0,0015036	-0,0240794	-0,0260682	-0,0217099
30/8/1996	0,0443908	0,0234274	0,0520563	0,0714719	0,0394247
30/9/1996	-0,0181938	-0,0171672	-0,0164215	-0,0181034	-0,0170364
31/10/1996	-0,0575398	-0,0529657	-0,0520109	-0,0497338	-0,0373343
29/11/1996	-0,0294148	-0,0112032	-0,0136914	-0,0555838	-0,0297734
31/12/1996	-0,0093333	0,0237092	-0,0037113	-0,0195022	0,0000713
31/1/1997	0,1198774	0,1068261	0,1033312	0,1575548	0,2001204
28/2/1997	0,0807156	0,0436808	0,1178961	0,0774268	0,0869004
31/3/1997	0,0267657	0,0074871	0,0231725	0,0521390	0,0325477
30/4/1997	0,0583276	0,0317284	0,0445037	0,0299486	0,0475511
30/5/1997	0,1316679	0,0876844	0,1121997	0,0970712	0,1032166
30/6/1997	-0,0683203	-0,0243016	-0,0353221	-0,0551891	-0,0628313
31/7/1997	0,0423163	0,0196839	0,0287373	0,0603175	0,0239876
29/8/1997	-0,0628361	-0,0307695	-0,0549268	-0,0950201	-0,0509247
30/9/1997	0,1179709	0,0831506	0,1017663	0,1476745	0,1217361
31/10/1997	-0,1786942	-0,1266693	-0,1391962	-0,1527645	-0,1657132
28/11/1997	-0,0113474	-0,0057279	0,0053562	0,0390367	-0,0164553
31/12/1997	-0,0064108	0,0062923	-0,0150396	-0,1175275	-0,0064807
30/1/1998	-0,0892417	-0,0359066	-0,0938257	0,0108037	-0,0561429
27/2/1998	0,0023821	0,0064730	0,0145948	0,0102310	-0,0062487
31/3/1998	0,2565167	0,1705713	0,2706197	0,1806492	0,2988969

30/4/1998	0,2360702	0,1439102	0,1849095	0,2570912	0,2587408
29/5/1998	0,0185122	0,0017301	0,0662774	0,0871690	-0,0325347
30/6/1998	-0,0600635	-0,0880925	-0,1015086	-0,0597395	-0,0760838
31/7/1998	0,1501159	0,1186936	0,1069063	0,1541243	0,1533852
31/8/1998	-0,2059985	-0,1685937	-0,1845724	-0,1756926	-0,1492437
30/9/1998	-0,0410193	-0,0306422	-0,0513781	-0,0407981	-0,0328334
30/10/1998	0,0130950	-0,0062898	-0,0122209	0,0141204	-0,0038843
30/11/1998	0,1377299	0,0938035	0,1238243	0,1545013	0,1393495
31/12/1998	0,0293007	0,0467402	0,0323696	0,0514842	0,0697794
29/1/1999	0,1290615	0,0916555	0,1117483	0,2001683	0,1796595
26/2/1999	0,0441455	0,0656594	0,0415607	0,1119506	0,1296950
31/3/1999	0,0264622	-0,0076085	0,0118086	0,0083619	0,0018341
30/4/1999	0,0566211	0,0782047	0,0750277	0,0989687	0,0672069
28/5/1999	0,1143717	0,1072913	0,1093191	0,0973305	0,1255465
30/6/1999	0,0623439	0,0595266	0,0185735	0,0138901	0,1121786
30/7/1999	0,1238223	0,0873865	0,0903302	0,0814942	0,1038132
31/8/1999	0,2126117	0,1814509	0,2263858	0,2234881	0,2488212
30/9/1999	0,0849138	0,0754300	0,0897697	0,0954259	0,0617379
29/10/1999	-0,0391585	0,0050114	0,0265564	0,0864445	0,0493516
30/11/1999	0,0323795	0,0079067	0,0177797	0,0298342	0,0201468
31/12/1999	-0,0576261	-0,0873104	-0,0273973	-0,0557458	-0,0819130
31/1/2000	-0,0962113	-0,0664540	-0,0700749	-0,0655419	-0,0897257
29/2/2000	0,0008878	-0,0601882	-0,0041714	-0,0253648	-0,0237447
31/3/2000	-0,0808396	-0,0648858	-0,0574519	-0,0913226	-0,0966706
27/4/2000	-0,1276413	-0,1328244	-0,1194977	-0,1631814	-0,1467187
31/5/2000	0,0727269	0,0746398	0,0724410	0,1311304	0,1205449
30/6/2000	-0,1181980	-0,0917968	-0,1079740	-0,1289809	-0,1238441
31/7/2000	-0,0134015	-0,0194887	-0,0184257	-0,0176467	-0,0186609
31/8/2000	-0,1138320	-0,1095447	-0,0756526	-0,1352082	-0,1402554

29/9/2000	0,1026167	0,0764756	0,1015784	0,0818079	0,0673441
31/10/2000	-0,0976928	-0,1124119	-0,0983092	-0,1389177	-0,1351130
30/11/2000	-0,1311151	-0,1461814	-0,1190799	-0,1387617	-0,1455225
31/12/2000	0,0132232	-0,0111665	0,0208371	0,0134387	0,0100488
31/1/2001	-0,0536687	-0,0580736	-0,0681334	-0,0851929	-0,0910147
28/2/2001	-0,0409828	0,0056400	-0,0287330	-0,0030539	-0,0179880
30/3/2001	-0,0198556	-0,0388908	-0,0189484	-0,0019810	-0,0084831
30/4/2001	0,0620735	0,0172757	0,0527944	0,0414755	0,0556026
31/5/2001	-0,0663921	-0,0805868	-0,0734414	-0,0754411	-0,0821647
29/6/2001	-0,1269163	-0,1133196	-0,1020556	-0,1011265	-0,1213577
31/7/2001	0,0022781	-0,0009819	-0,0048227	-0,0075301	-0,0078281
31/8/2001	0,0176913	0,0138066	0,0070161	0,0157311	0,0059253
28/9/2001	-0,1939891	-0,2086649	-0,2070450	-0,2289352	-0,1881138
31/10/2001	0,0751114	0,0455013	0,0856724	0,0840312	0,0817595
30/11/2001	0,0723965	0,0509922	0,0871048	0,0919174	0,0763100
31/12/2001	-0,0371675	-0,0354019	-0,0396322	-0,0396449	-0,0322451
31/1/2002	0,0018335	-0,0202599	-0,0034991	-0,0028615	0,0573307
28/2/2002	-0,0964381	-0,0619736	-0,0948060	-0,0990273	-0,0804415
29/3/2002	-0,0258525	-0,0242684	-0,0217140	-0,0204748	-0,0141851
30/4/2002	-0,0119861	-0,0301107	-0,0228055	-0,0238060	-0,0117182
31/5/2002	0,0291001	-0,0021954	0,0237171	0,0256611	0,0177840
28/6/2002	-0,0233736	-0,0218048	-0,0241269	-0,0276499	-0,0136375
31/7/2002	-0,0561846	-0,0540479	-0,0584905	-0,0579096	-0,0581731
30/8/2002	-0,0051019	-0,0020660	0,0048246	0,0014512	0,0060094
30/9/2002	-0,1294270	-0,1333202	-0,1318992	-0,1386674	-0,0896488
31/10/2002	-0,0235359	-0,0375115	-0,0225573	-0,0213456	-0,0202421
29/11/2002	0,0360536	0,0370117	0,0453529	0,0449252	0,0487952
31/12/2002	-0,0619307	-0,0989180	-0,0786666	-0,0858521	-0,0394100
31/1/2003	-0,0386133	-0,0504377	-0,0366475	-0,0469504	-0,0247586

28/2/2003	-0,0329715	-0,0608682	-0,0346616	-0,0363196	-0,0313212
31/3/2003	-0,0727338	-0,0637752	-0,0807008	-0,0803336	-0,0386288
30/4/2003	0,1106301	0,0875143	0,1217802	0,1262198	0,0823206
30/5/2003	0,0164958	-0,0132114	0,0173015	0,0202869	0,0084053
30/6/2003	0,0766695	0,0784519	0,0893205	0,1034073	0,0670507
31/7/2003	0,1269688	0,0659379	0,1111558	0,1253549	0,1208097
29/8/2003	0,0098069	0,0007976	0,0170968	0,0213322	0,0337812
30/9/2003	-0,0829042	-0,1299819	-0,0778520	-0,0867083	-0,0668870
31/10/2003	0,0502685	0,0218786	0,0426142	0,0488123	0,0561932
28/11/2003	0,0137108	-0,0029958	0,0259799	0,0275942	0,0288217
31/12/2003	0,0404983	-0,0127052	0,0400346	0,0408395	0,0455031

Ημερομηνία	OMEGA	ALPHA TRUST	INTERAM DYN	HSBC GREQ
31/12/1993				
31/1/1994	-0,0738668	-0,0179363	0,0517968	0,0704865
28/2/1994	-0,0152135	-0,0070994	-0,0113307	0,0170017
31/3/1994	-0,0345369	-0,0523283	-0,0506709	-0,0246740
28/4/1994	-0,0178360	-0,0296190	-0,0272470	-0,0098723
31/5/1994	-0,0614374	-0,0993078	-0,1443469	-0,0581292
30/6/1994	-0,0205585	-0,0153294	-0,0130885	-0,0034202
29/7/1994	0,0088974	0,0348788	0,0181443	0,0292356
31/8/1994	0,0010595	-0,0021108	0,0195726	0,0325405
30/9/1994	-0,0248646	-0,0178926	-0,0220138	-0,0264923
31/10/1994	-0,0367406	-0,0314572	-0,0557167	-0,0603034
30/11/1994	0,0101663	0,0126914	0,0187820	0,0210378
31/12/1994	-0,1095088	0,0172997	0,0096672	-0,0332201
31/1/1995	-0,0566441	-0,1410807	-0,1019586	-0,0585036

28/2/1995	0,0023647	0,0113359	0,0104618	0,0239775
31/3/1995	0,0084916	-0,0236675	0,0125157	-0,0126346
28/4/1995	-0,0169615	-0,0214536	-0,0131481	-0,0151133
31/5/1995	0,0239496	0,0309697	0,0435947	0,0327246
30/6/1995	-0,0133907	0,0041364	0,0114226	0,0117693
31/7/1995	0,0451279	0,1086638	0,0705320	0,0504449
31/8/1995	-0,0312199	0,0165966	-0,0514343	-0,0254484
29/9/1995	-0,0244753	0,0321142	-0,0155274	0,0016274
31/10/1995	0,0033442	-0,0064750	0,0261234	0,0374362
30/11/1995	-0,0211460	-0,0455478	-0,0401296	-0,0412598
31/12/1995	0,0090515	0,0155746	0,0018855	0,0070565
31/1/1996	0,0120533	-0,0456191	0,0393003	0,0642960
29/2/1996	-0,0187174	-0,0154363	-0,0109193	-0,0069353
29/3/1996	-0,0295815	-0,0408579	-0,0179027	-0,0186972
30/4/1996	-0,0945736	-0,0732829	-0,0915276	-0,0890010
31/5/1996	-0,0009713	-0,0115640	-0,0072888	0,0155695
28/6/1996	-0,0140183	-0,0169959	-0,0045121	-0,0095862
31/7/1996	-0,0277507	-0,0104249	-0,0186533	-0,0119195
30/8/1996	0,0552317	0,0395840	0,0535703	0,0554093
30/9/1996	-0,0149798	-0,0301193	-0,0172365	-0,0216950
31/10/1996	-0,0545845	-0,0483111	-0,0479423	-0,0262203
29/11/1996	-0,0338442	-0,0145246	-0,0436096	-0,0240000
31/12/1996	-0,0002779	-0,0050650	0,0065456	0,0114834
31/1/1997	0,0823792	0,0899601	0,1571614	0,1280903
28/2/1997	0,0902392	0,0682122	0,0798856	0,0980908
31/3/1997	0,0334972	0,0137833	0,0327483	0,0091188
30/4/1997	0,0595346	0,0780973	0,0696448	0,0754013
30/5/1997	0,0832370	0,1094505	0,1048167	0,1149327
30/6/1997	-0,0125424	-0,0552844	-0,0279386	-0,0431195

31/7/1997	0,0278551	0,0555776	0,0261159	0,0332161
29/8/1997	-0,0468255	-0,0691298	-0,0572183	-0,0621570
30/9/1997	0,1265753	0,1460543	0,1061725	0,1486192
31/10/1997	-0,1319768	-0,1318094	-0,1574369	-0,1606330
28/11/1997	0,0048892	0,0273836	-0,0186375	0,0390260
31/12/1997	-0,0131225	0,0111254	-0,0074436	-0,0262995
30/1/1998	-0,0463036	-0,0077082	-0,0607922	0,0413868
27/2/1998	0,0156311	0,0421121	-0,0002794	0,0100747
31/3/1998	0,2564143	0,2172204	0,3044841	0,2135773
30/4/1998	0,2160895	0,3469867	0,2340051	0,2666511
29/5/1998	0,0009996	0,1083446	0,0265047	0,1111195
30/6/1998	-0,0938984	-0,1226415	-0,0887194	-0,0712277
31/7/1998	0,1231947	0,1258612	0,1632899	0,1221814
31/8/1998	-0,1800993	-0,1453127	-0,1830195	-0,1634020
30/9/1998	-0,0296239	-0,0539821	-0,0378944	-0,0325944
30/10/1998	-0,0099167	-0,0129577	0,0157434	0,0045568
30/11/1998	0,1246659	0,1303389	0,1327216	0,1239069
31/12/1998	0,0593651	0,0269442	0,0574568	0,0437916
29/1/1999	0,1309010	0,1270839	0,1238379	0,1308565
26/2/1999	0,0876697	0,1062242	0,0491588	0,0849883
31/3/1999	-0,0030856	0,0109068	0,0118692	0,0083682
30/4/1999	0,0853447	0,0986011	0,0673357	0,0503273
28/5/1999	0,1049438	0,1506091	0,0955881	0,1766351
30/6/1999	0,0560461	0,1099860	0,0233870	0,0834206
30/7/1999	0,0828297	0,1662620	0,0910187	0,1216896
31/8/1999	0,2429571	0,2739798	0,2085060	0,2243167
30/9/1999	0,0264858	0,0976116	0,0911604	0,0768371
29/10/1999	0,0646021	0,0404155	0,0183274	0,0379631
30/11/1999	0,0482796	0,0310017	0,0269281	0,0428567

31/12/1999	-0,0665924	-0,1017417	-0,0318869	-0,0623321
31/1/2000	-0,0819433	-0,0831594	-0,0821750	-0,0798101
29/2/2000	0,1050930	-0,1198755	-0,0013044	0,0463336
31/3/2000	-0,0885769	-0,0831976	-0,0705237	-0,1057754
27/4/2000	-0,1291667	-0,1533248	-0,1412134	-0,1305973
31/5/2000	0,1046185	0,1237753	0,0783549	0,1022646
30/6/2000	-0,1042311	-0,1534913	-0,1165978	-0,1193102
31/7/2000	-0,0128916	-0,0301358	-0,0209712	-0,0220585
31/8/2000	-0,1326816	-0,1235758	-0,1035922	-0,1226958
29/9/2000	0,0630574	0,1107283	0,1115344	0,0798514
31/10/2000	-0,1239561	-0,1378582	-0,0996573	-0,1030401
30/11/2000	-0,1380683	-0,1552521	-0,1385793	-0,1357487
31/12/2000	0,0180723	0,0272614	0,0218987	0,0102297
31/1/2001	-0,1029489	-0,0885890	-0,0746010	-0,0868736
28/2/2001	-0,0137740	-0,0003020	-0,0328811	-0,0258489
30/3/2001	-0,0128141	-0,0000014	-0,0216312	-0,0077140
30/4/2001	0,0515578	0,0363715	0,0616237	0,0436048
31/5/2001	-0,0612066	-0,0910173	-0,0490389	-0,0517141
29/6/2001	-0,0992400	-0,0955190	-0,1103641	-0,1185808
31/7/2001	-0,0111514	0,0145642	-0,0244778	-0,0056940
31/8/2001	0,0065526	0,0156681	0,0125626	0,0090135
28/9/2001	-0,1854507	-0,2680141	-0,2273036	-0,1923125
31/10/2001	0,0798135	0,0721792	0,0868896	0,0801348
30/11/2001	0,0762436	0,1185128	0,0854923	0,0866228
31/12/2001	-0,0311949	-0,0386680	-0,0392115	-0,0234841
31/1/2002	0,0130200	0,0143809	-0,0020693	0,0093818
28/2/2002	-0,0968567	-0,1006989	-0,0966702	-0,0785604
29/3/2002	-0,0119074	-0,0221222	-0,0218847	-0,0203653
30/4/2002	-0,0074573	-0,0391601	-0,0269667	-0,0068899

31/5/2002	0,0206265	0,0370692	0,0358878	0,0062218
28/6/2002	-0,0173590	-0,0416500	-0,0230934	-0,0201910
31/7/2002	-0,0573087	-0,0709073	-0,0451048	-0,0577814
30/8/2002	-0,0084113	-0,0533955	-0,0000791	0,0075220
30/9/2002	-0,1286740	-0,1577273	-0,1210070	-0,1195654
31/10/2002	-0,0012841	-0,0208492	-0,0174553	-0,0136692
29/11/2002	0,0276447	0,0468407	0,0238200	0,0429406
31/12/2002	-0,0609890	-0,0858996	-0,0633443	-0,0570750
31/1/2003	-0,0399787	-0,0858841	-0,0354586	-0,0310926
28/2/2003	-0,0362531	-0,0453903	-0,0248300	-0,0165058
31/3/2003	-0,0637944	-0,0864220	-0,0753103	-0,0434616
30/4/2003	0,0941021	0,1058168	0,0943906	0,0854697
30/5/2003	0,0008307	0,0175331	0,0071352	0,0107430
30/6/2003	0,0588390	0,0657500	0,0433861	0,0657062
31/7/2003	0,1272323	0,1093256	0,0714782	0,1057285
29/8/2003	0,0274942	0,0254337	0,0165136	0,0544274
30/9/2003	-0,0981011	-0,0611080	-0,0585081	-0,0630974
31/10/2003	0,0422193	0,0381506	0,0266687	0,0487553
28/11/2003	0,0210897	0,0228921	0,0225648	0,0299095
31/12/2003	0,0384810	0,0386355	0,0433756	0,0457779

Ημερομηνία	ING PIR	ABG DOMEQ	DELOS BCF	ERMIS DYN
31/12/1993				
31/1/1994	-0,0148873	-0,0968449	0,0755775	-0,0426473
28/2/1994	-0,0214481	-0,0069582	-0,0104969	-0,0323282
31/3/1994	-0,0726447	-0,0485536	-0,0676758	-0,0555141
28/4/1994	-0,0417258	-0,0004900	-0,0377444	-0,0265430
31/5/1994	-0,1613113	-0,0607115	-0,1392274	-0,1432686
30/6/1994	-0,0192662	-0,0111183	-0,0169422	-0,0157453
29/7/1994	0,0114400	-0,0015758	0,0016284	0,0051899
31/8/1994	0,0108903	-0,0023742	0,0022730	0,0050324
30/9/1994	-0,0300969	-0,0188291	-0,0180017	-0,0222775
31/10/1994	-0,0759969	-0,0599787	-0,0741089	-0,0591433
30/11/1994	0,0259996	0,0164186	0,0249243	0,0115003
31/12/1994	-0,0019170	-0,0890115	-0,0306682	0,0124007
31/1/1995	-0,0883262	-0,0989271	-0,0950990	-0,1079340
28/2/1995	-0,0061038	-0,0214454	-0,0097127	-0,0031301
31/3/1995	0,0068859	-0,0109164	-0,0023718	-0,0025690
28/4/1995	-0,0180917	-0,0226072	-0,0121846	-0,0089038
31/5/1995	0,0332917	0,0197232	0,0548618	0,0438757
30/6/1995	0,0092719	-0,0096563	0,0030449	0,0134820
31/7/1995	0,0601379	0,0415179	0,0653443	0,0356805
31/8/1995	-0,0282166	-0,0455771	-0,0378796	-0,0360036
29/9/1995	-0,0267090	-0,0320168	-0,0213616	-0,0198488
31/10/1995	-0,0282758	-0,0079598	-0,0229905	0,0005648
30/11/1995	-0,0537511	-0,0377594	-0,0487797	-0,0275122
31/12/1995	0,0197734	0,0031808	0,0151243	0,0289533
31/1/1996	0,0714100	-0,0128120	0,0446156	0,0259505
29/2/1996	-0,0163068	-0,0356720	-0,0048739	-0,0340612

29/3/1996	-0,0197476	-0,0474729	-0,0308217	-0,0295588
30/4/1996	-0,0558981	-0,0812072	-0,1053894	-0,0922572
31/5/1996	-0,0019047	0,0231479	0,0116090	-0,0063291
28/6/1996	-0,0035229	-0,0102723	-0,0225950	-0,0261365
31/7/1996	-0,0290891	-0,0431934	-0,0282011	-0,0543390
30/8/1996	0,0348229	0,0363950	0,0900764	0,0766494
30/9/1996	-0,0140394	-0,0313995	-0,0069415	-0,0071033
31/10/1996	-0,0427081	-0,0404620	-0,0562308	-0,0757872
29/11/1996	-0,0478258	-0,0537958	-0,0380064	-0,0159954
31/12/1996	0,0053283	-0,0143900	0,0046714	0,0062788
31/1/1997	0,1553926	0,1566641	0,1814961	0,0808902
28/2/1997	0,0955046	0,0835917	0,0894154	0,1216186
31/3/1997	0,0379197	0,0169013	0,0417829	-0,0098879
30/4/1997	0,0780309	0,0534575	0,0532554	0,0663138
30/5/1997	0,1219150	0,0816810	0,0924872	0,0898947
30/6/1997	-0,0647978	-0,0429192	-0,0504226	-0,0542620
31/7/1997	0,0470754	0,0101807	0,0303812	0,0249656
29/8/1997	-0,0624230	-0,0467928	-0,0662989	-0,0572025
30/9/1997	0,1374232	0,1090663	0,1336341	0,1097802
31/10/1997	-0,1758374	-0,1571573	-0,1743451	-0,1629508
28/11/1997	0,0008985	-0,0112586	-0,0230538	-0,0191543
31/12/1997	-0,0101737	-0,0057446	-0,0033807	-0,0202800
30/1/1998	-0,0407370	-0,0611428	-0,0558394	-0,0748665
27/2/1998	-0,0055728	0,0046074	0,0124000	-0,0097821
31/3/1998	0,3334279	0,2799143	0,2748403	0,2765915
30/4/1998	0,2761381	0,2153534	0,2620081	0,2544312
29/5/1998	0,0125538	0,0241534	0,0413232	0,0446603
30/6/1998	-0,1097740	-0,0784036	-0,0941474	-0,0763182
31/7/1998	0,1608525	0,1353729	0,1550955	0,1532546

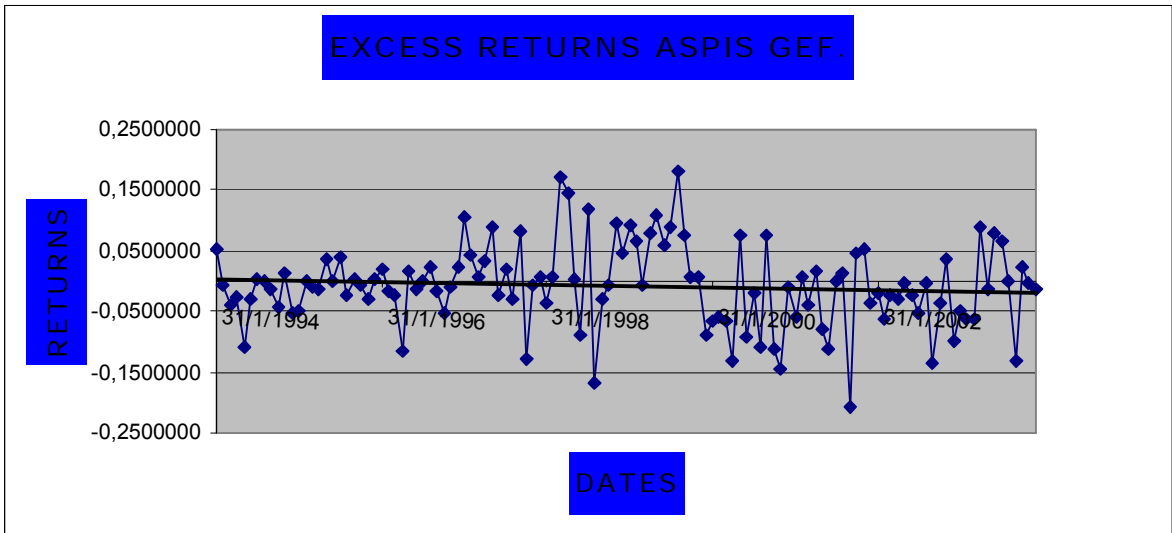
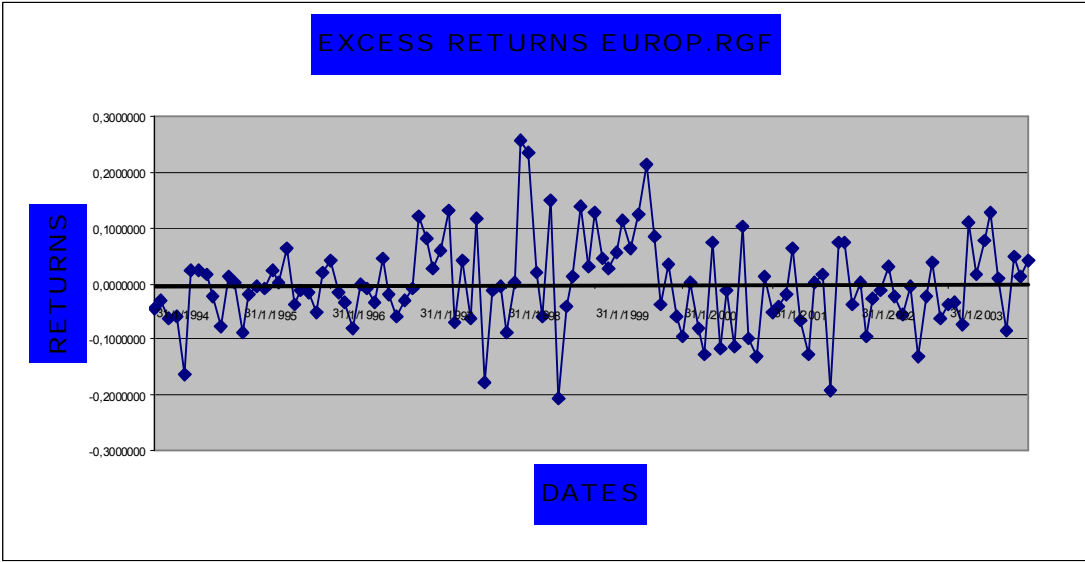
31/8/1998	-0,2015312	-0,1787741	-0,2021566	-0,1661601
30/9/1998	-0,0410660	-0,0294590	-0,0315386	-0,0354947
30/10/1998	0,0189949	-0,0068315	-0,0075199	0,0182613
30/11/1998	0,1410106	0,1229423	0,1441942	0,1208064
31/12/1998	0,0594477	0,0373400	0,0527724	0,0416916
29/1/1999	0,1340143	0,1031528	0,1101328	0,1395401
26/2/1999	0,0540424	0,0582146	0,0797677	0,1143830
31/3/1999	-0,0029122	-0,0075870	-0,0149784	0,0434610
30/4/1999	0,0801074	0,0929440	0,0792870	0,0751700
28/5/1999	0,1105323	0,0838760	0,1084588	0,1079483
30/6/1999	0,0527170	0,0193714	0,0397941	0,0501134
30/7/1999	0,1086460	0,0674394	0,0679046	0,0804423
31/8/1999	0,2179229	0,1940935	0,2101189	0,2153051
30/9/1999	0,0815725	0,0808778	0,0931703	0,0800988
29/10/1999	0,0283805	0,0530096	0,0351786	0,0701675
30/11/1999	0,0301396	0,0214560	0,0274259	0,0263875
31/12/1999	-0,0694654	-0,0165859	-0,0500144	-0,0747930
31/1/2000	-0,0604159	-0,0909097	-0,0705293	-0,0638266
29/2/2000	-0,0128858	0,0149370	-0,0307085	-0,0481120
31/3/2000	-0,0893204	-0,0555827	-0,0740422	-0,0968727
27/4/2000	-0,1468737	-0,1575448	-0,1419133	-0,1444999
31/5/2000	0,1048198	0,0911826	0,0956709	0,1236896
30/6/2000	-0,1306839	-0,1272189	-0,1372472	-0,1375768
31/7/2000	-0,0146266	-0,0102519	-0,0235306	-0,0101808
31/8/2000	-0,1078489	-0,0984794	-0,1089613	-0,1079626
29/9/2000	0,0956285	0,1069205	0,1105774	0,1163654
31/10/2000	-0,1125015	-0,1166598	-0,1187766	-0,1396003
30/11/2000	-0,1565242	-0,1434869	-0,1482770	-0,1543873
31/12/2000	0,0192975	0,0454372	0,0216026	0,0221467

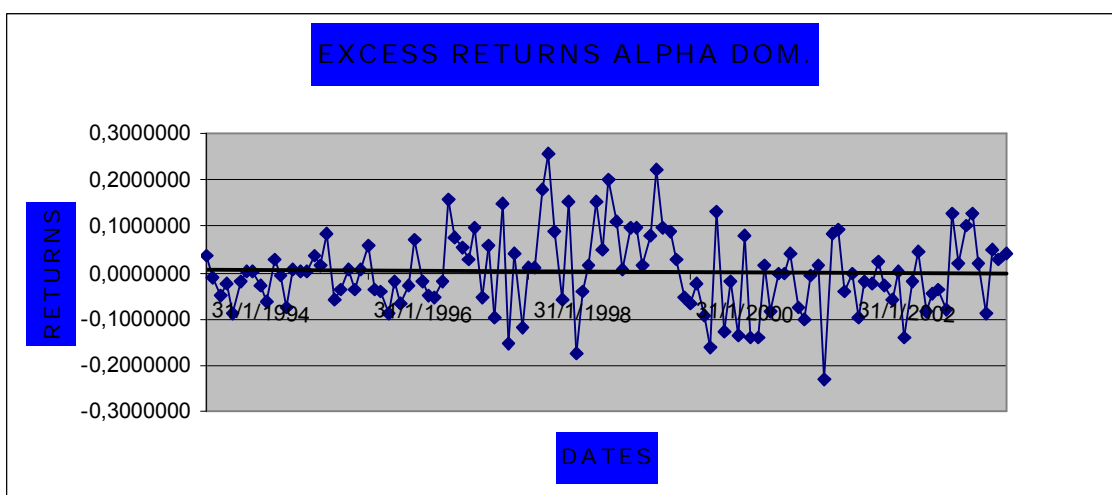
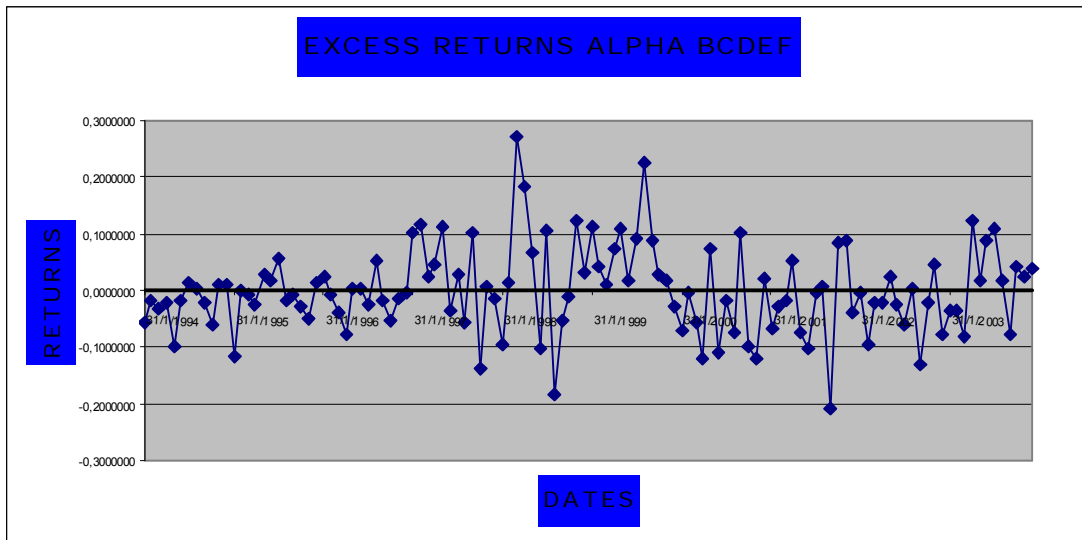
31/1/2001	-0,0587662	-0,0915184	-0,0906212	-0,0843891
28/2/2001	-0,0509822	-0,0531414	-0,0145189	-0,0030789
30/3/2001	-0,0103264	0,0042785	-0,0218325	-0,0129797
30/4/2001	0,0626425	0,0689471	0,0485458	0,0516468
31/5/2001	-0,0648435	-0,0602394	-0,0751599	-0,0798429
29/6/2001	-0,1310726	-0,1202677	-0,1170383	-0,1219389
31/7/2001	-0,0153983	-0,0083623	-0,0166699	-0,0094950
31/8/2001	0,0201394	0,0190945	0,0062286	0,0185233
28/9/2001	-0,2405592	-0,2152677	-0,2313673	-0,2288565
31/10/2001	0,0856643	0,0961311	0,0942178	0,0928366
30/11/2001	0,0773818	0,0647571	0,0938682	0,1153805
31/12/2001	-0,0435464	-0,0287751	-0,0417660	-0,0455208
31/1/2002	-0,0006023	-0,0224975	-0,0017763	0,0029402
28/2/2002	-0,0958012	-0,1136913	-0,1049587	-0,1085386
29/3/2002	-0,0251302	-0,0466761	-0,0260007	-0,0363884
30/4/2002	-0,0276696	-0,0407085	-0,0200067	-0,0262405
31/5/2002	0,0376352	0,0268187	0,0259213	0,0297318
28/6/2002	-0,0246928	-0,0241467	-0,0228500	-0,0280642
31/7/2002	-0,0459489	-0,0730901	-0,0519887	-0,0615238
30/8/2002	-0,0072817	-0,0074270	-0,0010932	-0,0051660
30/9/2002	-0,1232604	-0,1410889	-0,1290490	-0,1411648
31/10/2002	-0,0146074	-0,0215086	-0,0210828	-0,0376342
29/11/2002	0,0260357	0,0585385	0,0405030	0,0476948
31/12/2002	-0,0437159	-0,0716669	-0,0762955	-0,0837845
31/1/2003	-0,0147013	-0,0438948	-0,0469566	-0,0394350
28/2/2003	-0,0213097	-0,0409126	-0,0435113	-0,0464387
31/3/2003	-0,0717369	-0,0634231	-0,0828978	-0,0863278
30/4/2003	0,0778094	0,1234817	0,1071161	0,1245500
30/5/2003	0,0073451	0,0222691	0,0164600	0,0083004

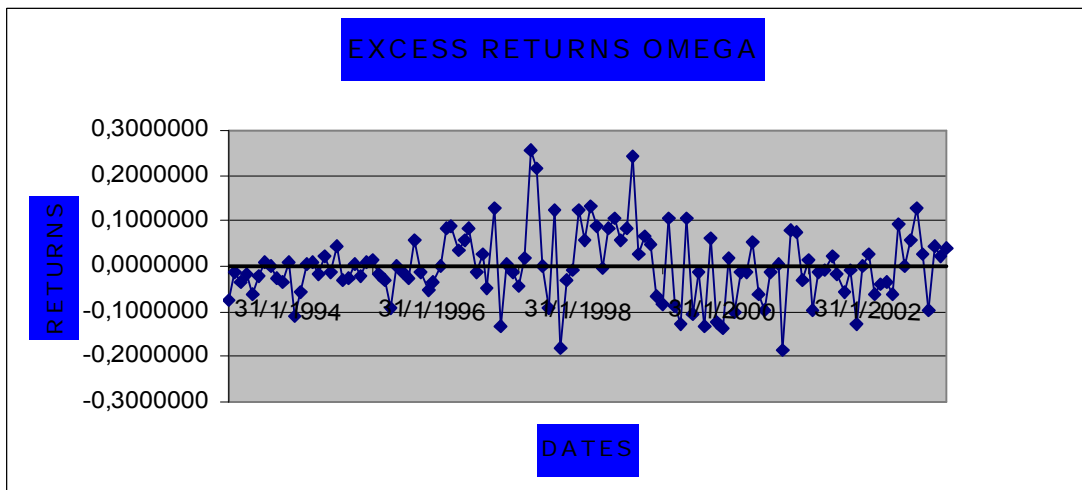
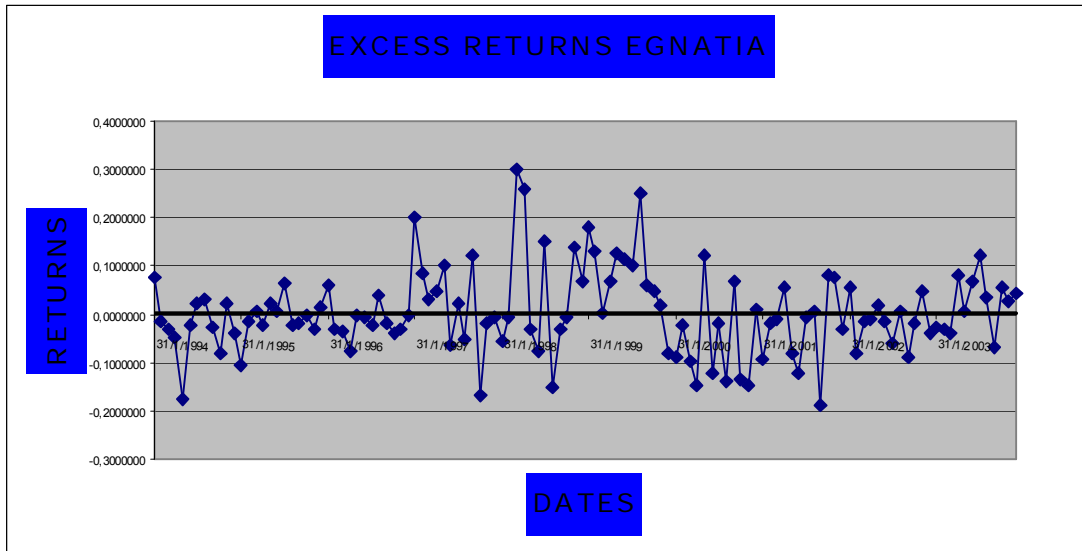
30/6/2003	0,0646186	0,0766629	0,0843377	0,0911902
31/7/2003	0,1002535	0,1012061	0,1232251	0,1230073
29/8/2003	0,0194141	0,0357017	0,0222870	0,0088463
30/9/2003	-0,0767865	-0,0783119	-0,0828621	-0,0915033
31/10/2003	0,0419537	0,0342134	0,0421995	0,0489026
28/11/2003	0,0265695	0,0124576	0,0176906	0,0119483
31/12/2003	0,0444982	0,0327396	0,0426140	0,0427146

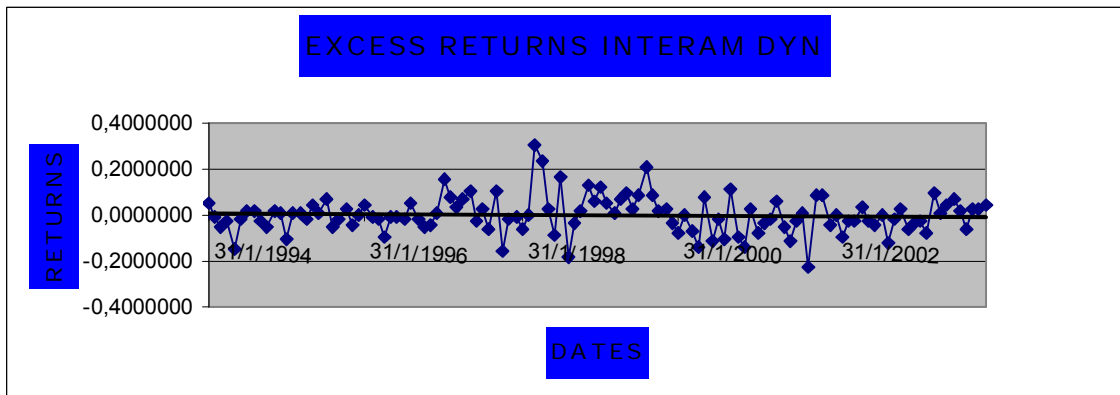
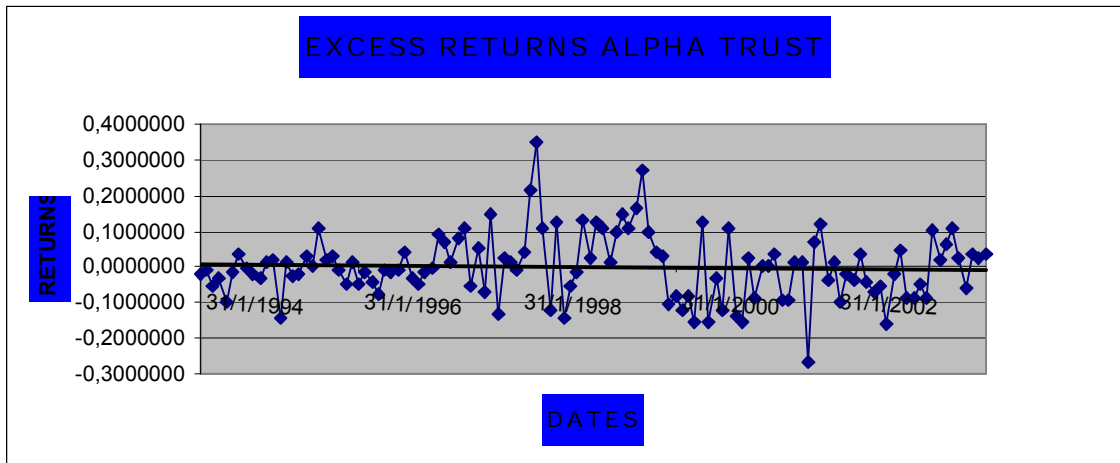
6.1.4 ΓΡΑΦΗΜΑΤΑ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις των επιλεγθέντων αμοιβαίων κεφαλαίων μπορούν επίσης να απεικονιστούν και με τη μορφή διαγραμμάτων, τα οποία είναι και πιο αντιπροσωπευτικά της σχετικότητας και μεταβλητότητας των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων, γεγονός που τις συνδέει με έντονη αβεβαιότητα, παρά τις συχνές αλλά μη ακριβείς διακηρύξεις περί αμοιβαίων κεφαλαίων ότι συνιστούν εξασφάλιση και εγγυώνται το αρχικό κεφάλαιο. Συγκεκριμένα:

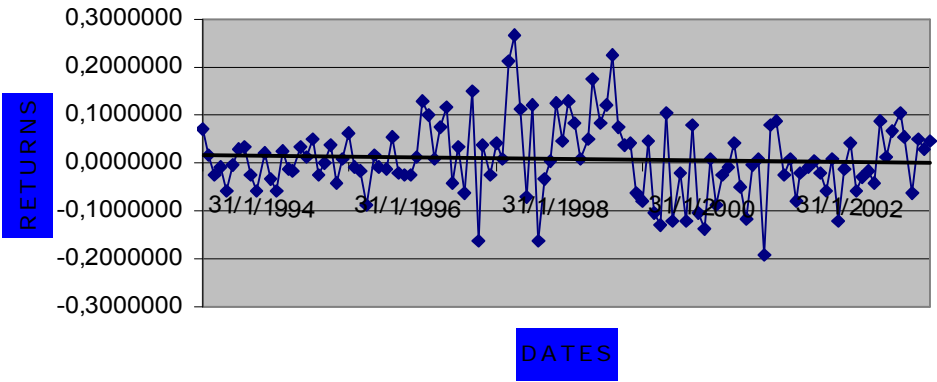




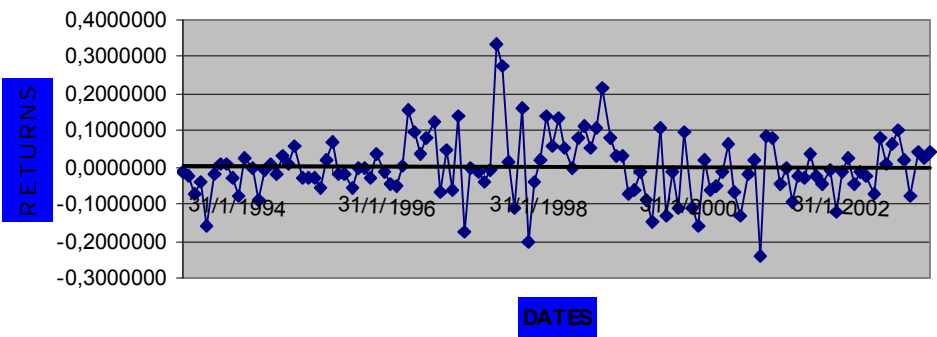


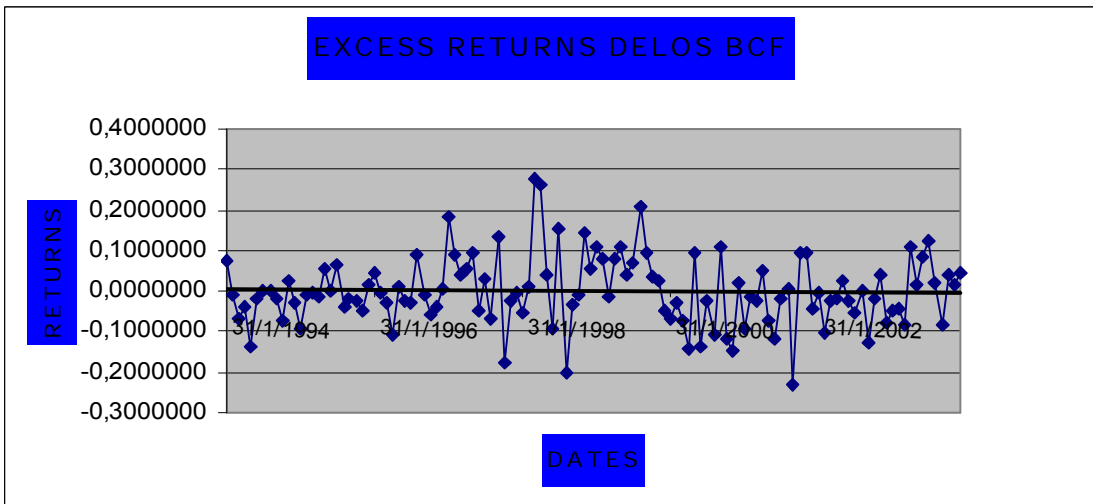
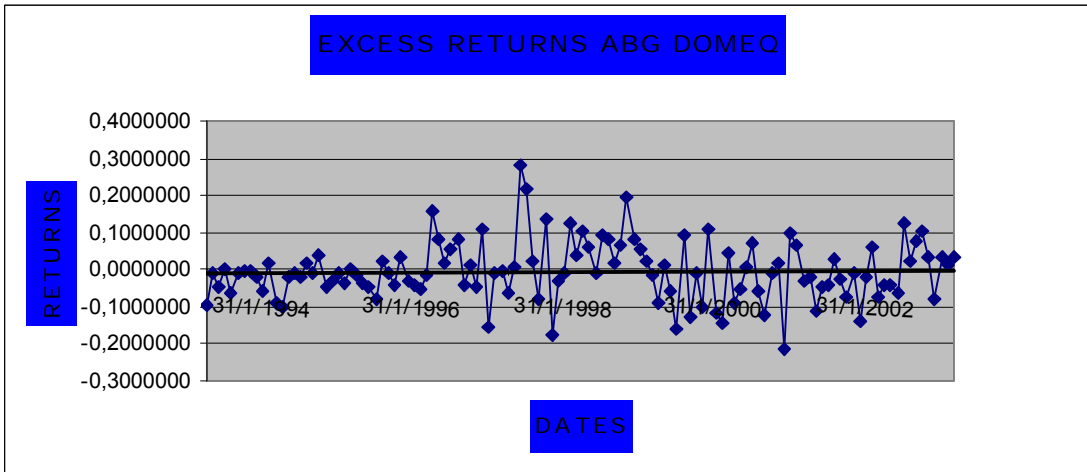


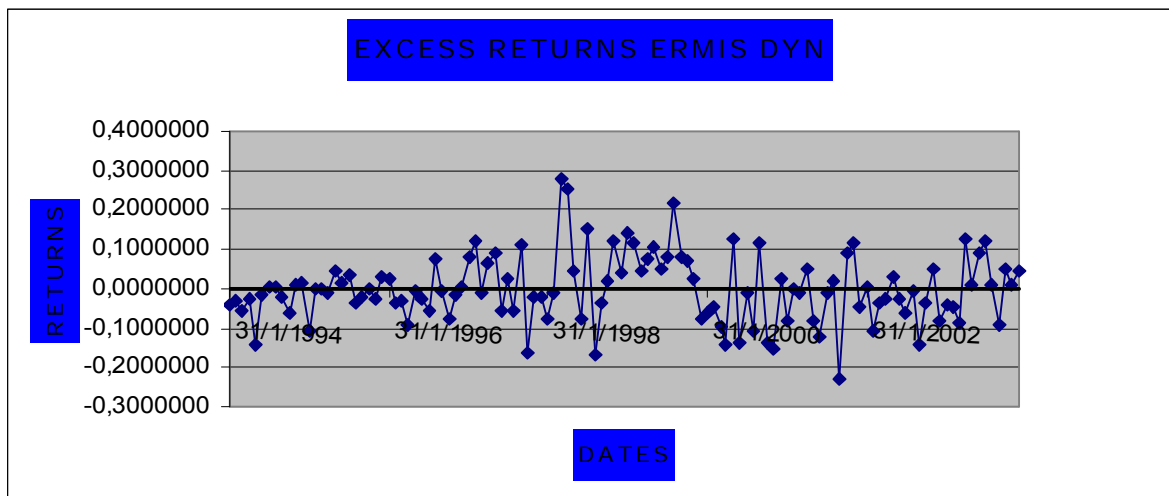
EXCESS RETURNS HSBC GREQ



EXCESS RETURNS ING PIR







6.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Στο αμέσως επόμενο κεφάλαιο θα ακολουθήσει η πλήρης και ολοκληρωμένη ανάλυση των χρησιμοποιηθέντων δεδομένων, καθώς και η λεπτομερής διεξαγωγή αποτελεσμάτων και συγκρίσεων. Θεώρησα λοιπόν σκόπιμο να παραθέσω τα βήματα της μεθοδολογίας που ακολουθήθηκε, σαν μια πρώτη επαφή του αναγνώστη με το αντικείμενο και όσα θα ακολουθήσουν. Πιο συγκεκριμένα τα βήματα που ακολουθήθηκαν είναι:

- 1) Σε αρχικό επίπεδο δημιούργησα τη συνολική αθροιστική απόδοση του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου για όλη τη δεκαετία - ανεξάρτητα από την απόδοση του γενικού δείκτη ή και του εντόκου γραμματίου ελληνικού δημοσίου – όπως αυτές προκύπτουν αθροιστικά από τις καθαρές τιμές των μεριδίων και σύμφωνα με τον τύπο :

$$\frac{(\text{Καθαρή Τιμή μεριδίου } t \text{ περιόδου} - \text{Καθαρή Τιμή μεριδίου } t-1 \text{ περιόδου}) /}{\text{Καθαρή Τιμή μεριδίου } t-1 \text{ περιόδου}}$$

Μάλιστα βάσει των αθροιστικών αυτών αποδόσεων επιχειρείται μια πρώτη πολύ γενική και νεφελώδης κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων.

- 2) Από τις καθαρές τιμές των μεριδίων, όπως αυτές ελήφθησαν από την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, διαμόρφωσα τις αποδόσεις των Α/Κ χρησιμοποιώντας τον τύπο λογαρίθμησης του ηλικίου των καθαρών τιμών των μεριδίων, δηλαδή από :

$$\ln (\text{Καθαρή Τιμή μεριδίου } t \text{ περιόδου} / \text{Καθαρή Τιμή μεριδίου } t-1 \text{ περιόδου})$$

Εν συνεχεία διαμορφώθηκαν οι υπερβάλλουσες μηνιαίες αποδόσεις επί των οποίων πραγματοποιήθηκε η ανάλυση στο σύνολό της, ύστερα από την αφαίρεση των αντίστοιχων μηνιαίων αποδόσεων του ΕΓΕΔ.

- 3) Ακολουθεί η διενέργεια των παλινδρομήσεων των αποδόσεων των Α/Κ (εξαρτημένη μεταβλητή) σε σχέση με το γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου (ανεξάρτητη μεταβλητή) στο στατιστικό πρόγραμμα E-views από το οποίο προέκυψαν σημαντικά στατιστικά αποτελέσματα για την απόδοση, τον κίνδυνο και την αποτελεσματικότητα της διαχείρισης του αμοιβαίου κεφαλαίου. Παραθέτω συνεπώς την κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων βάσει της μέσης μηνιαίας υπερβάλλουσας απόδοσης (που δίνεται από το Mean στο E-views) καθώς επίσης και μια κατάταξη σύμφωνα με τα μέτρα επικινδυνότητας όπως αυτά δίνονται από το Συντελεστή Βήτα, το κριτήριο R^2 και την Τυπική Απόκλιση (Standard Deviation).

- 4) Ακολουθεί επίσης μια εκτίμηση του δείκτη Sharpe και η αντίστοιχη κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων βάσει αυτού του δείκτη, δηλαδή:

$$\text{SHARPE RATIO (SR)} = [R(\alpha/\kappa) - R(f)] / \sigma(\alpha/\kappa)$$

5) Το επόμενο πολύ σημαντικό στάδιο της ανάλυσης είναι η διχοτόμηση της συνολικής δεκάχρονης περιόδου σε δύο φάσεις, που διακρίνονται για τα εκ διαμέτρου αντίθετα χαρακτηριστικά τους. Με άλλα λόγια διακρίνουμε την ανοδική (1993 – 1999) και την πτωτική περίοδο (2000 – 2003), τις οποίες μελετάμε αρχικά μεμονωμένα και στη συνέχεια συγκεντρωτικά.

6) Και για τις δύο φάσεις δημιουργούμε κατάταξη των A/K κατά περίοδο με βάση τις μέσες μηνιαίες υπερβάλλουσες αποδόσεις και σύμφωνα με τα αντίστοιχα μέτρα επικινδυνότητας που αναφέρθηκαν και προηγουμένως για το σύνολο της περιόδου.

7) Στη διάκριση των δύο περιόδων όμως έγινε και αναλυτική εκτίμηση της επίδοσης της διοικητικής ικανότητας των διαχειριστών βάσει του δείκτη Jensen, που όπως προέκυψε από τις εμπειρικές μελέτες συνιστά το καλύτερο μέτρο αξιολόγησης της αποδοτικότητας και αποτελεσματικότητας της ικανότητας διαχείρισης. Το Jensen ratio προέκυψε για μια ακόμη φορά από τις παλινδρομήσεις των αποδόσεων για κάθε περίοδο και αποτελεί το Συντελεστή Άλφα σ' αυτές. Πρέπει όμως να είμαστε ιδιαίτερα προσεκτικοί κατά την ερμηνεία του εν λόγω συντελεστή, διότι ασφαλή συμπεράσματα είναι δυνατό να διεξαχθούν μόνο τα αποτελέσματα για το δείκτη είναι στατιστικά σημαντικά. Ο στατιστικός έλεγχος γίνεται στην προκειμένη περίπτωση με τη μέτρηση της πιθανότητας p-value, που αποτελεί κριτήριο ελέγχου υποθέσεων και εκτιμητικής. Αν το p-value έχει τιμή σε γενικές γραμμές μεγαλύτερη του 0,05 τότε ο

δείκτης Jensen είναι στατιστικά σημαντικός και επομένως η τιμή του στο E-views, θετική ή αρνητική έχει σημασία και ερμηνεύεται θετικά ή αρνητικά αντίστοιχα, προσδιορίζοντας το είδος και την ποιότητα διαχείρισης των A/K. Σε αντίθετη περίπτωση, αν δηλαδή το p-value έχει τιμές μικρότερες του 0,05 τότε ο δείκτης είναι στατιστικά μη σημαντικός, και θεωρώ ότι έχει τιμή μηδέν, άρα οι διαχειριστές δεν εμφάνισαν ούτε καλύτερες ούτε και χειρότερες όμως αποδόσεις, αλλά είχαν πορεία όπως αυτή που ανέμεναν και προσδοκούσαν.

8) Τέλος, πραγματοποιείται σύγκριση της κατάταξης των A/K διαχρονικά μεταξύ των δύο φάσεων και εξετάζεται η συνέπεια των ικανοτήτων των διαχειριστών, με την έννοια της επαναληπτικότητας των επιδόσεών τους.

ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

7.1 ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ

Σύμφωνα με τα δεδομένα περί των καθαρών τιμών των μεριδίων των εξεταζόμενων αμοιβαίων κεφαλαίων, είναι δυνατή μια πρώτη εκτίμηση για την πολύ γενική πορεία τους, λαμβάνοντας υπόψη αποκλειστικά και μόνο τις αθροιστικές αποδόσεις τους για το σύνολο των ετών, και χωρίς να έχει βρεθεί ακόμη η αλληλεξάρτησή τους με το γενικό δείκτη τιμών του χρηματιστηρίου.

Δηλαδή:

Πίνακας 7.1 : Ποσοστιαίες Αθροιστικές Αποδόσεις Αμοιβαίων Κεφαλαίων Περιόδου

1993 - 2003

ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ %
HSBC GREEK EQUITY FUND	236,177472
EGNATIA OLYMPIA DOM. EQUITY FUND	180,316433
ALPHA TRUST GROWTH DOM FUND	162,337575
ALPHA DOMESTIC EQUITY FUND	157,926391
INTERAMERICAN DYNAMIC EQUITY MF	145,591127
ING PIRAEUS DOM. EQUITY FUND	144,156374
DELOS BLUE CHIPS FUND	131,126844

OMEGA - SOGEN INVEST DOMESTIC EQUITY FUND	126,470808
ALPHA BLUE CHIPS DOMESTIC EQUITY FUND	123,519554
ERMIS DYNAMIC DOMESTIC EQUITY FUND	115,532434
EUROPEAN RELIANCE GROWTH FUND	106,681197
ABG DOMESTIC EQUITY MUTUAL FUND	74,410479
ASPIS GREEK EQUITIES FUND	27,817601
ΓΕΝΙΚΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ	132,844349

Και, βάσει των αθροιστικών αυτών συνολικών αποδόσεων, μια πρόχειρη κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων, όσον αφορά στο ποιο από όλα πέτυχε υψηλότερη απόδοση, χωρίς να έχει γίνει στατιστική ανάλυση επισημαίνω, είναι η εξής:

Πίνακας 7.2 : Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει Αθροιστικών Αποδόσεων

Περίοδου 1993 - 2003

ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	ΘΕΣΗ
HSBC GREEK EQUITY FUND	1
EGNATIA OLYMPIA DOM. EQUITY FUND	2

ALPHA TRUST GROWTH DOM FUND	3
ALPHA DOMESTIC EQUITY FUND	4
INTERAMERICAN DYNAMIC EQUITY MF	5
ING PIRAEUS DOM. EQUITY FUND	6
DELOS BLUE CHIPS FUND	7
OMEGA - SOGEN INVEST DOMESTIC EQUITY FUND	8
ALPHA BLUE CHIPS DOMESTIC EQUITY FUND	9
ERMIS DYNAMIC DOMESTIC EQUITY FUND	10
EUROPEAN RELIANCE GROWTH FUND	11
ABG DOMESTIC EQUITY MUTUAL FUND	12
ASPIS GREEK EQUITIES FUND	13

Μια αρχική παρατήρηση που είναι δυνατό να διατυπωθεί με μεγάλη επιφύλαξη στο στάδιο αυτό είναι πως, παρά το γεγονός ότι όλα τα αμοιβαία εμφανίζουν θετικά αποτελέσματα σε όρους αποδόσεων – μη λαμβανομένου υπόψη ακόμη του Εντόκου Γραμματίου του Ελληνικού Δημοσίου – μόνο τα πρώτα 6 με τη σειρά που

εμφανίζονται στον πίνακα, πέτυχαν θα λέγαμε υψηλότερη απόδοση από αυτή του γενικού δείκτη. Δηλαδή μόνο αυτά συμπεραίνουμε ότι ευνόησαν τους κατόχους τους σε σύγκριση με την τύχη άλλων επενδυτών που θα διαθέτουν ένα χαρτοφυλάκιο από το σύνολο των μετοχών του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου.

7.2 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1993 – 2003

Στο τμήμα αυτό της μελέτης μας θα αναφερθούμε στους βασικούς δείκτες μέτρησης κινδύνου για το αμοιβαίο κεφάλαιο, που είναι πολύ σημαντικοί γιατί επηρεάζουν και την απόδοσή του παράλληλα. Επιπλέον θα παραθέσω ένα πίνακα με τα στατιστικά στοιχεία για κάθε μέτρο κινδύνου και για κάθε αμοιβαίο χωριστά, ώστε να χρησιμοποιηθούν σε μετέπειτα συγκρίσεις.

7.2.1 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΠΕΡΙΟΔΟΥ

1993 – 2003

Σύμφωνα με τα δεδομένα και την επεξεργασία τους στο e-views, προέκυψε ένας μέσος όρος αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων για το σύνολο της περιόδου 1993 – 2003, που μόνο ενδεικτική αλλά όχι ασφαλή εκτίμηση για την αποδοτικότητα τους μπορεί να αποτελέσει, μια και η διάρκεια της περιόδου έχει έντονα μακροπρόθεσμο χαρακτήρα και πρέπει να χωριστεί για τη λεπτομερέστερη ανάλυσή της.

Πίνακας 7.3 : Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει Μέσης Μηνιαίας Υπερβάλλουσας

Απόδοσης Περιόδου 1993 - 2003

ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	Μ.Ο. ΑΠΟΔΟΣΗΣ %	ΘΕΣΗ
HSBC GREEK EQUITY FUND	0,846900%	1
EGNATIA OLYMPIA DOM. EQUITY FUND	0,326900%	2
ALPHA TRUST GROWTH DOM FUND	0,131300%	4
ALPHA DOMESTIC EQUITY FUND	0,149800%	3
INTERAMERICAN DYNAMIC EQUITY MF	0,093300%	5
ING PIRAEUS DOM. EQUITY FUND	0,025900%	6
DELOS BLUE CHIPS FUND	-0,069300%	9
OMEGA - SOGEN INVEST DOMESTIC EQUITY FUND	-0,040300%	7
ALPHA BLUE CHIPS DOMESTIC EQUITY FUND	-0,054900%	8
ERMIS DYNAMIC DOMESTIC EQUITY FUND	-0,196100%	10
EUROPEAN RELIANCE GROWTH FUND	-0,233900%	11

ABG DOMESTIC EQUITY MUTUAL FUND	-0,484600%	12
ASPIS GREEK EQUITIES FUND	-0,787900%	13

Προκύπτει λοιπόν ότι καλές αποδόσεις για το σύνολο της περιόδου 1993 -2003

σημείωσαν τα εξής αμοιβαία:

1. HSBC GREEK EQUITY FUND

2. EGNATIA OLYMPIA DOM. EQUITY FUND

3. ALPHA DOMESTIC EQUITY FUND

4. ALPHA TRUST GROWTH DOM FUND

5. INTERAMERICAN DYNAMIC EQUITY MF

Αντίθετα, τις πιο άσχημες αποδόσεις παρουσίασαν με τη σειρά για το σύνολο της περιόδου 1993 -2003 τα εξής αμοιβαία:

1. ASPIS GREEK EQUITIES FUND

2. ABG DOMESTIC EQUITY MUTUAL FUND

3. EUROPEAN RELIANCE GROWTH FUND

4. ERMIS DYNAMIC DOMESTIC EQUITY FUND

5. ALPHA BLUE CHIPS DOMESTIC EQUITY FUND

7.2.2 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΠΙΚΙΝΔΥΝΟΤΗΤΑΣ

ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1993 – 2003

7.2.2.1 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗΣ SHARPE

Έχοντας αναλύσει σε προηγούμενη ενότητα τη χρησιμότητα του εν λόγω δείκτη ως προς μια κριτική στην απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων, κρίνοντας από το συνολικό τους κίνδυνο, παρέχουμε σε αρχικό επίπεδο μια πρώτη ενδεικτική κατάταξη αυτών και στη συνέχεια θα τη συγκρίνουμε με τα αποτελέσματα που θα προκύψουν βάσει του συντελεστή του Jensen.

Πίνακας 7.4 : Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει δείκτη Sharpe Περιόδου

1993 -2003

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΔΕΙΚΤΗΣ SHARPE	ΘΕΣΗ
HSBC GREEK EQUITY FUND	0,006440068	1
EGNATIA OLYMPIA DOM. EQUITY FUND	-0,054412436	2
ALPHA TRUST GROWTH DOM FUND	-0,072698768	3
ALPHA DOMESTIC EQUITY FUND	-0,075378718	4
INTERAMERICAN DYNAMIC EQUITY MF	-0,087829339	5
ING PIRAEUS DOM. EQUITY FUND	-0,088852852	6

DELOS BLUE CHIPS FUND	-0,10129155	7
OMEGA - SOGEN INVEST DOMESTIC EQUITY FUND	-0,108220303	8
ALPHA BLUE CHIPS DOMESTIC EQUITY FUND	-0,1118798	9
ERMIS DYNAMIC DOMESTIC EQUITY FUND	-0,116305621	10
EUROPEAN RELIANCE GROWTH FUND	-0,126877313	11
ABG DOMESTIC EQUITY MUTUAL FUND	-0,161797407	12
ASPIS GREEK EQUITIES FUND	-0,233937549	13

Προκύπτει δηλαδή ότι σύμφωνα με τα συμπεράσματα κατά Sharpe τις τρεις πρώτες θέσεις όσον αφορά στην καλύτερη απόδοση κατέχουν τα παρακάτω αμοιβαία κεφάλαια:

1. HSBC GREEK EQUITY FUND
2. EGNATIA OLYMPIA DOM EQUITY FUND
3. ALPHA TRUST GROWTH DOM FUND

Αντιθέτως, τις τρεις τελευταίες θέσεις, δηλαδή τη χειρότερη πορεία σε επίπεδο απόδοσης εμφανίζουν τα εξής αμοιβαία κεφάλαια:

1. ASPIS GREEK EQUITIES FUND
2. ABG DOMESTIC EQUITY MUTUAL FUND
3. EUROPEAN RELIANCE GROWTH FUND

7.2.2.2 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΒΗΤΑ

Προκειμένου να εισχωρήσουμε σε βαθύτερη ανάλυση περί απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων, του κινδύνου που εμπεριέχουν και της σχέσης των δύο αυτών μεταβλητών μεταξύ τους, ακολουθήσαμε τη μέθοδο διενέργειας παλινδρομήσεων για κάθε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο με το στατιστικό πακέτο E-VIEWS.

Στην ουσία χρησιμοποιήσαμε για την κάθε παλινδρόμηση μία εξαρτημένη μεταβλητή Y_i , που στη συγκεκριμένη περίπτωση είναι το εκάστοτε αμοιβαίο κεφάλαιο, και μια ανεξάρτητη μεταβλητή X_i , την οποία συναρτά ο γενικός δείκτης της αγοράς, ώστε να διαμορφωθεί άποψη σχετικά με τη μεταβλητότητα των εξεταζόμενων αμοιβαίων κεφαλαίων συγκριτικά με την αντίστοιχη για το ίδιο διάστημα πορεία του δείκτη αγοράς. Βάσει των δύο αυτών μεταβλητών διαμορφώσαμε εξισώσεις, που εκφράζουν το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (Υ. Α. Κ. Σ.) και αποδίδουν τη σχέση ισορροπίας μεταξύ της αναμενόμενης απόδοσης και του κινδύνου μιας μετοχής ή ενός αμοιβαίου ή ενός χαρτοφυλακίου. Ο κίνδυνος εδώ μετριέται πλέον αποκλειστικά με το συντελεστή βήτα και δείχνει το ποσοστό μεταβολής των αποδόσεων του χρεογράφου ή του χαρτοφυλακίου σε σχέση με τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Δηλαδή:

$$E(R_i) = R_f + [(E(R_m) - R_f) \times \beta_{im}],$$

όπου

$E(R_i)$ η αναμενόμενη απόδοση του υπό συζήτηση χρεογράφου

R_f η απόδοση του αξιόγραφου με μηδενικό κίνδυνο

$E(R_m)$ η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς

β_{im} ο συντελεστής βήτα μεταξύ της απόδοσης της μετοχής ή του αμοιβαίου και της απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Από την παραπάνω μέθοδο υπολογισμού αναμενόμενης απόδοσης και κινδύνου του αμοιβαίου κεφαλαίου γίνεται κατανοητό ότι ο συντελεστής βήτα (beta) του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου, αποτελεί βασικό συστατικό στοιχείο της εξίσωσής μας κάθε φορά, ενδεικτικό της χρονικής προσαρμοστικότητας, ή διαφορετικά του συγχρονισμού που επιδεικνύουν οι εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, ως προς τη μεταβολή του αντίστοιχου χαρτοφυλακίου του αμοιβαίου κεφαλαίου, με γνώμονα την κατεύθυνση της γενικότερης τάσης που επικρατεί στην αγορά, άρα τη μεγαλύτερη δυνατή συμμόρφωση με το γενικό δείκτη.

Παρακάτω παραθέτουμε έναν πίνακα με τους συντελεστές βήτα των αμοιβαίων κεφαλαίων, τους οποίους θεωρούμε ότι παραμένουν σταθεροί για όλη την υπό μελέτη περίοδο-παρότι αυτό αποτελεί μια μη-σύμφωνη με την πραγματικότητα υπόθεση- για λόγους διευκόλυνσης της έρευνάς μας, και επίσης δεχόμαστε ότι τα δεδομένα μας περί υπερβαλλουσών αποδόσεων είναι ενδεικτικά ενός ενιαίου αρχικά χρονικού διαστήματος που χαρακτηρίζει την αγορά.

* Να σημειώσουμε ότι η κατάταξη (ranking) των παρακάτω αμοιβαίων κεφαλαίων έγινε με κριτήριο το χαμηλότερο δυνατό συντελεστή βήτα, που εμφανίζουν τα εν λόγω επιλεγμένα αμοιβαία κεφάλαια, που αποτελεί αξιόπιστο δείγμα των πιο αμυντικών αμοιβαίων κεφαλαίων, τα οποία μπορούν και ανθίστανται περισσότερο σε τυχόν διαδοχικές πτώσεις του γενικού δείκτη της αγοράς και συνεπώς προσθέτουν στους κατόχους τους μεγαλύτερη εξασφάλιση, σε σύγκριση με άλλα αμοιβαία κεφάλαια, πιο επιθετικά, τα οποία όμως ενδείκνυται μόνο σε ανοδικές αγορές.

7.2.2.3 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ R^2

Ο συντελεστής R^2 αποτελεί ένα στατιστικό μέτρο, που μετρά το ποσοστό της μεταβλητότητας της εξαρτημένης κάθε φορά μεταβλητής, δηλ. του αμοιβαίου κεφαλαίου στην περίπτωση μας, που ερμηνεύεται από τη συστηματική συνιστώσα, και λαμβάνει τιμές μεταξύ του μηδενός και της μονάδας. Ο συντελεστής αυτός εξηγεί με άλλα λόγια το πόσο καλά ταιριάζει η γραμμή του διαγράμματος της εξίσωσης παλινδρόμησης στα αντίστοιχα σημεία, συνιστά μέτρο για το πόσο καλά εξηγείται η μεταβλητότητα της απόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου σε μεταβολές του γενικού δείκτη της αγοράς και επιπλέον βοηθά σε συγκριτικές μελέτες μεταξύ όλων των αμοιβαίων, ως προς το ποιο από όλα παρουσιάζει καλύτερο fit με το γενικό δείκτη της αγοράς.

Κατά συνέπεια και συντελεστής αυτός επιτρέπει με τη σειρά του να κατατάξουμε τα αμοιβαία κεφάλαια με κριτήριο το ποια από αυτά έχουν συντελεστή R^2 πιο κοντά στη μονάδα, γιατί αυτά θα είναι εκείνα με το λιγότερο αντίστοιχα συστηματικό κίνδυνο, τα οποία έχοντας ελαχιστοποιήσει όλους τους άλλους εξωγενείς παράγοντες που

επηρεάζουν τις αποδόσεις τους, εξαρτώνται κυρίως και σε μέγιστο βαθμό από το γενικό δείκτη της αγοράς και μάλιστα κινούνται σχεδόν παράλληλα.

7.2.2.4 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ STD.DEV (STANDARD DEVIATION)

Η τυπική απόκλιση, όπως έχει ήδη αναλυθεί σε προηγούμενη ενότητα και όπως εξάλλου προκύπτει από την ονομασία της εκφράζει την ποσοστιαία απόκλιση της απόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου από τη μέση τιμή του, και αποτελεί ένα πρόσθετο μέτρο της μεταβλητότητας που αυτό παρουσιάζει, άρα της αβεβαιότητας, του κινδύνου ή διαφορετικά του ρίσκου που εμπεριέχει με το να αγγίζει υπερβολικά ακραίες τιμές, που όταν είναι προς τα πάνω είναι θεμιτές, όταν όμως ξεφεύγουν κατά πολύ προς τα κάτω μειώνουν σημαντικά την καθαρή θέση των επενδυτών.

Σύμφωνα επομένως με τα παραπάνω μέτρα κινδύνου, παραθέτω έναν πίνακα με τα στατιστικά αποτελέσματα για τη συνολική περίοδο 1993 – 2003 σχετικά με τα εν λόγω μέτρα επικινδυνότητας.

Πίνακας 7.5 : Παρουσίαση Μέτρων Επικινδυνότητας Αμοιβαίων Κεφαλαίων**Περίοδου 1993 - 2003**

ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	BETA	STD.DEV.	R^2
HSBC GREEK EQUITY FUND	0,79513	0,078806	0,837623
EGNATIA OLYMPIA DOM. EQUITY FUND	0,894595	0,08625	0,885169
ALPHA TRUST GROWTH DOM FUND	0,890846	0,091454	0,78714
ALPHA DOMESTIC EQUITY FUND	0,86773	0,085758	0,842383
INTERAMERICAN DYNAMIC EQUITY MF	0,855529	0,080027	0,940347
ING PIRAEUS DOM. EQUITY FUND	0,92241	0,086691	0,931513
DELOS BLUE CHIPS FUND	0,917573	0,085445	0,948864
OMEGA - SOGEN INVEST DOMESTIC EQUITY FUND	0,772781	0,077299	0,822357
ALPHA BLUE CHIPS DOMESTIC EQUITY FUND	0,793603	0,076072	0,895471
ERMIS DYNAMIC DOMESTIC EQUITY FUND	0,881713	0,085314	0,878835
EUROPEAN RELIANCE GROWTH FUND	0,858307	0,081191	0,919516
ABG DOMESTIC EQUITY MUTUAL FUND	0,814992	0,079163	0,872075
ASPIS GREEK EQUITIES FUND	0,695269	0,067712	0,867482

Ολοκληρώνοντας την ανάλυση απόδοσης και κινδύνου προκύπτει σε πολύ γενικά πλαίσια ότι μεγάλο κίνδυνο κατά μέσο όρο για όλη τη διάρκεια 1993 – 2003 παρουσίασαν τα παρακάτω αμοιβαία κεφάλαια (μεγαλύτερη βαρύτητα ως προς τη μέτρηση του κινδύνου εναποθέτουμε στο συντελεστή beta όπως ακριβώς χρησιμοποιείται διεθνώς):

1. ING PIRAEUS DOM. EQUITY FUND

2. DELOS BLUE CHIPS FUND

3. EGNATIA OLYMPIA DOM. EQUITY FUND

4. ALPHA TRUST GROWTH DOM FUND

5. ERMIS DYNAMIC DOMESTIC EQUITY FUND

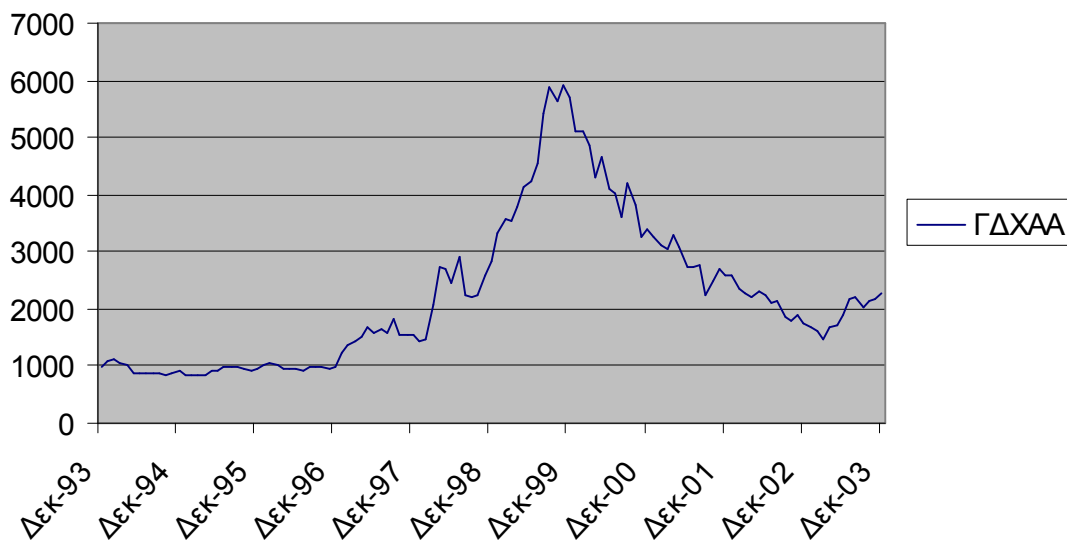
Επιθυμώντας να συσχετίσουμε τον κίνδυνο με την απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων, θα διαπιστώσουμε ότι μόνο σε δύο από τα πέντε (δηλ. 40%) αμοιβαία κεφάλαια είναι εμφανές το λεγόμενο trade-off, η σχέση ανταλλαγής ανάμεσα στον κίνδυνο και την απόδοση, που δικαιολογεί την υψηλή απόδοση των δύο αυτών αμοιβαίων κεφαλαίων με υψηλό κίνδυνο αντίστοιχα.

7.3 ΔΙΧΟΤΟΜΗΣΗ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1993 - 2003

Στο τμήμα αυτό της μελέτης μας θα επιχειρήσουμε να διασπάσουμε τη συνολική δεκάχρονη και αρκετά μακριά για τη διεξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων επιλεχθείσα περίοδο σε δύο υποπεριόδους. Η καθεμιά φάση διακρίνεται για τα δικά της χαρακτηριστικά, γι' αυτό και χρίζει διαφορετικής αντιμετώπισης από πλευράς στατιστικών μεγεθών.

Η διχοτόμηση αυτή της περιόδου έγινε βέβαια με κυρίαρχο κριτήριο την πορεία και τις διακυμάνσεις του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου, οι οποίες ήταν ικανές για να ξεχωρίσουν δύο φάσεις της αγοράς, μια ανοδική και μια καθοδική. Συγκεκριμένα, όπως προέκυψε από τις τιμές του δείκτη και τις παρεπόμενες αποδόσεις του, η πρώτη φάση του κύκλου διήρκησε από το 1993 μέχρι και το τέλος του 1999 και εμπεριέχει ανοδικά χαρακτηριστικά, καθώς οι τιμές του δείκτη ξεκίνησαν από πολύ χαμηλό επίπεδο το 1993 (993,35 μονάδες) και απογειώθηκε στη συνέχεια τους τελευταίους μήνες του 1999 (5.710,48 μονάδες). Η δεύτερη αντίθετα καθοδική φάση της αγοράς ξεκίνησε αμέσως μετά από τις αρχές του 2000 (5.122,24 μονάδες) μέχρι και το τέλος του 2003, όταν κορυφώθηκε εκ νέου η πτώση (2.263,58 μονάδες). Αμέσως παρακάτω παρουσιάζουμε την κατάσταση του γενικού δείκτη τιμών του χρηματιστηρίου, που επέτρεψε τη διάσπαση των δύο υποπεριόδων.

ΓΔΧΑΑ



Η διάκριση αυτή της περιόδου σε δύο μέρη έχει νόημα κυρίως ως προς τις προσδοκίες που έχουμε περί αποδόσεων, και εννοείται εδώ πως κατά την καθοδική φάση δεν αναμένουμε σημαντικές αποδόσεις από τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, μια και είναι συνδεδεμένα με τον ίδιο το δείκτη, που η πορεία του χαρακτηρίζει την κάθε περίοδο. Αντίθετα, κατά την ανοδική περίοδο θα ερευνήσουμε ποια από τα αμοιβαία κεφάλαια σημείωσαν αρκετά κέρδη, και μάλιστα είμαστε πιο αυστηροί ως προς τις απαιτήσεις μας από τους διαχειριστές του Α/Κ κάθε φορά, δεδομένου ότι το όλο κλίμα στην κεφαλαιαγορά είναι ευνοϊκό και θετικό για επενδύσεις, άρα και για την απόσπαση ωφελειών, συνεπώς πιο δύσκολα δικαιολογούνται τυχόν διαχειριστικά λάθη από την πλευρά τους.

Επιπλέον, όταν πρόκειται για μέτρηση του κινδύνου στις δύο αυτές αγορές ξεχωριστά, υπάρχει αντίστοιχα και διάκριση του δείκτη beta σε συντελεστή βήτα ανοδικής αγοράς (Bu) και συντελεστή βήτα καθοδικής αγοράς (Bd). Ο γενικός κανόνας όταν πρόκειται για bull markets (ανοδικές) και αντίθετα για bear markets

(καθοδικές) είναι ότι ο διαχειριστής του αμοιβαίου πρέπει να ακολουθεί επιθετική συμπεριφορά στην πρώτη περίπτωση, και αντίθετα συντηρητική στάση και αμυντική θέση στις πτωτικές αγορές ώστε να προστατεύεται από μεγάλες απώλειες. Το ζητούμενο επομένως είναι η διατήρηση υψηλού συντελεστή βήτα για τις περιόδους υψηλών αποδόσεων, ώστε η εκάστοτε εταιρία του A/K να συμβαδίζει με το δείκτη και να πετυχαίνει αντίστοιχα τις υψηλές αποδόσεις της αγοράς. Στην αντίθετη περίοδο οικονομικής δυσπραγίας στην αγορά προτιμάται οι εταιρίες διαχείρισης A/K να διαμορφώνουν για τα προϊόντα τους χαμηλούς συντελεστές βήτα, που υποδηλώνουν συντηρητισμό και ετοιμότητα και να ανταποκρίνονται στην οικονομική ύφεση εν αναμονή νέας ανόδου του επιχειρηματικού κλίματος. Το θέμα αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό όσον αφορά την κριτική που γίνεται στο management των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων, γιατί η ικανότητά τους να συνδυάσουν υψηλό συντελεστή βήτα κατά την ανοδική περίοδο και αντίθετα χαμηλό συντελεστή στην πτωτική φάση αποκαλύπτει την προβλεψιμότητα των εν λόγω επαγγελματιών σε τυχόν μεταβολές της αγοράς και της οικονομίας και θα είναι το πρώτο στοιχείο που θα εξετάσουμε, ώστε να γίνει κριτική στη στρατηγική που ακολουθούν οι διαχειριστές κάθε φορά.

7.3.1 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1993 – 1999

Πίνακας 7.6 : Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει Μέσης Μηνιαίας Υπερβάλλουσας

Απόδοσης Περιόδου 1993 – 1999

ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	Μ.Ο. ΑΠΟΔΟΣΗΣ %	ΘΕΣΗ
HSBC GREEK EQUITY FUND	0,846900%	2
EGNATIA OLYMPIA DOM. EQUITY FUND	0,326900%	3
ALPHA TRUST GROWTH DOM FUND	0,131300%	5
ALPHA DOMESTIC EQUITY FUND	0,149800%	4
INTERAMERICAN DYNAMIC EQUITY MF	0,093300%	6
ING PIRAEUS DOM. EQUITY FUND	0,025900%	7
DELOS BLUE CHIPS FUND	-0,069300%	9
OMEGA - SOGEN INVEST DOMESTIC EQUITY FUND	1,407400%	1
ALPHA BLUE CHIPS DOMESTIC EQUITY FUND	-0,054900%	8
ERMIS DYNAMIC DOMESTIC EQUITY FUND	-0,196100%	10

EUROPEAN RELIANCE GROWTH FUND	-0,233900%	11
ABG DOMESTIC EQUITY MUTUAL FUND	-0,484600%	12
ASPIS GREEK EQUITIES FUND	-0,787900%	13

Διακρίνουμε επομένως ότι σε όρους αποδόσεων σημαντικές επιτυχίες στις πρώτες θέσεις είχαν τα εξής αμοιβαία:

1. OMEGA - SOGEN INVEST DOMESTIC EQUITY FUND

2. HSBC GREEK EQUITY FUND

3. EGNATIA OLYMPIA DOM. EQUITY FUND

4. ALPHA DOMESTIC EQUITY FUND

5. ALPHA TRUST GROWTH DOM FUND

Ενώ αντίθετα σε όρους αποδόσεων σημαντικές αποτυχίες είχαν τα εξής αμοιβαία:

1. ASPIS GREEK EQUITIES FUND

2. ABG DOMESTIC EQUITY MUTUAL FUND

3. EUROPEAN RELIANCE GROWTH FUND

4. ERMIS DYNAMIC DOMESTIC EQUITY FUND

5. DELOS BLUE CHIPS FUND

Πίνακας 7.7 : Παρουσίαση Μέτρων Επικινδυνότητας Αμοιβαίων Κεφαλαίων**Περίοδου 1993 - 1999**

ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	BETA	STD.DEV.	R^2
HSBC GREEK EQUITY FUND	0,750819	0,078352	0,801118
EGNATIA OLYMPIA DOM. EQUITY FUND	0,907437	0,090056	0,885796
ALPHA TRUST GROWTH DOM FUND	0,807089	0,088689	0,722478
ALPHA DOMESTIC EQUITY FUND	0,80649	0,084806	0,788983
INTERAMERICAN DYNAMIC EQUITY MF	0,852693	0,082414	0,933919
ING PIRAEUS DOM. EQUITY FUND	0,933841	0,09051	0,928696
DELOS BLUE CHIPS FUND	0,900534	0,086711	0,940958
OMEGA - SOGEN INVEST DOMESTIC EQUITY FUND	0,729028	0,076773	0,786668
ALPHA BLUE CHIPS DOMESTIC EQUITY FUND	0,760653	0,07718	0,847406
ERMIS DYNAMIC DOMESTIC EQUITY FUND	0,816557	0,083222	0,83988
EUROPEAN RELIANCE GROWTH FUND	0,851608	0,084508	0,885946
ABG DOMESTIC EQUITY MUTUAL FUND	0,759183	0,078202	0,822196
ASPIS GREEK EQUITIES FUND	0,63305	0,063431	0,868958

Επειδή η συγκεκριμένη υποπερίοδος έχει χαρακτηριστεί ως ανοδική φάση δίνεται έμφαση στην ύπαρξη υψηλού συντελεστή βήτα για τις επιχειρήσεις, το οποίο βέβαια δεν είναι ανησυχητικό, δεδομένου κάτι τέτοιο το απαιτεί η ανοδική και άρα επιθετική αγορά. Συνεπώς παρακάτω θα αναφέρουμε τα αμοιβαία που είχαν τους πιο υψηλούς δείκτες βήτα, και κατ' επέκταση ανταποκρίθηκαν περισσότερο ευέλικτα και εντός των απαραίτητων χρονικών πλαισίων στα δεδομένα και τις μεταβολές της αγοράς. Δηλαδή:

1. ING PIRAEUS DOM. EQUITY FUND

2. EGNATIA OLYMPIA DOMESTIC EQUITY FUND

3. DELOS BLUE CHIPS FUND

4. INTERAMERICAN DYNAMIC EQUITY MF

5. EUROPEAN RELIANCE GROWTH FUND

Αντίθετα είναι σημαντικό να παρατηρήσουμε ότι το αμοιβαίο κεφάλαιο **ASPIS GREEK EQUITIES FUND**, που σε προηγούμενη κατάταξη αποδόσεων είχε την πιο άσχημη θέση, εμφανίζει τον πιο χαμηλό συντελεστή βήτα για την περίοδο, γεγονός που δικαιολογεί τη χαμηλότερη απόδοσή του αντίστοιχα, γιατί πιθανότατα ο εν λόγω διαχειριστής δεν «έπιασε» -όπως λέγεται στη γλώσσα της αγοράς- τον εσωτερικό κτύπο της αγοράς.

* Παρακάτω θα συγκρίνουμε αντίστοιχα την ανταποκρισιμότητα των διαχειριστών στις ανακατατάξεις της αγοράς, όπως αυτή προέκυψε από τους συντελεστές βήτα και τους συντελεστές Jensen – τον καθαυτό κριτή του διαχειριστικού management-

7.3.2 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 2000 - 2003

Πίνακας 7.8 : Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει Μέσης Μηνιαίας Υπερβάλλουσας

Απόδοσης Περιόδου 2000 – 2003

ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	Μ.Ο. ΑΠΟΔΟΣΗΣ %	ΘΕΣΗ
HSBC GREEK EQUITY FUND	-1,941200%	2
EGNATIA OLYMPIA DOM. EQUITY FUND	-2,143000%	5
ALPHA TRUST GROWTH DOM FUND	-3,171500%	12
ALPHA DOMESTIC EQUITY FUND	2,420500%	1
INTERAMERICAN DYNAMIC EQUITY MF	-2,355500%	8
ING PIRAEUS DOM. EQUITY FUND	-2,445300%	9
DELOS BLUE CHIPS FUND	-2,512700%	10
OMEGA - SOGEN INVEST DOMESTIC EQUITY FUND	-2,138100%	4
ALPHA BLUE CHIPS DOMESTIC EQUITY FUND	-1,964600%	3
ERMIS DYNAMIC DOMESTIC EQUITY FUND	-2,603500%	11

EUROPEAN RELIANCE GROWTH FUND	-2,256200%	6
ABG DOMESTIC EQUITY MUTUAL FUND	-2,342000%	7
ASPIS GREEK EQUITIES FUND	-3,434100%	13

Αρχικά, αλλάζοντας περίοδο και εισχωρώντας στη δεύτερη φάση του κύκλου, με χαρακτηριστικά πτωτικής αγοράς, διαπιστώνουμε με μια πρώτη ματιά και χωρίς ιδιαίτερες περαιτέρω μετρήσεις, ότι το γενικότερο άσχημο οικονομικό κλίμα, που διαχέεται στην κεφαλαιαγορά έχει διαποτίσει και την αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων, γεγονός που οδήγησε σχεδόν όλα σε κατακόρυφη πτώση, καθώς τα 12 από τα 13 που μελετώνται εδώ είχαν αρνητική απόδοση, και μάλιστα αν αυτή συγκριθεί με τη θετική συμπεριφορά τους κατά την προηγούμενη υποπερίοδο, διακρίνουμε το λόγο που απαιτείται και διαφορετικό στυλ διοίκησης. Σε όρους αποδόσεων πλέον μια κατάταξη μπορεί να διαμορφωθεί βάσει των λιγότερο αρνητικών αποδόσεων. «Ψάχνουμε δηλαδή τα καλύτερα αμοιβαία από τα χειρότερα».

Συγκεκριμένα:

1. ALPHA DOMESTIC EQUITY FUND

2. HSBC GREEK EQUITY FUND

3. ALPHA BLUE CHIPS DOMESTIC EQUITY FUND

4. OMEGA - SOGEN INVEST DOMESTIC EQUITY FUND

5. EGNATIA OLYMPIA DOM. EQUITY FUND

Παρακάτω παραθέτουμε έναν πίνακα αναφοράς των μέτρων επικινδυνότητας, που κι εδώ οι συντελεστές έχουν διαφορετική ερμηνεία σε σχέση με την ίδια της προηγούμενης περιόδου.

Πίνακας 7.9 : Παρουσίαση Μέτρων Επικινδυνότητας Αμοιβαίων Κεφαλαίων**Περίοδος 2000 - 2003**

ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	BETA	STD.DEV.	R^2
HSBC GREEK EQUITY FUND	0,819973	0,071433	0,900999
EGNATIA OLYMPIA DOM. EQUITY FUND	0,842982	0,074586	0,873469
ALPHA TRUST GROWTH DOM FUND	0,972192	0,08592	0,875461
ALPHA DOMESTIC EQUITY FUND	0,945079	0,081269	0,924714
INTERAMERICAN DYNAMIC EQUITY MF	0,82947	0,070269	0,9528
ING PIRAEUS DOM. EQUITY FUND	0,87676	0,075043	0,933394
DELOS BLUE CHIPS FUND	0,925844	0,078133	0,960137
OMEGA - SOGEN INVEST DOMESTIC EQUITY FUND	0,832234	0,073881	0,867663
ALPHA BLUE CHIPS DOMESTIC EQUITY FUND	0,845967	0,070927	0,972756
ERMIS DYNAMIC DOMESTIC EQUITY FUND	0,97712	0,083332	0,940147
EUROPEAN RELIANCE GROWTH FUND	0,863498	0,072266	0,976299
ABG DOMESTIC EQUITY MUTUAL FUND	0,915149	0,077606	0,951435
ASPIS GREEK EQUITIES FUND	0,749086	0,065507	0,894148

Στην φάση αυτή του χρηματοοικονομικού κύκλου που διανύουμε αναζητούμε, αντίθετα με την προηγούμενη ανοδική υποπερίοδο, τα αμοιβαία κεφάλαια με το μικρότερο συντελεστή βήτα, διότι αυτά παρουσιάζουν και το μικρότερο βαθμό συσχέτισης με την αγορά, που φθίνει βέβαια, και κατά κάποιο τρόπο τους προσφέρει μια δικλείδα ασφαλείας και τα προστατεύει απέναντι στη μεγάλη πτώση, προσδίδοντάς τους μια σταθερότητα επιπλέον, υποσχόμενα αντοχή σε περίπτωση ακόμη μεγαλύτερης πτώσης. Αυτά είναι:

1. ASPIS GREEK EQUITIES FUND

2. HSBC GREEK EQUITY FUND

3. INTERAMERICAN DYNAMIC EQUITY MF

4. OMEGA - SOGEN INVEST DOMESTIC EQUITY FUND

5. EGNATIA OLYMPIA DOM. EQUITY FUND

Στον αντίποδα, βρίσκεται το αμοιβαίο κεφάλαιο **ERMIS DYNAMIC DOMESTIC EQUITY FUND** το οποίο στην εν λόγω φάση είχε τον υψηλότερο συντελεστή βήτα, πλησίαζε στη μονάδα, και άρα παρουσίαζε την ίδια σχεδόν πτωτική συμπεριφορά με το γενικό δείκτη του Χρηματιστηρίου, σημειώνοντας συνεπώς τις μεγαλύτερες απώλειες.

7.3.3 ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΩΝ ΒΗΤΑ

ΠΕΡΙΟΔΩΝ 1993-1999 ΚΑΙ 2000 - 2003

Προηγουμένως, έγινε μεμονωμένη ανάλυση των στατιστικών αποτελεσμάτων για την κάθε υποπερίοδο, που βεβαίως είναι απαραίτητη για την αναγνώριση των καλύτερων και χειρότερων αμοιβαίων κεφαλαίων ανάμεσα στα 13 της αγοράς, δεδομένα που υποβοηθούν και ενισχύουν τις επιλογές των επενδυτών. Στη συνέχεια όμως θα πραγματοποιήσουμε μια διαχρονική και διαστρωματική (με την έννοια της ανάλυσης μεταξύ διαφορετικών αμοιβαίων) ανάλυση για να διαπιστωθεί η συμπεριφορά των αμοιβαίων κεφαλαίων και των διαχειριστών τους στην πορεία του χρόνου, ανάμεσα στις δύο υποπεριόδους.

Συγκεκριμένα θα παραθέσω τους συντελεστές βήτα για το κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο τόσο στην ανοδική όσο και στην καθοδική αγορά, αναμένοντας το beta ανόδου να είναι μεγαλύτερο από το beta καθόδου, προκειμένου ο διαχειριστής του αμοιβαίου να εμφανίζει ορθή συμπεριφορά τόσο στην άνοδο όσο και στην πτώση.

Πίνακας 7.10: Συγκριτική Ανάλυση Επίδοσης Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει Συντελεστή

Βήτα Περιόδου 1993 - 2003

ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	ΒΕΤΑ ΑΝΟΔΟΥ	ΒΕΤΑ ΚΑΘΟΔΟΥ	ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ
HSBC GREEK EQUITY FUND	0,750819	0,819973	
EGNATIA OLYMPIA DOM. EQUITY FUND	0,907437	0,842982	<u>ΟΡΘΗ</u>

ALPHA TRUST GROWTH DOM FUND	0,807089	0,972192	
ALPHA DOMESTIC EQUITY FUND	0,80649	0,945079	
INTERAMERICAN DYNAMIC EQUITY MF	0,852693	0,82947	<u>ΟΡΘΗ</u>
ING PIRAEUS DOM. EQUITY FUND	0,933841	0,87676	<u>ΟΡΘΗ</u>
DELOS BLUE CHIPS FUND	0,900534	0,925844	
OMEGA - SOGEN INVEST DOMESTIC EQUITY FUND	0,729028	0,832234	
ALPHA BLUE CHIPS DOMESTIC EQUITY FUND	0,760653	0,845967	
ERMIS DYNAMIC DOMESTIC EQUITY FUND	0,816557	0,97712	
EUROPEAN RELIANCE GROWTH FUND	0,851608	0,863498	
ABG DOMESTIC EQUITY MUTUAL FUND	0,759183	0,915149	
ASPIS GREEK EQUITIES FUND	0,63305	0,749086	

Ο παραπάνω πίνακας δείχνει ότι δυστυχώς μόνο τρία από το σύνολο των αμοιβαίων κεφαλαίων πέτυχαν το δύσκολο ζήτημα της διαφοροποίησης του συντελεστή βήτα στις δύο εκ διαμέτρου αντίθετες περιόδους, και αυτά ήταν:

EGNATIA OLYMPIA DOM. EQUITY FUND

INTERAMERICAN DYNAMIC EQUITY MF

ING PIRAEUS DOM. EQUITY FUND

Ωστόσο αυτό δε σημαίνει ότι μόνο αυτά είχαν τις σημαντικότερες αποδόσεις, διότι ο βασικός διαχωρισμός θα γίνει με ένα άλλο βασικό κριτήριο, το δείκτη Jensen, όπως αναλύεται πιο κάτω.

Εξάλλου η αποτελεσματικότητα των αποδόσεων και η επίδοση των διαχειριστών κατ' επέκταση, όπως είναι ήδη γνωστό, είναι συνισταμένη δύο χαρακτηριστικών, του Market – Timing το οποίο εξετάζουμε με τους δείκτες βήτα και Jensen και του Stock – Picking, που είναι η επιλογή των μετοχών για το χαρτοφυλάκιο του αμοιβαίου κεφαλαίου. Με άλλα λόγια είναι δυνατό τα περισσότερα από αυτά τα αμοιβαία να μη συγχρονίστηκαν επιτυχώς με την αγορά, προσαρμόζοντας τους συντελεστές βήτα τους, όμως οι διαχειριστές τους να επέλεξαν τον κατάλληλο αριθμό σε ποσότητα αλλά και κατηγορία, οι οποίες είχαν πιο ανοδική πορεία από άλλες, ή τουλάχιστο λιγότερο καθοδική. Και το αντίστροφο βέβαια είναι αναμενόμενο. Δηλαδή, οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων που δεν πραγματοποίησαν καλές αποδόσεις, πέτυχαν ωστόσο να ακολουθήσουν την αγορά, διαμορφώνοντας υψηλότερο δείκτη κινδύνου βήτα στην ανοδική περίοδο και μικρότερο αντίθετα στην καθοδική.

7.3.4 ΚΡΙΤΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1993-1999

Χρησιμοποιώντας και στο σημείο αυτό τα στατιστικά αποτελέσματα από τις παλινδρομήσεις στο E-views, παραθέτω έναν πίνακα με τους δείκτες Jensen και τη στατιστική σημαντικότητα αυτών (βάσει της πιθανότητας p-value).

Πίνακας 7.11 : Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει Συντελεστή Jensen Περιόδου

1993 -1999

ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	JENSEN ΔΕΙΚΤΗΣ	ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΗΤΑ
HSBC GREEK EQUITY FUND	0,017062	στατιστικά μη-σημαντικό
EGNATIA OLYMPIA DOM. EQUITY FUND	0,007443	στατιστικά μη-σημαντικό
ALPHA TRUST GROWTH DOM FUND	0,01266	στατιστικά μη-σημαντικό
ALPHA DOMESTIC EQUITY FUND	0,007797	στατιστικά σημαντικό
INTERAMERICAN DYNAMIC EQUITY MF	0,005739	στατιστικά μη-σημαντικό
ING PIRAEUS DOM. EQUITY FUND	0,004068	στατιστικά σημαντικό
DELOS BLUE CHIPS FUND	0,003397	στατιστικά σημαντικό
OMEGA - SOGEN INVEST DOMESTIC EQUITY FUND	0,003733	στατιστικά σημαντικό

ALPHA BLUE CHIPS DOMESTIC EQUITY FUND	0,001841	στατιστικά σημαντικό
ERMIS DYNAMIC DOMESTIC EQUITY FUND	0,003072	στατιστικά σημαντικό
EUROPEAN RELIANCE GROWTH FUND	-0,000462	στατιστικά σημαντικό
ABG DOMESTIC EQUITY MUTUAL FUND	-0,002797	στατιστικά σημαντικό
ASPIS GREEK EQUITIES FUND	0,001405	στατιστικά σημαντικό

Αυτό που ενδιαφέρει εδώ είναι κυρίως οι στατιστικά σημαντικοί συντελεστές με την έννοια ότι επιβεβαιώνουν το μέγεθός τους και είναι ενδεικτικοί του αν οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων είχαν καλύτερη (θετική τιμή) ή χειρότερη (αρνητική τιμή) επίδοση σε σχέση με ότι ανέμεναν.

Πιο συγκεκριμένα, την πιο άσχημη αποτελεσματικότητα, με την έννοια ότι δεν κατάφεραν να προβλέψουν καθόλου την αγορά, επέδειξαν οι εξής:

1. ABG DOMESTIC EQUITY MUTUAL FUND

2. EUROPEAN RELIANCE GROWTH FUND

Αντιθέτως θετική επίδοση στην αποδοτικότητά τους εμφάνισαν για την πρώτη περίοδο οι κάτωθι διαχειριστές κατά σειρά καλύτερης ποσοστιαία επίδοσης (performance):

1. ALPHA DOMESTIC EQUITY FUND

2. ING PIRAEUS DOM. EQUITY FUND

3. OMEGA - SOGEN INVEST DOMESTIC EQUITY FUND

4. DELOS BLUE CHIPS FUND

5. ERMIS DYNAMIC DOMESTIC EQUITY FUND

6. ALPHA BLUE CHIPS DOMESTIC EQUITY FUND

7. ASPIS GREEK EQUITIES FUND

Όσον αφορά στους μη σημαντικούς στατιστικά συντελεστές, οι διαχειριστές τους δεν είχαν απόκλιση με βάση αναφοράς την αναμενόμενη απόδοση, δηλαδή οι αποδόσεις τους ήταν αυτές που ανέμεναν, δε βελτιώθηκαν ούτε όμως σημείωσαν αρνητική εικόνα. Αυτοί δε είναι:

1. HSBC GREEK EQUITY FUND

2. ALPHA TRUST GROWTH DOM FUND

4. EGNATIA OLYMPIA DOM. EQUITY FUND

5. INTERAMERICAN DYNAMIC EQUITY MF

7.3.5 ΚΡΙΤΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 2000-2003

Πραγματοποιώντας την ίδια μελέτη για τη δεύτερη και πρωτική περίοδο θα παραθέσουμε τους αντίστοιχους πίνακες για να διαγνώσουμε εάν υπήρχαν διαχειριστές με καλύτερη επίδοση από ότι αναμενόταν αυτή την περίοδο ύφεσης.

Πίνακας 7.12 : Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει Συντελεστή Jensen Περιόδου**2000 -2003**

ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	JENSEN ΔΕΙΚΤΗΣ	ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΗΤΑ
HSBC GREEK EQUITY FUND	-0,000503	στατιστικά σημαντικό
EGNATIA OLYMPIA DOM. EQUITY FUND	-0,00199	στατιστικά σημαντικό
ALPHA TRUST GROWTH DOM FUND	-0,009296	στατιστικά μη-σημαντικό
ALPHA DOMESTIC EQUITY FUND	-0,002411	στατιστικά σημαντικό
INTERAMERICAN DYNAMIC EQUITY MF	-0,004427	στατιστικά σημαντικό
ING PIRAEUS DOM. EQUITY FUND	-0,004234	στατιστικά σημαντικό
DELOS BLUE CHIPS FUND	-0,003776	στατιστικά σημαντικό
OMEGA - SOGEN INVEST DOMESTIC EQUITY FUND	-0,002189	στατιστικά σημαντικό
ALPHA BLUE CHIPS DOMESTIC EQUITY FUND	-0,000137	στατιστικά σημαντικό
ERMIS DYNAMIC DOMESTIC EQUITY FUND	-0,003501	στατιστικά σημαντικό
EUROPEAN RELIANCE GROWTH FUND	-0,002649	στατιστικά σημαντικό
ABG DOMESTIC EQUITY MUTUAL FUND	-0,002309	στατιστικά σημαντικό

ASPIS GREEK EQUITIES FUND	-0,017066	στατιστικά μη-σημαντικό
----------------------------------	------------------	--------------------------------

Εδώ είναι χαρακτηριστικό ότι όλοι οι διαχειριστές παρουσίασης χαμηλότερη επίδοση από την αναμενόμενη, δε μπόρεσαν δηλαδή να αντέξουν στο έντονα πτωτικό κλίμα, με συνέπεια ακόμη και όσοι κατά την προηγούμενη φάση ήταν καλοί διαχειριστές, να πέσουν σε κατηγορία. Εδώ θα λέγαμε ότι σε καλύτερη θέση ανήκουν όσοι είχαν πραγματοποιήσει απόδοση ίση με αυτή που ανέμεναν και ήταν προετοιμασμένοι (δείκτης Jensen στατιστικά μη σημαντικός, άρα μηδέν) και όσων η αρνητική απόκλιση τείνει τουλάχιστο στο μηδέν. Έτσι τους κατατάσσουμε ως εξής:

ASPIS GREEK EQUITIES FUND

ALPHA TRUST GROWTH DOM FUND

Και,

1. ALPHA BLUE CHIPS DOMESTIC EQUITY FUND

2. HSBC GREEK EQUITY FUND

3. EGNATIA OLYMPIA DOM. EQUITY FUND

4. OMEGA - SOGEN INVEST DOMESTIC EQUITY FUND

5. ABG DOMESTIC EQUITY MUTUAL FUND

6. INTERAMERICAN DYNAMIC EQUITY MF

7. EUROPEAN RELIANCE GROWTH FUND

8. ERMIS DYNAMIC DOMESTIC EQUITY FUND

9. DELOS BLUE CHIPS FUND

10. ING PIRAEUS DOM. EQUITY FUND

11. ALPHA DOMESTIC EQUITY FUND

7.3.6 ΕΠΑΝΑΛΗΠΤΙΚΟΤΗΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΜΕΤΑΞΥ ΥΠΟΠΕΡΙΟΔΩΝ (1993 -1999 ΚΑΙ 2000 – 2003) ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1993 - 2003

Στο συγκεκριμένο τμήμα της εργασίας θα αναλυθεί συγκεντρωτικά η κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων σε διαχρονικό επίπεδο, προκειμένου να εξεταστεί η συνέπειά τους, με την έννοια του κατά πόσο οι διαχειριστές διατήρησαν τη θέση και το μερίδιό τους στην αγορά κατά τη διάρκεια καθεμιάς περιόδου ξεχωριστά αλλά και σε συνολικό βαθμό. Πιο αναλυτικά θα επικεντρωθούμε στο αν οι καλοί διαχειριστές της πρώτης περιόδου παρέμειναν πρώτοι και τη δεύτερη περίοδο, αν βελτιώθηκαν ή χειροτέρευσαν σε όρους αποδόσεων. Επίσης οι παρακάτω πίνακες θα μας βοηθήσουν να βγάλουμε συμπεράσματα και για την αποτελεσματικότητα της αγοράς και συνεπώς το βαθμό προβλεψιμότητας που αυτή επιτρέπει.

Εκτός από τους πίνακες που απεικονίζουν τη θέση του αμοιβαίου κεφαλαίου κάθε φορά στην αγορά και ανάλογα βέβαια με το εκάστοτε μέτρο επικινδυνότητας, η μέθοδος που ακολουθήσαμε για να διαπιστώσουμε την ύπαρξη ή μη συνέπειας των διαχειριστών και κατ' επέκταση να διεγάγουμε συμπέρασμα περί αποτελεσματικότητας της αγοράς των αμοιβαίων, είναι ο χωρισμός ενός γραφήματος σε τεταρτιμόρια, παραθέτοντας στους δύο άξονες, τον κάθετο και τον οριζόντιο τις προκύπτουσες υποπεριόδους 1993 -1999 και 2000 – 2003 αντίστοιχα.

Στο πρώτο τεταρτιμώριο απεικονίζονται οι καλύτεροι διαχειριστές της πρώτης περιόδου, που παρέμειναν καλύτεροι και τη δεύτερη περίοδο. Στο δεύτερο τεταρτιμώριο εμφανίζονται οι διαχειριστές, που ενώ κατά την πρώτη περίοδο κατατάχθηκαν στις δέκα πρώτες θέσεις, τη δεύτερη περίοδο χειροτέρευσαν τις θέσεις

τους. Στο τρίτο τεταρτιμόριο διαφαίνονται οι χειρότεροι διαχειριστές της πρώτης περιόδου , που παρέμειναν στις τελευταίες θέσεις και τη δεύτερη περίοδο και τέλος στο τέταρτο τεταρτιμόριο κατατάσσονται οι χειρότεροι διαχειριστές της πρώτης περιόδου που όμως τη δεύτερη περίοδο **βελτιώθηκαν** σημαντικά.

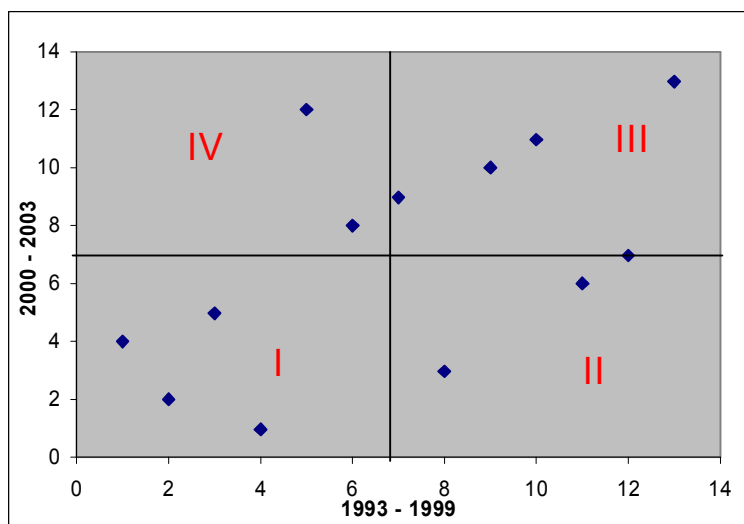
7.3.6.1 ΚΡΙΤΙΚΗ ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ ΒΑΣΕΙ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

Πίνακας 7.13 : Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων Διαχρονικά βάσει Μέσου Όρου

Υπερβαλλουσών Αποδόσεων

ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	1993 - 1999	2000 - 2003
HSBC GREEK EQUITY FUND	2	2
EGNATIA OLYMPIA DOM. EQUITY FUND	3	5
ALPHA TRUST GROWTH DOM FUND	5	12
ALPHA DOMESTIC EQUITY FUND	4	1
INTERAMERICAN DYNAMIC EQUITY MF	6	8
ING PIRAEUS DOM. EQUITY FUND	7	9
DELOS BLUE CHIPS FUND	9	10
OMEGA - SOGEN INVEST DOMESTIC EQUITY	1	4

FUND		
ALPHA BLUE CHIPS DOMESTIC EQUITY FUND	8	3
ERMIS DYNAMIC DOMESTIC EQUITY FUND	10	11
EUROPEAN RELIANCE GROWTH FUND	11	6
ABG DOMESTIC EQUITY MUTUAL FUND	12	7
ASPIS GREEK EQUITIES FUND	13	13



Από το πρώτο διάγραμμα διαπιστώνουμε ότι η μεγαλύτερη συγκέντρωση των διαχειριστών βρίσκεται στο τρίτο τεταρτιμόριο, δηλαδή υπάρχει επαναληπτικότητα που αφορά στη θέση των διαχειριστών διαχρονικά αλλά συγκεκριμένα αφορά στους διαχειριστές που ήταν οι χειρότεροι σε κατάταξη κατά την πρώτη περίοδο και

εξακολούθησαν να έχουν άσχημες αποδόσεις, ακόμη και αρνητικές και στη δεύτερη πτωτική φάση της συνολικής περιόδου 1993 – 2003. Επίσης είναι σημαντικό ότι αρκετοί διαχειριστές διατήρησαν την καλή κατάταξή τους και στις δύο περιόδους. Αντιθέτως μόνο δύο διαχειριστές ορθοπόδησαν τη δεύτερη υποπερίοδο, ενώ την πρώτη κατέδειξαν άσχημα εικόνα. Αυτό μάλιστα είναι ιδιαίτερος αξιόλογος για τους εν λόγω διαχειριστές, διότι προφανώς χρειάστηκε μεγαλύτερη προσπάθεια ακόμη για να βελτιώσουν τη θέση τους, τη στιγμή που η ίδια η περίοδος (πτωτική) και τα δυσοίωνα χαρακτηριστικά της δεν το επιτρέπουν.

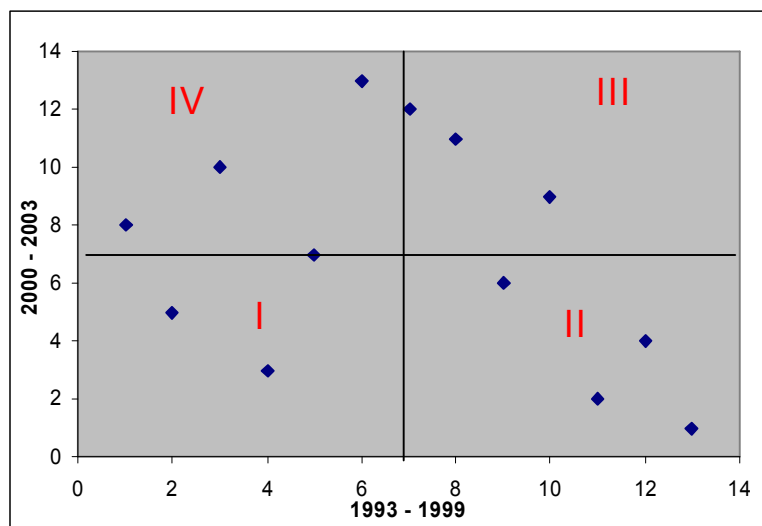
7.3.6.2 ΚΡΙΤΙΚΗ ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ ΒΑΣΕΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗ ΕΠΙΚΙΝΔΥΝΟΤΗΤΑΣ ΒΗΤΑ

Πίνακας 7.14 : Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων Διαχρονικά βάσει Συντελεστή

Επικινδυνότητας Βήτα

ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	1993 - 1999	2000 - 2003
HSBC GREEK EQUITY FUND	11	2
EGNATIA OLYMPIA DOM. EQUITY FUND	2	5
ALPHA TRUST GROWTH DOM FUND	7	12
ALPHA DOMESTIC EQUITY FUND	8	11
INTERAMERICAN DYNAMIC EQUITY MF	4	3

ING PIRAEUS DOM. EQUITY FUND	1	8
DELOS BLUE CHIPS FUND	3	10
OMEGA - SOGEN INVEST DOMESTIC EQUITY FUND	12	4
ALPHA BLUE CHIPS DOMESTIC EQUITY FUND	9	6
ERMIS DYNAMIC DOMESTIC EQUITY FUND	6	13
EUROPEAN RELIANCE GROWTH FUND	5	7
ABG DOMESTIC EQUITY MUTUAL FUND	10	9
ASPIS GREEK EQUITIES FUND	13	1



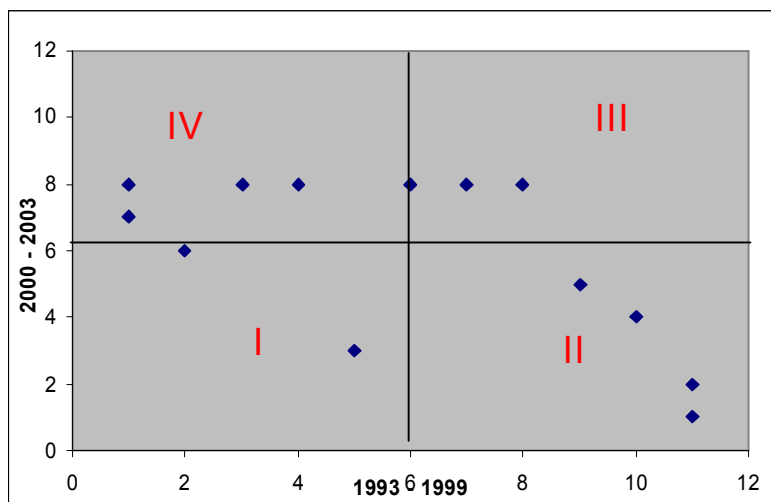
Στο δεύτερο διάγραμμα, στο οποίο η κριτική γίνεται σύμφωνα με το αυστηρότερο κριτήριο του συντελεστή βήτα είναι προφανής μια πιο ομοιόμορφη κατανομή των διαχειριστών στα τεταρτιμόρια και μεγαλύτερη διασπορά αυτών. Στο σχήμα διαπιστώνουμε ότι ο αριθμός των διαχειριστών που ήταν καλοί και χειροτέρευσαν ή αντίστροφα εκείνων που ήταν κακοί σε επιδόσεις αλλά βελτιώθηκαν είναι ίδιος. Επομένως θα ήταν πολύ δύσκολο να προβλέψει κανείς για την πορεία και τις αποδόσεις των διαχειριστών μια και δεν εμφανίζεται συνέπεια στις επιδόσεις τους.

7.3.6.3 ΚΡΙΤΙΚΗ ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ ΒΑΣΕΙ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

Πίνακας 7.15 : Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων Διαχρονικά βάσει Δείκτη Jensen

ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	1993 - 1999	2000 - 2003
HSBC GREEK EQUITY FUND	3	8
EGNATIA OLYMPIA DOM. EQUITY FUND	4	8
ALPHA TRUST GROWTH DOM FUND	1	8
ALPHA DOMESTIC EQUITY FUND	11	1
INTERAMERICAN DYNAMIC EQUITY MF	7	8

ING PIRAEUS DOM. EQUITY FUND	11	2
DELOS BLUE CHIPS FUND	10	4
OMEGA - SOGEN INVEST DOMESTIC EQUITY FUND	5	3
ALPHA BLUE CHIPS DOMESTIC EQUITY FUND	2	6
ERMIS DYNAMIC DOMESTIC EQUITY FUND	9	5
EUROPEAN RELIANCE GROWTH FUND	8	8
ABG DOMESTIC EQUITY MUTUAL FUND	6	8
ASPIS GREEK EQUITIES FUND	1	7



Στο τελευταίο αυτό διάγραμμα γίνεται μια αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας και αποδοτικότητας των διαχειριστών σύμφωνα με τον καλύτερο δείκτη επιτυχημένου Management των διαχειριστών, όπως έδειξαν οι εμπειρικές μελέτες. Από το διάγραμμα διαπιστώνεται για μια ακόμη φορά μικρή συσχέτιση των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων κατά την πρώτη και δεύτερη περίοδο αντίστοιχα, άρα και μικρή επαναληπτικότητα, γεγονός που επιβεβαιώνει τη θεωρία και τα αποτελέσματα των εμπειρικών μελετών. Και αυτό το μέτρο επισημαίνει τις προσπάθειες βελτίωσης της επίδοσης των διαχειριστών μεταξύ των δύο φάσεων, που άλλοτε πετυχαίνουν και άλλοτε όχι, το αποτέλεσμα όμως είναι το ίδιο και μοναδικό. Η αδυναμία ασφαλούς πρόβλεψης βάσει προηγούμενων αποδόσεων.

7.3.6.4 ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Τα προηγούμενα διαγράμματα ναί μεν έγιναν στα πλαίσια των δικών μου επιλεγμένων δεδομένων και σύμφωνα με τα συγκεκριμένα αμοιβαία κεφάλαια που υπήρχαν για το μελετηθέν χρονικό διάστημα, αλλά αποτελούν απλώς επιβεβαίωση των εμπειρικών μελετών περί συγχρονισμού, επιλεκτικότητας και επαναληπτικότητας, όπως αυτές παρουσιάστηκαν προηγουμένως.

Κοινός τόπος των πινάκων και των γραφημάτων που προέκυψαν είναι η γενικότερη απουσία επαναληπτικότητας για των πλειοψηφία των αμοιβαίων κεφαλαίων και των διαχειριστών τους αντίστοιχα. Εξαιρέσεις σαφώς και διακρίναμε κατά την ανάλυση, μια και η ελληνική αγορά Α/Κ είναι σχετικά μικρή και δεν δυσχαιραίνει την επιλογή βάσει προηγούμενων παρατηρήσεων. Η ουσία πάντως είναι ότι οι διαχειριστές στο σύνολό τους δεν διακρίνονται για τη συνέπειά τους, υπάρχει καθολική έλλειψη

επαναληπτικότητας, γεγονός που δεν είναι απαραίτητα αρνητικό. Το αντίθετο μάλιστα, είναι δείγμα Αποτελεσματικότητας της ελληνικής αγοράς Α/Κ, ίσως όμως όχι σε τόσο ισχυρό βαθμό. Μια αποτελεσματική αγορά χαρακτηρίζεται από ην έλλειψη προβλεπτικής ικανότητας για τους διαχειριστές και το ευρύ επενδυτικό κοινό αντίστοιχα. Υπάρχει μεγάλος όγκος διαθέσιμης πληροφορίας σε όλους και η αγορά είναι υγιώς δομημένη σε τέτοιο βαθμό, που να μην αποκλείει την πρόοδο ακόμη και των πιο χαμηλών σε όρους απόδοσης Α/Κ, να διευκολύνει την είσοδο νέων διαχειριστών στον κλάδο και εν γένει να λειτουργεί με αντικειμενικά πρότυπα και την κείμενη νομοθεσία.

Σε γενικές γραμμές θα λέγαμε ότι η έλλειψη συνέπειας των διαχειριστών ωθεί την αγορά στο να ακολουθεί ένα είδος «Τυχαίου Περίπατου» (Random Walk) δεδομένων, με διάχυτη δηλαδή την ύπαρξη αβεβαιότητας και ρίσκου. Σε μια τέτοια αγορά η τυχαιότητα είναι το έντονο χαρακτηριστικό της, σε συνδυασμό με την παντελή απουσία προβλεπτικής ικανότητας, μια και οι προηγούμενες αποδόσεις δε μπορούν να εγγυηθούν τις μελλοντικές. Συνεπώς, τόσο οι διαχειριστές όσο και το υπόλοιπο περισσότερο αυτόνομο επενδυτικό κοινό δε διαθέτουν τη διακριτική ευχέρεια να επιλέξουν αμοιβαία κεφάλαια αξιολογώντας τα από προηγούμενες επιδόσεις και επομένως πρέπει να ανευρεθούν άλλα κριτήρια επιλογής των καταλληλότερων εξ' αυτών και των πιο επιτυχημένων διαχειριστών αντίστοιχα.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

A. ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΤΑ ΤΑ ΕΤΗ 2001 – 2002 - 2003

A.1 ΓΕΝΙΚΑ

Μια ακόμη έρευνα που πραγματοποιήθηκε στην Ελλάδα χρησιμοποιεί το μοντέλο Treynor – Mazuy για την αξιολόγηση της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων και υλοποιήθηκε από τον Μυλωνά το 1999. Τα αποτελέσματα εκτίμησης αναφέρονται σε 10 αμοιβαία κεφάλαια της περιόδου 1993-1994 και 12 αμοιβαία κεφάλαια της περιόδου 1995-1996 και στο δείκτη ASE όσον αφορά στον υπολογισμό του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα των ερευνών μπορεί να αμφισβητηθεί ότι οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων επιδεικνύουν εξαιρετική χρονική ικανότητα.. Ωστόσο οι Treynor και Mazuy διαπίστωσαν ότι η υπόθεση της απουσίας χρονικής ικανότητας μπορεί να απορριφθεί με 95% διάστημα εμπιστοσύνης για ένα μόνο εκ των 57 ερευνούμενων αμοιβαίων κεφαλαίων.

A.2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗ

Σε μια προηγούμενη εμπειρική ανάλυση εξετάστηκαν μηνιαίες αποδόσεις από όλα τα αμοιβαία κεφάλαια, τα οποία προϋποτίθεται ότι υπήρχαν για 60 μηνιαίες περιόδους, από τον Ιανουάριο του 1993 έως το Δεκέμβριο του 1997. Το τελικό δείγμα αποτελείται από 19 αμοιβαία κεφάλαια, τα κεφάλαια των οποίων συγκεντρώνουν το 70% των συνολικών κεφαλαίων των σχετικών κατηγοριών Α/Κ. Τα στοιχεία των αποδόσεων περιλαμβάνουν μερίσματα όπως επίσης και κεφαλαιακά κέρδη και ζημιές. Το χαρτοφυλάκιο της αγοράς μετρήθηκε βάσει ενός νέου γενικού δείκτη του

χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών, στον οποίο έχουν ενσωματωθεί τα μερίσματα. Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι η παράλειψη των μερισμάτων από τον αθηναϊκό γενικό χρηματιστηριακό δείκτη υποεκτιμά την πραγματική του απόδοση σε όφελος των διαχειριστών των κεφαλαίων. Προκειμένου να υπολογιστεί ο κίνδυνος χρησιμοποιήθηκε το τριμηνιαίο επιτόκιο κρατικού ομολόγου.

Βασισμένοι σε συνολικές αποδόσεις, οι περισσότεροι διαχειριστές ισχυρίζονται να σημειώνουν σημαντικές διαχειριστικές ικανότητες. Εντούτοις, αν λάβουμε υπόψη το ρίσκο –προσαρμοσμένες αποδόσεις- αποδεικνύεται ότι μόνο δύο αμοιβαία κεφάλαια (τα γνωστά Midland και Hambros Equity Funds) πραγματοποίησαν αποδόσεις υψηλότερες του μέσου όρου. Εν γένει τα αποτελέσματα της αναφερόμενης μελέτης απέδειξαν ότι η απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων τελικά δεν είναι σε τόσο υψηλά επίπεδα με τα αναμενόμενα και με αυτά που τα ίδια τα αμοιβαία κεφάλαια υπόσχονται.

Επιπλέον, σύμφωνα με πρόσφατες δημοσιευμένες πληροφορίες που εστιάζουν το ενδιαφέρον τους στους Έλληνες διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων, βρέθηκε ότι η πλειοψηφία των τελευταίων είναι νέοι, άπειροι σχετικά, και δεν παρουσιάζουν σταθερότητα στην επιλογή κατηγορίας αμοιβαίου κεφαλαίου. Εμφανίζουν δηλαδή μια κινητικότητα μεταξύ των ειδών των αμοιβαίων κεφαλαίων. Η ύπαρξη 5 από τα 9 αμοιβαία κεφάλαια με αρνητική στατιστικά σημαντική παράμετρο του συγχρονισμού είναι ένα φαινόμενο το οποίο αποδίδεται κυρίως στην έλλειψη εμπειρίας των διαχειριστών μέσα στη μικρή χρονική περίοδο ζωής των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα.

A.3 Η ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΤΑ ΤΟ ΕΤΟΣ

2001

A.3.1 ΓΕΝΙΚΟΣ ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Στο τέλος του έτους 2001 τα συνολικά ενεργητικά όλων των κατηγοριών Αμοιβαίων Κεφαλαίων διαμορφώθηκαν σε 9,13 τρισ. δρχ., έναντι 10,52 τρισ. δρχ. της αρχής του έτους, σημειώνοντας μείωση ύψους 1,39 τρισ. δρχ. (-13,25%). Το 2001, έτσι, είναι το δεύτερο συνεχές έτος, κατά το οποίο σημειώνεται μείωση του συνολικού όγκου της αγοράς Α.Κ., δεδομένου ότι και κατά το 2000 είχε παρατηρηθεί μείωση ύψους 1,40 τρισ. δρχ. (-11,8%) σε σύγκριση με την αρχή του έτους όπου τα συνολικά ενεργητικά όλων των κατηγοριών Α.Κ. ανήρχοντο σε 10,52 τρισ. δρχ.

Σε σχέση με την υποχώρηση της αγοράς των Α.Κ. στη χώρα μας κατά το 2001 έχουμε να παρατηρήσουμε τα ακόλουθα :

α) Το φαινόμενο της μείωσης του όγκου της αγοράς, δεν χαρακτηρίζει όλες τις κατηγορίες Α.Κ., γιατί άλλες κατηγορίες παρουσίασαν αύξηση και άλλες μείωση.

β) Έτσι ενώ η συνολική μείωση της αγοράς ανέρχεται σε 1,39 τρισ. δρχ., τα Αμοιβαία

Διαχείρισης Διαθεσίμων Εσωτερικού παρουσίασαν μείωση 1,93 τρισ. δρχ. και τα Μετοχικά Εσωτερικού μείωση 777,3 δισ. δρχ. Η κατά 2,70 τρισ. δρχ. μείωση του όγκου της αγοράς από τη συμπεριφορά αυτών των 2 κατηγοριών, έναντι συνολικής μείωσης του όγκου της αγοράς ύψους 1,39 τρισ. δρχ., σημαίνει ότι η διαφορά ύψους 1,31 τρισ. δρχ. εκαλύφθη από την ανάπτυξη των άλλων κατηγοριών Α.Κ., όπως άλλωστε θα φανεί κατωτέρω στην ανάλυση των επιμέρους υποκατηγοριών Α.Κ. 3

γ) Η παρατηρηθείσα σοβαρή μείωση στα ενεργητικά των Αμοιβαίων Διαχείρισης Διαθεσίμων Εσωτερικού οφείλεται κατά κύριο λόγο στη συνεχή κατά τη διάρκεια του

έτους μείωση των επιτοκίων, που είχε ως συνέπεια τη μεταφορά σημαντικών κεφαλαίων αυτής της κατηγορίας στα Repos που διέθεταν το προνόμιο του αφορολογήτου. Εξάλλου μεταφορά κεφαλαίων αυτής της κατηγορίας έγινε και προς Αμοιβαία Διαθεσίμων Εξωτερικού και τα Διεθνή, όπως επίσης και στις διάφορες κατηγορίες των Μικτών Α.Κ. Ως σημαντικότερο λόγο της υποχώρησης του ενεργητικού των Μετοχικών Α.Κ. Εσωτερικού, πρέπει να θεωρήσουμε την κατά 23,53% υποχώρηση του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α., με τη συνεπακόλουθη μείωση της αποτιμήσεως των μετοχικών χαρτοφυλακίων, και δευτερευόντως τη ρευστοποίηση μεριδίων και τις μεταφορές κεφαλαίων στις άλλες κατηγορίες Α.Κ. Τούτο αποδεικνύεται από το γεγονός ότι ενώ το ενεργητικό αυτής της κατηγορίας μειώθηκε κατά 31%, ο αριθμός των μεριδίων μειώθηκε μόνον κατά 9,45%.

δ) Οι τάσεις που επικράτησαν στην αγορά τόσο κατά το 2000 όσο και το 2001 επηρέασαν τη συμπεριφορά των επενδυτών σε Α.Κ. με αποτέλεσμα να εκδηλώσουν προτιμήσεις προς κατηγορίες που κατά τη γνώμη τους είναι ασφαλέστερες, όπως π.χ. τα Ομολογιακά Α.Κ., τα Μικτά Α.Κ. και τις υποκατηγορίες Διεθνών και Εξωτερικού των κατηγοριών Μετοχικών Α.Κ. και Α.Κ. Διαχείρισης Διαθεσίμων. Αποτέλεσμα αυτής της αλλαγής συμπεριφοράς των επενδυτών ήταν να μεταβληθούν τα μερίδια αγοράς των διαφόρων κατηγοριών Α.Κ. Εν τούτοις και κυρίως για το έτος 2001, δεν μπορεί να απεικονισθεί στα διαγράμματα με σαφήνεια η στροφή επενδυτών από τις κατηγορίες Εσωτερικού στις υποκατηγορίες Διεθνών και Εξωτερικού, λόγω του μικρού όγκου κεφαλαίων αυτών των υποκατηγοριών στοιχείο όμως που θα αναλυθεί κατωτέρω στην λεπτομερή ανάλυση της συμπεριφοράς των διαφόρων κατηγοριών Α.Κ. κατά το έτος 2001.

ε) Χρήσιμα συμπεράσματα για τις τάσεις που επικράτησαν στην αγορά των Α.Κ. μπορούμε να συναγάγουμε και από τους επόμενους πίνακες του συνολικού αριθμού

μεριδίων Α.Κ., 4 κατά κατηγορία, κατά την τελευταία 5ετία, καθώς και από το διάγραμμα για την εξέλιξη μεριδίων κατά το 2001.

ζ) Είναι σκόπιμο επίσης να παρουσιασθεί και η κινητικότητα που εμφανίζεται μέσα στο έτος 2001 μέσω των εισροών και εκροών κεφαλαίων ανά κατηγορία και υποκατηγορία Α.Κ., όπως και το καθαρό υπόλοιπο.

η) Τέλος, πρέπει να σημειωθεί με έμφαση, και προς αποφυγή εσφαλμένων συμπερασμάτων από τη διαχρονική σύγκριση της αγοράς, ότι το έτος 1999, μετά το οποίο παρατηρείται πτώση της αγοράς είναι έτος χρηματιστηριακών υπερβολών, που διαχέεται και στην αγορά Α.Κ. Το έτος αυτό επηρέασε διορθωτικά τα επόμενα έτη 2000 και 2001, τόσο σχετικά με την πορεία του Χρηματιστηρίου, όσο και με τη συμπεριφορά των επενδυτών έναντι των Α.Κ, οι οποίοι μάλιστα έφθασαν στην υπερβολή να αδυνατούν να διακρίνουν τα πλεονεκτήματα κατηγοριών Α.Κ., όπως τα Ομολογιακά και τα Διαχείρισης Διαθεσίμων, οι οποίες δεν παρουσιάζουν επενδυτικούς κινδύνους.

A.3.2 ΕΤΑΙΡΙΕΣ - ΠΡΟΪΟΝΤΑ

Κατά την έναρξη του έτους 2001 δραστηριοποιούνταν στην ελληνική αγορά Α.Κ. 26 Εταιρίες Διαχείρισεως. Κατά τη διάρκεια του έτους, σημειώθηκαν οι ακόλουθες μεταβολές :

Ιδρύθηκαν οι Εταιρίες IBG Α.Ε.Δ.Α.Κ. και PROFUND Α.Ε.Δ.Α.Κ., ενώ η HSBC Α.Ε.Δ.Α.Κ. προχώρησε σε εξαγορά της BARCLAYS Α.Ε.Δ.Α.Κ.. Η EFG Α.Ε.Δ.Α.Κ. επίσης ανέλαβε τη διαχείριση της TELESIS Α.Ε.Δ.Α.Κ., με αποτέλεσμα οι εταιρίες διαχείρισης στο τέλος του 2001 να παραμένουν 26.

Τα κυκλοφορούντα Α.Κ. στο τέλος του 2001 ανήρχοντο σε 269, έναντι 265 Α.Κ. στην αρχή του έτους. Σημειώνεται ότι κατά τη διάρκεια του έτους

πραγματοποιήθηκαν 14 συγχωνεύσεις Α.Κ., όπως, επίσης, ιδρύθηκαν και ελειτούργησαν 22 νέα Α.Κ. Επίσης άλλαξε η Εταιρία Διαχείρισης για 6 Α.Κ, ενώ πραγματοποιήθηκαν λύσεις 2 Α.Κ. Από τα κυκλοφορούντα στο τέλος του 2001, 269 Α.Κ., 60 ήταν Ομολογιακά (και των 3 Υποκατηγοριών), 45 Διαχειρίσεως Διαθεσίμων, 37 Μικτά και 128 Μετοχικά. Τα αντίστοιχα Α.Κ. στο τέλος του 2000 ανήκαν στις 4 Κατηγορίες ως εξής : Ομολογιακά (62), Διαχείρισης Διαθεσίμων (47), Μικτά (36), Μετοχικά (120).

Στην αγορά Α.Κ. κατά το 2001 εσημειώθηκαν σοβαρές ανακατατάξεις ως προς τα μερίδια αγοράς που ελέγχουν οι διάφορες Εταιρίες Διαχειρίσεως, οι οποίες είναι αποτέλεσμα τόσο της πολιτικής που εφαρμόζουν οι διάφοροι τραπεζικοί όμιλοι και των σημειωθεισών εξαγορών και συγχωνεύσεων, όσο και της πολιτικής ανάπτυξης που εφαρμόζουν στην αγορά οι διάφορες Εταιρίες. Γεγονός πάντως είναι ότι οι 3 πρώτες σε όγκο ενεργητικών Εταιρίες το 2001 ελέγχουν το 55,93% της συνολικής αγοράς. Εξάλλου οι 7 πρώτες Εταιρίες, με μερίδιο αγοράς άνω του 4%, ελέγχουν το 81,17% της συνολικής αγοράς, ενώ οι υπόλοιπες 19 εταιρίες ελέγχουν το υπόλοιπο 18,83% της αγοράς. Από τις 26 Εταιρίες, κατά τη διάρκεια του 2001, όπου η συνολική αγορά υποχώρησε, 3 μόνον Εταιρίες εσημείωσαν αύξηση ενεργητικών, ενώ οι υπόλοιπες εσημείωσαν μειώσεις οι οποίες σε ορισμένες έφθασαν μέχρι μείωση 42% του ενεργητικού τους έναντι της αρχής του έτους. Οι μεταβολές (θετικές ή αρνητικές) που εσημείωσαν οι Εταιρίες κατά τη διάρκεια του 2001 οφείλοντο, εκτός των άλλων, και στον αριθμό και το είδος των Αμοιβαίων τους Κεφαλαίων, διότι ήταν εύλογο Εταιρίες με έμφαση στα Μετοχικά και τα Διαθεσίμων να υποστούν μεγαλύτερες μειώσεις στους όγκους των συνολικών τους ενεργητικών.

Τέλος, παρατηρούμε ότι από το σύνολο των 26 Εταιριών Διαχειρίσεως και ανεξαρτήτως της μεταβολής στον όγκο των διαχειριζομένων κεφαλαίων τους, 8

Εταιρίες παρουσίασαν αύξηση του μεριδίου τους στην αγορά Α.Κ., ενώ οι υπόλοιπες παρουσίασαν μείωση του μεριδίου τους.

A.3.3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΠΙ ΜΕΡΟΥΣ ΚΑΤΗΓΟΡΙΩΝ Α/Κ

A. ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ Α/Κ

Με συνολικά ενεργητικά 1,67 τρισ. δρχ. στο τέλος του έτους έναντι 1,51 τρισ.δρχ. στην αρχή του 2001, τα Ομολογιακά Α.Κ. Εσωτερικού σημείωσαν αύξηση 160 δισ. δρχ. και ποσοστιαία αύξηση σχεδόν 10,5%. Η στροφή επενδυτών προς αυτή την υποκατηγορία συνοδεύθηκε και από αύξηση των κυκλοφορούντων μεριδίων των επενδυτών κατά 13,79%. Η μέση ετησία απόδοση αυτής της υποκατηγορίας ανήλθε σε 4,11%. Το πρώτο σε απόδοση Α.Κ. της υποκατηγορίας παρουσίασε απόδοση 6,08%. 9 Αμοιβαία Κεφάλαια υπερέβησαν σε απόδοση το 5%, ενώ 18 Α.Κ. υπερέβησαν το 4%. Ενδεικτικό στοιχείο για τη στροφή επενδυτών προς αυτή την κατηγορία είναι ότι 3 Α.Κ. πέτυχαν ετήσια αύξηση ενεργητικού άνω του 300% και 3 άνω του 100%. Πάντως 15 Α.Κ. παρά την παρατηρηθείσα τάση εσημείωσαν μείωση ενεργητικού. Άλλο χαρακτηριστικό αυτής της κατηγορίας είναι ότι παρατηρείται συγκέντρωση μεριδίου αγοράς σε 3 Αμοιβαία Κεφάλαια τα οποία ελέγχουν το 50% αυτής της υποκατηγορίας Α.Κ.

B. ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ

Η παρατηρηθείσα τάση επενδυτών προς τα Ομολογιακά Α.Κ., υπήρξε ιδιαίτερα έντονη σ' αυτήν τη μικρή σε όγκο ενεργητικών κατηγορία, όπου τα συνολικά ενεργητικά των 13 Α.Κ. ανήλθαν σε 131,6 δισ. δρχ., έναντι 67,63 δισ. δρχ. της αρχής του έτους (+94,7%), με αύξηση των μεριδίων κατά (110%).

Γ. ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

Η αιτία της ιδιαίτερα έντονης αυτής μεταβολής, οφείλεται, πλην της στροφής των επενδυτών σε ασφαλέστερα προϊόντα, και στην επιφυλακτικότητά τους έναντι των προοπτικών της ελληνικής αγοράς λόγω της κρίσεως που εμφανίσθηκε στο Χ.Α.Α. Η μέση ετήσια απόδοση της υποκατηγορίας ανήλθε σε 4,85%, με 2 Α.Κ. να παρουσιάζουν απόδοση άνω του 11% και 4 από 5,12% έως 6,99%. Και σ. αυτή την υποκατηγορία παρουσιάστηκαν Αμοιβαία Κεφάλαια με αυξήσεις ενεργητικών άνω του 300% (2 Α.Κ.), όπως και Α.Κ. με μικρότερες αυξήσεις ενεργητικού ή και με μειώσεις ενεργητικού (4 Α.Κ.). Μεταξύ των 13 Α.Κ., 3 Α.Κ. με συνολικό ενεργητικό περίπου 45% ελέγχουν αυτή την υποκατηγορία Α.Κ.

Δ. ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΔΙΕΘΝΗ

Ακόμη εντονότερη ανάπτυξη από την υποκατηγορία των Ομολογιακών Εξωτερικού, παρουσίασε η επίσης μικρή σε όγκο ενεργητικών, υποκατηγορία των 17 Διεθνών Ομολογιακών που έφθασαν στο τέλος του 2001 τα 101,5 δισ. δρχ., έναντι 32,42 δισ. δρχ. της αρχής του έτους (+213%). Η αύξηση των μεριδίων της κατηγορίας (+347%) ήταν ακόμη πιο εντυπωσιακή και απεικονίζει τη γενικότερη μεταστροφή τόσο των επενδυτών προς αυτή την κατηγορία, όσο και την πολιτική προώθησής των προϊόντων των Εταιριών Διαχειρίσεως. Εκτός από 2 Α.Κ. που εσημείωσαν μικρή μείωση ενεργητικών τα υπόλοιπα 15 Α.Κ. παρουσίασαν σημαντικές αυξήσεις που έφθασε σε ένα από αυτά μέχρι και το 116%. Σ. αυτή την υποκατηγορία παρουσιάζεται σημαντικός έλεγχος της αγοράς από 1 Α.Κ. που ελέγχει το 56%, ενώ ένα ακόμη ελέγχει το 10% και τα υπόλοιπα 15 το απομένον ποσοστό 34%. Η μέση ετήσια

απόδοση των Α.Κ. της υποκατηγορίας ανήλθε σε 5,48% με 6 Α.Κ. να παρουσιάζουν απόδοση από 6 μέχρι 9,96%.

E. Α/Κ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ

E.1 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

Αυτή η υποκατηγορία αποτελούμενη από 36 Α.Κ., παρά το γεγονός ότι παρουσίασε ικανοποιητικές ετήσιες αποδόσεις εμφάνισε ετήσια μείωση ενεργητικού της τάξεως του 37%, με παράλληλη μείωση των μεριδίων κατά 28,22%, και διαμορφώθηκε στο τέλος του 2001 σε 3,28 τρισ. δρχ., έναντι 5,21 τρισ. δρχ. στην αρχή του έτους (-37%). Όπως ήδη έχουμε σημειώσει η παρατηρηθείσα μείωση οφείλεται στη στροφή μεριδιούχων προς τα Repos, τα Ομολογιακά και τα Μικτά Α.Κ., για τους λόγους που ήδη έχουμε αναφέρει από την αρχή της μελέτης. Η μέση ετήσια απόδοση της υποκατηγορίας ανήλθε σε 3,70%, με το πρώτο Α.Κ. να σημειώνει απόδοση 6,59% και να ακολουθούν 11 Α.Κ. με αποδόσεις από 4 έως 4,87%. Εκτός από 4 Α.Κ. που από διάφορους λόγους εσημείωσαν εντυπωσιακή αύξηση ενεργητικού από 285 έως 533%, 23 Α.Κ. εσημείωσαν μειώσεις ενεργητικών. Και σ. αυτή την κατηγορία παρουσιάζεται σημαντική συγκέντρωση ενεργητικών σε 3 Α.Κ. τα οποία ελέγχουν το 54% αυτής της αγοράς.

E.2 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ

Αυτή η υποκατηγορία Α.Κ. πολύ μικρή σε όγκο και με 2 μόνο Αμοιβαία Κεφάλαια παρουσίασε αύξηση ενεργητικών κατά 64,86%, αλλά μείωση μεριδίων 20,86%. Το συνολικό της ενεργητικό ανήρχετο στο τέλος του έτους σε 2,79 δισ. δρχ. και παρουσίασε μέση ετήσια απόδοση 2,87%.

E.3 ΔΙΕΘΝΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ

Και αυτή η πολύ μικρή σε όγκο υποκατηγορία Α.Κ. παρουσιάζει μικρό όγκο ενεργητικών (στο τέλος του 2001 14,4 δισ. δρχ., έναντι 8,89 δισ. δρχ. στην αρχή του έτους). Και σ. αυτή, παρά το μικρό της μέγεθος, παρουσιάστηκε η τάση των επενδυτών προς Α.Κ. διεθνούς προσανατολισμού, με αύξηση μεριδίων κατά 32,17%. Η μέση ετήσια απόδοση έφθασε το 5,67%, ενώ το πρώτο Α.Κ. της υποκατηγορίας εσημείωσε ετήσια απόδοση 8,91%.

ΣΤ. ΜΕΤΟΧΙΚΑ Α/Κ

ΣΤ.1 ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

Με ενεργητικά στο τέλος του 2001 ύψους 1,72 τρισ. δρχ., έναντι 2,50 τρισ. δρχ. στην αρχή του έτους, τα 76 Α.Κ. αυτής της Υποκατηγορίας εσημείωσαν μείωση ενεργητικού ύψους 780 δισ. δρχ., ήτοι ποσοστιαία μείωση 31%. Η μείωση αυτή δεν ακολουθήθηκε από αντίστοιχη μείωση μεριδίων που ποσοστιαία μειώθηκαν μόνον κατά 9,45%, γεγονός που απέδειξε την αντοχή της κατηγορίας και την εμμονή των μεριδιούχων στην άποψη του μακροχρόνιου χαρακτήρα αυτής της κατηγορίας. Παρά το γεγονός ότι η συντριπτική πλειοψηφία των Α.Κ. της κατηγορίας σημείωσε σημαντικές μειώσεις ενεργητικών που έφθασαν μέχρι και 43%, εν τούτοις υπήρξαν και 18 Α.Κ. που εσημείωσαν αύξηση του ενεργητικού τους. Αυτή η υποκατηγορία χαρακτηρίζεται από σημαντική διασπορά μεριδίων αγοράς και σημαντική συγκέντρωση παρατηρείται μόνο σε 5 Α.Κ. τα οποία συγκεντρώνουν το 34% της αγοράς. Η μέση ετήσια αριθμητική απόδοση της χρονιάς έφθασε στο αρνητικό ποσοστό 23,97%. Από τα 76 Α.Κ, μόνο 2 νεοϊδρυθέντα παρουσίασαν θετική απόδοση, ενώ τα υπόλοιπα 74 παρουσίασαν αρνητικές αποδόσεις που κυμάνθηκαν

από 13,27% (η μικρότερη αρνητική) μέχρι 38,91% (η μεγαλύτερη αρνητική). Σε σχέση με το Γενικό Δείκτη του Χ.Α.Α. που στο τέλος του 2001 εσημείωνε αρνητική απόδοση 23,53%, 27 Α.Κ. παρουσίασαν καλύτερη απόδοση σε ετήσια βάση, ενώ τα υπόλοιπα 49 υπολείφθηκαν του Γ.Δ.

ΣΤ.2 ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ

Επειδή και οι διεθνείς αγορές μετοχών παρουσίασαν ανάλογα απαξιωτικά φαινόμενα με το Χ.Α.Α., τα 31 Μετοχικά αυτής της υποκατηγορίας παρουσίασαν την ίδια συμπεριφορά με τα Μετοχικά Εσωτερικού, με αποτέλεσμα τα ενεργητικά τους στο τέλος του έτους να διαμορφωθούν σε 101,7 δισ. δρχ., έναντι 135,64 δισ. δρχ. της αρχής του έτους (-25%). Σημαντικό πάντως είναι ότι και σ. αυτήν τη, μικρή σε όγκο ενεργητικών, κατηγορία οι επενδυτές έδειξαν πίστη στο θεσμό δεδομένου ότι ο αριθμός των μεριδίων αυξήθηκε κατά 2,54%. Πλην των Α.Κ. που λειτούργησαν κατά τη διάρκεια του έτους, τα υπόλοιπα 25 Α.Κ. εσημείωσαν σημαντικές μειώσεις ενεργητικών μέχρι και 47%, ενώ 5 εσημείωσαν σημαντικές αυξήσεις μέχρι και 51%. Εκ των 31 Α.Κ. της κατηγορίας 4 Α.Κ. κατέχουν το 42% της συγκεκριμένης υποκατηγορίας. Πλην των νεοϊδρυθέντων 6 Α.Κ., τα υπόλοιπα 25 παρουσίασαν αρνητική μέση ετησία απόδοση ύψους 17,66%. 2 πάντως Α.Κ. επέτυχαν θετική ετήσια απόδοση 5,18% και 5,59%.

ΣΤ.3 ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΔΙΕΘΝΗ

Και αυτή η πολύ μικρή σε όγκο ενεργητικών υποκατηγορία με 21 Α.Κ. και ύψος ενεργητικού στο τέλος του έτους 35,8 δισ. δρχ. παρουσίασε μείωση ενεργητικού 17,16% και μείωση μεριδίων μόνον 0,55%, εμφανίζοντας συνεπώς τα ίδια χαρακτηριστικά με τις δύο ανωτέρω υποκατηγορίες μετοχικών Α.Κ. Από τα 16

παλαιότερα Α.Κ., 4 Α.Κ. εσημείωσαν αύξηση ενεργητικών, ενώ η μέση ετήσια απόδοση της υποκατηγορίας ήταν αρνητική και έφθασε το .18,47%. Από τα 21 Α.Κ. της κατηγορίας, 5 Α.Κ. παρουσιάζουν σημαντικότερη συγκέντρωση ενεργητικού που φθάνει το 70% του συνολικού ενεργητικού της υποκατηγορίας.

Αυτή η κατηγορία με αύξηση ενεργητικού 1,07 τρις δρχ. (+118,3%) στο τέλος του έτους και αύξηση μεριδίων κατά 129,2%, εμφάνισε την τάση των επενδυτών προς κατηγορίες Α.Κ. μικρότερου κινδύνου. Το ενεργητικό των 25 Α.Κ. έφθασε τα 1,99 τρις. δρχ. έναντι 914,76 δισ. δρχ. στην αρχή του έτους. Σ. αυτή την υποκατηγορία ένα Α.Κ. που ελέγχει το 87,7% της συγκεκριμένης αγοράς παρουσίασε αύξηση ενεργητικού 190%, που αποτελεί αποτέλεσμα της πολιτικής του συγκεκριμένου Ομίλου, συνεπώς δεν είναι δυνατόν να συναχθούν συμπεράσματα για όλη την κατηγορία που παρουσίασε στη συντριπτική πλειοψηφία των Α.Κ. μειώσεις ενεργητικών μεριδίων και αποδόσεων. Η μέση αρνητική ετήσια απόδοση της υποκατηγορίας, ήταν πολύ μικρότερη από την αντίστοιχη μείωση των Μετοχικών Εσωτερικού και έφθασε το -11,78%, με ένα Α.Κ. που κυριαρχεί στην αγορά με μερίδιο 87,7% να έχει θετική απόδοση 4,25% και τα υπόλοιπα να παρουσιάζουν αρνητικές αποδόσεις από .5,12% έως .23,66%.

Z. ΜΙΚΤΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ

Η πολύ μικρή αυτή υποκατηγορία σε όγκο ενεργητικών και αριθμό Αμοιβαίων Κεφαλαίων (2 Α.Κ.) παρουσίασε μείωση ενεργητικών και μεριδίων 71%. Το ύψος ενεργητικού ήταν στο τέλος του έτους 1,36 δισ. δρχ. και η ετήσια απόδοση της υποκατηγορίας ήταν αρνητική (-10,87%).

Η. ΜΙΚΤΑ ΔΙΕΘΝΗ

Το ενεργητικό της επίσης μικρής αυτής Υποκατηγορίας (9 Α.Κ.) διαμορφώθηκε στο τέλος του έτους στα 61,4 δις. δρχ. (μείωση ενεργητικών 24,8% και μεριδίων 6,8%). Μέση ετήσια απόδοση αρνητική (6,46%). Ένα Α.Κ. συγκεντρώνει το 52,8% αυτής της υποκατηγορίας.

Α.3.4 ΛΕΠΤΟΜΕΡΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕΡΙΔΙΩΝ ΑΓΟΡΑΣ ΟΛΩΝ ΤΩΝ ΚΑΤΗΓΟΡΙΩΝ Α/Κ

Στον κατωτέρω πίνακα παρουσιάζουμε ανάλυση της συνολικής αγοράς των Α.Κ. κατά

ποσοστιαίο μερίδιο κάθε υποκατηγορίας σε αυτήν. Από την ανάλυση προκύπτει ότι τα Α.Κ. Εσωτερικού (και των τεσσάρων κατηγοριών) καταλαμβάνουν το 95,07%, τα Εξωτερικού το 2,59% και τα Διεθνή το 2,33%. Παρατηρείται συνεπώς μια σαφής προτίμηση των επενδυτών σε Α.Κ. Εσωτερικού.

ΜΕΡΙΔΙΑ ΑΓΟΡΑΣ 31/12/01

Ομολ.Εσωτ. 18,30%
Ομολ.Εξωτ. 1,44%
Ομολ.Διεθ. 1,11%
Μετοχ. Εσωτ. 18,91%
Μετοχ. Εξωτ. 1,11%
Μετοχ. Διεθ. 0,39%

Διαχ.Διαθ. Εσωτ. 35,99%
Διαχ.Διαθ. Εξωτ. 0,03%
Διαχ.Διαθ. Διεθ. 0,16%
Μικτά Εσωτ. 21,87%
Μικτά Εξωτ. 0,01%
Μικτά Διεθ. 0,67%



Α.4 Η ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΤΑ ΤΟ ΕΤΟΣ

2002

Α.4.1 ΓΕΝΙΚΟΣ ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Κατά το έτος 2002 και για τρίτο εν συνεχεία έτος σημειώθηκε μείωση του συνολικού ενεργητικού της αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων της τάξης του 1,41 δισ. Ευρώ (-

5,26%) με αποτέλεσμα στο τέλος του έτους το σύνολο των ενεργητικών των 260 Αμοιβαίων Κεφαλαίων να διαμορφωθεί στα 25,38 δισ. Ευρώ, έναντι 26,79 δισ. Ευρώ της 1/1/2002.

Η παρατηρηθείσα μείωση οφείλεται κυρίως στη μείωση του ενεργητικού των Ομολογιακών Α/Κ Εσωτερικού κατά 625,98 εκατ. ευρώ, των Μετοχικών Εσωτ. Κατά 1,68 δισ. ευρώ και των Μικτών εσωτ. κατά 212,95 εκατ. ευρώ. Στην τελική διαμόρφωση του ενεργητικού της αγοράς συνέβαλε θετικά η σημαντική στροφή των επενδυτών στα Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων Εσωτερικού τα οποία σημείωσαν αύξηση κατά 1,07 δισ. ευρώ (+11,11%).

Σημειώνουμε ότι η σημειωθείσα συρρίκνωση της ελληνικής αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων αντιστοιχεί σε ανάλογο φαινόμενο που χαρακτηρίζει την παγκόσμια αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων, η οποία σύμφωνα με τη σχετική από 16/1/2003 ανακοίνωση της FEFSI διαμορφώθηκε στις 30 Σεπ/βρίου 2002 στα 10,65 τρισ. δολάρια, έναντι 11,76 τρισ. δολλαρίων της 1/1/2002 σημειώνοντας απώλειες της τάξεως του 9,43% αντανακλώντας γενικότερα και σύμφωνα με το λεκτικό της σχετικής ανακοινώσεως, την *global weakness in equity prices*.

Σχετικά με τις ανωτέρω παρατηρηθείσες μειώσεις στα ενεργητικά των διαφόρων κατηγοριών σημειώνουμε τα ακόλουθα :

1. Η μείωση του ενεργητικού των Α.Κ Μετοχικών Εσωτερικού κατά 33,13% οφείλεται βασικά στην κατά 32,53% υποχώρηση του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. δεδομένου ότι ο αριθμός των μεριδίων της κατηγορίας μειώθηκε μόνο κατά 11,79%.
2. Η μείωση του ενεργητικού των Ομολογιακών Α/Κ Εσωτερικού κατά 12,77% οφείλεται επίσης στις διακυμάνσεις των τιμών που παρατηρήθηκαν στις δευτερογενείς αγορές των ομολόγων. Πρέπει πάντως να σημειωθεί ότι κατά τους τελευταίους μήνες του έτους παρατηρήθηκε αύξηση του ενεργητικού και των

μεριδίων της κατηγορίας, λόγω των σημαντικών αποδόσεων που τελικά επέτυχαν τα διάφορα Αμοιβαία Κεφάλαια της κατηγορίας σε σχέση με άλλες εναλλακτικές μορφές επενδύσεων με αποτέλεσμα την προσέλευση πολλών νέων μεριδιούχων σ' αυτήν την κατηγορία Α/Κ.

3. Η παρατηρηθείσα κατά το έτος 2001 τάση των επενδυτών προς τις κατηγορίες Διεθνών Α/Κ και Α/Κ Εξωτερικού όλων των κατηγοριών για την αναζήτηση καλύτερων αποδόσεων, δεν χαρακτηρίζει τη συμπεριφορά τους και κατά το έτος 2002, δεδομένου ότι οι αποδόσεις και των διεθνών αγορών παρουσιάζονται ως επί το πλείστον αρνητικές.

4. Η σημειωθείσα μείωση των ενεργητικών των Μικτών Α/Κ χαρακτηρίζεται ως ασήμαντη, αν ληφθεί υπόψη και ο βαθμός κατά τον οποίο τα επηρέασε η υποχώρηση των τιμών των μετοχών του Χ.Α.Α.

5. Η εμφανιζόμενη αύξηση των ενεργητικών των Α.Κ. Διαθεσίμων μπορεί να αποδοθεί στην στάση αναμονής που υιοθετούν οι επενδυτές επηρεαζόμενοι από τις τάσεις που παρατηρούνται διεθνώς στα επιτόκια και στη ρευστότητα των χρηματιστηριακών αγορών.

6. Δημιουργείται μια γενικότερη τάση των επενδυτών των Αμοιβαίων Κεφαλαίων για επενδύσεις σε κατηγορίες που παρουσιάζουν μικρότερη έκθεση σε κινδύνους, όπως επίσης μια αντίστοιχη τάση για διασπορά των κεφαλαίων τους σε περισσότερες κατηγορίες Α/Κ., αντί της επιλογής μιας συγκεκριμένης κατηγορίας Α/Κ.

7. Χρήσιμα συμπεράσματα για τις τάσεις που επικράτησαν στην αγορά των Α/Κ μπορούμε να συναγάγουμε και από τους επόμενους 2 πίνακες του συνολικού αριθμού μεριδίων ανά κατηγορία Α/Κ και στο σύνολο της αγοράς κατά τα τελευταία 6 χρόνια. Από τη σύγκριση της κινήσεως των μεριδίων των ετών 2001 και 2002 φαίνεται α) η αύξηση μεριδίων των κατηγοριών Μικτών και Διαθεσίμων, όπως και

του συνόλου της αγοράς, **β)** η μείωση των μεριδίων των κατηγοριών Μετοχικών και Ομολογιακών Α/Κ, και **γ)** η αύξηση του συνολικού αριθμού μεριδίων της αγοράς κατά το 2002, έναντι του 2001, παρά τη σημειωθείσα μείωση των ενεργητικών.

8. Είναι σκόπιμο επίσης να παρουσιασθεί και η κινητικότητα που εμφανίζεται μέσα στο έτος 2002 μέσω των εισροών και εκροών κεφαλαίων ανά κατηγορία και υποκατηγορία Α/Κ., που γενικώς παρουσιάζουν τις τάσεις που επικράτησαν μεταξύ των επενδυτών έναντι των διαφόρων μορφών των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

B.4.2 ΕΤΑΙΡΙΕΣ - ΠΡΟΪΟΝΤΑ

Ο **συνολικός αριθμός των Α.Ε.Δ.Α.Κ.** ανήλθε στις 31/12/02 σε 28 έναντι 26 το προηγούμενο έτος. 3 νέες εταιρίες ιδρύθηκαν και ξεκίνησαν διάθεση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων τους, ενώ μία εταιρία ανέλαβε τη διαχείριση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων άλλης Α.Ε.Δ.Α.Κ. (ALICO AIG Α.Ε.Δ.Α.Κ. ανέλαβε τα Α.Κ. της CITI Α.Ε.Δ.Α.Κ.).

Σημειώνεται ακόμη ότι έχουν ιδρυθεί αλλά δεν έχουν δραστηριοποιηθεί ακόμη 2 Α.Ε.Δ.Α.Κ., με τις οποίες ο συνολικός αριθμός ανέρχεται σήμερα σε 30 εταιρίες. Ο **αριθμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων** στις 31/12/02 διαμορφώθηκε σε 260 έναντι 269 στις 31/12/01 μετά και τις διάφορες πραγματοποιηθείσες μεταβολές κατά τη διάρκεια του έτους (αλλαγές κατηγοριών Α/Κ, συγχωνεύσεις, ενάρξεις νέων, διασπάσεις).

Στην αγορά Α.Κ. κατά το 2002, δεν σημειώθηκαν σοβαρές ανακατατάξεις ως προς τα μερίδια αγοράς που ελέγχουν οι διάφορες Εταιρίες Διαχειρίσεως, αλλά συνεχίστηκε, και μάλλον αυξήθηκε, η συγκέντρωση σε λίγες εταιρίες του ελέγχου της αγοράς, δεδομένου ότι οι 3 πρώτες σε όγκο Ενεργητικών Εταιρίες κατείχαν στις 31/12/2002 ποσοστό 60,39%, έναντι 55,93% του προηγούμενου έτους, ενώ οι 9 πρώτες σε όγκο εταιρίες και με μερίδιο αγοράς άνω του 2% κατείχαν ποσοστό 89,59%, έναντι

ποσοστού 87,48% του έτους 2001. Συνεπώς οι υπόλοιπες 19 εταιρίες ήλεγχαν το υπόλοιπο μερίδιο ύψους 10,4%1.

Από τις 28 Εταιρίες, κατά τη διάρκεια του 2002, 3 μόνον Εταιρίες σημείωσαν αύξηση των ενεργητικών τους, και 4 πέτυχαν να αυξήσουν το μερίδιο συμμετοχής τους στην αγορά. Οι μεταβολές (θετικές ή αρνητικές) που σημείωσαν οι Εταιρίες στα ενεργητικά τους και τα μερίδια αγοράς κατά τη διάρκεια του 2002 οφείλοντο, εκτός των άλλων, και στον αριθμό και το είδος των Αμοιβαίων τους Κεφαλαίων, διότι ήταν εύλογο Εταιρίες με έμφαση στα Μετοχικά, τα Μικτά και τα Ομολογιακά Α.Κ. να υποστούν ανάλογες μειώσεις στους όγκους των συνολικών τους ενεργητικών και των μεριδίων αγοράς.

Ακριβή συμπεράσματα πάνω σ. αυτό το σημείο κλίνουν στο ότι οι τάσεις που επικράτησαν στο χώρο των επενδυτών και η σαφής υπεροχή των διαφόρων κατηγοριών Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εσωτερικού έναντι των αντιστοίχων Εξωτερικού και Διεθνών. Πρέπει να σημειώσουμε συγκρίνοντας τον αριθμό των Α.Κ. Εξωτερικού και Διεθνών των κατηγοριών Ομολογιακών και Μετοχικών, με τα Α.Κ. Εσωτερικού αυτών των κατηγοριών, ότι υπάρχει αναντιστοιχία με τους όγκους ενεργητικών τους, με σαφή υπεροχή του όγκου ενεργητικών των Α.Κ. Εσωτερικού.

A.4.3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΠΙ ΜΕΡΟΥΣ ΚΑΤΗΓΟΡΙΩΝ Α/Κ

A. ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ Α/Κ

A.1 ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

Με συνολικά ενεργητικά 4,28 δισ. Ευρώ στο τέλος του έτους έναντι 4,90 δισ. Ευρώ στην αρχή του 2002, τα Ομολογιακά Α.Κ. Εσωτερικού σημείωσαν ποσοστιαία μείωση 12,77%. Η μείωση των ενεργητικών αυτής της υποκατηγορίας συνοδεύθηκε

και από μείωση των κυκλοφορούντων μεριδίων των επενδυτών κατά 18,39%, συμπεριφοράς η οποία δεν δικαιολογείται αν ληφθούν υπόψη οι καλές ετήσιες αποδόσεις αυτής της υποκατηγορίας Α.Κ. Η μέση ετήσια αριθμητική απόδοση αυτής της υποκατηγορίας ανήλθε σε 4,89% έναντι 4,11% του έτους 2001.

Το πρώτο σε απόδοση Α.Κ. της υποκατηγορίας παρουσίασε απόδοση 8%. 3 Αμοιβαία Κεφάλαια υπερέβησαν σε απόδοση τα 7%, 6 σημείωσαν αποδόσεις 6-7%, και 10 σημείωσαν αποδόσεις 4-6%.

Συνεπώς 22 από τα 32 Α.Κ. της υποκατηγορίας υπερέβησαν σε ετήσια απόδοση το 4%. Οι καλές αποδόσεις της υποκατηγορίας συνέβαλαν περί το τέλος του έτους στη μεταβολή της συμπεριφοράς των επενδυτών με αποτέλεσμα κατά το Δεκέμβριο του 2002 να αυξηθεί το ενεργητικό της κατηγορίας κατά 3,44% και ο αριθμός των μεριδίων κατά 2,83%.

Άλλο χαρακτηριστικό αυτής της κατηγορίας είναι ότι παρατηρείται σημαντική συγκέντρωση μεριδίου αγοράς σε 6 από τα 32 Αμοιβαία Κεφάλαια τα οποία ελέγχουν ποσοστό 70% αυτής της υποκατηγορίας.

A.2 ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ

Σε αντίθεση με τα Ομολογιακά Α.Κ. Εσωτερικού, τα Ομολογιακά αυτής της υποκατηγορίας σημείωσαν σημαντική ανάπτυξη με συνέπεια τα συνολικά ενεργητικά των 14 Α.Κ. να ανέλθουν σε 525 εκατομ. Ευρώ, έναντι 386,45 εκατομ. Ευρώ της αρχής του έτους (+35,82%) , με αύξηση των μεριδίων κατά (35,81%). Η αιτία της σημαντικής αυτής θετικής μεταβολής, οφείλεται, στην στροφή των επενδυτών σε ασφαλή κατά τη γνώμη τους προϊόντα, και στην γενικότερη επιφυλακτικότητά τους έναντι των προοπτικών της ελληνικής αγοράς. Πάντως η μέση ετήσια αριθμητική απόδοση της υποκατηγορίας η οποία ανήλθε σε 0,45%, έναντι 4,85% του έτους 2001,

δεν εδिकाίωσε τις προσδοκίες των επενδυτών αυτής της υποκατηγορίας, παρά το γεγονός ότι από τα 14 Α.Κ. της κατηγορίας 2 σημείωσαν αποδόσεις άνω του 8%.

Μεταξύ των 14 Ομολογιακών Α.Κ. εξωτερικού, 4 Α.Κ. διαθέτουν συνολικό ενεργητικό περίπου 65% της όλης υποκατηγορίας.

A.3 ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΔΙΕΘΝΗ

Σημαντική επίσης ανάπτυξη ενεργητικών 7,69% και μεριδίων 11,38% παρουσίασε η υποκατηγορία των Διεθνών Ομολογιακών Α.Κ., φθάνοντας τα 320,7 εκατομ. Ευρώ έναντι 297,87 εκατομ. Ευρώ της αρχής του έτους. Οφείλουμε πάντως να σημειώσουμε ότι τόσο σ. αυτή την υποκατηγορία, όσο και στην υποκατηγορία Ομολογιακών Α.Κ. Εξωτερικού, η σημειωθείσα ανάπτυξη κατά το έτος 2002 δεν έχει καμία σύγκριση με την εντονότατη ανάπτυξη που σημειώθηκε κατά το προηγούμενο έτος, γεγονός που αποδίδεται στο ότι δεν εδικαιώθηκαν οι προσδοκίες των επενδυτών, ως προς τις αποδόσεις αυτών των τοποθετήσεών τους. Σ. αυτή την υποκατηγορία παρουσιάζεται σημαντικός έλεγχος της αγοράς από 1 Α.Κ. που ελέγχει ποσοστό 62,65%, ενώ ένα ακόμη Α.Κ. ελέγχει το 9% και τα υπόλοιπα 15 Α.Κ. το απομένον ποσοστό 28,35%. Η μέση ετήσια αριθμητική απόδοση των Α.Κ. της υποκατηγορίας ανήλθε σε 0,075% έναντι αποδόσεως 5,48% του έτους 2001 με 7 Α.Κ. πάντως να παρουσιάζουν απόδοση από 4,77% μέχρι 6,34%.

B. Α/Κ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ

B.1 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

Αυτή η υποκατηγορία αποτελούμενη από 35 Α.Κ. συγκέντρωσε το επενδυτικό ενδιαφέρον, λόγω της γενικότερης κατάστασης της αγοράς, με αποτέλεσμα να σημειώσει ετήσια αύξηση ενεργητικών της τάξεως 11,11% και ακόμη σημαντικότερη

αύξηση μεριδίων 24,65% και διαμορφώθηκε στις 31/12/2002 στα 10,71 δισ. Ευρώ, έναντι 9,64 δισ. Ευρώ της αρχής του έτους. Σημειώνουμε ότι αυτή η υποκατηγορία είχε σημειώσει κατά το 2001 μείωση ενεργητικών 37% και μεριδίων 28,22%. Η μέση ετήσια αριθμητική απόδοσή της, ανήλθε σε 2,40% έναντι 3,70% του 2001, με το πρώτο Α.Κ. να σημειώνει απόδοση 3,38% και να ακολουθούν 25 Α.Κ. με αποδόσεις από 2% έως 3,38%. Και σ. αυτή την κατηγορία παρουσιάζεται σημαντική συγκέντρωση ενεργητικών σε 3 Α.Κ. τα οποία ελέγχουν μερίδιο ύψους 50%.

B.2 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ

Αυτή η υποκατηγορία Α.Κ., πολύ μικρή σε όγκο και με 1 μόνο Αμοιβαίο Κεφάλαιο, παρουσίασε σημαντική μείωση ενεργητικού και μεριδίων (96,64% και 97,75%) αντίστοιχα, αλλά ικανοποιητική ετήσια απόδοση 3,28%. Το συνολικό της ενεργητικό ανήρχετο στο τέλος του έτους σε 275,5 χιλ. Ευρώ.

B.3 ΔΙΕΘΝΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ

Και αυτή η μικρή σε όγκο υποκατηγορία Α.Κ. παρουσίασε μείωση ενεργητικών 21,20% και μεριδίων 33,37% κατά τη διάρκεια του έτους, και διαμορφώθηκε σε 33,3 εκατομ. Ευρώ, παρουσιάζοντας και αρνητική μέση ετήσια αριθμητική απόδοση 2,84%. Τόσο σ. αυτή την υποκατηγορία, όσο και στην προηγούμενη υποκατηγορία (Διαχ. Διαθ. Εξωτερικού), δεν συνεχίστηκε η παρατηρηθείσα προσέλευση επενδυτών του προηγούμενου έτους, δεδομένου ότι οι επενδυτές επέλεξαν για τις τοποθετήσεις τους κατά το 2002 τα Αμοιβαία Διαχ. Διαθεσίμων Εσωτερικού.

Γ. ΜΕΤΟΧΙΚΑ Α/Κ

Γ.1 ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

Για τρίτο εν συνεχεία έτος τα ενεργητικά των Α.Κ. αυτής της υποκατηγορίας μειώθηκαν επηρεαζόμενα από την κατά 32,53% πτώση του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου και διαμορφώθηκαν στο τέλος του έτους στα 3,4 δισ. Ευρώ, έναντι 5,06 δισ. Ευρώ της αρχής του έτους, σημειώνοντας έτσι ποσοστιαία υποχώρηση 33,13%. Η μείωση αυτή δεν ακολουθήθηκε από αντίστοιχη μείωση μεριδίων που ποσοστιαία μειώθηκαν μόνον κατά 11,79%, γεγονός που θεωρείται ως θετικό όσον αφορά τη συμπεριφορά των επενδυτών.

Κατά τη διάρκεια του έτους η συντριπτική πλειοψηφία των Α.Κ. της κατηγορίας σημείωσε σημαντικές μειώσεις ενεργητικών και πολύ μικρότερες αναλογικά μειώσεις μεριδίων. Σ. αυτή την υποκατηγορία παρατηρούμε ότι 6 Αμοιβαία Κεφάλαια συγκεντρώνουν το 50,42% του συνολικού της ενεργητικού (Εταιρίες με μερίδιο άνω του 5%) και το υπόλοιπο 49,58% κατανέμεται στα υπόλοιπα 70 Α.Κ. Η μέση ετήσια αριθμητική απόδοση του έτους έφθασε στο αρνητικό ποσοστό 27,24% έναντι αρνητικής αποδόσεως 23,97% του έτους 2001. Από τα 76 Αμοιβαία Κεφάλαια της υποκατηγορίας 64 παρουσίασαν αρνητικές αποδόσεις μικρότερες του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. (-32,53%), όπως επίσης 75 παρουσίασαν μικρότερες αρνητικές ετήσιες αποδόσεις από το δείκτη FTSE20 (-39,54%). Επίσης πρέπει να σημειωθεί ότι 53 Αμοιβαία Κεφάλαια παρουσίασαν αρνητικές αποδόσεις μικρότερες του 30% και ότι εξ αυτών 11 είχαν αρνητικές αποδόσεις μικρότερες του 20%.

Γ.2 ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ

Επειδή και τα περισσότερα χρηματιστήρια παρουσίασαν ανάλογα απαξιωτικά φαινόμενα με το Χ.Α.Α., τα 30 Μετοχικά Α.Κ. αυτής της υποκατηγορίας παρουσίασαν την ίδια περίπου συμπεριφορά με τα Μετοχικά Α.Κ. Εσωτερικού, με αποτέλεσμα τα ενεργητικά τους στο τέλος του έτους να διαμορφωθούν σε 270,2 εκατομ. Ευρώ, έναντι 298,6 εκατομ. Ευρώ της αρχής του έτους, παρουσιάζοντας ποσοστιαία μείωση 9,51% . Αξιοσημείωτο πάντως είναι ότι η μείωση ενεργητικών δεν συνοδεύθηκε από μείωση αλλά από αύξηση των μεριδίων κατά 39,43%, γεγονός που αποδίδεται στην αναζήτηση καλλιτέρων αποδόσεων από τους Έλληνες επενδυτές. Η μέση ετήσια αριθμητική απόδοση των Α.Κ. της υποκατηγορίας έφθασε το -29,39% (έναντι αρνητικής αποδόσεως 27,24% των Μετοχικών Α.Κ. Εσωτερικού). Και σ' αυτή την κατηγορία σημειώνεται σημαντική συγκέντρωση μεριδίου αγοράς, δεδομένου ότι 4 Α.Κ. κατέχουν μερίδιο περίπου 40%.

Γ.3 ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΔΙΕΘΝΗ

Και αυτή η πολύ μικρή σε όγκο ενεργητικών υποκατηγορία με 15 Α.Κ. και ύψος ενεργητικού στο τέλος του έτους 53 εκατομ. Ευρώ παρουσίασε μείωση ενεργητικού 49,61% και μείωση μεριδίων 30,15%. Η μέση ετήσια αριθμητική απόδοση της υποκατηγορίας έφθασε το .30,41%, επομένως κυμάνθηκε στα ίδια περίπου αρνητικά επίπεδα με τα Μετοχικά Α.Κ. Εσωτερικού και Εξωτερικού. Από τα 15 Α.Κ. αυτής της υποκατηγορίας 5 συγκεντρώνουν μερίδιο αγοράς 78%.

Δ. ΜΙΚΤΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

Το ενεργητικό των Μικτών Α.Κ. Εσωτερικού έφθασε στις 31/12/2002 τα 5,6 δισ. Ευρώ, έναντι 5,86 δισ. Ευρώ της αρχής του έτους, σημειώνοντας ποσοστιαία μείωση μόνον 3,63% και αύξηση μεριδίων 3,52% γεγονός που αποδίδεται στην αυξημένη εμπιστοσύνη των επενδυτών προς τα Α.Κ. αυτής της υποκατηγορίας, λόγω της μικρότερης έκθεσής τους στους κινδύνους της Χρηματιστηριακής Αγοράς. Βασικό χαρακτηριστικό αυτής της υποκατηγορίας είναι ότι 2 Αμοιβαία Κεφάλαια συγκεντρώνουν μερίδιο αγοράς 90% (το ένα 84,23% και το άλλο 5,72%) γεγονός που δεν επιτρέπει τη συναγωγή συμπερασμάτων για την όλη κατηγορία. Η μέση αρνητική ετήσια απόδοση της υποκατηγορίας, ήταν πολύ μικρότερη από την αντίστοιχη μείωση των τριών υποκατηγοριών των Μετοχικών Α.Κ. και έφθασε το .13,48%, με ένα Α.Κ. που κυριαρχεί στην αγορά με μερίδιο 84,23% να έχει θετική απόδοση 3,02% και τα υπόλοιπα να παρουσιάζουν αρνητικές αποδόσεις από .2% έως .24%.

Ε. ΜΙΚΤΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ

Η πολύ μικρή αυτή υποκατηγορία σε όγκο ενεργητικών και αριθμό Αμοιβαίων Κεφαλαίων (2 Α.Κ.) παρουσίασε μείωση ενεργητικών 22,64% και μεριδίων 2,50%. Το ύψος ενεργητικού ήταν στο τέλος του έτους 3 εκατομ. Ευρώ και η ετήσια απόδοση της υποκατηγορίας ήταν αρνητική (-20,27%).

ΣΤ. ΜΙΚΤΑ ΔΙΕΘΝΗ

Το ενεργητικό της επίσης μικρής αυτής Υποκατηγορίας (9 Α.Κ.) διαμορφώθηκε στο τέλος του έτους στα 153,4 εκατομ. Ευρώ (μείωση ενεργητικών 14,87% και αύξηση

μεριδίων 9,68%). Μέση ετήσια απόδοση αρνητική (11,95%). 3 Α.Κ. συγκεντρώνουν μερίδιο αγοράς 91,18%.

A.4.4 ΛΕΠΤΟΜΕΡΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕΡΙΔΙΩΝ ΑΓΟΡΑΣ ΟΛΩΝ ΤΩΝ ΚΑΤΗΓΟΡΙΩΝ Α/Κ

Στους κατωτέρω δύο πίνακες παρουσιάζονται α) η μεταβολή των μεριδίων αγοράς των 4 κατηγοριών Α.Κ. μεταξύ των ετών 2001-2002, με σαφή υποχώρηση του μεριδίου των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων από 20,41% (έτος 2001) σε 14,63% (έτος 2002) β) Τα μερίδια αγοράς κατά το έτος 2002 ανά υποκατηγορίες εσωτερικού, εξωτερικού, και διεθνή, από τα οποία προκύπτει ότι τα Α.Κ. εσωτερικού (και των 4 κατηγοριών) καταλαμβάνουν το 94,62% της αγοράς, τα Α.Κ. εξωτερικού το 3,19% και τα Διεθνή το 2,19%.

Παρατηρείται συνεπώς μια σαφής προτίμηση των επενδυτών σε Α.Κ Εσωτερικού.

ΜΕΡΙΔΙΑ ΑΓΟΡΑΣ 31/12/2001 ΚΑΙ 31/12/2002

Ομολ. Εσωτερικού	18,30% - 16,85%
Ομολ. Εξωτερικού	1,44% - 2,07%
Ομολ. Διεθνή	1,11% - 1,26%
ΣΥΝΟΛΟ:	20,85% - 20,18%
Μετοχ. Εσωτερικού	18,91% - 13,35%
Μετοχ. Εξωτερικού	1,11% - 1,06%
Μετοχ. Διεθνή	0,39% - 0,21%
ΣΥΝΟΛΟ:	20,41% - 14,62%

Διαχ. Διαθ. Εσωτερ. 35,99% - 42,21%
Διαχ. Διαθ. Εξωτερ. 0,03% - 0,001%
Διαχ. Διαθ. Διεθνή 0,16% - 0,13%
ΣΥΝΟΛΟ: 36,18% - 42,34%
Μικτά Εσωτερικού 21,87% - 22,25%
Μικτά Εξωτερικού 0,01% - 0,01%
Μικτά Διεθνή 0,67% - 0,60%
ΣΥΝΟΛΟ: 22,55% - 22,87%
ΜΕΡΙΔΙΑ ΑΓΟΡΑΣ 31/12/2002
ΑΝΑ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ
ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ - ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ -
ΔΙΕΘΝΗ
Ομολ. Εσωτερικού 16,85%
Μετοχ. Εσωτερικού 13,35%
Διαχ. Διαθ. Εσωτ. 42,21%
Μικτά Εσωτερικού 22,25%
ΣΥΝΟΛΟ: 94,66%
Ομολ. Εξωτερικού 2,07%
Μετοχ. Εξωτερικού 1,06%
Διαχ. Διαθ. Εξωτερ. 0,001%
Μικτά Εξωτερικού 0,01%
ΣΥΝΟΛΟ: 3,14%
Ομολ. Διεθνή 1,26%
Μετοχ. Διεθνή 0,21%

Διαχ. Διαθ. Διεθνή 0,13%
Μικτά Διεθνή 0,60%
ΣΥΝΟΛΟ: 2,20%

A.5 Η ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΤΑ ΤΟ ΕΤΟΣ

2003

A.5.1 ΓΕΝΙΚΟΣ ΣΧΟΛΙΑΣΜΟΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Μετά από 3 συνεχή χρόνια (2000,2001,2002) υποχωρήσεως του συνολικού ενεργητικού των Αμοιβαίων μας Κεφαλαίων, κατά το 2003 σημειώθηκε σημαντική αύξηση ενεργητικών της τάξεως των € 5 δισ., με αποτέλεσμα η αγορά των Α.Κ. να διαμορφωθεί στις 31 Δεκεμβρίου στα € 30,4 δισ., έναντι € 25,4 δισ. της 31/12/2002 (+19,76%), € 26,8 δισ. της 31/12/2001, και € 30,8 δισ. της 31/12/2000. Ύστερα και από αυτήν την εξέλιξη στις 31/12/03, το ενεργητικό της αγοράς των Α/Κ ξεπέρασε τα € 30 δισ. και επανήλθε στα επίπεδα του τέλους του 2000. Στην παρατηρηθείσα κατά το 2003 αύξηση των ενεργητικών της αγοράς συνέβαλαν όλες οι κατηγορίες των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, με κύριους όμως πρωταγωνιστές τα Ομολογιακά Α.Κ. Εσωτερικού (αύξηση € 833,7 εκατ., +19,5%), τα Α.Κ. Διαχείρισης Εσωτερικού (αύξηση € 4,9 δισ., +45,9%) και τα Μετοχικά Εσωτερικού (αύξηση € 797 εκατ. +23,5%). Σημειώνουμε ότι στη δημιουργία θετικής εικόνας της αγοράς συνέβαλαν και όλες οι υποκατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εξωτερικού και Διεθνών οι οποίες

παρουσίασαν σημαντικούς ρυθμούς ανάπτυξης, πλην όμως η συμβολή τους στη γενικότερη εικόνα δεν είναι σημαντική λόγω των μικρών όγκων ενεργητικών με τα οποία συμμετέχουν στην όλη αγορά. Πρέπει επίσης να σημειώσουμε ότι η θετική εικόνα του έτους 2003 που περιγράψαμε θα ήταν ακόμη πιο εντυπωσιακή:

- 1) Εάν η παρατηρηθείσα αύξηση των τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών (αύξηση Γενικού Δείκτη 29,46%) συνοδευόταν και από μια ανάλογη αύξηση του αριθμού των κυκλοφορούντων μεριδίων
- 2) Εάν δεν σημειωνόταν υποχώρηση των τιμών των ομολόγων στις διεθνείς αγορές η οποία επέδρασε στην αποτίμηση των ενεργητικών των Ομολογιακών Α.Κ. Εξωτερικού και Διεθνών και
- 3) Εάν δεν παρατηρείτο η τόσο u963 σημαντική ανατίμηση του Ευρώ έναντι του αμερικανικού δολαρίου, η οποία επέδρασε αρνητικά τόσο στις αποτιμήσεις όσο και στις αποδόσεις των πάσης φύσεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων που επένδυσαν σε αμερικανικές μετοχές και ομόλογα.

Χρήσιμα συμπεράσματα για τις τάσεις που επικράτησαν στην αγορά των Α/Κ μπορούμε να συναγάγουμε και από τους κατωτέρω 2 πίνακες του συνολικού αριθμού μεριδίων ανά κατηγορία Α/Κ και του συνόλου της αγοράς κατά τα τελευταία 7 χρόνια.

ΜΕΡΙΔΙΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

	ΜΕΤΟΧΙΚΑ	ΜΙΚΤΑ	ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	ΔΙΑΧ.ΔΙΑΘ.
1997	107.048.579,58	328.108.319,93	1.125.818.635,21	2.596.190.834,79
1998	119.089.034,99	399.062.110,59	881.749.848,15	3.154.937.411,72

1999	904.969.033,56	334.633.217,59	627.167.653,14	2.294.362.053,25
2000	1.018.921.192,65	372.656.787,92	712.886.879,91	2.322.372.266,07
2001	935.770.211,59	819.986.661,53	894.812.469,69	1.668.600.964,00
2002	865.139.605,23	849.930.195,13	786.471.179,86	2.076.824.554,78
2003	914.128.113,8	501.446.866,45	1.082.389.787,83	2.984.743.933,91

Σκόπιμο είναι επίσης να παρουσιασθεί και η κινητικότητα που εμφανίζεται μέσα στο 2003 μέσω των εισροών και εκροών κεφαλαίων ανά κατηγορία, καθώς και του συνολικού καθαρού ποσού που προέκυψε. Το έτος χαρακτηρίζεται από εισροές κεφαλαίων ύψους 3,5 δισ. ευρώ, προερχόμενες κυρίως από τα Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων Εσωτερικού και τα Ομολογιακά Α/Κ Εσωτερικού. Όμως, οι υψηλές εισροές κεφαλαίων σε αυτές τις κατηγορίες Α/Κ αντισταθμίστηκαν σημαντικά από τις εκροές ύψους 2,7 δισ. ευρώ των Μικτών Α/Κ Εσωτερικού, που οφείλονται σε σημαντικό τους μέρος σε μετακίνηση κεφαλαίων από μεγάλο Μικτό Α/Κ Εσωτερικού.

Ο **συνολικός αριθμός των Α.Ε.Δ.Α.Κ.** ανήλθε στις 31/12/03 σε 29 έναντι 28 το προηγούμενο έτος. 2 νέες εταιρίες ιδρύθηκαν και ξεκίνησαν τη διάθεση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων τους, μία εταιρία λύθηκε, ενώ μία εταιρία ανέλαβε τη διαχείριση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων άλλης Α.Ε.Δ.Α.Κ. (ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ. ανέλαβε 8 Α.Κ. της ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ.).

B.5.2 ΕΤΑΙΡΙΕΣ - ΠΡΟΪΟΝΤΑ

Ο **αριθμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων** στις 31/12/03 διαμορφώθηκε σε 265 έναντι 260 στις 31/12/02 μετά και τις διάφορες πραγματοποιηθείσες μεταβολές κατά τη διάρκεια του έτους (συγχωνεύσεις, ενάρξεις νέων, λύσεις). Κατά το 2003, αυξήθηκε ο

βαθμός συγκέντρωσης που παρατηρείται στην αγορά A/K δεδομένου ότι οι έξι μεγαλύτερες σε ενεργητικό εταιρίες διαμόρφωσαν το μερίδιο που κατέχουν στην αγορά σε 83,18% έναντι 80,22% της αρχής του έτους. Όσον αφορά τα μερίδια αγοράς που κατέχουν οι διάφορες εταιρίες στην αγορά παρατηρούμε ότι στο τέλος του έτους 16 εταιρίες από τις 29 (μικρότερες εταιρίες του κλάδου) κατείχαν μερίδιο αγοράς μικρότερο του 1%. Από τις 29 Εταιρίες, κατά τη διάρκεια του 2003, 15 σημείωσαν αύξηση των ενεργητικών τους, και 13 μείωση, ενώ 9 κατόρθωσαν να αυξήσουν το μερίδιο συμμετοχής τους στην αγορά. Οι μεταβολές (θετικές ή αρνητικές) που σημείωσαν οι Εταιρίες στα ενεργητικά τους και τα μερίδια αγοράς κατά τη διάρκεια του 2003 οφείλονταν, εκτός των άλλων, τόσο στον αριθμό, όσο και στην κατηγορία στην οποία ανήκουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια που διαχειρίζονται. Πρέπει να σημειώσουμε συγκρίνοντας τον αριθμό των Α.Κ. Εξωτερικού και Διεθνών των κατηγοριών Ομολογιακών και Μετοχικών, με τα Α.Κ. Εσωτερικού αυτών των κατηγοριών, ότι υπάρχει αναντιστοιχία με τους όγκους ενεργητικών τους, με σαφή υπεροχή του όγκου ενεργητικών των Α.Κ. Εσωτερικού. Τέλος, οφείλουμε να σημειώσουμε ότι η παρατηρούμενη στασιμότητα μετά το έτος 2000 στην αύξηση του αριθμού των A/K είναι αποτέλεσμα της κρίσης που εκδηλώθηκε στην ελληνική αγορά, η οποία οδήγησε στη στρατηγική των εταιριών να μην προβούν στην ίδρυση νέων A/K αλλά τουναντίον να συγχωνεύσουν A/K της ίδιας ή διαφορετικής κατηγορίας.

A.5.3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΠΙ ΜΕΡΟΥΣ ΚΑΤΗΓΟΡΙΩΝ Α/Κ

A. ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ Α/Κ

A.1 ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

Με συνολικά ενεργητικά 5,1 δισ. Ευρώ στο τέλος του έτους, έναντι 4,2 δισ. Ευρώ στην αρχή του 2003, τα Ομολογιακά Α.Κ. Εσωτερικού σημείωσαν ποσοστιαία αύξηση 19,5%. Η αύξηση των ενεργητικών αυτής της υποκατηγορίας συνοδεύθηκε και από αύξηση των κυκλοφορούντων μεριδίων των επενδυτών κατά 28,66%. Η μέση ετήσια αριθμητική απόδοση αυτής της υποκατηγορίας ανήλθε σε 2,41% έναντι 4,89% του έτους 2002. Το πρώτο σε απόδοση Α.Κ. της υποκατηγορίας παρουσίασε απόδοση 4,14%, ενώ 22 από τα 32 Αμοιβαία Κεφάλαια της υποκατηγορίας υπερέβησαν σε ετήσια απόδοση το 2%.

A.2 ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ

Τα Ομολογιακά Α/Κ αυτής της υποκατηγορίας σημείωσαν σημαντική αύξηση ενεργητικών κατά 42,6% στα € 748,6 εκατ. έναντι € 524,9 εκατομ. της αρχής του έτους. Η αύξηση των μεριδίων ανήλθε σε 43,46%. Πάντως, η μέση απόδοση της κατηγορίας των Ομολογιακών Α/Κ Εξωτερικού ανήλθε σε -1,87% το 2003 από 0,45% το προηγούμενο έτος, όμως 6 από τα 16 Α/Κ της κατηγορίας των Ομολογιακών Α/Κ Εξωτερικού κατέγραψαν αποδόσεις άνω του 2,5% και έως 10,71%.

A.3 ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΔΙΕΘΝΗ

Σημαντική επίσης ανάπτυξη ενεργητικών 111,8% και μεριδίων 98,9% παρουσίασε η

υποκατηγορία των Διεθνών Ομολογιακών Α.Κ., φθάνοντας τα € 681,8 εκατ. Έναντι € 320,8 εκατ. της αρχής του έτους. Σ' αυτή την υποκατηγορία παρουσιάζεται σημαντικός έλεγχος της αγοράς από 1 Α.Κ. που ελέγχει ποσοστό 63,2%. Η μέση ετήσια αριθμ. απόδοση των Α.Κ. της κατηγορίας διαμορφώθηκε σε -2,21% από 0,75% ενώ 8 από τα 17 Α/Κ της κατηγορίας των Διεθνών Α/Κ Ομολογιακών σημείωσαν αποδόσεις άνω του 2% και έως 9%.

B. Α/Κ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ

B.1 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

Αυτή η υποκατηγορία αποτελούμενη από 36 Α.Κ. συγκέντρωσε το επενδυτικό ενδιαφέρον, λόγω της γενικότερης κατάστασης της αγοράς, με αποτέλεσμα να σημειώσει ετήσια αύξηση ενεργητικών της τάξεως 45,9% και αύξηση μεριδίων 43,17%. Το συνολικό ενεργητικό διαμορφώθηκε στα € 15,6 δισ. από € 10,7 δισ. Το προηγούμενο έτος. Η μέση απόδοση της κατηγορίας διαμορφώθηκε σε 2,18% από 2,4%. Βέβαια, σημειώνουμε ότι 22 από τα 36 Α/Κ της κατηγορίας σημείωσαν αποδόσεις άνω του 2% και έως 3,34%.

B.2 ΔΙΕΘΝΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ

Η σημαντική άνοδος του ενεργητικού του μεγαλύτερου Α/Κ της κατηγορίας των Διεθνών Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων οδήγησε όλην την κατηγορία σε αύξηση 354,6% έναντι μείωσης 21,2% το προηγούμενο έτος. Το ενεργητικό στις 31/12/03 διαμορφώθηκε σε € 151,6 εκατ. έναντι € 33,4 εκατ. το προηγούμενο έτος.

Γ. ΜΕΤΟΧΙΚΑ Α/Κ

Γ.1 ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

Η άνοδος του Γενικού Δείκτη του Χ.Α. κατά 29,46% το 2003 οδήγησε το ενεργητικό των **Μετοχικών Α/Κ** Εσωτερικού στα € 4,18 δισ. έναντι € 3,4 δισ. το 2002 (+23,5%). Η αύξηση αυτή όμως δεν ακολουθήθηκε από μεγάλη αύξηση του αριθμού των μεριδίων που σημείωσαν άνοδο 2,53% ετησίως. Σημειώνουμε ότι η μέση απόδοση της κατηγορίας ανήλθε σε 23,4% από -27,24%, ενώ όλα τα Α/Κ, με την εξαίρεση ενός, κατέγραψαν θετικές αποδόσεις άνω του 2% και έως 48,67%. 63 από τα 69 Α/Κ της κατηγορίας σημείωσαν αποδόσεις άνω του 10%.

Γ.2 ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ

Θετική πορεία και άνοδο του ενεργητικού κατά 130% στα € 621,6 εκατ. παρατηρήθηκε και στα Μετοχικά Α/Κ Εξωτερικού.

Σύνθεση Ελληνικής Αγοράς Α.Κ. Ανά Βασική Κατηγορία με βάση το Ενεργητικό
31/12/2003



- Ομολογιακά 21,52%
- Διαχείριση Διαθεσίμων 51,93%
- Μικτά 10,59%
- Μετοχικά 15,96%

B. Η ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΚΣΥΓΧΡΟΝΙΖΕΙ ΤΟ ΧΩΡΟ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

ΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΤΗΣ N.B.G. SYNESIS FUNDS SICAV

Η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος έχοντας κατανοήσει την αξία των αμοιβαίων κεφαλαίων και την αυξανόμενη απήγησή τους στο ευρύ κοινό, επιδόθηκε στη διαμόρφωση καινοτομιών στο χώρο των αμοιβαίων κεφαλαίων. Κατ' αυτό τον τρόπο πετυχαίνει να καλύψει τις ανάγκες μεγάλου ποσοστού επενδυτών με ποικίλες, διαφορετικές και συχνά αντικρουόμενες προτιμήσεις και αντιλήψεις όσον αφορά στον κίνδυνο, την απόδοση των αμοιβαίων και τον συγκερασμό των δύο αυτών μεταβλητών.

Ως απόρροια της παραπάνω στρατηγικής επενδύσεων, η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος (Ε. Τ. Ε.) – Ν. Β. G. Group – δημιούργησε την NBG SYNESIS FUNDS – SICAV, μια εταιρία Επενδύσεων ανοιχτού τύπου (Open – Ended Investment Fund), οργανωμένη σύμφωνα με τη νομοθεσία του Λουξεμβούργου ως Εταιρία Επενδύσεων Μεταβλητού Κεφαλαίου (SICAV), και κατάφερε να γίνει πρωτοπόρος στην Ελληνική Αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Εκτός αυτού η εν λόγω εταιρία έχει χαρακτηριστεί σαν Οργανισμός Συλλογικών Επενδύσεων, σύμφωνα με τη γενικότερη νομοθεσία της Ευρωπαϊκής Ένωσης και είναι επίσης εισηγμένη στο Χρηματιστήριο του Λουξεμβούργου.

Η NBG Synesis Funds περιλαμβάνει 4 διαφορετικά κεφάλαια που εφαρμόζουν εναλλακτικές στρατηγικές (Alternative Strategies) σε σχέση με παραδοσιακές επενδύσεις σε μετοχές, ομόλογα κλπ., οι οποίες εξασφαλίζουν σταθερές αποδόσεις, προστασία του κεφαλαίου και έλεγχο επενδυτικού κινδύνου. Σήμερα ειδικά που οι αγορές γίνονται όλο και πιο απρόβλεπτες και ευμετάβλητες, η εταιρία αυτή προσφέρει μια εναλλακτική επένδυση, που επηρεάζεται ελάχιστα από τις διακυμάνσεις τους. Παρέχει την ευκαιρία σε επενδυτές να επιλέξουν στις μεγαλύτερες αγορές μετοχών και ομολόγων σε όλο τον κόσμο, να επωφεληθούν από τις υψηλές αποδόσεις σε θετικές περιόδους, ενώ ταυτόχρονα τους προστατεύει από ενδεχόμενες ζημιές σε περιόδους που η πορεία τους είναι αρνητική.

Τα NBG SYNESIS Funds ανήκουν στην κατηγορία των Alternative Funds αποτελώντας τα πλέον πρωτοποριακά προϊόντα στην Ελληνική Αγορά. Απευθύνονται κυρίως σε συντηρητικούς επενδυτές, που στοχεύουν σε σταθερές αποδόσεις με χαμηλό ρίσκο, προσφέροντάς τους ένα συνδυασμό από μοναδικά πλεονεκτήματα:

- Προστασία Κεφαλαίου.
- Αξιοποίηση διαφόρων εναλλακτικών επενδυτικών στρατηγικών και τεχνικών με συνέπεια τη μείωση της μεταβλητότητας (volatility) και του ρίσκου.
- Σταθερές αποδόσεις σε μακροπρόθεσμη βάση με μικρή συσχέτιση από την πορεία των αγορών.
- Μεγάλη διασπορά επενδύσεων σε μετοχές, ομόλογα, μετατρέψιμα ομόλογα, παράγωγα, χρηματοοικονομικά προϊόντα, νομίσματα, κ.λ.π. στις μεγαλύτερες διεθνείς κεφαλαιαγορές.

- Δυναμική Διαχείριση Επενδύσεων (Active Management) σε αντίθεση με τα κλασικά προϊόντα Εγγυημένου Κεφαλαίου (Passive Index Trackers).

Οι *κατηγορίες* των αμοιβαίων κεφαλαίων που περιλαμβάνει η ***NBG SYNESIS Funds*** είναι:

I. NBG SYNESIS Active Cash Fund

Το κεφάλαιο αυτό με νόμισμα βάσης το ευρώ επενδύει σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο Ομολόγων, Τίτλων Σταθερού Εισοδήματος, καθώς και μεριδίων επιλεγμένων alternative funds που καλύπτουν τις σημαντικότερες αγορές σε όλο τον κόσμο. Περιέχει σε συνεχή βάση ένα επίπεδο προστασίας του κεφαλαίου των επενδυτών που αυξάνεται (click) κάθε μήνα, «κλειδώνοντας» τα κέρδη τους.

II. NBG SYNESIS World Click Fund

Αυτό το χρηματοοικονομικό προϊόν επενδύει κυρίως σε διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια Εταιρικών και Κρατικών Ομολόγων, Τίτλων Σταθερού Εισοδήματος και Μεριδίων επιλεγμένων alternative funds, με στόχο τις σταθερές αποδόσεις σε μακροπρόθεσμη βάση. Παρέχει στη λήξη της περιόδου επένδυσης (5 έτη) ένα επίπεδο προστασίας του κεφαλαίου «κλειδώνοντας» τα σημειωθέντα κέρδη.

III. NBG SYNESIS Growth Strategy Fund

Επενδύει σε ένα χαρτοφυλάκιο από συνδυασμό τίτλων Σταθερού Εισοδήματος, Εταιρικών και Κρατικών Ομολόγων, Τίτλων Σταθερού Εισοδήματος και Μεριδίων επιλεγμένων alternative funds, με στόχο τις υψηλότερες δυνατές κεφαλαιακές

αποδόσεις σε μεσομακροπρόθεσμη βάση. Παρέχει προστασία του αρχικού κεφαλαίου στη λήξη του (3 έτη).

IV. NBG SYNESIS Arbitrage Strategy Fund

Τέλος το κεφάλαιο αυτό επενδύει σε παγκόσμια κλίμακα σε ένα χαρτοφυλάκιο μεγάλης διασποράς, που αποτελείται από Μέρηδα Επιλεγμένων Alternative Funds συνδυάζοντας ένα μεγάλο φάσμα επενδυτικών στρατηγικών. Στοχεύει σε σταθερές αποδόσεις σε μακροπρόθεσμη βάση με μειωμένο επενδυτικό κίνδυνο.

* Σε όλες τις μορφές αυτές αμοιβαίων κεφαλαίων, το νόμισμα βάσης είναι το ευρώ στα πλαίσια της ενωμένης οικονομικά και νομισματικά Ευρωπαϊκής Ένωσης.

ΟΦΕΛΗ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Οι εναλλακτικές επενδύσεις (Alternative Investments) αποτελούν για το ευρύ επενδυτικό κοινό μια νέα σχετικά μέθοδο προσέγγισης των Κεφαλαιαγορών. Παρότι οι παραδοσιακές επενδύσεις σε μετοχές, ομόλογα, προϊόντα χρηματαγοράς κ.λ.π. αποτελούν τη βάση των περισσότερων επενδύσεων, οι εναλλακτικές επενδύσεις κερδίζουν ως φαίνεται διαρκώς έδαφος. Πραγματοποιούνται ως επί το πλείστον μέσω εξειδικευμένων κεφαλαίων γνωστών με τον όρο Alternative Funds.

Τα Alternative Funds εφαρμόζουν μια μεγάλη ποικιλία από επενδυτικές στρατηγικές και τεχνικές στοχεύοντας κατά βάση στη μείωση της μεταβλητότητας (volatility) και του ρίσκου, καθώς και στην επίτευξη αποδόσεων ανεξάρτητα από τις κατευθύνσεις που ακολουθούν περιοδικά οι παραδοσιακές αγορές. Τα ποσά που τοποθετούνται

μέσω εναλλακτικών επενδύσεων έχουν πολλαπλασιαστεί την τελευταία δεκαετία. Το συνολικό ενεργητικό των Alternative Funds από 40 δις USD που ήταν περίπου το 1990 αυξήθηκε σε 500 δις USD το 2000, ενώ ο ετήσιος ρυθμός αύξησής του σήμερα ανέρχεται στο 20% περίπου.

Η εξαιρετική αυτή ανάπτυξη των εναλλακτικών επενδύσεων οφείλεται κυρίως στις αντίστοιχα εναλλακτικές επενδυτικές τεχνικές που εφαρμόζουν, δίνοντας τη δυνατότητα στους επενδυτές να πετύχουν:

- Απόλυτες αποδόσεις ανεξάρτητες – με ελάχιστη συσχέτιση - σε μεγάλο βαθμό από την πορεία των αγορών και ασφαλιστική δικλείδα στις διακυμάνσεις τους..
- Περιορισμό της μεταβλητότητας και ελαχιστοποίηση του επενδυτικού κινδύνου σε χαμηλότερα επίπεδα από τα παραδοσιακά A/K. Συνεπώς επίτευξη αποδόσεων για τις οποίες τα παραδοσιακά A/K θα έπρεπε να αναλάβουν πολλαπλάσιο ρίσκο.
- Μεγαλύτερη ευελιξία αναφορικά με τις επενδυτικές επιλογές.
- Ευρύτερη διασπορά επενδύσεων σε σχέση με τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια
- Προστασία του κεφαλαίου επένδυσης (Capital Protected Funds) και διασφάλιση αποδόσεων (Click Funds) .

ΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΤΗΣ N.B.G. INTERNATIONAL FUNDS SICAV

Η N.B.G. INTERNATIONAL FUNDS είναι Εταιρία Επενδύσεων Μεταβλητού Κεφαλαίου (SICAV), με έδρα στο Λουξεμβούργο και ανήκει στον Όμιλο της E.T.E. Λειτουργεί σύμφωνα με τη δομή μιας Ανοιχτού Τύπου Επενδυτικής Εταιρίας (Open – Ended Investment Company) και περιλαμβάνει μια σειρά από διαφορετικά Κεφάλαια, που προσφέρουν ένα ευρύ φάσμα επενδυτικών επιλογών σε Μετοχές, Ομόλογα και προϊόντα Χρηματαγοράς, καλύπτοντας σε παγκόσμια κλίμακα τις μεγαλύτερες και σημαντικότερες Κεφαλαιαγορές.

Η δομή της αυτή, πιο απλά γνωστή με τον όρο Umbrella Fund εξασφαλίζει στους επενδυτές μεγάλη ευελιξία και δυνατότητες σχετικά με τη ν επιλογή των Funds, τη διάρθρωση του προσωπικού τους χαρτοφυλακίου καθώς και την επίτευξη των επενδυτικών τους στόχων.

Η N.B.G. International Funds έχει χαρακτηριστεί σύμφωνα με την Οδηγία 611/85 και τη σχετική νομοθεσία του Λουξεμβούργου σαν UCITS (Ο.Σ.Ε.Κ.Α. – Οργανισμός Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες) γεγονός που επιτρέπει τη διάθεση μεριδίων των διαφόρων κεφαλαίων της σε όλες τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης (σε όλα τα κράτη μέλη δηλαδή). Κατ' επέκταση η N.B.G. International Funds SICAV προσφέρει μια σειρά από επενδυτικές επιλογές, που δίνουν τη δυνατότητα να αξιοποιηθούν οι επενδυτικές ευκαιρίες σε όλες τις αγορές του κόσμου. Επιπλέον, η επιλογή ανάμεσα σε μετοχικά ή και ομολογιακά κεφάλαια ανταποκρίνεται σε κάθε είδους επενδυτικές ανάγκες, επιλογές και στόχους. Επίσης είναι πολύ σημαντικό ότι η ευέλικτη δομή τους ως Umbrella Funds επιτρέπει τη μετακίνηση από το ένα Κεφάλαιο στο άλλο χωρίς επιβάρυνση και χωρίς περιορισμούς, ώστε να

αναδιαρθρώνεται το χαρτοφυλάκιο ανά πάσα στιγμή και ανάλογα με τις εκάστοτε οικονομικές συγκυρίες.

Η εταιρία περιλαμβάνει 10 διαφορετικά κεφάλαια. Τα 6 από αυτά ανήκουν στην κατηγορία των μετοχικών και επενδύουν σε επιλεγμένες μετοχές διαφόρων κλάδων σε παγκόσμια κλίμακα, ενώ τα υπόλοιπα 4 επενδύουν σε ομολογιακούς τίτλους αναδυόμενων και ανεπτυγμένων αντίστοιχα οικονομιών, που είναι διαπραγματεύσιμα στις κεφαλαιαγορές της Ευρωζώνης (Eurobond). Πιο συγκεκριμένα οι **κατηγορίες** αυτού του είδους των αμοιβαίων κεφαλαίων αναλύονται σε:

I. NBG New Economy World Fund

Επενδύει κυρίως σε μετοχές εταιριών πληροφορικής και τεχνολογίας, που διαπραγματεύονται στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Στόχος του η κεφαλαιακή ανάπτυξη σε μακροπρόθεσμη βάση.

II. NBG Financial World Fund

Επενδύει σε μετοχές μεγάλων διεθνών χρηματοοικονομικών οργανισμών. Όπως τράπεζες, επενδυτικές εταιρίες, ασφαλιστικές εταιρίες κ.λ.π. Στόχος του είναι η σταθερή κεφαλαιακή ανάπτυξη σε μακροπρόθεσμη βάση.

III. NBG Emerging Eurobond Fund

Επενδύει κυρίως σε ομολογιακούς τίτλους και συναφή χρεόγραφα, που εκδίδονται από Κυβερνήσεις, Οργανισμούς ή Εταιρίες Αναδυόμενων Χωρών σε παγκόσμια κλίμακα και διαπραγματεύονται στις ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές (Eurobonds). Στόχος του η επίτευξη υψηλών αποδόσεων σε μεσοπρόθεσμη βάση.

IV. NBG Income Plus Fund

Επενδύει σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο τίτλων σταθερού εισοδήματος υψηλής ποιότητας, βραχυπρόθεσμης λήξης και υψηλής εμπορευσιμότητας, που εκφράζονται σε ευρώ. Στόχος του η διαφύλαξη της αρχικής αξίας του ενεργητικού του με την επίτευξη παράλληλα υψηλών αποδόσεων.

V. NBG Global Equity Fund

Επενδύει σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο τίτλων σταθερού εισοδήματος υψηλής ποιότητας, βραχυπρόθεσμης λήξης και υψηλής εμπορευσιμότητας, που εκφράζονται σε ευρώ. Στόχος του η διαφύλαξη της αρχικής αξίας του ενεργητικού του με την επίτευξη παράλληλα υψηλών αποδόσεων.

VI. NBG Strategic Bond Fund

Επενδύει σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο χρεογράφων, ομολόγων και συναφών τίτλων σταθερού εισοδήματος, που εκδίδονται από κυβερνήσεις, τοπικές αρχές, ιδρύματα, εταιρίες κ.λ.π. σε όλο τον κόσμο. Το κεφάλαιο αυτό επιλέγει ομολογιακούς τίτλους που έχουν σαν νόμισμα αναφοράς ισχυρά κυρίως νομίσματα όπως ευρώ, Δολάριο Αμερικής (USD), Λίρα Αγγλίας (GBP), Γιέν Ιαπωνίας (JPY) κ.λ.π.

VII. NBG Global (Hedged) Bond Fund

Επενδύει σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο τίτλων σταθερού εισοδήματος, σταθερών ή μεταβλητών επιτοκίων, που εκδίδονται σε διάφορα νομίσματα σε όλο τον κόσμο. Η επενδυτική πολιτική του συγκεκριμένου αμοιβαίου κεφαλαίου εστιάζεται

στο να παρέχει μεγάλο βαθμό προστασίας, μέσω ισχυρής αντιστάθμισης (hedge) έναντι κυρίως επιτοκιακών διακυμάνσεων, των πιστωτικών κινδύνων και των συναλλαγματικών κινδύνων σε σχέση με το ευρώ. Για το σκοπό αυτό δύναται να χρησιμοποιεί ειδικές τεχνικές και εξειδικευμένα χρηματοοικονομικά προϊόντα προκειμένου να αντιμετωπίζει την απαιτούμενη προστασία έναντι των παραπάνω κινδύνων.

VIII. NBG European Allstars Fund

Επενδύει σε μετοχές εταιριών ποικίλης κεφαλαιοποίησης, που εδρεύουν σε χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, όπως Νορβηγία, Ελβετία και Ισλανδία και είναι εισηγμένες σε αναγνωρισμένες αγορές (Regulated Markets) χωρών του ΟΟΣΑ. Επιλέγει μετοχές όλων των κλάδων της οικονομίας, που είτε συγκυριακά θεωρούνται υποτιμημένες σε σχέση με την πραγματική τους αξία, είτε εκτιμάται ότι έχουν προοπτικές μακροπρόθεσμης ανάπτυξης.

IX. NBG Hellenic Allstars Fund

Επενδύει στην ελληνική αγορά σε μετοχές γνωστών εταιριών υψηλής κεφαλαιοποίησης αλλά και σε επιλεγμένες μετοχές μεσαίας ή μικρής κεφαλαιοποίησης όταν αυτές παρουσιάζουν ελκυστικές ευκαιρίες. Επιλέγει μετοχές όλων των κλάδων της οικονομίας, που είτε συγκυριακά θεωρούνται υποτιμημένες σε σχέση με την πραγματική τους αξία, είτε εκτιμάται ότι έχουν προοπτικές μακροπρόθεσμης ανάπτυξης.

X. NBG Socially Responsible Fund

Επενδύει κυρίως σε μετοχές εταιριών του δείκτη FTSE 4 Good Global Index, οι οποίες χαρακτηρίζονται ως εταιρίες Κοινωνικής Ευθύνης (Socially Responsible Companies), όπως π.χ. εταιρίες που στηρίζουν την περιβαλλοντολογική ανάπτυξη, υποστηρίζουν τα Ανθρώπινα Δικαιώματα και διατηρούν θετικές σχέσεις με τους μετόχους και το εργατικό δυναμικό τους. Δεν επενδύει σε εταιρίες που δραστηριοποιούνται στη βιομηχανία όπλων, στην καπνοβιομηχανία, χρησιμοποιούν ή παράγουν πυρηνική ενέργεια και σε άλλες συναφείς επιχειρήσεις.

- Σε όλες τις μορφές αυτές αμοιβαίων κεφαλαίων, το νόμισμα βάσης είναι το ευρώ στα πλαίσια της ενωμένης οικονομικά και νομισματικά Ευρωπαϊκής Ένωσης

ΟΦΕΛΗ

Οι επενδύσεις στο NBG International Funds εξασφαλίζουν μια σειρά από σημαντικές δυνατότητες και μοναδικά πλεονεκτήματα:

- **Εμπιστοσύνη στην επένδυση**

Η NBG International Funds SICAV ανήκει στον Όμιλο της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος, τον ισχυρότερο χρηματοοικονομικό όμιλο της χώρας και της ευρύτερης περιοχής των Βαλκανίων. Η εταιρική δομή της πληροί όλες τις

προϋποθέσεις των αρχών του Λουξεμβούργου αλλά και όλων των χωρών της Ευρωπαϊκή Ένωση, όπου διατίθενται χωρίς περιορισμούς.

- **Μεγάλη γκάμα κεφαλαίων**

Είναι δυνατή η επιλογή για την επένδυση από μια εκτεταμένη γκάμα μετοχικών και ομολογιακών κεφαλαίων, δημιουργώντας το αντίστοιχο για τους στόχους και τις ανάγκες χαρτοφυλάκιο. Αυτή η κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων περιλαμβάνουν μια ποικιλία μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων, που εφαρμόζουν διάφορες στρατηγικές (π.χ. Growth Value, Blended Funds) ή εξειδικεύονται σε επιλεγμένους κλάδους της οικονομίας (Sectorial Funds). Τα ομολογιακά κεφάλαια σας προσφέρουν αντίστοιχα δυνατότητες επένδυσης σε εταιρικούς και κυβερνητικούς ομολογιακούς τίτλους, που εκδίδονται τόσο σε αναπτυγμένες όσο και σε αναδυόμενες αγορές σε όλο τον κόσμο.

- **Πρόσβαση στις διεθνείς αγορές**

Τα NBG International Funds σας παρέχουν τη δυνατότητα να επενδύσετε σε σημαντικές διεθνείς αγορές ανεπτυγμένων χωρών (ΗΠΑ, Ευρωπαϊκή Ένωση, Ιαπωνία, κ.α.), όπως και σε αγορές αναδυόμενων χωρών με σημαντικές προοπτικές ανάπτυξης. Με τον τρόπο αυτό πραγματοποιείται αξιοποίηση επενδυτικών ευκαιριών σε οποιαδήποτε γεωγραφική ζώνη και όποιο κλάδο της οικονομίας αυτές παρουσιάζονται.

- **Διαχείριση υψηλών προδιαγραφών**

Η διαχείριση των επενδύσεων γίνεται από τη ΔΙΕΘΝΙΚΗ ΑΕΔΑΚ σε συνεργασία με τις υπόλοιπες εταιρίες που συγκροτούν τον επενδυτικό βραχίονα του Ομίλου E. T. E. στην Ελλάδα και στο εξωτερικό.

- **Μετατροπές χωρίς κόστος και περιορισμούς**

Η δομή του ως Umbrella Fund δίνει τη δυνατότητα μεταφοράς από ένα Fund σε άλλο άμεσα, χωρίς επιβαρύνσεις και περιορισμούς. Το πλεονέκτημα αυτό είναι πολύ σημαντικό εφόσον επιτρέπει την αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου ανάλογα με τις εξελίξεις στις διεθνείς αγορές και τους εκάστοτε επενδυτικούς στόχους.

- **Εξαγορές χωρίς κόστος**

Οι ολικές ή μερικές εξαγορές γίνονται με βάση τις καθαρές τιμές των κεφαλαίων και επομένως χωρίς καμία επιβάρυνση για τον επενδυτή.

- **Ευκολία συναλλαγών**

Οι διαδικασίες συμμετοχής, εξαγοράς ή μετατροπής στα NBG International Funds είναι άμεσες, απλές και προσιτές μια και είναι δυνατό να διεξαχθούν σε οποιοδήποτε κατάστημα της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος.

- **Άμεση Ενημέρωση**

Οι επενδυτές βρίσκονται σε θέση πλήρους και άμεσης ενημέρωσης για την πορεία των τοποθετήσεών τους από τον Ημερήσιο Τύπο, τις καταστάσεις αποτίμησης, που αποστέλλονται, τα Κέντρα Ενημέρωσης Επενδυτών της ΔΙΕΘΝΙΚΗΣ ΑΕΔΑΚ και φυσικά από όλα τα καταστήματα της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος.

Γ. ΠΙΝΑΚΕΣ ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΤΙΚΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

ΣΤΟ E-VIEWS

Γ.1 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ E-VIEWS ΠΕΡΙΟΔΟΥ

1993 -2003

Παρακάτω παραθέτω τα αποτελέσματα της επεξεργασίας των παλινδρομήσεων στο πρόγραμμα E-views, αρχικά για το σύνολο της δεκαετούς περιόδου 1993 – 2003.

ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1993 – 2003

Dependent Variable: EGNATIA
Method: Least Squares
Date: 01/22/05 Time: 19:29
Sample: 1 120
Included observations: 120

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.004185	0.002680	1.561853	0.1210
VAR01	0.894595	0.029662	30.15954	0.0000
R-squared	0.885169	Mean dependent var		0.003269
Adjusted R-squared	0.884196	S.D. dependent var		0.086250
S.E. of regression	0.029351	Akaike info criterion		-4.202462
Sum squared resid	0.101654	Schwarz criterion		-4.156004
Log likelihood	254.1477	F-statistic		909.5981
Durbin-Watson stat	1.492126	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: DELOS_BCF01
Method: Least Squares
Date: 01/22/05 Time: 19:29
Sample: 1 120
Included observations: 120

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000247	0.001771	0.139335	0.8894
VAR01	0.917573	0.019609	46.79281	0.0000
R-squared	0.948864	Mean dependent var		-0.000693
Adjusted R-squared	0.948431	S.D. dependent var		0.085445
S.E. of regression	0.019404	Akaike info criterion		-5.030196
Sum squared resid	0.044427	Schwarz criterion		-4.983738
Log likelihood	303.8117	F-statistic		2189.567
Durbin-Watson stat	1.727488	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: ASPIS_GEF01
Method: Least Squares
Date: 01/22/05 Time: 19:28
Sample: 1 120
Included observations: 120

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.007167	0.002260	-3.171261	0.0019
VAR01	0.695269	0.025016	27.79285	0.0000
R-squared	0.867482	Mean dependent var		-0.007879
Adjusted R-squared	0.866359	S.D. dependent var		0.067712
S.E. of regression	0.024754	Akaike info criterion		-4.543161
Sum squared resid	0.072304	Schwarz criterion		-4.496703
Log likelihood	274.5897	F-statistic		772.4423
Durbin-Watson stat	1.393868	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: HSBC_GREQ01
Method: Least Squares
Date: 01/22/05 Time: 19:31
Sample: 1 120
Included observations: 120

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.009284	0.002911	3.188828	0.0018
VAR01	0.795130	0.032228	24.67190	0.0000
R-squared	0.837623	Mean dependent var		0.008469
Adjusted R-squared	0.836247	S.D. dependent var		0.078806
S.E. of regression	0.031890	Akaike info criterion		-4.036518
Sum squared resid	0.120003	Schwarz criterion		-3.990060
Log likelihood	244.1911	F-statistic		608.7024
Durbin-Watson stat	1.674069	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: ING_PIR01
 Method: Least Squares
 Date: 01/22/05 Time: 19:31
 Sample: 1 120
 Included observations: 120

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001204	0.002080	0.578781	0.5638
VAR01	0.922410	0.023025	40.06201	0.0000
R-squared	0.931513	Mean dependent var		0.000259
Adjusted R-squared	0.930933	S.D. dependent var		0.086691
S.E. of regression	0.022783	Akaike info criterion		-4.709078
Sum squared resid	0.061250	Schwarz criterion		-4.662620
Log likelihood	284.5447	F-statistic		1604.965
Durbin-Watson stat	1.427747	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: INTERAM_DYN01
 Method: Least Squares
 Date: 01/22/05 Time: 19:32
 Sample: 1 120
 Included observations: 120

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001809	0.001792	1.009732	0.3147
VAR01	0.855529	0.019837	43.12897	0.0000
R-squared	0.940347	Mean dependent var		0.000933
Adjusted R-squared	0.939842	S.D. dependent var		0.080027
S.E. of regression	0.019628	Akaike info criterion		-5.007151
Sum squared resid	0.045462	Schwarz criterion		-4.960693
Log likelihood	302.4291	F-statistic		1860.108
Durbin-Watson stat	1.449459	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: ALPHA_TRUST01
Method: Least Squares
Date: 01/22/05 Time: 19:28
Sample: 1 120
Included observations: 120

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002226	0.003926	0.566868	0.5719
VAR01	0.890846	0.043463	20.49658	0.0000
R-squared	0.780714	Mean dependent var		0.001313
Adjusted R-squared	0.778856	S.D. dependent var		0.091454
S.E. of regression	0.043007	Akaike info criterion		-3.438373
Sum squared resid	0.218255	Schwarz criterion		-3.391915
Log likelihood	208.3024	F-statistic		420.1097
Durbin-Watson stat	1.409493	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: ERMIS_DYN01
Method: Least Squares
Date: 01/22/05 Time: 19:30
Sample: 1 120
Included observations: 120

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001058	0.002723	-0.388448	0.6984
VAR01	0.881713	0.030138	29.25544	0.0000
R-squared	0.878835	Mean dependent var		-0.001961
Adjusted R-squared	0.877808	S.D. dependent var		0.085314
S.E. of regression	0.029822	Akaike info criterion		-4.170598
Sum squared resid	0.104945	Schwarz criterion		-4.124140
Log likelihood	252.2359	F-statistic		855.8809
Durbin-Watson stat	1.629032	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: EUROP_RGF01
Method: Least Squares
Date: 01/22/05 Time: 19:30
Sample: 1 120
Included observations: 120

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001460	0.002112	-0.691567	0.4906
VAR01	0.858307	0.023376	36.71687	0.0000
R-squared	0.919516	Mean dependent var		-0.002339
Adjusted R-squared	0.918834	S.D. dependent var		0.081191
S.E. of regression	0.023131	Akaike info criterion		-4.678749
Sum squared resid	0.063136	Schwarz criterion		-4.632291
Log likelihood	282.7249	F-statistic		1348.129
Durbin-Watson stat	1.096884	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: OMEGA
Method: Least Squares
Date: 01/22/05 Time: 19:32
Sample: 1 120
Included observations: 120

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000388	0.002987	0.129921	0.8969
VAR01	0.772781	0.033064	23.37203	0.0000
R-squared	0.822357	Mean dependent var		-0.000403
Adjusted R-squared	0.820851	S.D. dependent var		0.077299
S.E. of regression	0.032717	Akaike info criterion		-3.985290
Sum squared resid	0.126311	Schwarz criterion		-3.938832
Log likelihood	241.1174	F-statistic		546.2520
Durbin-Watson stat	1.740409	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: ABG_DOMEQ01
Method: Least Squares
Date: 01/20/05 Time: 16:21
Sample: 1 120
Included observations: 120

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VAR01	0.814992	0.028735	28.36221	0.0000
C	-0.004012	0.002596	-1.545499	0.1249
R-squared	0.872075	Mean dependent var		-0.004846
Adjusted R-squared	0.870991	S.D. dependent var		0.079163
S.E. of regression	0.028434	Akaike info criterion		-4.265960
Sum squared resid	0.095400	Schwarz criterion		-4.219502
Log likelihood	257.9576	F-statistic		804.4151
Durbin-Watson stat	1.372638	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: ALPHA_BCDEF01
Method: Least Squares
Date: 01/20/05 Time: 16:22
Sample: 1 120
Included observations: 120

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VAR01	0.793603	0.024961	31.79432	0.0000
C	0.000264	0.002255	0.116985	0.9071
R-squared	0.895471	Mean dependent var		-0.000549
Adjusted R-squared	0.894586	S.D. dependent var		0.076072
S.E. of regression	0.024699	Akaike info criterion		-4.547608
Sum squared resid	0.071983	Schwarz criterion		-4.501150
Log likelihood	274.8565	F-statistic		1010.879
Durbin-Watson stat	1.576860	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: ALPHA_DOM01
 Method: Least Squares
 Date: 01/22/05 Time: 19:27
 Sample: 1 120
 Included observations: 120

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002386	0.003121	0.764485	0.4461
VAR01	0.867730	0.034553	25.11278	0.0000
R-squared	0.842383	Mean dependent var		0.001498
Adjusted R-squared	0.841048	S.D. dependent var		0.085758
S.E. of regression	0.034191	Akaike info criterion		-3.897194
Sum squared resid	0.137943	Schwarz criterion		-3.850736
Log likelihood	235.8316	F-statistic		630.6517
Durbin-Watson stat	1.892872	Prob(F-statistic)		0.000000

Γ.2 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ E-VIEWS ΠΕΡΙΟΔΟΥ

1993 -1999

Στη συνέχεια, παραθέτω τα αποτελέσματα της επεξεργασίας των παλινδρομήσεων στο πρόγραμμα E-views, για την πρώτη φάση της περιόδου 1993 -2003 την ανοδική, δηλαδή για τα έτη 1993 -1999.

ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1993 – 1999

Dependent Variable: ABG_DOMEQ01

Method: Least Squares

Date: 02/28/05 Time: 18:42

Sample: 1 71

Included observations: 71

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.002797	0.003988	-0.701414	0.4854
VAR01	0.759183	0.042502	17.86244	0.0000
R-squared	0.822196	Mean dependent var		0.007972
Adjusted R-squared	0.819619	S.D. dependent var		0.078202
S.E. of regression	0.033214	Akaike info criterion		-3.943951
Sum squared resid	0.076117	Schwarz criterion		-3.880214
Log likelihood	142.0103	F-statistic		319.0667
Durbin-Watson stat	1.139247	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: ALPHA_BCDEF01

Method: Least Squares

Date: 02/28/05 Time: 18:42

Sample: 1 71

Included observations: 71

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001841	0.003646	0.505023	0.6152
VAR01	0.760653	0.038858	19.57496	0.0000
R-squared	0.847406	Mean dependent var		0.012631
Adjusted R-squared	0.845194	S.D. dependent var		0.077180
S.E. of regression	0.030367	Akaike info criterion		-4.123184
Sum squared resid	0.063627	Schwarz criterion		-4.059447
Log likelihood	148.3730	F-statistic		383.1790
Durbin-Watson stat	1.481231	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: ALPHA_DOM01

Method: Least Squares

Date: 02/28/05 Time: 18:43

Sample: 1 71

Included observations: 71

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.007797	0.004711	1.655041	0.1025
VAR01	0.806490	0.050211	16.06200	0.0000
R-squared	0.788983	Mean dependent var		0.019236
Adjusted R-squared	0.785925	S.D. dependent var		0.084806
S.E. of regression	0.039238	Akaike info criterion		-3.610566
Sum squared resid	0.106235	Schwarz criterion		-3.546829
Log likelihood	130.1751	F-statistic		257.9878
Durbin-Watson stat	1.917830	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: ALPHA_TRUST01

Method: Least Squares

Date: 02/28/05 Time: 18:43

Sample: 1 71

Included observations: 71

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.012660	0.005650	2.240710	0.0283
VAR01	0.807089	0.060219	13.40258	0.0000
R-squared	0.722478	Mean dependent var		0.024108
Adjusted R-squared	0.718456	S.D. dependent var		0.088689
S.E. of regression	0.047059	Akaike info criterion		-3.247063
Sum squared resid	0.152804	Schwarz criterion		-3.183326
Log likelihood	117.2707	F-statistic		179.6291
Durbin-Watson stat	1.251369	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: ASPIS_GEF01

Method: Least Squares

Date: 02/28/05 Time: 18:44

Sample: 1 71

Included observations: 71

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001405	0.002777	0.505884	0.6146
VAR01	0.633050	0.029595	21.39035	0.0000
R-squared	0.868958	Mean dependent var		0.010384
Adjusted R-squared	0.867058	S.D. dependent var		0.063431
S.E. of regression	0.023128	Akaike info criterion		-4.667818
Sum squared resid	0.036907	Schwarz criterion		-4.604080
Log likelihood	167.7075	F-statistic		457.5471
Durbin-Watson stat	1.234102	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: DELOS_BCF01

Method: Least Squares

Date: 02/28/05 Time: 18:45

Sample: 1 71

Included observations: 71

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.003397	0.002548	1.333176	0.1869
VAR01	0.900534	0.027156	33.16098	0.0000
R-squared	0.940958	Mean dependent var		0.016170
Adjusted R-squared	0.940102	S.D. dependent var		0.086711
S.E. of regression	0.021222	Akaike info criterion		-4.839810
Sum squared resid	0.031075	Schwarz criterion		-4.776072
Log likelihood	173.8132	F-statistic		1099.651
Durbin-Watson stat	1.563542	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: EGNATIA

Method: Least Squares

Date: 02/28/05 Time: 18:45

Sample: 1 71

Included observations: 71

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.007443	0.003680	2.022499	0.0470
VAR01	0.907437	0.039225	23.13399	0.0000
R-squared	0.885796	Mean dependent var		0.020315
Adjusted R-squared	0.884141	S.D. dependent var		0.090056
S.E. of regression	0.030653	Akaike info criterion		-4.104394
Sum squared resid	0.064834	Schwarz criterion		-4.040657
Log likelihood	147.7060	F-statistic		535.1815
Durbin-Watson stat	1.521895	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: ERMIS_DYN01

Method: Least Squares

Date: 02/28/05 Time: 18:45

Sample: 1 71

Included observations: 71

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.003072	0.004027	0.762783	0.4482
VAR01	0.816557	0.042922	19.02437	0.0000
R-squared	0.839880	Mean dependent var		0.014654
Adjusted R-squared	0.837559	S.D. dependent var		0.083222
S.E. of regression	0.033542	Akaike info criterion		-3.924286
Sum squared resid	0.077628	Schwarz criterion		-3.860548
Log likelihood	141.3121	F-statistic		361.9268
Durbin-Watson stat	1.383775	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: EUROP_RGF01
Method: Least Squares
Date: 02/28/05 Time: 18:46
Sample: 1 71
Included observations: 71

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000462	0.003451	-0.134008	0.8938
VAR01	0.851608	0.036785	23.15117	0.0000
R-squared	0.885946	Mean dependent var		0.011617
Adjusted R-squared	0.884293	S.D. dependent var		0.084508
S.E. of regression	0.028746	Akaike info criterion		-4.232875
Sum squared resid	0.057017	Schwarz criterion		-4.169138
Log likelihood	152.2671	F-statistic		535.9768
Durbin-Watson stat	0.997241	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: HSBC_GREQ01
Method: Least Squares
Date: 02/28/05 Time: 18:46
Sample: 1 71
Included observations: 71

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.017062	0.004225	4.037988	0.0001
VAR01	0.750819	0.045036	16.67151	0.0000
R-squared	0.801118	Mean dependent var		0.027712
Adjusted R-squared	0.798235	S.D. dependent var		0.078352
S.E. of regression	0.035194	Akaike info criterion		-3.828111
Sum squared resid	0.085465	Schwarz criterion		-3.764373
Log likelihood	137.8979	F-statistic		277.9391
Durbin-Watson stat	1.714654	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: ING_PIR01
Method: Least Squares
Date: 02/28/05 Time: 18:46
Sample: 1 71
Included observations: 71

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.004068	0.002923	1.391824	0.1684
VAR01	0.933841	0.031151	29.97802	0.0000
R-squared	0.928696	Mean dependent var		0.017314
Adjusted R-squared	0.927662	S.D. dependent var		0.090510
S.E. of regression	0.024343	Akaike info criterion		-4.565353
Sum squared resid	0.040889	Schwarz criterion		-4.501616
Log likelihood	164.0700	F-statistic		898.6814
Durbin-Watson stat	1.226550	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: INTERAM_DYN01
Method: Least Squares
Date: 02/28/05 Time: 18:47
Sample: 1 71
Included observations: 71

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.005739	0.002562	2.240112	0.0283
VAR01	0.852693	0.027306	31.22769	0.0000
R-squared	0.933919	Mean dependent var		0.017834
Adjusted R-squared	0.932961	S.D. dependent var		0.082414
S.E. of regression	0.021338	Akaike info criterion		-4.828849
Sum squared resid	0.031418	Schwarz criterion		-4.765111
Log likelihood	173.4241	F-statistic		975.1686
Durbin-Watson stat	1.422362	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: OMEGA
Method: Least Squares
Date: 02/28/05 Time: 18:47
Sample: 1 71
Included observations: 71

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.003733	0.004288	0.870663	0.3870
VAR01	0.729028	0.045704	15.95118	0.0000
R-squared	0.786668	Mean dependent var		0.014074
Adjusted R-squared	0.783577	S.D. dependent var		0.076773
S.E. of regression	0.035716	Akaike info criterion		-3.798678
Sum squared resid	0.088018	Schwarz criterion		-3.734940
Log likelihood	136.8531	F-statistic		254.4400
Durbin-Watson stat	1.558176	Prob(F-statistic)		0.000000

Γ.3 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ E-VIEWS ΠΕΡΙΟΔΟΥ

2000 -2003

Τέλος, παραθέτω τα αποτελέσματα της επεξεργασίας των παλινδρομήσεων στο πρόγραμμα E-views, για τη δεύτερη φάση της περιόδου 1993 -2003 την πτωτική, δηλαδή για τα έτη 2000 -2003.

ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2000 – 2003

Dependent Variable: ABG_DOMEQ01

Method: Least Squares

Date: 02/28/05 Time: 18:49

Sample(adjusted): 1 49

Included observations: 49 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.002309	0.002565	-0.900175	0.3726
VAR01	0.915419	0.030168	30.34425	0.0000
R-squared	0.951435	Mean dependent var		-0.023420
Adjusted R-squared	0.950402	S.D. dependent var		0.077606
S.E. of regression	0.017283	Akaike info criterion		-5.238190
Sum squared resid	0.014040	Schwarz criterion		-5.160973
Log likelihood	130.3357	F-statistic		920.7736
Durbin-Watson stat	1.988644	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: ALPHA_BCDEF01

Method: Least Squares

Date: 02/28/05 Time: 18:49

Sample(adjusted): 1 49

Included observations: 49 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000137	0.001756	-0.078066	0.9381
VAR01	0.845967	0.020651	40.96498	0.0000
R-squared	0.972756	Mean dependent var		-0.019646
Adjusted R-squared	0.972176	S.D. dependent var		0.070927
S.E. of regression	0.011831	Akaike info criterion		-5.996215
Sum squared resid	0.006579	Schwarz criterion		-5.918998
Log likelihood	148.9073	F-statistic		1678.129
Durbin-Watson stat	2.059486	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: ALPHA_DOM01

Method: Least Squares

Date: 02/28/05 Time: 18:50

Sample(adjusted): 1 49

Included observations: 49 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.002411	0.003345	-0.720846	0.4746
VAR01	0.945079	0.039334	24.02684	0.0000
R-squared	0.924714	Mean dependent var		-0.024205
Adjusted R-squared	0.923113	S.D. dependent var		0.081269
S.E. of regression	0.022535	Akaike info criterion		-4.707546
Sum squared resid	0.023868	Schwarz criterion		-4.630329
Log likelihood	117.3349	F-statistic		577.2889
Durbin-Watson stat	1.923080	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: ALPHA_TRUST01

Method: Least Squares

Date: 02/28/05 Time: 18:50

Sample(adjusted): 1 49

Included observations: 49 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.009296	0.004548	-2.043913	0.0466
VAR01	0.972192	0.053486	18.17667	0.0000
R-squared	0.875461	Mean dependent var		-0.031715
Adjusted R-squared	0.872811	S.D. dependent var		0.085920
S.E. of regression	0.030642	Akaike info criterion		-4.092913
Sum squared resid	0.044131	Schwarz criterion		-4.015695
Log likelihood	102.2764	F-statistic		330.3913
Durbin-Watson stat	2.092513	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: ASPIS_GEF01

Method: Least Squares

Date: 02/28/05 Time: 18:51

Sample(adjusted): 1 49

Included observations: 49 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.017066	0.003197	-5.338668	0.0000
VAR01	0.749086	0.037595	19.92529	0.0000
R-squared	0.894148	Mean dependent var		-0.034341
Adjusted R-squared	0.891896	S.D. dependent var		0.065507
S.E. of regression	0.021538	Akaike info criterion		-4.798012
Sum squared resid	0.021803	Schwarz criterion		-4.720795
Log likelihood	119.5513	F-statistic		397.0174
Durbin-Watson stat	2.048556	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: DELOS_BCF01
Method: Least Squares
Date: 02/28/05 Time: 18:51
Sample(adjusted): 1 49
Included observations: 49 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.003776	0.002340	-1.613956	0.1132
VAR01	0.925844	0.027518	33.64558	0.0000
R-squared	0.960137	Mean dependent var		-0.025127
Adjusted R-squared	0.959288	S.D. dependent var		0.078133
S.E. of regression	0.015765	Akaike info criterion		-5.422092
Sum squared resid	0.011681	Schwarz criterion		-5.344875
Log likelihood	134.8412	F-statistic		1132.025
Durbin-Watson stat	2.301828	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: EGNATIA
Method: Least Squares
Date: 02/28/05 Time: 18:51
Sample(adjusted): 1 49
Included observations: 49 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001990	0.003979	-0.500097	0.6193
VAR01	0.842982	0.046800	18.01250	0.0000
R-squared	0.873469	Mean dependent var		-0.021430
Adjusted R-squared	0.870777	S.D. dependent var		0.074586
S.E. of regression	0.026812	Akaike info criterion		-4.359982
Sum squared resid	0.033787	Schwarz criterion		-4.282765
Log likelihood	108.8196	F-statistic		324.4503
Durbin-Watson stat	1.520161	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: ERMIS_DYN01
Method: Least Squares
Date: 02/28/05 Time: 18:52
Sample(adjusted): 1 49
Included observations: 49 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.003501	0.003058	-1.145071	0.2580
VAR01	0.977120	0.035962	27.17093	0.0000
R-squared	0.940147	Mean dependent var		-0.026035
Adjusted R-squared	0.938874	S.D. dependent var		0.083332
S.E. of regression	0.020603	Akaike info criterion		-4.886817
Sum squared resid	0.019950	Schwarz criterion		-4.809599
Log likelihood	121.7270	F-statistic		738.2592
Durbin-Watson stat	2.265898	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: EUROP_RGF01
Method: Least Squares
Date: 02/28/05 Time: 18:52
Sample(adjusted): 1 49
Included observations: 49 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.002649	0.001669	-1.587444	0.1191
VAR01	0.863498	0.019625	44.00091	0.0000
R-squared	0.976299	Mean dependent var		-0.022562
Adjusted R-squared	0.975795	S.D. dependent var		0.072266
S.E. of regression	0.011243	Akaike info criterion		-6.098179
Sum squared resid	0.005941	Schwarz criterion		-6.020962
Log likelihood	151.4054	F-statistic		1936.081
Durbin-Watson stat	2.031582	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: HSBC_GREQ01
Method: Least Squares
Date: 02/28/05 Time: 18:52
Sample(adjusted): 1 49
Included observations: 49 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000503	0.003371	-0.149196	0.8820
VAR01	0.819973	0.039647	20.68195	0.0000
R-squared	0.900999	Mean dependent var		-0.019412
Adjusted R-squared	0.898893	S.D. dependent var		0.071433
S.E. of regression	0.022714	Akaike info criterion		-4.691721
Sum squared resid	0.024248	Schwarz criterion		-4.614503
Log likelihood	116.9472	F-statistic		427.7429
Durbin-Watson stat	1.980311	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: ING_PIR01
Method: Least Squares
Date: 02/28/05 Time: 18:53
Sample(adjusted): 1 49
Included observations: 49 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.004234	0.002905	-1.457412	0.1517
VAR01	0.876760	0.034163	25.66396	0.0000
R-squared	0.933394	Mean dependent var		-0.024453
Adjusted R-squared	0.931977	S.D. dependent var		0.075043
S.E. of regression	0.019572	Akaike info criterion		-4.989449
Sum squared resid	0.018004	Schwarz criterion		-4.912232
Log likelihood	124.2415	F-statistic		658.6387
Durbin-Watson stat	2.029070	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: INTERAM_DYN01
Method: Least Squares
Date: 02/28/05 Time: 18:53
Sample(adjusted): 1 49
Included observations: 49 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.004427	0.002290	-1.933364	0.0592
VAR01	0.829470	0.026929	30.80210	0.0000
R-squared	0.952800	Mean dependent var		-0.023555
Adjusted R-squared	0.951796	S.D. dependent var		0.070269
S.E. of regression	0.015428	Akaike info criterion		-5.465333
Sum squared resid	0.011187	Schwarz criterion		-5.388116
Log likelihood	135.9007	F-statistic		948.7694
Durbin-Watson stat	1.890495	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: OMEGA
Method: Least Squares
Date: 02/28/05 Time: 18:54
Sample(adjusted): 1 49
Included observations: 49 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.002189	0.004031	-0.542999	0.5897
VAR01	0.832234	0.047409	17.55432	0.0000
R-squared	0.867663	Mean dependent var		-0.021381
Adjusted R-squared	0.864847	S.D. dependent var		0.073881
S.E. of regression	0.027161	Akaike info criterion		-4.334112
Sum squared resid	0.034673	Schwarz criterion		-4.256895
Log likelihood	108.1857	F-statistic		308.1540
Durbin-Watson stat	2.027874	Prob(F-statistic)		0.000000

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ- ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

- 1) **«ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ»**, Φίλιππας Νικόλαος, Εκδόσεις Globus Invest
- 2) **«ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ. ΘΕΩΡΙΑ ΚΑΙ ΠΡΑΚΤΙΚΗ»**, Μυλωνάς Θ. Νικόλαος, Εκδόσεις 1999
- 3) **«GREEK MUTUAL FUNDS»**, Φίλιππας Νικόλαος και Στυλιανίδης Στέλιος, Τεύχος 6, Πειραιάς 2003
- 4) **«SECURITY ANALYSIS AND PORTFOLIO MANAGEMENT»**, Lee F. Cheng and Finnetry E. Joseph and Wort H. Ronald, 1980
- 5) **«MUTUAL FUNDS – RISK AND PERFORMANCE ANALYSIS FOR DECISION MAKING»**, Haslem A. John
- 6) **«PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE»**, Brealey R. and Myers
- 7) **«THE JOURNAL OF APPLIED BUSINESS RESEARCH»**, Volume 18, Number 3, Summer 2002, Published by Western Academic Press Inc.
- 8) **«PERSPECTIVE OF INVESTMENT COMPANY INSTITUTE»** about «MUTUAL FUNDS AND ECONOMIC DEVELOPMENTS IN 2003», Volume 10, Number 1, March 2004
- 9) **«ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΝΩΣΗΣ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΤΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 2001»**
- 10) **«ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΝΩΣΗΣ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΤΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 2002»**

11) **«ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΝΩΣΗΣ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΤΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 2003»**

12) **«MARKET TIMING AND SECURITY SELECTION SKILLS: A RANDOM COEFFICIENT MODEL FOR GREEK MUTUAL FUNDS»**,

Philippas Nikolaos and Tsionas G. Eftymios

13) **«REFLECTIONS ON THE EFFICIENT MARKET HYPOTHESIS:30 YEARS LATER»**, Malkiel G. Burton, Financial Review,

Princeton University

14) **«THE PERFORMANCE OF GLOBAL BOND MUTUAL FUNDS»**,

Detzler Lam Miranda, University of Massachussets, Boston, 1998

15) **«MARKET TIMING AND MUTUAL FUND PERFORMANCE: AN EMPIRICAL INVESTIGATION»**, Henriksson D. Roy, University of California,

Berkeley, 1981

16) **«MARKET TIMING AND MUTUAL FUND INVESTMENT PERFORMANCE»**, Chang C. Eric –University of Iowa- and Lewellen G. Wilbur –

Univerity of Purdue-, Journal of Business 1984, Volume 57, Number 1, 1984

17) **«EVALUATING MANAGED FUND PERFORMANCE USING CONDITIONAL MEASURES: AUSTRALIAN EVIDENCE»**, Sawicki Julia and

Ong Fred, University of Western Australia, Nedlands, 2000

18) **«INVESTOR RISK EVALUATION IN THE DETERMINATION OF MANAGEMENT INCENTIVES IN THE MUTUAL FUND INDUSTRY»**,

Berkowitz K. Michael and Kotowitz Yehuda

- 19) **«EVALUATING MUTUAL FUNDS ON A SMALL MARKET: IS BENCHMARK SELECTION CRUCIAL?»**, Liljebloom Eva and Loefflund Anders, Hanken, The Swedish School of Economics and Business Administration, 1996
- 20) **«ON THE TIMING ABILITY OF MUTUAL FUND MANAGERS»**, Bollen B. P. and Busse A. Jeffrey
- 21) **«MUTUAL FUND CHARACTERISTICS, MANAGERIAL ATTRIBUTES AND FUND PERFORMANCE»**, Prather Laurie and Henker Thomas and Bertin J. William, 2002
- 22) **«MUTUAL FUND PERFORMANCE EVALUATION. A COMPARISON OF BENCHMARKS AND BENCHMARK COMPARISONS»**, Lehmann N. Bruce and Modest M. David, Working Paper Number 1721, National Bureau of Economic Research, October 1985
- 23) **«THE PERFORMANCE OF MUTUAL FUNDS IN THE PERIOD 1945 – 1964»**, Jensen C. Michael, The Journal of Finance, Volume 23, Number 2, 1967
- 24) **«ΑΝΑΖΗΤΩΝΤΑΣ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΜΕ ΧΑΜΗΛΟ ΡΙΣΚΟ»**, Φίλιππος Νικόλαος, Βήμα 02/08/1998
- 25) **«ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ»**, Φίλιππος Νικόλαος, Καθημερινή 23/08/1992

[ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ](#)

www.agii.gr

www.nbg.gr

www.elsevier.com