



Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής
Μεταπτυχιακό πρόγραμμα σπουδών στη
Χρηματοοικονομική Ανάλυση για στελέχη

Αξιολόγηση της επίδοσης των Ασφαλιστικών ταμείων του ΙΚΑ

Επιμελήτρια: Δαλάκογλου Ν. Ελένη, ΑΜ: 0508

Επιβλέπων καθηγητής: Φίλιππας Δ. Νικόλαος

Πειραιάς, Σεπτέμβρης 2007

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	7
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	7
1.1 ΠΡΟΛΟΓΟΣ	7
1.2 Ο ΘΕΣΜΟΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	8
1.3 Ο ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ	9
1.4 ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΣΤΗΝ ΕΡΕΥΝΑ	10
1.5 ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	12
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	15
2.1 ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΑ ΤΑΜΕΙΑ	15
2.2 ΚΟΙΝΩΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΗ	16
2.2.1. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ	16
2.3 ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΟ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ	22
2.4 ΔΥΝΑΤΟΤΗΤΑ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ	24
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	28
3.1 ΓΝΩΡΙΖΟΝΤΑΣ ΤΑ Α/Κ	28
ΟΡΙΣΜΟΣ	28
3.2 ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ Α/Κ	31
3.2.1 Η ΤΙΜΗ ΤΟΥ ΜΕΡΙΔΙΟΥ	31
3.2.2 ΜΕΡΙΣΜΑ ΚΑΙ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ	32
3.2.3 Η ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΑΓΟΡΑ Α/Κ	33
3.3 ΤΑ ΕΙΔΗ ΤΩΝ Α/Κ	35
3.3.1 Α/Κ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΑΣ Η ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ (MONEY MARKET FUNDS)	35
3.3.2 Α/Κ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ (BOND FUNDS)	35
3.3.3.1 ΕΠΙΘΕΤΙΚΑ ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ Α/Κ (AGGRESSIVE – GROWTH FUNDS) ..	38
3.3.3.2 ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΑ ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ Α/Κ (GROWTH FUNDS)	39
3.3.3.3 Α/Κ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (COMMON STOCK INCOME FUNDS)	40

3.3.3.4 Α/Κ ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ ΚΑΙ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (GROWTH -AND- INCOME FUNDS).....	40
3.3.3.5 ΚΛΑΔΙΚΑ Α/Κ	41
3.3.3.6 ΔΕΙΚΤΟΠΟΙΗΜΕΝΑ Α/Κ (INDEX FUNDS).....	42
3.3.4 Α/Κ ΜΙΚΤΟΥ ΤΥΠΟΥ (BALANCED FUNDS)	42
3.3.5 ΔΙΕΘΝΗ Α/Κ (INTERNATIONAL FUNDS)	43
3.4 Η ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ Α/Κ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	44
3.5 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ – ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ Α/Κ	46
3.6 Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ.....	50
3.6.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ.....	50
3.6.2 ΟΙ ΕΠΤΑ ΦΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΙΣΤΟΡΙΑΣ ΤΩΝ Α/Κ	53
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	60
4.1 ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΟΥ MARKOWITZ	60
4.1.1 ΟΙ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ MARKOWITZ	61
4.1.2 ΤΑ ΒΑΣΙΚΑ ΣΤΑΔΙΑ ΤΗΣ ΘΕΩΡΙΑΣ ΤΟΥ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	63
4.1.2.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΩΝ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ	64
4.1.2.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ.....	69
4.1.2.3 ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΟΥ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	71
4.2 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ (Η ΤΟ ΜΟΝΟΠΑΡΑΓΟΝΤΙΚΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ)	72
4.2.1 ΓΕΝΙΚΑ.....	72
4.2.2 ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΤΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΑΓΟΡΑΣ.....	73
4.2.3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΥΣΤΑΤΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΑΓΟΡΑΣ	74
4.2.3.1 Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΟΥ ΧΡΕΟΓΡΑΦΟΥ.....	74
4.2.3.2 ΣΥΝΟΛΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΧΡΕΟΓΡΑΦΟΥ.....	74
4.3 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΣΥΝΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΥ.....	76
4.3.1 ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ	78
4.3.2 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ (Υ. Α. Κ Σ.)/Ή C. A. P. M.....	79

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5	82
ΜΕΤΡΑ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ / ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΠΙΔΟΣΕΩΝ Α/Κ	82
5.1 ΓΕΝΙΚΑ	82
5.2 ΜΕΤΡΑ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ	83
5.2.1 TREYNOR RATIO(TR)	83
5.2.2 SHARPE RATIO(SR)	84
5.2.3 Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΔΙΑΦΟΡΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (JENSEN'S PERFORMANCE LNDEX)	86
ΣΧΟΛΙΑ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΤΡΕΙΣ ΔΕΙΚΤΕΣ	87
ΟΙ ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΑΠΟΨΕΙΣ	87
5.3 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ	88
5.3.1 ΕΠΑΝΑΛΗΠΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ	88
5.3.2 ΕΠΙΛΕΚΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΣΥΓΧΡΟΝΙΣΜΟΣ	90
5.4 ΜΕΤΡΗΣΗ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ	92
5.4.1 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ TREYNOR – MAZUY	92
5.5 ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ	92
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6	96
6.1 ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ	96
6.2 ΑΕΔΑΚ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ	101
Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	101
6.3 ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	102
6.4 ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ – ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	114
6.5 ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	120
6.5.1 ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	120
6.5.2 ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ ΣΥΝΘΕΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ	120
6.5.3 ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	121
6.5.4 ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ	126

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7	132
7.1 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΜΙΚΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	132
ΔΕΙΓΜΑ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΜΙΚΤΩΝ Α/Κ	134
7.2 ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ.....	135
7.3 ΜΕΤΡΑ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΑ ΣΤΟΝ ΚΙΝΔΥΝΟ	141
7.3.1 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗΣ TREYNOR.....	141
7.3.2 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗΣ SHARPE.....	146
7.4 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΒΗΤΑ.....	152
7.4.1 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ R².....	154
7.4.2 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ STD.DEV	154
7.5 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗΣ JENSEN.....	159
7.6 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗΣ TREYNOR – MAZUY.....	166
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8	173
8.1 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ..	173
ΔΕΙΓΜΑ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ Α/Κ	174
8.2 ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ.....	176
8.3 ΜΕΤΡΑ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΑ ΣΤΟΝ ΚΙΝΔΥΝΟ	181
8.3.1 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗΣ TREYNOR.....	181
8.3.2 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗΣ SHARPE.....	185
8.4 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΒΗΤΑ, ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ R² ΚΑΙ ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ STD.DEV (STANDARD DEVIATION).....	189
8.5 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗΣ JENSEN.....	194
8.6 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗΣ TREYNOR – MAZUY.....	199
8.7 ΜΕΤΡΑ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΑ ΣΤΟΝ ΚΙΝΔΥΝΟ	205
8.7.1 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗΣ TREYNOR.....	205
8.7.2 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗΣ SHARPE.....	209
8.8 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΒΗΤΑ, ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ R² ΚΑΙ ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ STD.DEV (STANDARD DEVIATION).....	213
8.9 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗΣ JENSEN.....	218
8.10 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗΣ TREYNOR – MAZUY.....	224
8.11 ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ	231
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	234

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΙΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Στα πλαίσια του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Σπουδών στο πεδίο της Χρηματοοικονομικής ανάλυσης για στελέχη επιχειρήσεων κληθήκαμε να επιλέξουμε ένα θέμα διπλωματικής εργασίας για την ολοκλήρωση των σπουδών μας.

Το θέμα με το οποίο εγώ επέλεξα να ασχοληθώ έχει τίτλο *«Αξιολόγηση της επίδοσης των Ασφαλιστικών ταμείων του ΙΚΑ»*. Το κίνητρο που με οδήγησε να επιλέξω αυτό το θέμα είναι ο βαθμός επικαιροποίησης του καθώς και το ενδιαφέρον που παρουσιάζει.

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά όλους εκείνους που με τον τρόπο τους ο καθένας με βοήθησαν ώστε να ολοκληρώσω την παρούσα διπλωματική εργασία. Τις μεγαλύτερες όμως ευχαριστίες οφείλω στον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Φίλιππα Νικόλαο με τη διαρκή στήριξη και καθοδήγηση του οποίου ολοκληρώθηκε επιτυχώς η συγγραφή της.

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

Ο ΘΕΣΜΟΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων έχει γνωρίσει τεράστια άνθηση, τόσο στην εγχώρια όσο και στην παγκόσμια οικονομική αγορά.

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 προσμετρούνται 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 Α/Κ. Ωστόσο, κάθε αυτό δε σημαίνει ότι εξαλείφεται 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 δυνητικά κέρδη για τους επενδυτές, ενώ σε αρκετές περιπτώσεις όπως θα φανεί οι σημειωθείσες αποδόσεις ήταν αρνητικές. Αυτό όμως δεν πρέπει να πτοεί 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.

Ο ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Η μελέτη που ακολουθεί έχει ως αντικείμενο το Θεσμό των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και πιο συγκεκριμένα, την πορεία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ασφαλιστικών οργανισμών δηλαδή του Αμοιβαίου Κεφαλαίου Ασφαλιστικών Οργανισμών - Μικτό Εσωτερικού και του Αμοιβαίου Κεφαλαίου Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος – ομολογιακού, για τα έτη 2003-2006, σε σύγκριση με τα αμοιβαία κεφάλαια της ίδιας κατηγορίας

αντίστοιχα. Το επίκεντρο του ενδιαφέροντός όμως δεν έχει μόνο θεωρητικό υπόβαθρο, 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.

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 αμοιβαία κεφάλαια υπάγονται στην κατηγορία των μικτών και ομολογιακών, σε μια προσπάθεια να ερμηνεύσουμε την ύπαρξη συσχέτισης ή μη με το δείκτη της αγοράς και το δείκτη ομολόγων αντίστοιχα. Αυτό βέβαια δε σημαίνει ότι αγνοούνται οι λοιπές κατηγορίες, αντίθετα τις δεχόμαστε ως ανεξάρτητες μεταβλητές, σημαντικές, χωρίς όμως να επηρεάζουν το δείγμα των αμοιβαίων κεφαλαίων που εξετάζονται εδώ.

2. Επιλέχθηκαν 15 μικτά αμοιβαία κεφάλαια και 20 ομολογιακά, γιατί τόσα υπήρχαν διαθέσιμα στην αγορά κεφαλαίων τη δεδομένη και υπό εξέταση περίοδο.

3. Η περίοδος εκτίμησης των δεδομένων αφορά για τα μεν μικτά από 01/01/2003 έως και 31/12/2006 για τα δε ομολογιακά από 08/08/2003 έως και 31/12/2006 και τα συμπεράσματα που προέκυψαν είναι ενδεικτικά της περιόδου αυτής και μόνο.

4. Υποθέτουμε ότι οι αποδόσεις των μικτών αμοιβαίων κεφαλαίων επηρεάζονται από την αγορά καθώς και από τον έναν δείκτη ομολόγων δεδομένου ότι το μεγαλύτερο μέρος της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου είναι μετοχές και ομόλογα. Οι αποδόσεις λοιπόν των μικτών A/K συσχετίζονται με την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, η οποία προσεγγίζεται από την απόδοση του Γενικού Δείκτη του υπό εξέταση Χρηματιστηρίου, αλλά και από τον ομολογιακό δείκτη της JP MORGAN.

Ο δείκτης της JP MORGAN βασίζεται στην ακαθάριστη τιμή (καθαρή τιμή και δεδουλευμένοι τόκοι) των ομολόγων του δείκτη. Ο δείκτης υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας την αξία του δείκτη της προηγούμενης μέρας με έναν σταθμικό μέσο του δείκτη της συνολικής απόδοσης του κάθε ομολόγου, η οποία υπολογίζεται προσαρμόζοντας την τιμή του δείκτη της αγοράς της προηγούμενης μέρας με την ποσοστιαία μεταβολή της ακαθάριστης τιμής του ομολόγου. Τα κουπόνια που πληρώνονται επανεπενδύονται αμέσως μέσα στο ομόλογο.

5. Οι αποδόσεις των ομολογιακών A/K συσχετίζονται με την απόδοση του ομολογιακού δείκτη της JP MORGAN καθώς επίσης και με την απόδοση του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

6. Σημειώνεται ότι η εκτίμηση των δεδομένων και η 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).

7. Τα μέτρα απόδοσης των χαρτοφυλακίων, τα οποία χρησιμοποιούν το συντελεστή βήτα (κριτήρια Treynor, Jensen) βασίζονται στην εγκυρότητα του Υποδείγματος Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Στοιχείων (CAPM), η οποία κατά καιρούς αμφισβητείται και δέχεται την αρνητική κριτική από ορισμένους. Ο λόγος είναι ότι ίσως τα αξιόγραφα

τιμολογούνται με βάση κάποιο άλλο υπόδειγμα. 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 υποδείγματος.

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 υπό ενοτήτων που περιέχει. Συγκεκριμένα:

- **Στο Κεφάλαιο 1** 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** γίνεται μια αναφορά στα χαρακτηριστικά του ελληνικού συστήματος κοινωνικής ασφάλισης, επισημαίνονται οι επιπτώσεις στο ασφαλιστικό σύστημα και αναλύονται οι δυνατότητες μεταρρύθμισης του συστήματος έτσι ώστε να εξασφαλιστεί η βιωσιμότητά του σε μόνιμη βάση.
- **Στο Κεφάλαιο 3** 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 4** 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.

➤ **Στο Κεφάλαιο 5** δίνεται μια νέα διάσταση στο θεσμό σε όρους αποτελεσματικότητας και αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων, η οποία επεκτείνεται και στην επίδοση των διαχειριστών.

➤ **Στο Κεφάλαιο 6** παρουσιάζεται το Νομοθετικό πλαίσιο που ισχύει σήμερα για τις καταθέσεις των Ασφαλιστικών Οργανισμών, για την διαχείριση και αξιοποίηση των αποθεματικών και της κινητής και ακίνητης περιουσίας αυτών. Επίσης, γίνεται αναφορά στην ΑΕΔΑΚ Ασφαλιστικών Οργανισμών και παρουσιάζονται αναλυτικά τα δύο αμοιβαία κεφάλαια που αποτελούν και το αντικείμενο μελέτης της παρούσας πραγματείας.

➤ **Στο Κεφάλαιο 7** γίνεται πλέον η καθεαυτό εμπειρική προσέγγιση των 15 μικτών αμοιβαίων κεφαλαίων, με έμφαση στο υπό εξέταση μικτό Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών, μέσα από την παρουσίαση στατιστικών αποτελεσμάτων περί αποδόσεων και επικινδυνότητας των Α/Κ για κάθε έτος ξεχωριστά (2003- 2006). 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 Κεφάλαιο 8** συνεχίζεται με τον ίδιο τρόπο η εμπειρική μελέτη των ομολογιακών Α/Κ σε δύο επίπεδα. Αφενός, σε σύγκριση με τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών, δηλαδή το δείκτη της αγοράς και αφετέρου σε σύγκριση με τον δείκτη ομολόγων της JP MORGAN. Σε αυτό το κεφάλαιο έμφαση δίνουμε στο ομολογιακό Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών.

Τέλος, όπως αναμένεται σε κάθε μελέτη στο τέλος της εργασίας γίνεται αναφορά στη σχετική Βιβλιογραφία, που χρησιμοποιήθηκε για τη διεξαγωγή της εργασίας.

**ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ**

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

2.1 ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΑ ΤΑΜΕΙΑ

Ως ασφαλιστικά ταμεία, ονομάζουμε τους χρηματοδοτικούς οργανισμούς που λειτουργούν βάσει αμοιβαίων συμφωνιών, στηρίζονται στην καταβολή ασφαλιστικών εισφορών εργαζομένων και εργοδοτών και εν μέρει στην κρατική χρηματοδότηση και έχουν ανταποδοτικό χαρακτήρα.

Διακρίνουμε δύο τρόπους αξιοποίησης των ασφαλιστικών εισφορών:

α) Το κλασικό σύστημα (funded pension plans). Σύμφωνα με αυτό, οι εισφορές επενδύονται σε μακροπρόθεσμα αξιόγραφα, τα οποία ρευστοποιούνται όταν οι εργαζόμενοι εξέλθουν από την ενεργό υπηρεσία. Στο εν λόγω σύστημα η μελλοντική πληρωμή των συντάξεων εξασφαλίζεται από το ότι ο κάθε εργαζόμενος / μελλοντικός συνταξιούχος είναι ιδιοκτήτης (εξ αδιαίρετου) ενός τμήματος των περιουσιακών στοιχείων του ταμείου.

β) Το σύστημα ταυτόχρονης καταβολής (PAYG: pay-as-you-go). Σύμφωνα με αυτό, οι εισφορές των εργαζομένων χρησιμοποιούνται για την πληρωμή των συντάξεων. Το εν λόγω σύστημα στηρίζεται στην πολιτική διαδικασία και σε ένα κοινωνικό συμβόλαιο, κατά το οποίο, οι εργαζόμενοι πληρώνουν για τις συντάξεις της προηγούμενης γενιάς, βασιζόμενοι στο ότι και η επόμενη γενιά θα πράξει το ίδιο.

Στην Ελλάδα η κοινωνική ασφάλιση είναι υποχρεωτική, ενώ τα ταμεία εφαρμόζουν το σύστημα ταυτόχρονης καταβολής. Λόγω της διαρκούς μεταβολής της αναλογίας εργαζομένων συνταξιούχων με αύξηση του πληθυσμού των συνταξιούχων, φαινόμενο όχι μόνο ελληνικό, το σύστημα PAYG καθίσταται ακριβό για τους εργαζόμενους, δεδομένου ότι απαιτούνται υψηλές κρατήσεις. Ο παράγοντας αυτός, σε συνδυασμό με διάφορες πολιτικές αποφάσεις, έχουν δημιουργήσει μεγάλα ελλείμματα στο συνταξιοδοτικό σύστημα, τα οποία συμβάλουν σε μεγάλο βαθμό στην αύξηση του δημοσίου χρέους της χώρας μας.

Ζητήματα όπως οργάνωση των συνταξιοδοτικών ταμείων, διαφάνεια στη διοίκησή τους, απόδοση αποθεματικών, συγκροτούν ένα ευρύτερο πλαίσιο έρευνας και προβληματισμού που ονομάζεται εταιρική διακυβέρνηση συνταξιοδοτικών ταμείων.

2.2 ΚΟΙΝΩΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΗ

Επιτακτική ανάγκη θεωρείται η έναρξη εθνικού διαλόγου για τον ακριβή προσδιορισμό των παραμέτρων του προβλήματος του Ελληνικού Συστήματος Κοινωνικής Ασφάλισης (ΕΣΚΑ), με σκοπό την έγκαιρη λήψη των αναγκαίων μέτρων που θα εξασφαλίζουν την οικονομική σταθερότητα του συστήματος και την ασφάλεια των μελλοντικών συντάξεων και άλλων παροχών, με τελικό ζητούμενο την εξασφάλιση της σταθερής αναπτυξιακής πορείας της Ελληνικής οικονομίας. Στην παρούσα εργασία παρουσιάζονται τα κύρια χαρακτηριστικά του ΕΣΚΑ που οδηγούν στην ανισορροπία του συστήματος και αναλύονται οι δυνατότητες μεταρρύθμισης του συστήματος έτσι ώστε να εξασφαλιστεί η βιωσιμότητά του σε μόνιμη βάση και η αναπτυξιακή δυναμική της Ελληνικής οικονομίας.

Ας σημειωθεί ότι το μεγάλο χρηματοοικονομικό πρόβλημα του ΕΣΚΑ αποτελεί τον κύριο παράγοντα που συμπίπτει το βαθμό της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας μας στο χαμηλότερο επίπεδο από όλες της άλλες χώρες της Ζώνης του Ευρώ.

2.2.1. Χαρακτηριστικά Ελληνικού Συστήματος Κοινωνικής Ασφάλισης

Κύρια χαρακτηριστικά του ΕΣΚΑ είναι:

α) Η σχεδόν καθολική λειτουργία του υπό τον κρατικό έλεγχο και η στήριξη της βιωσιμότητάς του σε μεγάλο βαθμό στη χρηματοδότησή του από τον Κρατικό Προϋπολογισμό. Αυτοχρηματοδοτούμενα επαγγελματικά ή άλλα συνταξιοδοτικά ταμεία, με αυτόνομη διαχείριση των πόρων τους και απολαβές των συνταξιούχων σύμφωνα με τα οικονομικά δεδομένα των Ταμείων, ουσιαστικά δεν υπάρχουν (με εξαίρεση τα 3 επαγγελματικά ταμεία που δημιουργήθηκαν με βάση το ν. 3029/2002). Δεδομένου ότι τα αποθεματικά του συστήματος ως συνόλου είναι ελάχιστα και παρά το γεγονός ότι ορισμένα ταμεία μπορεί να διαθέτουν υψηλότερα αποθεματικά από άλλα ταμεία, η

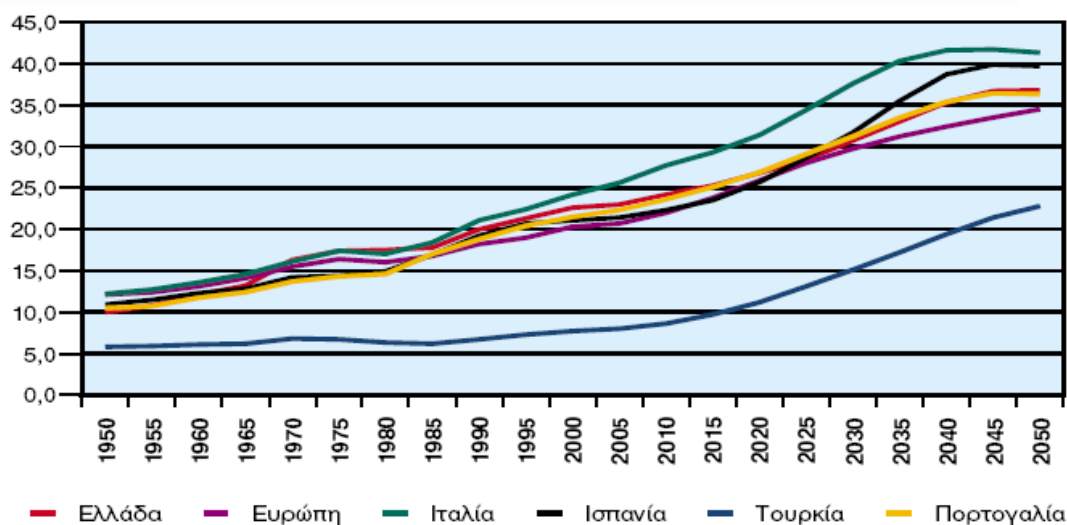
τελική υποχρέωση για την κάλυψη των ελλειμμάτων των 173 ασφαλιστικών ταμείων της χώρας, είτε αυτά είναι ταμεία κύριας ασφάλισης είτε ταμεία επικουρικής ασφάλισης, μεταφέρεται τελικά στο Δημόσιο, δηλαδή στους μελλοντικούς φορολογούμενους. Έτσι, το πρόβλημα του ΕΣΚΑ είναι ουσιαστικά πρόβλημα μακροοικονομικής ισορροπίας της οικονομίας ως σύνολο και σε δευτερεύοντα βαθμό πρόβλημα αναλογιστικής φύσεως του κάθε επιμέρους ταμείου χωριστά.

β) Η λειτουργία του στο σύνολό του ως σύστημα στο οποίο οι εργαζόμενοι της τρέχουσας περιόδου πληρώνουν τις συντάξεις των συνταξιούχων της τρέχουσας περιόδου (pay as you go), με εξαιρετικά χαμηλή διασύνδεση των συνταξιοδοτικών απολαβών με τις εισφορές και τα χρόνια ασφάλισης του κάθε ασφαλισμένου. Ειδικότερα, συντάξεις σε μεγάλες κατηγορίες του πληθυσμού δίδονται χωρίς να έχουν πληρωθεί αντίστοιχες εισφορές (ΟΓΑ, ΕΚΑΣ, συντάξεις των προσφύγων, εφάπαξ των δικαστικών, κ.ά). Σε μεγάλο βαθμό ακόμα και οι επικουρικές συντάξεις στην Ελλάδα πληρώνονται με το σύστημα των πληρωμών από τις τρέχουσες εισπράξεις, με αποτέλεσμα τα διαθέσιμα των Ταμείων να μην επαρκούν για να καλύψουν τις μελλοντικές υποχρεώσεις από αυτές τις συντάξεις. Ακόμη και οι επιπλέον εισφορές που πληρώνουν οι σημερινοί εργαζόμενοι για να λάβουν υψηλότερες συντάξεις στο μέλλον δεν αποταμιεύονται αλλά δαπανώνται συνήθως για να πληρωθούν υψηλότερες συντάξεις στους συνταξιούχους της τρέχουσας περιόδου. Έτσι, στα περισσότερα Ταμεία τα αποθεματικά που υπάρχουν είναι ανεπαρκή σε σχέση με τις δεδομένες μελλοντικές υποχρεώσεις τους. Είναι χαρακτηριστικό ότι οι ετήσιες αυξήσεις των συντάξεων δεν αποφασίζονται από τα ίδια τα Ταμεία (σύμφωνα με τις οικονομικές τους δυνατότητες) αλλά από την Κυβέρνηση στα πλαίσια της εισοδηματικής πολιτικής. Έτσι, οι μελλοντικοί φορολογούμενοι υποχρεούνται να πληρώσουν και τις μεγαλύτερες συντάξεις εκείνων των οποίων τις πρόσθετες εισφορές εισπράττουν ως συντάξεις οι σημερινοί συνταξιούχοι. Για το λόγο αυτό υπάρχει μεγάλη ανάγκη οι ασφαλισμένοι να αποκτήσουν σε κάποιο βαθμό τουλάχιστον τον έλεγχο των αποταμιεύσεών τους.

γ) Η μέση πραγματική ηλικία συνταξιοδότησης διαμορφωνόταν κάτω από τα 60 έτη μέχρι πρόσφατα, ενώ και η συνταξιοδότηση στα 65 χρόνια πολλές φορές πραγματοποιείται με ελάχιστα συντάξιμα χρόνια. Όσον αφορά τη θεσμοθετημένη ηλικία

συνταξιοδότησης, για το ΙΚΑ και πολλά άλλα Ταμεία διαμορφώνεται στα 60 έτη για τις γυναίκες και τα 65 έτη για τους άνδρες για όσους εισήλθαν στην αγορά εργασίας πριν από την 31/12/2002, και στα 65 έτη για άνδρες και γυναίκες για όσους εισήλθαν στην αγορά εργασίας μετά την 1/1/2003. Ο αριθμός των πρόωγων συνταξιοδοτήσεων (αναπηρίας, ανήλικων τέκνων, ναυτικών, βαρρέων και ανθυγιεινών, κ.ά.) είναι γενικά πολύ υψηλότερος στην Ελλάδα από τι σε άλλες χώρες. Πάντως, σύμφωνα με στοιχεία του ΙΝΕ-ΓΣΕΕ, τα τελευταία χρόνια η μέση πραγματική ηλικία συνταξιοδότησης στο ΙΚΑ τείνει να αυξηθεί (προς τα 63 έτη). Αυτό δεν φαίνεται να ισχύει για τους συνταξιούχους του Δημοσίου και των άλλων ευγενών ταμείων, όπου το κύμα των πρόωγων συνταξιοδοτήσεων φαίνεται να έχει αυξηθεί λόγω και των προγραμμάτων εθελούσιας εξόδου του προσωπικού που σε μεγάλο βαθμό οφείλονται στην εκτεταμένη ανελαστικότητα της αγοράς εργασίας στους τομείς αυτούς. Τα ανωτέρω, σε συνδυασμό με τις τάσεις γήρανσης του πληθυσμού (Διάγραμμα 1), οδηγούν στη ραγδαία μείωση της αναλογίας των εργαζομένων προς συνταξιούχους (Ε/Σ), στο 2,1 το 2000, 2,0 το 2010, 1,7 το 2020 και κάτω από το 1,25 το 2040. Ειδικότερα, με τις σημερινές παραμέτρους του ΕΣΚΑ, ο αριθμός των συνταξιούχων αναμένεται να αυξηθεί κατά 50% περίπου μέχρι το 2040 (από 2,5 εκατ. το 2000 σε 3,8 εκατ. Το 2040), ενώ ο αριθμός των εργαζομένων (των ατόμων που βρίσκονται σε εργάσιμη ηλικία) στην ίδια περίοδο προβλέπεται να μειωθεί κατά 13% περίπου (από 5,3 εκατ. το 2000 σε 4,6 εκατ. το 2040). Εάν το μέσο πραγματικό όριο ηλικίας συνταξιοδότησης ανερχόταν στα 63 έτη για τους άνδρες και τις γυναίκες από το 2001 στο σύνολο του ΕΣΚΑ, τότε η αναλογία Ε/Σ θα ανερχόταν στο 3,0 το 2001, στο 2,8 το 2010, στο 2,6 το 2015, στο 2,1 το 2030 και στο 1,7 το 2040. Θα βελτιωνόταν δηλαδή σημαντικά σε σχέση με το ισχύον σενάριο και το 2030 θα βρισκόταν ακόμη στα επίπεδα των αρχών της 10ετίας του 2000.

Διάγραμμα 1. Ποσοστό του πληθυσμού ηλικίας άνω των 60 ετών.

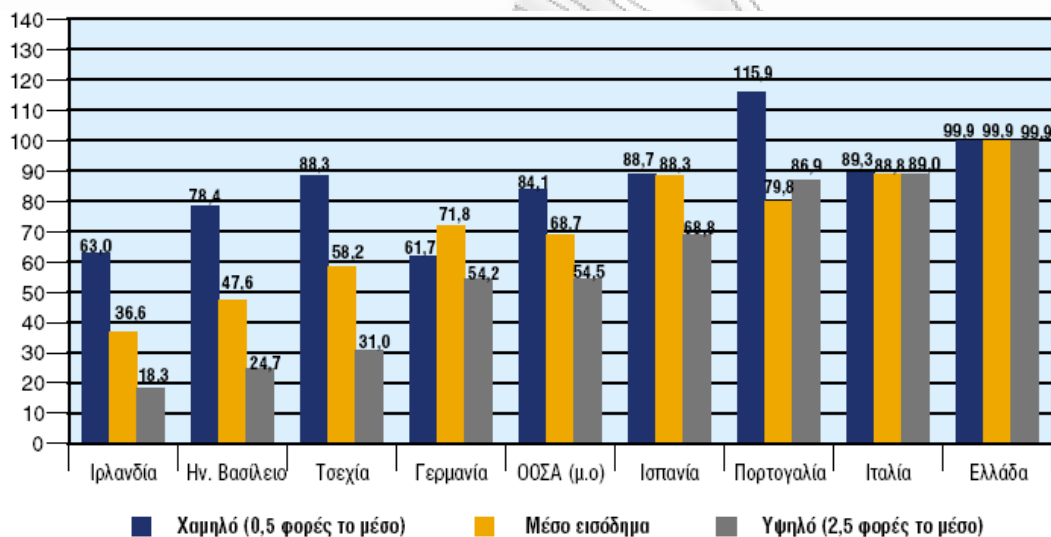


Πηγή: UN: World Population Prospects: The 2004 Revision.

δ) Τα ποσοστά αναπλήρωσης των συντάξεων στην Ελλάδα (το ύψος της σύνταξης ως ποσοστό του εισοδήματος επί του οποίου επιβάλλονταν οι εισφορές) είναι από τα υψηλότερα στον Κόσμο και (το σπουδαιότερο) διαμορφώνεται στο ίδιο υψηλό επίπεδο για όλους τους συνταξιούχους ανεξαρτήτως του ύψους του εισοδήματος πριν τη συνταξιοδότηση. Αυτό βρίσκεται σε αντίθεση με τις περισσότερες άλλες χώρες του ΟΟΣΑ (Διάγραμμα 2), όπου για τα υψηλά εισοδήματα το ποσοστό αναπλήρωσης είναι πολύ χαμηλό. Ειδικότερα, το μέσο καθαρό ποσοστό αναπλήρωσης των συντάξεων του συνόλου των χωρών του ΟΟΣΑ διαμορφώνεται για τα εισοδήματα που δεν υπερβαίνουν το 50% του μέσου εισοδήματος της χώρας στο 84,1%, για εισοδήματα που ισούνται με το μέσο εισόδημα της χώρας στο 68,7% και για εισοδήματα που είναι κατά 2,5 φορές υψηλότερα από το μέσο εισόδημα στο 54,5%. Γενικά, για τα ταμεία κύριας ασφάλισης, το ακαθάριστο ποσοστό αναπλήρωσης (χωρίς την αφαίρεση των φόρων) ανέρχεται στην Ελλάδα στο 60%-80%, ενώ για τα υποχρεωτικά ταμεία επικουρικής ασφάλισης το ποσοστό διαμορφώνεται στο 20%. Το συνολικό μέσο ακαθάριστο ποσοστό αναπλήρωσης για το ΕΣΚΑ ανέρχεται, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΟΟΣΑ, στο 84%, ενώ το συνολικό μέσο καθαρό (μετά τους φόρους) ποσοστό αναπλήρωσης, ανεξαρτήτως

εισοδήματος, ανέρχεται στην Ελλάδα στο 99,9%¹. Είναι χαρακτηριστικό ότι και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή χαρακτηρίζει το σύστημα αναπλήρωσης των συντάξεων στην Ελλάδα ως ιδιαίτερα «γενναιόδωρο». Στη μελέτη της «The impact of ageing on Public Expenditure» Ιανουάριος 2006, εκτιμά ότι το καθαρό ποσοστό αναπλήρωσης για την Ελλάδα είναι 115% (Γαλλία: 80%, Ιρλανδία: 78%, Ιταλία: 88%, Γερμανία: 63%). Σημειώνεται ότι τα ανωτέρω πολύ υψηλά ποσοστά αναπλήρωσης των συντάξεων στην Ελλάδα καταβάλλονται από το τρέχον εισόδημα και δεν υποστηρίζονται από ικανά συσσωρευμένα αποθεματικά.

Διάγραμμα 2. Ποσοστό αναπλήρωσης ανά επίπεδο εισοδήματος, Υποχρεωτικά συνταξιοδοτικά προγράμματα, Άνδρες



Πηγή: OECD, Pensions at a Glance, 2005

ε) Το εισόδημα επί του οποίου υπολογίζεται το ποσοστό αναπλήρωσης των συντάξεων στην Ελλάδα είναι αυτό των τελευταίων 5-ετών και όχι το μέσο εισόδημα του εργαζομένου κατά την περίοδο ασφάλισής του επί του οποίου υπολογίζονταν οι εισφορές. Έτσι, πρόβλημα προκύπτει στις περιπτώσεις κατά τις οποίες η μισθολογική εξέλιξη του ασφαλισμένου κατά τη διάρκεια της εργαζόμενης ζωής του (ιδιαίτερα στον ευρύτερο

δημόσιο τομέα) είναι ραγδαία λόγω προαγωγών ή μεταπήδησης σε θέσεις με σημαντικά αυξημένες αποδοχές. Στην περίπτωση αυτή το ποσοστό αναπλήρωσης του μέσου μισθού επί του οποίου υπολογίστηκαν οι εισφορές είναι μεγαλύτερο της μονάδος, όταν η σύνταξη υπολογίζεται επί του μέσου μισθού των τελευταίων 5 ετών. Το πρόβλημα αυτό γίνεται μεγαλύτερο στις κατηγορίες εργαζομένων που ενσωματώνουν μεγάλα επιδόματα (επί των οποίων δεν επιβάλλονταν ασφαλιστικές εισφορές) στο βασικό μισθό κατά τα τελευταία έτη της εργάσιμης ζωής τους και στη συνέχεια απαιτούν υψηλό ποσοστό αναπλήρωσης επί του αυξημένου βασικού μισθού.

στ) Η ανισορροπία που προκαλείται από τα υψηλά ποσοστά αναπλήρωσης και από τη σχετικά πρόωρη συνταξιοδότηση επιδεινώνεται από την πολιτική αύξησης των συντάξεων (για όλα τα επίπεδα εισοδήματος) με ρυθμούς υψηλότερους από αυτούς των μισθών, που συνήθως υπερβαίνει και την αύξηση του ΑΕΠ. Η πολιτική αυτή οδηγεί σε περαιτέρω αύξηση των ποσοστών αναπλήρωσης σε σχέση με τα ήδη υψηλά επίπεδα που ίσχυαν κατά την πρώτη καταβολή των συντάξεων. Σε συνδυασμό δε με την τάση για μεγαλύτερη αύξηση του αριθμού των συνταξιούχων σε σχέση με την αύξηση του αριθμού των εργαζομένων, η πολιτική αυτή συμβάλλει στην περαιτέρω αποσταθεροποίηση του συστήματος.

ζ) Ο κατακερματισμός του ΕΣΚΑ σε ένα πλήθος συνταξιοδοτικών Ταμείων, που ουσιαστικά ανατρέπει τον αναδιανεμητικό χαρακτήρα του Ασφαλιστικού Συστήματος. Η εμπειρία έχει δείξει ότι εκτός των άλλων προβλημάτων του, το ΕΣΚΑ ευνοεί μέχρι σήμερα τους εργαζόμενους των ευγενών ταμείων, οι οποίοι με την ισχυρή διαπραγματευτική τους δύναμη όχι μόνο δεν συμβάλλουν στην αναδιανομή των συνταξιοδοτικών εισοδημάτων υπέρ των χαμηλόμισθων αλλά εξασφαλίζουν συντάξεις (στηριζόμενες στην χρηματοδότηση από τον προϋπολογισμό) κατά πολύ υψηλότερες από τις συντάξεις αντίστοιχων εργαζομένων στον ιδιωτικό τομέα με ανάλογες ή/και μεγαλύτερες εισφορές. Οι συντάξεις αυτές (λόγω των υψηλών ποσοστών αναπλήρωσης) είναι υψηλότερες και από τις αντίστοιχες συντάξεις στις χώρες του ΟΟΣΑ (που στηρίζονται σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό στις εισφορές των ίδιων των εργαζομένων). Κύριο πρόβλημα για το σύστημα είναι ότι μεγάλες κατηγορίες σχετικά υψηλόμισθων

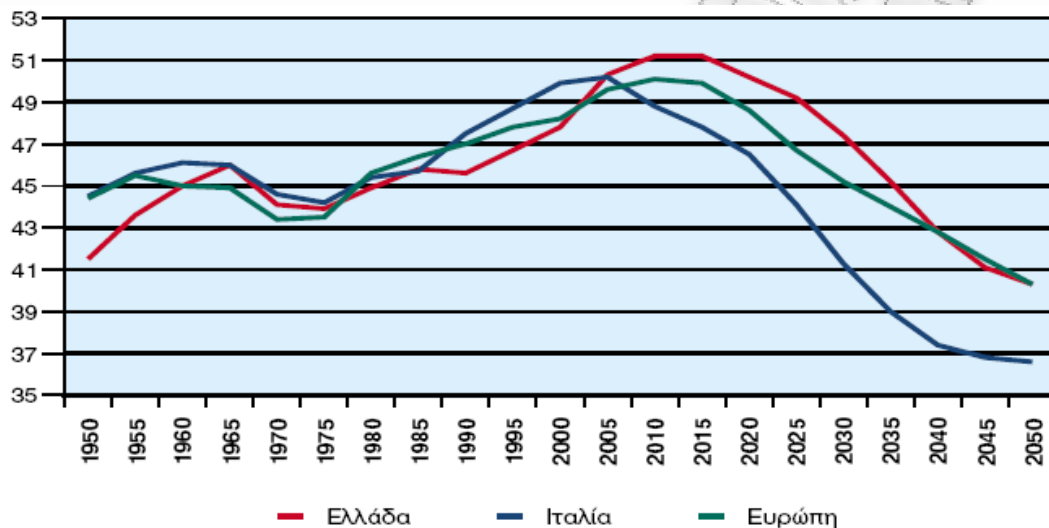
εργαζομένων βγαίνουν στη σύνταξη από το 58 έτος της ηλικίας τους ή/και νωρίτερα (ή με λιγότερα των 35 ετών υπηρεσίας), με πολύ υψηλά ποσοστά αναπλήρωσης.

2.3 Επιπτώσεις στο ασφαλιστικό σύστημα

Η πορεία γήρανσης του πληθυσμού των αναπτυγμένων χωρών έχει οδηγήσει πολλές κυβερνήσεις σε όλο τον κόσμο να προσπαθήσουν να υλοποιήσουν δραστικές μεταρρυθμίσεις στα ασφαλιστικά συστήματα των χωρών τους με στόχο τη βελτίωση της αποδοτικότητας της λειτουργίας τους και την εξασφάλιση της βιωσιμότητάς τους. Η κύρια επιδίωξη πολλών κυβερνήσεων είναι η μετατροπή των παραδοσιακών συνταξιοδοτικών συστημάτων που στηρίζονταν στην πληρωμή των συντάξεων των συνταξιούχων της κάθε περιόδου από τις εισφορές των εργαζομένων (ασφαλισμένων) αυτής της περιόδου και συμπληρωματικά από τον προϋπολογισμό (κρατικοποιημένα ασφαλιστικά συστήματα, ή ΚΑΣ), σε αυτοχρηματοδοτούμενα συστήματα που στηρίζονται στην πληρωμή συντάξεων ανάλογα με τις εισφορές του κάθε εργαζόμενου στην περίοδο της εργάσιμης ζωής του, χωρίς συμπληρωματική κρατική συμβολή (αυτοχρηματοδοτούμενα ασφαλιστικά συστήματα ή ΑΑΣ). Στα συστήματα ΚΑΣ (pay as you go) η μείωση του ποσοστού των εργαζομένων ατόμων ηλικίας θετικής αποταμίευσης ως προς τα συνταξιοδοτούμενα άτομα σε κάθε περίοδο σημαίνει ότι η επιβάρυνση των πρώτων με φόρους ή εισφορές για την πληρωμή των συντάξεων θα λαμβάνει συνεχώς μεγαλύτερες διαστάσεις και από κάποιο επίπεδο θα καταστεί μη βιώσιμη. Στα συστήματα ΑΑΣ (funded systems) οι σημερινοί συνταξιούχοι λαμβάνουν τις συντάξεις τους από τα συσσωρευμένα αποθεματικά των ασφαλιστικών τους ταμείων (το μέγεθος των οποίων εξαρτάται και από την απόδοση των επενδυτικών-αποταμιευτικών μέσων στα οποία έχουν τοποθετηθεί), ή/και από ατομικούς ασφαλιστικούς (αποταμιευτικούς) λογαριασμούς τα ποσά των οποίων επενδύονται κατά τη διάρκεια της εργάσιμης ζωής σύμφωνα με τις προτιμήσεις του κάθε εργαζόμενου. Είναι εμφανές ότι τα συστήματα ΑΑΣ (αυτοχρηματοδοτούμενα ασφαλιστικά συστήματα) μπορούν να συμβάλλουν αποφασιστικά στην αύξηση των αποταμιεύσεων κατά τη διάρκεια της εργάσιμης ζωής των ατόμων και κατά συνέπεια μπορούν να συντείνουν και στην επίλυση των προβλημάτων που προκύπτουν εξαιτίας της γήρανσης του πληθυσμού. Βέβαια, στην

πράξη αντιμετωπίζονται μεγάλα προβλήματα για την αποτελεσματική υλοποίηση της μετάβασης από το ένα σύστημα στο άλλο.

Διάγραμμα 3 . Ποσοστό ατόμων που βρίσκονται σε ηλικία αποταμίευσης: 25-59 ετών



Πηγή: UN: World Population Prospects: The 2004 Revision.

Γενικά, όταν το ποσοστό των συνταξιούχων (άνω των 60 ετών) ως προς τους εργαζόμενους (25-59) αυξάνει, η ανισορροπία που προκύπτει αναπόφευκτα στο σύστημα μπορεί να καλυφθεί μόνο με έναν από τους ακόλουθους τέσσερις τρόπους: α) Η μέση σύνταξη θα πρέπει να μειωθεί σε σχέση με τους μέσους μισθούς και τα υπόλοιπα εισοδήματα. β) Το μέσο πραγματικό όριο συνταξιοδότησης θα πρέπει να αυξηθεί. γ) Τα ελλείμματα των ασφαλιστικών ταμείων θα πρέπει να καλυφθούν με υψηλότερη φορολογία των εργαζομένων (25-59 ετών) στην τρέχουσα και στις μελλοντικές περιόδους. δ) Το ποσοστό της αποταμίευσης (συμπεριλαμβανομένης και της υποχρεωτικής αποταμίευσης μέσω των εισφορών στα κρατικά ή τα ιδιωτικά ασφαλιστικά ταμεία) στη διάρκεια της εργασίμου ζωής των ατόμων θα πρέπει να αυξηθεί.

Εάν υποθέσουμε ότι μια κυβέρνηση αποφασίσει ότι η μείωση της μέσης σύνταξης στην τρέχουσα περίοδο είναι πολιτικά και κοινωνικά αδύνατη, και επίσης αν αποφανθεί ότι η αύξηση του πραγματικού ορίου συνταξιοδότησης δεν μπορεί να συζητηθεί, τότε η βιωσιμότητα των συστημάτων κοινωνικής ασφάλισης απαιτεί είτε άμεση αύξηση των

εισφορών είτε άμεση αύξηση των φόρων. Αυτό όμως οδηγεί αναπόφευκτα σε χειροτέρευση της ανταγωνιστικής θέσης της χώρας όσον αφορά την προσέλκυση παραγωγικών επενδύσεων και σε περιορισμό της αναπτυξιακής της δυναμικής. Όσο περισσότερο δε καθυστερεί η λήψη των αναγκαίων μέτρων προς την κατεύθυνση της πιο αποτελεσματικής αντιμετώπισης του προβλήματος με μέτρα που να ενισχύουν (αντί να παρακωλύουν) την ανάπτυξη, τόσο το πρόβλημα που προκύπτει από τη γήρανση του πληθυσμού και από τη μείωση του ποσοστού των εργαζομένων ως προς τους συνταξιούχους διογκώνεται και η βιωσιμότητα του συστήματος και η αναπτυξιακή πορεία της οικονομίας υπονομεύεται.

2.4 Δυνατότητα εφαρμογής του κεφαλαιοποιητικού συστήματος

Η εφαρμογή διαφόρων μορφών κεφαλαιοποιητικών συστημάτων ασφάλισης (2ος ή 3ος Πυλώνας) υπό ιδιωτική διαχείριση, θεωρείται από πολλούς αναλυτές ως η μόνη δυνατή λύση του προβλήματος των Κοινωνικών Ασφαλίσεων στην Ελλάδα και σε άλλες χώρες. Υποστηρίζεται ότι με την εφαρμογή αυτών των συστημάτων:

- Απελευθερώνεται η Κοινωνική Ασφάλιση από το κράτος και εξασφαλίζεται στον εργαζόμενο σύνταξη ανάλογη με τις εισφορές του. Μάλιστα, η τάση σήμερα είναι να μετατρέπονται τα Ταμεία του 2ου και του 3ου Πυλώνα (π.χ., τα επικουρικά και τα επαγγελματικά ταμεία) σε Εγγυημένων Εισφορών, αντί Εγγυημένων Παροχών που ήταν μέχρι σήμερα, με μεταφορά του επενδυτικού κινδύνου στον ασφαλισμένο (από το Ασφαλιστικό ταμείο, την Επιχείρηση και, τελικά, το Κράτος).
- Αντί για ασφαλιστικές εισφορές, το ποσό που διατίθεται για την ασφάλιση (συνήθως αφορολόγητο) κατατίθεται σε ιδιωτικούς ατομικούς συνταξιοδοτικούς λογαριασμούς (ΑΛΣ), σύμφωνα με τις προτιμήσεις του εργαζομένου. Το μέγεθος της σύνταξης προσδιορίζεται από το ποσό που κατατίθεται για ασφάλιση και από την απόδοση των συσσωρευμένων αποταμιεύσεων του κάθε ασφαλισμένου.
- Η βιωσιμότητα των ΑΛΣ είναι εγγυημένη από το γεγονός ότι οι ιδιωτικές εταιρείες που τους διαχειρίζονται δεν εμπλέκουν τα δικά τους οικονομικά στοιχεία με τους

σχετικούς λογαριασμούς. Οι εταιρείες διαχείρισης βρίσκονται υπό ειδική εποπτεία από εξειδικευμένους οργανισμούς που ελέγχονται από το κράτος. Επίσης, η ευκολία μεταβίβασης του λογαριασμού από εταιρεία σε εταιρεία τις υποχρεώνει σε προσφορές προς τους εργαζόμενους (ασφαλισμένους) ανταγωνιστικού χαρακτήρα (λ.χ., καλύτερες αποδόσεις, μικρότερες προμήθειες, πρόσθετες παροχές, κ.ά).

- Όσον αφορά τα όρια ηλικίας συνταξιοδότησης, έκαστος ασφαλισμένος αποφασίζει πότε ακριβώς θέλει να βγει στη σύνταξη και μπορεί να γνωρίζει πόσα ακριβώς χρήματα θα εισπράττει. Παράλληλα, θα έχει τη δυνατότητα να αποταμιεύει κάτι παραπάνω εφόσον επιθυμεί να βγει στη σύνταξη νωρίτερα ή με μεγαλύτερες απολαβές. Το σπουδαιότερο, όμως, είναι το ότι θα γίνει κατανοητό και στην Ελλάδα ότι δεν υπάρχει κάποιος άλλος που πληρώνει τη μικρή ή τη μεγάλη σύνταξή μας.
- Ο πολίτης καθίσταται σε μεγάλο βαθμό υπεύθυνος και αυτοδύναμος αναφορικά με το οικονομικό του μέλλον. Η πορεία του στηρίζεται στις δικές του επιλογές και δυνάμεις. Όλοι θα εξασφαλίζουν μια εγγυημένη σύνταξη, για την οποία θα καταβάλλονται υποχρεωτικές εισφορές. Για την περίπτωση των ανέργων, τις εισφορές θα καταβάλει το Κράτος. Κανένας πολίτης δεν θα βρίσκεται ποτέ χαμηλότερα από αυτό το εγγυημένο επίπεδο κοινωνικής προστασίας (1ος πυλώνας). Από εκεί και πέρα, το ποσό της πρόσθετης σύνταξης θα προσδιορίζεται από τα αυτοχρηματοδοτούμενα συνταξιοδοτικά προγράμματα στα οποία θα συμμετέχει, είτε υποχρεωτικά (2ο πυλώνας), είτε εθελοντικά (3ος πυλώνας) ο κάθε εργαζόμενος.

Η εφαρμογή των ανωτέρω συστημάτων στην Ελλάδα μπορεί να θεωρηθεί στα πλαίσια μιας ουσιαστικής αναδιάρθρωσης και ιδιωτικοποίησης ενός σημαντικού μέρους του σημερινού ΕΣΚΑ. Βασικό στοιχείο της μεταρρύθμισης που απαιτείται είναι η μετατροπή του σημερινού ΕΣΚΑ από εγγυημένων παροχών στο σύνολό του, σε εγγυημένων παροχών για τον 1ο πυλώνα (την κύρια σύνταξη) και σε εγγυημένων εισφορών για το 2ο και τον 3ο πυλώνα. Οι μεταρρυθμίσεις αυτές θα πρέπει να συνδυαστούν με τις προωθούμενες μεταρρυθμίσεις στο σύστημα φορολογίας φυσικών προσώπων έτσι ώστε η σχεδιαζόμενη μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης για τα μεσαία και μεγάλα εισοδήματα να συνδυαστεί με την προτεινόμενη ιδιωτικοποίηση ενός σημαντικού μέρους του ΕΣΚΑ και την προώθηση με φορολογικά κίνητρα της συνταξιοδοτικής

αποταμίευσης με την ανάπτυξη συνταξιοδοτικών συστημάτων 2ου και 3ου πυλώνα. Ειδικότερα, οι κατηγορίες των εργαζομένων μεσαίου και υψηλού εισοδήματος που θα τύχουν σημαντικών φορολογικών περικοπών, να κατευθυνθούν προς την μεταφορά της επιπλέον (από την κύρια σύνταξη) συνταξιοδοτικής τους απαίτησης από το δημόσιο τομέα στα αυτό χρηματοδοτούμενα συνταξιοδοτικά συστήματα του 2ου και του 3ου πυλώνα. Θα πρέπει να δημιουργηθούν κατάλληλα κίνητρα δημιουργίας πρόσθετων ΑΛΣ ή επαγγελματικών συνταξιοδοτικών ταμείων στα οποία να καταβάλλονται πρόσθετα ποσά για ασφάλιση πέραν της κύριας σύνταξης.

Γενικά, το πρόβλημα της βιωσιμότητας του ισχύοντος ΕΣΚΑ δεν θα πρέπει να αγνοείται όταν επιδιώκεται η δημιουργία αυτοχρηματοδοτούμενων συνταξιοδοτικών συστημάτων του 2ου ή του 3ου Πυλώνα. Χωρίς δραστική μεταρρύθμιση του ισχύοντος συστήματος, η ανάπτυξη συστημάτων του 2^{ου} και του 3ου πυλώνα δεν είναι δυνατή. Οι εισερχόμενοι σήμερα στην αγορά εργασίας και αυτοί που θα εισέρχονται τα επόμενα χρόνια θα κληθούν να πληρώσουν (είτε με φόρους είτε με εισφορές) τις υψηλές συντάξεις των σημερινών και των μελλοντικών συνταξιούχων τουλάχιστον μέχρι το 2020. Το κεφαλαιοποιητικό σύστημα δεν λύνει το πρόβλημα των υψηλών συντάξεων (100% του μέσου όρου των 5 τελευταίων μισθών) και της μεγάλης αύξησης του αριθμού των συνταξιούχων έναντι των εργαζομένων στο ισχύον σύστημα. Μπορεί να προκύψει μόνο μετά από ή σε συνδυασμό με μια δραστική μεταρρύθμιση του ισχύοντος συστήματος, όπως προαναφέρθηκε.

**ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΩΝ
ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

3.1 Γνωρίζοντας τα Α/Κ

Ορισμός

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

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

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

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

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

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

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

Η καθαρή περιουσία του Α/Κ ονομάζεται καθαρό ενεργητικό και διαιρείται σε μερίδια ίσης αξίας ή ακόμα και σε κλάσματα μεριδίου. Οι φορείς λειτουργίας ενός Α/Κ είναι η

Εταιρεία Διαχείρισης, οι μεριδιούχοι και ο Θεματοφύλακας. Ο ρόλος του Θεματοφύλακα (Custodian) είναι ιδιαίτερα σημαντικός. Πρόκειται για μία τράπεζα που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα, η οποία φροντίζει για την φύλαξη της περιουσίας, για τις εισπράξεις και πληρωμές και για την σωστή εκτέλεση των συναλλαγών. Ο Θεματοφύλακας ελέγχει ανά πάσα στιγμή την νομιμότητα των κινήσεων και την τήρηση του κανονισμού.

Τα βασικά του καθήκοντα του Θεματοφύλακα είναι:

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

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

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

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

3.2 Βασικά Χαρακτηριστικά των Α/Κ

3.2.1 Η Τιμή του Μεριδίου

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

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

Η τιμή του μεριδίου εξαρτάται από δύο παράγοντες:

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

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

Προκειμένου να προσδιοριστεί η καθαρή αξία (τιμή) του ενεργητικού ενός Α/Κ, από το ενεργητικό του αφαιρούνται οι αμοιβές της ΑΕΔΑΚ, του Θεματοφύλακα και των μελών του χρηματιστηρίου, οι δαπάνες που βαρύνουν το Α/Κ καθώς και τα κέρδη που διανέμονται στους μεριδιούχους. Επισημαίνεται πως κατά τον προσδιορισμό της

καθαρής αξίας του ενεργητικού ενός Α/Κ, δεν αφαιρούνται από το ενεργητικό οι προμήθειες διάθεσης/εξαγοράς των μεριδίων αυτού.

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

Τιμή Διάθεσης Μεριδίου = Καθαρή Τιμή Μεριδίου * [1+Προμήθεια Διάθεσης(%)]

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

Τιμή Εξαγοράς Μεριδίου = Καθαρή Τιμή Μεριδίου * [1-Προμήθεια Εξαγοράς(%)]

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

3.2.2 Μέρισμα και Μερισματική Πολιτική

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

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

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

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

3.2.3 Η Ευρωπαϊκή Αγορά Α/Κ

Ο θεσμός των Α/Κ έχει γνωρίσει στην Ευρώπη τεράστια άνθηση, λόγω των σημαντικών πλεονεκτημάτων που προσφέρει στο επενδυτικό κοινό μικρού και μεσαίου μεγέθους. Στο τέλος του β' τριμήνου του 2006, το ενεργητικό των ευρωπαϊκών Α/Κ έφτανε τα 5,48 τρις ευρώ. Στον Πίνακα 3.1 παρουσιάζεται το πανόραμα των ευρωπαϊκών Α/Κ και το μερίδιο αγοράς ανά χώρα, βάσει των κεφαλαίων που έχουν επενδυθεί.

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

Πίνακας 3.1

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

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

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

(2) Συγκρίνεται τέλος Ιουνίου 2006 με τέλος Δεκεμβρίου 2005

Πηγή: Federation Europeene des Fonds et Societes d' Investissement

3.3 Τα Είδη των Α/Κ

Διεθνής Κατηγοριοποίηση

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

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

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

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

- ελάχιστο κίνδυνο
- ασφάλεια και
- ρευστότητα.

3.3.2 Α/Κ Ομολογιών (Bond Funds)

Τα Α/Κ ομολογιών, δεν είναι τίποτε άλλο από ένας συνδυασμός διαφόρων τύπων μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων ομολογιών, θεωρούνται ως μία επένδυση χαμηλού κινδύνου με σκοπό την παροχή εισοδήματος στους επενδυτές. Σε

μακροπρόθεσμη βάση είναι πιθανό να επιτύχουν υψηλότερες αποδόσεις από τα Α/Κ χρηματαγοράς.

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

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

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

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

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

Η καθαρή αξία του ενεργητικού και των μεριδίων των μετοχικών Α/Κ παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα από όλες τις άλλες κατηγορίες αμοιβαίων. Και αυτό διότι σε

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

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

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

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

ελαφρώς, διαφορετική πολιτική από την άλλη και επενδύει σε διαφορετικού είδους μετοχές.

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

3.3.3.1 Επιθετικά Υπεραξίας A/K (Aggressive – Growth Funds)

Τα A/K του τύπου αυτού έχουν ως επενδυτικό σκοπό την επίτευξη μέγιστης υπεραξίας, αναλαμβάνοντας ταυτόχρονα υψηλούς επενδυτικούς κινδύνους. Αποκοπούν στην επίτευξη κεφαλαιακών κερδών, δηλαδή στην όσο το δυνατόν μεγαλύτερη αύξηση της αξίας του καθαρού ενεργητικού και των μεριδίων.

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

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

οποία την πούλησαν πραγματοποιώντας σημαντικά κέρδη. Βέβαια, στην χώρα μας όπως και σε άλλες χώρες, η νομοθεσία απαγορεύει το short selling.

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

Επιπλέον, τα επιθετικά υπεραξίας Α/Κ παρουσιάζουν υψηλή μεταβλητικότητα και ο συντελεστής beta των χαρτοφυλακίων τους είναι σημαντικά υψηλότερος της μονάδας. Παρουσιάζουν επίσης, ικανοποιητική συμπεριφορά σε καταστάσεις όπου οι χρηματιστηριακές αγορές είναι ανοδικές, ενώ υφίστανται σημαντικές ζημιές σε περιόδους όπου οι αγορές είναι καθοδικές. Προσφέρουν, όπως είναι φυσικό, χαμηλές μερισματικές αποδόσεις. Τέλος, προτείνονται και αφορούν επενδυτές με μακροπρόθεσμο ορίζοντα, οι οποίοι δέχονται να αναλάβουν υψηλούς κινδύνους με την προοπτική να αποκομίσουν υψηλές υπεραξίες, καθώς και σε επενδυτές που έχουν την ικανότητα να προβλέπουν την κίνηση της χρηματιστηριακής αγοράς.

3.3.3.2 Αναπτυξιακά Υπεραξίας Α/Κ (Growth Funds)

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

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

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

3.3.3.3 Α/Κ Εισοδήματος (Common Stock Income Funds)

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

Προκειμένου να πετύχουν αυτούς τους στόχους τους, τα Α/Κ εισοδήματος σχηματίζουν χαρτοφυλάκια από μετοχές εταιρειών οι οποίες διανέμουν το υψηλότερο ποσοστό των κερδών τους με τη μορφή μερισμάτων (εισόδημα), ενώ στο χαρτοφυλάκιο τους περιλαμβάνονται προνομιούχες μετοχές και μετατρέψιμες ομολογίες.

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

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

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

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

3.3.3.5 Κλαδικά A/K

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

Ακριβώς, επειδή τα κεφάλαια τοποθετούνται σε ένα και μόνο κλάδο, τα κλαδικά A/K μπορεί να επιτύχουν ικανοποιητικές αποδόσεις όταν ο κλάδος στον οποίο έχουν επενδύσει πηγαίνει καλά. Συνεπώς, μια πολύ σημαντική παράμετρος είναι η διερεύνηση της φάσης του οικονομικού κύκλου στον οποίο βρίσκεται ο κάθε κλάδος. Σημαντική παράμετρος είναι επίσης, η επίδραση του σταδίου του οικονομικού κύκλου στον οποίο βρίσκεται ολόκληρη η οικονομία μιας χώρας.

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

3.3.3.6 Δεικτοποιημένα A/K (Index Funds)

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

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

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

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

Σημειώνεται ότι στην Ελλάδα ο αριθμός των δεικτοποιημένων A/K είναι περιορισμένος.

3.3.4 A/K Μικτού Τύπου (Balanced Funds)

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

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

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

3.3.5 Διεθνή A/K (International Funds)

Στην κατηγορία αυτή, διακρίνουμε δύο υποκατηγορίες:

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

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

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

3.4 Η Κατηγοριοποίηση των Α/Κ στην Ελλάδα

Στον Πίνακα 3.2 παρουσιάζεται η κατηγοριοποίηση των Α/Κ στην Ελλάδα όπως αυτή ορίζεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Πίνακας 3.2

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

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

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

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

- α) Η διεύρυνση των δραστηριοτήτων των ΑΕΔΑΚ όπου επιτρέπεται η διαχείριση ατομικών χαρτοφυλακίων ιδιωτών αλλά και κεφαλαίων των συνταξιοδοτικών ταμείων.
- β) Η νέα κατηγοριοποίηση των Α/Κ όπου καταργείται η κατηγορία των διεθνών Α/Κ και τα Α/Κ ειδικού τύπου. Επιπλέον, απαγορεύεται στα Α/Κ διαχείρισης διαθέσιμων να επενδύουν σε μετοχικούς τίτλους και τίθενται πλέον ανώτατα-κατώτατα όρια στις επενδύσεις των μικτών Α/Κ σε μετοχικούς τίτλους (10-65%).
- γ) Η μεγαλύτερη διαφάνεια και ενημέρωση των μεριδιούχων, αφού πλέον θα αναφέρονται ρητά οι κάθε είδους προμήθειες, αμοιβές και έξοδα που βαρύνουν το Α/Κ. Επιπλέον καθιερώνεται το απλοποιημένο ενημερωτικό δελτίο,
- δ) Η αυξημένη δυνατότητα ανάπτυξης νέων προϊόντων στα Χαρτοφυλάκια των Α/Κ όπως: futures, swaps, προθεσμιακά συμβόλαια επιτοκίου (FRA's) κλπ. Παρέχεται επίσης, η δυνατότητα ανάπτυξης νέων προϊόντων που με το ισχύον θεσμικό πλαίσιο δεν ήταν επιτρεπτή. Ενδεικτικά αναφέρονται τα χρηματιστηριακώς διαπραγματεύσιμα Α/Κ (Exchange Traded Funds), τα εξειδικευμένα Α/Κ που επενδύουν σε άλλα Α/Κ (Funds of Funds), τα Α/Κ που αναπαράγουν την σύνθεση χρηματιστηριακών δεικτών μετοχών ή ομολόγων (Index Funds) και τα Α/Κ ακίνητης περιουσίας (Real Estate Funds).

3.5 Πλεονεκτήματα – Μειονεκτήματα Α/Κ

Πλεονεκτήματα των Α/Κ

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

α) Η Σημαντικότητα της Διαφοροποίησης

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

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

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

β) Επαγγελματική Διαχείριση των Κεφαλαίων

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

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

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

γ) Μικρό Ελάχιστο Αρχικό Κεφάλαιο

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

δ) Ποικίλοι Τρόποι Αγοράς Μεριδίων

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

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

ε) Ευρύ Πεδίο Επενδυτικών Επιλογών

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

στ) Δυνατότητα Άμεσης Ρευστοποίησης των Μεριδίων

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

ζ) Είσπραξη Ετήσιου Μερισματος με Δυνατότητα Επανεπένδυσης

Το ποσοστό του μερίσματος που θα δοθεί στον μεριδιούχο, όπως ήδη έχουμε αναφέρει, εξαρτάται από την μερισματική πολιτική της εταιρίας. Το μέρισμα που δίνεται στο τέλος του χρόνου, αφαιρείται από το ενεργητικό προκειμένου να υπολογιστεί η καθαρή τιμή

του μεριδίου. Οι μεριδιούχοι τότε έχουν την επιλογή, είτε να εισπράξουν το μέρισμα είτε να το επανεπενδύσουν σε μερίδια Α/Κ.

η) Εύκολη Καθημερινή Παρακολούθηση - Διαφάνεια και Ασφάλεια

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

Μειονεκτήματα των Α/Κ

α) Η Ανοικτή Δομή των Α/Κ

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

Αντιθέτως, όταν η αγορά είναι καθοδική, οι μεριδιούχοι προβαίνουν σε εξαγορές αναγκάζοντας τους διαχειριστές να ρευστοποιήσουν πρόωρα μέρος του χαρτοφυλακίου τους και να υφίστανται το κόστος από την πώληση μετοχών καθώς και από την προεξόφληση άλλων αξιόγραφων, σε τιμή χαμηλότερη από την τιμή αγοράς.

Στο βαθμό που το Α/Κ οφείλει να εξαγοράζει όσα μερίδια επιθυμούν να ρευστοποιήσουν οι μεριδιούχοι του, οι διαχειριστές είναι υποχρεωμένοι εκ των πραγμάτων να διατηρούν - σε περιόδους ύφεσης της αγοράς και όχι μόνο - υψηλά ρευστά διαθέσιμα, προκειμένου

να είναι σε θέση να καλύψουν ένα μεγάλο αριθμό δυνητικών εξαγορών. Έτσι η δομή των Α/Κ οδηγεί τους διαχειριστές σε καταστρατήγηση των προσωπικών τους επιλογών και πολλές φορές σε κακές επενδυτικές αποδόσεις: αγοράζουν μετοχές σε υψηλές τιμές, πωλούν σε χαμηλές και κρατούν μεγάλα ποσά χωρίς να τα επενδύουν αποτελεσματικά.

β) Προμήθειες

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

γ) Κίνδυνος για τους επενδυτές

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

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

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

3.6 Η Ελληνική Πραγματικότητα

3.6.1 Ιστορική Αναδρομή

Τα πρώτα Α/Κ εμφανίστηκαν στην Αμερική πριν από έναν αιώνα ενώ στη χώρα μας έγιναν γνωστά στις αρχές της δεκαετίας του 1970. Στα τέλη του 1972, το συγκρότημα της Εμπορικής Τράπεζας δημιουργεί την πρώτη Εταιρεία Διαχείρισης, την "Ελληνική" Α.Ε.Δ.Α.Κ. και προσφέρει ένα Α/Κ μετοχικού τύπου με την ονομασία Ερμής. Την ίδια περίοδο (αρχές 1973), ο όμιλος Εθνική / ΕΤΕΒΑ δημιουργεί την Εταιρεία Διαχείρισης

"Διεθνική" και προσφέρει στο ευρύ επενδυτικό κοινό ένα Α/Κ μικτού τύπου με την ονομασία Δήλος. Πρωταρχική επιδίωξη της πρωτοβουλίας των δύο τραπεζών ήταν η δημιουργία συγκέντρωσης ενός αξιοσημείωτου αριθμού αποταμιευτών, ώστε τα διαθέσιμα κεφάλαια των τελευταίων να διοχετευτούν σε τίτλους κυμαινόμενης απόδοσης και με αυτό τον τρόπο να τονωθεί η λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

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

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

Σήμερα τα Α/Κ αποτελούν πλέον ένα μεγάλο τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στη χώρα μας, με επενδεδυμένα κεφάλαια που προσεγγίζουν τα 28 δισ. ευρώ, όπως φαίνεται κι από τον ακόλουθο πίνακα 3.3.

Πίνακας 3.3

Αξία ενεργητικού αμοιβαίων κεφαλαίων και μακροοικονομικά μεγέθη, 1991-2005

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

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

Αξία ενεργητικού αμοιβαίων κεφαλαίων και μακροοικονομικά μεγέθη, 1991-2005

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

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

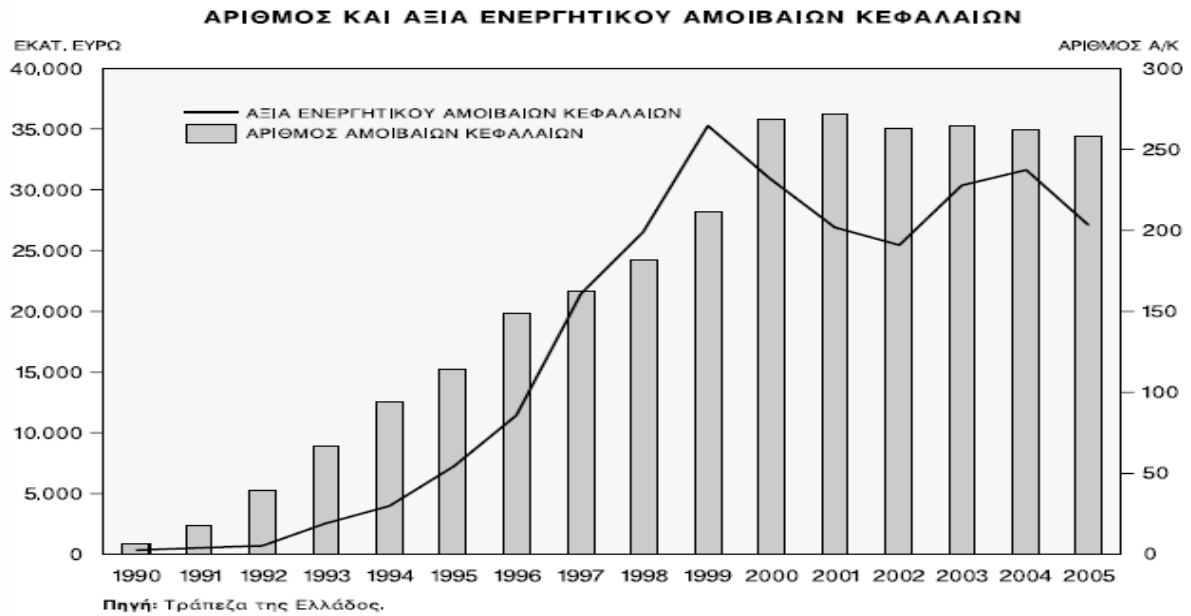
3.6.2 Οι Επτά Φάσεις της Ελληνικής Ιστορίας των Α/Κ

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

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

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

Σχήμα 3.4



Η προσεκτική επισκόπηση του Σχήματος 3.4 αποκαλύπτει ότι η καθοριστική φάση του κύκλου του κλάδου των Α/Κ ήταν η τρίτη, η οποία περιλαμβάνει την περίοδο τέλη 1990 έως και το τέλος του 1992. Την περίοδο αυτή, παρά το γεγονός ότι δεν υπάρχει ουσιαστική ποσοτική εξάπλωση του θεσμού σε όρους κεφαλαίων, δημιουργούνται οι περισσότερες εταιρείες διαχείρισης (13), επεκτείνεται σημαντικά το εύρος των παρεχόμενων Α/Κ (δημιουργήθηκαν 32 νέα Α/Κ με σημαντικές διαφοροποιήσεις), τα στελέχη των δικτύων πώλησης επιμορφώθηκαν και γενικότερα, τέθηκαν οι βάσεις για την ανάπτυξη του θεσμού. Ως σημαντικά γεγονότα της περιόδου αυτής αναφέρονται οι συζητήσεις και οι αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών για τους κανόνες διαφήμισης και τους τρόπους ενιαίου υπολογισμού της απόδοσης των Α/Κ.

Πίνακας 3.5

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

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΑΕΔΑΚ	ΑΡΙΘΜΟΣ Α/Κ	ΚΕΦΑΛΑΙΑ (σε εκατ.€)	Γ.Δ.Χ.Α.Α.
31/12/1985	2	2	11,74	70,95
31/12/1986	2	2	14,38	103,86
31/12/1987	2	2	22,3	272,47
31/12/1988	2	2	30,81	279,65
31/12/1989	3	3	61,04	459,43
31/12/1990	7	7	430,52	932
31/12/1991	11	18	503,3	809,71
31/12/1992	20	39	655,6	672,31
31/12/1993	21	73	2.543,80	958,66
31/12/1994	24	96	2.943,40	868,91
31/12/1995	25	116	7.202,10	914,15
31/12/1996	29	150	11.367,30	933,48
31/12/1997	29	161	21.497,60	1.479,63
31/12/1998	24	178	26.405,60	3.149,50
31/12/1999	24	205	35.021,30	5.535,09
31/12/2000	26	265	30.887,70	3.388,86
31/12/2001	27	269	26.794,90	2.591,56
31/12/2002	28	260	25.385,10	1.748,42
31/12/2003	29	265	30.398,90	2.263,58
31/12/2004	27	262	31.647,30	2.786,18
31/12/2005	26	258	27.943,97	3.663,90
30/6/2006	26	270	24.333,00	3.693,75

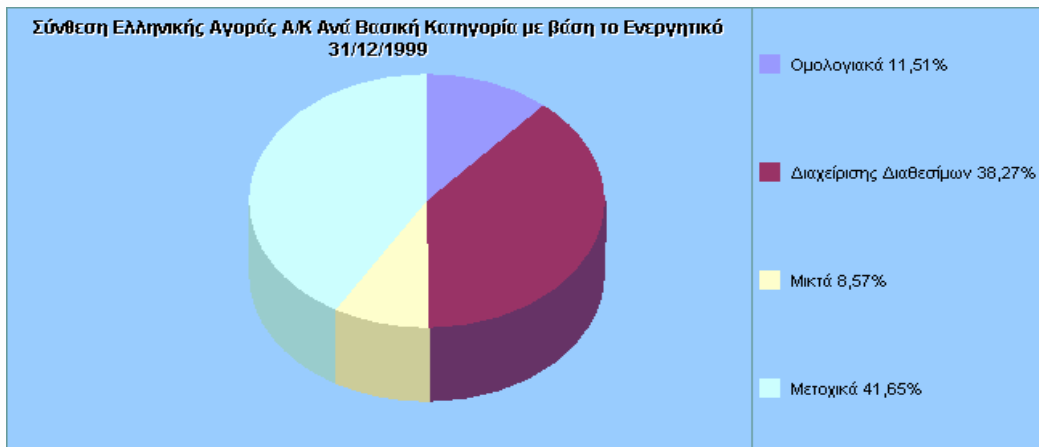
Η επόμενη περίοδος (1/1/1993 έως 31/12/1994) ήταν καθοριστική για την ποσοτική μεγέθυνση του θεσμού. Όπως προκύπτει από τα στοιχεία του Πίνακα 3.5 την περίοδο αυτή οι ΑΕΔΑΚ τετραπλασίασαν τα υπό διαχείριση κεφάλαια τους, πλησιάζοντας το 3 δισ. ευρώ. Αξίζει να τονισθεί ότι, η ποσοτική αυτή εξάπλωση επιτεύχθηκε μέσω δύο

σημαντικών αρνητικών γεγονότων: την φορολόγηση των μερισμάτων των Α/Κ κατά 15% και τη νομισματική κρίση του Μαΐου του 1994

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

Κατά τη διάρκεια της έκτης φάσης (1/1/98 - αρχές 2000) παρατηρήθηκε ραγδαία αύξηση των τιμών των μετοχών και παράλληλα εντυπωσιακές εισροές στα μετοχικά Α/Κ, κυρίως τους μήνες Ιούνιο, Ιούλιο και Αύγουστο του 1999. Αποτέλεσμα των επενδυτικών αυτών συμπεριφορών ήταν η κατηγορία των μετοχικών Α/Κ στο τέλος του 1999 να αποτελεί το 41,65% του συνόλου των υπό διαχείριση κεφαλαίων (σχήμα 3.6).

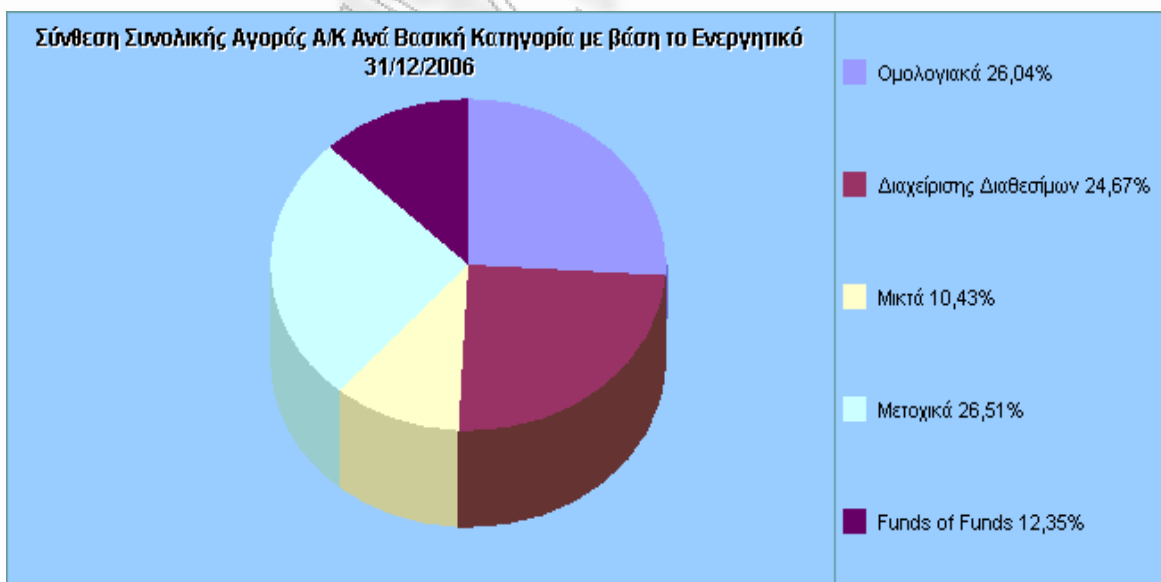
Σχήμα 3.6



Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών Ελλάδος

Σήμερα, με βάση τα στοιχεία της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών, όπως φαίνεται και στο παρακάτω Σχήμα 3.7 στην πρώτη θέση, με κριτήριο το ενεργητικό, βρίσκονται τα μετοχικά με ποσοστό 26,51% ακολουθούν τα ομολογιακά Α/Κ με ποσοστό 26,04%, τα διαχείρισης διαθεσίμων με ποσοστό 24,67%, τα funds of funds με ποσοστό 12,35% και τέλος τα μικτά με ποσοστό 10,43%.

Σχήμα 3.7



Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών Ελλάδος

Από το 2000 μέχρι σήμερα πολλοί επενδυτές έχουν στραφεί στις διεθνείς αγορές, αναζητώντας αξιολογημένους διαχειριστές και καλύτερες αποδόσεις. Ιδιαίτερα σημαντικό γεγονός της φάσης αυτής, αποτελεί η είσοδος στην αγορά, της ΑΕΔΑΚ των ασφαλιστικών οργανισμών.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΑΛΗ

**ΘΕΩΡΙΕΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ
ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΚΑΙ Η
ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥΣ ΣΤΟ
ΘΕΣΜΟ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

4.1 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 και τις ελπίδες του 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 για 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).

4.1.1 ΟΙ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΜΑΡΚΟΒΙΤΣ

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 επιλεγθεί 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 ριγοκίνδυνες 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.

4.1.2 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.

4.1.2.1 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 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 πληροφόρηση 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:

$$COV(R_i, R_j) = \sigma_{ij} = \sum \{ \rho_{\kappa} * [R_{i\kappa} - E(R_i)] * [R_{j\kappa} - E(R_j)] \}$$
$$(\kappa=1 \rightarrow N),$$

όπου

ρ_{κ} είναι η κοινή πιθανότητα εμφάνισης των αποδόσεων $R_{i\kappa}$ και $R_{j\kappa}$, ενώ 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.

4.1.2.2 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.

4.1.2.3 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.

4.2 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ (Η ΤΟ ΜΟΝΟΠΑΡΑΓΟΝΤΙΚΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ)

4.2.1 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 ηδέν, 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 .

4.2.2 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. $Var(e_{it}) = \sigma^2_{\epsilon}$

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.

4.2.3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΥΣΤΑΤΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΑΓΟΡΑΣ

4.2.3.1 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 $\beta(i)R(m)$ (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

4.2.3.2 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

$$\sigma^2 m$$

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 περίπτωση 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 χαρτοφυλάκιο 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 $\sigma^2 e_i$. 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.

4.3 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 στήριξαν 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..

4.3.1 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 σύνολο 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.

4.3.2 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ (Y. A. K. Σ.) / H 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 Y.A.K.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(Rm) η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς

βim 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 περίπτωση μας των οποίων οι τιμές είναι σε ισορροπία. Επομένως όσα από αυτά βρίσκονται πάνω από τη γραμμή των αξιογράφων 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.

ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΜΕΤΡΗΣΗΣ
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ Α/Κ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Μέτρα Μέτρησης Αποτελεσματικότητας / Αξιολόγηση Επιδόσεων Α/Κ

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 Treynor Ratio(TR)

Ο Jack Treynor (1965) είναι ο πρώτος που δημιούργησε Δείκτη αξιολόγησης της αποδοτικότητας ενός A/K σε σχέση με άλλα A/K, λαμβάνοντας υπόψη τόσο το μακροοικονομικό επίπεδο όσο και το μικροοικονομικό, στο οποίο λειτουργούν τα A/K. Συγκεκριμένα, από την απόδοση του A/K αφαίρεσε την απόδοση που θα μπορούσε να επιτύχει ένας επενδυτής τοποθετώντας τα χρήματα του σε κάποια άλλη ακίνδυνη επένδυση, όπως τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου. Εάν ο Δείκτης του Treynor είναι μεγαλύτερος (ή μικρότερος) από το Δείκτη του χαρτοφυλακίου της αγοράς, τότε το συγκεκριμένο A/K είχε καλύτερη (ή χειρότερη αντίστοιχα) επίδοση από αυτή του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Η επιπλέον απόδοση που δημιουργείται προσαρμόζεται ανάλογα με τον συστηματικό κίνδυνο στον οποίο εκτίθεται.

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

όπου

r_p : η πραγματοποιηθείσα απόδοση του A/K_p

r_f : το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

β_p : ο συστηματικός κίνδυνος του A/K_p

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

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

5.2.2 Sharpe Ratio(SR)

Ο William Sharpe (1966) αναγνώρισε την αξία του Δείκτη Treynor, πρότεινε όμως ένα δικό του Δείκτη για τις περιπτώσεις που ο Δείκτης Treynor δεν θα είχε ικανοποιητική ικανότητα πρόβλεψης. Μελέτησε την απόδοση 34 A/K για την περίοδο 1954-1963 και πρότεινε ένα μέτρο αξιολόγησης της απόδοσης των A/K, το οποίο υπολογίζει την ανταμοιβή του κινδύνου ανα μονάδα συνολικού κινδύνου, καταλήγοντας στο συμπέρασμα πως τα A/K δεν ξεπέρασαν, σε όρους απόδοσης, την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, όπως αυτή προέκυψε από τις αποδόσεις του Dow Jones.

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

όπου

r_p : η πραγματοποιηθείσα απόδοση του A/K_p

r_f : το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

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

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

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

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

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

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

Οι Δείκτες Sharpe και Treynor κατατάσσουν χαρτοφυλάκια κατά σειρά επίδοσης, αλλά δεν αναφέρουν, σε όρους αποδόσεων, κατά πόσο τοις εκατό (%) ένα χαρτοφυλάκιο A/K

υπερέχει ή υπολείπεται από ένα χαρτοφυλάκιο παθητικής διαχείρισης. Είναι για παράδειγμα δύσκολο να δοθεί ερμηνεία σε μια τιμή του δείκτη του Treynor 7,5%.

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

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

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

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

όπου

$N(r_p)$: η φυσιολογική απόδοση του Α/Κ_p (normal return)

a_p : η μη φυσιολογική απόδοσή του (abnormal return)

r_f : το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

r_m : η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

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

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

Ο συντελεστής a_p εκφράζει το Δείκτη του Jensen και το $u_{p,t}$ συμβολίζει τις αποκλίσεις που εμφανίζει η απόδοση από την γραμμή της παλινδρόμησης και έχει αναμενόμενη τιμή ίση με το μηδέν. Εφόσον ο συντελεστής αυτός είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός, τότε συμπεραίνουμε ότι ο διαχειριστής πέτυχε καλύτερη απόδοση από αυτήν που θα αναμέναμε με βάση το συστηματικό κίνδυνο που ανέλαβε (ικανότητα ορθής επιλογής των αξιογράφων- selectivity ability).

Σχόλια για τους Τρεις Δείκτες

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

Οι Σύγχρονες Απόψεις

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

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

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 τουλάχιστον 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 μακροπροβλέψεις (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

Οι Treynor και Mazuy παρουσίασαν μία μέθοδο μέτρησης της ικανότητας επιλεκτικότητας και συγχρονισμού των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων. Η συγκεκριμένη μέθοδος είναι ουσιαστικά μια παραλλαγή του υποδείγματος του Jensen. Το υπόδειγμα των Treynor και Mazuy εκφράζεται από την σχέση:

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

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. Ο συντελεστής $a(i)$ εκφράζει την ικανότητα των διαχειριστών να επιλέγουν τα κατάλληλα αξιόγραφα του χαρτοφυλακίου τους (επιλεκτικότητα). Ο συντελεστής $b(i)$ μετρά το συστηματικό κίνδυνο του αξιολογούμενου αμοιβαίου κεφαλαίου. Ο συντελεστής $c(i)$ εκφράζει την ικανότητα των διαχειριστών να επιλέγουν τη χρονική στιγμή που θα τοποθετηθούν στην αγορά (συγχρονισμός). Στις περιπτώσεις που οι συντελεστές $a(i)$ και $c(i)$ είναι θετικοί τότε οι διαχειριστές αξιολογούνται θετικά και κρίνονται ως αποτελεσματικοί. Στις περιπτώσεις που οι συντελεστές αυτοί είναι μηδενικοί κρίνεται ότι υπάρχει έλλειψη ικανότητας από πλευράς των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων. Αν οι συντελεστές $a(i)$ και $c(i)$ είναι αρνητικοί οι διαχειριστές αξιολογούνται αντίστοιχα αρνητικά.

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 A/K 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 υπερέιχαν της αγοράς (beat the market) και στο παρελθόν και στο μέλλον.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΑΛΗ

**ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΩΝ
ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΤΑΜΕΙΩΝ ΣΤΗΝ
ΕΛΛΑΔΑ**

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

6.1 ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Το Νομοθετικό πλαίσιο που ισχύει σήμερα για τις καταθέσεις των Ασφαλιστικών Οργανισμών, για την διαχείριση και αξιοποίηση των αποθεματικών και της κινητής και ακίνητης περιουσίας αυτών είναι το ακόλουθο:

-Α.Ν. 1611/50, Ν.Δ. 2999/54 Ν. 876/79, Ν.1266/82 Ν.1902/90, Ν. 2042/92, Ν. 2076/92, Ν. 2216/94, Ν.2469/97, Ν.2642/98 Ν.2676/99,2778/99.

Από τις επί μέρους διατάξεις των ανωτέρω Νόμων προβλέπονται κυρίως τα εξής:

1. Υποχρεωτική τήρηση των διαθεσίμων κεφαλαίων των Ασφαλιστικών Οργανισμών στην Τράπεζα της Ελλάδος, η οποία ενεργεί ως διαχειρίστρια και επενδύει τα διαθέσιμα τους σε τίτλους του Δημοσίου.

Τήρησης λογαριασμού ταμειακής διαχείρισης σε Τράπεζα ή Τραπεζικό Οργανισμό.

2. Δυνατότητα επένδυσης από τους Ασφαλιστικούς, Οργανισμούς ποσοστού 20% των διαθεσίμων τους σε ακίνητα και κινητές αξίες, παράλληλα και ανεξάρτητα από τις επενδύσεις που κάνει η Τράπεζα της Ελλάδος.

Από το ανωτέρω ποσοστό, το 40% επενδύεται σε ακίνητα και το 60% σε χρεόγραφα (Ν.2042/92 άρθρο 14, Ν.2676/99 αρθρο 40)

Σημείωση Οι διατάξεις του αρθ. 40 του Ν. 2676/99 με τις οποίες προβλέπεται εκτός των άλλων, η αύξησή του ανωτέρω ποσοστού σε 23% από 1-1-2001, θα τεθούν σε εφαρμογή, ένα μήνα, μετά την έκδοση των προβλεπόμενων Υπ. Αποφάσεων με τις οποίες θα καθοριστούν οι κανόνες επενδυτικής συμπεριφοράς τόσο για τις Κινητές αξίες όσο και τα ακίνητα.

Α. Τα χρεόγραφα στα οποία υπάρχει δυνατότητα επένδυσης από τους Ασφαλιστικούς Οργανισμούς είναι τα ακόλουθα:

1. ΤΙΤΛΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ- ΟΜΟΛΟΓΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

(Ν. 1902/90, άρθρο 13)

Τα διαθέσιμα των Ασφαλιστικών Οργανισμών επενδύονται ελεύθερα, χωρίς έγκριση και χωρίς τους περιορισμούς του άρθρου 14 του Ν.2042/92, σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου (ΕΓΔ, ΟΕΔ κλπ.) και ομόλογα Τραπεζών που λειτουργούν νόμιμα στην Ελλάδα.

Σημείωση Δεν επιτρέπεται σύμφωνα με σχετικές αποφάσεις των Νομισματικών Αρχών της Τράπεζας της Ελλάδος να επενδύονται διαθέσιμα Κεφάλαια σε ειδικές προθεσμιακές καταθέσεις με ελεύθερα διαπραγματεύσιμο επιτόκιο, πιστοποιητικά καταθέσεων, REPOS κ.λπ.

2. ΜΕΡΙΔΙΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

(Ν. 876/79, αρθ. 6- Π.Δ. 433/93, άρθ. 8, Ν. 2778/99 αρθ. 32 παρ. 1 έγγραφο Τ.Ε.708/9-9-81)

Επιτρέπεται στους Ασφαλιστικούς Οργανισμούς να επενδύουν μέρος των διαθέσιμων τους και μέσα στα όρια του 20%, σε μερίδια Α/Κ Εταιρειών που εδρεύουν στην Ελλάδα, καθώς επίσης και σε μερίδια Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) που έχουν την έδρα τους και σε άλλο Κράτος-Μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Σημείωση: Δεν επιτρέπεται η επένδυση σε ασφαλιστικά προϊόντα (ασφαλιστικά συμβόλαια συνδεδεμένα με επενδύσεις UNIT- LINKED) που υπόκεινται στις διατάξεις του άρθρου 13γ του Π.Δ. 400/70.

Διαδικασία αγοράς μεριδίων Α/Κ

α) Λήψη απόφασης Δ.Σ. για συγκεκριμένα μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων και υποβολή της απόφασης στο Υπουργείο για έγκριση.

β) Διαβίβαση της απόφασης του Δ.Σ. στην Τράπεζα της Ελλάδος για έγκριση σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθ. 6 του Ν. 876/79.

γ) Έγκριση της Τράπεζας της Ελλάδος και μετά έγκριση του Υπουργείου μας.

δ) Αποδέσμευση των εγκεκριμένων κεφαλαίων από την Τράπεζα της Ελλάδος και καταβολή αυτών στην ΑΕΔΑΚ (Εταιρεία διαχείρισης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων) για την υλοποίηση της αγοράς των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Διαδικασία εκποίησης Α/Κ

Τα Α/Κ εκποιούνται ύστερα από απόφαση του Δ.Σ. του Φορέα και δεν απαιτείται έγκριση του Υπουργείου. Για την διαδικασία της εκποίησης εφαρμόζονται οι κανόνες που προβλέπονται από την σύμβαση που έχει υπογράψει το Ταμείο με την διαχειρίστρια Εταιρεία Α/Κ.

Συγκρότηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων-Σύσταση ΑΕΔΑΚ από Φορείς Κοινωνικής Ασφάλισης

(Ν.1902/92, άρθρο 12, Ν.2076/92, άρθρο 35)

1. Οι Φορείς Κοινωνικής Ασφάλισης επιτρέπεται να συγκροτούν ίδια ή ομαδικά Αμοιβαία Κεφάλαια τηρώντας τις διατάξεις περί Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Η ανάθεση της διαχείρισης αυτών μπορεί να γίνει σε οποιαδήποτε ΑΕΔΑΚ που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα.

2. Έχουν ακόμη την δυνατότητα να συστήνουν όλοι μαζί ή κατά ομάδες Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ) στις οποίες θα συμμετέχει μια νόμιμα λειτουργούσα στην Ελλάδα Τράπεζα τηρουμένων των διατάξεων της Παρ. 3 του αρθ. 26 του Ν. 1969/91. (Ν.2076/92, άρθρο 35)

3. ΜΕΤΟΧΕΣ

(Ν.1902/90, άρθρο 13, 2374/96, άρθρο 1, Ν.2533/97, άρθρο 120)

Ι. Επιτρέπεται στους Φορείς Κοινωνικής Ασφάλισης να επενδύουν μέσα στα πλαίσια του 20% σε πάσης φύσεως μετοχές με τήρηση της απαιτούμενης διαδικασίας.

Διαδικασία αγοράς μετοχών

α) Λήψη απόφασης Δ.Σ. για αγορά συγκεκριμένων μετοχών και υποβολή της απόφασης στο Υπουργείο για έγκριση.

β) Εγκριτικό έγγραφο του Υπουργείου βάσει των διατάξεων του άρθρου 13 του Ν. 1902/90 και των διατάξεων του άρθρου 14 του Ν.2042/92 εφόσον το διατιθέμενο ποσό είναι εντός του ορίου 20% του Ν.2042/92.

γ) Έκδοση Κοινής Απόφασης Εποπτεύοντος Υπουργού και Διοικητού Τραπέζης της Ελλάδος (σχετικές γνωμοδοτήσεις Νομικών Συμβούλων Τραπέζης Ελλάδος, από 10/12/1993 και 14/12/1993), εφόσον υπερβαίνει το ποσοστό αυτό.

δ) Δεν απαιτείται έγκριση του Υπουργείου για μετοχές Εταιρειών των οποίων το ενεργητικό υπερβαίνει τα 500 δις δρχ. (Ν.2374/96, άρθρο 1, παρ. 4), καθώς και για μετοχές που έχουν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο ή διατίθενται σε Δημόσια Εγγραφή για να εισαχθούν, εταιρειών που ιδιωτικοποιούνται σύμφωνα με το άρθρο 5, παρ. 1 του Ν.2000/91.(Ν.2533/97)

Το διατιθέμενο ποσό, στις περιπτώσεις αυτές, πρέπει να είναι μέσα στα όρια του 20%.

ε) Για μετοχές που δεν έχουν εισαχθεί στο Χ.Α.Α. απαιτείται πάντοτε Κοινή Απόφαση του Εποπτεύοντος Υπουργού και του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος.

στ) Μετά την έγκριση αποδεσμεύονται τα απαιτούμενα κεφάλαια από την Τράπεζα της Ελλάδος και ανατίθεται από τα Ασφαλιστικά Ταμεία σε Χρηματιστές ή Χρηματιστηριακές Εταιρείες η αγορά των μετοχών μέσω χρηματιστηρίου με την καταβολή των νομίμων προμηθειών.

Σημείωση Για τη συμμετοχή Ασφαλιστικού Φορέα, ως παλαιού μετόχου, στην αύξηση του μετοχικού Κεφαλαίου Εταιρειών που έχουν εισαχθεί στο Χ.Α.Α., απαιτείται μόνο η έγκριση του Εποπτεύοντος Υπουργού, για την διάθεση των απαιτούμενων κεφαλαίων. Ο περιορισμός του 20% δεν ισχύει στην περίπτωση αυτή.(Κοινή απόφαση Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών και του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος 41588/Β.932/10.10.1990).

Διαδικασία εκποίησης μετοχών

- α) Λήψη απόφασης Δ.Σ. του Ασφαλιστικού Φορέα και υποβολή στο Υπουργείο για έγκριση.
- β) Έκδοση Κοινής Απόφασης Εποπτεύοντος Υπουργού και Διοικητού Τραπέζης της Ελλάδος βάσει των διατάξεων του άρθρου 13 του Ν.1902/90.
- γ) Ανάθεση σε Χρηματιστηριακή Εταιρεία της εκποίησης των μετοχών.

Β. Ακίνητα

Οι Ασφαλιστικοί Οργανισμοί μπορούν να διαθέτουν μέρος των διαθέσιμων τους για αγορά ακινήτων είτε για να καλύψουν τις στεγαστικές ανάγκες των υπηρεσιών τους είτε για επένδυση των διαθέσιμων τους

Οι αγορές γίνονται με τις διαδικασίες που ορίζονται από τις διατάξεις του Π.Δ/γματος 715/79.

Διαδικασία αγοράς ακινήτων

- α) Λήψη απόφασης Δ.Σ. και υποβολή στο Υπουργείο για κατ' αρχήν έγκριση.
- β) Μετά την κατ' αρχήν έγκριση ακολουθεί διαγωνισμός βάσει του Π.Δ/γματος 715/79.
Εάν το ακίνητο είναι παρακείμενο σε ιδιοκτησία του Ν.Π.Δ.Δ. ή είναι ιδιοκτησίας του Δημοσίου ή Ν.Π.Δ.Δ. ή Ο.Τ.Α. δεν απαιτείται διαγωνισμός.
- γ) Μετά την ολοκλήρωση του διαγωνισμού υποβάλλεται ο κατακυρωτικός φάκελος στο Υπουργείο για έγκριση.
- δ) Έγκριση του Υπουργείου - Αποδέσμευση των κεφαλαίων από την Τράπεζα Ελλάδος - Υπογραφή συμβολαίου αγοράς ύστερα από σχετικό έλεγχο στους τίτλους.

Διαδικασία εκποίησης ακινήτων

Απόφαση Δ.Σ. - Έγκριση κατ' αρχήν του Υπουργείου - Διαγωνισμός - Τελική έγκριση του Υπουργείου - Συμβόλαια

6.2 ΑΕΛΑΚ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ

Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ

Με πρωτοβουλία των Ασφαλιστικών Οργανισμών ΙΚΑ, ΟΓΑ και ΟΑΕΕ καθώς και με τη συμμετοχή της Εθνικής Τράπεζας συστάθηκε η **ΑΕΛΑΚ Ασφαλιστικών Οργανισμών** (ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΕΩΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ) , η μετοχική σύνθεση της οποίας έχει ως εξής:

Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος	40% του Μ.Κ.	470.400,00 ΕΥΡΩ
ΙΚΑ	30% του Μ.Κ.	352.800,00
ΟΓΑ	15% του Μ.Κ.	176.400,00
ΟΑΕΕ	15% του Μ.Κ.	176.400,00
ΣΥΝΟΛΟ	100%	1.176.000,00

Η άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς δόθηκε τον Ιούλιο του 2000 και η εταιρεία συστάθηκε τέλος Σεπτεμβρίου του 2000 με την Κ2-11870/21.09.2000 απόφαση του Υπουργού Ανάπτυξης η οποία δημοσιεύθηκε στο ΦΕΚ 8835/27.09.2000.

Η **ΑΕΛΑΚ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ** είναι η εταιρία που δημιουργήθηκε με σκοπό την ενεργητική διαχείριση των Αποθεματικών των Ασφαλιστικών Οργανισμών. Η εταιρία διαχειρίζεται δύο Αμοιβαία Κεφάλαια: ένα Μικτό Εσωτερικού και ένα Ομολογιακό Εσωτερικού . Στα Αμοιβαία Κεφάλαια που διαχειρίζεται η εταιρία επιτρέπεται να συμμετέχουν Ασφαλιστικά Ταμεία Κύριας και Επικουρικής Ασφάλισης με οποιοδήποτε ποσό επιθυμούν. Η αγορά και εξαγορά μεριδίων δεν επιβαρύνεται με προμήθειες.

ΠΡΟΙΟΝΤΑ

- A.** Αμοιβαίο Κεφάλαιο Ασφαλιστικών Οργανισμών - Μικτό Εσωτερικού (ΦΕΚ 1446/B/18.11.2002)
- B.** Αμοιβαίο Κεφάλαιο Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος Ομολογιακό Εσωτερικού (ΦΕΚ 1089 B/5.8.2003)

6.3 ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο έχει συσταθεί στην Ελλάδα με αριθμό αδείας της Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς 5/381/07.11.2002 (ΦΕΚ 1446/Β/18.11.2002). Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι αορίστου διάρκειας. Θεματοφύλακας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι η "Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.". Η διαχείριση του χαρτοφυλακίου του Αμοιβαίου Κεφαλαίου έχει ανατεθεί με συμβάσεις στους παρακάτω διαχειριστές, η αμοιβή των οποίων βαρύνει το Αμοιβαίο Κεφάλαιο.

α. Εθνική Χρηματιστηριακή Α.Ε.

β. EFG Eurobank Asset Management Α.Ε.Π.ΕΥ.

1. Επενδυτικός Σκοπός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Σύμφωνα με τον εγκεκριμένο από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Κανονισμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, ο επιδιωκόμενος επενδυτικός σκοπός αποβλέπει: α) στην επίτευξη της υψηλότερης δυνατής απόδοσης για τους μεριδιούχους με την ανάληψη του ελάχιστου δυνατού επενδυτικού κινδύνου σε τίτλους μετοχών της εσωτερικής χρηματιστηριακής αγοράς. Η κατηγορία άλλωστε του μικτού και η δέσμευση να μην υπερβαίνει το ποσοστό μετοχών το 50% του χαρτοφυλακίου αποβλέπουν στην μείωση του επενδυτικού κινδύνου από μετοχικές αξίες. β) στην εξυπηρέτηση των αναγκών κάλυψης των εκροών των φορέων κοινωνικής ασφάλισης που συμμετέχουν στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο. Δεν παρέχεται εγγύηση από πιστωτικό ίδρυμα για το σύνολο ή μέρος του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Η επενδυτική πολιτική του Αμοιβαίου Κεφαλαίου δεν συναρτάται άμεσα με ορισμένους δείκτες.

2. Επενδυτική πολιτική του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

α) Λόγω του υφισταμένου περιορισμού από την υπ' αριθ. 78548/Β/1105/92 απόφαση του ΥΠΕΘΟ οι επενδύσεις του Αμοιβαίου Κεφαλαίου πρέπει να πραγματοποιούνται μέχρι 50% του ενεργητικού στην ελληνική αγορά μετοχών και το υπόλοιπο σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου και μέσων ελληνικής χρηματαγοράς. Συνεπώς ο επενδυτικός κίνδυνος επιμερίζεται στα αντίστοιχα στοιχεία ενεργητικού των μετοχικών αξιών που

επιλέγουμε κυρίως υψηλής κεφαλαιοποιήσεως και στα ομόλογα ελληνικού δημοσίου αλλά και την ελληνική χρηματαγορά.

β) Η κατανομή των τοποθετήσεων σε ομόλογα του ελληνικού δημοσίου γίνεται σε χρονικές διάρκειες που καλύπτουν βραχυχρόνιες, μέσο και μακροπρόθεσμες λήξεις ανάλογα με τα δεδομένα της αγοράς, με γνώμονα πάντα την ελαχιστοποίηση του κινδύνου.

γ) Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα επιτρέπονται μόνο για αντιστάθμιση του κινδύνου και σ' αυτήν την κατηγορία θα γίνουν τοποθετήσεις εάν αυτό κριθεί από τα αρμόδια όργανα της εταιρίας αναγκαίο.

δ) Η επενδυτική πολιτική αλλά και η ακολουθούμενη στρατηγική είναι να αποφεύγονται οι εναλλαγές των στοιχείων του ενεργητικού όταν δεν είναι απολύτως επιβεβλημένες για την εξυπηρέτηση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

3. Κίνδυνοι του χαρτοφυλακίου του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Όπως είναι γνωστό τα Αμοιβαία Κεφάλαια δεν έχουν εγγυημένη απόδοση και οι προηγούμενες αποδόσεις δεν διασφαλίζουν τις μελλοντικές. Στο πλαίσιο αυτό είναι δυνατόν σε πτωτικές περιόδους των μετοχικών αξιών και των άλλων στοιχείων του ενεργητικού να υπάρχουν υπό αποδόσεις για τους μεριδιούχους. Η αποφυγή ή μη αρνητικών αποδόσεων συναρτάται με την πραγματοποίηση εξαγορών από τους μεριδιούχους σε περιόδους πτώσης των στοιχείων του ενεργητικού. Με βάση πάντως τον σκοπό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και την επενδυτική του πολιτική, λόγω και της μορφής του ως μικτού, ο κίνδυνος είναι ισορροπημένος και κατά βάση χαμηλός. Ειδικότερα θα μπορούσαμε να κάνουμε τις παρακάτω αναφορές σχετικά με τους κινδύνους ενός χαρτοφυλακίου Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

α. Κίνδυνος Αγοράς

Ο κίνδυνος αυτός αναφέρεται στο ενδεχόμενο υποχώρησης τιμών κάποιων αξιών του χαρτοφυλακίου και την αντίστοιχη μείωση της τιμής του μεριδίου ανάλογα με την συμμετοχή του χαρτοφυλακίου στις αξίες που υποχωρούν και για όσο διάστημα διαρκεί η πτώση.

β. Πιστωτικός κίνδυνος

Αν κάποιος εκδότης κινητών αξιών στις οποίες έχει επενδύσει το Αμοιβαίο Κεφάλαιο περιέλθει σε αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεων του, τότε ενδεχομένως να προκύψει θέμα για τις συγκεκριμένες αξίες αλλά το θέμα θα αντιμετωπισθεί μέσα στα πλαίσια των κανόνων που ακολουθεί η χρηματιστηριακή και γενικά η νομοθεσία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς.

γ. Κίνδυνος διακανονισμού

Ο κίνδυνος στις συναλλαγές του Αμοιβαίου Κεφαλαίου διασφαλίζεται από την θεσμοθετημένη διαδικασία εκκαθάρισης την οποία ακολουθεί ο Θεματοφύλακας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και δεσμεύεται για την τήρησή της βάσει της σύμβασης που έχει συναφθεί κατά την ανάληψη των καθηκόντων του, καθώς και από τα προβλεπόμενα στη νομοθεσία για τη λειτουργία της ΕΤΕΣΕΠ.

δ. Κίνδυνος ρευστότητας

Ο κίνδυνος αυτός συνίσταται στην αδυναμία ρευστοποίησης στοιχείων του ενεργητικού σε τιμές συμφέρουσες αλλά και σε χρόνο που μπορεί να είναι πιεστικός. Ο κίνδυνος αυτός αποφεύγεται αφενός από το πρόγραμμα διαχείρισης που πρέπει να προβλέπει σχετική ύπαρξη ρευστότητας αλλά και από τον έγκαιρο προγραμματισμό των αναγκών των μεριδιούχων έτσι ώστε να μην γίνονται ρευστοποιήσεις υπό πίεση και σε περιόδους που δεν συμφέρουν από πλευράς αποδόσεων.

ε. Συναλλαγματικός κίνδυνος

Σύμφωνα με τον κανονισμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου οι επενδύσεις γίνονται μόνο σε ΕΥΡΩ οπότε δεν υφίσταται θέμα συναλλαγματικού κινδύνου.

στ. Κίνδυνος Θεματοφυλακής

Δεν υφίσταται τέτοιος κίνδυνος λόγω αφενός του μεγέθους και της αξιοπιστίας του Θεματοφύλακα του Αμοιβαίου Κεφαλαίου αλλά και των δεσμεύσεων που έχει αναλάβει κατά την υπογραφή της σύμβασης ανάληψης της θεματοφυλακής του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

ζ. Κίνδυνος διασποράς

Τόσο στον κανονισμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου όσο και από την υλοποίηση της επενδυτικής πολιτικής από τα αρμόδια όργανα λαμβάνεται μέριμνα να ελαχιστοποιείται ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου από την καλύτερη διασπορά που πραγματοποιείται.

η. Κίνδυνος απόδοσης

Στον κανονισμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου δεν υπάρχει δέσμευση για παροχή εγγύησης επί του συνόλου ή μέρους του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου από πιστωτικό ίδρυμα. Ο κίνδυνος που υπάρχει αναφέρεται μόνο στην διακύμανση της τιμής του μεριδίου λόγω διακύμανσης των τιμών των αξιών στις οποίες είναι επενδεδυμένο το ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

θ. Κίνδυνος μείωσης του ενεργητικού

Το ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου αυξομειώνεται από δύο αιτίες:

- Από τις εισροές ή εκροές κεφαλαίων λόγω συμμετοχών ή εξαγορών και
- Από την αύξηση ή μείωση των τιμών των αξιών στις οποίες είναι επενδεδυμένο το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου

ι. Κίνδυνος πληθωρισμού

Ο κίνδυνος δηλαδή από τις πληθωριστικές διακυμάνσεις που πιθανόν θα έχει επίπτωση στις πραγματοποιούμενες αποδόσεις του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι ένας γενικός κίνδυνος που έχει επίπτωση σε οποιαδήποτε κατηγορία απόδοσης από οπουδήποτε και αν προέρχεται.

ια. Κίνδυνος κράτους

Όπως προαναφέρθηκε οι επενδύσεις του Αμοιβαίου Κεφαλαίου επιτρέπεται να γίνονται μόνο στην εσωτερική αγορά. Κατά συνέπεια το θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο που διέπει τις επενδύσεις του Α/Κ είναι πλήρες και επαρκές και διασφαλίζει την ομαλή λειτουργία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

4. Απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

α. Ορισμός δείκτη αναφοράς (benchmark)

Η εταιρεία αφού έλαβε υπ' όψη το χαρακτήρα του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, την επενδυτική πολιτική και τους ιδιαίτερους περιορισμούς στα ποσοστά επενδύσεων ανά κατηγορία αξιών και τίτλο, βάσει υπουργικών αποφάσεων, όρισε το παρακάτω δείκτη αναφοράς (benchmark), προκειμένου να ελέγχει την απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

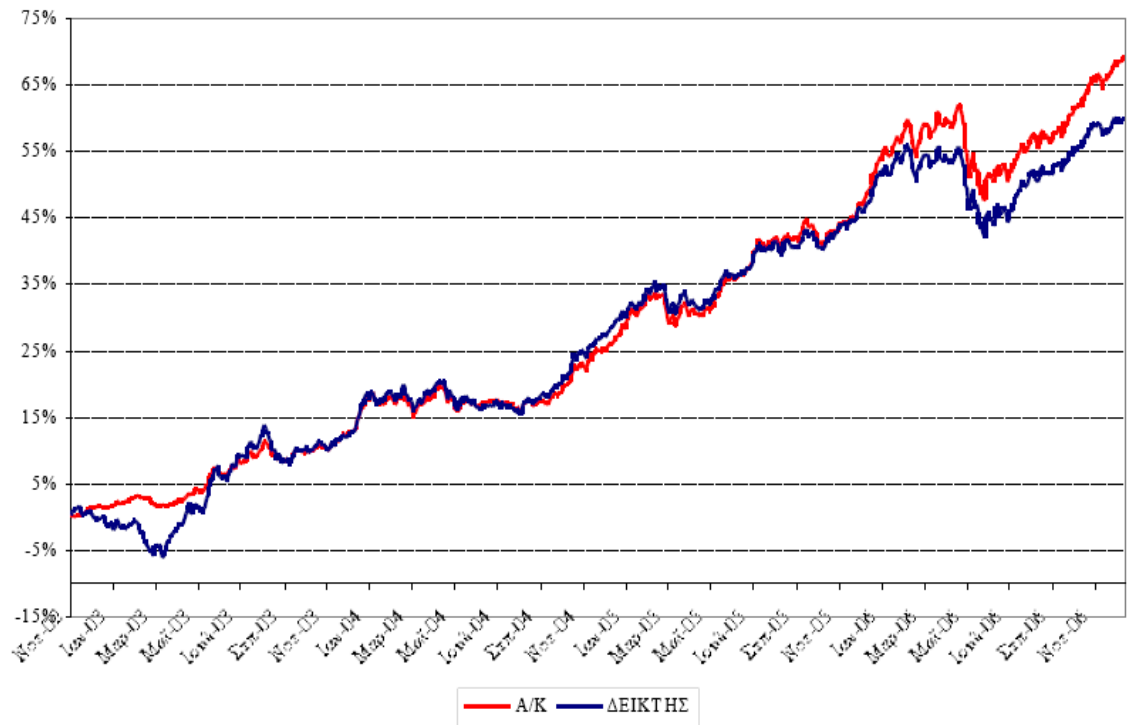
Μετοχές ΧΑ 40% - Σύγκριση με γενικό δείκτη ΧΑ

Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου 47,5% - Σύγκριση με JP MORGAN-GREEK GOVERNMENT BOND.

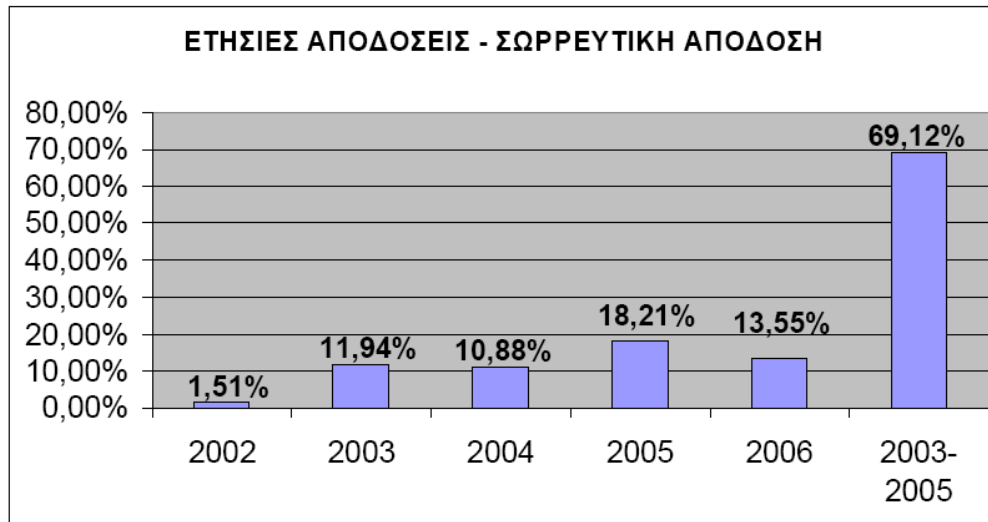
Καταθέσεις 12,5% - Σύγκριση με one month EYRIBOR μείον 0,125% ΕΥΡΩ προσαρμοσμένο λόγω του φόρου τόκων. Ο δείκτης αυτός ορίστηκε την 30/05/2003. Το αρχικό χαρτοφυλάκιο περιέχει 90% ομόλογα Ελλ.Δημοσίου και 10% μετρητά και μετοχές. Η επιτροπή Κεφαλαιαγοράς όρισε εξάμηνη προθεσμία εναρμόνισης του χαρτοφυλακίου, η οποία έγινε.

β. Διάγραμμα απόδοσης Α/Κ – Εναντι δείκτη αναφοράς

ΑΠΟΔΟΣΗ Α/Κ ΕΝΑΝΤΙ ΔΕΙΚΤΗ ΑΝΑΦΟΡΑΣ
ΑΠΟ 19/11/2002 - 30/12/2006



γ. Διάγραμμα Ετήσιων Αποδόσεων



Για το 2002 η έναρξη του Α/Κ είναι στις 18/11/2002.

5. Οικονομικές πληροφορίες

1. Αμοιβές, Προμήθειες και λοιπά έξοδα που βαρύνουν το ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και τους μεριδιούχους.

α. Προμήθειες, αμοιβές και λοιπά έξοδα που βαρύνουν τους μεριδιούχους.

1. Προμήθεια διάθεσης μεριδίων

Για την πώληση μεριδίων η ΑΕΔΑΚ δεν εισπράττει προμήθεια

2. Προμήθεια εξαγοράς μεριδίων.

Για την εξαγορά μεριδίων η ΑΕΔΑΚ δεν εισπράττει προμήθεια.

β. Προμήθειες, αμοιβές και λοιπά έξοδα που βαρύνουν το ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

1. Προμήθεια διαχείρισης.

Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο επιβαρύνεται με προμήθεια διαχείρισης μέχρι 0,20%

ετησίως επί του καθαρού ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, που αναλύεται σε:

i. Προμήθεια ΑΕΔΑΚ μέχρι 0,15% ετησίως επί του μέσου όρου των ημερήσιων αποτιμήσεων και καταβάλλεται στο τέλος κάθε μήνα

ii. Προμήθεια εξωτερικών διαχειριστών 0,05% ετησίως επί του μέσου όρου των ημερήσιων αποτιμήσεων και καταβάλλεται στο τέλος κάθε τριμήνου.

2. Προμήθεια Θεματοφύλακα

Ο θεματοφύλακας δικαιούται αμοιβή 0,05% ετησίως, στην οποία περιλαμβάνεται και η αμοιβή κάθε τρίτου προσώπου που έχει στη φύλαξη του το σύνολο ή μέρος των στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Η αμοιβή υπολογίζεται επί της αξίας του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου την τελευταία εργάσιμη ημέρα κάθε μήνα και καταβάλλεται ανά τρίμηνο.

3. Αμοιβή των ορκωτών ελεγκτών οι οποίοι ελέγχουν τις εκθέσεις του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 28 του ν.3283/2004.

4. Έξοδα και προμήθειες συναλλαγών που πραγματοποιούνται για λογαριασμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

5. Έξοδα των προβλεπόμενων δημοσιεύσεων από το ν.3283/2004 που πραγματοποιούνται για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου.

6. Έξοδα που αφορούν την υποχρεωτική από την κείμενη νομοθεσία ενημέρωση των μεριδιούχων του αμοιβαίου κεφαλαίου.

7. Εισφορές που καταβάλλονται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ή / και σε οποιαδήποτε άλλη κατά το νόμο αρμόδια αρχή για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου, εκτός από τις εξαμηνιαίες εισφορές στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς που επιβαρύνουν στους εξής την ΑΕΔΑΚ σύμφωνα με την με αριθμό 36730/Β.903/15-09-2006 απόφαση του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών.

2. Φορολογικό καθεστώς

Το φορολογικό καθεστώς του αμοιβαίου κεφαλαίου έχει ως εξής:

Η πράξη σύστασης Αμοιβαίου Κεφαλαίου, η διάθεση και η εξαγορά των μεριδίων απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικώς τρίτων. Τα εισοδήματα από κινητές αξίες που αποκτούν τα αμοιβαία κεφάλαια από την ημεδαπή ή αλλοδαπή απαλλάσσονται της φορολογίας εισοδήματος και δεν υπόκεινται σε παρακράτηση φόρου. Ειδικά για τους τόκους ομολογιακών δανείων, η απαλλαγή ισχύει με την προϋπόθεση ότι οι τίτλοι από τους οποίους προκύπτουν οι τόκοι αυτοί έχουν αποκτηθεί τουλάχιστον τριάντα (30) ημέρες πριν από το χρόνο που έχει οριστεί για την εξαργύρωση των τοκομεριδίων. Σε αντίθετη περίπτωση, ενεργείται παρακράτηση φόρου, σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 12 και 54 του Κώδικα Φορολογίας Εισοδήματος, που κυρώθηκε με το ν. 2238/1994 (ΦΕΚ 151Α΄) και με την παρακράτηση αυτή εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση του αμοιβαίου κεφαλαίου και των μεριδιούχων για τα εισοδήματα αυτά.

Η ΑΕΔΑΚ υποχρεούται σε καταβολή φόρου, του οποίου ο συντελεστής ορίζεται σε δέκα τοις εκατό (10%) επί του εκάστοτε ισχύοντος επιτοκίου παρέμβασης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (Επιτοκίου Αναφοράς), προσαυξανόμενου ως ακολούθως, αναλόγως της κατηγορίας κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου βάσει της υπ' αριθ. 1/317/11.11.2004 αποφάσεως του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (ΦΕΚ 1746 Β΄/26.11.2004), όπως εκάστοτε ισχύει:

- α) για αμοιβαία κεφάλαια διαθεσίμων άνευ προσαυξήσεως,
- β) για ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια, κατά είκοσι πέντε εκατοστά της μονάδας (0,25)
- γ) για μικτά αμοιβαία κεφάλαια, κατά πέντε δέκατα της μονάδας (0,5)
- δ) για μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια και για κάθε άλλο τύπο αμοιβαίων πλην των αναφερόμενων πιο πάνω περιπτώσεων, κατά μία (1) μονάδα. Ο φόρος υπολογίζεται επί του εξαμηνιαίου μέσου όρου του καθαρού ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου, λογίζεται καθημερινά και αποδίδεται στην αρμόδια Δημόσια Οικονομική Υπηρεσία μέσα στο πρώτο δεκαπενθήμερο των μηνών Ιουλίου και Ιανουαρίου του επόμενου εξαμήνου από τον υπολογισμό του. Η καταβολή του φόρου γίνεται στο όνομα και για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου. Σε περίπτωση αμοιβαίου κεφαλαίου το οποίου επενδύει το

ενεργητικό του σε μερίδια άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων (άρθρο 23 του ν. 3283/2004), ο οφειλόμενος φόρος υπολογίζεται ανάλογα με την κατηγορία στην οποία κατατάσσεται το αμοιβαίο αυτό κεφάλαιο με βάση την ανωτέρω απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Ο φόρος ο οποίος αναλογεί επί των επί μέρους αμοιβαίων κεφαλαίων και έχει καταβληθεί εκπίπτει μέχρι του ποσού του οφειλόμενου φόρου από το αμοιβαίο κεφάλαιο του παρόντος εδαφίου.

Σε περίπτωση μεταβολής του Επιτοκίου Αναφοράς ή κατάταξης του αμοιβαίου κεφαλαίου, η προκύπτουσα νέα βάση υπολογισμού του φόρου ισχύει από την πρώτη ημέρα του επόμενου της μεταβολής μήνα. Με την καταβολή του φόρου εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση του αμοιβαίου κεφαλαίου και των μεριδιούχων του. Οι διατάξεις των άρθρων 113 και 116 του Κώδικα Φορολογίας Εισοδήματος εφαρμόζονται ανάλογα και για το φόρο που οφείλεται με βάση τις διατάξεις αυτής της παραγράφου. Η πρόσθετη αξία που προκύπτει επί ωφελεία των μεριδιούχων από την εξαγορά μεριδίων σε τιμή ανώτερη της τιμής κτήσεως, απαλλάσσεται από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα, ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικώς τρίτων.

Πλήρης φορολογική απαλλαγή για την ανταλλαγή κινητών αξιών με μερίδια των διαχειριζόμενων από την ΑΕΔΑΚ Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

ΔΗΛΩΣΕΙΣ - ΔΙΕΥΚΡΙΝΗΣΕΙΣ

α. Η φορολόγηση του εισοδήματος ή της υπεραξίας που αποκτούν οι επενδυτές εξαρτάται από τη φορολογική νομοθεσία στην οποία υπόκειται κάθε επενδυτής.

β. Οι επενδυτές σε περίπτωση που έχουν αμφιβολίες ως προς τη φορολογική νομοθεσία στην οποία υπόκεινται, οφείλουν να ζητούν συμβουλές ή / και πληροφορίες από το νομικό ή φορολογικό τους σύμβουλο.

Δείκτης Συνολικών Εξόδων (Δ.Σ.Ε.) και Δείκτης Συχνότητας Εναλλαγής Χαρτοφυλακίου (Δ.Ε.Χ.).

α. Δ.Σ.Ε. = 0,25211%

β. Δ.Ε.Χ. = 169,46

Δ. Εμπορικές Πληροφορίες

1. Τρόπος διάθεσης και εξαγοράς μεριδίων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

α. Διάθεση

Οι πράξεις διαθέσεως μεριδίων διενεργούνται σύμφωνα με τα άρθρα 6 και 8 του Κανονισμού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Για τη διάθεση μεριδίων απαιτείται η υποβολή σχετικής αίτησης συμμετοχής προς την Α.Ε. Διαχειρίσεως (Αμερικής 9, Αθήνα) και η καταβολή του ποσού επενδύσεως στο λογαριασμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου στην Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος.

β. Εξαγορά

Οι πράξεις εξαγοράς μεριδίων διενεργούνται σύμφωνα με τα άρθρα 6 και 9 του Κανονισμού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Για την εξαγορά μεριδίων απαιτείται η υποβολή, από τον μεριδιούχο, σχετικής αίτησης εξαγοράς προς την Α.Ε. Διαχειρίσεως (Αμερικής 9, Αθήνα) και ταυτόχρονη κατάθεση του τίτλου ονομαστικών μεριδίων της βεβαίωσης συμμετοχής προς ακύρωση. Η Α.Ε. Διαχειρίσεως δύναται, σε εξαιρετικές περιπτώσεις, με προηγούμενη έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, να αναστείλει την εξαγορά μεριδίων.

γ. Μεταφορά

Η μεταφορά της επένδυσης μεταξύ των Αμοιβαίων Κεφαλαίων της Α.Ε. Διαχειρίσεως πραγματοποιείται με την εξαγορά των κατεχομένων μεριδίων και στη συνέχεια επένδυση του προϊόντος της εξαγοράς στο νέο Αμοιβαίο Κεφάλαιο, σύμφωνα με τα άρθρα 6, 8 και 9 του Κανονισμού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

2. Ενημέρωση

Καθημερινά δημοσιεύονται στον ημερήσιο Τύπο το καθαρό ενεργητικό, ο αριθμός των κυκλοφορούντων μεριδίων και οι τιμές των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Στο τέλος κάθε χρήσεως δημοσιεύεται σε μία ημερήσια πολιτική και σε μία ημερήσια οικονομική εφημερίδα των Αθηνών συνοπτική κατάσταση του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου, ο λογαριασμός αποτελεσμάτων χρήσεως και η διάθεση κερδών. Στις 31

Δεκεμβρίου και στις 30 Ιουνίου κάθε έτους συντάσσονται, αντίστοιχα, οι ετήσιες και εξαμηνιαίες εκθέσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, όπως προβλέπονται από το Ν.3283/2004, οι οποίες και αποστέλλονται στους μεριδιούχους. Στις 31 Μαρτίου και 30 Σεπτεμβρίου συντάσσονται και αποστέλλονται στους μεριδιούχους οι τριμηνιαίες καταστάσεις χαρτοφυλακίου.

Η ΑΕΔΑΚ ενημερώνει τους μεριδιούχους των υπό διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων για την επένδυσή τους σε τακτική βάση, τουλάχιστον ανά ημερολογιακό τρίμηνο, αποστέλλοντάς τους σχετικά ενημερωτικά έντυπα στα οποία αναφέρονται κατ'ελάχιστον, τα παρακάτω:

α. Ο αριθμός μεριδίων που έχει ο μεριδιούχος, ανά αμοιβαίο κεφάλαιο, η αξία κτήσης τους καθώς και η τρέχουσα καθαρή αξία τους την τελευταία εργάσιμη ημέρα του ημερολογιακού τριμήνου,

β. Η ποσοστιαία απόδοση των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου από την αρχή του ημερολογιακού έτους μέχρι την τελευταία εργάσιμη ημέρα του αντίστοιχου ημερολογιακού τριμήνου υπολογιζόμενη επί της καθαρής τιμής του,

γ. Η ποσοστιαία σωρευτική απόδοση των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου για την περίοδο των τριών (3) τελευταίων ετών με ημερομηνία λήξης την τελευταία εργάσιμη ημέρα του αντίστοιχου ημερολογιακού τριμήνου υπολογιζόμενη επί της καθαρής τιμής τους,

δ. Το ποσοστό της προμήθειας διαχείρισης και της προμήθειας θεματοφυλακής που επιβάρυναν το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου κατά τη διάρκεια του αντίστοιχου ημερολογιακού τριμήνου.

Ε. Λοιπές πληροφορίες

Οι μεριδιούχοι καθώς επίσης και οι υποψήφιοι μεριδιούχοι μπορούν να λαμβάνουν, δωρεάν, κατόπιν αιτήματός τους το πλήρες ενημερωτικό δελτίο και τις ετήσιες και εξαμηνιαίες εκθέσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου. Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο εποπτεύεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

6.4 ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ – ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο έχει συσταθεί στην Ελλάδα με αριθμό αδείας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 20/435/15-07-2003 (ΦΕΚ 1089/Β/05-08-2003) Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι αορίστου διάρκειας Θεματοφύλακας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι η "Εθνική Τράπεζα της ΕλλάδοςΑ.Ε."

Η διαχείριση του χαρτοφυλακίου του Αμοιβαίου Κεφαλαίου έχει ανατεθεί με συμβάσεις στους παρακάτω διαχειριστές, η αμοιβή των οποίων βαρύνει το Αμοιβαίο Κεφάλαιο.

α. Εμπορική Asset Management ΑΕΠΕΥ

β. ALPHA Asset Management ΑΕΔΑΚ

1. Επενδυτικός Σκοπός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Σύμφωνα με τον εγκεκριμένο από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Κανονισμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, ο επιδιωκόμενος επενδυτικός σκοπός αποβλέπει:

α) Βασικός σκοπός της επενδυτικής πολιτικής του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι η επίτευξη της υψηλότερης δυνατής απόδοσης για το μεριδιούχο με τον ελάχιστο δυνατό κίνδυνο, μέσω ενός χαρτοφυλακίου επαρκούς διασποράς κυρίως σε μακροχρόνιους ομολογιακούς τίτλους Ελληνικού Δημοσίου και δευτερευόντως σε βραχυπρόθεσμους και μεσοπρόθεσμους σε ποσοστό τουλάχιστον 65% του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

β) στην εξυπηρέτηση των αναγκών κάλυψης των εκροών των φορέων κοινωνικής ασφάλισης που συμμετέχουν στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο. Δεν παρέχεται εγγύηση από πιστωτικό ίδρυμα για το σύνολο ή μέρος του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Η επενδυτική πολιτική του Αμοιβαίου Κεφαλαίου δεν συναρτάται άμεσα με ορισμένους δείκτες.

2. Επενδυτική πολιτική του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

α) Η κατανομή των τοποθετήσεων σε ομόλογα του ελληνικού δημοσίου γίνεται σε χρονικές διάρκειες που καλύπτουν βραχυχρόνιες, μέσο και μακροπρόθεσμες λήξεις ανάλογα με τα δεδομένα της αγοράς, με γνώμονα πάντα την ελαχιστοποίηση του κινδύνου.

β) Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα επιτρέπονται μόνο για αντιστάθμιση του κινδύνου και σ' αυτή την κατηγορία θα γίνουν τοποθετήσεις εάν αυτό κριθεί από τα αρμόδια όργανα της εταιρίας αναγκαίο.

γ) Η επενδυτική πολιτική αλλά και η ακολουθούμενη στρατηγική είναι να αποφεύγονται οι εναλλαγές των στοιχείων του ενεργητικού όταν δεν είναι απολύτως επιβεβλημένες για την εξυπηρέτηση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

3. Κίνδυνοι του χαρτοφυλακίου του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Οι κίνδυνοι του χαρτοφυλακίου είναι όμοιοι με τους κινδύνους του Αμοιβαίου Κεφαλαίου Μικτό Εσωτερικού (βλέπε παράγραφο II Β3).

4. Απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

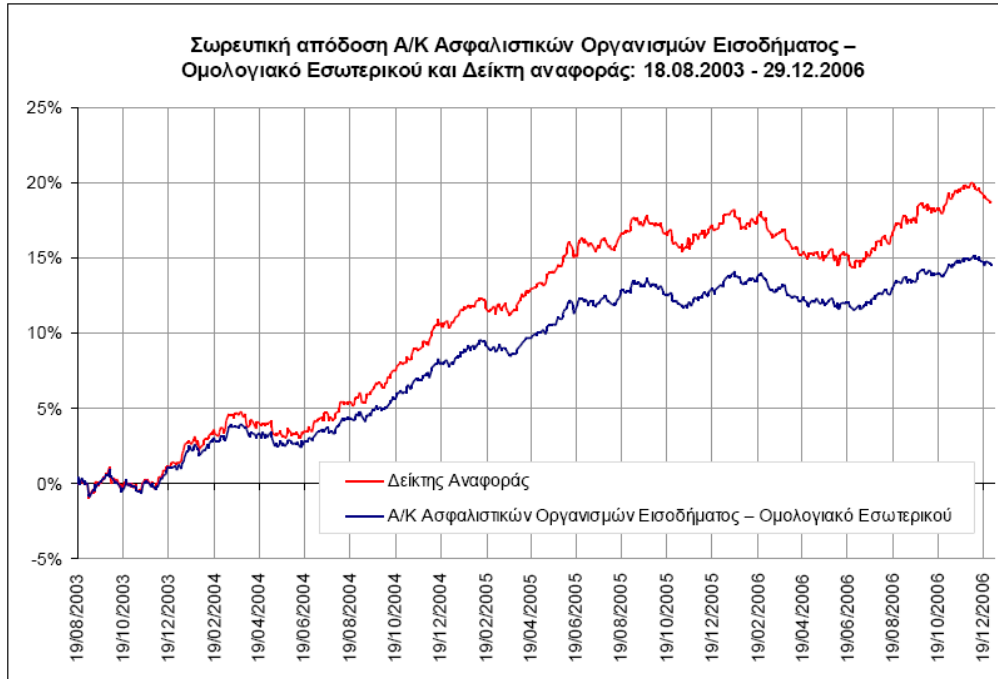
α. Ορισμός δείκτη αναφοράς (benchmark)

Η εταιρεία όπως στο ΜΙΚΤΟ Α/Κ έτσι και στο ομολογιακό όρισε τον παρακάτω δείκτη αναφοράς (benchmark) προκειμένου να ελέγχει την απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου .

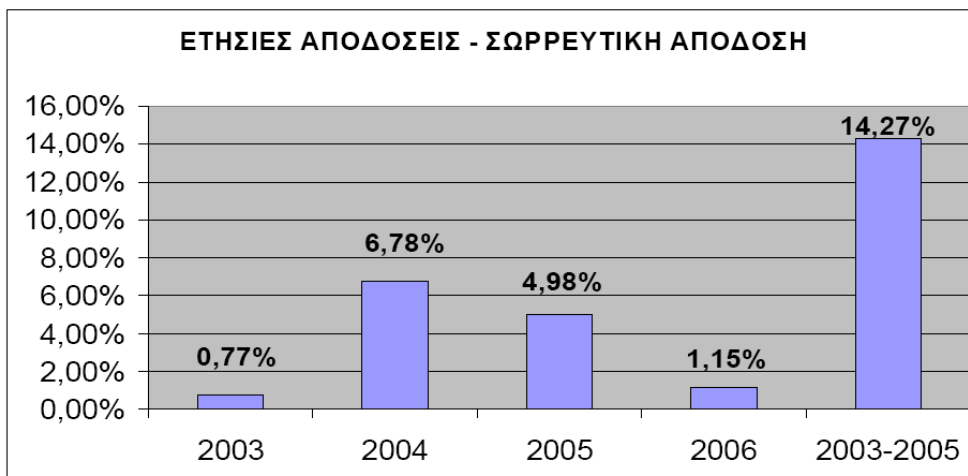
Ομόλογα Ελλ. Δημοσίου 95% - Σύγκριση με JP MORGAN – GREEK GOVERNMENT BOND.

Μετοχές ΧΑΑ 5% - Σύγκριση με Γενικό Δείκτη ΧΑΑ. Ο δείκτης αυτός ορίστηκε την 18/08/2003.

β. Διάγραμμα απόδοσης Α/Κ έναντι δείκτη αναφοράς



γ. Διάγραμμα Ετήσιων Αποδόσεων



Το 2003 αφορά περίοδο από 8/8/2003 (ημερομηνία έναρξης του Α/Κ) μέχρι 31/12/2003

4. Οικονομικές πληροφορίες

1. Αμοιβές, Προμήθειες και λοιπά έξοδα που βαρύνουν το ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και τους μεριδιούχους.

α. Προμήθειες, αμοιβές και λοιπά έξοδα που βαρύνουν τους μεριδιούχους.

1. Προμήθεια διάθεσης μεριδίων

Για την πώληση μεριδίων η ΑΕΔΑΚ δεν εισπράττει προμήθεια

2. Προμήθεια εξαγοράς μεριδίων.

Για την εξαγορά μεριδίων η ΑΕΔΑΚ δεν εισπράττει προμήθεια.

β. Προμήθειες, αμοιβές και λοιπά έξοδα που βαρύνουν το ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

1. Προμήθεια διαχείρισης.

Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο επιβαρύνεται με προμήθεια διαχείρισης μέχρι 0,13% ετησίως επί του καθαρού ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, που αναλύεται σε:

- i. Προμήθεια ΑΕΔΑΚ μέχρι 0,10% ετησίως επί του μέσου όρου των ημερήσιων αποτιμήσεων και καταβάλλεται στο τέλος κάθε μήνα
- ii. Προμήθεια εξωτερικών διαχειριστών 0,03% ετησίως επί του μέσου όρου των ημερήσιων αποτιμήσεων και καταβάλλεται στο τέλος κάθε τριμήνου.

2. Προμήθεια Θεματοφύλακα

Ο θεματοφύλακας δικαιούται αμοιβή 0,03% ετησίως, στην οποία περιλαμβάνεται και η αμοιβή κάθε τρίτου προσώπου που έχει στη φύλαξη του το σύνολο ή μέρος των στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Η αμοιβή υπολογίζεται επί του μέσου όρου των ημερησίων αποτιμήσεων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και καταβάλλεται ανά τρίμηνο.

3. Αμοιβή των ορκωτών ελεγκτών οι οποίοι ελέγχουν τις εκθέσεις του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 28 του ν.3283/2004.

4. Έξοδα και προμήθειες συναλλαγών που πραγματοποιούνται για λογαριασμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

5. Έξοδα των προβλεπομένων δημοσιεύσεων από το ν.3283/2004 που πραγματοποιούνται για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου.

6. Έξοδα που αφορούν την υποχρεωτική από την κείμενη νομοθεσία ενημέρωση των μεριδιούχων του αμοιβαίου κεφαλαίου.

7. Εισφορές που καταβάλλονται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ή / και σε οποιαδήποτε άλλη κατά το νόμο αρμόδια αρχή για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου, εκτός από τις εξαμηνιαίες εισφορές στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς που επιβαρύνουν στους εξής την ΑΕΔΑΚ σύμφωνα με την αριθμό 36730/B.903/15-09-2006 απόφαση του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών.

2. Φορολογικό καθεστώς

Το φορολογικό καθεστώς είναι όμοιο με το φορολογικό καθεστώς του Αμοιβαίου Κεφαλαίου Μικτό Εσωτερικού

3. Δείκτης Συνολικών Εξόδων (Δ.Σ.Ε) και Δείκτης Συχνότητας Εναλλαγής Χαρτοφυλακίου(Δ.Ε.Χ)

α. Δ.Σ.Ε. = 0,164187%

β. Δ.Ε.Χ. = 317,82

Δ. Εμπορικές Πληροφορίες

Οι Εμπορικές Πληροφορίες είναι όμοιες με του Αμοιβαίου Κεφαλαίου Μικτό Εσωτερικού

6.5 ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

6.5.1 ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ

	2002	2003	2004	2005	2006
Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού	1,51%	11,94%	10,88%	18,21%	13,55%
Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος- Ομολογιακό Εσωτερικού		(08/08/2003 - 31/12/2003) 0,77%	6,78%	4,98%	1,15%

6.5.2 ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ ΣΥΝΘΕΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ

	Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού			Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος- Ομολογιακό Εσωτερικού		
	31/12/2006	31/12/2005	31/12/2004	31/12/2006	31/12/2005	31/12/2004
ΜΕΤΟΧΕΣ	45,25%	46,31%	44,45%	4,20%	5,74%	5,25%
ΟΜΟΛΟΓΑ	45,25%	40,64%	42,78%	86,24%	86,61%	84,39%
ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	11,83%	12,19%	12,77%	8,31%	6,54%	10,36%
	99,17%	99,15%	100,00%	98,75%	98,89%	100%

**6.5.3 ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ
ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**

Αρ.Αδείας Επ.Κεφ.: 5/381/7.11.2002 / ΦΕΚ 1446/18-11-2002
ΕΤΗΣΙΑ ΕΚΘΕΣΗ 31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2006
(Περίοδος 01/01/2006-31/12/2006)

ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ - ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
(Απόφ.Επ.Κεφ. 5/381/7.11.2002 Εκτελ.Επιτρ., ΦΕΚ 1446/Β/18.11.2002)

ΕΤΗΣΙΑ ΕΚΘΕΣΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΕΩΣ 31/12/2006 (Περίοδος 01/01/2006-31/12/2006)
(Άρθρο 28 Ν.3283/2004)

1. ΑΝΑΛΥΤΙΚΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ

ΕΙΔΟΣ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ	ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΤΙΜΗ ΜΟΝΑΔΑΣ ΣΕ ΕΥΡΩ	ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΣΕ ΕΥΡΩ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΕΠΙ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	
				ΤΕΜΑΧΙΑ
Ι.ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ				
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΣΑΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ ΧΑ				
ΤΡΑΠΕΖΕΣ				
ALPHA BANK ΑΕ (ΚΟ)	515.000	22,90	11.793.500,00	2,07%
EFG EUROBANK ERGASIAS ΑΕ (ΚΟ)	442.500	27,44	12.142.200,00	2,13%
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ (ΚΟ)	348.500	34,90	12.092.850,00	2,12%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕ (ΚΟ)	479.368	24,42	11.706.166,56	2,06%
ΤΑΧΥΔΡ.ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ ΑΤΕ (ΚΟ)	380.000	17,86	6.786.800,00	1,19%
ΣΥΝΟΛΟ			54.521.516,56	9,57%
ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ				
ΕΘΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ (ΚΟ)	1.504.700	5,58	8.396.226,00	1,47%
ΣΥΝΟΛΟ			8.396.226,00	1,47%
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ				
ΟΤΕ ΑΕ (ΚΟ)	540.000	22,76	12.290.400,00	2,16%
COSMOTE ΑΕ (ΚΟ)	535.000	22,40	11.994.000,00	2,10%
ΣΥΝΟΛΟ			24.274.400,00	4,26%
ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ & ΑΕΡΙΟ				
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ ΑΕ (ΚΟ)	885.000	10,44	9.239.400,00	1,62%
ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ ΑΕ (ΚΟ)	455.000	19,52	8.881.600,00	1,56%
ΣΥΝΟΛΟ			18.121.000,00	3,18%
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ				
ΔΕΗ ΑΕ (ΚΟ)	415.000	19,20	7.968.000,00	1,40%
ΣΥΝΟΛΟ			7.968.000,00	1,40%
ΤΑΞΙΔΙΑ & ΑΝΑΨΥΧΗ				
INTRALOT ΑΕ (ΚΟ)	425.000	26,50	11.262.500,00	1,98%
ΟΠΑΠ ΑΕ (ΚΟ)	371.950	29,28	10.890.896,00	1,91%
ΣΥΝΟΛΟ			22.153.396,00	3,89%
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ				
Μ.Ι.ΜΑΙΛΗΣ ΑΕΒΕ (ΚΟ)	350.000	2,70	945.000,00	0,17%
Ο.Α.Π. ΑΕ (ΚΟ)	212.000	17,86	3.786.320,00	0,66%
ΣΥΝΟΛΟ			4.731.320,00	0,83%
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ				
Ε.Λ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ ΑΕ (ΚΟ)	1.350.000	8,46	11.421.000,00	2,01%
ΤΙΤΑΝ ΑΕΤ (ΚΟ)	287.000	41,30	11.853.100,00	2,08%
ΤΕΡΝΑ (ΚΟ)	379.190	12,80	4.853.632,00	0,85%
ΣΥΝΟΛΟ			28.127.732,00	4,94%
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ				
FOURLIS ΑΕ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΟ)	668.053	16,06	10.728.931,18	1,88%
ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ (ΚΟ)	198.600	8,04	1.596.744,00	0,28%
JUMBO ΑΕ (ΚΟ)	765.000	16,58	12.683.700,00	2,23%
NOTOS COM HOLDINGS (ΚΟ)	184.053	3,54	651.547,62	0,11%
FOLLI - FOLLIE ΑΒΕΕ (ΚΟ)	419.140	29,90	12.532.288,00	2,20%
ΣΥΝΟΛΟ			38.193.208,80	6,71%
ΕΜΠΟΡΙΟ				
ΚΑΕ ΑΕ (ΚΟ)	675.000	15,80	10.665.000,00	1,87%
ΣΥΝΟΛΟ			10.665.000,00	1,87%
ΤΡΟΦΙΜΑ & ΠΟΤΑ				
VIVARTIA ΑΒΕΕ (ΚΟ)	355.000	14,44	5.128.200,00	0,90%
COCA COLA Ε.Ε.Ε. (ΚΑ)	410.000	29,80	12.136.000,00	2,13%
ΣΥΝΟΛΟ			17.262.200,00	3,03%

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ				
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΕ (ΚΟ)	750.000	13,84	10.455.000,00	1,84%
ΣΥΝΟΛΟ			10.466.000,00	1,84%
ΠΡΟΤΕΣ ΥΛΕΣ				
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ ΑΕ (ΚΟ)	429.000	30,00	12.870.000,00	2,26%
ΣΥΝΟΛΟ			12.870.000,00	2,26%
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ Χ.Α.			267.738.799,36	45,25%
ΜΕΡΙΣΜΑΤΑΠΟΔΙΔΕΙΞΙΣ ΕΙΣ/ΤΕΙΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ ΧΑ			178.710,00	0,03%
ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΣΤΑΘΕΡΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ				
ΟΕΔ 210609 2,90%, 3ΕΤΕΣ	60.000	98,54	5.912.400,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			56.729,77	
			6.989.128,77	1,06%
ΟΕΔ 210609 3,40%, 3ΕΤΕΣ	38.000	98,54	3.748.320,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			1.415,89	
			3.749.736,89	0,88%
ΟΕΔ 180408 3,50%, 5ΕΤΕΣ	86.000	99,44	8.551.840,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			0,00	
			8.661.840,00	1,60%
ΟΕΔ 200409 3,50%, 5ΕΤΕΣ	235.000	98,97	23.257.950,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			70.623,30	
			23.328.673,30	4,10%
ΟΕΔ 200410 3,10%, 5ΕΤΕΣ	255.000	97,35	24.824.250,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			117.275,35	
			24.941.826,36	4,38%
ΟΕΔ 200811 3,90%, 5ΕΤΕΣ	50.000	99,38	4.969.000,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			84.945,71	
			6.063.846,21	0,88%
ΟΕΔ 200513 4,60%, 10ΕΤΕΣ	215.000	102,88	22.119.200,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			350.850,28	
			22.470.080,28	3,86%
ΟΕΔ 260308 8,60%, 10ΕΤΕΣ	35.000	105,44	3.690.400,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			13.277,78	
			3.703.777,78	0,66%
ΟΕΔ 290109 6,30%, 10ΕΤΕΣ	65.000	104,54	6.795.100,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			89.627,50	
			6.883.737,60	1,21%
ΟΕΔ 180512 5,25%, 10ΕΤΕΣ	62.000	105,67	6.551.540,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			104.741,09	
			6.668.281,08	1,17%
ΟΕΔ 180511 5,35%, 10ΕΤΕΣ	55.000	105,20	5.786.000,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			115.601,37	
			6.801.601,37	1,04%
ΟΕΔ 190510 6,00%, 10ΕΤΕΣ	50.000	106,24	5.312.000,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			139.726,02	
			6.461.726,02	0,88%
ΟΕΔ 200514 4,50%, 10ΕΤΕΣ	71.000	102,49	7.276.790,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			95.486,30	
			7.372.276,30	1,28%
ΟΕΔ 200715 3,70%, 10ΕΤΕΣ	210.000	96,84	20.336.400,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			72.986,30	
			20.409.386,30	3,68%
ΟΕΔ 200716 3,60%, 10ΕΤΕΣ	118.000	95,34	11.250.120,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			204.809,01	
			11.464.829,01	2,01%

ΟΕΔ 110114, 6,50%, 15ΕΤΕΣ	150.000	114,41	18.305.600,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			448.600,00	
			18.764.100,00	3,28%
ΟΕΔ 221022, 5,90%, 20ΕΤΕΣ	140.000	117,72	16.480.800,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			33.650,28	
			16.614.280,28	2,80%
ΟΕΔ 221019, 6,50%, 20ΕΤΕΣ	150.000	121,67	18.250.500,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			36.291,67	
			18.286.791,67	3,21%
ΟΕΔ 200937, 4,50%, 32ΕΤΕΣ	122.000	100,79	12.296.380,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			45.084,06	
			12.342.464,06	2,17%
ΣΥΝΟΛΟ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΣΤΑΘΕΡΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ			227.796.140,17	40,00%
ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΚΥΜΑΙΝΟΜΕΝΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ				
ΟΕΔ 040417, 3,672%, 12ΕΤΕΣ	100.000	99,96	9.996.000,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			0,00	
			9.996.000,00	1,78%
ΟΕΔ 190421, 4,643%, 15ΕΤΕΣ ΕΙΔ.ΕΚΔΟΣΗΣ	20.000	96,425	1.928.500,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			0,00	
			1.928.500,00	0,34%
ΣΥΝΟΛΟ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΚΥΜΑΙΝΟΜΕΝΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ			11.824.500,00	2,09%
ΣΥΝΟΛΟ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ			239.720.640,17	42,09%
ΣΥΝΟΛΟ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ			497.838.148,63	87,97%
II. ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ				
ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ ΟΥΡΩΣ ΣΕ EURO			7.023,14	0,00%
ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΣ ΣΕ EURO			67.386.864,38	11,83%
ΣΥΝΟΛΟ ΧΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ			67.393.888,12	11,83%
III. ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ - ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ - ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ				
ΧΡΕΩΣΤΕΣ ΔΙΑΦΟΡΟΙ			1.499.130,88	
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ			4.045.353,76	
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΑΙΤΗΣΩΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΩΝ ΛΟΓ/ΣΜΩΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ			5.544.484,64	0,97%
ΠΙΣΤΩΤΕΣ ΔΙΑΦΟΡΟΙ			-142.160,84	
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΑΠΟ ΦΟΡΟΥΣ			-813.677,77	
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ			-73.047,84	
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΩΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΩΝ ΛΟΓ/ΣΜΩΝ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ			-1.027.886,45	-0,18%
ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΒΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ			688.648.836,84	100,00%
IV. ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΚΑΤΑ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ				
Μετοχές εισηγμένες στο Χ.Α., Μερ./ζεύς Εισηγτές Μετ.Εισ/νων στο Χ.Α.			257.917.509,36	45,28%
Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου			239.720.640,17	42,09%
Τραπεζικές Καταθέσεις			67.393.888,12	11,83%
			686.032.037,65	88,21%

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ-ΑΡΧΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

1. Η Εταιρεία συμμετείχε στις Γενικές Συνελεύσεις των περισσότερων εταιρειών του χαρτοφυλακίου του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και άσκησε το δικαίωμα ψήφου.
2. Η αποτίμηση των εισηγμένων στο Χ.Α. Μετοχών έγινε με βάση την τιμή κλεισίματος των χρηματιστηριακών συναλλαγών τοις μετρητοίς της 29/12/2006.
3. α) Η αποτίμηση των Ομολόγων Ελληνικού Δημοσίου έγινε με βάση τις τιμές του Δελτίου Τιμών Αγοράς Τίτλων Ελληνικού Δημοσίου της 29/12/2006 που συστημάτος Ηλεκτρονικής Δευτερογενούς Αγοράς Τίτλων (ΗΔΑΤ) πλέον των καταβληθέντων τόκων κατά την απόκτησή τους.
β) Η αποτίμηση του Ομολόγου Ελληνικού Δημοσίου Ειδικής Έκδοσης λήξης 19/04/21 4,643% 15Υ έγινε με βάση την προσαρτημένη από την ALPHA BANK, (BOOK RUNNER) μέση τιμή αγοράς και πώλησης (BID ASK) της 29-12-2006.
4. Οι δεδουλευμένοι τόκοι των Ομολόγων Ελληνικού Δημοσίου, από την απόκτησή τους, ή από την ημερομηνία έναρξης κουπονιών, μέχρι την 31/12/2006 έχουν καταχωρηθεί στα έσοδα της χρήσης και στους μεταβατικούς λογαριασμούς του ενεργητικού.
5. Οι καταθέσεις προθεσμίας φέρονται στην αξία κτήσης τους πλέον των δεδουλευμένων τόκων έως 31-12-2006, οι οποίοι εμφανίζονται στους μεταβατικούς λογαριασμούς ενεργητικού.

2. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΕΙΣΡΟΩΝ - ΕΚΡΟΩΝ ΜΕΡΙΔΙΩΝ, ΔΙΑΦΟΡΑΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΠΕΡΙΟΔΟΥ (01/01/2006-31/12/2006)		
I. ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΜΕΡΙΔΙΟΥΧΩΝ	Μερίδια	Ευρώ
Μερίδια σε κυκλοφορία την 31/12/2005	112.589.337,157	341.502.011,78
Πλέον: Διάθεση μερίδων 01/01-31/12/2006	0,000	0,00
Μείον: Εξαγορές μερίδων 01/01-31/12/2006	-332.440,000	-1.564.861,57
	112.256.897,157	339.937.150,21
Πλέον: Κέρδη προηγ. χρήσεων Κεφαλοκοπήθηνια	0,000	80.847.323,06
Μερίδια σε κυκλοφορία την 31/12/2006	112.256.897,157	420.784.473,27

II. ΔΙΑΦΟΡΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ		
Καθαρό Ενεργητικό σε τιμές κτήσης την 31/12/2006	472.068.891,35	
Καθαρό Ενεργητικό σε τρέχουσες τιμές την 31/12/2006	<u>569.548.635,84</u>	97.479.744,49

III. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΕΡΙΟΔΟΥ		
Έσοδα από προσόδους		
Μερίσματα μεταχών		5.932.488,23
Τόκοι		<u>10.776.922,49</u>
Σύνολο εσόδων από προσόδους		16.709.410,72
Έσοδα Κεφαλαίου		
Κέρδη από πώληση χρηματίων		48.930.565,15
Μείον: Ζημιές από πώληση χρηματίων		<u>-9.220.925,66</u>
Σύνολο εσόδων Κεφαλαίου		<u>39.709.639,49</u>
Σύνολο Προσόδων και Εσόδων Κεφαλαίου		55.419.050,21
Μείον: Έξοδα		
Αμοιβή Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου		1.058.688,83
Αμοιβή Θεματοφυλακής		286.717,70
Έξοδα Συμμετοχών και Χρεωγράφων		334.695,45
Φόρος (τόκων, ενεργητικού, χρηματ. συναλλ.)		2.459.559,32
Αμοιβές Σ.Ο.Λ.		4.641,00
Έξοδα Δημοσιεύσεων		713,41
Συνδρομή επιτροπής Κεφαλαγοράς		<u>9.616,42</u>
Σύνολο εξόδων		<u>4.134.632,13</u>
Καθαρά Κέρδη Περιόδου		51.284.418,08
ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		569.548.635,84

(ΜΕΡΙΔΙΑ ΣΕ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ : 112.256.897,157 ΕΠΙ ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ ΜΕΡΙΔΙΟΥ: 5,0736)

3. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ		
Καθαρά Κέρδη προς διάθεση	51.284.418,08	
Μεσοφωρά κερδών στο κεφάλαιο μεριδούχων	51.284.418,08	

4. ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΤΩΝ 2002 έως 2006	Καθαρή αξία Ενεργητικού	Καθαρή αξία Μερίδιου
31/12/2002	323.242.823,92	3,0453
31/12/2003	372.321.153,11	3,4089
31/12/2004	418.494.484,71	3,7756
31/12/2005	503.071.006,55	4,4682
31/12/2006	569.548.635,84	5,0736

5. ΣΧΕΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΗΣΗΣ-ΑΠΟΔΟΣΗΣ:	19.11.2002-31.12.2002	0,1104%
	01.01.2003-31.12.2003	0,2505%
	01.01.2004-31.12.2004	0,3448%
	01.01.2005-31.12.2005	0,3510%
	01.01.2006-31.12.2006	0,4895%

6. ΔΕΙΚΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΞΟΔΩΝ (Δ.Σ.Ε.):	01.01.2005-31.12.2005	0,25359%
	01.01.2006-31.12.2006	0,25211%

Ο Δ.Σ.Ε. του αμοιβαίου κεφαλαίου υπολογίζεται κάθε έτος με βάση την ετήσια διαχειριστική του χρήση και ορίζεται ως το πηλίκο του συνολικού λειτουργικού του κόστους προς το μέσο όρο του καθαρού ενεργητικού του.

Στο συνολικό λειτουργικό κόστος του αμοιβαίου κεφαλαίου περιλαμβάνονται η προμήθεια διαχείρισης, η προμήθεια θεματοφυλακής, η αμοιβή των αρκούντων ελεγκτών, τα έξοδα των προβλεπόμενων δημοσιεύσεων από το ν. 3283/2004 που πραγματοποιούνται για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου, τα έξοδα που αφορούν την υποχρεωτική από την κείμενη νομοθεσία ενημέρωση των μεριδούχων του αμοιβαίου κεφαλαίου και οι εισφορές στην Επιτροπή Κεφαλαγοράς.

Στο συνολικό λειτουργικό κόστος του αμοιβαίου κεφαλαίου δεν περιλαμβάνονται το κόστος συναλλαγών για τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου (περιλαμβανομένων των αμοιβών, των φόρων και των πώσης φύσεως επιβαρύνσεων που αφορούν τις χρηματοπιστωτικές συναλλαγές), οι τόκοι δανείων, οι πληρωμές που καταβάλλονται για τη χρήση παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων, οι προμήθειες διάθεσης και εξαγοράς μερίδων καθώς και οποιαδήποτε άλλη προμήθεια ή αμοιβή καταβάλλεται άμεσα από τον επενδυτή. Επίσης, για τον υπολογισμό του Δ.Σ.Ε. του αμοιβαίου κεφαλαίου δεν λαμβάνονται υπόψη οι φορολογικές επιβαρύνσεις του.

Αθήνα, 18 Ιανουαρίου 2007

Ο ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΑΣ
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΕΩΣ
ΑΕΔΑΚ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ

Κ.ΣΠΥΡΙΑΔΗΚΗ Δ.ΞΕΝΟΣ

Π.ΚΑΤΣΟΥΛΑΣ Σ.ΒΑΛΑΡΗΣ

**6.5.4 ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ
ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ-ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ**

Αρ.Αδείας Επ.Κεφ.: 20/435/15.07.2003 / ΦΕΚ 1089 Β' /05-08-2003

ΕΤΗΣΙΑ ΕΚΘΕΣΗ 31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2006

(Περίοδος 01/01/2006-31/12/2006)

ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ-ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
 (Απόφ.Επ.Κεφ. 20/435/15.07.2003, ΦΕΚ 1089 Β/5.8.2003)
ΕΤΗΣΙΑ ΕΚΘΕΣΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΕΩΣ 31/12/2006 (Περίοδος 01/01/2006-31/12/2006)
 (Άρθρο 28 Ν.3283/2004)

1. ΑΝΑΛΥΤΙΚΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ

ΕΙΔΟΣ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ	ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΤΙΜΗ ΜΟΝΑΔΑΣ ΣΕ ΕΥΡΩ	ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΣΕ ΕΥΡΩ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΕΠΙ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

Ι.ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΣΑΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ ΧΑΑ

ΤΡΑΠΕΖΕΣ

ALPHA BANK ΑΕ (ΚΟ)	30.460	22,90	697.534,00	0,20%
EFG EUROBANK ERGASIAS ΑΕ (ΚΟ)	26.240	27,44	720.025,60	0,21%
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ (ΚΟ)	21.387	34,90	746.406,30	0,22%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕ (ΚΟ)	29.325	24,42	716.116,50	0,21%
ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΚΟ)	160.000	3,90	624.000,00	0,18%
ΤΑΧΥΔΡ. ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ ΑΤΕ (ΚΟ)	15.219	17,86	271.811,34	0,08%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ (ΚΟ)	15.000	10,36	155.400,00	0,05%
ΣΥΝΟΛΟ			3.931.293,74	1,14%

ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ

ΟΤΕ ΑΕ (ΚΟ)	29.300	22,76	666.868,00	0,19%
COSMOTE ΑΕ (ΚΟ)	28.200	22,40	631.680,00	0,18%
ΣΥΝΟΛΟ			1.298.548,00	0,38%

ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ & ΑΕΡΙΟ

ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ ΑΕ (ΚΟ)	61.100	10,44	637.884,00	0,19%
ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ ΑΕ (ΚΟ)	36.000	19,52	702.720,00	0,20%
ΣΥΝΟΛΟ			1.340.604,00	0,39%

ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ

ΔΕΗ ΑΕ (ΚΟ)	36.400	19,20	698.880,00	0,20%
ΣΥΝΟΛΟ			698.880,00	0,20%

ΤΑΞΙΔΙΑ & ΑΝΑΨΥΧΗ

ΑΤΤΙΣΑ ΑΝΩΝ.ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜ/ΧΩΝ	84.000	4,00	336.000,00	0,10%
INTRALOT ΑΕ (ΚΟ)	13.000	26,50	344.500,00	0,10%
ΟΠΑΠ ΑΕ (ΚΟ)	22.950	29,28	671.976,00	0,20%
ΣΥΝΟΛΟ			1.352.476,00	0,39%

ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ

ΒΙΟΧΑΛΚΟ ΑΕ (ΚΟ)	57.590	9,44	543.649,60	0,16%
ΜΕΤΚΑ Α.Ε. (ΚΟ)	26.636	10,20	271.687,20	0,08%
ΣΥΝΟΛΟ			815.336,80	0,24%

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ

INTRACOM ΑΕ (ΚΟ)	60.000	5,14	308.400,00	0,09%
ΣΥΝΟΛΟ			308.400,00	0,09%

ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ

ΕΛΛ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ ΑΕ (ΚΟ)	59.173	8,46	500.603,58	0,15%
ΤΙΤΑΝ ΑΕΤ (ΚΟ)	17.405	41,30	718.826,50	0,21%
ΗΡΑΚΛΗΣ ΑΓΕΤ (ΚΟ)	22.562	16,24	366.406,88	0,11%
ΣΥΝΟΛΟ			1.585.836,96	0,46%

ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ

FOLLI - FOLLIE ΑΒΕΕ (ΚΟ)	22.890	29,90	684.411,00	0,20%
ΣΥΝΟΛΟ			684.411,00	0,20%

ΤΡΟΦΙΜΑ & ΠΟΤΑ

COCA COLA Ε.Ε.Ε. (ΚΑ)	23.800	29,60	704.480,00	0,20%
ΣΥΝΟΛΟ			704.480,00	0,20%

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ				
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΕ (ΚΟ)	43.800	13,94	610.572,00	0,18%
ΓΕΚ (ΚΟ)	14.700	8,32	122.304,00	0,04%
ΕΥΡΟΒΑΝΚ PROPERTIES Α.Ε.Ε.Α.Π. (ΚΟ)	20.000	17,02	340.400,00	0,10%
ΣΥΝΟΛΟ			1.073.276,00	0,31%
ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ				
S AND B ΒΙΟΜ. ΟΡΥΚΤΑ (ΚΟ)	27.000	9,90	267.300,00	0,08%
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ ΑΕ (ΚΟ)	13.000	30,00	390.000,00	0,11%
ΣΥΝΟΛΟ			657.300,00	0,19%
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΣΑΓΓΕΜΕΝΕΣ ΣΤΟ Χ.Α.			14.450.842,50	4,20%
ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΣΤΑΘΕΡΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ				
ΟΕΔ 210807 3,25%, 3ΕΤΕΣ	100.000	99,73	9.973.000,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			<u>162.945,21</u>	
			10.135.945,21	2,95%
ΟΕΔ 210808 2,90%, 3ΕΤΕΣ	70.000	98,54	6.897.800,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			<u>100.665,75</u>	
			6.998.465,75	2,03%
ΟΕΔ 210809 3,40%, 3ΕΤΕΣ	420.000	98,64	41.428.800,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			<u>248.153,44</u>	
			41.676.953,44	12,11%
ΟΕΔ 180408 3,50%, 5ΕΤΕΣ	100.000	99,44	9.944.000,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			<u>27.809,22</u>	
			9.971.809,22	2,90%
ΟΕΔ 200409 3,50%, 5ΕΤΕΣ	200.000	98,97	19.794.000,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			<u>144.075,35</u>	
			19.938.075,35	5,79%
ΟΕΔ 200410 3,10%, 5ΕΤΕΣ	120.000	97,35	11.682.000,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			<u>27.517,81</u>	
			11.709.517,81	3,40%
ΟΕΔ 200811 3,90%, 5ΕΤΕΣ	321.000	99,38	31.900.980,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			<u>248.788,91</u>	
			32.147.768,91	9,34%
ΟΕΔ 200613 4,60%, 10ΕΤΕΣ	81.000	102,88	8.333.280,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			<u>49.839,68</u>	
			8.382.919,68	2,44%
ΟΕΔ 290109 6,30%, 10ΕΤΕΣ	78.000	104,54	8.154.120,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			<u>62.158,06</u>	
			8.216.278,06	2,39%
ΟΕΔ 180612 5,25%, 10ΕΤΕΣ	80.000	105,67	8.453.600,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			<u>188.410,98</u>	
			8.640.010,98	2,51%
ΟΕΔ 200614 4,50%, 10ΕΤΕΣ	88.000	102,49	9.019.120,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			<u>55.331,51</u>	
			9.074.451,51	2,64%
ΟΕΔ 200715 3,70%, 10ΕΤΕΣ	80.000	96,84	7.747.200,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			<u>46.242,38</u>	
			7.793.442,38	2,26%
ΟΕΔ 200716 3,60%, 10ΕΤΕΣ	410.000	95,34	39.089.400,00	
ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ			<u>209.618,84</u>	
			39.299.018,84	11,42%

ΟΕΔ 221022 5,90%, 20ΕΤΕΣ ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ	80.000	117,72	9.417.600,00 8.465,75	
			9.424.065,75	2,74%
ΟΕΔ 200937 4,50%, 32ΕΤΕΣ ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ	136.000	100,79	13.608.650,00 73.787,67	
			13.680.437,67	3,97%
ΣΥΝΟΛΟ ΟΕΔ ΣΤΑΘΕΡΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ			237.089.155,54	68,89%
ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΚΥΜΑΙΝΟΜΕΝΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ				
ΟΕΔ 230409 3,637%, 5ΕΤΕΣ ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ	330.000,00	99,97	32.980.100,00 85.673,01	
			33.075.673,01	9,61%
ΟΕΔ 060725 6,00%, 20ΕΤΕΣ ΕΙΔ. ΕΚΔΟΣΗΣ ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ	20.000,00	80,17	1.603.334,00 55.333,33	
			1.658.667,33	0,48%
ΟΕΔ 070724 6,00%, 19ΕΤΕΣ ΕΙΔ. ΕΚΔΟΣΗΣ ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ	22.950,00	83,50	1.916.325,00 63.112,50	
			1.979.437,50	0,58%
ΟΕΔ 190421 4,643%, 15ΕΤΕΣ ΕΙΔ. ΕΚΔΟΣΗΣ ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ	213.000,00	96,43	20.538.525,00 2.633,15	
			20.541.158,15	5,97%
ΟΕΔ 130720 5,00%, 15ΕΤΕΣ ΕΙΔ. ΕΚΔΟΣΗΣ ΚΑΤΑΒΛΗΘΕΝΤΕΣ ΤΟΚΟΙ	30.000,00	80,69	2.420.550,00 44.166,67	
			2.464.716,67	0,72%
ΣΥΝΟΛΟ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΚΥΜΑΙΝΟΜΕΝΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ			59.719.652,66	17,35%
ΣΥΝΟΛΟ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ			296.808.808,20	86,24%
ΣΥΝΟΛΟ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ			311.259.650,70	90,44%
II. ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ				
ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ ΟΦΕΩΣ ΣΕ EURO			7.271,02	
ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΣ ΣΕ EURO			28.584.810,49	
ΣΥΝΟΛΟ ΧΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ			28.592.081,51	8,31%
III. ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ - ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ-ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ				
ΧΡΕΩΣΤΕΣ ΔΙΑΦΟΡΟΙ			0,00	
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ/ΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ			4.912.645,16	
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΩΝ ΛΟΓ/ΣΜΩΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ			4.912.645,16	1,43%
ΠΙΣΤΩΤΕΣ ΔΙΑΦΟΡΟΙ			-56.302,09	
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΑΠΟ ΦΟΡΟΥΣ-ΤΕΛΗ			-516.524,66	
ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ/ΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ			-29.839,66	
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ			-601.666,41	-0,17%
ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ			344.162.710,96	100,00%
I.V. ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΚΑΤΑ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ				
Μετοχές εισηγμένες στο Χ.Α.			14.450.842,50	4,20%
Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου			296.808.808,20	86,24%
Τραπεζικές Καταθέσεις			28.592.081,51	8,31%
			339.851.732,21	98,75%

4. ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΤΩΝ 2003 έως 2006		Καθαρή αξία Ενεργητικού	Καθαρή αξία Μεριδίου
	<u>31/12/2003</u>	282.897.017,49	3,0232
	<u>31/12/2004</u>	303.664.974,63	3,2283
	<u>31/12/2005</u>	320.310.412,12	3,3891
	<u>31/12/2006</u>	344.162.710,96	3,4282

5. ΣΧΕΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ-ΑΠΟΔΟΣΗΣ:		
08.08.2003-31.12.2003		0,2118%
01.01.2004-31.12.2004		0,1569%
01.01.2005-31.12.2005		0,1348%
01.01.2006-31.12.2006		0,1253%

6. ΔΕΙΚΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΞΟΔΩΝ (Δ.Σ.Ε):01.01.2006-31.12.2006		
		0,16419%

Ο Δ.Σ.Ε. του ομειβαίου κεφαλαίου υπολογίζεται κάθε έτος με βάση την ετήσια διαχειριστική του χρήση και ορίζεται ως το πηλίκο του συνολικού λειτουργικού του κόστους προς το μέσο όρο του καθαρού ενεργητικού του.

Στο συνολικό λειτουργικό κόστος του ομειβαίου κεφαλαίου περιλαμβάνονται η προμήθεια διαχείρισης, η προμήθεια θεματοφυλακής, η αμοιβή των ορκωτών ελεγκτών, τα έξοδα των προβλεπόμενων δημοσιεύσεων από το ν. 3283/2004 που πραγματοποιούνται για λογαριασμό του ομειβαίου κεφαλαίου, τα έξοδα που αφορούν την υποχρεωτική από την κείμενη νομοθεσία ενημέρωση των μεριδιούχων του ομειβαίου κεφαλαίου και οι εισφορές στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Στο συνολικό λειτουργικό κόστος του ομειβαίου κεφαλαίου δεν περιλαμβάνονται το κόστος συναλλαγών για τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου (περιλαμβανομένων των ομειβών, των φόρων και των πάσης φύσεως επιβαρύνσεων που αφορούν τις χρηματιστηριακές συναλλαγές), οι τόκοι δανείων, οι πληρωμές που καταβάλλονται για τη χρήση παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων, οι προμήθειες διάθεσης και εξαγοράς μεριδίων καθώς και οποιαδήποτε άλλη προμήθεια ή αμοιβή καταβάλλεται άμεσα από τον επενδυτή. Επίσης, για τον υπολογισμό του Δ.Σ.Ε. του ομειβαίου κεφαλαίου δεν λαμβάνονται υπόψη οι φορολογικές επιβαρύνσεις του.

Αθήνα, 18 Ιανουαρίου 2007

Ο ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΑΣ
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΕΩΣ
ΑΕΔΑΚ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ

Κ.ΣΠΥΡΙΔΑΚΗ Δ.ΞΕΝΟΣ

Π.ΚΑΤΣΟΥΛΑΣ Σ.ΒΑΛΑΡΗΣ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟΝ
ΑΘΗΝΩΝ

***ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΜΙΚΤΩΝ
ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ***

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

7.1 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΜΙΚΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Ξεκινώντας το εμπειρικό κομμάτι της εργασίας μου χρειάστηκε η ανεύρεση και η χρήση δεδομένων που αφορούν στην υπό μελέτη περίοδο για το σύνολο των μικτών αμοιβαίων κεφαλαίων που υπήρχαν στην αγορά το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και φυσικά διατήρησαν τη βιωσιμότητά τους για όλη τη διάρκεια της περιόδου, η οποία περιλαμβάνει τα έτη 2003 έως και 2006.

Η προέλευση των δεδομένων πραγματοποιήθηκε από το site της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών (ΕΘΕ), καθώς και από την πλήρως ενημερωμένη βάση δεδομένων Data Stream όπως αυτή διατίθεται στους φοιτητές του Πανεπιστημίου Πειραιά.

Η μορφή των δεδομένων που χρησιμοποιήθηκαν αρχικά προτού υποστούν την ανάλογη επεξεργασία τους, ήταν οι ημερήσιες παρατηρήσεις και ειδικότερα οι καθαρές τιμές δεκαπέντε μικτών αμοιβαίων κεφαλαίων για την περίοδο αυτή, οι ημερήσιες αποδόσεις του χαρτοφυλακίου της αγοράς και η χωρίς κίνδυνο αποδοτικότητα, δηλαδή η απόδοση των Εντόκων Γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου.

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.

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 ως προς τον δείκτη των ομολόγων της JP MORGAN και αν αποτελούν αξιόπιστη λύση επένδυσης ή όχι.

Στη συνέχεια βρέθηκαν και οι αποδόσεις του Εντόκου Γραμματίου του Ελληνικού Δημοσίου (ΕΓΕΔ) και πάλι συναρτήσεως 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 καθώς και η περίοδος που μελετάμε δεν ήταν τυχαία. Αφορά στο συνολικό αριθμό των μικτών αμοιβαίων κεφαλαίων που υπήρχαν διαθέσιμα στην αγορά την περίοδο που συστάθηκε το Αμοιβαίο Κεφάλαιο Ασφαλιστικών Οργανισμών - Μικτό Εσωτερικού (ΦΕΚ 1446/Β/18.11.2002)

Πιο συγκεκριμένα, η περίοδος εκτίμησης των δεδομένων αφορά από 01/01/2003 έως και 31/12/2006 και τα συμπεράσματα που προέκυψαν είναι ενδεικτικά της περιόδου αυτής.

Παραθέτω αναλυτικά τα 15 μικτά αμοιβαία κεφάλαια.

Δείγμα Επιλεγμένων Ελληνικών Μικτών Α/Κ

1.	Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού
2.	ALICO Ελληνικό Μικτό
3.	ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού
4.	CitiFund Μικτό Εσωτερικού
5.	ING Α/Κ Μικτό Εσωτερικού
6.	INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)
7.	ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
8.	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.
9.	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού
10.	ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού
11.	ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού
12.	PROTON Μικτό Εσωτερικού
13.	MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού
14.	INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού
15.	ALPHA Μικτό Εσωτερικού

7.2 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 ετήσιες υπερβάλλουσες αποδόσεις για 15 αμοιβαία Κεφάλαια για τα έτη 2003-2006.

Η αξιολόγηση της επίδοσης ενός αμοιβαίου κεφαλαίου απαιτεί τον υπολογισμό της επίδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Το χαρτοφυλάκιο της ελληνικής αγοράς περιλαμβάνει όλα τα περιουσιακά στοιχεία που υπάρχουν στην ελληνική οικονομία, δηλαδή μετοχές, ομολογίες, ακίνητα κ.ο.κ.. Επειδή, όμως, είναι αδύνατον να υπολογιστεί η επίδοση ενός χαρτοφυλακίου που περιλαμβάνει τόσα πολλά και διαφορετικά στοιχεία, τελικά η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς προσεγγίζεται από τον χρηματιστηριακό δείκτη.

Στα πλαίσια της παρούσας διπλωματικής εργασίας κρίθηκε ότι ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών μπορεί να παράσχει μια ικανοποιητική προσέγγιση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου της ελληνικής αγοράς.

Υπολογίζεται, λοιπόν, η μέση ημερήσια απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, όπως αυτή φαίνεται από τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Returns 2003

ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.	26,08%
ALPHA Μικτό Εσωτερικού	22,75%
CitiFund Μικτό Εσωτερικού	19,61%
PROTON Μικτό Εσωτερικού	16,92%
ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού	16,50%
MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού	14,08%
ING A/K Μικτό Εσωτερικού	12,72%
Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού	11,94%
INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)	11,09%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού	10,10%
INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού	9,45%
ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού	8,98%
ALICO Ελληνικό Μικτό	8,89%
ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	8,13%
ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού	3,50%

Προκύπτει λοιπόν ότι καλές αποδόσεις για το έτος 2003 σημείωσαν τα εξής αμοιβαία:

1. ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.
2. ALPHA Μικτό Εσωτερικού
3. CitiFund Μικτό Εσωτερικού
4. PROTON Μικτό Εσωτερικού
5. ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού

Αντίθετα, τις πιο άσχημες αποδόσεις παρουσίασαν για το έτος 2003 τα εξής αμοιβαία:

1. ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού
2. ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
3. ALICO Ελληνικό Μικτό
4. ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού
5. INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού

Το Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού εμφανίζεται στην όγδοη θέση.

Returns 2004

INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού	15,78%
CitiFund Μικτό Εσωτερικού	15,72%
ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού	15,45%
Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού	10,88%
PROTON Μικτό Εσωτερικού	10,55%
ALPHA Μικτό Εσωτερικού	10,19%
ING Α/Κ Μικτό Εσωτερικού	8,10%
MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού	8,10%
ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	7,79%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού	7,04%
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.	6,38%
ALICO Ελληνικό Μικτό	5,29%
ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού	2,59%
ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού	2,56%
INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)	1,45%

Για το έτος 2004 καλές αποδόσεις σημείωσαν τα εξής αμοιβαία:

1. INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού

2. CitiFund Μικτό Εσωτερικού
3. ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού
4. **Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού**
5. PROTON Μικτό Εσωτερικού

Αντίθετα, τις πιο άσχημες αποδόσεις παρουσίασαν για το έτος 2004 τα εξής αμοιβαία:

1. INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)
2. ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού
3. ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού
4. ALICO Ελληνικό Μικτό
5. ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.

Returns 2005

CitiFund Μικτό Εσωτερικού	20,09%
INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού	19,12%
ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού	18,86%
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.	18,64%
ING A/K Μικτό Εσωτερικού	18,26%
Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού	18,21%
ALICO Ελληνικό Μικτό	17,88%
ALPHA Μικτό Εσωτερικού	16,67%
PROTON Μικτό Εσωτερικού	16,09%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού	14,21%
ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού	12,83%
MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού	10,30%

ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	7,07%
ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού	5,32%
INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)	4,98%

Για το έτος 2005 καλές αποδόσεις σημείωσαν τα εξής αμοιβαία:

1. CitiFund Μικτό Εσωτερικού
2. INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού
3. ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού
4. ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.
5. ING A/K Μικτό Εσωτερικού

Αντίθετα, τις πιο άσχημες αποδόσεις παρουσίασαν για το έτος 2005 τα εξής αμοιβαία:

1. INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)
2. ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού
3. ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
4. MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού
5. ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού

Το Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού εμφανίζεται στην έκτη θέση.

Returns 2006

PROTON Μικτό Εσωτερικού	18,46%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού	17,10%
ALPHA Μικτό Εσωτερικού	14,75%
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.	14,70%
ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού	13,98%
Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού	13,55%
INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού	12,24%
ALICO Ελληνικό Μικτό	11,60%
ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού	9,70%
CitiFund Μικτό Εσωτερικού	9,15%
INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)	8,46%
ING A/K Μικτό Εσωτερικού	8,11%
ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	6,23%
ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού	4,86%
MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού	4,35%

Για το έτος 2006 καλές αποδόσεις σημείωσαν τα εξής αμοιβαία:

1. PROTON Μικτό Εσωτερικού
2. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού
3. ALPHA Μικτό Εσωτερικού
4. ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.
5. ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού

Αντίθετα, τις πιο άσχημες αποδόσεις παρουσίασαν για το έτος 2006 τα εξής αμοιβαία:

1. MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού
2. ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού
3. ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
4. ING A/K Μικτό Εσωτερικού
5. INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)

Το Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού εμφανίζεται πάλι στην έκτη θέση.

7.3 ΜΕΤΡΑ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΑ ΣΤΟΝ ΚΙΝΔΥΝΟ

7.3.1 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗΣ TREYNOR

Η κατάταξη των Α/Κ με βάση τον Treynor παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα. Σύμφωνα με αυτόν, όσα Α/Κ παρέχουν μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα συστηματικού κινδύνου κρίνονται ως αυτά με την καλύτερη διαχείριση, ενώ Α/Κ που παρέχουν τη χαμηλότερη απόδοση ανά μονάδα συστηματικού κινδύνου κρίνονται ως αυτά με τη χειρότερη διαχείριση. Ο Δείκτης Treynor ενός Α/Κ είναι χρήσιμος μόνο για να γίνει η σύγκριση μεταξύ δύο ή περισσότερων Α/Κ.

Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει δείκτη Treynor 2003

ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.	8.509.631
INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού	7.264.296
INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)	2.167.292
ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού	0.760742
Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού	0.664239
ALICO Ελληνικό Μικτό	0.411622
PROTON Μικτό Εσωτερικού	0.376192
ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού	0.374637
ING A/K Μικτό Εσωτερικού	0.354881
CitiFund Μικτό Εσωτερικού	0.305849
MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού	0.288463
ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού	0.259762
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού	0.241142
ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0.237996
ALPHA Μικτό Εσωτερικού	-7.609.835

Για το έτος 2003 καλύτερη απόδοση σημείωσαν τα εξής αμοιβαία:

1. ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.
2. INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού
3. INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)
4. ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού
5. **Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού**

Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει δείκτη Treynor 2004

INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)	5.349.727
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.	3.551.283
Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού	0.259603
ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού	0.255446
CitiFund Μικτό Εσωτερικού	0.219619
ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0.208200
PROTON Μικτό Εσωτερικού	0.181179
MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού	0.170896
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού	0.135641
ING Α/Κ Μικτό Εσωτερικού	0.122807
ALICO Ελληνικό Μικτό	0.112302
ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού	0.044329
INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού	-1.855.430
ALPHA Μικτό Εσωτερικού	-5.833.195

Για το έτος 2004 καλύτερη απόδοση σημείωσαν τα εξής αμοιβαία:

1. INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)
2. ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.
3. **Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού**
4. ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού
5. CitiFund Μικτό Εσωτερικού

Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει δείκτη Treynor 2005

ALPHA Μικτό Εσωτερικού	9.887.774
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.	9.628.644
INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού	7.856.540
ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού	0.461692
PROTON Μικτό Εσωτερικού	0.425773
Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού	0.409957
CitiFund Μικτό Εσωτερικού	0.310780
ING A/K Μικτό Εσωτερικού	0.302409
ALICO Ελληνικό Μικτό	0.298225
ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού	0.285131
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού	0.267652
ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού	0.257159
ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0.229594
MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού	0.206800
INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)	-1.825.367

Για το έτος 2005 καλύτερη απόδοση σημείωσαν τα εξής αμοιβαία:

1. ALPHA Μικτό Εσωτερικού
2. ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.
3. INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού
4. ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού
5. PROTON Μικτό Εσωτερικού

Το Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού εμφανίζεται στην έκτη θέση.

Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει δείκτη Treynor 2006

ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.	9.007.153
ALPHA Μικτό Εσωτερικού	5.548.524
INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού	3.916.919
INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)	3.900.094
ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού	0.332402
PROTON Μικτό Εσωτερικού	0.313894
Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού	0.249107
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού	0.247821
ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού	0.180969
ALICO Ελληνικό Μικτό	0.152026
ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού	0.143980
CitiFund Μικτό Εσωτερικού	0.141746
ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0.113543
ING A/K Μικτό Εσωτερικού	0.102231
MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού	0.055311

Για το έτος 2006 καλύτερη απόδοση σημείωσαν τα εξής αμοιβαία:

1. ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.
2. ALPHA Μικτό Εσωτερικού
3. INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού
4. INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)
5. ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού

Το Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού εμφανίζεται στην έβδομη θέση.

7.3.2 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.

Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει δείκτη Sharpe 2003

INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)	9.264.854
ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού	4.882.032
ALPHA Μικτό Εσωτερικού	4.559.595
Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού	3.836.764
ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού	2.992.574
INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού	2.959.787
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.	2.885.867
ING A/K Μικτό Εσωτερικού	2.593.355
CitiFund Μικτό Εσωτερικού	2.496.564
ALICO Ελληνικό Μικτό	2.403.705
MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού	2.160.224
PROTON Μικτό Εσωτερικού	2.131.664
ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού	2.019.154
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού	1.859.413
ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	1.822.288

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

1. INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)
2. ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού
3. ALPHA Μικτό Εσωτερικού
4. **Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού**
5. ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού

Αντιθέτως, τις τελευταίες θέσεις σε επίπεδο απόδοσης εμφανίζουν τα εξής αμοιβαία κεφάλαια:

1. ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
2. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού
3. ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού
4. PROTON Μικτό Εσωτερικού
5. MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού

Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει δείκτη Sharpe 2004

ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού	3.971.593
INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)	3.842.638
ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού	2.712.573
Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού	2.657.971
ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού	2.437.071
CitiFund Μικτό Εσωτερικού	2.311.290
ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	2.103.371
INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού	1.862.505
PROTON Μικτό Εσωτερικού	1.757.954
MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού	1.682.644
ALPHA Μικτό Εσωτερικού	1.419.945
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού	1.378.045
ING A/K Μικτό Εσωτερικού	1.268.297
ALICO Ελληνικό Μικτό	1.085.223
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.	1.084.287

Για το έτος 2004 τις πρώτες θέσεις όσον αφορά στην καλύτερη απόδοση κατέχουν τα παρακάτω αμοιβαία κεφάλαια:

1. ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού
2. INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)
3. ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού
4. **Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού**
5. ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού

Αντιθέτως, τις τελευταίες θέσεις σε επίπεδο απόδοσης εμφανίζουν τα εξής αμοιβαία κεφάλαια:

1. ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.
2. ALICO Ελληνικό Μικτό
3. ING A/K Μικτό Εσωτερικού
4. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού
5. ALPHA Μικτό Εσωτερικού

Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει δείκτη Sharpe 2005

Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού	4.615.958
ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού	4.284.936
ALPHA Μικτό Εσωτερικού	4.238.547
INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού	4.111.283
PROTON Μικτό Εσωτερικού	3.698.046
INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)	3.590.861
CitiFund Μικτό Εσωτερικού	3.584.822
ING A/K Μικτό Εσωτερικού	3.477.127
ALICO Ελληνικό Μικτό	3.453.182
ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού	3.385.916
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού	2.978.975
ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού	2.915.215
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.	2.834.318
ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	2.596.318
MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού	2.205.684

Για το έτος 2005 τις πρώτες θέσεις όσον αφορά στην καλύτερη απόδοση κατέχουν τα παρακάτω αμοιβαία κεφάλαια:

1. **Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού**
2. ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού
3. ALPHA Μικτό Εσωτερικού
4. INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού
5. PROTON Μικτό Εσωτερικού

Αντιθέτως, τις τελευταίες θέσεις σε επίπεδο απόδοσης εμφανίζουν τα εξής αμοιβαία κεφάλαια:

1. MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού
2. ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
3. ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.
4. ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού
5. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού

Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει δείκτη Sharpe 2006

ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	9.209.960
ING A/K Μικτό Εσωτερικού	8.362.718
INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού	5.444.539
MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού	4.372.673
ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού	2.479.191
PROTON Μικτό Εσωτερικού	2.456.776
Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού	2.001.906
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού	1.951.986
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.	1.900.067
ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού	1.510.355
INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)	1.385.981
ALICO Ελληνικό Μικτό	1.251.058
ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού	1.181.318
CitiFund Μικτό Εσωτερικού	1.131.618
ALPHA Μικτό Εσωτερικού	1.032.492

Για το έτος 2006 τις πρώτες θέσεις όσον αφορά στην καλύτερη απόδοση κατέχουν τα παρακάτω αμοιβαία κεφάλαια:

1. ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
2. ING A/K Μικτό Εσωτερικού
3. INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού
4. MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού
5. ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού

Αντιθέτως, τις τελευταίες θέσεις σε επίπεδο απόδοσης εμφανίζουν τα εξής αμοιβαία κεφάλαια:

1. ALPHA Μικτό Εσωτερικού
2. CitiFund Μικτό Εσωτερικού
3. ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού
4. ALICO Ελληνικό Μικτό
5. INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)

Το Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού εμφανίζεται στην έβδομη θέση.

7.4 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 (Y. A. K. 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 ενδείκνυνται μόνο σε ανοδικές αγορές.

7.4.1 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ R²

Ο συντελεστής R² 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 R² 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.

7.4.2 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 2003-2006 σχετικά με τα εν λόγω μέτρα επικινδυνότητας.

	Beta 2003	SD_2003	RSQUARE_2003
Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού	0.144404	0.002500	0.481954
ALICO Ελληνικό Μικτό	0.166375	0.002849	0.492594
ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού	0.021966	0.000342	0.594908
CitiFund Μικτό Εσωτερικού	0.546133	0.006691	0.962489
ING A/K Μικτό Εσωτερικού	0.293256	0.004013	0.771403
INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)	0.024914	0.005828	0.002640
ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0.243490	0.003180	0.846876
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.	0.020948	0.006177	0.001661
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού	0.335443	0.004350	0.858872
ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού	0.451257	0.005649	0.921705
ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού	0.350097	0.004504	0.872790
PROTON Μικτό Εσωτερικού	0.289174	0.005103	0.463813
MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού	0.388443	0.005187	0.810104
INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού	0.019121	0.004693	0.002398
ALPHA Μικτό Εσωτερικού	-0.003308	0.005522	5.19E-05

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

1. CitiFund Μικτό Εσωτερικού
2. ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού
3. MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού
4. ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού
5. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού

Το Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού εμφανίζεται στην ένατη θέση από άποψη κινδύνου.

	Beta 2004	SD 2004	RSQUARE 2004
Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού	0.357430	0.003491	0.914034
ALICO Ελληνικό Μικτό	0.396455	0.004103	0.814217
ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού	0.028175	0.000331	0.633390
CitiFund Μικτό Εσωτερικού	0.649513	0.006172	0.965713
ING Α/Κ Μικτό Εσωτερικού	0.553213	0.005357	0.929984
INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)	0.003360	0.004678	4.50E-05
ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0.299252	0.002962	0.889922
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.	0.014738	0.004827	0.000813
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού	-0.433154	0.004264	0.899961
ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού	0.541068	0.005095	0.983207
ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού	0.302992	0.003382	0.699901
PROTON Μικτό Εσωτερικού	0.492470	0.005076	0.820879
MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού	0.405034	0.004114	0.845282
INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού	-0.005268	0.005248	8.79E-05
ALPHA Μικτό Εσωτερικού	-0.009870	0.004055	0.000517

Για το έτος 2004 μεγάλο κίνδυνο παρουσίασαν τα παρακάτω αμοιβαία κεφάλαια:

1. CitiFund Μικτό Εσωτερικού
2. ING Α/Κ Μικτό Εσωτερικού
3. ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού
4. PROTON Μικτό Εσωτερικού

5. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού

Το Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού εμφανίζεται στην όγδοη θέση από άποψη κινδύνου.

	Beta 2005	SD 2005	RSQUARE 2005
Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού	0.396395	0.003521	0.887064
ALICO Ελληνικό Μικτό	0.531533	0.004590	0.937977
ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού	0.083341	0.000898	0.602692
CitiFund Μικτό Εσωτερικού	0.562589	0.004877	0.930837
ING Α/Κ Μικτό Εσωτερικού	0.552565	0.004806	0.924916
INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)	-0.007127	0.003623	0.000271
ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0.254789	0.002253	0.894704
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.	0.014002	0.004757	0.000606
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού	0.488028	0.004385	0.866793
ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού	0.581691	0.004898	0.986585
ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού	0.441335	0.003893	0.899154
PROTON Μικτό Εσωτερικού	0.376919	0.004340	0.527638
MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού	0.401709	0.003766	0.796022
INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού	0.027000	0.005160	0.001916
ALPHA Μικτό Εσωτερικού	0.018387	0.004289	0.001285

Για το έτος 2005 μεγάλο κίνδυνο παρουσίασαν τα παρακάτω αμοιβαία κεφάλαια:

1. ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού
2. CitiFund Μικτό Εσωτερικού
3. ING Α/Κ Μικτό Εσωτερικού

4. ALICO Ελληνικό Μικτό

5. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού

Το Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού εμφανίζεται στην όγδοη θέση από άποψη κινδύνου.

	Beta 2006	SD 2006	RSQUARE 2006
Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού	0.395334	0.004919	0.919372
ALICO Ελληνικό Μικτό	0.546668	0.006643	0.964038
ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού	0.084815	0.001137	0.791892
CitiFund Μικτό Εσωτερικού	0.429235	0.005377	0.907305
ING Α/Κ Μικτό Εσωτερικού	0.515395	0.006300	0.952587
INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)	0.019073	0.005367	0.001798
ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0.321982	0.003969	0.936627
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.	0.015290	0.007248	0.000633
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού	0.523164	0.006642	0.883186
ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού	0.584050	0.006998	0.991568
ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού	0.481905	0.005873	0.958308
PROTON Μικτό Εσωτερικού	0.408313	0.005217	0.872045
MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού	0.436224	0.005518	0.889709
INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού	0.010714	0.007708	0.000293
ALPHA Μικτό Εσωτερικού	0.011232	0.006036	0.000525

Για το έτος 2006 μεγάλο κίνδυνο παρουσίασαν τα παρακάτω αμοιβαία κεφάλαια:

1. ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού
2. ALICO Ελληνικό Μικτό

3. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού
4. ING A/K Μικτό Εσωτερικού
5. ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού

Το A/K Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού εμφανίζεται στην ένατη θέση από άποψη κινδύνου.

7.5 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗΣ JENSEN

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.

	JENSEN 2003	JENSEN 2004	JENSEN 2005	JENSEN 2006
Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού	0.000246	7.88E-05	0.000216	0.000177
ALICO Ελληνικό Μικτό	0.000115	-0.000142	5.58E-05	3.05E-05
ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού	4.62	9.12E-06	6.24E-05	6.67E-05
CitiFund Μικτό Εσωτερικού	0.000143	4.13E-05	8.68E-05	6.07E-06
ING A/K Μικτό Εσωτερικού	0.000135	-0.000175	6.71E-05	-7.52E-05
INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)	0.000193	6.78E-05	5.88E-05	0.000290
ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-2.30E-06	5.61E-06	-4.21E-05	-3.22E-05
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.	0.000696	0.000193	0.000516	0.000549
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού	9.68E-07	-0.000115	-7.54E-06	0.000232
ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού	0.000243	0.000110	3.10E-05	0.000101
ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού	2.72E-05	-0.000189	-2.51E-05	1.12E-05
PROTON Μικτό Εσωτερικού	0.000158	-4.30E-05	0.000229	0.000290
MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού	7.49E-05	-5.17E-05	-0.000102	-0.000146
INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού	0.000540	0.000388	0.000806	0.000186
ALPHA Μικτό Εσωτερικού	0.001015	0.000234	0.000696	0.000275

Πρέπει να σημειώσω, σ' αυτό το σημείο, ότι τα αποτελέσματα αυτού του δείκτη δεν είναι πολύ σωστά γιατί δεν λαμβάνουν υπ' όψη τους την απόδοση του δείκτη των ομολόγων, δεδομένου ότι ένα πολύ μεγάλο ποσοστό της σύνθεσης των μικτών αμοιβαίων κεφαλαίων αποτελείται από ομόλογα. Πιο κάτω παρατίθεται πίνακας με τον επαυξημένο τύπο του Jensen, ο οποίος λαμβάνει υπ' όψη του την απόδοση του δείκτη των ομολόγων, και δίδεται από τον τύπο:

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

$$\text{και} \quad a_p = r_p - N(r_p),$$

όπου

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

a_p : η μη φυσιολογική απόδοσή του (abnormal return)

r_f : το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

r_m : η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς

r_b : η απόδοση του δείκτη των ομολόγων

Στον παρακάτω πίνακα φαίνονται οι συντελεστές άλφα, βήτα και γάμα των εξεταζόμενων αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς και η στατιστική τους t.

Επαυξημένος τύπος του Jensen για το έτος 2003

	JENSEN_a	t-a	JENSEN_b	t-b	JENSEN_c	t-c
Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού	0.000324	2.089.099	0.241856	2.306.100	0.078084	2.413.313
ALICO Ελληνικό Μικτό	0.000193	0.426750	0.293330	1.870.231	-0.022281	-0.460481
ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού	5.64E-05	2.506.954	0.019538	1.023.486	0.002635	0.447398
CitiFund Μικτό Εσωτερικού	0.000414	1.429.682	0.605993	5.684.049	0.086162	2.619.600
ING A/K Μικτό Εσωτερικού	0.000366	1.030.900	0.393569	2.071.014	0.118599	2.022.890
INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)	9.43E-05	0.212156	-0.084709	-1.377.047	0.064388	0.339277
ATE ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0.000195	0.795874	0.285439	3.151.072	0.076625	2.741.848
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.	0.000635	0.913098	-0.092273	-1.252.013	-0.076067	-0.334549
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού	7.84E-05	-0.431278	0.352101	2.081.020	0.040511	0.776091
ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού	0.000344	1.671.462	0.500533	6.532.562	0.061178	2.588.049
ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού	5.14E-05	-0.556532	0.359084	1.941.955	0.053320	0.934677
PROTON Μικτό Εσωτερικού	-7.26E-05	-0.851554	0.482375	1.468.791	-0.028599	-0.282269
MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού	0.000429	0.803493	0.389717	1.199.045	-0.026283	-0.262114
INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού	0.000931	2.001.836	0.009471	0.205027	-0.042286	-0.296711
ALPHA Μικτό Εσωτερικού	0.001050	2.358.249	-0.026427	-0.588573	0.033653	0.242940

Επαυξημένος τύπος του Jensen για το έτος 2004

	JENSEN_a	t-a	JENSEN_b	t-b	JENSEN_c	t-c
Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού	0.000362	0.613014	0.360534	5.470.408	0.171377	5.188.829
ALICO Ελληνικό Μικτό	0.000219	-1.216.681	0.396089	3.307.260	-0.020250	-0.337403
ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού	3.37E-05	0.650950	0.028238	2.083.733	0.003499	0.515230
CitiFund Μικτό Εσωτερικού	0.000624	0.543933	0.649644	8.392.289	0.007230	0.186365
ING A/K Μικτό Εσωτερικού	0.000315	-2.029.351	0.553816	5.773.377	0.033285	0.692400
INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)	9.06E-05	0.299418	0.001745	0.055111	-0.089170	-0.561869
ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0.000246	-0.413892	0.301587	4.670.633	0.128951	3.985.041
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.	0.000189	0.567755	0.016206	0.496056	0.081065	0.495156
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού	0.000259	-1.548.775	0.434453	4.779.232	0.071747	1.574.935
ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού	0.000573	2.119.479	0.543006	1.272.915	0.107018	5.006.039
ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού	7.42E-05	-1.690.374	0.303753	2.422.512	0.042045	0.669115
PROTON Μικτό Εσωτερικού	0.000397	-0.337576	0.492712	3.386.201	0.013337	0.182907
MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού	0.000300	-0.630496	0.406031	3.711.679	0.055062	1.004.395
INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού	0.000313	0.942107	0.000432	0.012224	0.314758	1.777.800
ALPHA Μικτό Εσωτερικού	0.000184	0.739588	-0.006554	-0.239523	0.183100	1.335.300

Επαυξημένος τύπος του Jensen για το έτος 2005

	JENSEN_a	t-a	JENSEN_b	t-b	JENSEN_c	t-c
Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού	0.000641	2.540.093	0.403200	4.793.776	0.239070	6.073.547
ALICO Ελληνικό Μικτό	0.000666	0.783923	0.531282	6.103.849	-0.008792	-0.215848
ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού	0.000157	1.711.263	0.083458	1.936.780	0.004125	0.204541
CitiFund Μικτό Εσωτερικού	0.000733	1.076.699	0.562368	5.758.400	-0.007779	-0.170205
ING A/K Μικτό Εσωτερικού	0.000693	0.683853	0.554377	5.549.420	0.063671	1.361.894
INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)	3.11E-05	0.147873	-0.002577	-0.093708	0.159861	1.242.234
ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0.000243	-1.105.428	0.256423	4.651.624	0.057423	2.225.828
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.	0.000517	1.641.713	0.017424	0.481692	0.120188	0.709991
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού	0.000529	-0.372519	0.493461	4.143.479	0.190846	3.424.185
ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού	0.000690	0.575710	0.583656	1.383.614	0.069033	3.496.847
ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού	0.000473	-0.457297	0.443318	4.733.252	0.069682	1.589.748
PROTON Μικτό Εσωτερικού	0.000660	1.193.166	0.377272	1.661.108	0.012423	0.116880
MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού	0.000355	-0.983245	0.402466	3.108.879	0.026589	0.438868
INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού	0.000823	2.399.883	0.030347	0.773763	0.117569	0.640537
ALPHA Μικτό Εσωτερικού	0.000711	2.518.636	0.019837	0.607829	0.050948	0.333570

Επαυξημένος τύπος του Jensen για το έτος 2006

	JENSEN_a	t-a	JENSEN_b	t-b	JENSEN_c	t-c
Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού	0.000392	2.049.773	0.396067	5.299.705	0.078091	1.548.135
ALICO Ελληνικό Μικτό	0.000321	0.384763	0.546747	8.073.145	0.008487	0.185668
ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού	0.000109	1.953.008	0.084466	3.052.960	-0.037182	-1.991.100
CitiFund Μικτό Εσωτερικού	0.000233	0.054989	0.429189	4.876.764	-0.004913	-0.082713
ING A/K Μικτό Εσωτερικού	0.000203	-0.805392	0.516107	7.030.728	0.075849	1.530.871
INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)	0.000303	0.854012	0.019455	0.674912	0.040788	0.209640
ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0.000144	-0.424880	0.322776	6.076.247	0.084691	2.362.096
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.	0.000570	1.211.188	0.017082	0.438967	0.191046	0.727383
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού	0.000506	1.573.000	0.522601	4.286.540	-0.060003	-0.729177
ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού	0.000412	2.479.097	0.584180	1.692.136	0.013861	0.594860
ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού	0.000270	-0.183496	0.482333	7.497.467	0.045625	1.050.736
PROTON Μικτό Εσωτερικού	0.000500	2.387.552	0.407331	4.079.936	-0.104603	-1.552.301
MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού	7.73E-05	-1.316.723	0.435176	4.442.814	-0.111712	-1.689.740
INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού	0.000187	0.356064	0.009633	0.230000	-0.112260	-0.393425
ALPHA Μικτό Εσωτερικού	0.000278	0.678806	0.010469	0.319182	-0.079342	-0.355080

Ο Jensen υποστηρίζει ότι εάν ο συντελεστής a ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός, τότε το αμοιβαίο κεφάλαιο έχει ανώτερη απόδοση. Αν ο συντελεστής a είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός τότε το αμοιβαίο κεφάλαιο παρουσιάζει φτωχές αποδόσεις. Επίσης, η παράμετρος a μετρά την ικανότητα του διαχειριστή να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity). Ως εκ τούτου η ικανοποιητική διαχείριση προϋποθέτει τιμές της παραμέτρου a θετικές και στατιστικά σημαντικές.

Τα συμπεράσματα που προκύπτουν από τους παραπάνω πίνακες, για το εξεταζόμενο A/K, **Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού**, είναι τα εξής:

Για το έτος 2003, το A/K έχει άλφα θετικό και στατιστικά σημαντικό. Αυτό σημαίνει ότι ο διαχειριστής είχε την ικανότητα να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity). Το βήτα ισούται με 0,24, δηλαδή η επικινδυνότητα και η έκθεση στο χρηματιστήριο ήταν μικρή. Το γάμα είναι επίσης θετικό και στατιστικά σημαντικό που σημαίνει ότι ο δείκτης των ομολόγων είχε σημαντική επίδραση στην τελική απόδοση του A/K.

Για το έτος 2004, το A/K έχει άλφα θετικό αλλά όχι στατιστικά σημαντικό. Επομένως, ο διαχειριστής δεν είχε την ικανότητα να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity). Το βήτα ισούται με 0,36, δηλαδή η επικινδυνότητα και η έκθεση στο χρηματιστήριο ήταν μικρή. Το γάμα είναι επίσης θετικό και στατιστικά σημαντικό που σημαίνει ότι ο δείκτης των ομολόγων είχε σημαντική επίδραση στην τελική απόδοση του A/K.

Για το έτος 2005, το A/K έχει άλφα θετικό και στατιστικά σημαντικό. Αυτό σημαίνει ότι ο διαχειριστής είχε την ικανότητα να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity). Το βήτα ισούται με 0,40, δηλαδή η επικινδυνότητα και η έκθεση στο χρηματιστήριο ήταν αυξημένη. Το γάμα είναι επίσης θετικό και στατιστικά σημαντικό που σημαίνει ότι ο δείκτης των ομολόγων είχε σημαντική επίδραση στην τελική απόδοση του A/K.

Για το έτος 2006, το A/K έχει άλφα θετικό και στατιστικά σημαντικό. Επομένως, ο διαχειριστής είχε την ικανότητα να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity). Το βήτα ισούται με 0,39, δηλαδή η επικινδυνότητα και η έκθεση στο χρηματιστήριο ήταν αυξημένη. Το γάμα είναι επίσης θετικό αλλά όχι στατιστικά σημαντικό που σημαίνει ότι ο δείκτης των ομολόγων δεν είχε σημαντική επίδραση στην τελική απόδοση του A/K.

7.6 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗΣ TREYNOR – MAZUY

Χρησιμοποιώντας τα στατιστικά αποτελέσματα από τις παλινδρομήσεις στο E-views, παραθέτω τους πίνακες με τους δείκτες TREYNOR – MAZUY για τα έτη 2003-2006 και τη στατιστική σημαντικότητα αυτών (βάσει της τιμής t του student) για τους δείκτες $a(i)$, $b(i)$ και $c(i)$ αντίστοιχα. Ο συντελεστής $a(i)$ εκφράζει την ικανότητα των διαχειριστών να επιλέγουν τα κατάλληλα αξιόγραφα του χαρτοφυλακίου τους (επιλεκτικότητα). Ο συντελεστής $b(i)$ μετρά το συστηματικό κίνδυνο του αξιολογούμενου αμοιβαίου κεφαλαίου. Ο συντελεστής $c(i)$ εκφράζει την ικανότητα των διαχειριστών να επιλέγουν τη χρονική στιγμή που θα τοποθετηθούν στην αγορά (συγχρονισμός).

Όσο μεγαλύτερες είναι οι τιμές του t (και πάντα μεγαλύτερες του 2) τόσο μεγαλύτερη εμπιστοσύνη έχουμε στις αναγραφόμενες τιμές των συντελεστών $a(i)$, $b(i)$ και $c(i)$. Εάν όμως η τιμή του t είναι σε απόλυτες τιμές μικρότερη του 2, τότε δεχόμαστε ότι η τιμή αυτή είναι στατιστικά ίση με το μηδέν.

	T_AND_M_A 2003	t-a	T_AND_M_B 2003	t-b	T_AND_M_C 2003	t-c
Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού	0.000141	1.057.539	0.140231	1.418.686	0.752532	1.529.193
ALICO Ελληνικό Μικτό	0.000101	0.666051	0.165823	1.480.470	0.099672	0.178741
ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού	3.14E-05	1.948.131	0.021378	1.789.401	0.105912	1.780.646
CitiFund Μικτό Εσωτερικού	3.77E-05	0.394706	0.541934	7.647.990	0.757209	2.146.402
ING Α/Κ Μικτό Εσωτερικού	0.000113	0.792198	0.292393	2.761.546	0.155539	0.295066
INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)	-3.51E-05	-0.081097	0.015842	0.494181	1.635.969	1.025.060
ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	8.05E-06	0.086947	0.243901	3.551.503	-0.074232	-0.217112
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.	0.000727	1.581.940	0.022179	0.651110	-0.221991	-0.130899
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού	-1.18E-05	-0.096683	0.334937	3.713.530	0.091297	0.203317
ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού	0.000108	0.925792	0.445877	5.163.191	0.970176	2.256.566
ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού	6.93E-07	0.005796	0.349044	3.938.208	0.189930	0.430433
PROTON Μικτό Εσωτερικού	0.000425	1.538.779	0.299807	1.464.013	-1.917.327	-1.880.588
MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού	9.79E-05	0.581662	0.389357	3.121.363	-0.164775	-0.265326
INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού	0.000202	0.583360	0.005698	0.221842	2.420.430	1.892.860
ALPHA Μικτό Εσωτερικού	0.000765	1.866.794	-0.013224	-0.435159	1.787.975	1.181.791

	T_AND_M_A 2004	t-a	T_AND_M_B 2004	t-b	T_AND_M_C 2004	t-c
Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού	8.29E-05	1.095.265	0.357349	5.143.365	-0.047078	-0.105843
ALICO Ελληνικό Μικτό	0.000105	0.821251	0.391660	3.350.487	-2.771.438	-3.703.288
ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού	-1.36E-06	-0.092028	0.028379	2.096.395	0.117874	1.360.139
CitiFund Μικτό Εσωτερικού	6.82E-05	0.807254	0.648988	8.372.353	-0.303096	-0.610764
ING A/K Μικτό Εσωτερικού	-0.000133	-1.273.372	0.552405	5.748.038	-0.467128	-0.759244
INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)	3.81E-05	0.109989	0.003939	0.124071	0.334774	0.164692
ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	7.87E-05	1.090.499	0.297828	4.497.723	-0.822459	-1.940.100
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.	0.000197	0.551785	0.014670	0.447917	-0.039062	-0.018630
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού	-0.000121	-1.215.254	0.433273	4.733.427	0.068686	0.117211
ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού	7.63E-05	1.567.283	0.541732	1.212.980	0.383767	1.342.209
ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού	-0.000229	-1.670.828	0.303767	2.417.030	0.448148	0.556987
PROTON Μικτό Εσωτερικού	8.15E-05	0.515219	0.490047	3.375.911	-1.400.536	-1.507.061
MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού	-5.10E-05	-0.426084	0.405021	3.687.531	-0.007363	-0.010472
INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού	0.000221	0.569430	-0.002021	-0.056816	1.876.331	0.823848
ALPHA Μικτό Εσωτερικού	0.000107	0.356318	-0.007398	-0.269224	1.428.352	0.811924

	T_AND_M_A 2005	t-a	T_AND_M_B 2005	t-b	T_AND_M_C 2005	t-c
Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού	0.000283	3.150.037	0.395645	4.439.157	-0.936234	-1.350.165
ALICO Ελληνικό Μικτό	9.20E-06	0.105741	0.532053	6.166.571	0.649576	0.967666
ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού	3.54E-05	0.822704	0.083643	1.959.525	0.376246	1.132.928
CitiFund Μικτό Εσωτερικού	5.38E-05	0.550647	0.562959	5.808.945	0.460693	0.610998
ING A/K Μικτό Εσωτερικού	0.000185	1.858.778	0.551247	5.586.799	-1.643.938	-2.141.458
INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)	3.71E-05	0.134327	-0.006884	-0.251348	0.303346	0.142355
ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-5.13E-05	-0.920936	0.254892	4.611.874	0.128429	0.298670
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.	0.000470	1.296.108	0.014517	0.403792	0.641806	0.229453
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού	-1.41E-05	-0.115301	0.488101	4.034.209	0.091001	0.096673
ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού	4.44E-05	1.026.072	0.581542	1.356.500	-0.185691	-0.556721
ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού	6.36E-05	0.679198	0.440343	4.738.271	-1.237.247	-1.711.166
PROTON Μικτό Εσωτερικού	0.000361	1.591.816	0.375438	1.668.291	-1.846.574	-1.054.647
MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού	-7.82E-05	-0.602939	0.401438	3.122.246	-0.338766	-0.338654
INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού	0.001073	2.737.870	0.024020	0.618107	-3.717.339	-1.229.481
ALPHA Μικτό Εσωτερικού	0.000897	2.751.689	0.016139	0.499109	-2.804.200	-1.114.632

	T_AND_M_A 2006	t-a	T_AND_M_B 2006	t-b	T_AND_M_C 2006	t-c
Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού	0.000221	2.276.177	0.393255	5.107.785	-0.300362	-1.128.426
ALICO Ελληνικό Μικτό	-8.31E-05	-0.966631	0.552055	8.105.635	0.778317	3.305.454
ALPHA Συντηρητικό Μικτό Εσωτερικού	0.000114	3.228.069	0.082559	2.945.854	-0.325833	-3.362.867
CitiFund Μικτό Εσωτερικού	-7.73E-05	-0.681697	0.433189	4.821.843	0.571347	1.839.521
ING A/K Μικτό Εσωτερικού	-0.000133	-1.391.135	0.518116	6.865.801	0.393150	1.506.924
INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτ.)	0.000279	0.746377	0.019605	0.661631	0.076947	0.075111
ΑΤΕ ΜΙΚΤΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0.000141	-2.088.104	0.327139	6.118.180	0.745123	4.030.765
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μικτό Εσωτ.	0.000583	1.153.275	-0.013676	0.341580	-0.233084	-0.168385
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROINVEST Μικτό Εσωτερικού	0.000279	1.764.241	0.520933	4.157.236	-0.322387	-0.744168
ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού	5.39E-05	1.220.138	0.586282	1.674.862	0.322537	2.665.149
ΑΤΤΙΚΗΣ Μικτό Εσωτερικού	-1.77E-05	-0.211335	0.483272	7.303.123	0.197522	0.863379
PROTON Μικτό Εσωτερικού	0.000413	3.207.648	0.402502	3.948.186	-0.839480	-2.381.824
MARFIN Greek Focus Μικτό Εσωτερικού	2.42E-05	0.193768	0.428130	4.327.846	-1.169.342	-3.419.061
INTERAMERICAN Ελληνικό Μικτό Εσωτερικού	8.77E-05	0.155884	0.015201	0.352828	0.634133	0.428258
ALPHA Μικτό Εσωτερικού	0.000184	0.417330	0.015415	0.457005	0.591086	0.509871

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του υποδείγματος TREYNOR – MAZUY, τα συμπεράσματα που προκύπτουν από τους παραπάνω πίνακες, για το εξεταζόμενο A/K, **Ασφαλιστικών Οργανισμών Μικτό Εσωτερικού**, είναι τα εξής:

Για το έτος 2003, το A/K έχει άλφα θετικό αλλά όχι στατιστικά σημαντικό. Αυτό σημαίνει ότι ο διαχειριστής δεν είχε την ικανότητα να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity). Το βήτα, δηλαδή ο συστηματικός κίνδυνος του A/K, είναι αυξημένος και άρα η έκθεση στο χρηματιστήριο ήταν μεγάλη. Το γάμα είναι θετικό αλλά όχι στατιστικά σημαντικό που σημαίνει ότι οι διαχειριστές δεν είχαν την ικανότητα να επιλέγουν την χρονική στιγμή που θα τοποθετηθούν στην αγορά (market timing).

Για το έτος 2004, το A/K έχει άλφα θετικό αλλά όχι στατιστικά σημαντικό. Αυτό σημαίνει ότι ο διαχειριστής δεν είχε την ικανότητα να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity). Το βήτα, δηλαδή ο συστηματικός κίνδυνος του A/K, είναι μικρός και άρα μικρή η έκθεση στο χρηματιστήριο. Το γάμα είναι αρνητικό και στατιστικά ασήμαντο που σημαίνει ότι οι διαχειριστές δεν είχαν την ικανότητα να επιλέγουν την χρονική στιγμή που θα τοποθετηθούν στην αγορά (market timing).

Για το έτος 2005, το A/K έχει άλφα θετικό και στατιστικά σημαντικό. Αυτό σημαίνει ότι ο διαχειριστής είχε την ικανότητα να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity). Το βήτα, δηλαδή ο συστηματικός κίνδυνος του A/K, είναι σχετικά μικρός και άρα μικρή η έκθεση στο χρηματιστήριο. Το γάμα είναι αρνητικό και στατιστικά ασήμαντο που σημαίνει ότι οι διαχειριστές δεν είχαν την ικανότητα να επιλέγουν την χρονική στιγμή που θα τοποθετηθούν στην αγορά (market timing).

Για το έτος 2006, το A/K έχει άλφα θετικό και στατιστικά σημαντικό. Αυτό σημαίνει ότι ο διαχειριστής είχε την ικανότητα να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity). Το βήτα, δηλαδή ο συστηματικός κίνδυνος του A/K, είναι σχετικά μικρός και άρα μικρή η έκθεση στο χρηματιστήριο. Το γάμα είναι αρνητικό και στατιστικά ασήμαντο που σημαίνει ότι οι διαχειριστές δεν είχαν την ικανότητα να επιλέγουν την χρονική στιγμή που θα τοποθετηθούν στην αγορά (market timing).

ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

8.1 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Συνεχίζοντας το εμπειρικό κομμάτι της εργασίας μου χρειάστηκε η ανεύρεση και η χρήση δεδομένων που αφορούν στην υπό μελέτη περίοδο για το σύνολο των ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων που υπήρχαν στην αγορά το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και φυσικά διατήρησαν τη βιωσιμότητά τους για όλη τη διάρκεια της περιόδου, η οποία περιλαμβάνει τα έτη 2003 έως και 2006.

Η προέλευση των δεδομένων πραγματοποιήθηκε από το site της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών (ΕΘΕ), καθώς και από την πλήρως ενημερωμένη βάση δεδομένων Data Stream όπως αυτή διατίθεται στους φοιτητές του Πανεπιστημίου Πειραιά.

Η μορφή των δεδομένων που χρησιμοποιήθηκαν αρχικά προτού υποστούν την ανάλογη επεξεργασία τους, ήταν οι ημερήσιες παρατηρήσεις και ειδικότερα οι καθαρές τιμές είκοσι ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων για την περίοδο αυτή, οι ημερήσιες αποδόσεις του χαρτοφυλακίου της αγοράς, η απόδοση των Εντόκων Γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου καθώς επίσης και η απόδοση του ομολογιακού δείκτη της JP MORGAN.

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.

Θα πρέπει να διευκρινίσω ότι η αξιολόγηση των ομολογιακών Α/Κ θα γίνει σε δύο επίπεδα. Πρώτον, σε σύγκριση με τον δείκτη ομολόγων της JP MORGAN και δεύτερον, σε σύγκριση με το Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών, δηλαδή το δείκτη της αγοράς.

Ο αριθμός των ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων που επιλέχθηκε καθώς και η περίοδος που μελετάμε δεν ήταν τυχαία. Αφορά στο συνολικό αριθμό των ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων που υπήρχαν διαθέσιμα στην αγορά την περίοδο που

συστάθηκε το Αμοιβαίο Κεφάλαιο Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος Ομολογιακό Εσωτερικού (ΦΕΚ 1089 Β/5.8.2003) .

Πιο συγκεκριμένα, η περίοδος εκτίμησης των δεδομένων αφορά από 08/08/2003 έως και 31/12/2006 και τα συμπεράσματα που προέκυψαν είναι ενδεικτικά της περιόδου αυτής.

Παραθέτω αναλυτικά τα 20 ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια.

Δείγμα Επιλεγμένων Ελληνικών Ομολογιακών Α/Κ

1.	Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.
2.	ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού
3.	ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού
4.	ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού
5.	Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού
6.	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού
7.	ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού
8.	Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)
9.	ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού
10.	ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)
11.	Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού
12.	ΜΕΤΡΟΛΙΦΕ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού
13.	INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)
14.	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού
15.	HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)
16.	ΓΕΝΙΚΙ Ομολογιών Εσωτερικού
17.	EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού
18.	CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού
19.	BETA Ομολογιακό Εσωτερικού
20.	ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού

**ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ Α/Κ ΣΕ
ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ
ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΤΗΣ JP MORGAN**

8.2 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 ετήσιες υπερβάλλουσες αποδόσεις για 20 ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια για την περίοδο 08/08/2003 έως και 31/12/2006.

ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ Α/Κ

Returns2003

ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	3,83%	ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	2,41%
ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	3,57%	CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	2,33%
INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	3,32%	ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	2,19%
Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	3,27%	INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	2,17%
EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	3,18%	HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	2,10%
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	2,81%	ΒΕΤΑ Ομολογιακό Εσωτερικού	1,72%
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	2,56%	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	1,65%
METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	2,51%	ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	1,51%
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	2,50%	Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	0,77%
GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	2,42%	Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	-0,36%

Προκύπτει λοιπόν ότι καλές αποδόσεις για το έτος 2003 σημείωσαν τα εξής αμοιβαία

1. ΩΜΕΓΑ INCOME A/K Ομολογιακό Εσωτερικού
2. ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού
3. INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού
4. Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού
5. EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού

Αντίθετα, τις πιο άσχημες αποδόσεις παρουσίασαν για το έτος 2003 τα εξής αμοιβαία:

1. Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού
2. **Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.**
3. ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού
4. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού
5. ΒΕΤΑ Ομολογιακό Εσωτερικού

Returns 2004

Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	6,78%	Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	2,59%
ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	4,92%	INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	2,31%
HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	4,21%	ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	2,15%
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	3,63%	CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	2,14%
EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	3,54%	GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	2,09%
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	3,39%	ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	1,94%
Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	3,35%	ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	1,50%
METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	3,29%	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	1,40%
INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	2,99%	ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	1,17%
T.T. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	2,60%	BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	0,89%

Καλές αποδόσεις για το έτος 2004 σημείωσαν τα εξής αμοιβαία:

1. **Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.**
2. ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού
3. HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)
4. ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού
5. EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού

Returns 2005

Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	4,98%	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	0,87%
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	2,72%	ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	0,82%
ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	2,44%	ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	0,76%
METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	1,88%	CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	0,50%
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	1,86%	ΒΕΤΑ Ομολογιακό Εσωτερικού	0,49%
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	1,74%	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	0,12%
EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	1,61%	Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	0,02%
HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	1,49%	Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	-0,07%
ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	1,35%	Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	-1,52%
GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	1,04%	INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	-2,24%

Καλές αποδόσεις για το έτος 2005 σημείωσαν τα εξής αμοιβαία:

1. **Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.**
2. ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού
3. ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού
4. METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού
5. ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού

Returns 2006

ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	4,08%	CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	0,45%
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	1,90%	HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	0,43%
ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	1,34%	ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	0,35%
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Ες.	1,15%	Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	0,21%
Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	1,14%	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	0,11%
GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	1,11%	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	-0,26%
Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	0,79%	ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	-0,37%
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0,50%	ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-0,55%
METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0,50%	EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	-0,61%
INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	0,45%	BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	-0,65%

Καλές αποδόσεις για το έτος 2006 σημείωσαν τα εξής αμοιβαία:

1. ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού
2. ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού
3. ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού
4. **Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Ες**
5. Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού

8.3 ΜΕΤΡΑ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΑ ΣΤΟΝ ΚΙΝΔΥΝΟ

8.3.1 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗΣ TREYNOR

Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει δείκτη Treynor 2003

CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	0.039243	GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	-0.049489
HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	0.022975	ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.047424
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.149709	EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.038988
INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	-0.126935	Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.033939
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	-0.109047	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.032744
Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.093983	ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.029256
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.084375	ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.016864
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	-0.055913	Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	-0.015104
METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.052362	BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.011969
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	-0.051819	ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.009824

Η κατάταξη που προκύπτει βάσει του δείκτη Treynor για το έτος 2003 είναι η εξής:

1. CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού
2. HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)

Τα υπόλοιπα Α/Κ παρουσιάζουν αρνητικές αποδόσεις.

Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει δείκτη Treynor 2004

Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	0.111537	GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	0.015436
ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	0.100003	ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	0.010479
EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	0.086857	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.037997
HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	0.076701	BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.034729
Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	0.064630	INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	0.034558
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.058042	Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	0.030163
METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.056528	ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.028182
INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	0.053657	Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	0.024682
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	0.016039	ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	-0.022022
CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	0.015920	ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.014232

Η κατάταξη που προκύπτει βάσει του δείκτη Treynor για το έτος 2004 είναι η εξής:

1. Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.
2. ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού
3. EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού
4. HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)
5. Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού

Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει δείκτη Treynor 2005

Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	0.069163	CitiFund Ομολογίων Εσωτερικού	-0.104548
ALLIANZ Ομολογίων Εσωτερικού	0.026262	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.086290
ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	0.022583	GENIKI Ομολογίων Εσωτερικού	-0.065115
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογίων Εσωτερικού	0.006054	ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογίων Εσωτ.)	-0.059009
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογίων Εσωτερικού	0.001833	BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.051213
Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.418802	ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.045017
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.365406	ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογίων Εσωτερικού	-0.033965
INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	-0.148782	HSBC Εισοδήματος (Ομολογίων Εσωτ.)	-0.018144
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογίων Εσωτ.)	-0.138829	EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.016527
Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογίων Εσωτερικού	-0.111738	METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογίων Εσωτερικού	-0.000604

Η κατάταξη που προκύπτει βάσει του δείκτη Treynor για το έτος 2005 είναι η εξής:

1. Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.
2. ALLIANZ Ομολογίων Εσωτερικού
3. ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού
4. ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογίων Εσωτερικού

5. ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού

Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει δείκτη Treynor 2006

ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	6.481.849	ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.063830
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	0.101682	HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	-0.062070
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	0.019011	ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	-0.061853
Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.235289	ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.054911
Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.191490	BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.048554
EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.174465	INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	-0.044745
INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.142819	GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	-0.044337
CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	-0.121015	ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.039403
METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.067064	ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.015636
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	-0.065751	Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	-0.009210

Η κατάταξη που προκύπτει βάσει του δείκτη Treynor για το έτος 2006 είναι η εξής:

1. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού
2. ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού
3. ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού

Το Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ. Είναι στην εικοστή θέση με αρνητική απόδοση.

8.3.2 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗΣ SHARPE

Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει δείκτη Sharpe 2003

CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	4.275.676	ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	-3.918.644
HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	2.381.697	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	-3.964.084
ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.964564	ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-5.103.052
INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	-1.204.116	ΓΕΝΙΚΗ Ομολογιών Εσωτερικού	-5.336.810
BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	-1.234.390	Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	-5.366.256
EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	-1.371.290	METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-5.982.878
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	-1.540.598	ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	-6.144.547
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	-1.725.696	ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	-6.660.674
ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-1.983.901	Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	-7.798.363
Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	-3.725.730	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-8.880.293

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

1. CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού
2. HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)

Το Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ. Είναι στην έβδομη θέση με αρνητική απόδοση.

Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει δείκτη Sharpe 2004

T.T. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	8.383.570	HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	2.041.395
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	6.874.053	ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	1.641.043
INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	5.480.060	METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	1.581.765
CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	4.535.037	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	1.392.288
GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	4.407.983	Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	1.335.343
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	4.373.937	ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-2.724.949
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	3.218.791	ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-3.838.537
ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	2.526.854	ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	-4.369.430
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	2.378.282	ΒΕΤΑ Ομολογιακό Εσωτερικού	-9.191.704
EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	2.065.262	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-9.604.730

Η κατάταξη που προκύπτει βάσει του δείκτη Sharpe για το έτος 2004 είναι η εξής:

1. T.T. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού
2. Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)
3. INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)

4. CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού

5. GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού

Το Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ. Είναι στην έβδομη θέση.

Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει δείκτη Sharpe 2005

ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.533320	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	-2.140.802
METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.157872	Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	-2.255.121
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	7.933.117	CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	-2.468.932
ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	6.243.450	Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	-2.670.184
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	2.156.342	INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	-2.724.619
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	1.299.556	Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	-2.940.720
ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-1.357.166	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-3.022.605
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	-1.445.943	EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	-3.934.513
BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	-1.523.235	HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	-5.070.257
GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	-1.830.137	ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-9.353.654

Η κατάταξη που προκύπτει βάσει του δείκτη Sharpe για το έτος 2005 είναι η εξής:

1. ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού

2. METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού

3. ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού

4. ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού

5. Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.

Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει δείκτη Sharpe 2006

ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	9.914.368	ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	-1.697.229
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	4.955.824	Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	-2.567.390
GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	-1.083.369	CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	-2.679.910
ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-1.125.955	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-2.851.865
BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	-1.321.782	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	-3.102.504
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-1.360.636	EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	-3.277.511
HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	-1.517.999	ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-4.047.186
ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	-1.611.174	Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	-6.251.012
METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-1.616.287	Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	-6.366.762
Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	-1.628.883	INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	-8.515.128

Η κατάταξη που προκύπτει βάσει του δείκτη Sharpe για το έτος 2006 είναι η εξής:

1. ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού

2. ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού

Τα υπόλοιπα Α/Κ έχουν αρνητικές αποδόσεις. Το Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ. Βρίσκεται στην δωδέκατη θέση.

8.4 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΒΗΤΑ, ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ R2 ΚΑΙ ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ STD.DEV (STANDARD DEVIATION)

	Beta 2003	SD_2003	RSQUARE 2003		Beta 2003	SD_2003	RSQUARE 2003
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	0.214249	0.002100	0.107387	Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	0.212400	0.001935	0.124383
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	0.011664	0.001012	0.001371	METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.130335	0.001141	0.134747
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	0.114380	0.001873	0.038507	INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	0.147897	0.001559	0.092876
ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	0.145291	0.001235	0.142846	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	0.160790	0.001328	0.151271
Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	0.122553	0.001477	0.071062	HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	0.109636	0.001058	0.110919
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	0.077073	0.000732	0.114328	GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	0.097058	0.000900	0.120026
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.120671	0.001121	0.119507	EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	0.025907	0.000737	0.012768
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	0.147404	0.001423	0.110688	CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	0.088213	0.000810	0.122522
ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.098063	0.000999	0.099501	BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	0.106590	0.001034	0.109775
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	0.139042	0.001265	0.124649	ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	0.199217	0.001487	0.185176

	BETA_2004	SD_2004	RSQUARE 2004		BETA_2004	SD_2004	RSQUARE 2004
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	0.446578	0.001547	0.289945	Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	0.239533	0.001159	0.148623
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	0.220276	0.000971	0.179329	METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.264225	0.000944	0.272605
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	0.352093	0.001775	0.137062	INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	0.149145	0.000941	0.087547
ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	0.192793	0.001007	0.127637	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	0.221925	0.000855	0.234415
Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	0.293864	0.001057	0.268958	HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	0.298170	0.001120	0.246615
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	0.109048	0.000431	0.222454	GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	0.167281	0.000586	0.283903
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.280150	0.000991	0.278313	EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	0.190148	0.000800	0.196840
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	0.327908	0.001177	0.270039	CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	0.213040	0.000748	0.282505
ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.175234	0.001287	0.064590	BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	0.249539	0.000943	0.243882
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	0.221150	0.000811	0.258920	ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	0.324225	0.001283	0.222281

	BETA_2005	SD_2005	RSQUARE 2005		BETA_2005	SD_2005	RSQUARE 2005
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	0.421998	0.001354	0.310364	Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	0.040600	0.000578	0.015768
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	0.287827	0.000953	0.291413	METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.199301	0.000763	0.218087
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	0.331888	0.001546	0.147050	INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	0.274025	0.001496	0.107101
ΩΜΕΓΑ INCOME A/K Ομολογιακό Εσωτερικού	0.280097	0.000929	0.290200	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	0.102358	0.000413	0.197085
Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	0.157534	0.000659	0.182522	HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	0.215253	0.000770	0.249615
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	0.040947	0.000495	0.021928	GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	0.111987	0.000398	0.253174
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.219936	0.000756	0.270669	EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	0.092833	0.000390	0.181408
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	0.242788	0.001495	0.084195	CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	0.115867	0.000491	0.178621
ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.144504	0.000525	0.242422	BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	0.294617	0.000991	0.282483
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	0.160122	0.000653	0.191934	ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	0.241140	0.000872	0.244144

	BETA_2006	SD_2006	RSQUARE_2006		BETA_2006	SD_2006	RSQUARE_2006
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	0.349304	0.001253	0.243511	Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	0.031103	0.000449	0.015026
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	0.239920	0.000920	0.212991	METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.147534	0.000612	0.182034
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	0.196982	0.002020	0.029787	INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	0.219547	0.001154	0.113499
ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	0.469383	0.001643	0.255895	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	0.128070	0.000590	0.147884
Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	0.024211	0.000742	0.003340	HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	0.169469	0.000693	0.187446
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.002374	0.000540	6.09E-05	GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	0.095427	0.000391	0.187131
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.178038	0.000719	0.192426	EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	0.124586	0.000663	0.110583
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	0.174186	0.001799	0.029384	CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	0.091164	0.000412	0.153676
ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.107874	0.000417	0.210040	BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	0.402257	0.001478	0.232254
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	0.184526	0.000672	0.235957	ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	0.287806	0.001140	0.199677

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

1. **Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.**
2. Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού
3. ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού
4. INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού
5. INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)

Μεγάλο κίνδυνο για το έτος 2004 παρουσίασαν τα παρακάτω αμοιβαία κεφάλαια:

- 1 **Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.**
- 2 AAAB A.K. Ομολογιών Εσωτερικού
- 3 Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)
- 4 ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού
- 5 HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)

Μεγάλο κίνδυνο για το έτος 2005 παρουσίασαν τα παρακάτω αμοιβαία κεφάλαια:

1. **Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.**
2. AAAB A.K. Ομολογιών Εσωτερικού
3. BETA Ομολογιακό Εσωτερικού
4. ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού
5. ΩΜΕΓΑ INCOME A/K Ομολογιακό Εσωτερικού

Μεγάλο κίνδυνο για το έτος 2006 παρουσίασαν τα παρακάτω αμοιβαία κεφάλαια:

1. ΩΜΕΓΑ INCOME A/K Ομολογιακό Εσωτερικού
2. BETA Ομολογιακό Εσωτερικού
3. **Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.**
4. ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού
5. ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού

8.5 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗΣ JENSEN

	JENSEN_2003	t-a		JENSEN_2003	t-a
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	-1.30E-05	-0.065198	Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	-5.29E-05	-0.290607
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	-1.64E-05	-0.161384	METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-5.65E-05	-0.529344
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	-0.000114	-0.619614	INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	-0.000174	-1.167.892
ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-1.14E-05	-0.098979	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	-3.81E-05	-0.309903
Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.000104	-0.727368	HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	3.51E-05	0.349963
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-5.81E-05	-0.838003	GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	-3.93E-05	-0.462551
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-4.63E-05	-0.437862	EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	-7.76E-06	-0.105464
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	-6.31E-05	-0.467298	CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	4.26E-05	0.558424
ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-7.77E-07	-0.008154	BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	-3.13E-06	-0.031935
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	-6.52E-05	-0.547658	ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	-4.03E-05	-0.298460

Ο Jensen υποστηρίζει ότι εάν ο συντελεστής α ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός, τότε το αμοιβαίο κεφάλαιο έχει ανώτερη απόδοση. Όπως παρατηρείται από τον πίνακα τα αμοιβαία κεφάλαια που παρουσιάζουν ανώτερες αποδόσεις για το 2003 είναι:

1. CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού
2. HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)

Πιο συγκεκριμένα όμως, το Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος – Ομολογιακό Εσωτερικού έχει άλφα αρνητικό και στατιστικά ασήμαντο. Αυτό σημαίνει ότι ο διαχειριστής δεν είχε την ικανότητα να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity).

	JENSEN 2004	t-a		JENSEN 2004	t-a
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	9.32E-05	1.125.857	Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	5.58E-06	0.082148
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	-4.20E-05	-0.752764	METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-2.31E-06	-0.045152
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	-0.000112	-1.074.000	INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	-1.43E-05	-0.249923
ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-5.56E-05	-0.931370	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	-4.46E-06	-0.093826
Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	-3.32E-05	-0.578361	HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	2.12E-05	0.342950
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-4.17E-05	-1.726.562	GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	-2.86E-05	-0.909800
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-7.71E-07	-0.014430	EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	2.11E-05	0.464509
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	-4.41E-05	-0.691186	CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	-3.61E-05	-0.896533
ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-6.02E-05	-0.762151	BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	-9.22E-05	-1.771.311
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	-3.73E-05	-0.842190	ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	5.29E-05	0.736151

Τα αμοιβαία κεφάλαια που παρουσιάζουν ανώτερες αποδόσεις για το 2004 είναι:

1. **Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.**
2. ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού

Το Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος – Ομολογιακό Εσωτερικού έχει άλφα θετικό αλλά στατιστικά ασήμαντο. Αυτό σημαίνει ότι ο διαχειριστής δεν είχε την ικανότητα να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity).

	JENSEN 2005	t-a		JENSEN 2005	t-a
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	6.95E-05	0.976053	Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	-7.22E-05	-1.989.810
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	-1.80E-06	-0.035336	METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-2.26E-05	-0.528517
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	-2.88E-05	-0.318216	INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	-0.000193	-2.152.936
ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-8.13E-05	-1.639.456	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	-4.65E-05	-1.990.057
Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	-8.76E-05	-2.321.232	HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	-3.94E-05	-0.933257
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-6.42E-05	-2.072.453	GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	-4.15E-05	-1.904.722
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-2.28E-05	-0.557394	EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	-1.64E-05	-0.734947
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	-0.000161	-1.778.622	CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	-6.11E-05	-2.172.806
ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-3.56E-05	-1.230.350	BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	-9.28E-05	-1.745.621
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	-5.54E-05	-1.489.608	ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	-5.04E-06	-0.104909

Το αμοιβαίο κεφάλαιο που παρουσιάζει ανώτερες αποδόσεις για το 2005 είναι:

1. **Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.**

Είναι το μοναδικό που έχει α θετικό. Παρόλα αυτά, είναι στατιστικά ασήμαντο. Που σημαίνει ότι ο διαχειριστής δεν είχε την ικανότητα να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity).

	JENSEN 2006	t-a		JENSEN 2006	t-a
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	6.16E-06	0.089074	Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	-2.76E-05	-0.975775
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	3.13E-05	0.604893	METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-3.15E-05	-0.898621
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	9.08E-05	0.719991	INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	-2.73E-05	-0.396972
ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-4.84E-05	-0.538957	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	-6.62E-05	-1.918.285
Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	-1.72E-05	-0.366961	HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	-3.28E-05	-0.829430
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-6.17E-05	-1.799.259	GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	-1.17E-05	-0.525340
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-2.94E-05	-0.718415	EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	-8.02E-05	-2.021.337
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	-3.63E-05	-0.323287	CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	-8.02E-06	-1.631.044
ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-8.72E-07	-0.037133	BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	-8.02E-07	-0.684863
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	-3.56E-05	-0.955378	ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	-8.02E-08	-0.893898

Τα αμοιβαία κεφάλαια που παρουσιάζουν ανώτερες αποδόσεις για το 2006 είναι:

1. ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού
2. **Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.**
3. ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού

Το Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος – Ομολογιακό Εσωτερικού έχει άλφα θετικό αλλά στατιστικά ασήμαντο. Αυτό σημαίνει ότι ο διαχειριστής δεν είχε την ικανότητα να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity).

8.6 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗΣ TREYNOR – MAZUY

	T AND M A 2003	t-a	T AND M B 2003	t-b	T AND M C 2003	t-c
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	0.000102	0.469435	0.189234	2.903.842	-1.151.119	-1.284.829
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	9.54E-05	0.877316	-0.012554	-0.386740	-1114469	-2497210
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	-7.39E-05	-0.363368	0.105608	1738784	-4036928	-0.483451
ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	1.38E-05	0.109057	0.139832	3697266	-2511698	-0.483049
Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	-8.55E-05	-0.541886	0.118524	2515199	-1854162	-0.286197
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-8.20E-06	-0.108653	0.066267	2941831	-4972456	-1605615
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	1.34E-05	0.115756	0.107730	3116279	-5955175	-1252985
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	1.16E-05	0.078651	0.131222	2974763	-7446594	-1227878
ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	4.72E-05	0.451935	0.087668	2811001	-4783518	-1115625
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	1.97E-05	0.152156	0.120647	3117459	-8465130	-1590996
Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	4.65E-05	0.233578	0.190852	3207111	-9915577	-1211953
METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	2.92E-05	0.252475	0.111767	3233262	-8544660	-1797934
INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	-8.69E-05	-0.532198	0.128942	2644814	-8722549	-1301352
INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	4.05E-05	0.301375	0.143759	3584515	-7836997	-1421329
HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	9.66E-05	0.881878	0.096307	2944055	-6133534	-1363798
ΓΕΝΙΚΙ Ομολογιών Εσωτερικού	1.34E-05	0.144219	0.085653	3093219	-5248390	-1378628
EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	2.97E-06	0.036572	0.023583	0.973517	-1069590	-0.321152
CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	6.91E-05	0.824172	0.082466	3293275	-2644935	-0.768281
BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	5.43E-05	0.506794	0.094139	2940337	-5729754	-1301714
ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	7.82E-06	0.052679	0.188794	4259782	-4796518	-0.787185

	T AND M A 2004	t-a	T AND M B 2004	t-b	T AND M C 2004	t-c
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	6.83E-05	0.715453	0.449385	1009985	6893106	0.527461
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	-4.99E-05	-0.775933	0.221169	7368717	2192873	0.248748
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	-0.000128	-1062889	0.353882	6288834	4391118	0.265685
ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-9.43E-05	-1373544	0.197156	6156294	1071065	1138691
Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	-5.95E-05	-0.900591	0.296831	9630192	7284330	0.804626
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-6.02E-05	-2170096	0.111136	8588219	5124233	1348213
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-2.57E-05	-0.417260	0.282956	9859145	6888769	0.817225
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	-8.58E-05	-1167626	0.332598	9709694	1151409	1144445
ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	8.44E-05	0.945947	0.158949	3820925	-3998511	-3272574
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	-5.27E-05	-1032701	0.222887	9358614	4265049	0.609719
Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	-1.77E-05	-0.226066	0.242154	6635326	6435438	0.600382
METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-2.35E-05	-0.399612	0.266616	9707197	5870829	0.727756
INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	-2.37E-05	-0.360502	0.150210	4897988	2614982	0.290313
INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	-4.77E-05	-0.874322	0.226791	8922131	1194764	1600311
HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	1.27E-05	0.178646	0.299122	9011055	2337407	0.239740
GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	-4.96E-05	-1370394	0.169643	1005113	5799802	1169958
EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	-5.00E-05	-0.967128	0.198158	8222795	1966595	2778454
CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	-5.83E-05	-1258396	0.215541	9984472	6140528	0.968456
BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.000115	-1916197	0.252096	9017173	6278040	0.764552
ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	2.77E-05	0.334656	0.327061	8472063	6961815	0.613992

	T AND M A 2005	t-a	T AND M B 2005	t-b	T AND M C 2005	t-c
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	0.000143	1.695.113	0.422376	1.062.946	-2.295.273	-1.617.256
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	5.79E-05	0.966041	0.288135	1.017.949	-1.872.953	-1.852.631
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	2.88E-05	0.268108	0.332186	6.557.644	-1.805.292	-0.997807
ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-1.91E-05	-0.327467	0.280418	1.015.998	-1.949.130	-1.977.240
Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	-7.06E-05	-1.575.684	0.157622	7.452.746	-5.333.783	-0.706101
Π&Κ Ομολογιών Εσωτερικού	-3.96E-05	-0.654617	0.035855	1.254.041	-1.169.811	-1.145.548
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-6.80E-05	-1.848.782	0.040928	2.356.974	1.207.541	0.194703
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	1.12E-05	0.230891	0.220112	9.634.015	-1.064.874	-1.304.952
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	-4.71E-05	-0.440891	0.243377	4.824.349	-3.578.386	-1.985.998
ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-4.71E-06	-0.137964	0.144663	8.968.657	-9.679.383	-1.680.151
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	-3.33E-05	-0.755213	0.160236	7.693.742	-6.924.977	-0.930954
PROBANK Ομολογιακό Εσωτερικού	-1.41E-05	-0.304599	0.157288	7.188.434	-1.877.518	-2.402.458
Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	-4.72E-05	-1.096.482	0.040730	2.004.319	-7.855.944	-1.082.395
METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	9.19E-06	0.181606	0.199466	8.346.428	-9.964.106	-1.167.356
INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	-0.000153	-1.434.489	0.274233	5.463.603	-1.263.915	-0.705032
INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	-1.55E-05	-0.561958	0.102519	7.883.294	-9.741.013	-2.097.205
HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	-1.12E-05	-0.223493	0.215399	9.108.885	-8.854.065	-1.048.326
GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	-2.00E-05	-0.775838	0.112098	9.222.510	-6.740.910	-1.552.749
EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	1.87E-05	0.714704	0.093014	7.520.398	-1.101.797	-2.494.165
CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	-3.69E-05	-1.108.459	0.115992	7.378.626	-7.589.372	-1.351.714
BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	-2.30E-05	-0.367727	0.294977	9.978.274	-2.187.640	-2.071.931
ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	1.66E-05	0.291765	0.241252	8.963.141	-6.797.598	-0.707093

	T AND M A 2006	t-a	T AND M B 2006	t-b	T AND M C 2006	t-c
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	-3.88E-05	-0.451664	0.349105	8.925.510	1.439.145	0.880875
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	5.50E-06	0.085331	0.239806	8.179.482	8.260.843	0.674564
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	7.55E-05	0.480249	0.196914	2.752.935	4.918.537	0.164622
ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.000115	-1.030.349	0.469089	9.229.279	2.132.806	1.004.609
Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	3.93E-06	0.067176	0.024305	0.913942	-6.768.883	-0.609366
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-5.91E-05	-1.382.812	-0.002360	-0.121669	-0.824789	-0.101739
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-8.54E-05	-1.685.810	0.177791	7.714.338	1.790.735	1.860.171
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	-8.98E-05	-0.642199	0.173949	2.733.032	1.711.549	0.643790
ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-2.87E-06	-0.098161	0.107865	8.103.362	0.639730	0.115058
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	-6.87E-05	-1.484.704	0.184380	8.752.363	1.059.801	1.204.397
Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	-3.71E-05	-1.054.561	0.031061	1.939.293	3.050.564	0.455982
METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-7.30E-05	-1.678.898	0.147351	7.443.281	1.327.566	1.605.462
INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	-0.000113	-1.323.714	0.219169	5.646.006	2.738.187	1.688.723
INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	-6.72E-05	-1.562.902	0.128065	6.546.946	0.314869	0.038536
HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	-7.47E-05	-1.519.722	0.169284	7.571.395	1.338.010	1.432.689
GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	-4.06E-05	-1.470.292	0.095300	7.577.572	9.249.058	1.760.635
EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	-7.05E-05	-1.428.481	0.124628	5.544.659	-3.075.681	-0.327592
CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	-7.73E-05	-2.609.141	0.090996	6.747.806	1.220.666	2.167.058
BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.000126	-1.233.192	0.401950	8.660.399	2.225.402	1.147.909
ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.000145	-1.816.630	0.287420	7.893.139	2.801.330	1.841.750

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του υποδείγματος TREYNOR – MAZUY, τα συμπεράσματα που προκύπτουν από τους παραπάνω πίνακες, για το εξεταζόμενο A/K, **Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολογιακό Εσωτερικού**, είναι τα εξής:

Για το έτος 2003, το A/K έχει άλφα θετικό αλλά όχι στατιστικά σημαντικό. Αυτό σημαίνει ότι ο διαχειριστής δεν είχε την ικανότητα να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity). Το βήτα, δηλαδή ο συστηματικός κίνδυνος του A/K, είναι πολύ μικρό και άρα η έκθεση στο χρηματιστήριο πολύ μικρή. Το γάμα είναι αρνητικό και στατιστικά ασήμαντο που σημαίνει ότι οι διαχειριστές δεν είχαν την ικανότητα να επιλέγουν την χρονική στιγμή που θα τοποθετηθούν στην αγορά (market timing).

Για το έτος 2004, το A/K έχει άλφα θετικό αλλά όχι στατιστικά σημαντικό. Αυτό σημαίνει ότι ο διαχειριστής δεν είχε την ικανότητα να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity). Το βήτα, δηλαδή ο συστηματικός κίνδυνος του A/K, είναι σχετικά μεγάλο και άρα μεγάλη η έκθεση στο χρηματιστήριο. Το γάμα είναι θετικό αλλά στατιστικά ασήμαντο που σημαίνει ότι οι διαχειριστές δεν είχαν την ικανότητα να επιλέγουν την χρονική στιγμή που θα τοποθετηθούν στην αγορά (market timing).

Για το έτος 2005, το A/K έχει άλφα θετικό αλλά όχι στατιστικά σημαντικό. Αυτό σημαίνει ότι ο διαχειριστής δεν είχε την ικανότητα να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity). Το βήτα, δηλαδή ο συστηματικός κίνδυνος του A/K, είναι σχετικά μεγάλο και άρα μεγάλη η έκθεση στο χρηματιστήριο. Το γάμα είναι αρνητικό και στατιστικά ασήμαντο που σημαίνει ότι οι διαχειριστές δεν είχαν την ικανότητα να επιλέγουν την χρονική στιγμή που θα τοποθετηθούν στην αγορά (market timing).

Για το έτος 2006, το A/K έχει άλφα αρνητικό και στατιστικά ασήμαντο. Αυτό σημαίνει ότι ο διαχειριστής δεν είχε την ικανότητα να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity). Το βήτα, δηλαδή ο συστηματικός κίνδυνος του A/K, είναι σχετικά μεγάλο και άρα μεγάλη η έκθεση στο χρηματιστήριο. Το γάμα είναι θετικό αλλά στατιστικά ασήμαντο που σημαίνει ότι οι διαχειριστές δεν είχαν την ικανότητα να επιλέγουν την χρονική στιγμή που θα τοποθετηθούν στην αγορά (market timing).

**ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ Α/Κ ΣΕ
ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΟ ΓΕΝΙΚΟ
ΔΕΙΚΤΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ**

8.7 ΜΕΤΡΑ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΑ ΣΤΟΝ ΚΙΝΔΥΝΟ

8.7.1 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗΣ TREYNOR

Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει δείκτη Treynor 2003

CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	0.039243	ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.047424
ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.009824	GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	-0.049489
ΒΕΤΑ Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.011969	Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	-0.051819
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	-0.015104	METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.052362
ΩΜΕΓΑ INCOME A/K Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.016864	ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	-0.055913
HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	0.022975	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.084375
ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.029256	Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.093983
INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.032744	ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	-0.109047
Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.033939	INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	-0.126935
EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.038988	ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.149709

Η κατάταξη που προκύπτει βάσει του δείκτη Treynor για το έτος 2003 είναι η εξής:

1. CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού
2. HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)

Τα υπόλοιπα Α/Κ παρουσιάζουν αρνητικές αποδόσεις.

Το Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ. Παρουσιάζει αρνητική απόδοση.

Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει δείκτη Treynor 2004

Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	0.111537	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.037997
ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	0.100003	BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.034729
EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	0.086857	ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	0.016039
HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	0.076701	CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	0.015920
Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	0.064630	GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	0.015436
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.058042	ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	0.010479
METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.056528	ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.028182
INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	0.053657	Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	0.024682
INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	0.034558	ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	-0.022022
T.T. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	0.030163	ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.014232

Η κατάταξη που προκύπτει βάσει του δείκτη Treynor για το έτος 2004 είναι η εξής:

1. Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.
2. ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού
3. EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού
4. HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)
5. Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού

Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει δείκτη Treynor 2005

Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	0.069163	CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	-0.104548
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	0.026262	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.086290
ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	0.022583	GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	-0.065115
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	0.006054	ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	-0.059009
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.001833	BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.051213
Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.418802	ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.045017
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.365406	ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.033965
INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	-0.148782	HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	-0.018144
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	-0.138829	EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.016527
Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.111738	METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.000604

Η κατάταξη που προκύπτει βάσει του δείκτη Treynor για το έτος 2005 είναι η εξής:

1. **Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.**
2. ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού
3. ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού
4. ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού
5. ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού

Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει δείκτη Treynor 2006

ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	6.481.849	ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.063830
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	0.101682	HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	-0.062070
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	0.019011	ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	-0.061853
Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.235289	ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.054911
Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.191490	ΒΕΤΑ Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.048554
EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.174465	INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	-0.044745
INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.142819	ΓΕΝΙΚΗ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.044337
CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	-0.121015	ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.039403
METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.067064	ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.015636
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	-0.065751	Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	-0.009210

Η κατάταξη που προκύπτει βάσει του δείκτη Treynor για το έτος 2006 είναι η εξής:

1. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού
2. ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού
3. ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού
4. Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού
5. Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού

Το Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ. Βρίσκεται τελευταίο στην κατάταξη με αρνητική απόδοση.

8.7.2 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗΣ SHARPE

Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει δείκτη Sharpe 2003

CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	4.275.676	ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	-3.918.644
HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	2.381.697	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	-3.964.084
ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.964564	ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-5.103.052
INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	-1.204.116	GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	-5.336.810
BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	-1.234.390	Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	-5.366.256
EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	-1.371.290	METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-5.982.878
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	-1.540.598	ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	-6.144.547
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	-1.725.696	ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	-6.660.674
ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-1.983.901	Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	-7.798.363
Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	-3.725.730	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-8.880.293

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

1. CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού

2. HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)

Το Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ. Παρουσιάζει αρνητική απόδοση, όπως και τα υπόλοιπα Α/Κ.

Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει δείκτη Sharpe 2004

T.T. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	8.383.570	HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	2.041.395
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	6.874.053	ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	1.641.043
INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	5.480.060	METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	1.581.765
CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	4.535.037	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	1.392.288
GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	4.407.983	Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	1.335.343
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	4.373.937	ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-2.724.949
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	3.218.791	ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-3.838.537
ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	2.526.854	ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	-4.369.430
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	2.378.282	BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	-9.191.704
EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	2.065.262	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-9.604.730

Η κατάταξη που προκύπτει βάσει του δείκτη Sharpe για το έτος 2004 είναι η εξής:

1. T.T. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού

2. Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)

3. INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)

4. CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού

5. GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού

Το Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. . Εσ. Βρίσκεται στην έβδομη θέση της κατάταξης των Α/Κ.

Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει δείκτη Sharpe 2005

ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	7.933.117	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	-2.140.802
ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	6.243.450	Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	-2.255.121
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	2.156.342	CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	-2.468.932
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	1.299.556	Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	-2.670.184
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.533320	INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	-2.724.619
METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.157872	Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	-2.940.720
ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-1.357.166	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-3.022.605
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	-1.445.943	EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	-3.934.513
BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	-1.523.235	HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	-5.070.257
GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	-1.830.137	ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-9.353.654

Η κατάταξη που προκύπτει βάσει του δείκτη Sharpe για το έτος 2005 είναι η εξής:

1. ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού

2. ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού
3. Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.
4. ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού
5. ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού

Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει δείκτη Sharpe 2006

ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	9.914.368	ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	-1.697.229
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	4.955.824	Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	-2.567.390
GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	-1.083.369	CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	-2.679.910
ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-1.125.955	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-2.851.865
BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	-1.321.782	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	-3.102.504
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-1.360.636	EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	-3.277.511
HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	-1.517.999	ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-4.047.186
ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	-1.611.174	Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	-6.251.012
METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-1.616.287	Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	-6.366.762
Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	-1.628.883	INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	-8.515.128

Η κατάταξη που προκύπτει βάσει του δείκτη Sharpe για το έτος 2006 είναι η εξής:

1. ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού
2. ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού

Το Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ. Παρουσιάζει αρνητική απόδοση, όπως και τα υπόλοιπα Α/Κ.

8.8 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΒΗΤΑ, ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ R2 ΚΑΙ ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ STD.DEV (STANDARD DEVIATION)

	Beta 2003	SD 2003	RSQUARE 2003		Beta 2003	SD 2003	RSQUARE 2003
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	0.214249	0.002100	0.107387	Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	0.212400	0.001935	0.124383
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	0.011664	0.001012	0.001371	METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.130335	0.001141	0.134747
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	0.114380	0.001873	0.038507	INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	0.147897	0.001559	0.092876
ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	0.145291	0.001235	0.142846	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	0.160790	0.001328	0.151271
Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	0.122553	0.001477	0.071062	HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	0.109636	0.001058	0.110919
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	0.077073	0.000732	0.114328	GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	0.097058	0.000900	0.120026
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.120671	0.001121	0.119507	EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	0.025907	0.000737	0.012768
Εγγατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	0.147404	0.001423	0.110688	CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	0.088213	0.000810	0.122522
ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.098063	0.000999	0.099501	BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	0.106590	0.001034	0.109775
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	0.139042	0.001265	0.124649	ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	0.199217	0.001487	0.185176

	BETA 2004	SD 2004	RSQUARE 2004		BETA 2004	SD 2004	RSQUARE 2004
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος – Ομολ. Εσ.	0.446578	0.001547	0.289945	Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	0.239533	0.001159	0.148623
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	0.220276	0.000971	0.179329	METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.264225	0.000944	0.272605
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	0.352093	0.001775	0.137062	INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	0.149145	0.000941	0.087547
ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	0.192793	0.001007	0.127637	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	0.221925	0.000855	0.234415
Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	0.293864	0.001057	0.268958	HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	0.298170	0.001120	0.246615
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	0.109048	0.000431	0.222454	GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	0.167281	0.000586	0.283903
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.280150	0.000991	0.278313	EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	0.190148	0.000800	0.196840
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	0.327908	0.001177	0.270039	CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	0.213040	0.000748	0.282505
ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.175234	0.001287	0.064590	BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	0.249539	0.000943	0.243882
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	0.221150	0.000811	0.258920	ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	0.324225	0.001283	0.222281

	BETA 2005	SD 2005	RSQUARE 2005		BETA 2005	SD 2005	RSQUARE 2005
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	0.421998	0.001354	0.310364	Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	0.040600	0.000578	0.015768
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	0.287827	0.000953	0.291413	METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.199301	0.000763	0.218087
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	0.331888	0.001546	0.147050	INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	0.274025	0.001496	0.107101
ΩΜΕΓΑ INCOME A/K Ομολογιακό Εσωτερικού	0.280097	0.000929	0.290200	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	0.102358	0.000413	0.197085
Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	0.157534	0.000659	0.182522	HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	0.215253	0.000770	0.249615
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	0.040947	0.000495	0.021928	GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	0.111987	0.000398	0.253174
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.219936	0.000756	0.270669	EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	0.092833	0.000390	0.181408
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	0.242788	0.001495	0.084195	CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	0.115867	0.000491	0.178621
ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.144504	0.000525	0.242422	BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	0.294617	0.000991	0.282483
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	0.160122	0.000653	0.191934	ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	0.241140	0.000872	0.244144

	BETA 2006	SD 2006	RSQUARE 2006		BETA 2006	SD 2006	RSQUARE 2006
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος-Ομολ. Εσ.	0.349304	0.001253	0.243511	Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	0.031103	0.000449	0.015026
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	0.239920	0.000920	0.212991	METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.147534	0.000612	0.182034
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	0.196982	0.002020	0.029787	INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	0.219547	0.001154	0.113499
ΩΜΕΓΑ INCOME A/K Ομολογιακό Εσωτερικού	0.469383	0.001643	0.255895	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	0.128070	0.000590	0.147884
Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	0.024211	0.000742	0.003340	HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	0.169469	0.000693	0.187446
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.002374	0.000540	6.09E-05	GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	0.095427	0.000391	0.187131
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.178038	0.000719	0.192426	EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	0.124586	0.000663	0.110583
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	0.174186	0.001799	0.029384	CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	0.091164	0.000412	0.153676
ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	0.107874	0.000417	0.210040	BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	0.402257	0.001478	0.232254
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	0.184526	0.000672	0.235957	ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	0.287806	0.001140	0.199677

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

1. **Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.**
2. Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού
3. ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού
4. INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού
5. INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)

Μεγάλο κίνδυνο για το έτος 2004 παρουσίασαν τα παρακάτω αμοιβαία κεφάλαια:

1. **Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.**
2. AAAB A.K. Ομολογιών Εσωτερικού
3. Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)
4. ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού
5. HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)

Μεγάλο κίνδυνο για το έτος 2005 παρουσίασαν τα παρακάτω αμοιβαία κεφάλαια:

1. **Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.**
2. AAAB A.K. Ομολογιών Εσωτερικού
3. BETA Ομολογιακό Εσωτερικού
4. ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού
5. ΩΜΕΓΑ INCOME A/K Ομολογιακό Εσωτερικού

Μεγάλο κίνδυνο για το έτος 2006 παρουσίασαν τα παρακάτω αμοιβαία κεφάλαια:

1. ΩΜΕΓΑ INCOME A/K Ομολογιακό Εσωτερικού
2. BETA Ομολογιακό Εσωτερικού
3. **Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Ες**
4. ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού
5. ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού

8.9 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗΣ JENSEN

	JENSEN 2003	t-a		JENSEN 2003	t-a
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	-1.30E-05	-0.065198	Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	-5.29E-05	-0.290607
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	-1.64E-05	-0.161384	METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-5.65E-05	-0.529344
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	-0.000114	-0.619614	INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	-0.000174	-1.167.892
ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-1.14E-05	-0.098979	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	-3.81E-05	-0.309903
Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	-0.000104	-0.727368	HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	3.51E-05	0.349963
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-5.81E-05	-0.838003	ΓΕΝΙΚΗ Ομολογιών Εσωτερικού	-3.93E-05	-0.462551
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-4.63E-05	-0.437862	EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	-7.76E-06	-0.105464
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	-6.31E-05	-0.467298	CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	4.26E-05	0.558424
ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-7.77E-07	-0.008154	BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	-3.13E-06	-0.031935
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	-6.52E-05	-0.547658	ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	-4.03E-05	-0.298460

	JENSEN 2004	t-a		JENSEN 2004	t-a
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	9.32E-05	1.125.857	Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	5.58E-06	0.082148
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	-4.20E-05	-0.752764	METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-2.31E-06	-0.045152
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	-0.000112	-1.074.000	INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	-1.43E-05	-0.249923
ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-5.56E-05	-0.931370	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	-4.46E-06	-0.093826
Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	-3.32E-05	-0.578361	HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	2.12E-05	0.342950
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-4.17E-05	-1.726.562	ΓΕΝΙΚΗ Ομολογιών Εσωτερικού	-2.86E-05	-0.909800
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-7.71E-07	-0.014430	EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	2.11E-05	0.464509
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	-4.41E-05	-0.691186	CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	-3.61E-05	-0.896533
ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-6.02E-05	-0.762151	ΒΕΤΑ Ομολογιακό Εσωτερικού	-9.22E-05	-1.771.311
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	-3.73E-05	-0.842190	ΑΛΦΑ Ομολογιακό Εσωτερικού	5.29E-05	0.736151

	JENSEN 2005	t-a		JENSEN 2005	t-a
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	6.95E-05	0.976053	Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	-7.22E-05	-1.989.810
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	-1.80E-06	-0.035336	METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-2.26E-05	-0.528517
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	-2.88E-05	-0.318216	INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	-0.000193	-2.152.936
ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-8.13E-05	-1.639.456	INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	-4.65E-05	-1.990.057
Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	-8.76E-05	-2.321.232	HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	-3.94E-05	-0.933257
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-6.42E-05	-2.072.453	ΓΕΝΙΚΗ Ομολογιών Εσωτερικού	-4.15E-05	-1.904.722
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-2.28E-05	-0.557394	EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	-1.64E-05	-0.734947
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	-0.000161	-1.778.622	CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	-6.11E-05	-2.172.806
ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-3.56E-05	-1.230.350	ΒΕΤΑ Ομολογιακό Εσωτερικού	-9.28E-05	-1.745.621
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	-5.54E-05	-1.489.608	ΑΛΦΑ Ομολογιακό Εσωτερικού	-5.04E-06	-0.104909

	JENSEN 2006	t-a		JENSEN 2006	t-a
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	6.16E-06	0.089074	Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	-2.76E-05	-0.975775
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	3.13E-05	0.604893	METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-3.15E-05	-0.898621
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	9.08E-05	0.719991	INTERNATION AL (Ομολογιακό Εσωτ.)	-2.73E-05	-0.396972
ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-4.84E-05	-0.538957	INTERAMERIC AN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	-6.62E-05	-1.918.285
T.T. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	-1.72E-05	-0.366961	HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	-3.28E-05	-0.829430
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-6.17E-05	-1.799.259	GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	-1.17E-05	-0.525340
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-2.94E-05	-0.718415	EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	-8.02E-05	-2.021.337
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	-3.63E-05	-0.323287	CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	-3.92E-05	-1.631.044
ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-8.72E-07	-0.037133	BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	-5.62E-05	-0.684863
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	-3.56E-05	-0.955378	ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	-5.78E-05	-0.893898

Όπως παρατηρείται από τον πίνακα τα αμοιβαία κεφάλαια που παρουσιάζουν ανώτερες αποδόσεις για το 2003 είναι:

1. CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού
2. HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)

Το Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος – Ομολογιακό Εσωτερικού έχει άλφα αρνητικό και στατιστικά ασήμαντο. Αυτό σημαίνει ότι ο διαχειριστής δεν είχε την ικανότητα να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity).

Τα αμοιβαία κεφάλαια που παρουσιάζουν ανώτερες αποδόσεις για το 2004 είναι:

1. **Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.**
2. Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού
3. ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού
4. HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)
5. EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού

Το Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος – Ομολογιακό Εσωτερικού έχει άλφα θετικό αλλά στατιστικά ασήμαντο. Αυτό σημαίνει ότι ο διαχειριστής δεν είχε την ικανότητα να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity).

Το αμοιβαίο κεφάλαιο που παρουσιάζει ανώτερες αποδόσεις για το 2005 είναι:

1. **Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.**

Τα υπόλοιπα Α/Κ παρουσιάζουν αρνητικό α . Το Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος – Ομολογιακό Εσωτερικού έχει άλφα θετικό αλλά στατιστικά ασήμαντο. Αυτό σημαίνει ότι ο διαχειριστής δεν είχε την ικανότητα να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity).

Τα αμοιβαία κεφάλαια που παρουσιάζουν ανώτερες αποδόσεις για το 2006 είναι:

1. ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού
2. **Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Ες**
3. ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού

Τα υπόλοιπα Α/Κ παρουσιάζουν αρνητικό α.

Το Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος – Ομολογιακό Εσωτερικού έχει άλφα θετικό αλλά στατιστικά ασήμαντο. Αυτό σημαίνει ότι ο διαχειριστής δεν είχε την ικανότητα να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity).

8.10 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗΣ TREYNOR – MAZUY

	T AND M A 2003	t-a	T AND M B 2003	t-b	T AND M C 2003	t-c
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	0.000102	0.469435	0.189234	2.903.842	-1.151.119	-1.284.829
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	9.54E-05	0.877316	-0.012554	0.386740	-1.114.469	-2.497.210
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	-7.39E-05	-0.363368	0.105608	1.738.784	-4.036.928	-0.483451
ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	1.38E-05	0.109057	0.139832	3.697.266	-2.511.698	-0.483049
Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	-8.55E-05	-0.541886	0.118524	2.515.199	-1.854.162	-0.286197
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-8.20E-06	-0.108653	0.066267	2.941.831	-4.972.456	-1.605.615
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	1.34E-05	0.115756	0.107730	3.116.279	-5.955.175	-1.252.985
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	1.16E-05	0.078651	0.131222	2.974.763	-7.446.594	-1.227.878
ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	4.72E-05	0.451935	0.087668	2.811.001	-4.783.518	-1.115.625
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	1.97E-05	0.152156	0.120647	3.117.459	-8.465.130	-1.590.996
Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	4.65E-05	0.233578	0.190852	3.207.111	-9.915.577	-1.211.953
METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	2.92E-05	0.252475	0.111767	3.233.262	-8.544.660	-1.797.934
INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	-8.69E-05	-0.532198	0.128942	2.644.814	-8.722.549	-1.301.352
INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	4.05E-05	0.301375	0.143759	3.584.515	-7.836.997	-1.421.329
HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	9.66E-05	0.881878	0.096307	2.944.055	-6.133.534	-1.363.798

GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	1.34E-05	0.144219	0.085653	3.093.219	-5.248.390	-1.378.628
EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	2.97E-06	0.036572	0.023583	0.973517	-1.069.590	-0.321152
CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	6.91E-05	0.824172	0.082466	3.293.275	-2.644.935	-0.768281
BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	5.43E-05	0.506794	0.094139	2.940.337	-5.729.754	-1.301.714
ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	7.82E-06	0.052679	0.188794	4.259.782	-4.796.518	-0.787185

	T AND M A 2004	t-a	T AND M B 2004	t-b	T AND M C 2004	t-c
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	6.83E-05	0.715453	0.449385	1.009.985	6.893.106	0.527461
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	-4.99E-05	-0.775933	0.221169	7.368.717	2.192.873	0.248748
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	-0.000128	-1.062.889	0.353882	6.288.834	4.391.118	0.265685
ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-9.43E-05	-1.373.544	0.197156	6.156.294	1.071.065	1.138.691
Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	-5.95E-05	-0.900591	0.296831	9.630.192	7.284.330	0.804626
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-6.02E-05	-2.170.096	0.111136	8.588.219	5.124.233	1.348.213
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-2.57E-05	-0.417260	0.282956	9.859.145	6.888.769	0.817225
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	-8.58E-05	-1.167.626	0.332598	9.709.694	1.151.409	1.144.445
ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	8.44E-05	0.945947	0.158949	3.820.925	-3.998.511	-3.272.574
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	-5.27E-05	-1.032.701	0.222887	9.358.614	4.265.049	0.609719

Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	-1.77E-05	-0.226066	0.242154	6.635.326	6.435.438	0.600382
METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-2.35E-05	-0.399612	0.266616	9.707.197	5.870.829	0.727756
INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	-2.37E-05	-0.360502	0.150210	4.897.988	2.614.982	0.290313
INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	-4.77E-05	-0.874322	0.226791	8.922.131	1.194.764	1.600.311
HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	1.27E-05	0.178646	0.299122	9.011.055	2.337.407	0.239740
GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	-4.96E-05	-1.370.394	0.169643	1.005.113	5.799.802	1.169.958
EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	-5.00E-05	-0.967128	0.198158	8.222.795	1.966.595	2.778.454
CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	-5.83E-05	-1.258.396	0.215541	9.984.472	6.140.528	0.968456
BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.000115	-1.916.197	0.252096	9.017.173	6.278.040	0.764552
ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	2.77E-05	0.334656	0.327061	8.472.063	6.961.815	0.613992

	T AND M A 2005	t-a	T AND M B 2005	t-b	T AND M C 2005	t-c
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	0.000143	1.695.113	0.422376	1.062.946	-2.295.273	-1.617.256
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	5.79E-05	0.966041	0.288135	1.017.949	-1.872.953	-1.852.631
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	2.88E-05	0.268108	0.332186	6.557.644	-1.805.292	-0.997807
ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-1.91E-05	-0.327467	0.280418	1.015.998	-1.949.130	-1.977.240
Τ.Τ. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	-7.06E-05	-1.575.684	0.157622	7.452.746	-5.333.783	-0.706101

ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-6.80E-05	-1.848.782	0.040928	2.356.974	1.207.541	0.194703
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	1.12E-05	0.230891	0.220112	9.634.015	-1.064.874	-1.304.952
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	-4.71E-05	-0.440891	0.243377	4.824.349	-3.578.386	-1.985.998
ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-4.71E-06	-0.137964	0.144663	8.968.657	-9.679.383	-1.680.151
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	-3.33E-05	-0.755213	0.160236	7.693.742	-6.924.977	-0.930954
Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	-4.72E-05	-1.096.482	0.040730	2.004.319	-7.855.944	-1.082.395
METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	9.19E-06	0.181606	0.199466	8.346.428	-9.964.106	-1.167.356
INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	-0.000153	-1.434.489	0.274233	5.463.603	-1.263.915	-0.705032
INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	-1.55E-05	-0.561958	0.102519	7.883.294	-9.741.013	-2.097.205
HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	-1.12E-05	-0.223493	0.215399	9.108.885	-8.854.065	-1.048.326
GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	-2.00E-05	-0.775838	0.112098	9.222.510	-6.740.910	-1.552.749
EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	1.87E-05	0.714704	0.093014	7.520.398	-1.101.797	-2.494.165
CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	-3.69E-05	-1.108.459	0.115992	7.378.626	-7.589.372	-1.351.714
BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	-2.30E-05	-0.367727	0.294977	9.978.274	-2.187.640	-2.071.931
ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	1.66E-05	0.291765	0.241252	8.963.141	-6.797.598	-0.707093

	T AND M A 2006	t-a	T AND M B 2006	t-b	T AND M C 2006	t-c
Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολ. Εσ.	-3.88E-05	-0.451664	0.349105	8.925.510	1.439.145	0.880875
ALLIANZ Ομολογιών Εσωτερικού	5.50E-06	0.085331	0.239806	8.179.482	8.260.843	0.674564
ΑΑΑΒ Α.Κ. Ομολογιών Εσωτερικού	7.55E-05	0.480249	0.196914	2.752.935	4.918.537	0.164622
ΩΜΕΓΑ INCOME Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.000115	-1.030.349	0.469089	9.229.279	2.132.806	1.004.609
T.T. - ΕΛΤΑ Ομολογιών Εσωτερικού	3.93E-06	0.067176	0.024305	0.913942	-6.768.883	-0.609366
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ EUROBOND Ομολογιακό Εσωτερικού	-5.91E-05	-1.382.812	-0.002360	-0.121669	-0.824789	-0.101739
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-8.54E-05	-1.685.810	0.177791	7.714.338	1.790.735	1.860.171
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτ.)	-8.98E-05	-0.642199	0.173949	2.733.032	1.711.549	0.643790
ΑΤΤΙΚΗΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-2.87E-06	-0.098161	0.107865	8.103.362	0.639730	0.115058
ΑΤΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ (Ομολογιών Εσωτ.)	-6.87E-05	-1.484.704	0.184380	8.752.363	1.059.801	1.204.397
Millennium Value Plus Ομολογιακό Εσωτερικού	-3.71E-05	-1.054.561	0.031061	1.939.293	3.050.564	0.455982
METROLIFE ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	-7.30E-05	-1.678.898	0.147351	7.443.281	1.327.566	1.605.462
INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτ.)	-0.000113	-1.323.714	0.219169	5.646.006	2.738.187	1.688.723
INTERAMERICAN Σταθερό Ομολογιακό Εσωτερικού	-6.72E-05	-1.562.902	0.128065	6.546.946	0.314869	0.038536
HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτ.)	-7.47E-05	-1.519.722	0.169284	7.571.395	1.338.010	1.432.689

GENIKI Ομολογιών Εσωτερικού	-4.06E-05	-1.470.292	0.095300	7.577.572	9.249.058	1.760.635
EUROBANK Bond Fund Ομολογιακό Εσωτερικού	-7.05E-05	-1.428.481	0.124628	5.544.659	-3.075.681	-0.327592
CitiFund Ομολογιών Εσωτερικού	-7.73E-05	-2.609.141	0.090996	6.747.806	1.220.666	2.167.058
BETA Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.000126	-1.233.192	0.401950	8.660.399	2.225.402	1.147.909
ALPHA Ομολογιακό Εσωτερικού	-0.000145	-1.816.630	0.287420	7.893.139	2.801.330	1.841.750

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του υποδείγματος TREYNOR – MAZUY, τα συμπεράσματα που προκύπτουν από τους παραπάνω πίνακες, για το εξεταζόμενο A/K, **Ασφαλιστικών Οργανισμών Εισοδήματος - Ομολογιακό Εσωτερικού**, είναι τα εξής:

Για το έτος 2003, το A/K έχει άλφα θετικό αλλά όχι στατιστικά σημαντικό. Αυτό σημαίνει ότι ο διαχειριστής δεν είχε την ικανότητα να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity). Το βήτα, δηλαδή ο συστηματικός κίνδυνος του A/K, είναι πολύ μικρό και άρα η έκθεση στο χρηματιστήριο πολύ μικρή. Το γάμα είναι αρνητικό και στατιστικά ασήμαντο που σημαίνει ότι οι διαχειριστές δεν είχαν την ικανότητα να επιλέγουν την χρονική στιγμή που θα τοποθετηθούν στην αγορά (market timing).

Για το έτος 2004, το A/K έχει άλφα θετικό αλλά όχι στατιστικά σημαντικό. Αυτό σημαίνει ότι ο διαχειριστής δεν είχε την ικανότητα να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity). Το βήτα, δηλαδή ο συστηματικός κίνδυνος του A/K, είναι σχετικά μεγάλο και άρα μεγάλη η έκθεση στο χρηματιστήριο. Το γάμα είναι θετικό αλλά στατιστικά ασήμαντο που σημαίνει ότι οι διαχειριστές δεν είχαν την ικανότητα να επιλέγουν την χρονική στιγμή που θα τοποθετηθούν στην αγορά (market timing).

Για το έτος 2005, το A/K έχει άλφα θετικό αλλά όχι στατιστικά σημαντικό. Αυτό σημαίνει ότι ο διαχειριστής δεν είχε την ικανότητα να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity). Το βήτα, δηλαδή ο συστηματικός κίνδυνος του A/K, είναι σχετικά μεγάλο και άρα μεγάλη η έκθεση στο χρηματιστήριο. Το γάμα είναι αρνητικό και στατιστικά ασήμαντο που σημαίνει ότι οι διαχειριστές δεν είχαν την ικανότητα να επιλέγουν την χρονική στιγμή που θα τοποθετηθούν στην αγορά (market timing).

Για το έτος 2006, το A/K έχει άλφα αρνητικό και στατιστικά ασήμαντο. Αυτό σημαίνει ότι ο διαχειριστής δεν είχε την ικανότητα να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity). Το βήτα, δηλαδή ο συστηματικός κίνδυνος του A/K, είναι σχετικά μεγάλο και άρα μεγάλη η έκθεση στο χρηματιστήριο. Το γάμα είναι θετικό αλλά στατιστικά ασήμαντο που σημαίνει ότι οι διαχειριστές δεν είχαν την ικανότητα να επιλέγουν την χρονική στιγμή που θα τοποθετηθούν στην αγορά (market timing).

8.11 ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Η μεταρρύθμιση του συνταξιοδοτικού συστήματος κρίνεται επιτακτική. Πρέπει να βρούμε βιώσιμες και μακροχρόνιες λύσεις απέναντι σε ένα πρόβλημα που απασχολεί μεγάλα στρώματα της κοινωνίας. Το ασφαλιστικό πρόβλημα είναι προφανές ότι έχει διπλή όψη. Η οικονομική και η κοινωνική του υπόσταση είναι άρρηκτα συνδεδεμένες. Η υποβάθμιση της μίας ή της άλλης όψης του προβλήματος αναγκαστικά θα οδηγούσε και σε σύγκρουση με το κοινό αίσθημα της κοινωνίας.

Για το λόγο αυτό απαιτείται η βαθμιαία μετάβαση από το υπάρχον σύστημα, σε ένα νέο, με σκοπό την αποφυγή του αποπροσανατολισμού του κοινού. Δεν πρέπει να παραβλέψουμε δε το κοινωνικό κόστος που συνεπάγεται μία τέτοια κίνηση. Οι τυχόν αντιδράσεις και η δυσπιστία ως προς κάθε νεωτερισμό επιβάλλει την σπατάλη πόρων για ενημέρωση του κοινωνικού συνόλου. Συνεπώς, πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη έμφαση στην ορθολογική διαχείριση των πόρων των ταμείων, ώστε να αντιμετωπιστούν τα παραπάνω έξοδα, καθώς και το κόστος μετάβασης από το παρόν διανεμητικό σε ένα κεφαλαιοποιητικό σύστημα.

Ωστόσο, δεν προτείνεται η πλήρης αντιγραφή οποιουδήποτε συνταξιοδοτικού καθεστώτος άλλης χώρας, αλλά επιβάλλεται η προσαρμογή του εκάστοτε προγράμματος στα ελληνικά δεδομένα, έτσι ώστε να λαμβάνονται υπόψη τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά και οι ανάγκες της εγχώριας οικονομίας.

Στην προσπάθεια αυτή, κρίνεται αναγκαία η αναδιοργάνωση των συνταξιοδοτικών ταμείων και πιο συγκεκριμένα, η αλλαγή της δομής και του τρόπου λειτουργίας τους. Επιπλέον, θα πρέπει να εξασφαλιστεί η διαφάνεια όσον αφορά στη διαχείριση των πόρων και στα συστήματα ελέγχου τους. Για να αποφευχθεί η σπατάλη των πόρων, η διαχείριση οφείλεται να είναι συνετή και σύμφωνη με τις αρχές της χρηματοοικονομικής θεωρίας. Επίσης, να διενεργείται από αξιολογημένους διαχειριστές και γνώμονα το μέλλον και τις συντάξεις των εργαζομένων. Έτσι θα διαμορφωθεί ένα σύστημα οικονομικά αποδοτικό αλλά και κοινωνικά αποτελεσματικό, που θα εγγυάται την ευημερία των σημερινών και μελλοντικών γενεών εργαζομένων και συνταξιούχων.

Η ενίσχυση του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων θα ενταθεί, αρχικά, από το γεγονός ότι η Ευρώπη διέρχεται ένα στάδιο γήρανσης και ωρίμανσης της επενδυτικής συνείδησης του πληθυσμού της, φαινόμενα τα οποία οδηγούν στην αύξηση των επενδύσεων σε μετοχές και σε λοιπά επενδυτικά προϊόντα.

Παράλληλα, αναμένεται και στην Ελλάδα, όπως ήδη συμβαίνει στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, να αναπτυχθούν νέα συνταξιοδοτικά προγράμματα πλήρους κεφαλαιοποίησης (fully funded plans) τα οποία θα έχουν ευεργετική επίδραση στην αύξηση των ήδη κεφαλαίων για επενδύσεις. Οι διαχειριστές αυτών των κεφαλαίων αναμένεται να διαθέσουν μεγάλο κομμάτι τους για επενδύσεις στην αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων.

Επιπλέον, οι πολύκροτες συγχωνεύσεις που έχουν συντελεστεί την τελευταία διετία στον τραπεζικό τομέα προβλέπεται ότι θα οδηγήσουν στην εισαγωγή και στην ελληνική αγορά νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα, σημαντικό κομμάτι των οποίων θα είναι επενδεδυμένο σε αμοιβαία κεφάλαια. Εξάλλου, το ξεκαθάρισμα του τοπίου στον ασφαλιστικό τομέα έχει οδηγήσει ήδη στην ανάπτυξη προϊόντων τύπου unit linked, τα οποία συνδυάζουν ασφάλεια ζωής με ταυτόχρονη επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια.

Επιπρόσθετα, σήμερα έχει δημιουργηθεί ένα κατάλληλο θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας της ελληνικής αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων το οποίο διασφαλίζει τα συμφέροντα του επενδυτή. Αυτό το θεσμικό πλαίσιο σε συνδυασμό με τον αυξανόμενο ανταγωνισμό ευρωπαϊκών εταιρειών διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, πιέζει τους Έλληνες διαχειριστές να γίνουν περισσότερο αποτελεσματικοί σε σχέση με την ποσότητα και την ποιότητα των παρεχόμενων υπηρεσιών. Ενόψει αυτών των νέων εξελίξεων αναμένονται συγχωνεύσεις και εξαγορές εταιρειών διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων και περαιτέρω αναβάθμιση του θεσμού. Ασφαλώς, δεδομένης αυτής της αναπτυσσόμενης δυναμικής οι διαχειριστές οι οποίοι θα διαγράψουν επιτυχημένη πορεία στο μέλλον θα είναι αυτοί οι οποίοι έχουν αποκομίσει πολύτιμη εμπειρία τα προηγούμενα χρόνια και οι οποίοι θα προσπαθήσουν να μετατρέψουν αυτή την εμπειρία τους σε ικανότητα και αποτελεσματική διαχείριση των διαθέσιμων κεφαλαίων.

Όλες αυτές οι ανακατατάξεις και το διαρκώς αυξανόμενο ενδιαφέρον για τον κλάδο των αμοιβαίων κεφαλαίων αναμένεται να μετατοπίσει και τον προσανατολισμό των

επενδυτών σε σχέση με την αξιολόγηση αυτής της αγοράς. Μέχρι σήμερα η αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων περιορίζεται στενά στην εξέταση των προηγούμενων αποδόσεων χωρίς να λαμβάνεται υπόψη ο κάθε φορά αναλαμβανόμενος κίνδυνος από μεριάς του επενδυτή. Ωστόσο, με την επικείμενη ακόμη εντονότερη στροφή προς αυτή την αγορά και την καλύτερη ενημέρωση του κοινού αναμένεται να διευρυνθεί η χρήση μεθόδων αξιολόγησης, οι οποίες χρησιμοποιούνται εκτενώς σε ωριμότερες αγορές.

Κοινός τόπος των πινάκων και των γραφημάτων που προέκυψαν είναι η γενικότερη απουσία επαναληπτικότητας για την πλειοψηφία των αμοιβαίων κεφαλαίων και των διαχειριστών τους αντίστοιχα. Εξαιρέσεις σαφώς και διακρίναμε κατά την ανάλυση, μια και η ελληνική αγορά A/K είναι σχετικά μικρή και δεν δυσχεραίνει 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 A/K, ίσως όμως όχι σε τόσο ισχυρό βαθμό. Μια αποτελεσματική αγορά χαρακτηρίζεται από την 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 A/K, να διευκολύνει την είσοδο νέων διαχειριστών στον κλάδο και εν γένει να λειτουργεί με αντικειμενικά πρότυπα και την κείμενη νομοθεσία.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Καραθανάσης & Γεώργιος Δ. Λυμπερόπουλος (1998): «Αμοιβαία Κεφάλαια»-Αθήνα

Κουτρούκης Α Θεόδωρος (1995), *Financial Forum*: «Αμοιβαία Κεφάλαια– Πρακτικά Θέματα»-Αθήνα

Νικόλαος Δ. Φίλιππας (2005) : «Επενδύσεις», Αθήνα

Νικόλαος Δ. Φίλιππας : «Αμοιβαία κεφάλαια και Χρηματιστηριακό περιβάλλον», Αθήνα

Νικόλαος Θ. Μυλωνάς (1999): «Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια»

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Blake, C. R, Elton, E. J. & Gruber, M. J. (1993). *The Performance of Bond Mutual Funds*, Journal of Business.

Brigham, F. E, Ehrhardt C. M (2005). *Financial Management*.

Chang, E. & Lewellen, W. G. (1984). *Market Timing & Mutual Fund Investment Performance*, Journal of Business.

Elton, E. J., Gruber, M. J. & Blake, C.R. (1996a). *The Persistence of Risk-Adjusted Mutual Funds Performance*, Journal of Business.

Elton, E. J., Gruber, M. J. & Blake, C.R. (1996b). *Survivor Bias and Mutual Funds Performance*, Review of Financial Studies.

Elton, E. J. & Gruber, M. J. (1995). *Modern Portfolio Theory & Investment Analysis*

Elton, E. J., Gruber, M. J., Das, S. & Hlavka, M.(1993). *Efficiency with Costly Information*, Reinterpretation of Evidence from Managed Portfolios, The Review of Financial Studies.

Fabozzi, F. J. & Fabozzi, T.D. (1989). *Bond Markets, Analysis & Strategies*, Prentice Hall, Englewood Cliffs.N.

- Farrell, J. L. (1997). *Portfolio Management Theory & Applications*, Graw-Hill.
- Gallo, J. & Swanson, P. (1996). *Comparative Measures of Performance for US Based International Equity Mutual Funds*, Journal of Banking & Finance.
- Grant, D. (1977). *Portfolio Performance and the "Cost" of Timing Decisions*, Journal of Finance.
- Grinblatt, M., Titman, S. & Wermers, R. (1995): "Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding": A Study of Mutual Fund Behaviour, American Economic Review.
- Grinblatt, M, Titman, S. (1993). *Performance Measurement without Benchmarks*, an Examination of Mutual Fund Returns, Journal of Business.
- Gruber, M. J. (1996). Another Puzzle, *the Growth in Actively Managed Mutual Funds*, Journal of Finance.
- Henricksson, R. D. (1984). *Market Timing & Mutual Funds Performance*, an Empirical Investigation, Journal of Business.
- Ippolito, R. A. (1965-84). *Efficiency with Costly Information, a Study of Mutual Fund Performance*, Quarterly Journal of Economics.
- Jensen, M. C. (1969). *Risk, the Pricing of Capital Assets & Evaluations of Investment Portfolios*, Journal of Business.
- Mc Donald, J. (1974). *Objectives & Performance of Mutual Funds 1960-1969*, Journal of Financial and Quantitative Analysis.
- Markowitz, H (1959). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, New York, John Wiley.
- Sharpe, W. F. (1966). *Mutual Fund Performance*, Journal of Business.
- Treynor, J. L. (1965). *How to Rate Management of Investment Funds*, Harvard Business Review.

Treynor, J. L. & Mazuy K. (1966). *Can Mutual Funds Outguess the Market*??
Harvard Business Review.

Wilmott, P. (2001). *Quantitative Finance*, John Wiley & Sons Ltd.

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΕΣ ΕΡΓΑΣΙΕΣ

Χαραλαμπίδη Ελένη (2006). *Μέτρηση των επιδόσεων των Ελληνικών Εταιρειών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων*. Μεταπτυχιακό στην Εφαρμοσμένη Στατιστική.

Αθανασοπούλου Γεωργία (2005). *Η Διαχείριση των Α/Κ στην Ελλάδα*. Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής Πανεπιστημίου Πειραιώς

Χρόνης Σ. Γεώργιος (2002). *Η Περίπτωση των Ελληνικών Μικτών Α/Κ Εσωτερικού*. Μεταπτυχιακό στη Διοίκηση Επιχειρήσεων Πανεπιστημίου Πειραιώς

ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΟΙ ΤΟΠΟΙ

www.agii.gr (Ένωση Θεσμικών Επενδυτών)

www.ase.gr (Χρηματιστήριο Αθηνών)

www.bankofgreece.gr (Τράπεζα της Ελλάδος)

www.eurobank.gr (Τράπεζα Eurobank)

www.alpha.gr (Τράπεζα Alpha)

www.asfalistikonorgan-funds.gr (Υπουργείο Απασχόλησης)