

# ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



ΤΜΗΜΑ: ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ: ΜΒΑ ΤQΜ

**ΘΕΜΑ:**

**«ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ  
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΑΠΟ ΤΟ 2008 ΜΕΧΡΙ ΤΟ 2016»**

Αλέξιος Θ. Βλάχος

Διπλωματική Εργασία που υποβλήθηκε στο Τμήμα  
Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων του  
Πανεπιστημίου Πειραιώς ως μέρος των απαιτήσεων για την  
απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος

Πειραιάς 2017

Η παρούσα Διπλωματική Εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την Τριμελή Εξεταστική Επιτροπή που ορίστηκε από τη ΓΣΕΣ του Τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς στην υπ' αριθμ. .... συνεδρίασή του σύμφωνα με τον Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών MBA TQM

Τα μέλη της Επιτροπής ήταν :

Φίλιππας Νικόλαος (Επιβλέπων)

Η έγκριση της Διπλωματικής Εργασίας από το Τμήμα Οργάνωση και Διοίκηση Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς δεν υποδηλώνει αποδοχή από τον συγγραφέα

## **ΑΦΙΕΡΩΣΗ**

Στους γονείς μου για την στήριξη τους όλα αυτά τα χρόνια

# ΤΑ ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2008

**ΑΛΕΞΙΟΣ ΒΛΑΧΟΣ**

## Περίληψη

Στόχος της παρούσας εργασίας είναι η αξιολόγηση της επίδοσης των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων εσωτερικού για το χρονικό διάστημα 31/01/2008 έως 31/08/2016 καθώς και της ικανότητας των διαχειριστών στο πως αντέδρασαν στην μεγάλη πτώση του Ελληνικού Χρηματιστηρίου. Είναι η πρώτη φορά που πραγματοποιείται στην Ελλάδα μια παρόμοια προσέγγιση καθώς θα εξεταστεί πόσο η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, που κλόνισε την χώρα μας και συνεχίζει να μας επηρεάζει καθημερινά, επηρέασε την Ελληνική αγορά των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων.

Η πρωτοτυπία έγκειται στο γεγονός πως για πρώτη φορά σε πανελλήνιο επίπεδο εξετάζεται πόση επιρροή είχε η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση στο ελληνικό χρηματιστήριο και πιο συγκεκριμένα κατά πόσο επηρεάστηκαν τα ελληνικά μετοχικά αμοιβαία κεφαλαία μετά το 2008. Για τον λόγο αυτό θα εξετάσουμε την απόδοση τους, τον κίνδυνο τους, την επίδοση τους, καθώς και τον συγχρονισμό και την επιλεκτικότητα των διαχειριστών τους και θα βγάλουμε τα κατάλληλα συμπεράσματα. Τα εξεταζόμενα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια της ελληνικής κεφαλαιαγοράς λειτουργούσαν καθ' όλο το χρονικό διάστημα που εξετάζουμε. Σε πρώτο στάδιο στην εργασία θα παρουσιαστούν και θα αναλυθούν σε θεωρητική προσέγγιση τα είδη των αμοιβαίων κεφαλαίων και θα επεξηγηθούν οι έννοιες των κινδύνων και της απόδοσης. Στο επόμενο στάδιο θα αναλυθούν τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια σε όρους απόδοσης εν συναρτήσει του κινδύνου, χρησιμοποιώντας τόσο την μέθοδο απόδοσης κατά Jensen (Jensen's Performance Index), όσο και το υπόδειγμα Treynor and Mazuy, καθώς και τους δείκτες Sharpe και Treynor για την ολοκλήρωση της αξιολόγησης.

Ενδεικτικά να αναφέρουμε πως από τις 31/1/2008 έως τις 31/8/2016 το αμοιβαίο κεφάλαιο με την καλύτερη απόδοση ήταν το ALPHA TRUST Hellenic Equity Fund με -61,71%, ενώ εκείνο με την χειρότερη ήταν το THETIS Ελληνικό Μετοχικό με

-87,16%. Επιπρόσθετα το αμοιβαίο κεφάλαιο με τον μεγαλύτερο κίνδυνο σε όρους τυπικής απόκλισης είχε το ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού με 10,39% και αντίστοιχα εκείνο με τον μικρότερο ήταν το THETIS Ελληνικό Μετοχικό με 7,79%.

Ακόμη εξετάσαμε τον συγχρονισμό (market timing) και την επιλεκτικότητα (stock picking ή selectivity) των διαχειριστών. Παρατηρήσαμε πως μόνο 2 αμοιβαία κεφάλαια έχουν σωστή επιλογή περιουσιακών στοιχείων, δηλαδή επιλεκτικότητα, παρουσιάζοντας στατιστική σημαντικότητα  $t \text{ statistic } a \geq 2$ . Αυτά είναι το ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Ελληνικό Μετοχικό και το ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.). Τέλος κανένας διαχειριστής των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων δεν αντιλήφθηκε σωστά τις μεταβολές και τις κινήσεις της αγοράς, καθώς όλα τα αμοιβαία κεφάλαια δεν παρουσιάζουν στατιστική σημαντικότητα ( $t \text{ statistic } C \geq 2$ ) στον συντελεστή του market timing. Μόνο το αμοιβαίο κεφάλαιο το ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού παρουσίασε στατιστική σημαντικότητα κοντά στο 2 με  $t \text{ statistic } C = 1,54$ .

Για την λήψη των τιμών των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων χρησιμοποιήθηκαν τα στοιχεία και τα δεδομένα που παρουσιάζονται στην ιστοσελίδα της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών <http://www.ethe.org.gr/>

## **Ευχαριστίες**

Ευχαριστώ πολύ τον καθηγητή μου Δρ. Νικόλαο Φίλιππα για την σημαντική βοήθεια του και καθοδήγηση του για την περάτωση της διπλωματικής μου εργασίας. Καθώς και τον απόφοιτο του τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων Σόλων Ανδρονή για την πολύτιμη βοήθεια του στο εμπειρικό κομμάτι της εργασίας.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Κεφάλαιο 1 <sup>ο</sup> Ορισμός, Ιστορική Αναδρομή, Λειτουργία Αμοιβαίων Κεφαλαίων .....	9
Νομοθεσία Αμοιβαίων Κεφαλαίων .....	16
Μερίδια .....	17
Θεματοφύλακας .....	18
Η Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων .....	19
Ταξινόμηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων .....	20
Κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα .....	21
Γεωγραφική Κατηγοριοποίηση .....	21
Επενδυτική Κατηγοριοποίηση .....	22
Είδη Αμοιβαίων Κεφαλαίων .....	22
Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων .....	22
Ομολογιακά / Εισοδήματος .....	22
Μικτού τύπου .....	24
Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια .....	24
Παγκόσμια / Διεθνή Αμοιβαία Κεφάλαια .....	25
Ειδικά Αμοιβαία Κεφάλαια .....	25
Σύνθετα Αμοιβαία Κεφάλαια .....	26
Δεικτών (Index funds) .....	26
Αφορολόγητα Ομολογιών .....	27
Κατηγοριοποίηση και ονοματολογία των Α/Κ .....	27
Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα αμοιβαίων κεφαλαίων .....	29
Πλεονεκτήματα Α/Κ .....	29
Μειονεκτήματα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων .....	33
Κεφάλαιο 2: Αξιολόγηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων .....	36
Αξιολόγηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων από την Morningstar .....	38
Μέθοδοι Αξιολόγησης Αμοιβαίων Κεφαλαίων .....	39
Υπολογισμός του συντελεστή β .....	41
Απόδοση Αμοιβαίων Κεφαλαίων .....	41
Κίνδυνος Αμοιβαίων Κεφαλαίων .....	43
Σχέση Απόδοσης και Κινδύνου .....	44
Μέθοδοι Μέτρησης της Επίδοσης ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου .....	45
• Μέθοδος Treynor .....	46

• Μέθοδος Sharpe.....	46
• Μέθοδος Jensen .....	47
• Μέθοδος του Treynor and Mazuy .....	49
Κεφάλαιο 3° Αμοιβαία Κεφάλαια και Ελληνική Πραγματικότητα.....	52
Η παγκόσμια διάρθρωση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και η σύγκριση της με την Ελληνική .....	52
Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελληνική Αγορά .....	53
Ενεργητικό Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα .....	54
Διάρθρωση ελληνικής αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων.....	55
Κεφάλαιο 4° .....	56
Εμπειρική ανάλυση.....	56
Εκτίμηση απόδοσης .....	57
Εκτίμηση κινδύνου.....	60
Ανάλυση απόδοσης και συστηματικός κίνδυνος με το μοντέλο του Jensen .....	61
Ανάλυση Αμοιβαίων Κεφαλαίων με το μοντέλο των Treynor and Mazuy 1966 .....	64
Αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων .....	67
Πίνακας 6: Υπολογισμός δείκτη Sharpe και κατάταξη των ΑΚ και του ΓΔΧΑ και του FTSE/ATHEX Large Cap σε αύξουσα σειρά.....	68
Πίνακας 7: Υπολογισμός δείκτη Treynor και κατάταξη των ΑΚ και του ΓΔΧΑ και του FTSE/ATHEX Large Cap σε αύξουσα σειρά.....	69
Συμπεράσματα.....	70
Βιβλιογραφία .....	72
Ελληνική βιβλιογραφία .....	72
Ξένη Βιβλιογραφία .....	73
Πηγές διαδικτύου.....	73



# **Ορισμός, Ιστορική Αναδρομή, Λειτουργία Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι ομάδες περιουσίας οι οποίες αποτελούνται από μετρητά και κινητές αξίες των οποίων τα επιμέρους στοιχεία ανήκουν εξ' αδιαίρετου σε περισσότερα του ενός πρόσωπα, τα μερίδια τους αγοράζονται δηλαδή από μεμονωμένους επενδυτές, ενώ τη διαχείριση τους αναλαμβάνει μία εταιρεία διαχείρισης.

Η ταχύρρυθμη ανάπτυξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων έχει ξεπεράσει τα αναμενόμενα όρια και παράλληλα παρατηρείται μια πορεία συνεχώς ανοδική. Ακριβώς γι' αυτό το λόγο, ήδη δημιουργούνται συνεχώς νέες κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων, έτσι ώστε να καλύπτεται το μεγαλύτερο μέρος των αναγκών του επενδυτικού κοινού. Τέτοιες κινήσεις αποδεικνύουν το πόσο θετικά κινείται η αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων και το πόσο στηρίζεται αυτή η αγορά από τους ειδικούς αλλά και τους θεσμικούς επενδυτές.

Τα βασικότερα είδη συλλογικών επενδύσεων είναι τα κλασικά Αμοιβαία Κεφάλαια ανοικτού τύπου (open funds), οι εταιρείες επενδύσεων κλειστού τύπου (closed end funds), τα χρηματιστηριακά διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (exchange traded funds), τα Αμοιβαία Κεφάλαια Αμοιβαίων Κεφαλαίων (funds of funds), και τα Αμοιβαία Κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds). Τα τελευταία τρία είδη συλλογικών επενδύσεων αποτελούν την νέα γενιά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και τα ανοικτού τύπου είναι πλέον το σημαντικότερο επενδυτικό όχημα σε ολόκληρο τον κόσμο για τους επενδυτές μικρών και μεσαίων εισοδημάτων (Φίλιππας, 2010).

Το βασικό συστατικό κάθε επιτυχημένου προϊόντος είναι η ικανότητά του να ικανοποιεί συγκεκριμένες αγοραστικές ανάγκες έτσι ώστε οι καταναλωτές του να αποκομίζουν συγκεκριμένα οφέλη. Η ικανότητα αυτή κάθε προϊόντος είναι συνάρτηση μιας σειράς ιδιαίτερων χαρακτηριστικών που το καθιστούν μοναδικό. Ακόμα και το ίδιο βασικό προϊόν παράγεται σε πολλές παραλλαγές έτσι ώστε να μπορεί να ικανοποιεί τις εξειδικευμένες ανάγκες των πελατών του. αυτός είναι και ο λόγος που δικαιολογεί την ύπαρξη διαφόρων κατηγοριών των αμοιβαίων κεφαλαίων. (Καραθανάσης, 1992) Το κριτήριο διάκρισης των διαφόρων αμοιβαίων κεφαλαίων είναι η επενδυτική πολιτική που ακολουθεί το κάθε αμοιβαίο καθώς και η τοποθέτηση των κεφαλαίων σε διαφόρων ειδών κινητές αξίες. (Καραθανάσης, 1992)

Στην αναπτυσσόμενη αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής, τα Αμοιβαία Κεφάλαια διακρίνονται σε δύο βασικές κατηγορίες (Φίλιππας, 2010):

- Σε αμοιβαία κεφάλαια επιβάρυνσης: όπου η τιμή διάθεσης των μεριδίων είναι ίση με τη καθαρή τιμή διάθεσης των μεριδίων συν ένα ποσοστό το οποίο μπορεί να φτάσει και το 8% της καθαρής τιμής τους.
- Σε αμοιβαία κεφάλαια μη επιβάρυνσης: όπου δεν υπάρχει προμήθεια αρχικής εισόδου, με αποτέλεσμα τα μερίδια να πωλούνται στην καθαρή τιμή.

Η ιδέα των αμοιβαίων κεφαλαίων βασίζεται στη λογική ότι πολλοί επενδυτές, οι οποίοι έχουν την ίδια επενδυτική φιλοσοφία, συγκεντρώνουν τα χρηματικά τους διαθέσιμα με στόχο τη δημιουργία ενός μεγάλου, ισχυρού κεφαλαίου, το οποίο μοιράζεται σε μερίδια ίσης αξίας. Με τον όρο «Κεφάλαιο» νοείται το συνολικό ποσό που συγκεντρώνεται από τους επενδυτές, ενώ ο όρος «Αμοιβαίο» αντικατοπτρίζει το γεγονός ότι όλοι οι μεριδιούχοι ενός αμοιβαίου κεφαλαίου μοιράζονται τα κέρδη και τις ζημιές που ενδέχεται να προκύψουν ανάλογα με το ποσοστό που τους αναλογεί.

Μια άλλη κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων πραγματοποιείται ανάλογα με το είδος των χρηματοπιστωτικών μέσων στα οποία επενδύουν το ενεργητικό τους. Πιο συγκεκριμένα διακρίνονται σε (Μυκωνάς, 1999):

- Διαχείρισης διαθέσιμων: εφόσον επενδύουν κυρίως σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς, ενώ απαγορεύεται να επενδύουν σε μετοχές.
- Ομολογιακά: εφόσον επενδύουν κυρίως σε ομολογίες, ενώ επιτρέπεται η επένδυση σε μετοχές μέχρι ποσοστού 10% του καθαρού ενεργητικού τους.
- Μεικτά: εφόσον επενδύουν κατ' ελάχιστον ποσοστό 10% του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχές και κατ' ελάχιστον ποσοστό 10% του καθαρού ενεργητικού τους σε ομολογίες.
- Μετοχικά: εφόσον επενδύουν κυρίως σε μετοχές.

Εκτός όμως από τα παραπάνω υπάρχουν και κάποια επιπλέον αμοιβαία κεφάλαια μικρότερης αναγνώρισης και με μικρότερο επενδυτικό ενδιαφέρον, όπως (Φίλιππας, 2010):

- Αμοιβαία κεφάλαια εισοδήματος: τα οποία και αποτελούν την πιο συντηρητική επιλογή, με τοποθετήσεις σε επενδυτικούς τίτλους που προσφέρουν κατά το πλείστον βέβαιες και σταθερές αποδόσεις ετησίως.
- Διεθνή αμοιβαία κεφάλαια: τα οποία επενδύουν σε αγορές του εξωτερικού και τα κεφάλαιά τους είναι σε συνάλλαγμα και επενδύονται σε διάφορους τίτλους, είτε ομολογίες, είτε μετοχές.

- Αμοιβαία κεφάλαια εμπορευμάτων: τα οποία κατευθύνουν τα κεφάλαια τους σε προϊόντα, όπως πολύτιμα μέταλλα, αλλά κυρίως σε προθεσμιακά συμβόλαια εμπορευμάτων όπως το σιτάρι, το καλαμπόκι, η σόγια κ.α. ή σε άλλους χρηματοπιστωτικούς τίτλους όπως οι ομολογίες δημοσίου ΗΠΑ ή οι βρετανικές στερλίνες και τα ευρώδολάρια.
- Αμοιβαία κεφάλαια δεικτών: τα οποία επενδύονται σε χρηματιστηριακούς δείκτες, οι οποίοι αφορούν συγκεκριμένους κλάδους της οικονομίας, όπως βιομηχανία και ενέργεια με σκοπό την επίτευξη αποδόσεων υψηλότερων από τις αντίστοιχες αποδόσεις των κλαδικών δεικτών.

Κατά τη πραγματοποίηση μίας επένδυσης σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, το κεφάλαιο του επενδυτή συγκεντρώνεται μαζί με αυτά των άλλων επενδυτών, οι οποίοι έχουν επενδύσει στο ίδιο αμοιβαίο κεφάλαιο. Το συνολικό τελικό ποσό χρησιμοποιείται για τη δημιουργία ή την επέκταση του επενδυτικού χαρτοφυλακίου.

Το χαρτοφυλάκιο των αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί να απαρτίζεται από διάφορους τίτλους η ποσότητα των οποίων καθορίζεται από τον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίων, εξασφαλίζοντας έτσι τη διασπορά των επενδύσεων. Μέσω της διασποράς γίνεται η κατανομή του κινδύνου έτσι ώστε αν προκληθεί ζημία σε κάποιον από τους τίτλους του χαρτοφυλακίου να υπάρχει η δυνατότητα εξισορρόπησης της από τα κέρδη των υπόλοιπων τοποθετήσεων.

Έχουν δοθεί αρκετοί και διαφορετικοί ορισμοί για τα Α/Κ, ο επίσημος όμως ορισμός για την Ελλάδα, περιγράφεται στο άρθρο 12 του Ν. 3283/2004 *«Ομάδα περιουσίας που αποτελείται από κινητές αξίες, μέσα χρηματαγοράς και μετρητά και της οποίας τα επί μέρους στοιχεία ανήκουν εξ αδιαιρέτου σε περισσότερους του ενός μεριδιούχους»*.

Οι πρώτες μορφές επενδύσεων μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων αναπτύχθηκαν αρχικά στην Ολλανδία στα τέλη του 18<sup>ου</sup> αιώνα και στη συνέχεια στη Βρετανία στα τέλη του 19<sup>ου</sup> αιώνα. Ως μορφή όμως δημοφιλούς επένδυσης τα Α/Κ καθιερώθηκαν στις ΗΠΑ στη δεκαετία του '20, λίγο δηλαδή πριν την ύφεση του 1929 με συνολικό ενεργητικό που δεν ξεπερνούσε το 5% των \$27 εκ. περιουσιακών στοιχείων. Όταν η εμπιστοσύνη στις αγορές επανήλθε στη δεκαετία του '50, η βιομηχανία των Α/Κ ξεκίνησε να αναπτύσσεται και πάλι.

Μέχρι το 1970, υπήρχαν στην αγορά των ΗΠΑ περίπου 360 Α/Κ συνολικού ενεργητικού \$48 εκ. και μέχρι το τέλος του 2010 υπήρχαν 7.581 συνολικού ενεργητικού \$11.8 τρις.

Στην Ελλάδα τα Αμοιβαία Κεφάλαια άρχισαν να υπάρχουν το 1970 με τη θέσπιση του Νομοθετικού Διατάγματος (Ν.Δ.) 608/70. Τότε ιδρύθηκαν δύο Αμοιβαία Κεφάλαια το Ερμής Δυναμικό (του Ομίλου της Εμπορικής Τράπεζας) και το Δήλος Μικτό (του Ομίλου της Εθνικής

Τράπεζας). Αυτά ήταν και τα μόνα ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια για τα επόμενα 15 χρόνια. Σημείο σταθμός για τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα αποτέλεσε ο Νόμος 1969/91 ο οποίος κατήργησε το Ν.Δ. 608/70 και αντικαταστάθηκε σχετικά πρόσφατα από τον Νόμο 3283/2004. Σήμερα τα Α/Κ στην Ελλάδα θεωρούνται ως μια από τις πιο δημοφιλείς μορφές επένδυσης με διαχειριζόμενα κεφάλαια που ξεπερνούσαν στο τέλος του 2012 τα 5,49 € δις. Στον ακόλουθο πίνακα παρουσιάζεται η διαχρονική εξέλιξη της πορείας των Α/Κ στην Ελλάδα σε αντιστοιχία με την πορεία του Χ.Α.

Πίνακας 1: Σύνολο ΑΕΔΑΚ, ΟΣΕΚΑ, Ενεργητικού Α/Κ και μονάδες Ελληνικού Γενικού Δείκτη.

ΗΜ/ΝΙΑ	Α.Ε.Δ .Α.Κ.	Σύνολο ΟΣΕΚΑ	Σύνολο Ενεργητικού Αμοιβαίων Κεφαλαίων (σε εκατ. Ευρώ)	Γ.Δ.Χ.Α. (31.12.1980= 100)
31/12/1985	2	2	6,41	70,95
31/12/1986	2	2	8,15	103,86
31/12/1987	2	2	14,02	272,47
31/12/1988	2	2	17,98	279,65
31/12/1989	3	3	41,76	476,06
31/12/1990	7	7	390,63	965,73
31/12/1991	9	18	489,82	839,01
31/12/1992	16	42	645,20	696,64
31/12/1993	19	68	2.469,44	993,35
30/12/1994	20	94	3486,97	900,35
29/12/1995	22	118	6403,68	947,08
31/12/1996	25	150	9764,62	967,26
31/12/1997	26	160	20920,25	1533,18
31/12/1998	27	178	26242,80	2836,68
31/12/1999	27	205	34531,30	5710,48
29/12/2000	27	266	30888,66	3388,86
31/12/2001	27	269	26794,90	2591,56
31/12/2002	29	260	25385,15	1748,42
31/12/2003	28	265	30389,91	2296,16
31/12/2004	27	262	31647,82	2786,18
30/12/2005	25	258	27943,97	3663,90

29/12/2006	25	269	23892,16	4394,13
31/12/2007	22	330	24528,80	5178,83
31/12/2008	22	354	10469,26	1786,51
31/12/2009	22	305	10746,56	2196,16
31/12/2010	22	303	10672,13	1413,94
30/12/2011	20	310	5214,18	680,42
31/12/2012	18	285	5948,38	907,90
31/12/2013	18	279	5956,42	1162,68
31/12/2014	14	265	6230,15	826,18
31/12/2015	14	270	6031,76	631,35
30/12/2016	14	268	7238,62	643,64

Αυτή η μείωση του καθαρού ενεργητικού των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων οφείλεται κυρίως στην χρηματοπιστωτική κρίση που έχει επηρεάσει την Ελλάδα, καθώς μετά το 2007 η πτώση είναι πάρα πολύ μεγάλη. Καθώς εάν παρατηρήσουμε πως το συνολικό ενεργητικό ήταν στις 31/12/2007 στα 24,5 δις. Ευρώ και στις 30/12/2016 έχει πέσει στα 7,2 δις. Ευρώ βλέπουμε πως η χρηματοπιστωτική κρίση οδηγεί συνεχώς το ενεργητικό των Ελληνικών Α/Κ σε μια φθίνουσα πορεία.

**Διάγραμμα1:** Η πορεία του Χρηματιστηρίου Αθηνών Αξιών (Χ.Α.Α.)

(31/12/1999 έως 31/8/2017)



Με βάση το παραπάνω διάγραμμα μπορούμε να κάνουμε έναν παραλληλισμό και να δούμε πως την περίοδο 2003 έως 2007 ο ΓΔΧΑ είχε ανοδική πορεία η οποία επηρέαζε θετικά και το ενεργητικό των Ελληνικών Α/Κ. ενώ την περίοδο που εξετάζουμε από το 2008 έως το 2016 η πτωτική τάση που επικρατεί στην Ελληνική αγορά αντικατοπτρίζει και την μείωση του ενεργητικού όλο και περισσότερο κάθε χρόνο.

Γεγονός είναι πως το κάθε Α/Κ έχει σχηματιστεί με κεφάλαια ενός μεγάλου αριθμού επενδυτών και διαχειρίζεται επαγγελματικά από μια Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων – ΑΕΔΑΚ η οποία διαθέτει γνώσεις, πληροφορίες και εμπειρία. Έτσι λοιπόν, αν προσπαθήσουμε να συγκεντρώσουμε τα κύρια χαρακτηριστικά ενός αμοιβαίου κεφαλαίου αυτά είναι τα παρακάτω:

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

Κατά τη διάρκεια του 1990 δημιουργήθηκαν έξι νέα Αμοιβαία Κεφάλαια. Τέσσερα ήδη δημιουργήθηκαν από την ALPHA Τράπεζα Πίστωσης και δύο από τις ασφαλιστικές εταιρίες Ασπίς Πρόνοια και Ευρωπαϊκή Πίστη, ενώ οι σημαντικές αποδόσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά το χρόνο αυτό, έδωσαν ώθηση για εντυπωσιακή συνέχεια. Στα χρόνια που ακολούθησαν ο θεσμός γνώρισε – εκτός από κάποιες βραχυχρόνιου χαρακτήρα παλινδρομήσεις – σημαντική άνθηση (Φίλιππας, 2010).

Με την τοποθέτηση των χρημάτων του σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο κάθε επενδυτής εκχωρεί το δικαίωμα στους διαχειριστές του αμοιβαίου κεφαλαίου να επενδύσει εκ μέρους του κατά το δοκούν και εφόσον ικανοποιούνται οι όροι επίτευξης της μέγιστης δυνατής απόδοσης για τον κίνδυνο που διατρέχει η επένδυση. Σε αντίθετη περίπτωση, ο επενδυτής έχει την επιλογή να εξαγοράσει τα μερίδια του από το αμοιβαίο κεφάλαιο που απέτυχε στο στόχο του και να τα διαθέσει σε κάποιο άλλο αμοιβαίο κεφάλαιο που εμφανίζει καλύτερες πιθανότητες επιτυχίας.

Ένα αμοιβαίο κεφάλαιο μπορεί να περιέχει βραχυπρόθεσμες ή μακροπρόθεσμες επενδύσεις, περισσότερο ή λιγότερο ακίνδυνες, σταθερού εισοδήματος ή υπεραξίας, επιτοκιακού

χαρακτήρα ή μετοχικές, ελληνικές ή διεθνείς. Το είδος των επενδύσεων που επιλέγεται από τα αμοιβαία κεφάλαια είναι γνωστό εκ των προτέρων, βάσει του σκοπού του κάθε A/K και διατηρείται χωρίς ουσιαστική μεταβολή και συνήθως χωρίς μετατροπή σε άλλη κατηγορία ώστε να συνεχίσει να ανταποκρίνεται στους αρχικούς στόχους των επενδυτών.

Τα αμοιβαία κεφάλαια ανήκουν στην κατηγορία των συλλογικών επενδύσεων οι οποίες στηρίζονται στη συγκέντρωση κεφαλαίων από το ευρύτερο επενδυτικό κοινό, με στόχο να προσφέρουν επενδυτική διαχείριση και κοινή εκμετάλλευση ευκαιριών τις οποίες δεν θα μπορούσε να εκμεταλλευτεί ο μεμονωμένος επενδυτής. Αν θέλαμε να γίνουμε πιο συγκεκριμένοι θα λέγαμε πως τα αμοιβαία κεφάλαια ανήκουν στις ανοικτού τύπου επενδύσεις που έχουν ως κύριο χαρακτηριστικό τη ρευστότητα, δηλαδή την ευκολία με την οποία μπορεί κάποιος να αγοράσει και να πουλήσει μερίδια ενός αμοιβαίου κεφαλαίου και την τιμή του μεριδίου η οποία εξαρτάται από την αγοραία τιμή των αξιογράφων και γενικότερα όλων των επενδυτικών στοιχείων που περιλαμβάνονται σε ένα αμοιβαίο και τον αριθμό των μεριδίων στα οποία διαιρείται το συγκεκριμένο αμοιβαίο.

Η έννοια αυτής της «ανοικτότητας» έγκειται στο ότι ο αριθμός των κυκλοφορούντων μεριδίων διακυμαίνεται καθημερινά, ανάλογα με το αν υπάρχουν επενδυτές που αγοράζουν νέα μερίδια ή και επενδυτές που αποφασίζουν να πουλήσουν τα μερίδια που έχουν ήδη στην κατοχή τους και στο ότι η τιμή του μεριδίου διακυμαίνεται καθημερινά βάσει των δύο παραγόντων που αναφέραμε πιο πάνω.

Η έννοια της κοινής αντιμετώπισης των κινδύνων έγκειται στο ότι τα αμοιβαία κεφάλαια είναι μια έκφραση κοινής προσπάθειας πολλών ατόμων να αντιμετωπίσουν τους επενδυτικούς κινδύνους που τους περιβάλλουν. Η εξασφάλιση που επιτυγχάνουν συνίσταται στο γεγονός ότι ο οποιοσδήποτε κίνδυνος που εμφανίζεται, επιβαρύνει το σύνολο των επενδυτών και μάλιστα κατά το βαθμό συμμετοχής του καθενός στο κοινό κεφάλαιο.

Αυτή η αντιμετώπιση των κινδύνων δεν αποτελεί τωρινή εφεύρεση αλλά είναι πολύ παλαιότερη. Εμφανίζεται με την ανάγκη του ανθρώπου να προστατευθεί από τα φυσικά φαινόμενα, τις εχθρικές επιδρομές και τις οικονομικές συνέπειες από τις θεομηνίες. Η συνάθροιση σε κοινωνίες, η υπογραφή συνθηκών για συνδρομή της μιας κοινωνίας στην άλλη σε περίπτωση πολέμου, θεομηνιών ή έλλειψης στοιχειωδών αγαθών αποτέλεσε τις πρώτες μορφές έκφρασης αλληλεγγύης και επιδίωξης κοινών στόχων.

## **Νομοθεσία Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Στις 2 Νοεμβρίου 2004 ψηφίστηκε και τέθηκε σε εφαρμογή ο νέος νόμος 3283/ 2004 για τα αμοιβαία κεφάλαια και τις εταιρείες διαχείρισης των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα ο οποίος ενσωματώνει τις σχετικές Οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και αντικαθιστά στο σύνολο του τον παλαιότερο καταργούμενο νόμο 1969/1991 που ίσχυε έως τότε, καθώς και όλες τις τροποποιήσεις του.

Με τον νέο νόμο δημιουργείται νέα δυναμική και νέες δυνατότητες για τα αμοιβαία κεφάλαια και τις εταιρείες που διαχειρίζονται τα αμοιβαία κεφάλαια, διευκολύνεται η κυκλοφορία προϊόντων και εταιριών στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, δημιουργούνται οι προϋποθέσεις για την ανάπτυξη νέων προϊόντων, ενισχύεται η διαφάνεια στην διαχείριση, αυξάνεται η πληροφόρηση των επενδυτών και παράλληλα προστατεύονται περισσότερο τα δικαιώματά τους.

Πιο συγκεκριμένα, οι εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, οι ΑΕΔΑΚ, όπως θα αναλύσουμε και παρακάτω, έχουν πλέον την δυνατότητα να διευρύνουν τις δραστηριότητές τους στην διαχείριση ιδιωτικών χαρτοφυλακίων και χαρτοφυλακίων ασφαλιστικών ταμείων, στην παροχή επενδυτικών συμβούλων, στην ανάληψη διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων άλλων ΑΕΔΑΚ κλπ.

Επιπλέον, έχουν την δυνατότητα να διαθέτουν τα προϊόντα τους σε άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης είτε με διασυνοριακή δράση, είτε με την ίδρυση υποκαταστημάτων στις χώρες αυτές. Σε σχέση με τα νέα προϊόντα εισάγονται στην αγορά τα funds of funds (A/K που απαρτίζονται από μερίδια άλλων A/K) και τα Index Funds (A/K παθητικής διαχείρισης που ακολουθούν την πορεία ενός δείκτη). Στον τομέα της προστασίας των επενδυτών τίθενται νέα επενδυτικά όρια στις επενδύσεις αποσκοπώντας στην μεγαλύτερη διασπορά των κινδύνων και στην μικρότερη έκθεση σε αυτούς, καθώς και στην αποφυγή συγκέντρωσης επενδυτικών μέσων στην μητρική εταιρεία και στον Όμιλο που ανήκει η ΑΕΔΑΚ.

Σημαντικά νέα 26 στοιχεία για την προστασία των επενδυτών αποτελούν επίσης οι νέοι όροι που τίθενται για τους κανονισμούς των αμοιβαίων κεφαλαίων, τα στοιχεία που ορίζεται ότι πρέπει να περιέχουν τα ενημερωτικά δελτία και τα περιληπτικά ενημερωτικά δελτία για τα αμοιβαία κεφάλαια που διανέμονται στους υποψήφιους μεριδιούχους. Μετά την δημοσίευση του νέου νόμου το εποπτικό όργανο των ΑΕΔΑΚ, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, που θα αναλυθεί παρακάτω ο ρόλος της, εξέδωσε ορισμένες κανονιστικές αποφάσεις με στόχο την καλύτερη λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων και την ακόμη μεγαλύτερη προστασία των επενδυτών.



Σύμφωνα με αυτές:

- Καθιερώνεται νέα κατηγοριοποίηση των αμοιβαίων κεφαλαίων τα οποία διακρίνονται σε Εσωτερικού και Εξωτερικού και κάθε μια από αυτές τις κατηγορίες αποτελείται από υποκατηγορίες: Μετοχικά, Μικτά, Ομολογιακά και Διαχείρισης Διαθεσίμων (θα αναλυθούν παρακάτω).
- Καθορίζεται ότι τα Index Funds υπάγονται στις παραπάνω κατηγορίες ανάλογα με την σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους.
- Απαγορεύεται στα Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων να τοποθετούνται σε μετοχές.
- Επιβάλλεται στα Μικτά Α/Κ να τοποθετούν τουλάχιστον 10% του Ενεργητικού τους σε μετοχές και 10% σε ομόλογα.
- Οι ΑΕΔΑΚ είναι υποχρεωμένες στο τέλος κάθε ημερολογιακού τριμήνου και μέσα σε 10 ημερολογιακές μέρες από την λήξη του, να δημοσιεύουν αναλυτικούς και μέσους ποσοστιαίους πίνακες των χαρτοφυλακίων των αμοιβαίων κεφαλαίων που διαχειρίζονται και να τους θέτουν στην διάθεση των μεριδιούχων και εντός της ίδιας προθεσμίας να τους δημοσιεύουν στις ιστοσελίδες τους.
- Καθορίζονται επακριβώς στους κανονισμούς των Α/Κ οι κατηγορίες δαπανών και αμοιβών που επιτρέπεται να βαρύνουν τα Α/Κ.
- Στις τριμηνιαίες καταστάσεις λογαριασμού που αποστέλλονται στους μεριδιούχους πρέπει πλέον να αναγράφεται η προμήθεια διαχείρισεως της ΑΕΔΑΚ ως ποσοστό που επιβαρύνει το αμοιβαίο κεφάλαιο καθώς και η προμήθεια του Θεματοφύλακα (τράπεζα που φυλάσσονται οι τίτλοι της εταιρείας που επενδύει σε Α/Κ ). Επίσης, πρέπει να αναφέρεται η απόδοση τριετίας του αμοιβαίου κεφαλαίου. ([www.e-class/teicrete.gr](http://www.e-class/teicrete.gr))

Εάν θέλαμε να ορίσουμε τους ρόλους που παίζουν στο κύκλωμα της λειτουργίας των αμοιβαίων κεφαλαίων θα ήταν οι εξής:

- οι μεριδιούχοι,
- ο θεματοφύλακας,
- οι χρηματιστηριακές εταιρείες και
- τα ελεγκτικά όργανα.

## Μερίδια

Το ενεργητικό ενός Α/Κ είναι το σύνολο ίσης αξίας ή κλασμάτων μεριδίων<sup>9</sup>. Η καθαρή τιμή προκύπτει από τη διαίρεση της αξίας του ενεργητικού του Α/Κ κάθε ημέρας με το συνολικό αριθμό μεριδίων εκείνης της ημέρας. Η καθαρή τιμή χρησιμοποιείται για να υπολογιστεί η απόδοση του Αμοιβαίου αλλά και οι τιμές διάθεσης και εξαγοράς.

Ενεργητικό Α/Κ ονομάζεται η συνολική περιουσία του Αμοιβαίου σε τρέχουσες τιμές. Καθημερινά υπολογίζονται οι τιμές των ομολόγων, των μετοχών, οι τόκοι, τα μετρητά, οι καταθέσεις σε συνάλλαγμα κτλ, και αθροίζονται για να προκύψει το ενεργητικό. Είναι δεδομένο ότι οι τιμές των μετοχών, των νομισμάτων, αλλά και οι τόκοι των ομολόγων αλλάζουν καθημερινά και έτσι μεταβάλλεται και το ενεργητικό των αμοιβαίων. Επίσης το ενεργητικό μεταβάλλεται ως αποτέλεσμα των ενεργειών των διαχειριστών της Α.Ε. .Α.Κ. επί των κινητών αξιών που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο του Α/Κ, καθώς και από την εισροή ή εκροή κεφαλαίων από αυτό.

Οι τιμές διάθεσης και εξαγοράς των μεριδίων των Α/Κ, μεταβάλλονται καθημερινά, βάσει της απόδοσης και της εμπορευσιμότητας που έχει το κάθε Α/Κ. Η τιμή διάθεσης του μεριδίου είναι η τιμή που μπορούν οι επενδυτές να αγοράσουν τα μερίδια του Α/Κ που επιθυμούν και αντιστοιχεί στην καθαρή τιμή προσαυξημένη με την εκάστοτε τρέχουσα προμήθεια που έχει ορίσει η εταιρεία διαχείρισης.

Αντίστοιχα η τιμή εξαγοράς του μεριδίου είναι η τιμή που μπορούν οι επενδυτές να ρευστοποιήσουν τα μερίδια του Α/Κ που επιθυμούν και αντιστοιχεί στην καθαρή τιμή μειούμενη με την εκάστοτε τρέχουσα προμήθεια που έχει ορίσει η εταιρεία διαχείρισης.

## **Θεματοφύλακας**

Ο θεματοφύλακας επί τοις ουσίας εκτελεί τα καθήκοντα του ταμεία του Α/Κ και είναι συνήθως μια ανώνυμη τραπεζική εταιρεία (ελληνική ή ξένη) η οποία λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα, και φροντίζει για τη φύλαξη του ενεργητικού κεφαλαίου του Α/Κ, για τις εισπράξεις και πληρωμές και για τη σωστή εκτέλεση των συναλλαγών. Ο θεματοφύλακας ο οποίος και συνυπογράφει τον κανονισμό του Α/Κ, είναι εντεταλμένος για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο και έτσι εγγυάται τη διαφάνεια των χρηματικών συναλλαγών και την εξασφάλιση των τίτλων των επενδυμένων χρημάτων, έτσι ουσιαστικά εγγυάται την ασφάλεια των χρημάτων των μεριδιούχων.

Αναλαμβάνει λοιπόν, την ευθύνη ύπαρξης τόκων και μερισμάτων καθώς και τις χρηματοροές από πωλήσεις μετοχών ή άλλων αξιόγραφων ενώ πραγματοποιεί τις πληρωμές για αγορά κινητών αξιών.

Γενικότερα, ο θεματοφύλακας ευθύνεται απέναντι στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. και τους μεριδιούχους για κάθε αμέλεια ως προς την εκπλήρωση των υποχρεώσεων τους. Ο θεματοφύλακας υποχρεούται να εκτελεί τις εντολές της Α.Ε.Δ.Α.Κ. εκτός εάν είναι παράνομες ή αντιβαίνουν τον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου. Παράλληλα η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι υποχρεωμένη να παρακολουθεί το θεματοφύλακα για την ορθή εκτέλεση των εντολών της. Με τις υποχρεώσεις

αυτές, ο θεματοφύλακας και η Α.Ε.Δ.Α.Κ. οφείλουν να λειτουργούν ανεξάρτητα μεταξύ τους και με γνώμονα το συμφέρον των μεριδιούχων.

Εάν θέλαμε να ομαδοποιήσουμε τα καθήκοντα του θεματοφύλακα<sup>10</sup> θα καταλήγαμε στα παρακάτω:

- Η φύλαξη της περιουσίας του αμοιβαίου κεφαλαίου.
- Η εκτέλεση των εντολών της Α.Ε.Δ.Α.Κ.
- 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 Α.Ε.Δ.Α.Κ., των εκθέσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων.

## **Η Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Οι ΑΕΔΑΚ έχουν αποκλειστικό σκοπό την διαχείριση του αμοιβαίου κεφαλαίου και μπορούν να διαχειρίζονται και περισσότερα του ενός αμοιβαίου κεφαλαίου. Πιο συγκεκριμένα οι ΑΕΔΑΚ, επενδύουν συλλογικά σε κινητές αξίες κεφάλαια που συγκεντρώνουν από τι κοινό και των οποίων η λειτουργία βασίζεται στην αρχή κατανομής κινδύνων, και τα μερίδια τους, μετά από αίτηση των κομιστών, εξαγοράζονται ή εξοφλούνται, άμεσα ή έμμεσα, με στοιχεία ενεργητικού των εταιριών αυτών. Οι ΑΕΔΑΚ όπως και οι Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΕΕΧ) συγκαταλέγονται στους θεσμικούς επενδυτές, καθώς συγκεντρώνουν και διαχειρίζονται κεφάλαια από πολλούς διαφορετικούς επενδυτές. Οι δε δραστηριότητες τους ελέγχονται άμεσα από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Οι ΑΕΔΑΚ πρέπει να παρέχουν φερεγγυότητα, ευρύτατη κεφαλαιακή βάση, αντικειμενικότητα και εμπιστοσύνη. Το σύνολο της περιουσίας του αμοιβαίου κεφαλαίου κατατίθεται σε μια από τις νόμιμα λειτουργούσες τράπεζες της χώρας, η οποία αναλαμβάνει τα χρέη θεματοφύλακα για την πλήρη εξασφάλιση του κεφαλαίου.

Επιπλέον οι ΑΕΔΑΚ εισπράττουν αμοιβή για την διαχείριση του αμοιβαίου κεφαλαίου, προμήθεια κατά την εξαγορά των μεριδίων και ένα ποσοστό, που ποικίλλει ανάλογα με την εταιρεία διαχείρισης, κατά την διάθεση των μεριδίων. Αναλυτικότερα, η αμοιβή για τις υπηρεσίες διαχείρισης του αμοιβαίου κεφαλαίου αποτελεί ποσοστό επί του μέσου ημερήσιου ύψους του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου. (Χαράμης, 1998:123)

Σύμφωνα με το νόμο 3283/2004, το μετοχικό κεφάλαιο καταβάλλεται σε μετρητά και έχει ελάχιστο ύψος 1.200.000 €. Ο νόμος για τη προστασία των επενδυτών ορίζει ότι τα 2/5

τουλάχιστον του μετοχικού κεφαλαίου της Α.Ε.Δ.Α.Κ. ανήκουν σε εταιρεία με οικονομική επιφάνεια.

Προκειμένου να λάβει την άδεια σύστασης ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου η Α.Ε.Δ.Α.Κ. υποβάλλει στην Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς:

- Αναλυτικό κατάλογο των στοιχείων του Ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- Δήλωση πιστοποιητικού ιδρύματος που λειτουργεί στην Ελλάδα ότι δέχεται να κατατίθενται σε αυτό τα στοιχεία του ενεργητικού το Αμοιβαίο Κεφάλαιο και να ασκεί καθήκοντα θεματοφύλακα.
- Κανονισμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου υπογεγραμμένο από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και από το θεματοφύλακα (Φίλιππας, 2010).

## **Ταξινόμηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Τα αμοιβαία κεφάλαια ταξινομούνται σε δύο γενικές κατηγορίες. Έτσι, έχουμε τα αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου γνωστά κι ως κλειστής κεφαλαιουχικής βάσης καθώς και τα αμοιβαία κεφάλαια ανοικτού τύπου ή μεταβλητής κεφαλαιουχικής βάσης.

- Αμοιβαία Κεφάλαια ανοικτού τύπου

Τα αμοιβαία κεφάλαια ανοικτού τύπου είναι χωρισμένα σε μερίδια ίσης αξίας. Ο χαρακτηρισμός τους ως ανοικτού τύπου σημαίνει ότι το αμοιβαίο κεφάλαιο έχει ανά πάσα στιγμή διαθέσιμα μερίδια προς πώληση, καθώς και ότι έχει τη δυνατότητα να πωλήσει όσα μερίδια επιθυμούν να αγοράσουν οι επενδυτές που το επιλέγουν.

Η καθαρή αξία των μεριδίων τους αλλάζει ανάλογα με τις μεταβολές στην αξία του καθαρού ενεργητικού. Όταν νέοι επενδυτές γίνονται μεριδιούχοι ενός αμοιβαίου κεφαλαίου ανοικτού τύπου, ο αριθμός των μεριδίων του αυξάνεται και το κεφάλαιο του αμοιβαίου κεφαλαίου μεγαλώνει. Αντίθετα, όταν ένας μεριδιούχος ρευστοποιήσει τα μερίδια του, ο αριθμός των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου μειώνεται. Κατά αυτό τον τρόπο, η αξία των μεριδίων παραμένει ανάλογη με την αξία του κεφαλαίου του αμοιβαίου κεφαλαίου ανοικτού τύπου.

- Αμοιβαία Κεφάλαια κλειστού τύπου

Τα αμοιβαία κεφάλαια κλειστού τύπου εκδίδουν ένα προκαθορισμένο αριθμό μεριδίων καθώς το κεφάλαιο τους είναι καθορισμένο. Τα εκδιδόμενα μερίδια τους διατίθενται προς αγορά και πώληση είτε σε οργανωμένη αγορά είτε μέσω της Εταιρείας Διαχείρισης δημιουργώντας έτσι μία δευτερογενή αγορά που υπόκειται στη ζήτηση και τη προσφορά.

Καθώς έχουν τη δυνατότητα να αγοράζονται και να πωλούνται όπως οποιαδήποτε άλλη μετοχή, οι υπηρεσίες ενός χρηματιστή είναι απαραίτητες για τους επενδυτές που τα επιλέγουν. Οι τιμές διαπραγματεύσεώς τους καθορίζονται αποκλειστικά από τις απόψεις των επενδυτών για την αξία τους, ενώ επηρεάζονται από τις εκάστοτε προσδοκίες τους.

## **Κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα**

Σύμφωνα με το Νόμο 3283/2004 και με απόφαση της επιτροπής κεφαλαιαγοράς η κατηγοριοποίηση των αμοιβαίων κεφαλαίων εντάσσεται σε δύο ευρύτερες κατηγορίες ανάλογα με τη γεωγραφική κατανομή του ενεργητικού τους καθώς ανάλογα με το είδος των χρηματοπιστωτικών μέσων στα οποία επενδύουν το ενεργητικό τους.

Κάθε επενδυτής έχει διαφορετικά χαρακτηριστικά τα οποία καθορίζονται από το ύψος του κινδύνου που θέλει να αναλάβει, το μέγεθος των κεφαλαίων που διαθέτει για επένδυση, την ηλικία του, τις ανάγκες του, αλλά και τους χρηματοοικονομικούς του στόχους. (Φίλιππας, 1999) Τα χαρακτηριστικά κάθε ατόμου αλλάζουν μέσα στο χρόνο αντανακλώντας σε ένα μεγάλο βαθμό τις μεταβολές που επέρχονται στις διάφορες φάσεις της ζωής του.

Κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο έχει πλήρη αυτονομία και ανεξαρτησία ακόμα και αν η εταιρία που το διαχειρίζεται, διαχειρίζεται και άλλα. Η αυτονομία έγκειται στο γεγονός ότι οποιεσδήποτε αποφάσεις αναληφθούν θα αφορούν το ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Υπάρχει μεγάλη ποικιλία Αμοιβαίων Κεφαλαίων και αυτό οφείλεται στην επενδυτική πολιτική που ακολουθεί το καθένα, η οποία γίνεται γνωστή στο κοινό μέσω των ενημερωτικών δελτίων που εκδίδει αυτό στο επενδυτικό κοινό που επιθυμούν να γίνουν μεριδιούχοι (Μυλωνάς, 1999).

## **Γεωγραφική Κατηγοριοποίηση**

### **➤ Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού**

Σε αυτή τη κατηγορία ανήκουν τα αμοιβαία κεφάλαια που έχουν την καταστατική τους έδρα στην Ελλάδα και επενδύουν τουλάχιστον το 65% του καθαρού ενεργητικού τους σε χρηματοοικονομικά προϊόντα που έχουν εκδοθεί από εκδότη που δραστηριοποιείται στον ελλαδικό χώρο.

### **➤ Αμοιβαία Κεφάλαια Εξωτερικού**

Αφορά τα αμοιβαία κεφάλαια που έχουν την καταστατική τους έδρα εκτός Ελλάδος και επενδύουν τουλάχιστον το 65% του καθαρού ενεργητικού τους σε χρηματοοικονομικά προϊόντα που έχουν εκδοθεί από εκδότη που δραστηριοποιείται εκτός του ελλαδικού χώρου.

## **Επενδυτική Κατηγοριοποίηση**

- Διαχείρισης Διαθεσίμων ή Χρηματαγοράς

Αποτελούνται από βραχυπρόθεσμους τίτλους και πιστοποιητικά καταθέσεων και προσανατολίζονται στην επίτευξη των μεγαλύτερων δυνατών αποδόσεων με τη μέγιστη ρευστότητα. Λόγω της σταθερότητας που προσφέρουν χρησιμοποιούνται συχνά ως αποθέματα μετρητών ή χρηματικές τοποθετήσεις άμεσης διαθεσιμότητας. Η απόδοση τους εξαρτάται από τα επιτόκια που ισχύουν στην αγορά. Αποτελούν τη πλέον ασφαλή κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων και απευθύνονται σε επενδυτές που επιζητούν ασφάλεια κεφαλαίου και ελαφρώς μία καλύτερη απόδοση σε σχέση με έναν απλό αποταμιευτικό ή χρεωστικό λογαριασμό. Η μέση λήξη του χαρτοφυλακίου ενός αμοιβαίου κεφαλαίου διαχείρισης διαθεσίμων πρέπει να είναι 90 μέρες ή μικρότερη, έτσι ώστε να υπάρχει προστασία από τον κίνδυνο του επιτοκίου. Τέλος, μπορεί να είναι είτε εσωτερικού είτε εξωτερικού.

## **Είδη Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Στην αγορά σήμερα υπάρχουν πολλά διαφορετικά είδη Α/Κ που σκοπό έχουν να ελκύσουν το επενδυτικό ενδιαφέρον αφού η γκάμα τους περιλαμβάνει όλων των ειδών τις πιθανές επενδύσεις. Βάσει του επενδυτικού τους σκοπού τα Α/Κ κατατάσσονται σε τρεις βασικές κατηγορίες, οι οποίες περιλαμβάνουν αρκετές υποκατηγορίες.

Οι βασικές κατηγορίες Α/Κ βάσει του σκοπού επένδυσης είναι οι εξής τρεις:

- Μετοχικά (επενδύουν σε μετοχές του χρηματιστηρίου).
- Σταθερού εισοδήματος (επενδύουν σε ομόλογα).
- Αγορών χρήματος (επενδύουν σε βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα).

## **Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων**

Τα πιο ασφαλή Α/Κ αλλά και με την μικρότερη προσδοκώμενη απόδοση είναι τα Α/Κ διαχείρισης διαθεσίμων, λόγω της επένδυσης σε έντοκα γραμμάτια Δημοσίου. Η αγορά χρήματος αποτελείται από βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα, ως επί το πλείστον έντοκα γραμμάτια Δημοσίου. Θεωρείται η ασφαλέστερη κατηγορία Α/Κ με την μικρότερη όμως απόδοση. Μια τυπική απόδοση ενός τέτοιου Α/Κ θα ήταν υψηλότερη από το επιτόκιο απλής κατάθεσης και χαμηλότερη από το επιτόκιο προθεσμιακής κατάθεσης.

## **Ομολογιακά / Εισοδήματος**

Τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια είναι πιθανό να πετύχουν υψηλότερες αποδόσεις από τις προθεσμιακές καταθέσεις και τις επενδύσεις στην αγορά χρήματος, αλλά αυτό δεν σημαίνει

πως δεν έχουν κίνδυνο. Λόγω του ότι υπάρχουν πολλοί διαφορετικοί τύποι ομολόγων, τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια μπορούν να διαφέρουν σημαντικά ανάλογα με το πού επενδύουν. Για παράδειγμα, ένα A/K που ειδικεύεται σε υψηλής απόδοσης ομόλογα υψηλού κινδύνου είναι πολύ πιο επικίνδυνο από ένα A/K που επενδύει σε τίτλους του δημοσίου. Επιπλέον, σχεδόν όλα τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια υπόκεινται σε κίνδυνο επιτοκίου, το οποίο σημαίνει ότι αν το επιτόκιο αυξάνεται η αξία του A/K μειώνεται. Παράδειγμα είναι τα A/K τα οποία επενδύουν σε ελληνικά ομόλογα.

Τα A/K εισοδήματος έχουν σκοπό να παρέχουν βέβαιο εισόδημα σε σταθερή βάση. Όταν μιλάμε για αμοιβαία κεφάλαια, οι όροι «σταθερού εισοδήματος» και «ομολόγων», είναι συνώνυμοι. Οι όροι αυτοί σημαίνουν τα κεφάλαια που επενδύουν κυρίως σε κρατικά και εταιρικά ομόλογα. Αυτού του είδους τα A/K θεωρούνται τα πιο συντηρητικά και ο πρωταρχικός στόχος τους είναι να παρέχουν μια σταθερή ταμειακή ροή για τους επενδυτές. Αυτό βέβαια δεν σημαίνει πως η συνολική απόδοση ενός A/K παραμένει σταθερή. Αντιθέτως, η απόδοση πηγάζει από την υπεραξία ή ζημία που πραγματοποιείται από τις μεταβολές των τιμών των επενδυτικών τίτλων, οι οποίες προέρχονται από μεταβολές άλλων παραγόντων, όπως π.χ. τα επιτόκια, ο πληθωρισμός, η ανεργία, κλπ.

Ορισμένα A/K εισοδήματος μπορεί να επενδύουν και σε μετοχές, σε μικρά συνήθως ποσοστά του χαρτοφυλακίου. Ωστόσο, η επένδυση σε μετοχές είναι δυνατόν να γίνεται και σε μεγαλύτερο ποσοστό. Κάτι τέτοιο, πάντως, πρέπει υποχρεωτικά να αναφέρεται στον κανονισμό ή το ενημερωτικό φυλλάδιο.

Τα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύουν άνω του 65% του ενεργητικού τους σε ομόλογα αλλά παράλληλα επιτρέπεται να επενδύουν και μέχρι το 10% του ενεργητικού τους σε μετοχές. Ομόλογο είναι ένα μακροπρόθεσμο δάνειο όπου ο δανειζόμενος συμφωνεί να πληρώσει στο δανειστή ένα συγκεκριμένο τόκο στη διάρκεια του δανείου και κατόπιν να εξοφλήσει το δάνειο στη λήξη του.

Τα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια ειδικεύονται σε επενδύσεις μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων ομολόγων (διάρκεια μεγαλύτερη του ενός έτους), που εκδίδονται από το κράτος ή κρατικούς οργανισμούς καθώς και σε Ομολογίες εταιριών, (Ομόλογα Δημοσίου, Ομόλογα Κρατικών Οργανισμών, Ομόλογα Τοπικής Αυτοδιοίκησης, Ομόλογα Zero – Coupon, Ομολογίες Ιδιωτικών Επιχειρήσεων, Ομολογίες Εταιριών Υψηλού Κινδύνου). Ο κίνδυνος σε αυτήν την κατηγορία είναι πολύ περιορισμένος και η απόδοσή τους προέρχεται από την είσπραξη των τοκομεριδίων καθώς και την αποτίμηση των ομολόγων σε τρέχουσες τιμές (Φίλιππας, 2010).

## Μικτού τύπου

Τα A/K μικτού τύπου έχουν στόχο να παρέχουν ένα ισορροπημένο μίγμα της εκτίμησης της ασφάλειας, εισοδήματος και κεφαλαίου. Η στρατηγική των μικτών A/K είναι να επενδύουν σε ένα συνδυασμό σταθερού εισοδήματος και μετοχών (υπάρχει όριο επένδυσης σε μετοχές από 10-65%). Ένα τυπικά ισορροπημένο μικτό A/K θα μπορούσε να έχει συντελεστή στάθμισης 60% σε μετοχές και 40% σε σταθερού εισοδήματος. Η στάθμιση μπορεί επίσης να περιορίζεται σε μια συγκεκριμένη μέγιστη ή ελάχιστη τιμή για κάθε κατηγορία περιουσιακών στοιχείων.

## Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα μετοχικά είναι τα A/K που επενδύουν σε μετοχές και αντιπροσωπεύουν τη μεγαλύτερη κατηγορία των αμοιβαίων κεφαλαίων. Σε γενικές γραμμές, ο στόχος των επενδύσεων της κατηγορίας αυτής των κεφαλαίων είναι η μακροχρόνια αύξηση του κεφαλαίου με κάποιο εισόδημα. Υπάρχουν, ωστόσο, πολλοί διαφορετικοί τύποι των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων, επειδή υπάρχουν πολλά διαφορετικά είδη μετοχών.

Η ιδέα είναι να κατατάξουμε τα κεφάλαια με βάση το μέγεθος των επιχειρήσεων που επενδύονται στο ύψος και την επένδυση του διαχειριστή. Ο όρος αξία αναφέρεται σε ένα ύψος της επένδυσης που αναζητά εταιρείες υψηλής ποιότητας που έχουν πέσει σε δυσμένεια με την αγορά. Οι εταιρείες αυτές χαρακτηρίζονται από χαμηλή αναλογία P/E (Price/Earnings δηλαδή Τιμή/Κέρδη) και την πραγματική της τιμή σε σχέση με την ονομαστική και με υψηλές αποδόσεις.

Το αντίθετο της αξίας είναι η ανάπτυξη, η οποία αναφέρεται στις εταιρείες που είχαν (και αναμένεται να συνεχίσουν να έχουν), ισχυρή αύξηση των πωλήσεων, κέρδη και τις ταμειακές ροές. Ένας συμβιβασμός μεταξύ της αξίας και της ανάπτυξης είναι συνδυασμός, ο οποίος απλά αναφέρεται σε εταιρείες που δεν πρεσβεύουν ούτε μετοχές αξίας, ούτε μετοχές ανάπτυξης και ταξινομούνται κάπου στη μέση.

Για παράδειγμα, ένα αμοιβαίο κεφάλαιο που επενδύει σε εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης που βρίσκονται σε ισχυρή οικονομική κατάσταση, αλλά έχουν δει πρόσφατα τις τιμές των μετοχών τους να πέφτουν, θα τοποθετηθεί στο άνω αριστερό τεταρτημόριο του κουτιού (μεγάλο και αξία). Το αντίθετο από αυτό θα είναι ένα A/K που επενδύει σε νεοσύστατες εταιρείες τεχνολογίας με εξαιρετικές προοπτικές ανάπτυξης. Ένα τέτοιο αμοιβαίο κεφάλαιο θα βρίσκεται στο κάτω δεξιό τεταρτημόριο (μικρές και ανάπτυξη).



Τα μετοχικά Α/Κ πρέπει να επενδύουν τα κεφάλαια τους σε μετοχές, σε ποσοστό άνω του 70-80%. Η επένδυση σε μετοχικά Α/Κ διακατέχεται από πολύ υψηλό επίπεδο κινδύνου σε σχέση με τις επενδύσεις σταθερού εισοδήματος, ακριβώς επειδή οι μετοχές, δεν προσφέρουν σταθερό και βέβαιο μέρισμα (εκτός εάν υπάρξουν κέρδη, οπότε θα οφείλεται ένα ελάχιστο ποσοστό αυτών). Αν συνυπολογιστεί και το γεγονός ότι η απόδοση του αμοιβαίου επηρεάζεται σε ένα πολύ μεγάλο βαθμό από την πορεία του γενικού δείκτη τιμών του χρηματιστηρίου, τότε συμπεραίνουμε πως η συνολική απόδοση του μετοχικού Α/Κ εμφανίζει μεγάλη διακύμανση.

Τα μετοχικά Α/Κ διακρίνονται σε μετοχικά εισοδήματος και σε αναπτυξιακά, ανάλογα με τον επενδυτικό τους χαρακτήρα. Έτσι, τα μετοχικά εισοδήματος επενδύουν σε εταιρείες, που προσφέρουν μεγάλα μερίσματα, ενώ τα αναπτυξιακά Α/Κ κατανέμουν τα κεφάλαια τους μέσω εταιρειών, που προσφέρουν ελάχιστη μερισματική απόδοση και ταυτόχρονα συνεχίζουν να αυξάνουν τις επενδύσεις, με αποτέλεσμα να τροφοδοτούν μεγάλες προσδοκίες ανάπτυξης. Επίσης, υπάρχουν και τα κλαδικά μετοχικά, τα οποία επικεντρώνονται σε ένα κλάδο της οικονομίας που οι διαχειριστές κρίνουν ότι είναι δυναμικός (π.χ. τηλεπικοινωνιών ή τραπεζών), υπόκεινται όμως σε σημαντικό κίνδυνο, που πηγάζει από τις διακυμάνσεις της οικονομικής κατάστασης που σχετίζεται με τον συγκεκριμένο κλάδο.

## **Παγκόσμια / Διεθνή Αμοιβαία Κεφάλαια**

Ένα διεθνές Α/Κ (ή ξένων κεφαλαίων) επενδύει σε αγορές μόνο εκτός της χώρας. Τα παγκόσμια Α/Κ επενδύουν σε οποιοδήποτε σημείο σε όλο τον κόσμο, συμπεριλαμβανομένης της χώρας απ' την οποία προέρχεται.

Είναι δύσκολο να καταταγούν αυτά τα Α/Κ είτε ως πιο επικίνδυνα ή πιο ασφαλή από τις εγχώριες επενδύσεις. Τείνουν να είναι πιο ασταθή σε πολιτικούς κινδύνους, αλλά από την άλλη πλευρά, δεν μπορούν, ως μέρος ενός καλά ισορροπημένου χαρτοφυλακίου, να μειώσουν ουσιαστικά τον κίνδυνο από την αύξηση της διαφοροποίησης. Παρά το γεγονός ότι οι οικονομίες του κόσμου γίνονται όλο και πιο αλληλένδετες, είναι πιθανό ότι μια οικονομία κάποιας χώρας ξεπερνά σε ανάπτυξη την οικονομία της χώρας σας.

## **Ειδικά Αμοιβαία Κεφάλαια**

Τα Α/Κ ειδικού τύπου συνιστούν μια γενική κατηγορία που αποτελείται από δημοφιλή Α/Κ που δεν είναι ανήκουν κατ' ανάγκη στις κατηγορίες που προανέφερα. Αυτός ο τύπος αμοιβαίου κεφαλαίου συνήθως επικεντρώνεται σε ένα συγκεκριμένο τμήμα της οικονομίας.

Τα κλαδικά A/K στοχεύουν σε συγκεκριμένους κλάδους της οικονομίας, όπως ο τραπεζικός, ο τεχνολογικός, της υγείας κλπ. και είναι εξαιρετικά ευμετάβλητα. Υπάρχει μεγάλη πιθανότητα μεγάλων κερδών, αλλά αναλαμβάνεται και ο κίνδυνος της πιθανής κατάρρευσης του κλάδου στον οποίο επενδύουμε.

Κοινωνικά υπεύθυνα A/K (ή ηθικά A/K - ethical funds) επενδύουν μόνο σε εταιρείες που πληρούν τα κριτήρια ορισμένων κατευθυντήριων γραμμών ή πεποιθήσεων. Τα περισσότερα κοινωνικά υπεύθυνα A/K δεν επενδύουν σε κλάδους όπως ο καπνός, τα αλκοολούχα ποτά, όπλα ή πυρηνική ενέργεια. Η ιδέα είναι να λάβει ο επενδυτής μια ανταγωνιστική απόδοση, διατηρώντας υγιή τη συνείδηση του.

## **Σύνθετα Αμοιβαία Κεφάλαια**

Τα Σύνθετα Αμοιβαία Κεφάλαια μπορούν να επενδύουν σε όλα τα χρηματοπιστωτικά μέσα που προβλέπονται στο ν. 3283/2004. Τα Σύνθετα Αμοιβαία Κεφάλαια εφαρμόζουν διαχείριση που αποσκοπεί, βάσει μαθηματικού τύπου, στην επίτευξη προκαθορισμένης απόδοσης κατά τη λήξη τους, διακρατώντας καθ' όλη τη διάρκειά τους τα στοιχεία του ενεργητικού που απαιτούνται για την επίτευξη του στόχου τους. Η προκαθορισμένη απόδοσή τους αναφέρεται σε ορισμένο αριθμό σεναρίων, τα οποία βασίζονται στην αξία των υποκείμενων στοιχείων και προσφέρουν στους μεριδιούχους διαφορετικές αποδόσεις ανά σενάριο.

Καθ' όλη τη διάρκεια του αμοιβαίου κεφαλαίου, οι μεριδιούχοι δεν επιτρέπεται να εκτίθενται σε περισσότερα του ενός σεναρίου απόδοσης. Η μέγιστη δυνατή απώλεια του αμοιβαίου κεφαλαίου, όταν μεταβάλλεται το προφίλ απόδοσης του χαρτοφυλακίου του, δεν μπορεί να υπερβεί το εκατό τοις εκατό (100%) της αρχικής τιμής διάθεσης του μεριδίου. Η μεταβολή που επιφέρει η απόδοση ενός υποκείμενου στοιχείου ενεργητικού στο προφίλ απόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου κατά τη μετάβαση από ένα σενάριο απόδοσης σε ένα άλλο πρέπει να είναι εντός των επενδυτικών ορίων του ν. 3283/2004, όπως εφαρμόζονται στην αρχική αξία του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου.

## **Δεικτών (Index funds)**

Η τελευταία αλλά σίγουρα όχι η λιγότερο σημαντική κατηγορία είναι τα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών. Αυτός ο τύπος αμοιβαίου κεφαλαίου αναπαράγει την απόδοση ενός ευρύτερου δείκτη της αγοράς, όπως η S & P 500 και Dow Jones Industrial Average (DJIA). Ένα A/K δείκτη

αναπαράγει απλώς την απόδοση της αγοράς και προσκομίζει λιγοστά οφέλη στους επενδυτές με τη μορφή των χαμηλών αμοιβών.

## **Αφορολόγητα Ομολογιών**

Μια ειδική κατηγορία Αμοιβαίων Κεφαλαίων των ομολογιών που είναι ιδιαίτερα δημοφιλής στις Η.Π.Α, είναι τα Αμοιβαία Κεφάλαια Δημοτικών Ομολογιών. Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται οι πιο κάτω κατηγορίες:

- Αμοιβαία Κεφάλαια Βραχυπροθέσμων Δημοτικών Ομολογιών.
- Αμοιβαία Κεφάλαια Μακροπροθέσμων Δημοτικών Ομολογιών.
- Βραχυπρόθεσμα Πολιτειακά Αμοιβαία Κεφάλαια Ομολογιών.
- Μακροπρόθεσμα Πολιτειακά Αμοιβαία Κεφάλαια Ομολογιών (Φίλιππας, 2010).

## **Κατηγοριοποίηση και ονοματολογία των Α/Κ**

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στα πλαίσια της καλύτερης κατανόησης του θεσμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων από το ευρύ επενδυτικό κοινό και της ελαχιστοποίησης της αυθαιρεσίας στην ονομασία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων προέβη στην ονοματολογική κατάταξή τους, όπως αυτή παρουσιάζεται στον ακόλουθο πίνακα.

	<b>Μετοχικά</b>	<b>Ομολογιακά</b>	<b>Διαθεσίμων</b>	<b>Μικτά</b>
	Επενδύει κυρίως σε μετοχές	Επενδύει κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος και	Επενδύει κυρίως σε προϊόντα χρηματαγοράς, δευτερεύοντος σε	Συνδυασμός προηγούμενων επενδύσεων με περιορισμό σε

		όχι άνω του 10% σε μετοχές	τίτλους σταθερού εισοδήματος και όχι σε μετοχές	μετοχικούς τίτλους 10-65%
Εσωτερικού	Επενδύει κυρίως σε μετοχές εσωτερικού	Επενδύει κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος εσωτερικού	Επενδύει κυρίως σε προϊόντα χρηματαγοράς, δευτερεύοντος 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 χρηματαγοράς, δευτερεύοντος σε τίτλους σταθερού εισοδήματος εξωτερικού	Επενδύει κατά κύριο λόγο το ενεργητικό του στο εξωτερικό

Πίνακας 2: Κριτήρια κατηγοριοποίησης και ονοματολογίας των Α/Κ

## **Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα αμοιβαίων κεφαλαίων**

Με όλα τους τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα, τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν γίνει εξαιρετικά δημοφιλή τα τελευταία 20 χρόνια. Αυτό που κάποτε ήταν απλώς άλλο ένα δυσνόητο επενδυτικό μέσο είναι πλέον μέρος της καθημερινής μας ζωής. Περισσότεροι από 80 εκατομμύρια άνθρωποι, ή το μισό των νοικοκυριών στην Αμερική, επενδύουν σήμερα σε αμοιβαία κεφάλαια. Αυτό σημαίνει ότι, στις Ηνωμένες Πολιτείες και μόνο, τρισεκατομμύρια δολάρια επενδύονται σε αμοιβαία κεφάλαια.

Αρχικά, τα αμοιβαία κεφάλαια, ήταν ένας τρόπος για να επενδύσει σε μέσα που δεν γνώριζε, ο μικρομεσαίος επενδυτής. Αντί του να σπαταλιέται όλος ελεύθερος χρόνος του επενδυτή σε έρευνα των οικονομικών σελίδων των εφημερίδων και των διάφορων ιστοσελίδων, το μόνο που είχε να κάνει ήταν αγοράσει μερίδια από ένα αμοιβαίο κεφάλαιο. Όπως είναι κατανοητό τα αμοιβαία κεφάλαια είναι μια εξαιρετική ιδέα στη θεωρία, αλλά, στην πραγματικότητα, δεν υπάρχουν μόνο πλεονεκτήματα.

Ακόμα και για τους μεμονωμένους επενδυτές αμοιβαίων κεφαλαίων παρέχεται το πλεονέκτημα του να διαχειρίζεται κάποιος άλλος επαγγελματίας τις επενδύσεις σας, να φροντίζει τον λογαριασμό σας, και να διαφοροποιεί τα χρήματά σας σε πολλούς διαφορετικούς τίτλους οι οποίοι πρακτικά δεν θα μπορούσαν να είναι διαθέσιμοι ή προσίτοι με άλλο τρόπο. Σήμερα οι δυνατές επιλογές επένδυσης σε Α/Κ είναι τόσες πολλές ώστε ακόμα και ο μικρότερος επενδυτής μπορεί να ξεκινήσει στα αμοιβαία κεφάλαια.

Ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, από τη φύση του είναι διαφοροποιημένο, αφού τα περιουσιακά του στοιχεία επενδύονται σε πολλούς διαφορετικούς τίτλους. Όπως περιγράψαμε και παραπάνω, υπάρχουν πολλοί διαφορετικοί τύποι των αμοιβαίων κεφαλαίων με διαφορετικούς στόχους και επενδυτικούς σκοπούς, ώστε να αυξήσουν τη διαφοροποίησή τους.

### **Πλεονεκτήματα Α/Κ**

- Επαγγελματική διαχείριση.

Η επιτυχία ενός αμοιβαίου κεφαλαίου εναπόκειται σε πολύ μεγάλο βαθμό στην ικανότητα των διαχειριστών του. Τα αμοιβαία κεφάλαια διαχειρίζονται από ειδικευμένους διαχειριστές, οι επιδόσεις των οποίων κρίνονται από το ύψος των κερδών που παράγουν. Αυτοί που δεν παράγουν τα αναμενόμενα κέρδη χάνουν τη δουλειά τους.

Οι εταιρείες που διαχειρίζονται αμοιβαία κεφάλαια προσλαμβάνουν διαχειριστές πλήρους απασχόλησης, οι οποίοι είναι υπεύθυνοι για τη διεξαγωγή των απαιτούμενων ερευνών και των οικονομικών αναλύσεων που πρέπει να διεκπεραιωθούν με στόχο να επιλεγεί το σωστό

μείγμα κεντητών αξιών από το οποίο θα αποτελείται το χαρτοφυλάκιο του αμοιβαίου κεφαλαίου. Στις υποχρεώσεις των διαχειριστών συμπεριλαμβάνονται επίσης οι αποφάσεις αγοράς και πώλησης των κεφαλαίων, η διαφοροποίηση των χρηματοπιστωτικών προϊόντων, η απόδοση των επενδύσεων κ.ά.

➤ Διαφοροποίηση

Τα αμοιβαία κεφάλαια επενδύουν σε ένα ευρύ φάσμα κινητών αξιών. Αυτό μειώνει τον επενδυτικό κίνδυνο, μειώνοντας επιπλέον την επίδραση μιας πιθανής μείωσης της αξίας μιας τοποθέτησης του Α/Κ. Οι επενδυτές των Α/Κ μπορούν να επωφεληθούν από τις τεχνικές διαφοροποίησης οι οποίες συνήθως είναι διαθέσιμες μόνο στους αρκετά πλούσιους επενδυτές που έχουν τη δυνατότητα να τοποθετήσουν τα κεφάλαια τους σε σημαντικές θέσεις και σε μια ευρεία ποικιλία τίτλων.

➤ Χαμηλό Κόστος

Η επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια συνεπάγεται τη μείωση ή ακόμη και εξάλειψη του κόστους της αγοράς και πώλησης των μεμονωμένων τίτλων που απαιτούνται για την δημιουργία ενός χαρτοφυλακίου. Τα κόστη προμήθειας μπορεί να είναι αυξημένα, ειδικά εάν στη διαχείριση και διατήρηση ενός χαρτοφυλακίου εμπλέκονται συχνές συναλλαγές. Αντίθετα, ο κάτοχος ενός αμοιβαίου κεφαλαίου δεν επιβαρύνεται από τα επιπρόσθετα κόστη ενός χαρτοφυλακίου που σχετίζονται με τις οικονομικές αναλύσεις, τις επενδυτικές συμβουλές, τις υπηρεσίες παρακολούθησης των χρηματοοικονομικών τίτλων καθώς όλες αυτές οι διαδικασίες διενεργούνται από τους διαχειριστές του εκάστοτε αμοιβαίου κεφαλαίου. Τα αμοιβαία κεφάλαια λόγω του μεγάλου όγκου συναλλαγών αλλά και της μεγάλης διαπραγματευτικής δύναμης που διαθέτουν, μέσω των οικονομιών κλίμακας, έχουν τη δυνατότητα να επιτυγχάνουν καλύτερους όρους αγοράς και πώλησης συγκριτικά με αυτούς ενός μεμονωμένου επενδυτή. Τα χαμηλότερα κόστη συναλλαγών, μπορούν να μεταφραστούν, τέλος, στη καλύτερη απόδοση των επενδύσεων.

➤ Άνεση και ευελιξία

Ο επενδυτής έχει στην κατοχή του τίτλους μιας επένδυσης και όχι πολλών, απολαμβάνοντας επίσης και τα οφέλη από ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο και ένα ευρύ φάσμα υπηρεσιών. Οι διαχειριστές του Α/Κ αποφασίζουν σε ποιους τίτλους, ομολόγα κλπ θα επενδύσουν και ο επενδυτής καρπώνεται την απόδοση των μεριδίων του χωρίς να κάνει τίποτα. Είναι εύκολο για ένα επενδυτή να αγοράσει και να πουλήσει μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων, είτε χρησιμοποιώντας το διαδίκτυο είτε πιο απλά με ένα τηλεφώνημα.

➤ Γρήγορη, εξατομικευμένη εξυπηρέτηση

Τα περισσότερα A/K προσφέρουν πλέον κατατοπιστικές ιστοσελίδες και μια σειρά από υπηρεσίες για άμεση πρόσβαση των επενδυτών σε πληροφορίες σχετικά με το λογαριασμό τους. Επίσης με ένα τηλεφώνημα ο επενδυτής έρχεται σε επαφή με έναν εκπαιδευμένο ειδικό διαχειριστή της εταιρείας αμοιβαίων κεφαλαίων που μπορεί να του παρέχει χρήσιμες πληροφορίες για τις επενδυτικές του επιλογές, να βοηθήσει στην αγορά και πώληση μεριδίων A/K και να απαντήσει σε ερωτήσεις σχετικά με την κατάσταση του λογαριασμού του.

➤ Ευκολία Επένδυσης

Ο επενδυτής έχει τη δυνατότητα να ανοίξει ή να προσθέσει στο λογαριασμό του νέες επενδύσεις και να διενεργεί συναλλαγές με το διαχειριστή, μέσω ηλεκτρονικού ταχυδρομείου, τηλεφώνου ή της τράπεζας του. Μπορεί ακόμη σε κάποιες χώρες και να προγραμματίσει για την αυτόματη μηνιαία επένδυση σε μερίδια μέσω της έγκρισης ηλεκτρονικών μεταφορών ποσών από τον τραπεζικό του λογαριασμό σε οποιαδήποτε ποσότητα και σε ημερομηνία που θα επιλέξει.

➤ Ρευστότητα

Η ρευστότητα αναφέρεται στη ταχύτητα αλλά και στην ευκολία με την οποία ένα χρηματοοικονομικό προϊόν (π.χ. μετοχή, ομολογία, αμοιβαίο κεφάλαιο) μπορεί να πωληθεί χωρίς να χάσει μέρος της αξίας του ενώ ταυτόχρονα αποτελεί πλεονέκτημα των επενδύσεων σε χρηματοοικονομικά προϊόντα για τους επενδυτές.

Τα αμοιβαία κεφάλαια προσφέρουν άμεση ρευστότητα στους επενδυτές λόγω της δυνατότητας που τους παρέχεται να προβαίνουν σε ρευστοποίηση των μεριδίων τους οποιαδήποτε στιγμή το επιθυμήσουν. Σε περιόδους αβεβαιότητας η ρευστότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερη αυτής που εξασφαλίζουν οι μεμονωμένες μετοχές.

➤ Σχεδιασμός Κύκλου Ζωής

Δίδεται η δυνατότητα να συνδεθεί η επένδυση βάσει του σχεδιασμού των μελλοντικών ατομικών και οικογενειακών αναγκών. Οι επενδύσεις τέτοιας μορφής μπορούν να περιλαμβάνουν A/K ανάπτυξης για την κάλυψη των μελλοντικών αναγκών πανεπιστημιακής εκπαίδευσης στο εξωτερικό, στη συνέχεια, επένδυση A/K εισοδήματος για κάλυψη μελλοντικής συνταξιοδότησης και της όποιας προσαρμογής βάσει των τρεχουσών ή μελλοντικών αναγκών

➤ Σχεδιασμός Κύκλου Αγοράς

Για τους επενδυτές οι οποίοι κατανοούν πώς να διαχειρίζονται ενεργά το χαρτοφυλάκιο τους, οι επενδύσεις σε αμοιβαία κεφαλαία μπορεί να μετακινηθούν καθώς οι συνθήκες της αγοράς μεταβάλλονται. Οι επενδύσεις μπορούν να μεταβληθούν αρχικά μέσω της τοποθέτησης του κεφαλαίου σε μετοχές όταν η αγορά βρίσκεται σε ανοδική πορεία και στη συνέχεια να επενδύσει σε Α/Κ διαχείρισης διαθεσίμων στην κάμψη ή να λάβει οποιαδήποτε απόφαση για να εξασφαλιστεί ότι οι επενδύσεις ικανοποιούν τις ανάγκες σε μεταβαλλόμενα κλίματα αγοράς. Δεδομένου ότι είναι αδύνατον όμως να προβλεφθεί τι θα κάνει η αγορά σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή, ο πιο ασφαλής δρόμος είναι ακολουθώντας μια μακροπρόθεσμη, διαφοροποιημένη πορεία επενδύσεων.

➤ Ενημέρωση Επενδυτών

Οι μέτοχοι λαμβάνουν τακτικές εκθέσεις από τις Εταιρείες Διαχείρισης, καθώς και λεπτομέρειες των συναλλαγών βάση του έτους. Η τρέχουσα καθαρή αξία ενεργητικού των μετοχών σας (η τιμή στην οποία μπορείτε να αγοράσετε ή να τα εξαργυρώσουν) εμφανίζεται σε καθημερινή βάση στις σχετικές στήλες των ημερήσιων οικονομικών εφημερίδων. Μπορείτε επίσης να αποκτήσετε τις τιμές και τα αποτελέσματα απόδοσης για όλα τα αμοιβαία κεφάλαια μέσω του site, ή μπορείτε να το μάθετε και τηλεφωνικά από την Εταιρεία Διαχείρισης .

➤ Επιλογές Μερισμάτων

Υπάρχει δυνατότητα λήψης μερισμάτων σε μετρητά ή επανεπένδυσης τους στο Α/Κ. Αυτό μπορεί να συμβάλει σημαντικά στα μακροπρόθεσμα αποτελέσματα της επένδυσης. Σε κάποια Α/Κ επιτρέπεται ο επενδυτής να επιλέξει να λαμβάνει τα μερίσματα του σε μετρητά και να επανεπενδύονται τα κέρδη του κεφαλαίου του.

➤ Αυτόματη Άμεση Κατάθεση

Σε Α/Κ κάποιων χωρών του εξωτερικού δίδεται η δυνατότητα να καταθέτονται απ' ευθείας στο Α/Κ πληρωμές τρίτων όπως π.χ. η κοινωνική ασφάλιση ή η σύνταξη. Με αυτό τον τρόπο τα χρήματα επενδύονται άμεσα και δεν μένουν ανεκμετάλλευτα στον τραπεζικό λογαριασμό.

➤ Ευκολία τήρησης αρχείων

Κατέχοντας ένα ανεξάρτητο χαρτοφυλάκιο από μετοχές, ομόλογα και άλλα αξιόγραφα, θα πρέπει να έχετε την δυνατότητα και την ικανότητα να τηρείτε προσωπικό αρχείων αγορών, πωλήσεων, μερισμάτων, τόκων, και βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων κερδών και ζημιών. Τα αμοιβαία κεφάλαια παρέχουν επιβεβαίωση των συναλλαγών καθώς επίσης και τα αναγκαία έντυπα που θα σας βοηθήσουν να παρακολουθείτε τις επενδύσεις σας .



- Φύλαξη

Κατέχοντας μερίδια αρκετών διαφορετικών μετοχών, μέσω της συμμετοχής σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, δεν χρειάζεται να ανησυχείτε για τη διατήρηση των τίτλων ιδιοκτησίας αποθήκης σε θυρίδες. Επίσης δεν χρειάζεται καν να τηρείτε τίτλους ιδιοκτησίας των αμοιβαίων κεφαλαίων σας γιατί η ΑΕΔΑΚ τηρεί τον λογαριασμό σας στα βιβλία του και σας στέλνει περιοδικές δηλώσεις την παρακολούθηση όλων των συναλλαγών σας.

- Συνταξιοδότηση και μακροπρόθεσμα σχέδια

Τα αμοιβαία κεφάλαια είναι κατάλληλα για την υλοποίηση μεσο-μακροπρόθεσμων επενδυτικών στόχων, όπως π.χ. η χρήση της επένδυσης ως συνταξιοδοτικός λογαριασμός ή ως λογαριασμός σπουδών.

- Online Υπηρεσίες

Το Διαδίκτυο προσφέρει ένα γρήγορο και βολικό τρόπο για τους επενδυτές να έχουν πρόσβαση στις οικονομικές τους πληροφορίες. Μια σειρά από υπηρεσίες που είναι διαθέσιμες στον ηλεκτρονικό επενδυτή συμπεριλαμβανομένης της άμεσης πρόσβασης στον λογαριασμό του, τις κινήσεις, καθώς επίσης και την άμεση εξαγορά ή διάθεση μεριδίων σε ζωντανό χρόνο.

## **Μειονεκτήματα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

- Υψηλή διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου

Με στόχο την εξάλειψη του μη συστηματικού κινδύνου πολλές φορές τα χαρτοφυλάκια των αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσιάζεται να έχουν μεγαλύτερο αριθμό αξιογράφων. Το γεγονός αυτό από τη μία πλευρά παρέχει μεγαλύτερη ασφάλεια στον εκάστοτε επενδυτή αλλά ταυτόχρονα στη πλειοψηφία των περιπτώσεων μειώνει τις αποδόσεις που μπορεί να επιτύχει. Αυτό όμως έρχεται σε σύγκρουση με την επενδυτική φιλοσοφία των μεριδιούχων, οι οποίοι επενδύουν τα κεφάλαια τους σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο με στόχο να επιτύχουν απόδοση μεγαλύτερη από αυτή της αγοράς.

- Επαγγελματική διαχείριση

Παρατηρήσατε προηγουμένως πως το πρώτο από τα πλεονεκτήματα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι η επαγγελματική τους διαχείριση. Η προσέγγιση αυτή χαρακτηρίστηκε ότι

ωφελεί τους επενδυτές με τη λέξη "θεωρητικά" λόγω του ότι πολλοί επενδυτές αμφισβητούν την δυνατότητα των επαγγελματιών του χώρου, να επιλέγουν Α/Κ με καλύτερους όρους από τους ίδιους. Η διαχείριση των Α/Κ αν και στόχο έχει να είναι αλάνθαστη, αυτό κατανοούμε ότι για πρακτικούς λόγους δεν μπορεί να συμβεί, αλλά και στην περίπτωση λάθους, ο διαχειριστής του Α/Κ δεν θα έχει καμία απολύτως άμεση επίπτωση στις αμοιβές του.

➤ **Ανοικτή δομή Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Η ανοικτή δομή των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι δυνατό να προκαλέσει προβλήματα στον διαχειριστή του αμοιβαίου κεφαλαίου ιδιαίτερα σε περιόδους αβεβαιότητας και έντονων διακυμάνσεων της αγοράς. Έχει παρατηρηθεί ότι, σε περιόδους όπου η αγορά τείνει να έχει μία ανοδική πορεία οι επενδυτές έχουν τη τάση να τοποθετούν τα κεφάλαια τους σε μετοχικά ΑΚ. Άμεσο αποτέλεσμα αυτής της επενδυτικής συμπεριφοράς είναι η επένδυση των κεφαλαίων από τους διαχειριστές με την αγορά μετοχών που βρίσκονται σε υψηλά επίπεδα.

Από την άλλη πλευρά, όταν η αγορά έχει καθοδική πορεία, οι μεριδιούχοι θέλοντας άμεση ρευστοποίηση των κεφαλαίων τους οδηγούν τους διαχειριστές να ρευστοποιήσουν πρόωρα μέρος του χαρτοφυλακίου. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να υφίστανται ζημιές, καθώς πωλούν ή προεξοφλούν τα χρηματοοικονομικά προϊόντα του χαρτοφυλακίου σε τιμή χαμηλότερη από αυτή της αγοράς.

➤ **Κόστη**

Τα αμοιβαία κεφάλαια δεν υπάρχουν μόνο για να κάνουν τη ζωή μας ευκολότερη. Στον επενδυτικό κόσμο τίποτα δεν είναι δωρεάν και όπως είναι φυσικό και τα αμοιβαία κεφάλαια αποσκοπούν στο κέρδος. Σε μερικά αμοιβαία κεφάλαια, τα κόστη εξαγοράς και διάθεσης μπορούν να διαφέρουν υπέρ το δέον μεταξύ τους, γεγονός που πρέπει να προσέχουν οι επενδυτές πριν επιλέξουν Α/Κ.

➤ **Αραίωση**

Είναι πιθανό να έχουμε μεγάλη διαφοροποίηση. Επειδή όμως τα αμοιβαία κεφάλαια συνήθως βάση του προορισμού τους έχουν μικρή συμμετοχή επένδυσης σε πολλές διαφορετικές εταιρείες, οι υψηλές αποδόσεις από λίγες και διαφορετικές επενδύσεις συχνά δεν κάνουν μεγάλη διαφορά στη συνολική απόδοση. Αραίωση είναι επίσης το αποτέλεσμα που βλέπουμε στην περίπτωση ενός εξαιρετικά επιτυχημένου αμοιβαίου κεφαλαίου που έχει αυξήσει το ενεργητικό του σε μεγάλο βαθμό. Όταν συνεχίζεται να επενδύονται χρήματα στο αμοιβαίο αυτό κεφάλαιο, ο διαχειριστής έχει συχνά πρόβλημα να βρει νέες επενδύσεις για όλα τα νέα επενδύσιμα κεφάλαια.

➤ Μη εγγυημένη απόδοση

Όταν μιλάμε για αμοιβαία κεφάλαια δεν μιλάμε για εγγυημένες αποδόσεις αφού αποτελούν επενδύσεις αορίστου χρόνου και καμία τέτοια επένδυση δεν έχει εγγυημένη απόδοση εκτός από μερικές μορφές αποταμιεύσεων και καταθέσεων.

➤ Κόστος διασποράς

Συνήθως, όσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος τόσο μεγαλύτερη είναι η προσδοκώμενη απόδοση ή και η ενδεχόμενη απώλεια χωρίς αυτή η σχέση να είναι απολυτή. Όσο μεγαλώνει η διασπορά τόσο περιορίζεται ο κίνδυνος. Υπερβολική διασπορά σημαίνει πολύ μικρός κίνδυνος και άρα πολύ μικρή προσδοκώμενη απόδοση (η διασπορά μειώνει τον επενδυτικό κίνδυνο μας αποκλείει όμως από ακραίες αποδόσεις).

➤ Επιθυμία επένδυσης μόνο σε ομόλογα.

Υπάρχουν αρκετοί επενδυτές οι οποίοι είναι εξαιρετικά συντηρητικοί και αποφεύγουν τον κίνδυνο στις επενδύσεις τους, προχωρώντας σε ασφαλείς μορφές επενδύσεων όπως ομόλογα, έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου, τραπεζικούς λογαριασμούς κ.λ.π. Τα αμοιβαία κεφάλαια τα οποία δεν έχουν σταθερή εγγυημένη απόδοση και σίγουρα ενέχουν κινδύνους, όπως θα δούμε και παρακάτω, δεν ενδείκνυνται ως η καταλληλότερη μορφή επένδυσης για αυτό το προφίλ επενδυτών.

Ένα μικρής σημασίας μειονέκτημα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι ότι οι αμοιβές διάθεσης και εξαγοράς και οι αμοιβές διαχείρισης μειώνουν την καθαρή απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Αυτό αποκτά ιδιαίτερη σημασία για επενδυτές οι οποίοι για διάφορους λόγους αποφάσισαν να ρευστοποιήσουν τα μερίδια τους σε μικρό χρονικό διάστημα (Φίλιππας, 2010).

### **Αξιολόγηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων, επενδύουν κυρίως (άνω του 65% του ενεργητικού τους) σε προϊόντα χρηματαγοράς τα οποία έχουν υψηλή ρευστότητα και δευτερεύοντος σε τίτλους σταθερού εισοδήματος. Με το νόμο 3283/2004 καταργήθηκε η δυνατότητα επένδυσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Διαχείρισης Διαθεσίμων σε μετοχές (Φίλιππας, 2010).

Ως προϊόντα Χρηματαγοράς Διαχείρισης Διαθεσίμων ορίζονται τα επενδυτικά προϊόντα, τα οποία έχουν χρονική διάρκεια έως ένα έτος. Τέτοιου είδους προϊόντα είναι τα έντοκα γραμμάτια, τα γeros, οι προθεσμιακές καταθέσεις και οι διατραπεζική αγορά δανεισμού και συναλλάγματος. Τα προϊόντα χρηματαγοράς θεωρούνται οι ασφαλέστερες επενδύσεις, καθώς προσφέρουν μια σταθερή και συνήθως εκ των προτέρων γνωστή απόδοση, ιδιαίτερα όταν η αγορά δεν παρουσιάζει διακυμάνσεις.

Γενικότερα, δεν αποδίδουν κεφαλαιακά κέρδη αλλά αποτελούν μια ελκυστική λύση συγκρινόμενα με τα τραπεζικά καταθετικά προϊόντα γιατί συνήθως προσφέρουν υψηλότερες αποδόσεις και μεγαλύτερη ρευστότητα. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων (Money Market Funds) απευθύνονται κυρίως σε ιδιαίτερα συντηρητικούς επενδυτές που επιθυμούν υψηλή σταθερότητα κεφαλαίου, ικανοποιητική εισοδηματική απόδοση και άμεση ρευστότητα καθώς επίσης και σε επενδυτές με βραχυχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα (Μυλωνάς, 1999).

Οι κυριότεροι κίνδυνοι ενός χαρτοφυλακίου είναι:

- Κίνδυνος αγοράς:

Είναι ο κίνδυνος υποχωρήσεως του επιπέδου των τιμών της αγοράς, συνολικά ή ορισμένης κατηγορίας στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και ο επακόλουθος επηρεασμός της τιμής των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου.

- Πιστωτικός κίνδυνος:

Είναι ο κίνδυνος αδυναμίας εκπληρώσεως υποχρεώσεων εκ μέρους ενός εκδότη κινητών αξιών ή ενός αντισυμβαλλόμενου κατά τη διενέργεια των συναλλαγών.

- Κίνδυνος διακανονισμού:

Είναι ο κίνδυνος να μην ολοκληρωθεί ομαλά ο διακανονισμός συναλλαγών επί χρηματοπιστωτικών μέσων, ειδικά εάν ο 19 αντισυμβαλλόμενος δεν καταβάλει χρήματα ή δε παραδίδει τίτλους έγκαιρα σε εκπλήρωση των υποχρεώσεων του.

➤ Κίνδυνος ρευστότητας:

Είναι ο κίνδυνος αδυναμίας ρευστοποίησης στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου έγκαιρα και σε εύλογη τιμή.

➤ Συναλλαγματικός κίνδυνος:

Είναι ο κίνδυνος ο οποίος προέρχεται από το διαφορετικό είδος νομίσματος που μπορεί να το κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο να επενδύει.

➤ Κίνδυνος Θεματοφυλακής:

Είναι ο κίνδυνος απώλειας στοιχείων του ενεργητικού λόγω πράξεων ή παραλήψεων ή αφερεγγυότητας του θεματοφύλακα.

➤ Κίνδυνος Διασποράς:

Είναι ο κίνδυνος που απορρέει από την περιορισμένη διασπορά των στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

➤ Κίνδυνος Αποδόσεως:

Σχετίζεται με τη διακύμανση της απόδοσης των στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

➤ Κίνδυνος Πληθωρισμού:

Ο οποίος είναι ο κίνδυνος που σχετίζεται με τη μείωση της απόδοσης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε σταθερές τιμές λόγω της ανόδου του γενικού δείκτη τιμών του καταναλωτή.

➤ Κίνδυνος Κράτους:

Ο οποίος κίνδυνος σχετίζεται με το θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο του κράτους. (Φίλιππας, 2010)

## Αξιολόγηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων από την Morningstar

Παρακάτω παρατίθεται ο πίνακας επενδυτικής στρατηγικής της Morningstar (investment style box). Η μέθοδος αυτή αποτελεί μια εμπειρική εφαρμογή αξιολόγησης της επίδοσης των Αμοιβαίων κεφαλαίων. Πρόκειται για ένα πλέγμα που αποτελείται από 9 διαφορετικά τετράγωνα και το οποίο παρέχει μια γραφική απεικόνιση του επενδυτικού στυλ των Α/Κ. Ο συγκεκριμένος πίνακας επενδυτικής στρατηγικής χρησιμοποιείται για την κατάταξη των μετοχικών Α/Κ σύμφωνα με την κεφαλαιοποίηση των εταιρειών που περιέχονται στο χαρτοφυλάκιο των Α/Κ (κάθετος άξονας) καθώς και με το εάν οι μετοχές του χαρτοφυλακίου χαρακτηρίζονται ως αξίας (value) ή ανάπτυξης (growth) (οριζόντιος άξονας). Ο πίνακας επενδυτικής στρατηγικής, παρέχοντας μία εύκολη και κατανοητή γραφική απεικόνιση των χαρακτηριστικών των Α/Κ, επιτρέπει αξιόπιστες συγκρίσεις και κατασκευή χαρτοφυλακίων με βάση την πραγματική σύνθεση των Α/Κ, σε αντίθεση με υποθέσεις αναφορικά με τη σύνθεση των Α/Κ οι οποίες στηρίζονται, είτε στο όνομα του Α/Κ, είτε στον τρόπο με τον οποίο προωθείται το Α/Κ στο ευρύ κοινό. Επιπλέον, ο συγκεκριμένος πίνακας αποτελεί τη βάση για το σχηματισμό των διαφορετικών επενδυτικών κατηγοριών της Morningstar, καθώς και των δεικτών διάφορων αγορών που κατασκευάζει η εταιρεία.

Ο κάθετος άξονας του πίνακα καθορίζει τρεις διαφορετικές κατηγορίες μεγέθους, μεγάλης, μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης των εταιρειών στις οποίες επενδύει το Α/Κ. Από την άλλη πλευρά, ο οριζόντιος άξονας ορίζει τρεις διαφορετικές κατηγορίες επενδυτικού στυλ των μετοχών που περιέχονται αντίστοιχα στο χαρτοφυλάκιο του Α/Κ. Οι δύο στήλες χαρακτηρίζουν Α/Κ τα οποία επενδύουν κυρίως σε μετοχές αξίας (value) ή ανάπτυξης (growth) ενώ η μεσαία στήλη του επενδυτικού πίνακα απεικονίζει τα Α/Κ τα οποία περιέχουν ένα μείγμα (blend) μετοχών αξίας και ανάπτυξης ή εναλλακτικά περιέχουν, κυρίως μετοχές που δεν ανήκουν σε κάποια από τις προαναφερθείσες κατηγορίες (core style stocks). Γενικά, τα Α/Κ που τοποθετούνται αριστερά και πάνω στον επενδυτικό πίνακα (μεγάλης κεφαλαιοποίησης και αξίας) εμφανίζουν συνήθως τη μικρότερη μεταβλητότητα, ενώ εκείνα που επιλέγουν μετοχές εταιρειών ανάπτυξης και μικρής κεφαλαιοποίησης θεωρούνται τα πιο επικίνδυνα Α/Κ. (Φίλιππας, 2010)

			Large
			Medium
			Small
Value	Blend	Growth	

## Μέθοδοι Αξιολόγησης Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Η αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων αντικατοπτρίζει την ικανότητα των εκάστοτε διαχειριστών στη λήψη των αποφάσεων τους αλλά και στη σύνθεση εκείνου του χαρτοφυλακίου που θα είναι εις θέση να ανταποκρίνεται επιτυχώς στις δυναμικές αλλαγές που συνεπάγεται το οικονομικό περιβάλλον. Με γνώμονα τη κατεύθυνση αυτή, η αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων λαμβάνει δύο διαστάσεις αυτή της απόδοσης και του κινδύνου. Κατά τους Markowitz (1952-59) και Sharpe (1963-64) οι επενδυτές πρέπει να λαμβάνουν υπόψη και τις δύο αυτές διαστάσεις κατά τη διαδικασία αξιολόγησης των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Η έννοια της αποδοτικότητας είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με αυτή της απόδοσης, η οποία στη περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων μετράτε σε σχέση με την απόδοση ανάλογων δεικτών και αμοιβαίων κεφαλαίων που βρίσκονται στην ίδια κατηγορία. Πέρα όμως από τη μέτρηση της αποδοτικότητας, η εκτίμηση του κινδύνου είναι εξίσου σημαντική, καθώς ο επενδυτής πρέπει να γνωρίζει εάν ο κίνδυνος που είναι διατεθειμένος να αναλάβει συνάδει με το κίνδυνο που ενέχει το αμοιβαίο κεφάλαιο που τελικά θα επιλέξει για την επένδυση των κεφαλαίων του.

Όσο αφορά το κίνδυνο των αμοιβαίων κεφαλαίων, κατά τη διεθνή βιβλιογραφία, χρησιμοποιούνται δύο μέτρα επικινδυνότητας αυτό του συνολικού κινδύνου ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, ο οποίος υπολογίζεται από τη διακύμανση των αποδόσεων του ή από τη τυπική απόκλιση, καθώς και ο συστηματικός κίνδυνος του αμοιβαίου κεφαλαίου, ο οποίος μετρά ένα τμήμα της συνολικής μεταβλητότητας του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Ο υπολογισμός του συστηματικού ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι υψίστης σημασίας για τους επενδυτές καθώς τους δίδει τη δυνατότητα να κατανοήσουν τη σχέση κινδύνου – απόδοσης στην αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων, να αξιολογήσουν τα αμοιβαία κεφάλαια αλλά και να επιλέξουν το πιο αποτελεσματικό αμοιβαίο κεφάλαιο ανάλογα με το επενδυτικό προφίλ που θέλουν να υιοθετήσουν.

Ο ρόλος του συντελεστή beta στην σύγχρονη μέτρηση επενδυτικού κινδύνου Η σύγχρονη μέτρηση επενδυτικού κινδύνου στηρίζεται πάνω σε δύο βασικούς άξονες. Ο πρώτος είναι ότι, με τον κίνδυνο, οι περισσότεροι επενδυτές εννοούν την πιθανότητα απώλειας κεφαλαίου, μέσω μιας καθοδικής κίνησης της τιμής της μετοχής. Όσο μεγαλύτερη είναι η μεταβλητότητα της τιμής μιας μετοχής, τόσο μεγαλύτερη είναι αυτή η πιθανότητα, άρα τόσο πιο «επικίνδυνη» είναι η μετοχή.

Μπορούμε να ποσοτικοποιήσουμε τον κίνδυνο κάθε μετοχής, μετρώντας την τυπική απόκλιση των αποδόσεων της. Οι τιμές της τυπικής απόκλισης είναι χρήσιμες με δύο σημαντικούς τρόπους: Πρώτον, μπορούμε με μια ματιά να πούμε σε ποιο σημείο του «φάσματος του

*επενδυτικού κινδύνου»* βρίσκεται η μετοχή. Όσο μεγαλύτερη είναι η τυπική απόκλιση, τόσο πιο *«επικίνδυνη»* είναι η μετοχή.

Δεύτερον, η τυπική απόκλιση είναι μια απευθείας μέτρηση του κινδύνου διόρθωσης της τιμής της μετοχής προς τα κάτω. Κάθε έξι χρόνια, πρέπει να περιμένουμε ότι η απόδοση μιας μετοχής (μερισματική και κεφαλαιακή απόδοση) θα υπολείπεται της μέσης απόδοσής της (της προσδοκώμενης απόδοσής της) τουλάχιστον κατά το ποσό που αντιστοιχεί στην τυπική απόκλισή της. Με άλλα λόγια, μια φορά κάθε έξι χρόνια, η ίδια μετοχή θα αποδίδει περισσότερο από την μέση απόδοσή της, κατά ποσό τουλάχιστον ίσο με την τυπική απόκλιση των αποδόσεών της.

Περνώντας, τώρα, στον δεύτερο άξονα, αυτός έχει να κάνει με την διάκριση της τυπικής απόκλισης σε δύο μέρη: τον συστηματικό κίνδυνο και τον μη συστηματικό κίνδυνο. Ο συστηματικός κίνδυνος σχετίζεται με τις κινήσεις της αγοράς στο σύνολο της, ενώ ο μη συστηματικός κίνδυνος αφορά μια συγκεκριμένη μετοχή και ίσως τις συγγενικές μετοχές (του ίδιου κλάδου δηλαδή). Αναφορικά με τον συστηματικό κίνδυνο, οι μετοχές ανταποκρίνονται σε κάποιο βαθμό στις κινήσεις της αγοράς.

Ο συντελεστής beta μετράει την ευαισθησία της τιμής της μετοχής στις κινήσεις της αγοράς. Για παράδειγμα, μια μετοχή με συντελεστή 1,5 θα μεταβάλλει την τιμή της κατά μέσο όρο 1,5% για κάθε 1% μεταβολή του χρηματιστηριακού δείκτη. Ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο με τέτοιες μετοχές θα είχε 1,5 φορές μεγαλύτερη μεταβλητότητα από αυτήν του χρηματιστηριακού δείκτη. Κατά συνέπεια, θα ήταν περισσότερο επιθετικό αποδίδοντας πολύ καλά σε ανοδικές φάσεις της αγοράς, από την άλλη όμως δημιουργώντας σημαντικές ζημίες στις καθοδικές φάσεις της αγοράς.

Αντίστροφα, ένα χαρτοφυλάκιο με συντελεστή 0,5 θα μεταβάλλει την αξία του κατά μέσο όρο 0,5% για κάθε 1% μεταβολή του χρηματιστηριακού δείκτη. Ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο με τέτοιες μετοχές θα είχε 0,5 φορές την μεταβλητότητα του χρηματιστηριακού δείκτη. Θα ήταν αμυντικό αποδίδοντας λιγότερο από τον χρηματιστηριακό δείκτη σε ανοδικές φάσεις της αγοράς, από την άλλη όμως, περιορίζοντας τις ζημίες σε καθοδικές φάσεις. Τέλος, όπως γίνεται κατανοητό, μια μετοχή με συντελεστή ίσο με 1 κατά μέσο όρο θα κινείται όπως η αγορά. (Χαράμης, 1998:19)

Ο μη συστηματικός κίνδυνος είναι το δεύτερο από τα δύο συστατικά της μεταβλητότητας. Ενώ στον συστηματικό κίνδυνο, είδαμε ότι η μεταβλητότητα της μετοχής εξαρτιόνταν από έναν γενικότερο παράγοντα, αυτόν την αγοράς, στον μη συστηματικό κίνδυνο υπάρχουν πιο ειδικοί παράγοντες που την επηρεάζουν. Για παράδειγμα, μια επιτυχημένη εξαγορά άλλης εταιρείας, η ανακοίνωση σημαντικής αύξησης της κερδοφορίας της, η επίτευξη σημαντικής στρατηγικής



συνεργασίας, η είσοδος σε καινούργιες αγορές του εσωτερικού ή του εξωτερικού, η αποτελεσματικότητα της διοίκησης της επιχείρησης, είναι λόγοι που γενικά ευνοούν την άνοδο της τιμής.

Όπως και η τυπική απόκλιση, έτσι και ο μη συστηματικός κίνδυνος μετριέται ως ετήσια ποσοστιαία μεταβολή (απόδοση θετική ή αρνητική). Όσο μεγαλύτερη είναι αυτή η τιμή τόσο μεγαλύτερος είναι και ο μη συστηματικός κίνδυνος. Μέχρι στιγμής, το εύρος των τιμών για τον μη συστηματικό κίνδυνο στο ελληνικό χρηματιστήριο είναι από 100% έως 25%. Αυτές οι τιμές εκφράζουν την ποσοστιαία μεταβλητότητα που δεν οφείλεται στις μεταβολές του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου. Με άλλα λόγια, ακόμα και αν η αγορά παραμένει στατική, η απόδοση μιας μετοχής μπορεί να είναι μικρότερη κατά μέγεθος του μη συστηματικού κινδύνου, με συχνότητα μια φορά τα έξι χρόνια.

### **Υπολογισμός του συντελεστή β**

Ο συντελεστής β είναι η κλίση στην εξίσωση της γραμμικής παλινδρόμησης μεταξύ των αποδόσεων της μετοχής και των αποδόσεων της αγοράς, δηλαδή του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. ή του τον FTSE/ATHEX Large Cap, που προκύπτει χρησιμοποιώντας ιστορικά δεδομένα και ονομάζεται εκτιμώμενο ή ιστορικό β. Αυτή η τιμή διαφέρει από τους συντελεστές που δίνονται ως προβλέψεις συνήθως έναντι αντιτίμου, από εμπορικές εταιρείες ή εκπαιδευτικά ιδρύματα (κυρίως στο εξωτερικό). Έχει παρατηρηθεί ότι την περίοδο που κάνουμε μια πρόβλεψη, ο συντελεστής β είναι πιο κοντά στην μονάδα σε σχέση με τον ιστορικό β. Αυτό συμβαίνει γιατί ο ιστορικός συντελεστής β είναι μόνο μια εκτίμηση. Ο ιστορικός συντελεστής β που υπολογίζεται για μια μετοχή, είναι εν μέρει, μια συνάρτηση του πραγματικού υποκειμένου (αλλά άγνωστου) συντελεστή β και εν μέρει, του σφάλματος δειγματοληψίας. Εάν εκτιμήσουμε μια πολύ υψηλή τιμή για τον συντελεστή β, έχουμε αυξημένη πιθανότητα ότι έχουμε θετικό σφάλμα δειγματοληψίας, ενώ αν εκτιμήσουμε μια πολύ χαμηλή τιμή, έχουμε αυξημένη πιθανότητα ότι έχουμε αρνητικό σφάλμα δειγματοληψίας. (Χαράμης, 1998:21)

### **Απόδοση Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Εάν το μερίδιο αγοράστηκε τη χρονική στιγμή t (αρχή του χρόνου) και πωλήθηκε τη χρονική στιγμή t+1 (τέλος του χρόνου), η καθαρή απόδοση (R) υπολογίζεται ως εξής :

$$R_{t+1} = \frac{KT_{t+1} - KT_t + M_{t+1} - P\Delta_t - PE_{t+1}}{KT_t + P\Delta_t}$$

Όπου:

$R_{t+1}$  = η καθαρή απόδοση στο τέλος του έτους

$KT_{t+1}$  = η καθαρή τιμή στο τέλος του έτους

$KT_t$  = η καθαρή τιμή στην αρχή του έτους

$M_{t+1}$  = το ποσό του μερίσματος στο τέλος του έτους

$\Pi\Delta_t$  = το ποσό της προμήθειας διάθεσης στην αρχή του έτους

$\Pi E_{t+1}$  = το ποσό του μερίσματος στο τέλος του έτους

Ή

$$R_{t+1} = (TE_{t+1} - T\Delta_t + M_{t+1})/T\Delta_t$$

Όπου:

$TE_{t+1}$  = η τιμή εξαγοράς στο τέλος του έτους

$T\Delta_t$  = η τιμή διάθεση στην αρχή του έτους

Η παραπάνω σχέση συχνά εμφανίζεται χωρίς την προσθήκη του ποσού των μερισμάτων ( $M_{t+1}$ ), καθώς γίνεται η υπόθεση ότι τα μερίδια επανεπενδύονται.

Η μέση μηνιαία απόδοση κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου υπολογίζεται από την ακόλουθη σχέση:

$$\overline{R}_{jt} = \frac{\sum R_{jt}}{N}$$

Όπου:

$R_{jt}$  = η μηνιαία απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου j τη χρονική περίοδο t

N = ο αριθμός των μηνιαίων αποδόσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου j

## Κίνδυνος Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Για τον υπολογισμό του κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου υπάρχουν διάφοροι μέθοδοι, οι οποίοι εκτιμούν το επίπεδο του κινδύνου διάφορων επενδύσεων.

### Τυπική Απόκλιση

Η τυπική απόκλιση δίδεται από το παρακάτω τύπο και μετρά την απόκλιση των αποδόσεων μίας επένδυσης γύρω από τη μέση απόδοση. Στοχεύει στην εύρεση της μεταβλητότητας μια επένδυσης σε απόλυτους όρους.

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum(R_{jt} - \bar{R}_{jt})^2}{N-1}}$$

Όπου:

$R_{jt}$  = η μέση απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου j

N = ο αριθμός των παρατηρήσεων

Όσο μεγαλύτερη είναι η τυπική απόκλιση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου τόσο μεγαλύτερος είναι και ο κίνδυνος που αναλαμβάνει ο επενδυτής. Στη περίπτωση όπου δύο αμοιβαία κεφάλαια παρουσιάζουν την ίδια μέση απόδοση αλλά έχουν διαφορετική τυπική απόκλιση επιλέγεται εκείνο το αμοιβαίο κεφάλαιο με τη μικρότερη τυπική απόκλιση.

Μέσω της τυπικής απόκλισης καθίσταται εύκολη η διεξαγωγή άμεσων συγκρίσεων μεταξύ εναλλακτικών επενδύσεων. Παρόλα αυτά, όπως και κάθε άλλη τεχνική μέτρησης παρουσιάζει και κάποια μειονεκτήματα. Πιο συγκεκριμένα, στην εξαιρετική περίπτωση όπου δύο επενδύσεις έχουν διαφορετική απόδοση, η τυπική απόκλιση γίνεται προβληματική. Στην περίπτωση αυτή γίνεται χρήση του συντελεστή μεταβλητότητας.

### Συντελεστής Μεταβλητότητας

Ο συντελεστής μεταβλητότητας δίδεται από το τύπο :

$$CV = \frac{\sigma}{\bar{R}_{jt}}$$

Όπου:

$R_{jt}$  = η μέση απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου j

$\sigma$  = η τυπική απόκλιση

Συμπεραίνεται λοιπόν ότι, ο συντελεστής μεταβλητότητας μετρά τον κίνδυνο ανά μονάδα απόδοσης. Όσο μεγαλύτερος είναι ο συντελεστής μεταβλητότητάς τόσο μεγαλύτερος ο κίνδυνος.

Συντελεστής Βήτα

Ο συντελεστής βήτα ( $\beta$ ) ο οποίος εκφράζει το συστηματικό κίνδυνο αποτελεί μέτρο κινδύνου για μεμονωμένα χρεόγραφα σε σχέση με το κίνδυνο της αγοράς. Ο συντελεστής  $\beta$  δίδεται από τη σχέση :

$$\beta = \frac{COV_{jm}}{\sigma_m^2}$$

Για ένα αμοιβαίο κεφάλαιο ο συντελεστής  $\beta$  εκφράζει τη διακύμανση της αξίας του κεφαλαίου σε σχέση με τον κίνδυνο της αγοράς. Όσο μεγαλύτερος είναι ο συντελεστής  $\beta$  για μία δεδομένη επένδυση, τόσο μεγαλύτερος είναι και ο κίνδυνος της επένδυσης αυτής.

## Σχέση Απόδοσης και Κινδύνου

Απόδοση και συνολικός κίνδυνος

Έχοντας υπολογίσει τη μέση απόδοση του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου την τυπική απόκλιση, μέσω παλινδρόμησης βρίσκουμε τη σχέση μεταξύ κινδύνου και απόδοσης:

$$\bar{R}_j = a + \gamma \sigma_j + e_j$$

Όπου:

$R_j$  = η μέση εβδομαδιαία απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου j

$\sigma_j$  = η τυπική απόκλιση του αμοιβαίου κεφαλαίου j

$a, \gamma$  = παράμετροι για υπολογισμό

$e_j$  = το σφάλμα της παλινδρόμησης

Η παράμετρος  $\gamma$  εκφράζει τη σχέση μεταξύ της μέσης απόδοσης  $R_j$  και της τυπικής απόκλισης  $\sigma_j$ :

- Αν το  $\gamma$  είναι θετικό ( $\gamma > 0$ ) η σχέση μεταξύ απόδοσης και κινδύνου είναι θετική. Δηλαδή, μεγαλύτερος κίνδυνος συνεπάγεται μεγαλύτερη απόδοση.
- Αν το  $\gamma$  είναι αρνητικό ( $\gamma < 0$ ) η σχέση μεταξύ κινδύνου και απόδοσης είναι αρνητική. Δηλαδή, όταν αυξάνεται ο κίνδυνος η απόδοση μειώνεται.

Απόδοση και συστηματικός κίνδυνος

Ο υπολογισμός του συστηματικού κινδύνου υπολογίζεται σύμφωνα με τη σχέση (3.6), δηλαδή με το συντελεστή  $\beta$ . Χρησιμοποιώντας ιστορικά στοιχεία ο υπολογισμός του  $\beta$  μπορεί να γίνει με το υπόδειγμα της αγοράς:

$$\bar{R}_j = a + \beta R_m + e_j$$

Όπου:

$R_j$  = η μέση απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου  $j$

$R_m$  = η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς (απόδοση Γενικού Δείκτη)

$a, \beta$  = παράμετροι για υπολογισμό

$e_j$  = το σφάλμα της παλινδρόμησης

Η παράμετρος  $\beta$  εκφράζει τη σχέση μεταξύ της μέσης απόδοσης  $R_j$  και της απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς  $R_m$ :

- Αν  $\beta > 1$  τότε οι μεταβολές του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι μεγαλύτερες από αυτές του Γενικού Δείκτη.
- Αν  $\beta < 1$  τότε οι μεταβολές του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι μικρότερες από αυτές του Γενικού Δείκτη.

## Μέθοδοι Μέτρησης της Επίδοσης ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου

- **Μέθοδος Treynor**

Η μέθοδος αυτή υποθέτει ότι τα χαρτοφυλάκια είναι διαφοροποιημένα και ο μόνος κίνδυνος που υπάρχει είναι ο συστηματικός:

$$T_j = \frac{R_j - RFR}{b_j}$$

Όπου:

$R_j$  = η μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου  $j$

$RFR$  = το ακίνδυνο επιτόκιο που μπορεί κανείς να κερδίσει επενδύοντας στα Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου

$b_j$  = το beta του χαρτοφυλακίου

Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης  $T_j$ , τόσο καλύτερο είναι το χαρτοφυλάκιο σε σχέση με άλλα χαρτοφυλάκια.

- **Μέθοδος Sharpe**

Η μέθοδος Sharpe λαμβάνει υπόψη πόσο καλή ήταν η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου κατά τη συγκεκριμένη περίοδο. Για την αξιολόγηση του χαρτοφυλακίου χρησιμοποιείται ο εξής τύπος:

$$S_j = \frac{R_j - RFR}{\sigma_j}$$

Όπου:

$R_j$  = η μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου  $j$

$RFR$  = το ακίνδυνο επιτόκιο που μπορεί κανείς να κερδίσει επενδύοντας στα Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου

$\sigma_j$  = η τυπική απόκλιση της απόδοσης

Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης  $S_j$ , τόσο καλύτερο είναι το χαρτοφυλάκιο σε σχέση με άλλα χαρτοφυλάκια.

➤ Σύγκριση των δεικτών Treynor και Sharpe

Η διαφορά μεταξύ των δύο δεικτών έγκειται στο τρόπο μέτρησης του κινδύνου του εκάστοτε εξεταζόμενου χαρτοφυλακίου. Έτσι, ο δείκτης Treynor λαμβάνει υπόψη του το συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου σε αντίθεση με το δείκτη Sharpe που λαμβάνει υπόψη του το συνολικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου.

Λόγω του ότι, οι δύο δείκτες χρησιμοποιούν διαφορετικές υποθέσεις αναφορικά με τη διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων, η σύγκριση των αποτελεσμάτων τους βασίζεται στις εξής δύο αρχές :

- Αν το χαρτοφυλάκιο είναι πλήρως διαφοροποιημένο οι δύο δείκτες θα δώσουν ίδια αποτελέσματα.
- Αν το χαρτοφυλάκιο δεν είναι πλήρως διαφοροποιημένο οι δύο δείκτες δεν θα δώσουν ίδια αποτελέσματα, με το δείκτη Treynor να προηγείται του δείκτη Sharpe. Σε αυτή τη περίπτωση η διαφορά που προκύπτει μεταξύ των δύο δεικτών είναι αποτέλεσμα ελλιπούς διαφοροποίησης.

Σύμφωνα με αυτά που έχουν αναφερθεί, η επιλογή του δείκτη για την αξιολόγηση του χαρτοφυλακίου εξαρτάται πάντα από το είδος του χαρτοφυλακίου που θέλουμε να αξιολογήσουμε. Πιο συγκεκριμένα, αν το χαρτοφυλάκιο που τίθεται προς αξιολόγηση αντιπροσωπεύει την συνολική επένδυση του επενδυτή τότε καταλληλότερος κρίνεται ο δείκτης Sharpe. Από την άλλη πλευρά εάν το χαρτοφυλάκιο που αξιολογούμε αντικατοπτρίζει ένα υποσύνολο ενός μεγάλου χαρτοφυλακίου τότε καταλληλότερος για την αξιολόγησή του είναι ο δείκτης Treynor.

- **Μέθοδος Jensen**

Η αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων με βάση τη μέθοδο Jensen (1968) βασίζεται στο υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων. Για την εκτίμηση του δείκτη γίνεται η υπόθεση ότι το επίπεδο κινδύνου που ενσωματώνει ένα χαρτοφυλάκιο είναι σταθερό στο χρόνο και δεν παίρνει υπόψη του την ικανότητα συγχρονισμού των διαχειριστών.

Στόχος της εν λόγω μεθόδου είναι ο προσδιορισμός ενός αξιόπιστου αμοιβαίου κεφαλαίου. Έτσι, κατά τη διαδικασία αξιολόγησης του αμοιβαίου κεφαλαίου λαμβάνονται υπόψη ιστορικές του μακροοικονομικού περιβάλλοντος.

Για την αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων με το συγκεκριμένο δείκτη, πραγματοποιείται η ακόλουθη παλινδρόμηση:

$$R_{jt} - RFR_t = a_j + b_j(R_{mt} - RFR_t) + u_{jt}$$

Όπου:

$R_{jt}$  = η μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου  $j$  για τη χρονική περίοδο  $t$

$RFR_t$  = το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο τη χρονική περίοδο  $t$

$R_{mt}$  = η μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς

$b_j$  = το βήτα του χαρτοφυλακίου  $j$

$a_j$  = είναι ο συντελεστής της εκτίμησής του οποίου γίνεται μέσω της παλινδρόμησης και εκφράζει το δείκτη Jensen

$u_{jt}$  = το τυχαίο λάθος.

Στη συνέχεια η συγκεκριμένη προσέγγιση απαιτεί να εξεταστεί η αξία του άλφα, έτσι έχουμε τις εξής υποθέσεις:

- Αν  $a_j$  θετικό και στατιστικά σημαντικό, η απόδοση του χαρτοφυλακίου είναι μεγαλύτερη του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Άρα, ο διαχειριστής πέτυχε καλύτερη απόδοση από αυτή που ανέμενε με βάση το συστηματικό κίνδυνο που ανέλαβε.
- Αν  $a_j$  αρνητικό και στατιστικά σημαντικό, η απόδοση του χαρτοφυλακίου είναι μικρότερη από αυτή της αγοράς. Ο διαχειριστής ασκεί αποτυχημένη διαχείριση.
- Αν  $a_j$  δεν είναι στατιστικά σημαντικό (όταν  $a_j=0$ ), η απόδοση του χαρτοφυλακίου με αυτή της αγοράς είναι ίδια.



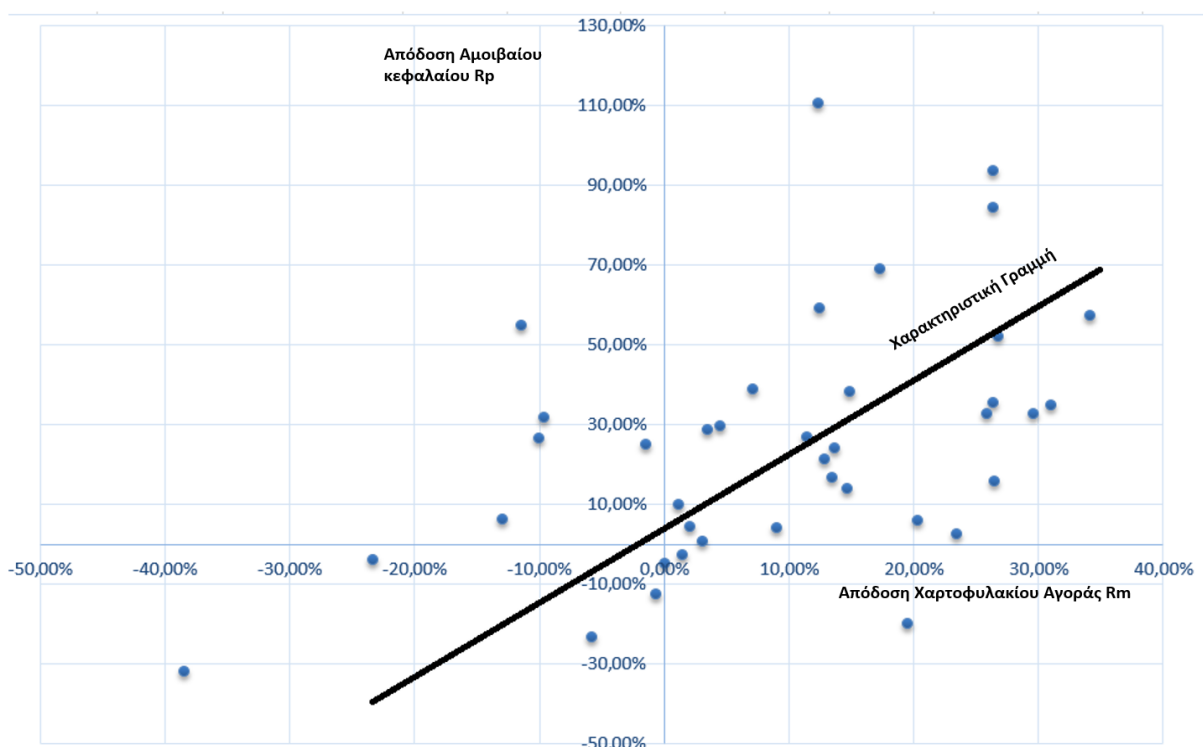
- **Μεθοδος του Treynor and Mazuy**

Ένας ικανοποιητικός τρόπος μέτρησης της ικανότητας του συγχρονισμού ενός διαχειριστή, είναι η απευθείας σύγκριση των αποδόσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου που διαχειρίζεται με τις αποδόσεις του σχετικού χαρτοφυλακίου της αγοράς (benchmark). Μέσω του υποδείγματος που δημιούργησαν, ο διαχειριστής του Α/Κ έχει την ικανότητα να προβλέπει με ακρίβεια όλες τις μεταβολές στις κινήσεις της χρηματιστηριακής αγοράς.

Όσες φορές ο διαχειριστής προβλέπει σωστά τις ανοδικές αγορές, επιλέγει την κατάλληλη σύνθεση υψηλής επικινδυνότητας, ενώ όταν ο διαχειριστής προβλέπει σωστά τις πτωτικές αγορές, προτιμάει σύνθεση στο χαρτοφυλάκιο του και κατ' επέκταση στο ΑΚ του λιγότερο επικίνδυνη.

Για τον λόγο αυτό οι Treynor και Mazuy (1966) παρουσίασαν διαγραμματικά τον τρόπο που μεταβάλλεται η χαρακτηριστική γραμμή του ΑΚ ανάλογα με την σύνθεσή του. Εάν ο διαχειριστής δε μεταβάλλει την επικινδυνότητα του χαρτοφυλακίου του είτε στις ανοδικές, είτε στις καθοδικές αγορές, τότε η κλίση της γραμμής είναι σταθερή για όλη την εξεταζόμενη περίοδο και η χαρακτηριστική γραμμή είναι ευθεία. (Διάγραμμα 1)

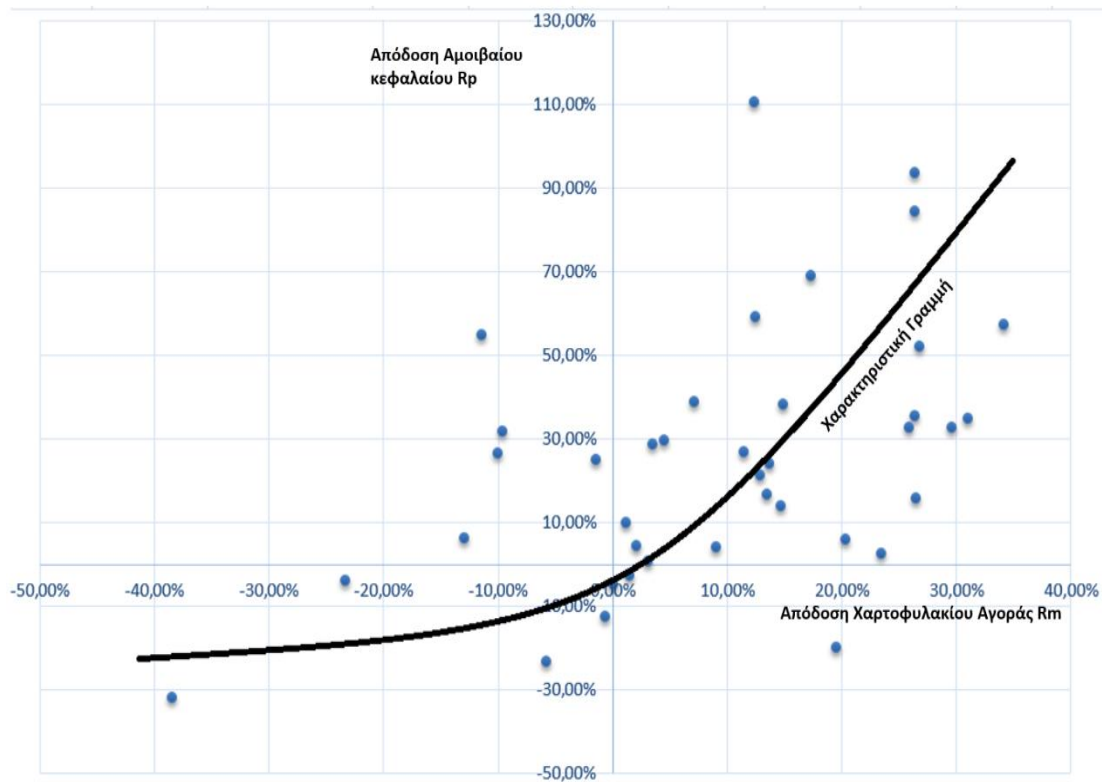
**Διάγραμμα 1:** Η κλίση της γραμμής του ΑΚ είναι ευθεία.



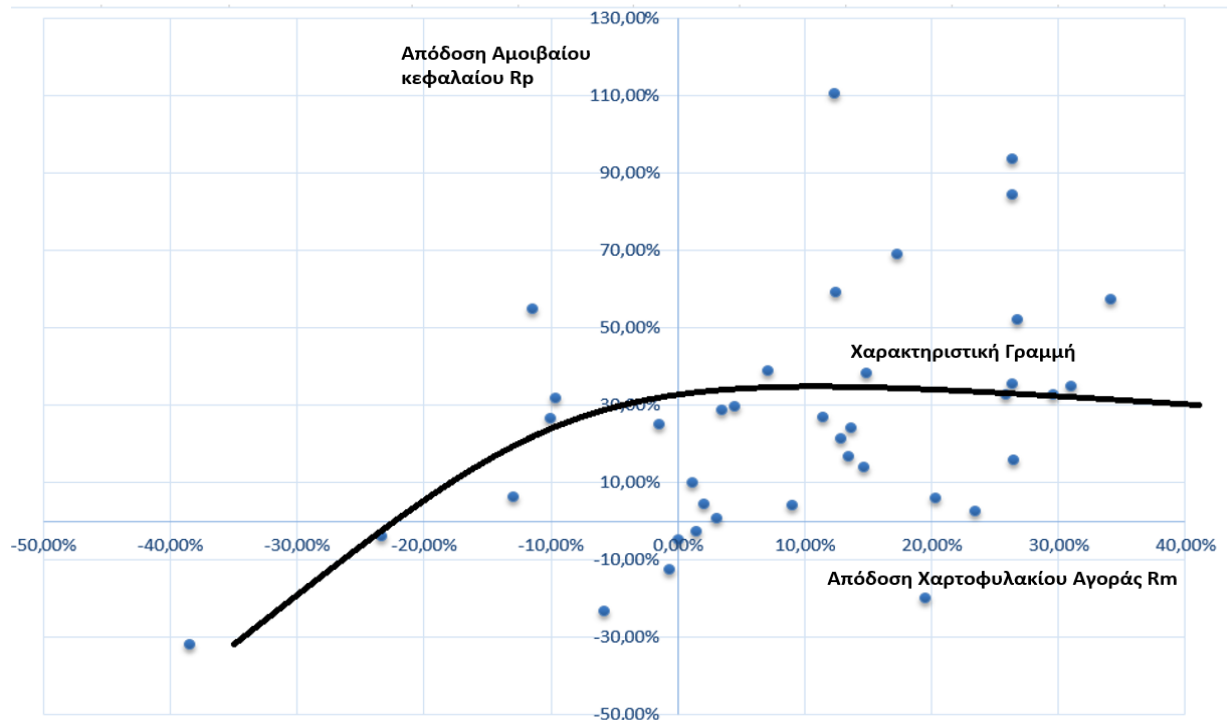
Όμως είναι πιθανό όπως οι προβλέψεις του διαχειριστή να μην είναι πάντα τέλειες. Στην περίπτωση αυτή, η επίδοση του Α/Κ αγγίζει τις λανθασμένες προβλέψεις. Για τον λόγο αυτό επειδή κανένας διαχειριστής δεν μπορεί να έχει συνεχώς άριστες προβλέψεις, μπορούμε να αποδεχτούμε ότι ένας διαχειριστής θα είναι αποτελεσματικός και χρήσιμος στους μεριδιούχους του εάν οι προβλέψεις του αναφορικά με τις κινήσεις της αγοράς είναι στην πλειοψηφία τους σωστές. Τότε η χαρακτηριστική γραμμή δε θα είναι πλέον ευθεία,

αλλά καμπύλη. Ο βαθμός καμπυλότητας εξαρτάται από το βαθμό προσαρμογής της επικινδυνότητας του χαρτοφυλακίου ανάλογα με τις προβλέψεις για την πορεία της αγοράς, οι οποίες δεν είναι απαραίτητο να είναι όλες προς τη σωστή κατεύθυνση. ( Διάγραμμα 2 και Διάγραμμα 3)

**Διάγραμμα 2 :**Όταν ο διαχειριστής κάνει καλές προβλέψεις στην σύνθεση του ΑΚ του



**Διάγραμμα 3: Όταν ο διαχειριστής δεν κάνει καλές προβλέψεις στην σύνθεση του ΑΚ ΤΟΥ**



Η προσέγγιση των Treynor και Mazuy για τον έλεγχο της ύπαρξης ή μη της καμπύλης βασίστηκε στην εκτίμηση της ακόλουθης δευτεροβάθμιας σχέσης:

$$R_{pt} - R_{ft} = a_p + b_p (R_{mt} - R_{ft}) + c_p (R_{mt} - R_{ft})^2 + \varepsilon_{pt}$$

$R_{pt}$  είναι η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου κατά τη χρονική περίοδο  $t$ ,

$R_{mt}$  είναι η απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς κατά τη χρονική περίοδο  $t$ ,

$R_{ft}$  είναι η απόδοση της επένδυσης μηδενικού κινδύνου κατά τη χρονική περίοδο  $t$ ,

$\varepsilon_{pt}$  είναι μία τυχαία μεταβλητή (σφάλμα) και

$a_p$ ,  $b_p$  και  $c_p$  είναι παράμετροι που πρόκειται να εκτιμηθούν από το υπόδειγμα

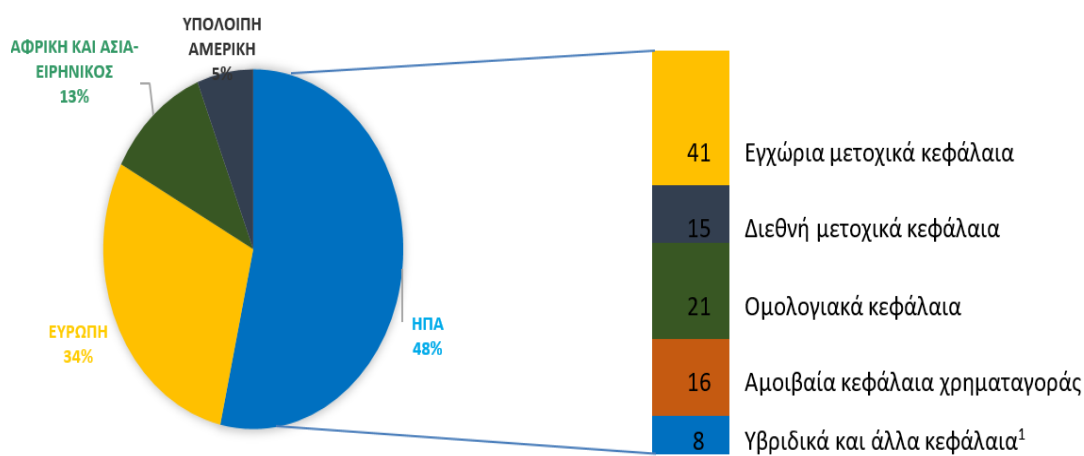
## Κεφάλαιο 3<sup>ο</sup>

### Αμοιβαία Κεφάλαια και Ελληνική Πραγματικότητα

#### Η παγκόσμια διάρθρωση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και η σύγκριση της με την Ελληνική

Με βάση τα στοιχεία της Investment Company Institute και της International Investment Funds Association διαπιστώνουμε πως η Αμερική διαθέτει την μεγαλύτερη αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων και ETFs στον κόσμο κατέχοντας το 48% με στοιχεία του 2015. Στη συνέχεια βρίσκεται η Ευρώπη με 34% ενώ ακολουθεί η Αφρική και η Ασία-Ειρηνικός με 13%. Επίσης, το ποσοστό που κατέχει η υπόλοιπη Αμερική στις αγορές αμοιβαίων κεφαλαίων και ETFs είναι μόλις το 5%. Τέλος, το συνολικό ενεργητικό των ρυθμιζόμενων ανοικτού τύπου Α/Κ παγκοσμίως ανέρχεται σε 33,4 τρισεκατομμύρια δολάρια.

Πίνακας 2: Το συνολικό καθαρό ενεργητικό των Α/Κ παγκοσμίως, 2015



Συνολικό ενεργητικό των ρυθμιζόμενων ανοικτού τύπου κεφαλαίων παγκοσμίως

\$37,2 τρις.

Συνολικό ενεργητικό των Α/Κ και ETFs των ΗΠΑ

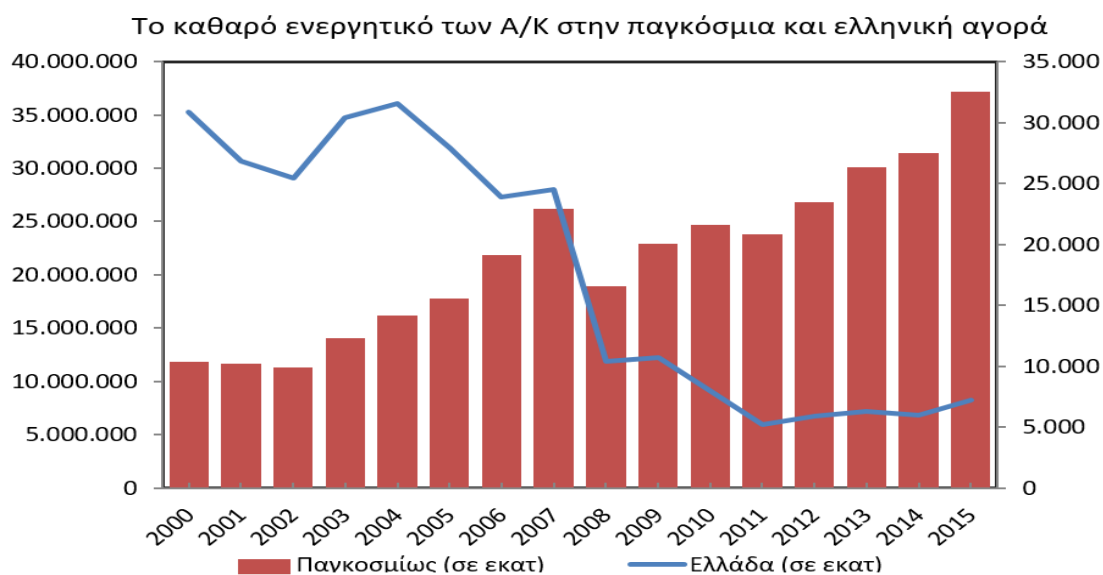
\$17,8 τρις.

Πηγή: Investment Company Institute

Επίσης παρατηρώντας την πορεία του καθαρού ενεργητικού Α/Κ στην ελληνική αγορά ότι το 2000 το καθαρό ενεργητικό στην παγκόσμια αγορά ήταν 11,87 τρις. ενώ στην ελληνική αγορά ήταν 30,9 δις. Η πορεία του καθαρού ενεργητικού από το 2000 έως το 2015 δε μπορεί να χαρακτηριστεί σταθερή καθώς υπήρχαν πτωτικές τάσεις και ανοδικές. Η μέγιστη τιμή που είχε το καθαρό ενεργητικό στην παγκόσμια αγορά ήταν 37,2 τρις. Την χρονιά στο τέλος του 2015

ενώ η μικρότερη ήταν 11,32 τρις. Το τέλος του 2002. Όσον αφορά τα Ελληνικά δεδομένα το καθαρό ενεργητικό έλαβε την υψηλότερη τιμή το 2004 με 31,6 δις. και τη χαμηλότερη τιμή το 2011 με 5,2δις. Το 2015 το ενεργητικό στην εγχώρια αγορά ήταν μόνο 7,2 δις

Πίνακας 3: Το καθαρό ενεργητικό των Α/Κ παγκοσμίως συγκριτικά με την Ελλάδα, 2015

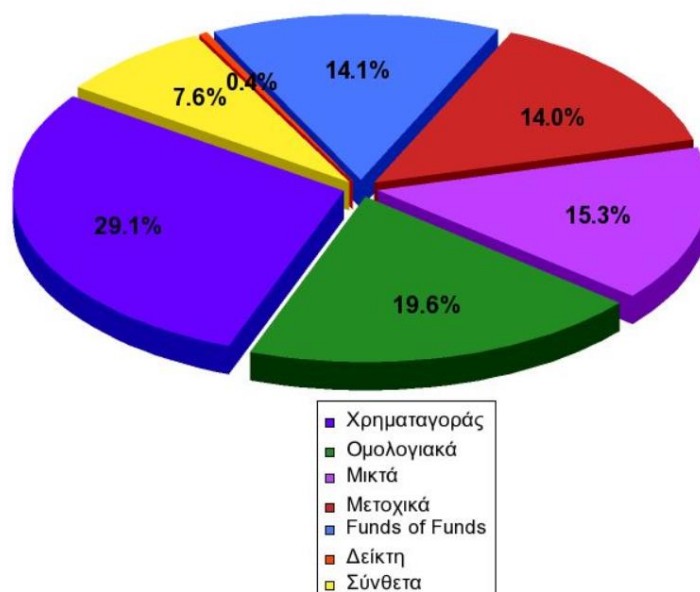


Πηγή: ΕΘΕ, Statista

### Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελληνική Αγορά

Σύμφωνα με την ετήσια έκθεση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του Διοικητή της Ελλάδος για το 2015 στην Ελλάδα, ο συνολικός αριθμός των ΑΕΔΑΚ στην χώρα μας είναι 14. Ο συνολικός αριθμός των υπό διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων είναι 270. Η διάρθρωση του ενεργητικού των Α/Κ στο τέλος του 4<sup>ου</sup> τριμήνου του 2015 είναι 29,1% τα Α/Κ χρηματαγοράς, 19,6% τα Ομολογιακά Α/Κ, 15,3% τα Μικτά Α/Κ, 14,9% τα Μετοχικά Α/Κ, 14,1% τα Funds Of Funds 0,4% τα Δεικτοποιημένα και 7,6% τα Σύνθετα.

Ενεργητικά Α/Κ ανά Κατηγορία την 31/12/2015  
Συνολικό Ενεργητικό 7.2 δισ. ευρώ



## Ενεργητικό Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα

Το καθαρό ενεργητικό των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων στις 31/12/2015 είναι ίσο με 7,2 δισ. € το οποίο αντιστοιχεί στο 0,4% της ευρωπαϊκής αγοράς ενώ έχει παρουσιάσει κάμψη της τάξης του 14,5% σε σχέση με το περασμένο έτος, έναντι αύξησης 10,5% της συνολικής αξίας του ενεργητικού των ευρωπαϊκών αμοιβαίων κεφαλαίων. Αυτή η μείωση του καθαρού ενεργητικού των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων οφείλεται κυρίως στην συρρίκνωση κατά 7,36 δισ € της αξίας του ενεργητικού των ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων, εξαιτίας της ανόδου των βασικών επιτοκίων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας που επηρέασε αρνητικά τις τιμές των ομολόγων.

Αντίθετα, η αύξηση της αξίας του ενεργητικού των ευρωπαϊκών αμοιβαίων κεφαλαίων οφείλεται κυρίως στην αύξηση της αξίας του ενεργητικού των funds of funds και των μικτών αμοιβαίων κεφαλαίων. Για το 2008 στην Ελλάδα, τα ετήσια στοιχεία ανά κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων έχουν ως εξής: η αξία του ενεργητικού των μετοχικών α/κ σημείωσε αύξηση κατά 5,96%, η οποία οφείλεται στην άνοδο των μετοχικών αποτιμήσεων. Η αξία του ενεργητικού των μικτών α/κ κατά το περασμένο έτος σημείωσε μείωση κατά 22,25%, οφειλόμενη κυρίως στην εκροή κεφαλαίων.

Η αξία ενεργητικού των α/κ διαχείρισης διαθεσίμων εξωτερικού αυξήθηκε κατά 97,26%, ενώ για αυτά του εσωτερικού υπήρχε μείωση της τάξεως του 47,16%. Η αξία του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων που επενδύουν σε άλλα αμοιβαία κεφάλαια (funds of funds) σημείωσε

ιδιαίτερη αύξηση κατά 264,47%, οφειλόμενη κυρίως σε σημαντικές εισροές κεφαλαίων με μεγαλύτερη αυτή των μικτών funds of funds.

### **Διάρθρωση ελληνικής αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Το 2008, η διάρθρωση της ελληνικής αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσίασε τις ακόλουθες αλλαγές: το μερίδιο αγοράς των ομολογιακών α/κ μειώθηκε στο 26% έναντι 48,59% το 2007, ενώ το μερίδιο αγοράς των επιμέρους κατηγοριών ομολογιακών α/κ δεν εμφάνισε σημαντικές μεταβολές σε σχέση με το 2007. Το μερίδιο αγοράς των funds of funds αυξήθηκε στο 12,37% έναντι 2,9% το 2007. Ομοίως, το μερίδιο αγοράς των μετοχικών α/κ αυξήθηκε στο 26,56% έναντι 21,45% το 2007. Το μερίδιο αγοράς των μικτών α/κ ήταν 10,42% στο τέλος του 2008 έναντι 9,39% του 2007, ενώ το μερίδιο αγοράς των α/κ διαχείρισης διαθεσίμων αυξήθηκε στο 24,65% έναντι 17,67% το 2007.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια ρυθμίζονταν στην χώρα μας από τα άρθρα 10-29 του Νόμου 680/1970 περί Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Στη συνέχεια ψηφίστηκε ο Νόμος 1969/1991 και αργότερα ίσχυσε η τροποποίηση του τελευταίου με τον 3283/2004.

Συνοπτικά τα κυριότερα σημεία της νομοθεσίας:

- Σχηματίζεται με εισφορές αποταμιευτών Αμοιβαίο Κεφάλαιο και συνίσταται μια Ελληνική Ανώνυμη Εταιρία για την διαχείριση του.
- Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι σύνολο Ενεργητικού (περιουσία) που αποτελείται από μετρητά, μετοχές και χρεόγραφα εσωτερικού και εξωτερικού.
- Το παραπάνω Ενεργητικό ανήκει εξ αδιαίρετου σε πολλά πρόσωπα ανάλογα με την συμμετοχή του ο καθένας.
- Τα μερίδια συμμετοχής στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο εκφράζονται με τίτλους και οι κάτοχοι τους μεριδιούχοι. Κάθε μεριδιούχος δεν είναι μέτοχος ή δανειστής αλλά συγκύριος στην περιουσία που σχηματίστηκε.
- Για την εξασφάλιση των μεριδιούχων το Ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου κατατίθεται υποχρεωτικά για φύλαξη σε μια από τις νόμιμα λειτουργούσες τράπεζες στην χώρα που αναλαμβάνει τον ρόλο του θεματοφύλακα. (Φίλιππας, 2010)

## Κεφάλαιο 4<sup>ο</sup>

### Εμπειρική ανάλυση

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο θα αναλυθεί ξεχωριστά η αξιολόγηση των 19 μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων που διατηρήθηκαν μετά την κρίση του 2008. Πιο συγκεκριμένα, από για τις περιόδους 31/1/2008 έως τις 31/8/2016. Επιπρόσθετα, γίνεται σύγκριση των εν λόγω αμοιβαίων κεφαλαίων με τον χρηματιστηριακό δείκτη Γενικός δείκτης Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΧΑ) και τον FTSE/ATHEX Large Cap.

Στον πίνακα 1 που ακολουθεί συλλέχτηκαν και ταξινομήθηκαν στοιχεία για το σύνολο του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων και εξετάζουμε.

**Πίνακας 1: Το Συνολικό Ενεργητικό Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων 31/8/2016**

Αμοιβαία Κεφάλαια	Συνολικό Ενεργητικό Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων 31/8/2016
1. ΔΗΛΟΣ (BlueChips Μετοχικό Εσωτ.)	48.645.166
2. ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού	41.542.734
3. ALPHA TRUST Hellenic Equity Fund	41.147.939
14. INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	40.140.597
5. 3Κ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	37.491.022
6. ΕΡΜΗΣ Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικού	32.170.182
7. ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Ελληνικό Μετοχικό	31.218.094
8. TRITON Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	24.087.440
9. ALPHA BlueChips Ελληνικό Μετοχικό	19.771.266
10. MetlifeAlico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	18.476.757
11. EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού	17.057.493
12. INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	14.953.011
13. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	12.616.461
14. CPB Ελληνικό Μετοχικό	12.314.544
15. ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	6.520.613
16. ΑΤΤΙΚΑ Μετοχικό Εσωτερικού	6.004.122



17. ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	5.318.848
18. Ελληνικό Μετοχικό Μεγάλης & Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης	4.078.905
19. THETIS Ελληνικό Μετοχικό	2.872.454

Πηγή: ΕΘΕ

Για την αξιολόγηση της επίδοσης των 19 αμοιβαίων κεφαλαίων αλλά και των χρηματιστηριακών δεικτών συλλέχθηκαν οι τιμές κλεισίματος σε μηνιαία βάση καθώς συνυπολογίστηκε και ο κίνδυνος του εντόκου γραμματίου του Ελληνικού Δημοσίου για τα αντίστοιχα διαστήματα. Για κάθε μέγεθος της ανάλυσης χρησιμοποιήθηκαν συνολικά 104 παρατηρήσεις. Οι πηγές που χρησιμοποιήθηκαν για την συλλογή των δεδομένων είναι οι εξής:

- Βάση Δεδομένων Bloomberg : Συλλέχθηκαν οι καθαρές τιμές των χρηματιστηριακών δεικτών καθώς και οι τιμές του ομολόγου του ελληνικού δημοσίου.
- Η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών (ΕΘΕ): Συλλέχθηκαν οι καθαρές τιμές των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και το σύνολο του Ενεργητικού τους, καθώς και οι τιμές των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων.

Η εκτίμηση του κινδύνου και της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων γίνεται με βάση τα υποδείγματα που αναφέραμε στο προηγούμενο κεφάλαιο (κεφ. 2). Πιο συγκεκριμένα για την αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων εκτιμώνται τα κριτήρια της απόδοσης και την μέσης απόδοσης των ΑΚ, του κινδύνου, δηλαδή η τυπική απόκλιση, ο συντελεστής alpha του Jensen και ο συντελεστής Beta. Καθώς και η σχέση κινδύνου και απόδοσης από τους κλασικούς δείκτες Treynor και Sharpe. Επίσης υπολογίζουμε τον συγχρονισμό των διαχειριστών και για τα 19 μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια.

Για την υλοποίηση της παρούσας εμπειρικής ανάλυσης, η επεξεργασία των δεδομένων έγινε μέσω του υπολογιστικού πακέτου MSEXCEL 2013 και η στατιστική ανάλυση πραγματοποιήθηκε με το οικονομετρικό πρόγραμμα EViews 9

## Εκτίμηση απόδοσης

Σε πρώτο στάδιο γίνεται η εκτίμηση τόσο της απόδοσης όσο και της μέσης απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων. Για τον υπολογισμό της χρησιμοποιήθηκαν οι τιμές κλεισίματος σε μηνιαία βάση για όλη την εξεταζόμενη χρονική περίοδο. Έτσι η τελική τους απόδοση προέκυψε

$$R_{t+1} = (TE_{t+1} - T\Delta_t + M_{t+1})/T\Delta_t$$

μέσω του τύπου

ενώ για την μέση απόδοση μέσω

$$\overline{R}_{jt} = \frac{\sum R_{jt}}{N}$$

της εφαρμογής του τύπου:

Στον πίνακα 2 παρουσιάζονται αναλυτικά οι αποδόσεις και οι μέσες αποδόσεις της εξεταζόμενης περιόδου για κάθε ένα από τα 19 εξεταζόμενα μετοχικά ΑΚ. Με την ίδια διαδικασία υπολογίστηκαν και οι αντίστοιχες αποδόσεις και μέσες αποδόσεις για τον Γενικό Δείκτη και τον δείκτη FTSE/ATHEX Large Cap.

Ο υπολογισμός των αποδόσεων και των μέσων αποδόσεων των εξεταζόμενων μεγεθών πραγματοποιήθηκε για την περίοδο 31/1/2008 και 31/8/2016. Στον πίνακα 2ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών αναφέρεται με το διακριτικό ΓΔΧΑ και FTSE/ATHEX Large Cap.

**Πίνακας 2:** Οι αποδόσεις και οι μέσες αποδόσεις των 19 μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων, καθώς και του ΓΔΧΑ και FTSE/ATHEX Large Cap. Η κατάταξη έχει γίνει με βάση την απόδοση του παρουσίασαν, σε αύξουσα σειρά.

A/K	Τιμή 31/1/2008	Τιμή 31/8/2016	Απόδοση (%)	Μέση απόδοση(%)
1. ALPHA TRUST Hellenic Equity Fund	21,24 €	8,13 €	-61,71%	-0,86%
2. MetlifeAlico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	17,31 €	6,09 €	-64,81%	-0,80%
3. ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Ελληνικό Μετοχικό	21,79 €	7,42 €	-65,91%	-0,82%
4. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	12,13 €	4,12 €	-66,01%	-0,87%
5. TRITON Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	63,64 €	19,68 €	-69,08%	-1,09%

6. ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	5,85 €	1,79 €	-69,34%	-1,01%
7. 3Κ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	17,60 €	5,20 €	-70,45%	-1,06%
8. ALPHA BlueChips Ελληνικό Μετοχικό	23,13 €	6,10 €	-73,62%	-1,13%
9. CPB Ελληνικό Μετοχικό	3,54 €	0,88 €	-74,98%	-1,15%
10. ΑΤΤΙCΑ Μετοχικό Εσωτερικού	1,97 €	0,48 €	-75,25%	-1,25%
11. ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	13,16 €	2,80 €	-78,65%	-1,25%
12. Ελληνικό Μετοχικό Μεγάλης & Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης	3,47 €	0,72 €	-79,25%	-1,25%
13. INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	10,07 €	2,07 €	-79,38%	-1,28%
14. ΕΡΜΗΣ Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικού	30,57 €	5,73 €	-81,25%	-1,49%
15. ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού	17,74 €	3,15 €	-82,23%	-1,39%
16. INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	43,30 €	7,65 €	-82,32%	-1,44%
17. EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού	21,67 €	3,53 €	-83,71%	-1,47%
18. ΔΗΛΟΣ (BlueChips Μετοχικό Εσωτ.)	17,17 €	2,52 €	-85,30%	-1,61%
19. Γενικός Δείκτης Χρηματιστηρίου Αθηνών	4362,79	577,39	-86,77%	-1,67%
20. THETIS Ελληνικό Μετοχικό	6,73 €	0,86 €	-87,16%	-1,93%
21. FTSE/ATHEX LargeCap	22957,6	1550,05	-93,25%	-2,17%

Για όλο το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα τα 18 από τα 19 ΑΚ έχουν καλύτερο επίπεδο απόδοσης από τον Γενικό Δείκτη και τον FTSE/ATHEX LargeCap. Όπως παρατηρούμε στον πίνακα, το αμοιβαίο κεφάλαιο THETIS Ελληνικό Μετοχικό σημείωσε χειρότερη απόδοση(-87,16%) τόσο από τα υπόλοιπα όσο και από τον Γενικό Δείκτη(-86,77%), αλλά καλύτερη από τον FTSE/ATHEX LargeCap (-93,25%).

Επίσης το ΑΚ με την καλύτερη απόδοση, «πρωταθλητής» ήταν το ALPHA TRUST Hellenic Equity Fund (-61,71%). Αντίστοιχα το καλύτερο αμοιβαίο κεφάλαιο σε όρους μέσης απόδοσης είναι το MetlifeAlico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης(-0,80%) ενώ το χειρότερα για την συγκεκριμένη περίοδο είναι και πάλι το THETIS Ελληνικό Μετοχικό (-1,93%).

Τέλος παρατηρούμε πως ο τον FTSE/ATHEX LargeCap σε όλη την χρονική περίοδο που μελετάται παρουσιάζει χειρότερες αποδόσεις αλλά και μέσες αποδόσεις τόσο από τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών όσο και από όλα τα Αμοιβαία Κεφάλαια.

Αξίζει να αναφέρουμε πως όλα τα μετοχικά κεφάλαια εσωτερικού, στην εξεταζόμενη περίοδο, παρουσιάζουν αρνητικές αποδόσεις, γεγονός που μπορεί να οφείλεται αλλαγή στην στάση των επενδυτών.

## Εκτίμηση κινδύνου

Στην συνέχεια γίνεται η εκτίμηση του κινδύνου των 19 εξεταζόμενων Αμοιβαίων Κεφαλαίων καθώς και των χρηματιστηριακών δεικτών που έχουμε ήδη αναφέρει. Στον πίνακα3 παρουσιάζονται οι αποδόσεις και η τυπική απόκλιση για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο. Η κατάταξη τους έχει γίνει με βάση την τυπική απόκλιση.

**Πίνακας 3:** Οι αποδόσεις και η τυπική απόκλιση των 19 μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων, καθώς και του ΓΔΧΑ και FTSE/ATHEX Large Cap. Η κατάταξη έχει γίνει με βάση την τυπική απόκλιση του παρουσίασαν, σε αύξουσα σειρά.

A/K	Απόδοση (%)	Τυπική απόκλιση (%)
1. THETIS Ελληνικό Μετοχικό	-87,16%	7,79%
2. TRITON Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	-69,08%	7,87%
3. ALPHA TRUST Hellenic Equity Fund	-61,71%	8,16%
4. ΑΤΤΙCΑ Μετοχικό Εσωτερικού	-75,25%	8,46%
5. ΕΡΜΗΣ Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικού	-81,25%	8,79%
6. 3Κ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	-70,45%	8,82%
7. ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	-69,34%	8,89%
8. ALPHA Blue Chips Ελληνικό Μετοχικό	-73,62%	9,21%
9. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	-66,01%	9,33%
10. CPB Ελληνικό Μετοχικό	-74,98%	9,49%
11. Metlife Alico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	-64,81%	9,76%
12. ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Ελληνικό Μετοχικό	-65,91%	9,86%
13. INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	-82,32%	9,91%
14. ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	-85,30%	9,92%
15. ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	-78,65%	10,06%
16. INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	-79,38%	10,07%
17. Ελληνικό Μετοχικό Μεγάλης & Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης	-79,25%	10,28%

18.Γενικός Δείκτης Χρηματιστηρίου Αθηνών	-86,77%	10,31%
19. EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού	-83,71%	10,32%
20. ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού	-82,23%	10,39%
21. FTSE/ATHEX Large Cap	-93,25%	11,61%

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum (R_{jt} - \bar{R}_{jt})^2}{N-1}}$$

Ο υπολογισμός της τυπικής απόκλισης έγινε με βάση τον τύπο και ο υπολογισμός της απόδοσης όπως αναφέραμε στον πίνακα 2 καθώς και στο κεφάλαιο 2.

Γνωρίζουμε πως όσο μεγαλύτερη είναι η τυπική απόκλιση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου τόσο μεγαλύτερος είναι και ο κίνδυνος της επένδυσης. Όσον αφορά τώρα τον συνολικό κίνδυνο των εξεταζόμενων μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων, αυτός προσδιορίζεται από την τυπική απόκλιση του καθένα. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα των μετρήσεων, όλα τα αμοιβαία κεφάλαια παρουσιάζουν μικρότερο κίνδυνο από τον FTSE/ATHEX Large Cap, αλλά και τα 17 από τα 19 παρουσιάζουν και μικρότερο κίνδυνο από τον ΓΔΧΑ. Τον μικρότερο κίνδυνο σε όρους τυπικής απόκλισης παρουσιάζει το αμοιβαίο κεφάλαιο THETIS Ελληνικό Μετοχικό με 7,79% και το μεγαλύτερο το αμοιβαίο κεφάλαιο ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού με 10,39% για όλη την εξεταζόμενη περίοδο από 31/1/2008 έως 31/8/2016.

Όπως παρατηρούμε από τον παραπάνω πίνακα τα αμοιβαία κεφάλαια με την μεγαλύτερη τυπική απόκλιση παρουσίασαν την χειρότερη απόδοση. Αυτό είναι αντίθετο με την σύνδεση της απόδοσης και του κινδύνου και μας δείχνει την κακή διαχείριση από πλευράς των διαχειριστών καθώς δεν αντέδρασαν σωστά στην πτωτική πορεία της αγοράς. Το αμοιβαίο κεφάλαιο ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού είχε την μεγαλύτερη τυπική απόκλιση 10,39% και συνολική απόδοση -82,23% ενώ το αμοιβαίο κεφάλαιο THETIS Ελληνικό Μετοχικό που είχε την μικρότερη τυπική απόκλιση 7,79% είχε απόδοση -87,16%.

Τέλος μπορεί να παρατηρηθεί πως το σύνολο των αμοιβαίων κεφαλαίων ενώ παρουσιάζει μικρότερο συνολικό κίνδυνο από τον ΓΔΧΑ σε όρους τυπικής απόκλισης, έχει καλύτερες αποδόσεις στην εξεταζόμενη περίοδο, εκτός από το THETIS Ελληνικό Μετοχικό που έχει απόδοση -87,16% έναντι -86,77% του ΓΔΧΑ. Καθώς μην ξεχνάμε πως η απόδοση συνδέεται θετικά με τον κίνδυνο. Δηλαδή όσο μεγαλύτερη απόδοση έχω τόσο περισσότερο κίνδυνο έχει αναλάβει ο διαχειριστής.

## Ανάλυση απόδοσης και συστηματικός κίνδυνος με το μοντέλο του Jensen

Στο σημείο αυτό, η ανάλυση μας θα εξετάσει τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την ανάλυση του μοντέλου του Jensen. Όπως έχουμε αναφέρει στο κεφάλαιο 2 το μοντέλο του Jensen αποτελεί μια από τις πιο γνωστές μεθόδους αξιολόγησης της επίδοσης των χαρτοφυλακίων και προτάθηκε από το Jensen (Jensen's Performance Index). Ο Jensen βασίστηκε πάνω στο μοντέλο αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων CAPM και ανέλυσε τον μη συστηματικό κίνδυνο που μπορεί να εμπεριέχεται σε μια επένδυση. Το μοντέλο του Jensen είναι ο εξής:

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p (R_{mt} - R_{ft}) + u_{pt}$$

Η λεπτομερής ανάλυση του μοντέλου παρουσιάζεται στο κεφάλαιο 2

Για την ολοκλήρωση των συμπερασμάτων για την εξεταζόμενη περίοδο χρησιμοποιήθηκε το οικονομετρικό πακέτο EViews 9. Στα δεδομένα της παλινδρόμησης συμπεριλήφθηκαν οι μηνιαίες αποδόσεις για κάθε ένα από τα εξεταζόμενα μετοχικά ΑΚ εσωτερικού, καθώς και οι αντίστοιχες μηνιαίες αποδόσεις του δείκτη αναφοράς τους, δηλαδή του ΓΔΧΑ. Στον πίνακα 4 παρουσιάζονται αναλυτικά τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης που πραγματοποιήσαμε. Τόσο τα αμοιβαία κεφάλαια όσο και οι δύο εξεταζόμενοι δείκτες έχουν καταταγεί με βάση την απόδοσή τους, από την μεγαλύτερη στην χαμηλότερη απόδοση.

**Πίνακας 4: Η εκτίμηση της απόδοσης σε σχέση με τον συστηματικό κίνδυνο.**

A/K	Απόδοση (%)	Jensen Alpha	t-Statistic Alpha	Beta	t-Statistic Beta	R <sup>2</sup>
1. ALPHA TRUST Hellenic Equity Fund	-61,71%	0,004038	1,704.948	0,75767	3,324.344	91,62%
2. MetlifeAlico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	-64,81%	0,006449	1,602.533	0,86363	2,229.881	83,11%
3. ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Ελληνικό Μετοχικό	-65,91%	0,00728	2,958.114	0,92648	3,911.592	93,80%
4. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	-66,01%	0,005857	2,293.382	0,87098	3,543.569	92,55%
5. TRITON Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	-69,08%	0,001165	0,45357	0,72198	2,919.610	89,40%
6. ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	-69,34%	0,003728	1,481.344	0,82768	3,417.712	92,04%
7. 3Κ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	-70,45%	0,003131	1,198.802	0,81747	3,252.214	91,28%
8. ALPHA BlueChips Ελληνικό Μετοχικό	-73,62%	0,003374	1,822.484	0,87526	4,912.252	95,98%
9. CPB Ελληνικό Μετοχικό	-74,98%	0,002826	0,806788	0,85666	2,540.799	86,47%
10. ΑΤΤΙCΑ Μετοχικό Εσωτερικού	-75,25%	0,000602	0,24216	0,78532	3,280.240	91,41%
11. ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	-78,65%	0,00314	1,062.370	0,93314	3,280.154	91,41%
12. Ελληνικό Μετοχικό Μεγάλης & Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης	-79,25%	0,003625	1,367.093	0,96357	3,775.725	93,38%
13. INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	-79,38%	0,002505	0,708993	0,91496	2,690.926	87,75%
14. ΕΡΜΗΣ Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικού	-81,25%	-0,00085	-0,565096	0,84079	5,799.525	97,08%
15. ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού	-82,23%	0,002701	1,406.926	0,9912	5,365.646	96,61%

16. INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	-82,32%	0,001131	0,424707	0,92687	3,617.441	92,83%
17. EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού	-83,71%	0,001448	0,534355	0,9668	3,706.210	93,15%
18. ΔΗΛΟΣ (BlueChips Μετοχικό Εσωτ.)	-85,30%	-0,00033	-0,170284	0,94365	5,030.600	96,16%
19. Γενικός Δείκτης Χρηματιστηρίου Αθηνών	-86,77%	0	0	1	0	-
20. THETIS Ελληνικό Μετοχικό	-87,16%	-0,00758	-2,635.926	0,70311	2,540.913	86,47%
21. FTSE/ATHEX LargeCap	-93,25%	0	0	1	0	-

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης ο συντελεστής beta είναι σε όλα τα ΑΚ είναι στατιστικά σημαντικός καθώς είναι  $t\text{statistic beta} \geq 2$  για όλη την εξεταζόμενη χρονική περίοδο.

Η τιμή του beta σε όλη την περίοδο από τις 31/1/2008 έως τις 31/8/2016 παρουσιάζεται μικρότερη της μονάδας,  $\beta < 1$ , γεγονός που μας δείχνει πως οι μεταβολές των εξεταζόμενων ΑΚ είναι μικρότερες από εκείνες του ΓΔΧΑ και του FTSE/ATHEX Large Cap που εξ' ορισμού και οι δύο έχουν συντελεστή συστηματικού κινδύνου ίσο με την μονάδα. Η μεγαλύτερη τιμή συντελεστή beta παρουσιάζεται στο αμοιβαίο κεφάλαιο ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού με τιμή 0,9912 και στατιστική σημαντικότητα πολύ υψηλή με 5,365.646. Αντίθετα το αμοιβαίο κεφάλαιο που έχει τον μικρότερο συντελεστή συστηματικού κινδύνου είναι το THETIS Ελληνικό Μετοχικό με τιμή 0,70311 και στατιστική σημαντικότητα 2,540.913.

Τέλος ο συντελεστής  $R^2$  (R-square) εμφανίζει υψηλές τιμές για όλα τα μετοχικά ΑΚ εσωτερικού. Ο συντελεστής αποτελεί ένα στατιστικό μέτρο που λαμβάνει τιμές μεταξύ του 0 και του 1. Και μετράει το ποσοστό των μεταβολών της καθαρής τιμής του μεριδίου του ΑΚ, το οποίο ερμηνεύεται από τις μεταβολές της χρηματιστηριακής αγοράς. Πιο συγκεκριμένα, στην ανάλυση μας οι τιμές του εμφανίζονται μεγαλύτερες του 83,11%, γεγονός που δηλώνει καλή ερμηνευτική ικανότητα στην ανάλυση του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου.

Επιπρόσθετα με βάση το υπόδειγμα του Jensen υπολογίσαμε και τον συντελεστή alpha για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο ο οποίος μας δείχνει τον μη συστηματικό κίνδυνο που μπορεί να εμπεριέχει ένα χαρτοφυλάκιο ή ένα αμοιβαίο κεφάλαιο. Όπως θα παρατηρήσουμε στα αποτελέσματα του πίνακα ο συντελεστής alpha εμφανίζεται στατιστικά μη σημαντικός σχεδόν για το σύνολο των εξεταζόμενων ΑΚ. Αυτό είναι πολύ σημαντικό καθώς δείχνει πως οι διαχειριστές δεν προσαρμόστηκαν σωστά στην πτωτική τάση του χρηματιστηρίου κάνοντας σωστή επιλογή στα Α/Κ που διαχειρίζονταν.

Εξαιρέση αποτελούν το αμοιβαίο κεφάλαιο ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Ελληνικό Μετοχικό με  $t\text{ statistic alpha } 2,958.114$  και Jensen alpha 0,00728. Καθώς και το αμοιβαίο κεφάλαιο ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.) με  $t\text{ statistic alpha } 2,293.382$  και Jensen alpha 0,005857. Όλα τα υπόλοιπα για την περίοδο 31/1/2008 έως 31/8/2016 παρουσιάζουν είτε αρνητική, είτε στατιστική σημαντικότητα μικρότερη του 2. Γεγονός που στην πρώτη περίπτωση μας οδηγεί στο συμπέρασμα πως η τιμή του Jensen alpha θα είναι αρνητική και στην δεύτερη περίπτωση πως μπορεί να είναι θετική αλλά χωρίς φυσικά στατιστική σημαντικότητα.

## Ανάλυση Αμοιβαίων Κεφαλαίων με το μοντέλου των Treynor and Mazuy 1966

Για να μπορούμε να έχουμε καλύτερα συμπεράσματα στο πλαίσιο της ανάλυσης μας, θα εξετάσουμε άλλο ένα μοντέλο αξιολόγησης αμοιβαίων κεφαλαίων και χαρτοφυλακίων το μοντέλο του Treynor and Mazuy του 1966. Στο μοντέλο αυτό εφαρμόσαμε την μέθοδο της γραμμικής παλινδρόμησης σε όλα τα αμοιβαία κεφάλαια για την περίοδο 31/1/2008 έως 31/8/2016. Για την ολοκλήρωση των συμπερασμάτων για την εξεταζόμενη περίοδο χρησιμοποιήθηκε το οικονομετρικό πακέτο EViews 9. Στα δεδομένα της παλινδρόμησης συμπεριλήφθηκαν οι μηνιαίες αποδόσεις για κάθε ένα από τα εξεταζόμενα μετοχικά ΑΚ εσωτερικού, καθώς και οι αντίστοιχες μηνιαίες αποδόσεις του δείκτη αναφοράς τους, δηλαδή του ΓΔΧΑ.

Το μοντέλο θα μας βοηθήσει να δείξουμε εάν οι επαγγελματίες διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων κάνουν σωστές προβλέψεις. Αυτές θα αφορούν την προσαρμογή του αμοιβαίου κεφαλαίου τους στις μεταβολές της αγοράς.

Έτσι λοιπόν θα εφαρμόσουμε το παρακάτω για να εκτιμήσουμε κατά πόσο σωστά κινήθηκαν οι διαχειριστές των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων εσωτερικού την περίοδο 31/1/2008 έως 31/8/2016.

Η λεπτομερής ανάλυση του μοντέλου παρουσιάζεται στο κεφάλαιο 2

$$R_{ak} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p (R_{mt} - R_{ft}) + c (R_{mt} - R_{ft})^2 + u_{pt}$$

Στον πίνακα 5 παρουσιάζονται αναλυτικά τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης.

Τόσο τα αμοιβαία κεφάλαια όσο και οι δύο εξεταζόμενοι δείκτες έχουν καταταγεί με βάση την απόδοσή τους, από την μεγαλύτερη στην χαμηλότερη απόδοση.

### **Πίνακας 5: Τα αναλυτικά αποτελέσματα της παλινδρόμησης**

A/K	Καθαρή απόδοση	Jensen alpha	t-Statistic alpha	Beta	t-Statistic beta	C	t-Statistic C	R2
1. ALPHA TRUST Hellenic Equity Fund	-61,71%	0,004891	1,683.674	0,754249	3,164.212	-0,08432	-0,5109	91,64%



2. MetlifeAli co Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαίο ποίησης	-64,81%	0,003679	0,747814	0,874751	2,167.068	0,273844	0,9798	83,27%
3. ALPHA Επιθετική Στρατηγι κής Ελληνικό Μετοχικό	-65,91%	0,006194	2,053.246	0,93084	3,760.124	0,107342	0,62624	93,83%
4. ΕΥΡΩΠΑΪ ΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξ ιακό Μετοχικό Εσωτ.)	-66,01%	0,0072	2,301.826	0,86559	3,372.201	-0,13274	-0,74689	92,59%
5. TRITON Αναπτυξι ακό Μετοχών Εσωτερικ ού	-69,08%	0,000825	0,261475	0,723347	2,793.719	0,033648	0,187688	89,41%
6. ALLIANZ Επιθετική Στρατηγι κής Μετοχών Εσωτερικ ού	-69,34%	0,004052	1,311.217	0,826381	3,259.005	-0,03204	-0,18248	92,04%
7. 3Κ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικ ού	-70,45%	0,003375	1,052.078	0,816493	3,102.115	-0,02407	-0,13207	91,28%
8. ALPHA BlueChip s Ελληνικό Μετοχικό	-73,62%	0,003516	1,546.457	0,874692	4,687.957	-0,01404	-0,10871	95,98%
9. CPB Ελληνικό Μετοχικό	-74,98%	0,003119	0,724895	0,855484	2,423.069	-0,0289	-0,11822	86,47%
10. ΑΤΤΙΚΑ Μετοχικό Εσωτερικ ού	-75,25%	0,001674	0,548923	0,781022	3,120.981	-0,10592	-0,61128	91,45%
11. ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικ ού	-78,65%	0,00215	0,59288	0,937118	3,149.126	0,097883	0,475062	91,43%
12. Ελληνικό Μετοχικό Μεγάλης & Μεσαίας Κεφαλαίο ποίησης	-79,25%	0,003843	1,180.098	0,962693	3,602.432	-0,02154	-0,11643	93,38%
13. INTERAM	-79,38%	0,002664	0,61389	0,914322	2,567.842	-0,0157	-0,06369	87,75%

ERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικ ού								
14. ΕΡΜΗΣ Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικ ού	-81,25%	-0,00187	-1,015.228	0,84488	5,590.611	0,100663	0,962009	97,11%
15. ΠΕΙΡΑΙΩ Σ Μετοχικό Εσωτερικ ού	-82,23%	0,000628	0,26961	0,999521	5,228.176	0,204843	1,547.484	96,69%
16. INTERAM ERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	-82,32%	0,002457	0,753144	0,921546	3,443.060	-0,13105	-0,70712	92,87%
17. EUROBA NK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικ ού	-83,71%	0,003543	1,070.617	0,958398	3,529.514	-0,20701	-1,101.027	93,23%
18. ΔΗΛΟΣ (BlueChi ps Μετοχικό Εσωτ.)	-85,30%	0,000592	0,247936	0,939937	4,795.694	-0,09134	-0,67305	96,17%
19. Γενικός Δείκτης Χρηματισ τηρίου Αθηνών	-86,77%	0	0	1	0	-	-	-
20. THETIS Ελληνικό Μετοχικό	-87,16%	-0,00695	-1,968.469	0,700574	2,418.762	-0,06236	-0,31097	86,48%
21. FTSE/AT HEX LargeCap	-93,25%	0	0	1	0	-	-	-

Με βάση τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης παρατηρούμε πως ο συντελεστής beta παρουσιάζει στατιστική σημαντικότητα σε όλα τα εξεταζόμενα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια για την περίοδο 31/1/2008 έως 31/8/2016. Η στατιστική σημαντικότητα φαίνεται από το γεγονός πως το t statistic beta είναι μεγαλύτερο ή ίσο του 2. (είναι t statistic beta  $\geq$  2)

Αναφορικά με την τιμή του beta για κάθε ΑΚ βλέπουμε πως είναι μικρότερη της μονάδας, γεγονός που μας δείχνει πως οι μεταβολές των εξεταζόμενων ΑΚ είναι μικρότερες από εκείνες του ΓΔΧΑ και του FTSE/ATHEX Large Cap που εξ' ορισμού και οι δύο έχουν συντελεστή συστηματικού κινδύνου ίσο με την μονάδα όπως προ αναφέραμε.

Η μεγαλύτερη τιμή συντελεστή beta παρουσιάζεται στο αμοιβαίο κεφάλαιο ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού με τιμή 0,999521 και στατιστική σημαντικότητα πολύ υψηλή με 5,228.176. Αντίθετα το αμοιβαίο κεφάλαιο που έχει τον μικρότερο συντελεστή συστηματικού κινδύνου είναι το THETIS Ελληνικό Μετοχικό με τιμή 0,700574 και στατιστική σημαντικότητα 2,418.762.

Επιπρόσθετα δια μέσου της παλινδρόμησης υπολογίσαμε τον συντελεστή alpha ο οποίος μετράει τον μη συστηματικό κίνδυνο αλλά μας δείχνει και την ικανότητα επιλογής μετοχών από τον διαχειριστή (selectivity ή stock picking). Όπως θα παρατηρήσουμε στα αποτελέσματα του πίνακα 5, και με την μέθοδο του Treynor and Mazuy ο συντελεστής alpha εμφανίζεται είτε αρνητικός είτε στατιστικά μη σημαντικός για σχεδόν για όλα τα εξεταζόμενα ΑΚ για την περίοδο 31/1/2008 έως 31/8/2016.

Μόνο 2 αμοιβαία κεφάλαια που παρουσιάζουν στατιστική σημαντικότητα στον συντελεστή alpha τα οποία είναι: Το ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Ελληνικό Μετοχικό με t statistic alpha 2,053.246 και alpha 0,006194 και το αμοιβαίο κεφάλαιο ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσвт.) με t statistic alpha 2,301.826 και συντελεστή alpha 0,0072.

Ακόμη με βάση το μοντέλο που εξετάζουμε, μπορούμε να ελέγξουμε κατά πόσο ο διαχειριστής του αμοιβαίου κεφαλαίου ή ενός χαρτοφυλακίου αντιλαμβάνεται σωστά τις μεταβολές και τις κινήσεις της αγοράς έτσι ώστε να μπορέσει να διαχειριστεί καλύτερα τα περιουσιακά στοιχεία που περιλαμβάνονται στο A/K ή το χαρτοφυλάκιο που διαχειρίζεται. Το μοντέλο λοιπόν όπως αναφέραμε και στο κεφάλαιο 2, βοηθάει τον διαχειριστή να μεταβάλλει την σύνθεση του χαρτοφυλακίου του ανάλογα με τις διακυμάνσεις της αγοράς. Αυτό ονομάζεται market timing και γίνεται μέσω του αναφερόμενου στο υπόδειγμα μας συντελεστή C. Ο συντελεστής αυτός πρέπει να εμφανίζει στατιστική σημαντικότητα, δηλαδή να είναι μεγαλύτερος ή ίσος του 2 (t statistic  $C \geq 2$ ).

Όπως παρατηρούμε από τον πίνακα 5 κανένα αμοιβαίο κεφάλαιο για την περίοδο 31/1/2008 έως 31/8/2016 δεν παρουσιάζει στατιστική σημαντικότητα στον συντελεστή. Επιτοπλειστόν στο μεγαλύτερο μέρος τους τα εξεταζόμενα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια έχουν την τιμή του t statistic C αρνητική. Το συγκεκριμένο γεγονός μας δείχνει ότι το αρνητικό t statistic C θα μας δώσει και αρνητικά αποτελέσματα στον ίδιο τον συντελεστή C. Το μόνο αμοιβαίο κεφάλαιο που ναι μεν έχει κοντά στο 2 την στατιστική σημαντικότητα είναι το ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού αλλά με t statistic C ίσο με 1,547.484 (μικρότερο του 2) και συντελεστή C ίσο με 0,204843.

Τέλος ο συντελεστής  $R^2$  (R-squared) εμφανίζει πολύ καλές τιμές σε όλα τα μετοχικά ΑΚ εσωτερικού. Ο συντελεστής αυτός μετράει το ποσοστό των μεταβολών της καθαρής τιμής του μεριδίου του αμοιβαίου κεφαλαίου το οποίο ερμηνεύεται από τις μεταβολές της χρηματιστηριακής αγοράς. Επιπλέον αποτελεί μέτρο τέλει διαφοροποίησης ενός χαρτοφυλακίου. Εάν είναι τέλεια διαφοροποιημένο τότε θα έχει τιμή ίση με 100%. Πιο συγκεκριμένα, στην ανάλυση μας οι τιμές του εμφανίζονται μεγαλύτερες του 83,27%, γεγονός που δηλώνει καλή ερμηνευτική ικανότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων μέσω του υποδείγματος.

## **Αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων**

Στο πλαίσιο της αξιολόγησης των αμοιβαίων κεφαλαίων αλλά και των δύο δεικτών, του ΓΔΧΑ και του FTSE/ATHEX Large Cap στον πίνακα 6 και πίνακα 7 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των δεικτών Treynor και Sharpe για την χρονική περίοδο 31/1/2008 έως 31/8/2016. Ο δείκτης Treynor εκφράζει την υπερβάλλουσα απόδοση του ΑΚ ως προς τον συστηματικό κίνδυνο όπως αυτός προσεγγίζεται για την εξεταζόμενη περίοδο. Επειδή ο αριθμητής του λόγου αυτού είναι σε ποσοστό και ο παρονομαστής σε καθαρό αριθμό το αποτέλεσμα του θα είναι ποσοστό.

Ενώ ο Sharpe εκφράζει την υπερβάλλουσα απόδοση του ΑΚ ως προς την τυπική απόκλιση των αποδόσεων του. Και επειδή ο αριθμητής και ο παρονομαστής είναι ποσοστά ο δείκτης τελικώς είναι καθαρός αριθμός.

Για να δείξουμε ποιος από τους δύο δείκτες είναι καταλληλότερος για την αξιολόγηση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, είναι ξεκάθαρα στην ευχέρεια του αξιολογητή καθώς εξαρτάται με τι επίπεδο κινδύνου θέλει να κάνει την σύγκριση. Δηλαδή απόδοση ανά μονάδα συνολικού ή συστηματικού κινδύνου;

Τέλος συνήθως όταν ο επενδυτής κατέχει πολλά περιουσιακά στοιχεία στο ΑΚ του ή στο χαρτοφυλακίου του και είναι τέλεια διαφοροποιημένο καλύτερος είναι ο δείκτης Treynor ενώ όταν αποτελείται από μεμονωμένες επενδύσεις καλύτερος είναι ο Sharpe.

**Πίνακας 6: Υπολογισμός δείκτη Sharpe και κατάταξη των ΑΚ και του ΓΔΧΑ και του FTSE/ATHEX Large Cap σε αύξουσα σειρά**

<b>A/K</b>	<b>Δείκτης Sharpe</b>
1. Metlife Alico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	-0,082
2. ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Ελληνικό Μετοχικό	-0,0834
3. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	-0,0935
4. ALPHA TRUST Hellenic Equity Fund	-0,106
5. ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	-0,1139
6. 3Κ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,1197
7. CPB Ελληνικό Μετοχικό	-0,1213
8. Ελληνικό Μετοχικό Μεγάλης & Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης	-0,1217
9. ALPHA Blue Chips Ελληνικό Μετοχικό	-0,1225
10. ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	-0,1241
11. INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	-0,1273
12. ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,1336
13. TRITON Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	-0,1388
14. EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού	-0,1427
15. INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	-0,1451
16. ΑΤΤΙΚΑ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,1482
17. Γενικός Δείκτης Χρηματιστηρίου Αθηνών	-0,1624
18. ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	-0,1626
19. ΕΡΜΗΣ Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικού	-0,1697
20. FTSE/ATHEX Large Cap	-0,1866

21. THETIS Ελληνικό Μετοχικό

-0,2483

**Πίνακας 7: Υπολογισμός δείκτη Treynor και κατάταξη των ΑΚ και του ΓΔΧΑ και του FTSE/ATHEX Large Cap σε αύξουσα σειρά**

<b>A/K</b>	<b>Δείκτης Treynor</b>
1. ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Ελληνικό Μετοχικό	-0,89%
2. Metlife Alico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	-0,93%
3. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	-1,00%
4. ALPHA TRUST Hellenic Equity Fund	-1,14%
5. ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	-1,22%
6. ALPHA Blue Chips Ελληνικό Μετοχικό	-1,29%
7. 3Κ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	-1,29%
8. Ελληνικό Μετοχικό Μεγάλης & Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης	-1,30%
9. ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	-1,33%
10. CPB Ελληνικό Μετοχικό	-1,34%
11. INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	-1,40%
12. ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού	-1,40%
13. TRITON Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	-1,51%
14. EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού	-1,52%
15. INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	-1,55%
16. ΑΤΤΙΚΑ Μετοχικό Εσωτερικού	-1,59%
17. Γενικός Δείκτης Χρηματιστηρίου Αθηνών	-1,67%
18. ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	-1,71%
19. ΕΡΜΗΣ Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικού	-1,77%
20. FTSE/ATHEX Large Cap	-2,17%
21. THETIS Ελληνικό Μετοχικό	-2,75%

Όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε και στους δύο πίνακες κανένας συντελεστής δεν παρουσιάζει θετικές τιμές. Όλα τα ΑΚ καθώς και οι δύο χρηματιστηριακοί δείκτες παρουσιάζουν αρνητικούς δείκτες Treynor και Sharpe για την εξεταζόμενη περίοδο.

Τα αποτελέσματα των δεικτών Sharpe και Treynor δίνουν παρόμοια κατάταξη από πλευράς αποδοτικότητας τόσο για τα ΑΚ όσο και για τους χρηματιστηριακούς δείκτες, με μικρές διαφορές στην πρώτη δεκάδα.

Συγκεκριμένα στον δείκτη Sharpe πρώτο στην κατάταξη βρίσκεται το α/κ Metlife Alico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης με τιμή -0,082 και τελευταίο το THETIS Ελληνικό Μετοχικό με τιμή -0,2483.

Αντίστοιχα στον δείκτη Treynor πρώτο είναι το ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Ελληνικό Μετοχικό με -0,89% και τελευταίο το THETIS Ελληνικό Μετοχικό με -2,75

## Συμπεράσματα

Σε αυτήν την ενότητα αυτή θα γίνει σύντομα μια ανακεφαλαίωση των στοιχείων που προέκυψαν από τη μελέτη των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων.

Η παρούσα διπλωματική εργασία είχε σκοπό να αναλύσει την απόδοση των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων εσωτερικού σε συνάρτηση με τον κίνδυνο που παρουσιάζουν την περίοδο 31/1/2008 έως 31/8/2016. Στο εύρος της ανάλυσης υπολογίσθηκαν οι δείκτες του συστηματικού κινδύνου, του συντελεστή alpha, της τυπικής απόκλισης καθώς και οι δείκτες αξιολόγησης Sharpe, Treynor και μέσω του υποδείγματος Treynor and Mazuy συγκρίναμε τον συγχρονισμό και την επιλεκτικότητα των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Στο εύρος της ανάλυσης συμπεριλήφθηκαν οι χρηματιστηριακοί δείκτες ΓΔΧΑ καθώς και ο FTSE/ATHEX Large Cap που συγκρίθηκαν με τα αμοιβαία κεφάλαια. Τα αμοιβαία κεφάλαια που αναλύθηκαν ανήκουν στην κατηγορία των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων και για τον υπολογισμό των αποδόσεων τους συνυπολογίσαμε και το επιτόκιο του δεκαετούς ομόλογου του ελληνικού δημοσίου. Οι τιμές των αμοιβαίων κεφαλαίων αντλήθηκαν από την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών ενώ οι τιμές κλεισίματος του ΓΔΧΑ, του τον FTSE/ATHEX Large Cap καθώς και του δεκαετούς ελληνικού ομόλογου από την βάση δεδομένων Datastream. Τα στοιχεία της ανάλυσης είναι στο σύνολο τους μηνιαία.

Από την εμπειρική μελέτη που διεξήχθη καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι σύμφωνα με το υπόδειγμα Jensen πρώτο σε συντελεστή beta κατατάσσεται το αμοιβαίο κεφάλαιο ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού με τιμή 0,9912 και στατιστική σημαντικότητα πολύ υψηλή με 5,365.646. Αντίθετα το αμοιβαίο κεφάλαιο που έχει τον μικρότερο συντελεστή συστηματικού κινδύνου είναι το THETIS Ελληνικό Μετοχικό με τιμή 0,70311 και στατιστική σημαντικότητα

2,540.913. Επίσης όσον αφορά τον συντελεστή alpha εμφανίζεται στατιστικά σημαντικός μόνον για το αμοιβαίο κεφάλαιο ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Ελληνικό Μετοχικό με t statistic alpha 2,958.114 και Jensen alpha 0,00728, καθώς και το αμοιβαίο κεφάλαιο ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.) με t statistic alpha 2,293.382 και Jensen alpha 0,005857.

Επίσης από την ανάλυση του υποδείγματος Treynor and Mazuy για την περίοδο 31/1/2008 έως 31/8/2016 ο συγχρονισμός με την αγορά, δηλαδή το market timing δεν παρουσιάζει στατιστική σημαντικότητα. Το αμοιβαίο κεφάλαιο το ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού είναι το μόνο που θα μπορούσαμε να πούμε πως έχει έναν ικανοποιητικό βαθμό στατιστικής σημαντικότητας με t statistic C ίσο με 1,547.484, αλλά μικρότερο του 2, και συντελεστή C ίσο με 0,204843.

Τέλος όσον αφορά τους δείκτες Sharpe και Treynor, τα αποτελέσματα δίνουν παρόμοια κατάταξη από πλευράς αποδοτικότητας τόσο για τα ΑΚ όσο και για τους χρηματιστηριακούς δείκτες.

Συγκεκριμένα στον δείκτη Sharpe πρώτο στην κατάταξη βρίσκεται το α/κ Metlife Alico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης με τιμή -0,082 και τελευταίο το THETIS Ελληνικό Μετοχικό με τιμή -0,2483.

Αντίστοιχα στον δείκτη Treynor πρώτο είναι το ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Ελληνικό Μετοχικό με -0,89% και τελευταίο το THETIS Ελληνικό Μετοχικό με -2,75

Εν κατακλείδι καταλήγουμε πως η μεγάλη πτώση του Ελληνικού χρηματιστηρίου από τις 31/10/2007 έως 31/8/2016 ήταν της τάξης του -89,17%. Σε αυτήν την περίοδο επικρατούσαν πτωτικές αγορές δηλαδή bear markets. Με βάση τις αναλύσεις των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων που κάναμε καταλήξαμε στα εξής συμπεράσματα. Αρχικά οι διαχειριστές των α/κ δεν έκριναν σωστά τις συνθήκες που διανύαμε στην Ελληνική πραγματικότητα και δεν αντέδρασαν σωστά στην πτωτική περίοδο της αγοράς. Επιπρόσθετα παρόλο που η πορεία της αγοράς ήταν πτωτική δεν προσάρμοσαν σωστά το χαρτοφυλάκιο των αμοιβαίων κεφαλαίων τους καθώς αντί να συνδέεται θετικά ο κίνδυνος με την απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων την περίοδο 31/1/2008 έως 31/8/2016 ο κίνδυνος ήταν μεγαλύτερος σε όρους τυπικής απόκλισης στα αμοιβαία κεφάλαια με την μικρότερη απόδοση. Και τέλος πως στην αγορά μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα υπάρχει έλλειψη ικανότητας για επιλεκτικότητα και συγχρονισμό από τους διαχειριστές.

# Βιβλιογραφία

## Ελληνική βιβλιογραφία

Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus J. Alan, (2014), Επενδύσεις (Βιβλιοδετημένη Έκδοση), Εκδόσεις Utoria

Παναγιώτης Γ. Αρτίκης,(2014), Διαχείριση Χαρτοφυλακίου, Εκδόσεις Φαίδιμος

Βασιλείου Δημήτριος, Ηρειώτης Νικόλαος, (2009), Ανάλυση Επενδύσεων και

Διαχείριση Χαρτοφυλακίου», εκδόσεις Rosili.

Νικόλαος Δ. Φίλιππας, (2008), Αμοιβαία Κεφάλαια, Εκδόσεις Σολδάτος

Νούλας Γ. Αθανάσιος, (2006), Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου.

Γεωργιάδης Ν.,(2005), Investment Research & Analysis Journal

Φίλιππας Δ. Φίλιππας, 2005, Πανεπιστημιακό, Εκδόσεις Κ. Μπίλιας, Επενδύσεις

Δούμπος, Κ, Ζουπουνίδης, Κ, και Κοσμίδου, (2004), Τεχνικές Απόφασης με πολλαπλά

κριτήρια, Αθήνα, Εκδόσεις κλειδάριθμος

Φίλιππας Δ. Φίλιππας, 1999, Αμοιβαία κεφάλαια και χρηματιστηριακό περιβάλλον, Εκδόσεις GlobusInvestment

Καραθανάσης Γ, (1999), Χρηματοοικονομική διοίκηση και χρηματιστηριακές αγορές, Εκδόσεις Μπένου



## **Ξένη Βιβλιογραφία**

Components of investment performance Fama 1972

Treynor, J.L., and Mazuy J., Can mutual funds outguess the market?, Harvard Business Review, 1966

Treynor, Jack L. (1965). “ how to rate Management of Investment Funds”. Harvard Business Review

Haslem John A., (2003), “Mutual Funds, Risk and Performance Analysis for Decision Making”, Blackwell Publishing, pp 23 -126.

Hall D Alvin., (2000), “Getting started in Mutual Funds”, Wiley.

Fredman J Albert., Russ Wiles, (1998), “How Mutual Funds Work”, 2nd Edition, NYIF.

Jacobs Bruce, (1994), “All about Mutual Funds”, Probus Publications.

Sharpe F William., (1997), Morningstar's Performance Measures

## **Πηγές διαδικτύου**

<https://www.ici.org/> investment company institute

<http://www.ethe.org.gr/> Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

<https://www.helex.gr/el/> Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.el.html> Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

<http://www.investopedia.com/>

<https://www.wikipedia.org/>