



**ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ  
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΔΙΑΤΡΙΒΗ ΜΕ  
ΘΕΜΑ:  
“MORNINGSTAR VERSUS  
SHARPE”**

**MORNINGSTAR.com**

**ΦΟΙΤΗΤΡΙΑ: ΤΣΑΚΙΡΗ ΣΤΥΛΙΑΝΗ ΜΧΡΗ/0235**

**ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΕΣ ΚΑΘΗΓΗΤΕΣ:  
ΝΙΚΟΛΑΟΣ Δ. ΦΙΛΙΠΠΑΣ- ΝΙΚΗΤΑΣ ΓΡ. ΠΙΤΤΗΣ**

**ΑΚΑΔΗΜΑΪΚΟ ΕΤΟΣ 2003-2004**

## Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον καθηγητή μου κ. Νικόλαο Φίλιππα για την βοήθεια και συμπαράσταση που μου προσέφερε σε όλη τη διάρκεια της διπλωματικής μου διατριβής. Οι γνώσεις του και οι οδηγίες του υπήρξαν καθοριστικής σημασίας για την ολοκλήρωση της προσπάθειάς μου.

Θα ήθελα επίσης να ευχαριστήσω όλους τους καθηγητές μου από το μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιά καθώς και όλους τους καθηγητές μου από το τμήμα Στατιστικής του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών οι οποίοι προσπάθησαν να μου μεταλαμπαδεύσουν όλες τις γνώσεις τους και τους οφείλω όχι μόνο το επιστημονικό μου υπόβαθρο αλλά και την ολοκλήρωση της προσωπικότητάς μου.

Ιδιαίτερα θα ήθελα να ευχαριστήσω και να εκφράσω την ευγνωμοσύνη μου στους καθηγητές μου κ. Παναγιώτη Τζωρτζόπουλο και κ. Αλεξάνδρα Λειβαδά του τμήματος Στατιστικής του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών, των οποίων οι συμβουλές και προτροπές στάθηκαν για μένα πολύτιμος οδηγός όχι μόνο σε εκπαιδευτικό και επαγγελματικό επίπεδο, αλλά και σε προσωπικό και με βοήθησαν στο να γίνω καλύτερος άνθρωπος.

Κυρίως ευχαριστώ τους γονείς μου, οι οποίοι είναι για μένα παράδειγμα προς μίμηση. Τον πατέρα μου, που αν και έφυγε νωρίς, η αγάπη του, τα λόγια του και οι πράξεις του είναι για μένα οδηγός στη ζωή μου. Και την μητέρα μου, η οποία τα τελευταία 12 χρόνια βρίσκεται στο πλάι μου και σαν μητέρα και σαν πατέρα και στην οποία την αγάπη, την υποστήριξη και την συμπαράσταση χρωστάω τα πάντα.

# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	σελ
<b>Πρόλογος</b>	1
<b>Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup></b>	
<b>Θεωρητική προσέγγιση του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων</b>	
Τι είναι Αμοιβαίο Κεφάλαιο	4
Σύντομη ιστορική εξέλιξη	5
Βασικές χρηματοοικονομικές έννοιες	8
Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων	11
Ένωση Θεσμικών Επενδυτών	14
Έξοδα που βαρύνουν ένα Α/Κ	16
Επενδύσεις Αμοιβαίου κεφαλαίου	18
Πλεονεκτήματα επένδυσης σε Αμοιβαία Κεφάλαια	20
Κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων και η επενδυτική τους φιλοσοφία	22
Παθητική Διαχείριση (Passive Management)	32
Ενεργητική Διαχείριση (Active Management)	33
Επενδυτικές Τεχνικές	34
Τεχνικές Επενδυτικών Στρατηγικών	36
Διαδικασία Επιλογής Αμοιβαίου Κεφαλαίου	40
<b>Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup></b>	
<b>Η ελληνική αγορά των Α/Κ κατά το έτος 2003</b>	
Α' Γενικός σχολιασμός της αγοράς	43
Β' Εταιρείες- Προϊόντα	46
Γ) Λεπτομερής ανάλυση μεριδίων αγοράς όλων των κατηγοριών Α/Κ.	51
Δ) Ανάλυση επί μέρους υποκατηγοριών Α/Κ	53
<b>Κεφάλαιο 3<sup>ο</sup></b>	
<b>Η παγκόσμια αγορά των Α/Κ</b>	58
<b>Κεφάλαιο 4<sup>ο</sup></b>	
<b>Morningstar</b>	
Ιστορικά στοιχεία για την εταιρεία Morningstar	63
Η μεθοδολογία της Morningstar	65
Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του Morningstar Rating	73
<b>Κεφάλαιο 5<sup>ο</sup></b>	
<b>Sharpe</b>	
Το μέτρο του Sharpe	75
Η οικονομική σημασία της υπερβάλλουσας απόδοσης του λόγου του Sharpe	77
Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του Sharpe Ratio	81
Sharpe Versus Morningstar	82
<b>Κεφάλαιο 6<sup>ο</sup></b>	
<b>Επισκόπηση αρθρογραφίας</b>	86
<b>Κεφάλαιο 7<sup>ο</sup></b>	
<b>Μεθοδολογία</b>	
Α' ΜΕΡΟΣ	
ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ MORNINGSTAR ΚΑΙ SHARPE ΑΝΑ ΕΤΟΣ, ΤΡΙΕΤΙΑ, ΠΕΝΤΑΕΤΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ MORNINGSTAR RATING ΚΑΙ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΟΥ ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΟΥ	95

ΔΕΙΚΤΗ SHARPE.	
B' ΜΕΡΟΣ	
ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ	99
A' ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	
Spearman-Rho correlation test ανάμεσα στα αποτελέσματα των δύο μεθόδων	99
B' ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΗΣ ΠΡΟΒΛΕΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ	
Πρώτη Μέθοδος Έλεγχος απόδοσης χαρτοφυλακίων που κατασκευάστηκαν σύμφωνα με τα αποτελέσματα των δύο μεθόδων.	100
Δεύτερη μέθοδος Ανάλυση παλινδρόμησης με χρήση ψευδομεταβλητών	101
Τρίτη Μέθοδος Spearman-Rho correlation test ανάμεσα στα αποτελέσματα των δύο μεθόδων και τις μέσες μηνιαίες υπερβάλλουσες υπεραποδόσεις του επόμενου έτους της βαθμολόγησης.	103
Τέταρτη μέθοδος Μοντέλο παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή τις μέσες μηνιαίες υπεραποδόσεις και τις ετήσιες αποδόσεις του επόμενου έτους της βαθμολόγησης και ανεξάρτητες μεταβλητές την βαθμολογία του Sharpe, την βαθμολογία της Morningstar και τις αποδόσεις του τελευταίου έτους και της τελευταίας τριετίας	103
Γ' ΜΕΡΟΣ	
ΔΙΑΧΩΡΙΣΜΟΣ ΑΓΟΡΑΣ ΣΕ ΠΕΡΙΟΔΟ ΑΝΟΔΟΥ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΔΟ ΚΑΘΟΔΟΥ ΚΑΙ ΜΕΛΕΤΗ ΤΩΝ ΔΥΟ ΔΕΙΚΤΩΝ ΣΕ ΚΑΘΕ ΠΕΡΙΟΔΟ ΧΩΡΙΣΤΑ.	105
Δ' ΜΕΡΟΣ	
ΙΚΑΝΟΤΗΤΕΣ ΧΡΟΝΙΚΗΣ ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΑΞΙΟΓΡΑΦΩΝ	107
ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ TREYNOR ΚΑΙ JENSEN ΚΑΛΥΤΕΡΟ ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΕΠΤΑΕΤΙΑΣ 1997-2003 ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΔΩΝ ΑΝΟΔΙΚΗΣ (1997-1999) ΚΑΙ ΚΑΘΟΔΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ (2000-2003)	
ΙΚΑΝΟΤΗΤΕΣ ΤΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ	107
α) Ικανότητα επιλογής αξιογράφων (stock selection)	108
β) Ικανότητα επιλογής χρονικής τοποθέτησης (Market timing)	109
Το υπόδειγμα Treynor-Mazuy	111
Το υπόδειγμα Henriksson – Merton	116
Μεθοδολογία	118
Ο δείκτης του Treynor	120
Ο δείκτης του Jensen	122
<b>Κεφάλαιο 8<sup>ο</sup></b>	
<b>Αποτελέσματα</b>	
A' ΜΕΡΟΣ	
ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ MORNINGSTAR ΚΑΙ SHARPE ΑΝΑ ΕΤΟΣ, ΤΡΙΕΤΙΑ, ΠΕΝΤΑΕΤΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ MORNINGSTAR RATING ΚΑΙ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΟΥ ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΟΥ ΔΕΙΚΤΗ SHARPE.	124
ΕΤΗΣΙΟ	124
ΤΡΙΕΤΙΑ	125
ΠΕΝΤΑΕΤΙΑ	127
ΔΕΚΑΕΤΙΑ	128
ΤΑ Α/Κ ΜΕ ΒΑΘΜΟΛΟΓΙΑ 5 ΑΣΤΕΡΙΑ ΚΑΙ ΜΕ ΒΑΘΜΟΛΟΓΙΑ 1 ΑΣΤΕΡΙ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗΝ MORNINGSTAR STAR RATING ΚΑΙ ΤΟΝ SHARPE RATIO	128
B' ΜΕΡΟΣ	

ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ	
Α' ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	
Spearman-Rho correlation test ανάμεσα στα αποτελέσματα των δύο μεθόδων	131
Β' ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΗΣ ΠΡΟΒΛΕΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ	
Πρώτη Μέθοδος Έλεγχος απόδοσης χαρτοφυλακίων που κατασκευάστηκαν σύμφωνα με τα αποτελέσματα των δύο μεθόδων.	133
Δεύτερη μέθοδος Ανάλυση παλινδρόμησης με χρήση ψευδομεταβλητών	135
Τρίτη Μέθοδος Spearman-Rho correlation test ανάμεσα στα αποτελέσματα των δύο μεθόδων και τις μέσες μηνιαίες υπερβάλλουσες υπεραποδόσεις του επόμενου έτους της βαθμολόγησης.	137
Τέταρτη μέθοδος Μοντέλο παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή τις μέσες μηνιαίες υπεραποδόσεις και τις ετήσιες αποδόσεις του επόμενου έτους της βαθμολόγησης και ανεξάρτητες μεταβλητές την βαθμολογία του Sharpe, την βαθμολογία της Morningstar και τις αποδόσεις του τελευταίου έτους και της τελευταίας τριετίας	139
Γ' ΜΕΡΟΣ	
ΔΙΑΧΩΡΙΣΜΟΣ ΑΓΟΡΑΣ ΣΕ ΠΕΡΙΟΔΟ ΑΝΟΔΟΥ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΔΟ ΚΑΘΟΔΟΥ ΚΑΙ ΜΕΛΕΤΗ ΤΩΝ ΔΥΟ ΔΕΙΚΤΩΝ ΣΕ ΚΑΘΕ ΠΕΡΙΟΔΟ ΧΩΡΙΣΤΑ.	142
Δ' ΜΕΡΟΣ	
ΙΚΑΝΟΤΗΤΕΣ ΧΡΟΝΙΚΗΣ ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΑΞΙΟΓΡΑΦΩΝ	143
ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ TREYNOR ΚΑΙ JENSEN	147
ΚΑΛΥΤΕΡΟ ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΕΠΤΑΕΤΙΑΣ 1997-2003 ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΔΩΝ ΑΝΟΔΙΚΗΣ (1997-1999) ΚΑΙ ΚΑΘΟΔΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ (2000-2003)	
<b>Κεφάλαιο 9<sup>ο</sup></b>	
<b>Συμπεράσματα - Προτάσεις</b>	149
<b>Παράρτημα 1</b>	
Α) ΕΤΗΣΙΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ MORNINGSTAR ΚΑΙ SHARPE ΚΑΙ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ SPEARMAN ΤΗΣ ΜΕΤΑΞΥ ΤΟΥΣ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ	153
Β) ΤΡΙΕΤΕΙΣ ΔΕΙΚΤΕΣ MORNINGSTAR ΚΑΙ SHARPE	167
Γ) ΠΕΝΤΑΕΤΕΙΣ ΔΕΙΚΤΕΣ MORNINGSTAR ΚΑΙ SHARPE	177
Δ) ΔΕΚΑΕΤΕΙΣ ΔΕΙΚΤΕΣ MORNINGSTAR ΚΑΙ SHARPE	183
Ε) Η ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ MORNINGSTAR STAR RATING ΚΑΙ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΘΟΔΟ ΤΟΥ SHARPE ΚΑΙ ΤΟ ΤΕΣΤ SPEARMAN ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΩΝ ΔΥΟ ΚΑΤΑΤΑΞΕΩΝ ΓΙΑ ΚΑΘΕ ΕΤΟΣ.	185
ΣΤ) ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΜΕ ΧΡΗΣΗ ΨΕΥΔΟΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 1997-2003	195
Ζ) ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΜΕ ΕΞΑΡΤΗΜΕΝΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗ ΤΙΣ ΜΕΣΕΣ ΜΗΝΙΑΙΕΣ ΥΠΕΡΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΑΙ ΤΙΣ ΕΤΗΣΙΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΕΠΟΜΕΝΟΥ ΕΤΟΥΣ ΤΗΣ ΒΑΘΜΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΑΙ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΕΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΤΗΝ ΒΑΘΜΟΛΟΓΙΑ ΤΟΥ SHARPE, ΤΗΝ ΒΑΘΜΟΛΟΓΙΑ ΤΗΣ MORNINGSTAR ΚΑΙ ΤΙΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΤΕΛΕΥΤΑΙΟΥ ΕΤΟΥΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑΣ ΤΡΙΕΤΙΑΣ	209
Η) ΔΕΙΚΤΕΣ MORNINGSTAR ΚΑΙ SHARPE ΓΙΑ ΤΙΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥΣ 1997-1999, 2000-2003 ΚΑΙ 1997-2003 ΚΑΙ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ SPEARMAN ΤΗΣ ΜΕΤΑΞΥ ΤΟΥΣ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ	224

Θ) COEFFICIENTS ΚΑΙ PROBABILITIES ΤΩΝ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΩΝ	227
$R_{it} - R_{ft} = a_i + b_i(R_{mt} - R_{ft}) + c_i(R_{mt} - R_{ft})^2 + u_{it}$	
$R_{it} = a_i + b_{id}R_{mt} + b_{io}R_{mt}D_{ut} + u_{it}$ ,	
$(A_{A/K} - A_{EGED}) = \alpha_{A/K} + \beta_{A/K} (A_{GDXAA} - A_{EGED}) + \varepsilon_{A/K}$	
ΓΙΑ ΤΙΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥΣ 1997-2003, 1997-1999, 2000-2003	
Ι) ΔΕΙΚΤΕΣ TREYNOR, SHARPE, MORNINGSTAR ΚΑΙ JENSEN ΓΙΑ ΤΙΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥΣ 1997-1999 (BULL MARKET), 2000-2003 (BEAR MARKET), 1997-2003	236
<b>Παράρτημα 2</b>	
«ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΗ ΓΡΑΜΜΗ» ΤΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ TREYNOR-MAZUY ΤΩΝ Α/Κ ΠΟΥ ΕΙΧΑΝ ΣΥΝΕΧΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2003	245
<b>Βιβλιογραφία- Αρθρογραφία</b>	252

## ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η τεράστια εξάπλωση του θεσμού των Α Κ που οφείλεται αποκλειστικά στα μοναδικά πλεονεκτήματα που προσφέρουν τα αμοιβαία κεφάλαια όπως αυτά της πρόσβασης στην επαγγελματική διαχείριση με μικρό αρχικό κεφάλαιο της ελαχιστοποίησης του κινδύνου μέσω της διαφοροποίησης των επενδύσεων της άμεσης ρευστότητας της εύκολης μεταφοράς των χρημάτων από ένα αμοιβαίο σε ένα άλλο της ίδιας οικογένειας κλπ είχε σαν αποτέλεσμα την παράλληλη αύξηση του ενδιαφέροντος των ερευνητών για την αξιολόγηση της επίδοσης των διαχειριστών αλλά και την διερεύνηση άλλων πτυχών της λειτουργίας του θεσμού. Η αξιολόγηση της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσιάζει τεράστιο ενδιαφέρον τόσο σε μικρό όσο και σε μεγάλο επίπεδο. Από κοινωνικής άποψης πρέπει να γνωρίζουμε αν οι διαχειριστές προσθέτουν αξία στα χαρτοφυλάκια τα οποία διαχειρίζονται ή προκαλούν σπατάλη πόρων μέσω του υψηλού κόστους χρηματιστηριακών συναλλαγών που δημιουργεί η συνεχής επαγγελματική διαχείριση που διενεργούν. Σε μικρό επίπεδο είναι πολύ σημαντικό για έναν μεμονωμένο επενδυτή που τοποθετεί τα κεφάλαιά του στην επαγγελματική διαχείριση να αξιολογεί την επίδοση του Α Κ που επέλεξε ως προς τα υπόλοιπα της κατηγορίας του. Τέλος η επιτυχής ή μη διαχείριση του Α Κ επηρεάζει σαφέστατα και την αμοιβή του διαχειριστή.

Συνοψίζοντας λοιπόν η αξιολόγηση της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι ιδιαίτερα ωφέλιμη για τους παρακάτω αποδέκτες

- ✚ Στο ευρύ επενδυτικό κοινό που με αυτό τον τρόπο μπορεί να εγκρίνει την ορθότητα ή μη της παρελθούσας επιλογής του
- ✚ Στα ασφαλιστικά ταμεία και στους θεσμικούς επενδυτές για τον ίδιο ακριβώς λόγο
- ✚ Στους εργοδότες των διαχειριστών οι οποίοι πρέπει να αξιολογούν και να αμείβουν ανάλογα την αποτελεσματικότητα των διαχειριστών τους

- ✚ Στους καλούς αλλά και στους άριστους διαχειριστές οι οποίοι μπορούν να ζητήσουν αύξηση των αμοιβών τους ή να μεταπηδήσουν σε μια μεγαλύτερη εταιρεία. Ακόμα βέβαια και στους υπόλοιπους διαχειριστές προκειμένου να βελτιωθούν.
- ✚ Στα τμήματα των τραπεζών αλλά και σε οποιοδήποτε χρηματοοικονομικό οργανισμό ο οποίος ασχολείται με την διαχείριση χαρτοφυλακίων.
- ✚ Στις εφημερίδες στα κανάλια και σε όλα τα μέσα ενημέρωσης τα οποία έχουν την υποχρέωση για αντικειμενική προβολή του έργου των διαχειριστών.

Η ταχεία διεύρυνση των επενδυτικών επιλογών και στον χώρο των αμοιβαίων κεφαλαίων προσφέρει σημαντικές ευκαιρίες στο ευρύ επενδυτικό κοινό του δημιουργεί όμως και ορισμένα προβλήματα στην επιλογή του κατάλληλου και πιο αποτελεσματικού ΑΚ.

Το κενό αυτό ήρθαν να καλύψουν εξειδικευμένες εταιρείες αξιολόγησης ΑΚ οι οποίες προσφέρουν μια σειρά από πληροφορίες με πιο σημαντική αυτή της αξιολόγησης της επίδοσης των ΑΚ στο ευρύ επενδυτικό κοινό σε θεσμικούς επενδυτές αλλά και σε κάθε άλλο ενδιαφερόμενο.

Οι γνωστότερες εταιρείες αξιολόγησης ΑΚ στις ΗΠΑ είναι η η η και η που απορρόφησε την Ελβετική

Στην Ελλάδα παρά την ραγδαία αύξηση των κεφαλαίων που κατευθύνονται στα ΑΚ την τελευταία δεκαετία δεν υπάρχει ακόμα ένας φορέας που να αξιολογεί την επίδοση των εγχώριων διαχειριστών.

Ο σκοπός της εργασίας αυτής είναι να εφαρμόσει στην ελληνική αγορά των ΑΚ τις μεθόδους αξιολόγησης της και του να συγκρίνει τα αποτελέσματα των μεθόδων και την προβλεπτική τους ικανότητα και τέλος να μελετήσει τα αποτελέσματα των μεθόδων σε σχέση με τα αποτελέσματα της αξιολόγησης των διαχειριστών όσον αφορά τις διαχειριστικές του ικανότητες.

Η εργασία χωρίζεται σε κεφάλαια

Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μία εισαγωγή στην έννοια του Αμοιβαίου Κεφαλαίου μια σύντομη ιστορική αναδρομή του θεσμού μια περιγραφή της



λειτουργίας των Α Ε Δ Α Κ και της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών περιγράφονται τα έξοδα και οι επενδύσεις ενός αμοιβαίου κεφαλαίου συνοψίζονται τα πλεονεκτήματα της επένδυσης σε Α Κ αναλύονται οι κατηγορίες των αμοιβαίων κεφαλαίων και περιγράφονται πρακτικές διαχείρισης ενός Α Κ επενδυτικές τεχνικές τεχνικές επενδυτικών στρατηγικών και η διαδικασία επιλογής ενός Α Κ

Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται μια περιγραφή του έτους για την ελληνική αγορά Α Κ και παρουσιάζονται στοιχεία για την διαχρονική εξέλιξη του θεσμού την τελευταία οχταετία στη χώρα μας

Το τρίτο κεφάλαιο περιλαμβάνει διαγραμματική περιγραφή και απεικόνιση της παγκόσμιας εξέλιξης των Α Κ και την πορεία των μεγεθών τους το έτος

Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται περιγραφή της λειτουργίας της εταιρείας και αναλύεται η μεθοδολογία της και παραθέτονται τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της μεθόδου

Το πέμπτο κεφάλαιο περιγράφει την μεθοδολογία του αναλύει το μέτρο αναφέρεται στα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματά του και αναλύει την αρθρογραφία που έχει γράψει ο ίδιος ο για να συγκρίνει τα δύο μέτρα

Το έκτο κεφάλαιο αποτελείται από την επισκόπηση της αρθρογραφίας με θέμα την και τον λόγο του καθώς και την μεταξύ τους σύγκριση

Στο έβδομο κεφάλαιο περιγράφονται αναλυτικά τα βήματα της μεθοδολογίας για την εκπόνηση της διπλωματικής διατριβής

Στο όγδοο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της μελέτης

Τέλος στο ένατο κεφάλαιο γίνονται τα συμπεράσματα και η σύνοψη και προτείνονται θέματα για περαιτέρω ανάλυση

Ακολουθεί το παράρτημα με τους βασικούς πίνακες των αποτελεσμάτων και το παράρτημα με τα διαγράμματα της χαρακτηριστικής γραμμής σύμφωνα με το υπόδειγμα για τα Α Κ που είχαν συνεχή λειτουργία την περίοδο

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>

## ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΟΥ ΘΕΣΜΟΥ ΤΩΝ Α/Κ

### *Τι είναι Αμοιβαίο Κεφάλαιο*

Σε ένα χρηματοοικονομικό λεξικό θα συναντήσουμε τον ακόλουθο ορισμό

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

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

α Ένας συγκεκριμένος επενδυτικός σκοπός

β Μία ποικιλία μετοχών, ομολόγων, ομολογιών και άλλων αξιογράφων καθώς και μετρητών

γ Μία ομάδα ατόμων που ασκεί επαγγελματική διαχείριση του πιο πάνω χαρτοφυλακίου

δ Ένας συγκεκριμένος τρόπος υπολογισμού της αξίας των επενδύσεων σε καθημερινή βάση

ε Ένας συγκεκριμένος τρόπος εισόδου και αποχώρησης των επενδυτών από το αμοιβαίο κεφάλαιο

στ Ένα συγκεκριμένο νομικό πλαίσιο που θα θεσμοθετήσει τα πιο πάνω

## **Σύντομη ιστορική εξέλιξη**

Τα αμοιβαία κεφάλαια είναι μία έκφραση κοινής προσπάθειας πολλών ατόμων να αντιμετωπίσουν τους επενδυτικούς κινδύνους που τους περιβάλλουν. Η εξασφάλιση που επιτυγχάνουν συνίσταται στο γεγονός ότι ο οποιοσδήποτε κίνδυνος που εμφανίζεται επιβαρύνει όλους και μάλιστα κατά το βαθμό συμμετοχής του καθενός στο κοινό κεφάλαιο. Με παρόμοιο όμως τρόπο κατανέμονται και τα οφέλη ανάλογα με το βαθμό συμμετοχής.

Αυτή η κοινή αντιμετώπιση των κινδύνων μέσω των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν είναι εφεύρεση του εικοστού αιώνα αλλά 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 έλλειψη στοιχειωδών αγαθών, αποτέλεσε τις πρώτες μορφές έκφρασης αλληλεγγύης και επιδίωξης κοινών στόχων.

Η οργάνωση του κράτους σε μοναρχικές, ολιγαρχικές ή δημοκρατικές κοινωνίες σκοπό είχε, διαμέσου της φορολόγησης ή ακόμα και της παροχής κινήτρων σε πλούσιους της εποχής, την ανάπτυξη συστημάτων συλλογικής αντιμετώπισης κοινωνικών και οικονομικών προβλημάτων, καθώς και τη δημιουργία θεσμών για την ισχυροποίηση της άμυνας. Η επιτυχία αυτών των συστημάτων επέτρεψε τη δημιουργία ευρύτερων σχηματισμών όπως π.χ. η Αθηναϊκή Συμμαχία, πολιτική και οικονομική συνεργασία ανάλογη της οποίας υπάρχουν σήμερα πολλές σε όλο το κόσμο, μερικών εκ των οποίων η χώρα μας είναι μέλος.

Με την ανάπτυξη του εμπορίου και των συναλλαγών μεταξύ των κρατών δημιουργήθηκαν θεσμοί που συναντώνται ακόμα και σήμερα, όπως οι εμπορικές συμφωνίες, οι ρήτρες σε περίπτωση μη ανταπόκρισης στους όρους της συμφωνίας, η διατήρηση μιας σταθερής τιμής με παράδοση στο μέλλον κλπ. Η δημιουργία αμοιβαίων κεφαλαίων όπως τα συναντάμε σήμερα ασφαλώς δεν συναντώνται στην εποχή εκείνη. Ο λόγος είναι προφανής, καθώς δεν υπήρχαν τότε αγορές αξιών. Υπήρξε όμως προχωρημένη αντίληψη του κοινού συμφέροντος και της διαχείρισης της κοινής περιουσίας μέσα από μία δημοκρατική καθιέρωση κανόνων διαχείρισης.

Η σύγχρονη μορφή των αμοιβαίων κεφαλαίων εμφανίστηκε στη δεκαετία του στις ΗΠΑ. Η θεώρηση κανόνων λειτουργίας και διαχείρισης που ακόμα και σήμερα εφαρμόζονται στη πράξη επέτρεψε την ανάπτυξή τους και την προσέλκυση του επενδυτικού κοινού γιατί διασφάλιζε την διαχείριση της κοινής περιουσίας με τον πιο ενδεδειγμένο τρόπο. Η σταδιακή ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς στις επόμενες δεκαετίες επέτρεψε την διαχείριση ολοένα και περισσότερων κινδύνων. Αυτό είχε ως συνέπεια την παράλληλη εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων όσον αφορά τις προσφερόμενες κατηγορίες καθώς και τις υπηρεσίες που προσφέρει κάθε εταιρεία. Ο ανταγωνισμός που αναπτύχθηκε είχε ευεργετικά αποτελέσματα τόσο στην ποικιλία των προσφερόμενων υπηρεσιών όσο και στην ποιότητα με αποτέλεσμα ο ατομικός επενδυτής να έχει πολλές επενδυτικές επιλογές.

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

Η είσοδος των αμοιβαίων κεφαλαίων στην ελληνική κεφαλαιαγορά έγινε το με την υπογραφή του νομοθετικού διαγράμματος. Το πρώτο αμοιβαίο κεφάλαιο που άρχισε την λειτουργία του στα τέλη του ήταν το αμοιβαίο κεφάλαιο Ερμής Δυναμικό από την Εμπορική Τράπεζα. Μετά από μερικούς μήνες στις αρχές του η Εθνική τράπεζα προχώρησε στην ίδρυση του αμοιβαίου κεφαλαίου Δήλος Μικτό. Για τα επόμενα συναπτά έτη τα δύο αυτά αμοιβαία κεφάλαια ήταν ολόκληρη η αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς δεν ιδρύθηκε κανένα άλλο αμοιβαίο κεφάλαιο.

Οι λόγοι για τους οποίους δεν εισήχθησαν άλλα αμοιβαία κεφάλαια στην αγορά ανάγονται σε μια σειρά από οικονομικά και πολιτικά γεγονότα. Η ρευστότητα στην πολιτική ζωή που έφερε η μεταπολίτευση και η εναλλαγή της εξουσίας οδήγησε το χρηματιστήριο σε πτωτική πορεία και σε αφάνεια. Η καθυστέρηση της ανάπτυξης της κεφαλαιαγοράς και το κανονιστικό σύστημα που ίσχυε απέτρεψε τη δημιουργία ενός ισχυρού και σταθερού μακροοικονομικού πλαισίου καθώς και την εισαγωγή χρηματοοικονομικών εργαλείων όπως οι ομολογίες και τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου. Έτσι δεν υπήρχε αντικείμενο εργασιών για τα αμοιβαία κεφάλαια πέραν των

μετοχικών που όμως και αυτά αντιμετώπισαν πρόβλημα διαχείρισης λόγω πτωτικής πορείας του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών

Το ενδιαφέρον για την αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων εμφανίζεται ξανά στο τέλος της δεκαετίας του λόγω της θέσπισης σειράς μέτρων για την φιλελευθεροποίηση ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η ως εκ τούτου αναγέννηση του ΧΑΑ αναβίωσε το ενδιαφέρον των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να επεκταθούν στο χώρο των αμοιβαίων κεφαλαίων. Έτσι μέσα στο ιδρύεται ένα αμοιβαίο κεφάλαιο από την

Στη συνέχεια τέσσερα αμοιβαία κεφάλαια εισάγονται μέσα στο από άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς και ασφαλιστικές εταιρείες. Η τάση ανάπτυξης της αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων συνεχίστηκε με ακόμη μεγαλύτερους ρυθμούς στα επόμενα χρόνια με αποτέλεσμα στο τέλος του να υπήρχαν ελληνικά αμοιβαία κεφάλαια και αμοιβαία κεφάλαια ξένων κεφαλαιαγορών

## **Βασικές χρηματοοικονομικές έννοιες**

- **Αμοιβαίο Κεφάλαιο**

Σύμφωνα με το άρθρο 1 του Ν 2190/1994 το Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι ομάδα περιουσίας που αποτελείται από κινητές αξίες και μετρητά της οποίας τα επί μέρους στοιχεία ανήκουν εξ αδιαιρέτου σε περισσότερα πρόσωπα. Η ομάδα αυτή περιουσίας καθίσταται αντικείμενο διαχείρισης Ανωνύμου Εταιρείας Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

- **Εταιρεία Διαχείρισης**

Είναι Ανώνυμη Εταιρεία συνιστώμενη σύμφωνα με τις γενικές διατάξεις του Ν 2190/1994 και τις ειδικές του Ν 2190/1994.

- **Θεματοφύλακας**

Είναι Ανώνυμη Τραπεζική Εταιρεία που λειτουργεί στην Ελλάδα και δηλώνει ότι δέχεται να κατατίθενται σ' αυτήν τα περιουσιακά στοιχεία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

- **Μεριδιούχοι**

Είναι τα φυσικά και νομικά πρόσωπα που κατέχουν μερίδια του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

- **Κανονισμός Λειτουργίας Α/Κ**

Σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν 2190/1994 απαραίτητη προϋπόθεση λειτουργίας Α Κ είναι η σύνταξη από την ΑΕΔΑΚ Κανονισμού λειτουργίας του Α Κ. Τον Κανονισμό πρέπει απαραίτητα να υπογράψει ο Θεματοφύλακας και ισχύει μόνο αν εγκριθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Πρόκειται για το σημαντικότερο συστατικό έγγραφο Αμοιβαίου Κεφαλαίου που περιλαμβάνει όλες τις διατάξεις που διέπουν τα της λειτουργίας του Α Κ τις σχέσεις Εταιρείας Διαχείρισης Θεματοφύλακα και μεριδιούχων καθώς και κάθε λεπτομέρεια περί την διαχείριση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

- **Ενημερωτικό Δελτίο Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Είναι το Δελτίο που υποχρεώνεται η Εταιρεία Διαχείρισεως να θέτει στη διάθεση κάθε νέου μεριδιούχου προκειμένου να γνωρίζει ό τι έχει σχέση με την Εταιρεία το Αμοιβαίο Κεφάλαιο και το Θεματοφύλακα Το ενημερωτικό δελτίο περιλαμβάνει τα συστατικά στοιχεία της Εταιρείας τον Κανονισμό Λειτουργίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου την τελευταία εξαμηνιαία κατάσταση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου την ημερομηνία σύστασης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και γενικά κάθε πληροφορία που είναι απαραίτητη στο μεριδιούχο για να σχηματίσει σαφή εικόνα για το Αμοιβαίο Κεφάλαιο

- **“Διαχείριση”**

Οι ενέργειες που αποσκοπούν στη διαχείριση του χαρτοφυλακίου των Αμοιβαίων Κεφαλαίων περιλαμβανομένου υποχρεωτικά του τριτοβαθμίου επιπέδου Δηλαδή του επιπέδου που αφορά την επιλογή μετοχών συγκεκριμένων εταιρειών ή άλλων τίτλων συγκεκριμένου εκδότη πλην του ελληνικού δημοσίου

Επισημαίνεται ότι ενέργειες συνδεδεμένες με τη σύνθεση χαρτοφυλακίων που περιορίζονται αποκλειστικά και μόνο σε πρωτοβάθμιο και δευτεροβάθμιο επίπεδο δεν νοούνται ως διαχείριση και ως εκ τούτου δεν συντρέχουν οι ειδικοί περιορισμοί που αφορούν τους διαχειριστές

Ως πρωτοβάθμιο επίπεδο επενδυτικής πολιτικής νοείται ο καθορισμός του ποσοστού μειζόνων κατηγοριών επενδύσεων ενός χαρτοφυλακίου π χ ποσοστό μετοχών γενικώς ποσοστό ομολόγων γενικώς ποσοστό διαθέσιμων γενικώς

Ως δευτεροβάθμιο επίπεδο επενδυτικής πολιτικής νοείται η ποσοστιαία κλαδική σύνθεση μιας μείζονος κατηγορίας επενδύσεων π χ ποσοστό τραπεζικών μετοχών ποσοστό κατασκευαστικών μετοχών ποσοστό μετοχών εταιρειών τροφίμων κ λ π

- **“Διαχειριστής”**

Φυσικό πρόσωπο που εμπλέκεται καθ οιονδήποτε τρόπο και στα τρία επίπεδα διαχείρισης ή τουλάχιστον στο τριτοβάθμιο επίπεδο Υποχρεωτικά νοούνται ως διαχειριστές ο Διευθύνων Σύμβουλος εάν υπάρχει ο Γενικός

Διευθυντής ο Αναπληρωτής Γενικός Διευθυντής και ο Διευθυντής  
Επενδύσεων της Εταιρείας



## **Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων**

Πρόκειται ουσιαστικά για μία εταιρεία με αποκλειστικό σκοπό τη λειτουργία και διαχείριση ενός ή περισσότερων αμοιβαίων κεφαλαίων. Μόνο οι εγκεκριμένες από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς Α Ε Δ Α Κ μπορούν να συγκροτούν αμοιβαία κεφάλαια.

Προκειμένου να συσταθεί μία Α Ε Δ Α Κ θα πρέπει να πληρούνται μια σειρά από προϋποθέσεις που έχουν σκοπό να εξασφαλίσουν την ικανότητα αυτών των εταιρειών να επενδύουν αλλά και τους υποψήφιους επενδυτές. Συγκεκριμένα βάσει των άρθρων και του Ν θα πρέπει

Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας να ανέρχεται τουλάχιστον σε ευρώ καταβλημένο σε μετρητά

Το του μετοχικού κεφαλαίου της Α Ε Δ Α Κ να ανήκει σε ανώνυμη εταιρεία μητρική εταιρεία που έχει ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο ολοσχερώς καταβλημένο ευρώ ή το ισόποσό τους σε ξένο νόμισμα. Το ποσοστό συμμετοχής της μητρικής εταιρείας στην Α Ε Δ Α Κ δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το του μετοχικού κεφαλαίου της τελευταίας.

Να πληρούνται συγκεκριμένες προϋποθέσεις που αφορούν την οργάνωση τα τεχνικά μέσα της εταιρείας καθώς και την ικανότητα των ατόμων που πρόκειται να διοικήσουν τη συγκεκριμένη Α Ε Δ Α Κ.

Τα βασικά καθήκοντα και οι υποχρεώσεις μιας εταιρείας διαχείρισης όπως αυτά προκύπτουν μέσα από τις διατάξεις των άρθρων του Ν και του Π Δ είναι τα ακόλουθα:

Σύσταση αμοιβαίου κεφαλαίου άρθρο Στην οποία περιλαμβάνονται η επιλογή θεματοφύλακα που θα πρέπει να είναι μία εκ των τραπεζών που λειτουργούν στην Ελλάδα και η υποβολή αίτησης για χορήγηση άδειας σύστασης η οποία θα πρέπει να περιλαμβάνει α αναλυτικό κατάλογο των στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου αξίας τουλάχιστον ευρώ β τον κανονισμό λειτουργίας του αμοιβαίου κεφαλαίου και γ

δήλωση του υποψηφίου θεματοφύλακα ότι αποδέχεται αυτή την αρμοδιότητα

Κατάθεση εντός τριών μηνών από την χορήγηση της άδειας σύστασης των στοιχείων του αρχικού ενεργητικού του θεματοφύλακα άρθρο

Έκδοση ονομαστικών τίτλων μερίδια στα οποία διαιρείται η περιουσία καθενός από τα αμοιβαία κεφάλαια που διαχειρίζεται άρθρο

Διαχείριση της περιουσίας του των αμοιβαίου κεφαλαίου χρησιμοποιώντας μέσα και τεχνικές με αντικείμενο κινητές αξίες άρθρο

Προσδιορισμός της καθαρής αξίας του αμοιβαίου κεφαλαίου της αξίας του μεριδίου καθώς και της τιμής διάθεσης και εξαγοράς κάθε εργάσιμη ημέρα άρθρο

Διάθεση των μεριδίων του των αμοιβαίων κεφαλαίων σε εκείνους που επιθυμώντας να καταστούν μεριδιούχοι καταβάλλουν την αξία των μεριδίων στην Α Ε διαχείρισης άρθρο

Εκπροσώπηση των μεριδιούχων ως προς τις έννομες σχέσεις από τη διαχείριση του αμοιβαίου κεφαλαίου και τα δικαιώματά τους επί του ενεργητικού άρθρο

Εξαγορά των μεριδίων εντός πέντε ημερών καταβάλλοντας μετρητά όταν ο μεριδιούχος υποβάλει γραπτή αίτηση και παραδώσει τα μερίδια στην εταιρεία άρθρο

Διανομή βασιζόμενη στη χρήση της των κερδών που προκύπτουν από την πώληση κινητών αξιών στους μεριδιούχους άρθρο

Σύνταξη του ενημερωτικού δελτίου κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου που διαχειρίζεται άρθρο

Σύνταξη στο τέλος κάθε εξαμήνου και διαχειριστικής χρήσης της εξαμηνιαίας και ετήσιας έκθεσης αντίστοιχα του αμοιβαίου κεφαλαίου άρθρο

Τροποποίηση του κανονισμού του των αμοιβαίου κεφαλαίου άρθρο

Πέρα των πιο πάνω βασικών λειτουργιών μία Α Ε διαχείρισης επιτρέπεται να συνάπτει μόνο βραχυχρόνια δάνεια για λογαριασμό ενός

αμοιβαίου κεφαλαίου αποκλειστικά από τις τράπεζες. Το ποσό του δανεισμού μπορεί να ανέλθει μέχρι και το 100% της καθαρής αξίας του αμοιβαίου κεφαλαίου. Επιπλέον η νομοθεσία επιτρέπει σε μία Α Ε Δ Α Κ να συνάπτει δάνεια για λογαριασμό της με τράπεζες ενώ το ποσό του δανεισμού δεν επιτρέπεται να ξεπερνά το 100% των ιδίων κεφαλαίων της. Σκοπός αυτών των κεφαλαίων πρέπει να είναι η απόκτηση ακινήτων που είναι απαραίτητα για την λειτουργία της.

## **Ένωση Θεσμικών Επενδυτών**

Η ένωση θεσμικών επενδυτών ΕΘΕ είναι ένα κλαδικό συλλογικό όργανο των αμοιβαίων κεφαλαίων και των ΕΕΧ. Η ΕΘΕ ιδρύθηκε το 1997, εποχή που η ύπαρξη της θεσμικής επένδυσης ήταν υποτυπώδης και λειτουργεί στα πρότυπα ανάλογων ενώσεων. Διοικείται από επταμελές συμβούλιο στο οποίο εκπροσωπούνται τα αμοιβαία κεφάλαια με τέσσερα μέλη και οι ΕΕΧ με τρία μέλη. Διατηρεί πέντε μόνιμες επιτροπές που μελετούν και προωθούν προτάσεις στα υπάρχοντα προβλήματα. Τα θέματα με τα οποία επιφορτίζονται οι εταιρείες είναι οικονομικά και στατιστικά θέματα μάρκετινγκ, φορολογικά, λογιστικά και επενδυτικά.

Η ΕΘΕ είναι μέλος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ένωσης Συλλογικών Επενδύσεων στην οποία εκπροσωπείται σε όλες τις επιτροπές της. Επίσης η ΕΘΕ έχει παρουσία συμμετοχή και εκπροσώπηση σε κρατικά εποπτικά όργανα: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, αλλά και σε άλλους συνδέσμους και ενώσεις: ΣΜΕΧΑ, ΣΕΒ, ΕΒΕΑ, ΕΕΤ.

Τέσσερις είναι οι βασικοί σκοποί της ένωσης όπως απορρέουν από το άρθρο του καταστατικού της:

- Προαγωγή και ανάπτυξη της δραστηριότητας των μελών της
- Μελέτη ζητημάτων κοινού ενδιαφέροντος των μελών της
- Προάσπιση των επαγγελματικών συμφερόντων των μελών της
- Προστασία του επενδυτικού κοινού

Οι τρεις πρώτοι σκοποί αποβλέπουν στην κατά το δυνατόν καλύτερη προώθηση των συμφερόντων των μελών της δημιουργώντας ένα ευνοϊκό πλαίσιο λειτουργίας τόσο από θεσμικής όσο και από φορολογικής πλευράς σκοποί που είναι κοινός σε κάθε κλαδική συλλογική ένωση. Ο εποπτικός αυτό έλεγχος που επιδιώκει να εφαρμόσει η ΕΘΕ είναι στο πλαίσιο του τέταρτου σκοπού της προστασίας του επενδυτικού κοινού. Αναγνωρίζοντας ότι τα συμφέροντα των μελών και η ανάπτυξη του κλάδου των αμοιβαίων κεφαλαίων βασίζονται στη δημιουργία συνθηκών όπου το επενδυτικό κοινό προστατεύεται επαρκώς, η ΕΘΕ προσπάθησε να ελέγξει εξ ιδίων τον τρόπο λειτουργίας των μελών της και να βάλει φραγμούς σε ανεπιθύμητη συμπεριφορά τους πέρα από τους όποιους κανονισμούς έχει θεσπίσει η

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Το αποτέλεσμα αυτών των ενεργειών ήταν ο Κώδικας Δεοντολογίας της ΕΘΕ

## **Έξοδα που βαρύνουν ένα Α/Κ**

Ένα πολύ σημαντικό στοιχείο που θα πρέπει να λάβει υπόψη του κάθε υποψήφιος επενδυτής είναι οι δαπάνες που επιβαρύνουν κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο. Η σημαντικότητα των δαπανών λειτουργίας και διάθεσης των αμοιβαίων κεφαλαίων έγκειται στο γεγονός ότι τα σχετικά έξοδα αφαιρούνται από το ενεργητικό προκειμένου να προσδιοριστεί η καθαρή αξία του αμοιβαίου κεφαλαίου. Συνεπώς όσο υψηλότερα είναι τα κόστη ενός αμοιβαίου κεφαλαίου τόσο μικρότερη θα είναι η καθαρή αξία αυτού και συνεπώς τόσο μικρότερη θα είναι η απόδοση των κεφαλαίων που έχει τοποθετήσει ένας επενδυτής στο συγκεκριμένο αμοιβαίο. Οι κατηγορίες δαπανών που βαρύνουν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο είναι οι ακόλουθες:

- ⇒ Προμήθειες
- ⇒ Αμοιβές διαχείρισης
- ⇒ Λειτουργικές δαπάνες
- ⇒ Αμοιβές και προμήθειες θεματοφύλακα

Όπως εύκολα γίνεται αντιληπτό οι περισσότερες από τις πιο πάνω κατηγορίες εξόδων που επιβαρύνουν τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν ουσιαστικά τα έσοδα και τις αμοιβές των Α Ε Δ Α Κ.

### **Δείκτης εξόδων**

Οι πηγές των εξόδων ενός αμοιβαίων κεφαλαίου είναι αρκετές και το μέγεθος τους εξαρτάται από το είδος του αμοιβαίου κεφαλαίου. Είναι σημαντικό ότι αυτά τα έξοδα μειώνουν την αξία του ενεργητικού και συνεπώς την καθαρή τιμή του μεριδίου με αποτέλεσμα να περιορίζεται η απόδοση των κεφαλαίων που επενδύουν οι μεριδιούχοι.

Ένας χρήσιμος δείκτης αναφορικά με τις δαπάνες είναι ο δείκτης εξόδων που υπολογίζεται συνήθως σε ετήσια βάση και προκύπτει από τον λόγο του συνόλου των δαπανών προς το μέσο όρο της καθαρής αξίας του ενεργητικού.

$$\text{Δείκτης εξόδων} = \frac{\text{ΣΥΝΟΛΟ ΕΞΟΔΩΝ}}{\text{ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΑΞΙΑΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ}}$$

Πέρα από τη σύγκριση του σχετικού δείκτη για μια σειρά αμοιβαίων που ενδιαφέρουν τον υποψήφιο μεριδιούχο εξίσου σημαντική είναι και η

παρακολούθηση του δείκτη αυτού για μια σειρά ετών διότι έτσι φανερώνεται και το πως εξελίσσεται διαχρονικά η αποτελεσματικότητα της διοίκησης του αμοιβαίου κεφαλαίου. Ο δείκτης θεωρείται ικανοποιητικός όταν προσεγγίζει τα επίπεδα του με Τέσσερα είναι τα βασικά σημεία που θα πρέπει να έχουν κατά νου οι υποψήφιοι μεριδιούχοι αναφορικά με τον δείκτη εξόδων

- ⇒ Τα μικρότερα αμοιβαία κεφάλαια τείνουν να εμφανίζουν υψηλότερο δείκτη εξόδων απ' ό,τι τα μεγαλύτερα τα οποία επωφελούνται από την ύπαρξη οικονομιών κλίμακας
- ⇒ Τα αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν στο εξωτερικό εμφανίζουν συνήθως υψηλότερο δείκτη εξαιτίας των υψηλότερων εξόδων έρευνας που συνεπάγεται η επένδυση σε αγορές του εξωτερικού
- ⇒ Τα αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν κυρίως σε μετοχές έχουν υψηλότερο δείκτη εξόδων από αυτά που επενδύουν ως επί το πλείστον σε ομόλογα
- ⇒ Σε σταθερούς όλους τους άλλους παράγοντες τα κόστη ενός αμοιβαίου κεφαλαία αυξάνονται καθώς αυξάνεται ο αριθμός των μεριδιούχων και συνεπώς και τα έξοδα εξυπηρέτησης αυτών. Συνεπώς αυξάνεται και ο σχετικός δείκτης

Τέλος θα πρέπει να τονιστεί ότι κατά τον υπολογισμό του δείκτη εξόδων δεν λαμβάνονται υπόψη και οι προμήθειες διάθεσης και εξαγοράς που εισπράττει η Α Ε Δ Α Κ

## **Επενδύσεις Αμοιβαίου κεφαλαίου**

Τα ρευστά διαθέσιμα ενός αμοιβαίου κεφαλαίου επιτρέπεται να επενδύουν μόνο σε

Κινητές αξίες εισηγμένες στην κύρια και παράλληλη αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών

Κινητές αξίες εισηγμένες στην κύρια αγορά του χρηματιστηρίου αξιών ή διαπραγματεύσιμες σε άλλη ελεγχόμενη αγορά κράτους μέλους της Ε Ε

Κινητές αξίες στην κύρια αγορά χρηματιστηρίου αξιών τρίτου εκτός Ε Ε κράτους ή σε κινητές αξίες που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε άλλη αγορά τρίτου εκτός Ε Ε

Νεοεκδιδόμενες κινητές αξίες εφόσον πληρούνται οι όροι που ορίζει το άρθρο του Ν

Λοιπές κινητές αξίες και πιστωτικούς τίτλους με την προϋπόθεση ότι το άθροισμα αυτών των αξιών δεν υπερβαίνει το της καθαρής αξίας του αμοιβαίου κεφαλαίου

Όμως υπάρχουν και σαφείς περιορισμοί ως προς τις επενδυτικές τοποθετήσεις που μπορεί να πραγματοποιήσει ένα αμοιβαίο κεφάλαιο. Σκοπός αυτών των περιορισμών είναι η αποφυγή απόκτησης πλήρους εξάρτησης του αμοιβαίου κεφαλαίου με απώτερο σκοπό την προστασία των υποψήφιων επενδυτών. Αναλυτικότερα βάσει του Προεδρικού Διατάγματος άρθρο σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο δεν επιτρέπεται

Η τοποθέτηση άνω του της καθαρής αξίας του αμοιβαίου κεφαλαίου σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη

Η τοποθέτηση άνω του της καθαρής αξίας του σε κινητές αξίες εκδοτών σε κάθε έναν από τους οποίους έχει επενδύσει ποσοστό μεγαλύτερο του της καθαρής αξίας του

Η τοποθέτηση άνω του της καθαρής αξίας του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη όταν οι κινητές αξίες έχουν εκδοθεί από κράτος μέλος της Ε Ε από οργανισμό τοπικής αυτοδιοίκησης κράτους μέλους από τρίτο εκτός Ε Ε κράτος ή από δημόσιο διεθνή οργανισμό στον οποίο συμμετέχουν περισσότερα κράτη μέλη καθώς και όταν οι κινητές



αξίες τελούν υπό την εγγύηση των παραπάνω προσώπων Ο περιορισμός αυτός αίρεται στην περίπτωση που ισχύουν μια σειρά αυστηρών όρων και προϋποθέσεων

Η απόκτηση μεριδίων αμοιβαίου κεφαλαίου που διαχειρίζεται η ίδια Α Ε διαχείρισης ή Α Ε διαχείρισης που είναι συνδεδεμένη με την Α Ε διαχείρισης του πρώτου αμοιβαίου κεφαλαίου

Η απόκτηση μεριδίων λοιπών οργανισμών συλλογικών επενδύσεων ανοικτού τύπου ανεξαρτήτως της μορφής τους εκτός και αν πρόκειται για Ο Σ Ε Κ Α έτσι όπως αυτές ορίζονται στην παράγραφο του άρθρου οπότε και επιτρέπεται η απόκτηση μεριδίων υπό την προϋπόθεση να μη υπερβαίνει το της καθαρής αξίας του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου

Η τοποθέτηση άνω του της καθαρής αξίας του ενεργητικού ενός αμοιβαίου σε ομόλογα του ίδιου εκδότη που εκδίδονται από πιστωτικό ίδρυμα που έχει την έδρα του σε κράτος μέλος της Ε Ε

Η απόκτηση άνω του των μετοχών χωρίς δικαίωμα ψήφου της ίδιας εταιρείας

Τέλος ένας περιορισμός που αφορά τις Α Ε Δ Α Κ και συνεπώς και τα αμοιβαία κεφάλαια είναι ότι για το σύνολο των αμοιβαίων κεφαλαίων που διαχειρίζεται δεν επιτρέπεται η απόκτηση άνω του των μετοχών με δικαίωμα ψήφου μιας εταιρείας

## **Πλεονεκτήματα επένδυσης σε Αμοιβαία Κεφάλαια**

### Ανταγωνιστικές αποδόσεις των επενδυόμενων κεφαλαίων

Τα αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν μέσο για την επίτευξη ικανοποιητικών αποδόσεων με την ταυτόχρονη πραγματοποίηση ευρύτερων οικονομικών στόχων. Φαίνεται από μελέτη των ιστορικών στοιχείων ότι αν ο υποψήφιος επενδυτής είναι διατεθειμένος να αναλάβει τον κίνδυνο που έχει η τοποθέτηση κεφαλαίων σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια θα έχει ως αποτέλεσμα ικανοποιητικές πραγματικές αποδόσεις. Εάν επίσης ο επενδυτής επιθυμεί να έχει τακτικές απολαβές από την επένδυσή του μπορεί να πετύχει κάτι τέτοιο με την τοποθέτηση των κεφαλαίων του σε σταθερού τύπου ή μικτά αμοιβαία κεφάλαια. Οι αποδόσεις αυτές θα είναι πιο ανταγωνιστικές των ομολόγων και των παραδοσιακών τραπεζικών προϊόντων.

### Επαγγελματική διαχείριση των κεφαλαίων

Η διαχείριση των χρημάτων του μεριδιούχου ενός αμοιβαίου κεφαλαίου από ομάδες επαγγελματιών με μεγάλη εμπειρία και υψηλό επίπεδο γνώσεων είναι ίσως το σημαντικότερο πλεονέκτημα που προσφέρουν τα αμοιβαία κεφάλαια. Οι διαχειριστές και αναλυτές των αμοιβαίων παρακολουθούν τις αγορές, αναλύουν τις οικονομικές εξελίξεις, ερευνούν και αναλύουν τις εταιρείες, αναζητούν ευκαιρίες στην αγορά των ομολόγων και λαμβάνουν αποφάσεις για τις κινητές αξίες που θα αγοραστούν ή θα πουληθούν.

### Δεν απαιτούνται μεγάλα κεφάλαια για επένδυση

Στα περισσότερα αμοιβαία υπάρχει ένα ελάχιστο όριο επένδυσης ευρώ. Ένα ποσό αρκετά χαμηλότερο από αυτό που θα έπρεπε να διαθέσει ένα άτομο προκειμένου να αναλάβει την επένδυσή του κάποιος επενδυτικός σύμβουλος.

### Ποικίλοι τρόποι αγοράς μεριδίων

Για την διάθεση των αμοιβαίων κεφαλαίων υπάρχει ένα ευρύ δίκτυο πώλησης.

### Λογικές προμήθειες και έξοδα

### Μείωση του επενδυτικού κινδύνου μέσω της διασποράς των επενδύσεων

Στα αμοιβαία κεφάλαια παρέχεται η δυνατότητα στον μεριδιούχο ακόμα και με ένα αρκετά χαμηλό χρηματικό ποσό να γίνει συμμετοχος σε χαρτοφυλάκιο με ικανοποιητική διασπορά

Ευρύ πεδίο επενδυτικών επιλογών

Δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης των μεριδίων

Εύκολη παρακολούθηση της επένδυσης

Είσπραξη ετήσιου μερίσματος με δυνατότητα επανεπένδυσης

Τα έσοδα των αμοιβαίων κεφαλαίων προέρχονται από τα μερίσματα των μετοχών που έχουν στο χαρτοφυλάκιο τους καθώς και από τους τόκους που πληρώνουν τα ομόλογα τα έντοκα και τα λοιπά χρεόγραφα που εμπεριέχονται σε αυτό Από τα έσοδα αυτά προκύπτει και η λεγόμενη μερισματική απόδοση των επενδύσεων Εκτός των

μερισμάτων και των τόκων μία άλλη πηγή εσόδων των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι η πώληση των μετοχών που έχουν στο χαρτοφυλάκιο τους Όταν ένα αμοιβαίο πουλά μετοχές σε υψηλότερη τιμή από τη τιμή κτήσης επιτυγχάνει κεφαλαιακά κέρδη

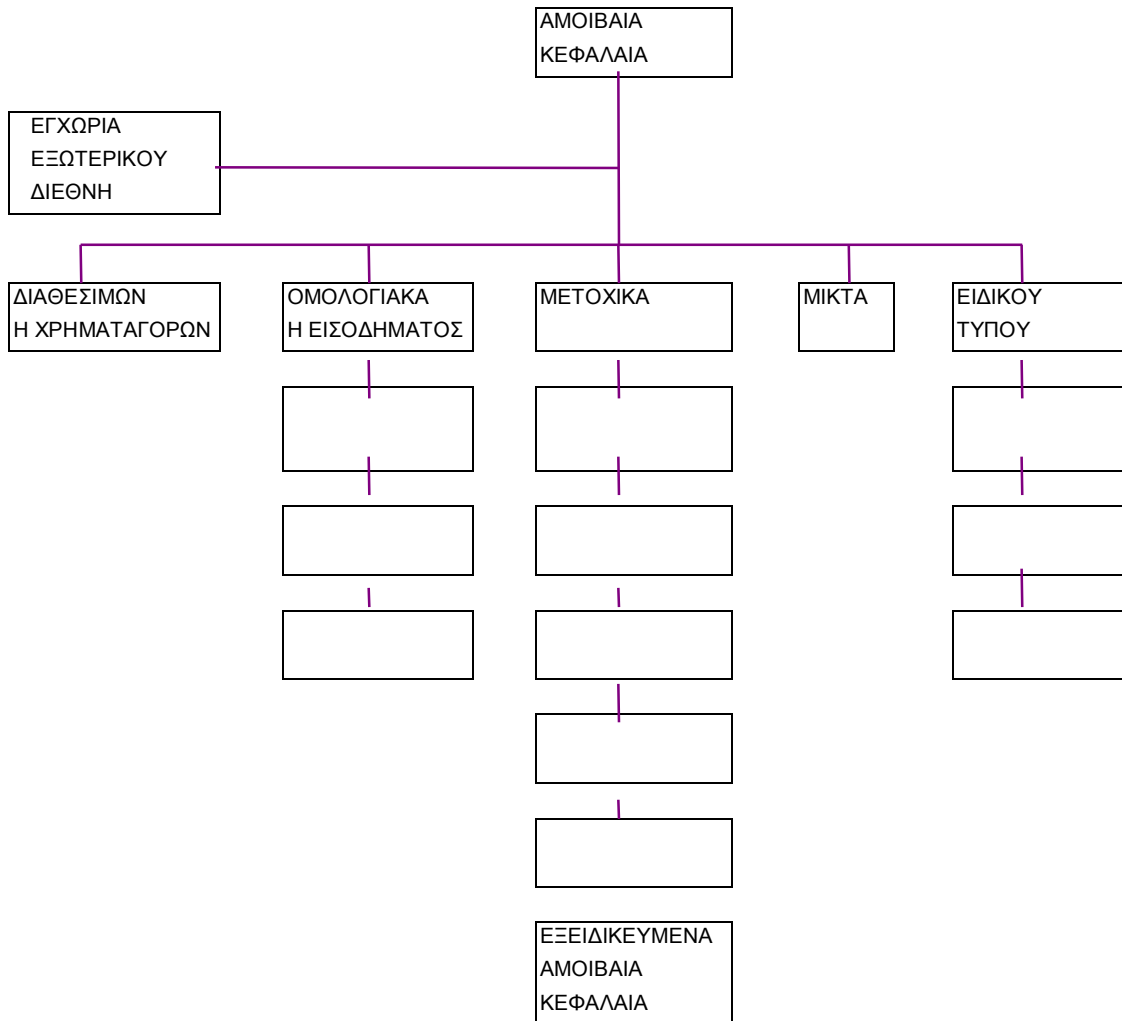
Από τα έσοδα αυτά η Α Ε Δ Α Κ αποφασίζει να διανείμει ένα ποσοστό ως μέρισμα Το ποσοστό που θα διανείμει ως μέρισμα εξαρτάται από την μερισματική πολιτική της εταιρείας η οποία με τη σειρά της επηρεάζεται από μια σειρά παραγόντων όπως οι στόχοι του αμοιβαίου κεφαλαίου οι εκτιμήσεις της Α Ε Δ Α Κ για την οικονομική κατάσταση και τις χρηματιστηριακές διακυμάνσεις το ύψος της επιθυμητής ρευστότητας κ α Το μέρισμα που διανέμεται αφαιρείται από το ενεργητικό προκειμένου να υπολογιστεί η καθαρή αξία του ενεργητικού και η καθαρή τιμή του μεριδίου Οι μεριδιούχοι έχουν την επιλογή είτε να εισπράξουν το μέρισμα είτε να το επανεπενδύσουν σε μερίδια του αμοιβαίου

Πλήρης διαφάνεια στις συναλλαγές και ασφάλεια από κινδύνους πτώχευσης

Ευέλικτοι τρόποι απόκτησης και χρησιμοποίησης των μεριδίων

Ευκολία στη διαχείριση αρχείων

## Κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων και η επενδυτική τους φιλοσοφία



Το κριτήριο για την διάκριση των αμοιβαίων κεφαλαίων σε κατηγορίες είναι η επενδυτική πολιτική που ακολουθεί το κάθε αμοιβαίο. Η πολιτική αυτή καθορίζει την τοποθέτηση των κεφαλαίων σε διάφορων ειδών κινητές αξίες δηλαδή καθορίζει τον τρόπο με τον οποίο θα διαρθρωθεί το χαρτοφυλάκιο κάθε αμοιβαίου. Η ακολουθούμενη επενδυτική πολιτική είναι με τη σειρά της συνάρτηση των στόχων κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου. Οι γενικότεροι στόχοι κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου περιλαμβάνονται στις ακόλουθες τρεις φάσεις

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

⇒ Εισόδημα και κεφαλαιακά κέρδη Συνδυασμός των δύο πιο πάνω στόχων

Στον παραπάνω πίνακα παρουσιάζονται όλες οι κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων σύμφωνα με την απόφαση της επιτροπής κεφαλαιαγοράς

Αμοιβαία κεφάλαια **διαχείρισης διαθεσίμων ή χρηματαγορών** είναι εκείνα που επενδύουν κυρίως στην αγορά χρήματος και κάποιο μικρό ποσοστό σε ομόλογα. Για να χαρακτηριστεί ένα αμοιβαίο ως διαχείρισης διαθεσίμων θα πρέπει να επενδύει το τουλάχιστον του ενεργητικού του σε προϊόντα της χρηματαγοράς και δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος. Απευθύνεται κυρίως σε βραχυπρόθεσμους επενδυτές και οι αποδόσεις του είναι συγκρίσιμες με τα αντίστοιχα τραπεζικά προϊόντα. Θεωρούνται ως τα πιο ασφαλή αμοιβαία, ενέχουν δηλαδή χαμηλό επενδυτικό κίνδυνο, μιας και οι επενδύσεις τους έχουν μέσο βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, δηλαδή τα κεφάλαια βρίσκονται κάθε φορά επενδυμένα για σχετικά περιορισμένο χρονικό διάστημα. Επιπλέον επενδύουν σε υψηλής ποσότητας χρεόγραφα που εκδίδονται από οργανισμούς που παρουσιάζουν την υψηλότερη δυνατή αξιοπιστία, όπως το ελληνικό δημόσιο και κρατικοί οργανισμοί ξένων χωρών. Τέλος ο περιορισμένος κίνδυνος που εμφανίζουν οφείλεται στην ικανοποιητική διαφοροποίηση που επιτυγχάνουν επενδύοντας σε πολλά και διαφορετικού εκδότη χρεόγραφα.

Αναλυτικότερα τα αμοιβαία αυτά επενδύουν συνήθως σε

- ⇒ έντοκα γραμμάτια του ελληνικού δημοσίου
- ⇒ τραπεζικές καταθέσεις σε ευρώ προθεσμίας και όψεως
- ⇒ καταθέσεις
- ⇒ καταθέσεις σε
- ⇒ καταθέσεις σε ξένο νόμισμα προθεσμίας και όψεως
- ⇒ ομόλογα του ελληνικού δημοσίου με ή χωρίς τοκομερίδια
- ⇒ ομόλογα της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων
- ⇒ ομολογίες δανείων σε ξένο νόμισμα

Παρόλο που τα αμοιβαία διαθεσίμων επενδύουν σε βραχυχρόνια επενδυτικά προϊόντα, οι διαχειριστές τους έχουν τη δυνατότητα να επιτυγχάνουν σχετικά υψηλές αποδόσεις. Όταν διαφαίνεται τάση αύξησης των

μελλοντικών επιτοκίων οι διαχειριστές περιορίζουν τον μέσο χρόνο λήξης των επενδύσεων του χαρτοφυλακίου. Με αυτόν τον τρόπο οι επενδύσεις λήγουν γρηγορότερα και οι διαχειριστές είναι σε θέση να επενδύσουν τα χρήματα σε συνεχώς υψηλότερες αποδόσεις. Αντίθετα όταν τα επιτόκια κινούνται πτωτικά οι των αμοιβαίων αυξάνουν το μέσο χρόνο λήξης των επενδύσεων του χαρτοφυλακίου τους.

Τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων είναι μια καλή λύση για άτομα που αποστρέφονται τον κίνδυνο καθώς και για εκείνους που ενδιαφέρονται για βραχυχρόνιες τοποθετήσεις των κεφαλαίων τους. Ωστόσο δεν ενδείκνυνται για μακροχρόνιες τοποθετήσεις αφού ουσιαστικά προσφέρουν αποδόσεις που συνήθως είναι ελαφρώς υψηλότερες του πληθωρισμού. Αποτέλεσμα αυτού είναι ότι η αγοραστική αξία των κεφαλαίων που επενδύονται σε αυτά να αυξάνεται οριακά ή να παραμένει στάσιμη δηλαδή τα κεφάλαια εκτίθενται στον ονομαζόμενο κίνδυνο του πληθωρισμού.

Αμοιβαία κεφάλαια **ομολόγων ή σταθερού εισοδήματος** είναι εκείνα τα αμοιβαία που επενδύουν σε ομόλογα και ομολογίες και καταφέρνουν να εξασφαλίζουν μια σχετικά σταθερή ροή εισοδήματος στους κατόχους των μεριδίων.

Αναλυτικότερα επενδύουν σε

⇒ ομόλογα του ελληνικού δημοσίου συνήθως μακράς χρονικής διάρκειας

⇒ ομόλογα κρατικών οργανισμών

⇒ ομόλογα της τοπικής αυτοδιοίκησης

⇒ ομόλογα

⇒ ομολογίες ιδιωτικών επιχειρήσεων ελληνικών και ξένων

⇒ ομολογίες εταιρειών ελληνικών και ξένων υψηλού κινδύνου

⇒ ομόλογα κρατικών οργανισμών ξένων χωρών

Επίσης επενδύουν ένα μικρό ποσοστό σε

⇒ έντοκα γραμμάτια του ελληνικού δημοσίου και γενικότερα στην ελληνική χρηματαγορά

⇒ χρηματαγορές άλλων χωρών

⇒ μετοχές εταιρειών σε πολύ μικρό ποσοστό που συνήθως δεν ξεπερνά το

Αυτή η κατηγορία των αμοιβαίων δεν είναι απαλλαγμένη από τον κίνδυνο. Το σύνολο της καθαρής αξίας του ενεργητικού καθώς και η καθαρή αξία των μεριδίων μπορεί να έχουν σημαντικές διακυμάνσεις. Η διακύμανση των αποδόσεων των συγκεκριμένων αμοιβαίων είναι αποτέλεσμα του ονομαζόμενου κινδύνου φερεγγυότητας και της διακύμανσης των επιτοκίων.

Ο κίνδυνος φερεγγυότητας μετρά την πιθανότητα αθέτησης της υπόσχεσης του εκδότη της ομολογίας να εκπληρώσει τις περιοδικές πληρωμές που απαιτούνται και στην λήξη της ομολογίας να αποπληρώσει την ονομαστική της αξία. Η πιθανότητα αθέτησης μεταβάλλεται ανάλογα με το ποιος είναι ο εκδότης. Όσο μεγαλύτερη είναι η φερεγγυότητα τόσο μικρότερος είναι ο σχετικός κίνδυνος. Τα ομόλογα και έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου θεωρούνται οι πιο ασφαλείς τοποθετήσεις που δεν ενσωματώνουν κανένα κίνδυνο, ενώ αυτά που ενέχουν τον περισσότερο κίνδυνο είναι τα που εκδίδονται από εταιρείες που αντιμετωπίζουν οξύ πρόβλημα επιβίωσης.

Τα αμοιβαία κεφάλαια εισοδήματος είναι κατάλληλα για επενδυτές που επιθυμούν να έχουν κάποιο σταθερό εισόδημα, αλλά και για αυτούς που θα χρειαστούν τα κεφάλαια που σήμερα διαθέτουν για επένδυση σε σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα. Παρόλο που οι αποδόσεις των ομολογιακών αμοιβαίων δεν είναι εξασφαλισμένη από κάθε κίνδυνο, ωστόσο η διακύμανση των αποδόσεών τους είναι σαφώς μικρότερη από αυτή των μετοχικών αμοιβαίων.

Για να χαρακτηριστεί ένα αμοιβαίο ως **μετοχικό** θα πρέπει τουλάχιστον το του ενεργητικού του κατά μέσο όρο τριμήνου να είναι επενδυμένο σε μετοχές διάφορες εταιρειών συνήθως εισηγμένων σε χρηματιστηριακές αγορές. Απευθύνονται κυρίως σε επενδυτές που επιθυμούν υψηλότερες αποδόσεις από αυτές των ομολογιακών και είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν ένα σημαντικό υψηλότερο κίνδυνο. Η καθαρή αξία του ενεργητικού και των μεριδίων των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσιάζει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα απ' όλες τις άλλες κατηγορίες αμοιβαίων. Ο λόγος είναι ότι σε καθημερινή βάση οι μετοχές διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια αξιών και

ανάλογα με τη προσφορά και τη ζήτηση οι τιμές τους διαμορφώνονται σε ένα συγκεκριμένο επίπεδο που τις περισσότερες φορές διαφέρει από της προηγούμενης ημέρας Άρα και η καθαρή αξία των μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων μεταβάλλεται επηρεαζόμενη από τις μεταβολές στις τιμές των μετοχών

Ανάλογα με τον σκοπό του κάθε αμοιβαίου καθορίζεται και η επενδυτική πολιτική που θα ακολουθεί Μερικά μετοχικά αμοιβαία θέτουν σαν πρώτιστο στόχο την επίτευξη κεφαλαιακών κερδών και άλλα την επίτευξη κάποιου εισοδήματος Κάθε κατηγορία μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων επενδύει σε διαφορετικές μετοχές Τα *aggressive growth funds* αποσκοπούν στην επίτευξη κεφαλαιακών κερδών δηλαδή στην όσο το δυνατόν μεγαλύτερη αύξηση της αξίας του ενεργητικού και των μεριδίων Επενδύουν σε μετοχές εταιρειών που επιτυγχάνουν σταθερά και για μεγάλο χρονικό διάστημα υψηλούς ρυθμούς αύξησης των εσόδων και των κερδών τους Αν και στο χαρτοφυλάκιο τους περιλαμβάνονται μετοχές και μικρού και μεσαίου μεγέθους εταιρειών το κριτήριο για την επένδυση σε μια εταιρεία δεν είναι το μέγεθος αυτής αλλά ο ρυθμός αύξησης των κερδών Τα *aggressive growth funds* έχουν σχετικά μικρό μέγεθος Ο λόγος είναι ότι μικρότερο είναι το μέγεθος του αμοιβαίου τόσο πιο ευέλικτο είναι Επίσης ακολουθούν και την πρακτική

αλλά και τη λήψη δανείων και επένδυση των δανειζομένων κεφαλαίων Με αυτό τον τρόπο αυξάνεται ακόμα περισσότερο ο κίνδυνος που ούτως ή άλλως αντιμετωπίζουν Τα ιστορικά διεθνή δεδομένα έχουν δείξει ότι τα χαρτοφυλάκια αυτού του τύπου επιτυγχάνουν ικανοποιητικές μέσες ετήσιες αποδόσεις σε μακροχρόνιο διάστημα αλλά οι τιμές τους υπόκεινται σε έντονες βραχυχρόνιες διακυμάνσεις ειδικότερα όταν το χρηματιστήριο κινείται πτωτικά Απευθύνονται επομένως σε επενδυτές που είναι διατεθειμένοι να επενδύσουν για μεγάλο χρονικό διάστημα και να ανεχτούν μεγάλες διακυμάνσεις

Τα αμοιβαία κεφάλαια *small-company funds* έχουν αρκετές ομοιότητες με την παραπάνω κατηγορία αλλά επενδύουν σε μετοχές μικρών επιχειρήσεων με καλές προοπτικές ο λόγος είναι ότι αυτές οι εταιρείες μπορεί να παρουσιάσουν υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης από τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις και είναι κατάλληλα για μακροχρόνιες τοποθετήσεις



κεφαλαίων και για επενδυτές που επιθυμούν κεφαλαιακά κέρδη και όχι μερίσματα

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

Η επόμενη κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων είναι τα *growth and income funds* και πρόκειται για αμοιβαία που επενδύουν σε μετοχές εταιρειών που έχουν καλές προοπτικές αλλά και σε μετοχές εταιρειών που δίνουν μέρισμα. Ένα μικρό μέρος του ενεργητικού τους μπορεί να τοποθετηθεί και σε μετατρέψιμες ομολογίες.

Η αύξηση του καθαρού ενεργητικού ή εξασφάλιση εισοδήματος μέσω μερισμάτων και ο μελλοντικός ρυθμός αύξησης των μερισμάτων είναι τα βασικά χαρακτηριστικά του χαρτοφυλακίου που δημιουργούν οι διαχειριστές αυτής της κατηγορίας. Είναι κατάλληλα για εκείνη την κατηγορία επενδυτών που επιθυμούν να έχουν κάποιο εισόδημα και δεν είναι διατεθειμένοι να δεχτούν τον κίνδυνο που έχουν τα

Τα *equity-income funds* διαφέρουν ελάχιστα από την προηγούμενη κατηγορία ως προς το ότι ο στόχος που κρίνεται ως πιο σημαντικός είναι η εξασφάλιση κάποιου εισοδήματος για τους μεριδιούχους χωρίς βέβαια να παραβλέπεται η προσπάθεια επίτευξης κεφαλαιακών κερδών. Για να πετύχουν το στόχο αυτό τα συγκεκριμένα αμοιβαία κεφάλαια συγκεντρώνουν στο χαρτοφυλάκιό τους μετοχές εταιρειών που πληρώνουν μέρισμα πάνω από το μέσο όρο ενώ το χαρτοφυλάκιό τους περιλαμβάνει και μετατρέψιμες ομολογίες.

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

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

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

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

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

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

Μία άλλη κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων είναι τα **Μικτά** που αφορούν αμοιβαία με μεγάλη ευελιξία στις επενδύσεις Στόχος τους είναι η εξασφάλιση ενός ικανοποιητικού εισοδήματος για του μεριδιούχους ενώ η πραγματοποίηση κεφαλαιακών κερδών δεν παραβλέπεται εντελώς Προκειμένου να καταφέρουν τα παραπάνω επενδύουν τόσο σε ομόλογα όσο και σε μετοχές Αναλυτικότερα επενδύουν σε

- ⇒ Μετοχές εταιρειών κοινές και προνομιούχες
- ⇒ ομόλογα διαφόρων εκδοτών και χρονικής διάρκειας
- ⇒ ομολογίες με ή και χωρίς δυνατότητα μετατροπής σε προνομιούχες μετοχές
- ⇒ χρηματαγορές Ελλάδος και εξωτερικού

Από την ποικιλία των επενδυτικών στοιχείων που περιλαμβάνονται σε αυτή τη κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων γίνεται αντιληπτό ότι αυτά επιτυγχάνουν ικανοποιητική διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους Ως αποτέλεσμα του είδους των επενδύσεων που πραγματοποιούν αλλά και του βαθμού διαφοροποίησης που επιτυγχάνουν οι αποδόσεις των μικτών αμοιβαίων παρουσιάζουν συνήθως μικρότερες διακυμάνσεις από αυτές των μετοχικών αλλά μεγαλύτερες από αυτές των ομολογιακών

Είναι κατάλληλα για μεσοπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα με έτη και για άτομα που επιθυμούν να εισπράττουν από τις επενδύσεις τους κάποιο εισόδημα χωρίς σημαντικές διακυμάνσεις

Στην Ελλάδα τα μικτά αμοιβαία είναι τα παλαιότερα το πρώτο ξεκίνησε το και σήμερα αποτελούν ένα σημαντικό κομμάτι της ελληνικής αγοράς των αμοιβαίων κεφαλαίων

Στην κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων **Ειδικού τύπου** περιλαμβάνονται αρκετά εξειδικευμένα αμοιβαία κεφάλαια Υπάρχουν οι ακόλουθες υποκατηγορίες

Τα *option-income funds* έχουν χαρτοφυλάκια που αποτελούνται από επενδύσεις σε Δηλαδή οι διαχειριστές των συγκεκριμένων αμοιβαίων αγοράζουν και πωλούν δικαιώματα αγοράς και πώλησης μετοχών. Αρκετοί πιστεύουν ότι τα συγκεκριμένα αμοιβαία έχουν υψηλό κίνδυνο εξ αιτίας της συμπερίληψης στο χαρτοφυλάκιο τους. Η αλήθεια είναι όμως ότι τα συγκεκριμένα προϊόντα μπορούν να χρησιμοποιηθούν και για να περιορίσουν τον κίνδυνο. Παραδείγματος χάρη, ο διαχειριστής ενός τέτοιου αμοιβαίου μπορεί αντί να αγοράσει μια συγκεκριμένη μετοχή σήμερα να αγοράσει το δικαίωμα αγοράς της στο μέλλον σε συγκεκριμένη τιμή πληρώνοντας σήμερα για αυτό το δικαίωμα. Αν η τιμή της μετοχής μειωθεί σε επίπεδο που δεν συμφέρει το διαχειριστή, αυτός δεν ασκεί το δικαίωμα και η ζημιά του περιορίζεται μόνο στο ποσό που έχει διαθέσει για να αγοράσει το δικαίωμα, ενώ αν είχε αγοράσει την μετοχή η ζημιά του θα ήταν πολύ μεγαλύτερη.

Ένα αμοιβαίο *Χρηματιστηριακών Δεικτών* είναι αυτό το οποίο αντιγράφει σε μεγάλο βαθμό τη διάρθρωση του χρηματιστηριακού δείκτη. Συγκροτείται δηλαδή από μετοχές εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών, οι οποίες συγκροτούν το γενικό δείκτη της συγκεκριμένης χρηματιστηριακής αγοράς. Η βαρύτητα που έχει η διάρθρωση των συγκεκριμένων μετοχών στο αμοιβαίο κεφάλαιο είναι σχεδόν ίδια με τη βαρύτητα που έχουν οι μετοχές αυτές στον γενικό δείκτη. Άρα στόχος του συγκεκριμένου αμοιβαίου είναι να επιτυγχάνει τις αποδόσεις του γενικού δείκτη με τον οποίο είναι συνδεδεμένος. Από πλευράς τοποθετήσεων των κεφαλαίων η συγκεκριμένη κατηγορία δεν διαφέρει σε τίποτα από τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια. Η διάρθρωση ενός μετοχικού αμοιβαίου γίνεται βάση των επιλογών του διαχειριστή του. Συνεπώς αγοράζοντας μερίδια μετοχικών αμοιβαίων δεν επενδύουμε στην γενικότερη πορεία της αγοράς όπως γίνεται με τα

αλλά στις συγκεκριμένες επιλογές των διαχειριστών. Τα είναι σχεδιασμένα να ακολουθούν ένα συγκεκριμένο δείκτη χρηματιστηρίου και όχι να τον ξεπερνούν από πλευράς αποδόσεων. Εξ αιτίας του γεγονότος ότι όλα τα αμοιβαία έχουν έξοδα που τα επιβαρύνουν, οι αποδόσεις τους ενδέχεται να είναι μικρότερες από τις μεταβολές του δείκτη. Έχουν επομένως σχεδιαστεί προκειμένου ο μικρού και μεσαίου μεγέθους επενδυτής να επενδύει συνολικά στη χρηματιστηριακή αγορά χωρίς να χρειάζεται μεγάλα κεφάλαια. Επενδύει κανείς σε όταν πιστεύει ότι η συγκεκριμένη

χρηματιστηριακή αγορά θα έχει καλή απόδοση και παράλληλα θέλει να αποφύγει το άγχος της παρακολούθησης συγκεκριμένων μετοχών ή όταν κάποιος δεν έχει τις γνώσεις να παρακολουθήσει συγκεκριμένες εταιρείες και μετοχές

Η επόμενη υποκατηγορία ειδικού τύπου αμοιβαίων κεφαλαίων είναι τα *fund-of-funds* τα οποία επενδύουν σε μερίδια άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων. Τέτοιου είδους αμοιβαία κεφάλαια δημιουργούνται κυρίως από μεγάλες Α Ε διαχείρισης αμοιβαίων οι οποίες εκτός των άλλων αμοιβαίων που διαθέτουν δημιουργούν και ένα ή περισσότερα αμοιβαία που περιλαμβάνουν μερίδια των υπόλοιπων που περιλαμβάνονται στη διαχείρισή τους. Η συνήθης δομή του χαρτοφυλακίου της κατηγορίας αυτής περιλαμβάνει κατά με μερίδια μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων και κατά το υπόλοιπο με μερίδια αμοιβαίων ομολογιών και χρηματαγορών. Η διαφοροποίηση που επιτυγχάνει το συγκεκριμένο αμοιβαίο είναι μεγαλύτερη από κάθε άλλο.

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

## **Παθητική Διαχείριση (Passive Management)**

Παθητική είναι η διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου όταν οι διαχειριστές δεν υποχρεώνονται να κάνουν αναθεωρήσεις του χαρτοφυλακίου με βάση τις δικές τους αναλύσεις και επιλογές. Το είδος της διαχείρισης υποθέτει ότι το χαρτοφυλάκιο δημιουργείται με συγκεκριμένους σκοπούς και κριτήρια και η ακολουθούμενη διαχείριση θα πρέπει να εξασφαλίσει τη συνέχιση των σκοπών αυτών και να προβεί σε αναγκαίες οριακές αναθεωρήσεις του χαρτοφυλακίου ώστε να μη παραβιαστούν τα κριτήρια.

Κλασσικά παραδείγματα παθητικής διαχείρισης είναι η διαχείριση χαρτοφυλακίων που δημιουργούνται με βάση το χαμηλό λόγο τιμής προς κέρδη ή μετοχών με μικρή κεφαλαιοποίηση ή μετοχών που προσφέρουν υψηλά μερίσματα ή μετοχών σε ορισμένο κλάδο. Η διαχείριση δεν αποσκοπεί στο να προβλέψει τη απόδοση του χαρτοφυλακίου αλλά στο να επιδιώξει να διατηρήσει τις μετοχές που πληρούν τα κριτήρια. Η απόδοση θα υπολογιστεί με βάση την προβλεπόμενη επιτυχία που έχει εξ αρχής η εφαρμοζόμενη επενδυτική στρατηγική σε σχέση με την εξέλιξη της αγοράς.

Την στρατηγική της παθητικής διαχείρισης που πρόσφατα γνωρίζει μεγάλη αποδοχή και ανάπτυξη ακολουθούν αμοιβαία κεφάλαια δεικτών. Ο χρησιμοποιώντας πέντε έτη παρατηρήσεων αμοιβαίων κεφαλαίων δεικτών μετοχών και ομολογιών διαπίστωσε ότι ο συντελεστής συσχετισμού των μηνιαίων αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων με τους αντίστοιχους δείκτες ήταν τουλάχιστον. Αυτό σημαίνει ότι τα αμοιβαία κεφάλαια πετυχαίνουν να ακολουθούν πιστά τους δείκτες με τους οποίους συνδέονται.

## ***Ενεργητική Διαχείριση (Active Management)***

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

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

Με εξαίρεση τα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών τα περισσότερα αμοιβαία κεφάλαια καταφεύγουν σε ενεργητική διαχείριση. Αυτό είναι και το μεγάλο πλεονέκτημα που προσφέρουν τα αμοιβαία κεφάλαια στους ατομικούς επενδυτές την ενεργητική διαχείριση από επαγγελματίες του είδους. Μπορούμε να αναφερθούμε σε ένα πρώτο συμπέρασμα που παραθέτει ο

ότι δηλαδή τα ενεργητικά διαχειριζόμενα αμοιβαία κεφάλαια κατά μέσο όρο δημιουργούν αξία. Το πρόβλημα είναι ότι δαπανώνται περισσότεροι πόροι απ' ό,τι η αξία που δημιουργείται.

## **Επενδυτικές Τεχνικές**

Μία επενδυτική φιλοσοφία οριοθετεί τα στοιχεία και τις μεταβλητές που λαμβάνονται υπ όψιν για τη δημιουργία και αναθεώρηση του χαρτοφυλακίου Επίσης προσδιορίζει τους στόχους και τη χρονική διάρκεια που έχουν αυτοί Το σημαντικότερο για τη δημιουργία μιας επενδυτικής φιλοσοφίας είναι η συνέπεια εφαρμογής της όχι μόνο κατά τη διάρκεια της περιόδου αλλά και από περίοδο σε περίοδο Και ενώ με τον ανώτερο ορισμό θα μπορούσαν να θεωρηθούν ότι υπάρχουν άπειρες επενδυτικές φιλοσοφίες θα αναφερθούμε μόνο σε δύο που είναι οι πλέον κλασσικές και βασίζονται είτε στην ανάλυση θεμελιωδών μεταβλητών είτε στην τεχνική ανάλυση

### **A ΘΕΜΕΛΙΩΔΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗ**

Σύμφωνα με την φιλοσοφία αυτή που αναπτύχθηκε μεταξύ άλλων από τον  $\pi$  η επιλογή των αξιόγραφων προς επένδυση γίνεται με βάση τις πληροφορίες για τα πραγματικά στοιχεία και την αξία του ενεργητικού όπως αυτά αντικατοπτρίζονται σε διάφορα μεγέθη του ισολογισμού και των αποτελεσμάτων χρήσεως καθώς και των αριθμοδεικτών τους Η σύγχρονη μετεξέλιξη της φιλοσοφίας αυτής εστιάζεται περισσότερο στο βασικό δημιουργό της αξίας σε μια επιχείρηση το μέγεθος των καθαρών χρηματοροών που αναμένεται να δημιουργηθούν στο μέλλον και τον κίνδυνο μεταβολής τους Άλλες τοποθετήσεις έγιναν εστιάζοντας όμως το ενδιαφέρον είτε στα παράγωγα των καθαρών χρηματοροών όπως είναι τα μερίσματα είτε στα συγκριτικά μεγέθη μιας εταιρείας με τα μέσα μεγέθη που επικρατούν στην αγορά όπως π χ ο λόγος τιμής προς κέρδη το μέγεθος της κεφαλαιοποίησης ή της τιμής του αξιόγραφου

Οι μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στη θεμελιώδη ανάλυση είναι ως μια προσπάθεια αναγνώρισης της αξίας του αξιόγραφου σε σχέση με την αξία που αποδίδεται στην αγορά Επειδή οι τιμές που παρατηρούνται στην αγορά δύνανται να υπερεκτιμούν ή να υποεκτιμούν την αξία των αξιόγραφων η θεμελιώδης ανάλυση υποβοηθείται από τη συγκριτική ανάλυση μεταξύ αξιόγραφων που θα οδηγήσουν σε εξάλειψη τυχόν προσωρινών αποκλίσεων από τις πραγματικές τιμές



## B ΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Μία δεύτερη επενδυτική φιλοσοφία που ακολουθείται είναι αυτή της τεχνικής ανάλυσης. Η φιλοσοφία αυτή απορρίπτει τη θεμελιώδη ανάλυση ως εργαλείο απόκτησης γνώσης της αξίας μιας εταιρείας και κατ' επέκταση των αξιόγραφών της. Αυτό που έχει σημασία για την τεχνική ανάλυση είναι το κλίμα που επικρατεί στη χρηματιστηριακή αγορά και κατ' επέκταση η συμπεριφορά των τιμών του αξιόγραφου κατά το παρελθόν σε συνεχείς περιόδους διαπραγμάτευσης. Έτσι η τιμή μιας μετοχής και κατά συνέπεια η αξία που αποδίδεται σε μια εταιρεία δεν είναι συνάρτηση των χρηματοροών που απορρέουν αλλά των τιμών που διαμορφώθηκαν σε προηγούμενες περιόδους. Η τεχνική ανάλυση μελετώντας ιστορικές τιμές προσπαθεί να αντλήσει πληροφορίες για μια συμπεριφορά που έγινε ώστε να γίνει επωφελής στους επενδυτές στο βαθμό που είναι επαναλήψιμη. Η αναγνώριση ενός κύκλου επαναληψιμότητας θα αποβεί επωφελής μόνον εφόσον κανείς ενεργήσει στην αρχή και ενώ ακόμη ο κύκλος μόλις άρχισε να διαγράφει την τροχιά του. Η τεχνική ανάλυση διακρίνεται σε διάφορα είδη ανάλογα με τις αρχές στις οποίες βασίζεται.

## Γ ΣΥΝΔΥΑΣΜΟΣ ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΥΣ ΚΑΙ ΤΕΧΝΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

Στη φιλοσοφία αυτή η θεμελιώδης ανάλυση παίζει το βασικό ρόλο της αρχικής δημιουργίας του χαρτοφυλακίου καθώς και των βασικών αναθεωρήσεων του. Ο ρόλος αυτός είναι συνυφασμένος με την μακροπρόθεσμη τοποθέτηση των χρημάτων και βασίζεται σε θεμελιώδεις μεταβλητές τόσο σε μακροοικονομικό επίπεδο (επιτόκιο, πληθωρισμός, ποσοστό μεταβολής ΑΕΠ) όσο και σε επίπεδο επιχείρησης (χρηματοροές, μερίσματα, λόγος τιμής προς κέρδη). Η τεχνική ανάλυση αντίθετα έχει ρόλο αναθεώρησης του χαρτοφυλακίου σε βραχυπρόθεσμη βάση χωρίς να διαταράσσονται τα βασικά χαρακτηριστικά του χαρτοφυλακίου. Έτσι η τεχνική ανάλυση δεν υποκαθιστά τη θεμελιώδη ανάλυση για την αξιολόγηση των αξιόγραφων υποβοηθά όμως τους διαχειριστές να επωφεληθούν από πρόσκαιρες ανισορροπίες στις τιμές και να διεκδικήσουν καλύτερη βαθμολόγηση στο τέλος του έτους.

## **Τεχνικές Επενδυτικών Στρατηγικών**

Οι επενδυτικές στρατηγικές δεν είναι αυτόνομες τεχνικές αλλά πηγάζουν από μια επενδυτική φιλοσοφία. Είναι η πρακτική εφαρμογή μιας φιλοσοφίας για το πώς τοποθετούνται οι επενδύσεις. Ως εκ τούτου αφορά συγκεκριμένες παραμέτρους κινδύνου, απόδοσης, βαθμού διαφοροποίησης, επιλέξιμων κλάδων, χρόνου και γεωγραφικής θέσης για τις οποίες επιλέγονται τα αξιόγραφα. Η επιλογή αυτών των παραμέτρων εξ αρχής καθώς και τα όρια μέσα στα οποία θα κυμαίνονται κατά τις τακτές ή έκτακτες αναθεωρήσεις του χαρτοφυλακίου συνιστούν την εφαρμογή μιας επενδυτικής στρατηγικής. Ενώ άπειρες επενδυτικές στρατηγικές θα μπορούσαν να δημιουργηθούν με τον καθορισμό διαφορετικών παραμέτρων, θα αναφερθούμε μόνο σε δύο οι οποίες χρησιμοποιούνται και έχουν ταυτόχρονα αποτελέσει αντικείμενο μελέτης. Πρόκειται για τη συμπεριφορά της στιγμιαίας επένδυσης και την τεχνική της συμπεριφοράς της αγέλης.

### **A) Συμπεριφορά στιγμιαίας επένδυσης**

Η τακτική στιγμιαίας επένδυσης είναι αυτή της αγοράς μετοχών που είχαν επιτυχείς αποδόσεις και της πώλησης μετοχών που είχαν κακές αποδόσεις. Η τακτική αυτή εφαρμόζει έναν απλοϊκό κανόνα ότι τα παρελθόν θα επαναληφθεί με τον ίδιο τρόπο, ώστε ο επενδυτής σπεύδει να αποκτήσει τα επιτυχημένα αξιόγραφα και να απορρίψει τα αποτυχημένα που τυχόν έχει. Παρ' όλο που μια τέτοια τεχνική δεν αναδεικνύει τις ικανότητες των διαχειριστών να αναλύσουν με επιτυχία τα αξιόγραφα που επιλέγονται για το χαρτοφυλάκιο, εν τούτοις είναι μια τεχνική που εφαρμόζεται

Οι και αναφέρονται στην ύπαρξη συναλλασσομένων στην αγορά που αγοράζουν αξιόγραφα όταν αυτά επιτυγχάνουν μεγάλες αποδόσεις. Όταν η συμπεριφορά αυτή ακολουθείται από μεγάλους θεσμικούς επενδυτές υπάρχει κίνδυνος από σημαντική παρέκκλιση από την τιμή ισορροπίας με αποτέλεσμα τη δημιουργία κερδοσκοπικής συμπεριφοράς με αποσταθεροποιητικές τάσεις στην αγορά. άποψη που ενστερνίζεται ο για τις συνθήκες που δημιουργούν παράλογη επενδυτική συμπεριφορά. Είναι σημαντικό επομένως

να διαπιστώνεται η συμπεριφορά των θεσμικών επενδυτών καθώς οι επενδυτικές τους τεχνικές δύναται να επηρεάσουν την κατάσταση στην αγορά

Από το οι και είχαν εξετάσει το θέμα της επενδυτικής συμπεριφοράς των αμοιβαίων κεφαλαίων Τα αποτελέσματά τους πιστοποιούν την τάση των αμοιβαίων κεφαλαίων να ακολουθούν τις επενδυτικές επιλογές των επιτυχημένων αμοιβαίων κεφαλαίων που βρίσκονται στην ίδια κατηγορία με αυτά που συναγωνίζονται Προφανώς η τακτική ακολούθησε τον αρχηγό να επιβάλλεται από το μικρό χρονικό διάστημα μέσα στο οποίο βαθμολογείται το αμοιβαίο κεφάλαιο το οποίο εξαναγκάζεται σε αυτή την τακτική για να μη μείνει έξω από την ομάδα των επιτυχημένων Πιο πρόσφατα οι και

επιβεβαίωσαν τις αρχικές διαπιστώσεις των και Σε ένα δείγμα αμοιβαίων κεφαλαίων την περίοδο εξέτασαν τη συμπεριφορά των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων καταγράφοντας τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου κάθε αμοιβαίου σύμφωνα με τις τριμηνιαίες εκθέσεις τους Παρατηρώντας Δε την απόδοση κάθε μετοχής ξεχωριστά δημιούργησαν μετρήσεις συμπεριφοράς αγοράς επιτυχημένων αξιόγραφων και πώλησης αποτυχημένων Από τα αποτελέσματα διαφαίνεται ότι από τα δηλαδή των αμοιβαίων κεφαλαίων επιδίδονται στην τεχνική της στιγμιαίας επένδυσης Η τελευταία αυτή διαπιστώνεται ότι ακολουθείται πιο έντονα από τα αμοιβαία κεφάλαια που προσανατολίζονται σε αξιόγραφα με δυνητικότητα ανάπτυξης και λιγότερο στα υπόλοιπα Επίσης οι διαχειριστές που εφάρμοσαν την τεχνική της στιγμιαίας επένδυσης κατά τα πρώτα πέντε έτη της μελέτης ήταν αυτοί που την εφάρμοσαν κατά κόρον στη δεύτερη πενταετία Αυτό υπογραμμίζει τη συνέπεια των διαχειριστών να ακολουθούν συγκεκριμένα επενδυτικά στυλ Τέλος από τα αποτελέσματα αναδεικνύεται το γεγονός ασυμμετρίας στη στιγμιαία επένδυση Ενώ τα αμοιβαία κεφάλαια επιδίδονται στην αγορά επιτυχημένων αξιόγραφων δεν επιδίδονται με τον ίδιο βαθμό και με συστηματικό τρόπο στην πώληση αποτυχημένων αξιόγραφων Αυτό πιθανώς να οφείλεται στην άρνηση των διαχειριστών να αποδεχτούν ότι έχουν σφάλει στην εκτίμησή τους ή ακόμη και στην αδυναμία να απεγκλωβιστούν από μετοχές λόγω υψηλού κόστους ρευστοποίησης

## **B) Συμπεριφορά αγέλης (Herding Behavior)**

Η τεχνική της συμπεριφοράς αγέλης αναφέρεται στην αγορά ή πώληση ίδιων αξιόγραφων στην ίδια περίοδο. Στο βαθμό που οι επενδυτικές κινήσεις ενός αμοιβαίου κεφαλαίου θα θεωρηθούν ότι γίνονται έπειτα από μεθοδευμένη και ικανή ανάλυση των δεδομένων της αγοράς και των μελλοντικών προσδοκιών τότε είναι λογικό να υπάρχει απομίμηση αυτών των κινήσεων. Αυτή είναι μια κλασική προσπάθεια των απληροφόρητων επενδυτών να επωφεληθούν από τις κινήσεις των πληροφορημένων επενδυτών συνήθως με κάποιο κόστος.

Στο βαθμό βέβαια που οι κινήσεις αυτές ακολουθούνται από επίσης πληροφορημένους επενδυτές όπως είναι οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων τότε υπάρχει αδυναμία εξήγησης. Εκτός βέβαια όπως προαναφέρθηκε η προσπάθεια να μην απομακρυνθούν από την επιτυχημένη ομάδα των αμοιβαίων κεφαλαίων να αναγκάζει τους διαχειριστές να επιδεικνύουν συμπεριφορά αγέλης. Βέβαια συμπεριφορά αγέλης θα μπορούσε να διαπιστώσει κανείς εσφαλμένα εάν οι διαχειριστές συνέβαινε να ακολουθούν τον ίδιο απλοϊκό κανόνα επένδυσης. Έτσι ο κανόνας της στιγμιαίας επένδυσης που αναφέραμε προηγουμένως που δείχνει να τον ενστερνίζεται σημαντικός αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων θα οδηγήσει μερικώς στο συμπέρασμα ότι υπάρχει ένας βαθμός συμπεριφοράς αγέλης ανάμεσα στα αμοιβαία κεφάλαια.

Στην πρώτη μελέτη της συμπεριφοράς αγέλης που αναφέρεται στη βιβλιογραφία οι και μελετώντας την τάση των αμοιβαίων κεφαλαίων να αγοράσουν ή να πουλήσουν το ίδιο αξιόγραφο δεν διαπίστωσαν σημαντική συμπεριφορά αγέλης. Ασθενής συμπεριφορά αγέλης διαπιστώθηκε από τους και οι οποίοι εξέτασαν τη συμπεριφορά των διαχειριστών συνταξιοδοτικών ταμείων και ανέδειξαν μια επίσης ασθενή σχέση μεταξύ παρελθουσών αποδόσεων αξιόγραφων και συμπεριφορά αγέλης. Προφανώς καλύτερη εξήγηση θα μπορούσε να είχε δοθεί στη σχέση αυτή αν είχαν ληφθεί υπ όψιν η τακτική της στιγμιαίας επένδυσης που πιθανώς ακολουθείται από τους διαχειριστές των συνταξιοδοτικών ταμείων.

Οι εκτός της στιγμιαίας επένδυσης μελετούν και το φαινόμενο της συμπεριφοράς αγέλης των διαχειριστών

αμοιβαίων κεφαλαίων Στο δείγμα των αμοιβαίων κεφαλαίων διαπίστωσαν ότι η μέση μέτρηση της συμπεριφοράς αγέλης είναι μικρή Παρόλο που η τάση συμπεριφοράς αγέλης είναι πιο έντονη κατά την αγορά επιτυχημένων αξιόγραφων και πώληση αποτυχημένων η συμπεριφορά αυτή είναι πολύ πιο αδύναμη για αμοιβαία κεφάλαια της ίδιας κατηγορίας Έτσι η επενδυτική τεχνική ακολουθείτε το πλήθος δεν έχει την ίδια ισχύ της τακτικής ακολουθείτε τον αρχηγό Προφανώς όπως συμπεραίνουν οι οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων επιδεικνύουν συμπεριφορά στιγμιαίας επένδυσης που έχει ως αποτέλεσμα να εκλαμβάνεται ως ένας ασθενής βαθμός συμπεριφοράς αγέλης

## **Διαδικασία Επιλογής Αμοιβαίου Κεφαλαίου**

Η διαδικασία επιλογής ενός αμοιβαίου θα πρέπει να χωριστεί σε δύο βήματα α ο επενδυτής θα πρέπει να καθορίσει τι θέλει να πετύχει επιλέγοντας ένα συγκεκριμένο αμοιβαίο και β βάσει των συμπερασμάτων του πρώτου βήματος ο υποψήφιος θα πρέπει να αναζητήσει το συγκεκριμένο αμοιβαίο που θα καλύψει αυτές τις ανάγκες του εφαρμόζοντας μια σειρά κριτηρίων αξιολόγησης

### **Προσδιορισμός των αναγκών και των χαρακτηριστικών του επενδυτή.**

Το καλύτερο σημείο για την έναρξη της διαδικασίας επιλογής του κατάλληλου αμοιβαίου κεφαλαίου είναι η εσωτερική αναζήτηση του ίδιου του επενδυτή Τρία είναι τα βασικά ερωτήματα θέματα που θα πρέπει να απαντήσει ο υποψήφιος επενδυτής σε αυτό το στάδιο της διαδικασίας επιλογής

- Ποιος είναι ο βασικός του στόχος σταθερό εισόδημα κεφαλαιακή αύξηση ή συνδυασμός και των δύο αυτών στόχων
- Πόσο κίνδυνο είναι διατεθειμένος να αναλάβει και
- Ποιος είναι ο επενδυτικός του ορίζοντας

### **Στόχος**

Εάν ο επενδυτής αναμένει από τα κεφάλαια που θα επενδύσει να έχει κάποιο εισόδημα τότε θα πρέπει να αναζητήσει αμοιβαία που να του εξασφαλίζουν μια σταθερή ροή εισοδημάτων Σε αυτή τη περίπτωση έχει δύο επιλογές Η μία είναι να επενδύσει σε ομολογιακά αμοιβαία τα οποία εξασφαλίζουν στους μεριδιούχους τους μια σχετικά σταθερή ροή χρημάτων μέσω των τόκων που εισπράττουν από τις επενδύσεις σε ομόλογα Η δεύτερη επιλογή είναι να επενδύσει στα επονομαζόμενα Πρόκειται για τα μικτά αμοιβαία καθώς και τις κατηγορίες

των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων και ονομάζονται έτσι διότι οι συνολικές τους αποδόσεις προκύπτουν τόσο από την αύξηση της αξίας του ενεργητικού τους όσο και από τα μερίσματα τους τόκους και τα κέρδη από τις συναλλαγές που πραγματοποιούν Φυσικά υπάρχουν και τα αμοιβαία

διαχείρισης διαθεσίμων για αυτούς που πρώτο μέλημα τους είναι η εξασφάλιση της ονομαστικής αξίας των επενδυμένων κεφαλαίων ενώ η ύπαρξη κάποιου εισοδήματος και η αύξηση του κεφαλαίου έρχεται σε δεύτερη μοίρα

### **Πόσο κίνδυνος είναι διατεθειμένος να αναλάβει ο επενδυτής**

Ο υποψήφιος μεριδιούχος θα πρέπει να αποφασίσει για το πόσο κίνδυνος θέλει να αναλάβει. Είδαμε κατά την παρουσίαση των διαφόρων κατηγοριών και υποκατηγοριών των αμοιβαίων κεφαλαίων ότι κάθε αμοιβαίο ενέχει ουσιαστικά και διαφορετικό κίνδυνο. Ο κίνδυνος ορίστηκε ως η διακύμανση που ενδέχεται να παρουσιάσουν οι αποδόσεις των διαφόρων αμοιβαίων. Συνεπώς ανάλογα με το πόσο ριψοκίνδυνος ή όχι είναι ένας επενδυτής μπορεί να στρέψει το ενδιαφέρον προς συγκεκριμένες κατηγορίες αμοιβαίων. Ο κίνδυνος που είναι διατεθειμένος να αναλάβει ένα επενδυτής είναι σε γενικές γραμμές συνάρτηση των ακόλουθων παραγόντων

- ⇒ των τρεχουσών οικονομικών συνθηκών και των προσδοκιών του ατόμου αναφορικά με τη μελλοντική τους εξέλιξη
- ⇒ το ύψος του εισοδήματος και του μεγέθους της οικογένειάς του
- ⇒ της γενικότερης οικονομικής του κατάστασης και
- ⇒ της ηλικίας του

Αν ο υποψήφιος επενδυτής επιθυμεί όσο το δυνατόν υψηλότερες αποδόσεις τότε θα πρέπει να είναι προετοιμασμένος να αποδεχτεί και λιγότερη ασφάλεια για τα κεφάλαιά του δηλαδή μεγαλύτερο κίνδυνο. Από την άλλη πλευρά το τίμημα για την εξασφάλιση των κεφαλαίων του είναι η χαμηλή απόδοση αυτών. Υπάρχει δηλαδή ένα αντιστάθμισμα μεταξύ απόδοσης και ασφάλειας. Άρα ο υποψήφιος μεριδιούχος πρέπει να αποφασίσει πιο είναι εκείνο το μίγμα απόδοσης κινδύνου που εξυπηρετεί καλύτερα τις ανάγκες του.

Τα αμοιβαία κεφάλαια ομολογιών και τα έχουν μικρότερο κίνδυνο απ' ό,τι τα μετοχικά αμοιβαία που στοχεύουν συνήθως στην αύξηση της αξίας των επενδυμένων κεφαλαίων. Ωστόσο το τίμημα του μικρότερου κινδύνου που ενέχουν είναι μικρότερες αναμενόμενες αποδόσεις.

### **Ποιος είναι ο χρονικός ορίζοντας του υποψήφιου επενδυτή**

Ένα ακόμα σημαντικό θέμα που θα πρέπει να αποσαφηνίσει ο κάθε επενδυτής είναι για πόσο χρονικό διάστημα σκοπεύει να επενδύσει τα χρήματά του. Η διάσταση του χρόνου είναι πολύ σημαντική για τον καθορισμό του είδους του αμοιβαίου κεφαλαίου που αρμόζει καλύτερα σε κάθε επενδυτή. Ιστορικά στοιχεία κυρίως του εξωτερικού έχουν αποδείξει ότι σε μακροχρόνια διαστήματα άνω των πέντε ετών τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια επιτυγχάνουν καλύτερες αποδόσεις έναντι των άλλων κατηγοριών. Λόγω όμως του υψηλού κινδύνου που ενέχουν τα μετοχικά αμοιβαία όταν ο χρονικός ορίζοντας της επένδυσης είναι βραχυπρόθεσμος ή μεσοπρόθεσμος δεν ενδείκνυται η συγκεκριμένη κατηγορία. Σε αυτές τις περιπτώσεις προτιμούνται τα αμοιβαία με μικρότερη διακύμανση στις αποδόσεις.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>

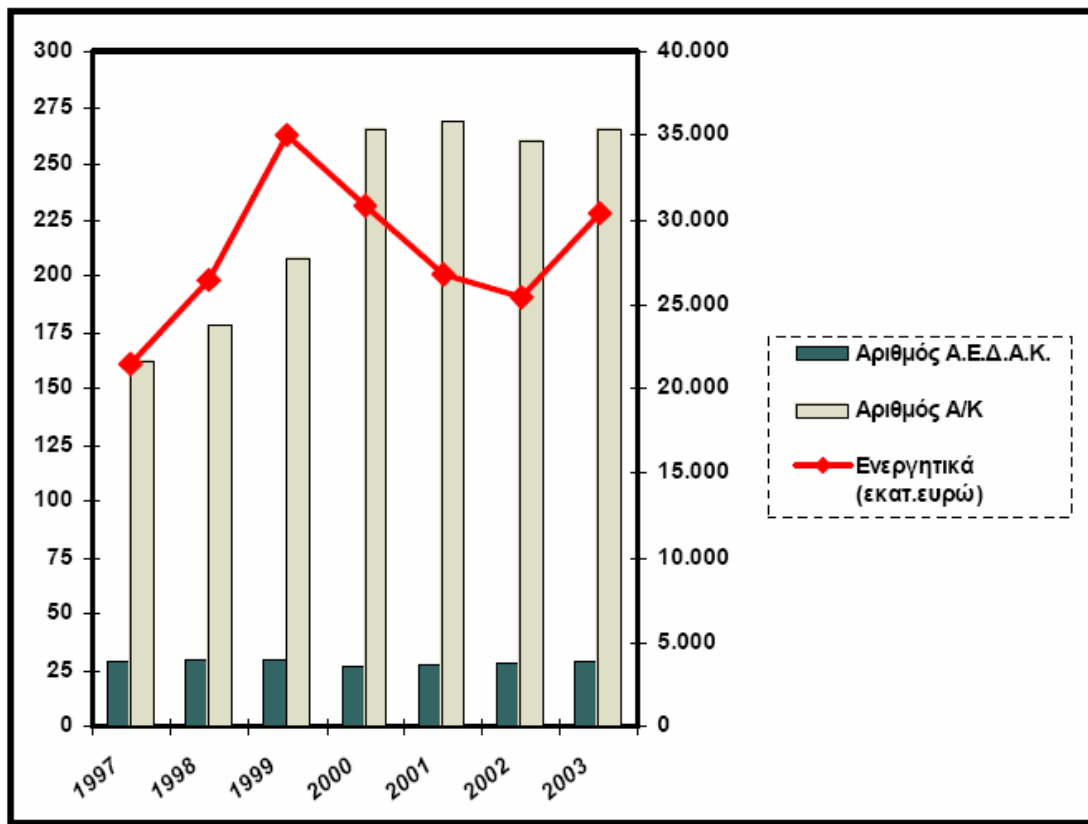
### Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Α/Κ ΚΑΤΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 2003

#### Α' Γενικός σχολιασμός της αγοράς

Μετά από συνεχή χρόνια υποχωρήσεως του συνολικού ενεργητικού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά το σημειώθηκε σημαντική αύξηση ενεργητικών της τάξης των δισ ευρώ με αποτέλεσμα η αγορά των Α Κ να διαμορφωθεί στις Δεκεμβρίου στα δισ ευρώ έναντι δισ ευρώ στις δισ ευρώ της και δισ ευρώ της

Ύστερα από αυτή τη εξέλιξη στις το ενεργητικό της αγοράς των Α Κ ξεπέρασε τα δισ ευρώ και επανήλθε στα επίπεδα του τέλους του

**Διάγραμμα 2.1** Διαχρονική εξέλιξη ενεργητικών αριθμού Α Κ και εταιρειών διαχειρίσεως



Στην παρατηρηθείσα κατά το αύξηση των ενεργητικών τους αγοράς συνέβαλαν τους οι κατηγορίες των Α Κ με κύριους τους πρωταγωνιστές τα Ομολογιακά Α Κ Εσωτερικού αύξηση εκ ευρώ τα Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού αύξηση δις ευρώ και τα μετοχικά εσωτερικού αύξηση εκατ ευρώ

Σημειώνουμε ότι στη δημιουργία θετικής εικόνας τους αγοράς συνέβαλαν και τους οι υποκατηγορίες Α Κ Εξωτερικού και Διεθνών οι οποίες παρουσίασαν σημαντικούς ρυθμούς ανάπτυξης τους προκύπτει από των κατωτέρω πίνακα πλην τους η συμβολή τους στην γενικότερη εικόνα δεν είναι σημαντική λόγω των μικρών όγκων ενεργητικών με τα οποία συμμετέχουν στην όλη αγορά

**Πίνακας 2.1**  
**Ενεργητικό Α/Κ ανά κατηγορία 2003,2002 και ετήσια μεταβολή**

	ΕΝΕΡΓ.	ΕΝΕΡΓ.	Δ%
	31/12/2003	31/12/2002	
<i>Ομολογιακά Εξ.</i>	748,6	524,9	42,6
<i>Ομολογιακά Διεθ.</i>	681,8	320,8	112,5
<i>Διαχ. Διαθ. Διεθ.</i>	151,6	33,4	354,6
<i>Μετοχικά Εξ.</i>	621,6	270,3	130,0
<i>Μετοχικά Διεθ.</i>	46,6	53,0	-12,1
<i>Μικτά Εξ.</i>	10,8	3,1	249,5
<i>Μικτά Διεθ.</i>	152,9	153,4	-0,3
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>2.413,9</b>	<b>1.358,8</b>	<b>77,6</b>

Πρέπει επίσης να σημειώσουμε ότι η θετική εικόνα του που περιγράψαμε θα ήταν ακόμα πιο εντυπωσιακή

Εάν η παρατηρηθείσα αύξηση των τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών αύξηση Γενικού Δείκτη συνοδευόταν από μια ανάλογη αύξηση του αριθμού των κυκλοφορούντων μεριδίων

Εάν δεν σημειωνόταν υποχώρηση των τιμών των ομολόγων στις διεθνείς αγορές η οποία επέδρασε στην αποτίμηση των ενεργητικών των Ομολογιακών Α Κ Εξωτερικού και Διεθνών και

Εάν δεν παρατηρείτο η τόσο σημαντική ανατίμηση του ευρώ έναντι του αμερικανικού δολαρίου η οποία επέδρασε αρνητικά τόσο στις αποτιμήσεις όσο και στις αποδόσεις των πάσης φύσεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων που επένδυσαν σε αμερικανικές μετοχές και ομόλογα

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

**Πίνακας 2.2**

**ΜΕΡΙΔΙΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

	<b>ΜΕΤΟΧΙΚΑ</b>	<b>ΜΙΚΤΑ</b>	<b>ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ</b>	<b>ΔΙΑΧ.ΔΙΑΘ.</b>
1997	107.048.579,58	328.108.319,93	1.125.818.635,21	2.596.190.834,79
1998	119.089.034,99	399.062.110,59	881.749.848,15	3.154.937.411,72
1999	904.969.033,56	334.633.217,59	627.167.653,14	2.294.362.053,25
2000	1.018.921.192,65	372.656.787,92	712.886.879,91	2.322.372.266,07
2001	935.770.211,59	819.986.661,53	894.812.469,69	1.668.600.964,00
2002	865.139.605,23	849.930.195,13	786.471.179,86	2.076.824.554,78
2003	914.128.113,8	501.446.866,45	1.082.389.787,83	2.984.743.933,91

**Πίνακας 2.3 Σύνολο μεριδίων Α/Κ 1997-2003**

	<b>ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΡΙΔΙΩΝ</b>
1997	4.157.166.369,51
1998	4.554.838.405,45
1999	4.161.131.957,54
2000	4.426.837.126,55
2001	4.319.170.306,81
2002	4.578.365.535,00
2003	5.482.708.701,99

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

Πίνακας 2.4

ΚΑΘΑΡΟ ΠΟΣΟ ΕΙΣΡΟΩΝ-ΕΚΡΟΩΝ ΚΕΦ.	
1/1/2003-31/12/2003 ΣΕ ΕΚΑΤ. ΕΥΡΩ	
Ομολογιακά Εσωτερικού	707,4
Ομολογιακά Εξωτερικού	238,9
Ομολογιακά Διεθνή	342,9
<b>ΥΠΟΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>1.289,2</b>
Διαχ. Διαθεσίμων Εσωτερικού	4.637,6
Διαχ. Διαθεσίμων Διεθνή	117,4
<b>ΥΠΟΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>4.755,0</b>
Μετοχικά Εσωτερικού	9,9
Μετοχικά Εξωτερικού	299,0
Μετοχικά Διεθνή	-12,2
<b>ΥΠΟΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>296,7</b>
Μικτά Εσωτερικού	-2.782,6
Μικτά Εξωτερικού	7,5
Μικτά Διεθνή	-6,2
<b>ΥΠΟΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>-2.781,3</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>3.559,6</b>

### **Β' Εταιρείες- Προϊόντα**

Ο συνολικός αριθμός των Α Ε Δ Α Κ ανήλθε στις σε έναντι το προηγούμενο έτος νέες εταιρείες ιδρύθηκαν και ξεκίνησαν διάθεση

των Αμοιβαίων Κεφαλαίων τους μία εταιρεία λύθηκε ενώ μία εταιρεία ανέλαβε τη διαχείριση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων άλλης Α Ε Δ Α Κ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α Ε Δ Α Κ ανέλαβε Α Κ της ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α Ε Δ Α Κ

Ο αριθμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στις διαμορφώθηκε σε έναντι στις μετά από τις διάφορες πραγματοποιηθείσες μεταβολές κατά τη διάρκεια του έτους συγχωνεύσεις ενάρξεις νέων λύσεις

**Πίνακας 2.5**

Ο ανά κατηγορία αριθμός Α/Κ διαμορφώθηκε στις 31/12/2003 ως εξής:

	ΔΙΑΧ. ΔΙΑΘΕΣ.	ΟΜΟΛ.	ΜΕΤΟΧ.	ΜΙΚΤΑ
<b>ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>	36	32	69	27
<b>ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ</b>		16	37	4
<b>ΔΙΕΘΝΗ</b>	4	17	13	10

Κατά το αυξήθηκε ο βαθμός συγκέντρωσης που παρατηρείται στην αγορά Α Κ δεδομένου ότι οι έξι μεγαλύτερες σε ενεργητικό εταιρείες διαμόρφωσαν το μερίδιο που κατέχουν στην αγορά σε έναντι της αρχής του έτους

Όσον αφορά τα μερίδια αγοράς που κατέχουν οι διάφορες εταιρείες στην αγορά παρατηρούμε ότι στο τέλος του έτους εταιρείες από τις μικρότερες εταιρείες του κλάδου κατείχαν μερίδιο αγοράς μικρότερο του

Από τις Εταιρείες κατά τη διάρκεια του σημείωσαν αύξηση των ενεργητικών τους και μείωση ενώ κατόρθωσαν να αυξήσουν το μερίδιο συμμετοχής τους στην αγορά

Οι μεταβολές θετικές και αρνητικές που σημείωσαν οι Εταιρείες στα ενεργητικά τους και τα μερίδια αγοράς κατά την διάρκεια του έτους οφείλονταν εκτός των άλλων τόσο στον αριθμό όσο και στην κατηγορία στην οποία ανήκουν τα Α Κ που διαχειρίζονται

Ακριβή συμπεράσματα πάνω σε αυτό προκύπτουν από την μελέτη του πίνακα που αναλύει ποσοστιαία κατά υποκατηγορία Α Κ το συνολικό ενεργητικό κάθε εταιρεία Διαχείρισεως και του πίνακα που αναλύει τα μερίδια αγοράς ανά Εταιρεία Διαχείρισεως

Παραθέτουμε επίσης κατωτέρω πίνακα διαχρονικής εξέλιξης του αριθμού των Α Κ ανά κατηγορία και υποκατηγορία έτη από τον οποίο προκύπτουν οι τάσεις που επικράτησαν στο χώρο των επενδυτών και η σαφής υπεροχή των διαφόρων κατηγοριών Α Κ εσωτερικού έναντι των αντίστοιχων Εξωτερικού και Διεθνών

Πρέπει να σημειώσουμε συγκρίνοντας τον αριθμό των Α Κ Εξωτερικού και Διεθνών των κατηγοριών Ομολογιακών και Μετοχικών με τα Α Κ Εσωτερικού αυτών των κατηγοριών ότι υπάρχει αντιστοιχία με τους όγκους ενεργητικών τους με σαφή υπεροχή του όγκου ενεργητικών των Α Κ Εσωτερικού

**Πίνακας 2.6**

ΕΤΟΣ	ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ			ΜΕΤΟΧΙΚΑ			ΜΙΚΤΑ			ΔΙΑΧ.ΔΙΑΘ.			ΣΥΝΟΛΑ
	ΕΣ.	ΕΞ.	ΔΙΕΘ.	ΕΣ.	ΕΞ.	ΔΙΕΘ.	ΕΣ.	ΕΞ.	ΔΙΕΘ.	ΕΣ.	ΕΞ.	ΔΙΕΘ.	
1997	41	14	9	29	3	2	19	3	2	32	1	4	159
1998	41	14	9	33	4	3	21	2	7	37	2	3	176
1999	43	14	10	53	7	6	22	3	5	40	2	3	208
2000	38	13	11	78	25	17	25	4	7	41	2	4	265
2001	33	13	17	76	31	21	25	2	9	36	2	4	269
2002	32	14	17	76	30	15	25	2	9	35	1	4	260
2003	32	16	17	69	37	13	27	4	10	36		4	265

Τέλος οφείλουμε να σημειώσουμε ότι η παρατηρούμενη στασιμότητα μετά το έτος στην αύξηση του αριθμού των Α Κ είναι αποτέλεσμα της κρίσης που εκδηλώθηκε στην ελληνική αγορά η οποία οδήγησε στη στρατηγική των εταιρειών να μην προβούν στην ίδρυση νέων Α Κ αλλά τουναντίον να συγχωνεύσουν Α Κ της ίδιας ή διαφορετικής κατηγορίας

Πίνακας 2.7 Κατανομή ενεργητικού κάθε Α Ε Δ Α Κ ανά κατηγορία Α Κ

Α Ε Δ Α Κ	Α/Κ	Ομολογιακά			Διαχ Διαθεσίμων			Μικτά			Μετοχικά		
		Εσωτ	Εξωτ	Δισβ.	Εσωτ	Εξωτ	Δισβ.	Εσωτ	Εξωτ	Δισβ.	Εσωτ	Εξωτ	Δισβ.
ΓΤΓ	10	16,24%	1,04%	4,65%	41,24%			20,00%		0,53%	4,24%	4,40%	
ΔΙΕΘΝΙΚΗ	20	7,07%	4,12%	0,10%	78,16%	1,24%		1,97%		0,18%	7,03%	0,14%	
ΑΙΡΙΑ	27	10,06%	4,19%	4,40%	59,10%			1,62%	0,05%		21,65%	1,04%	
ΙΝΤΕΡΝΑΤΙΟΝΑΛ	23	41,58%		1,20%	22,29%	2,62%		1,44%			29,55%	1,35%	0,06%
ΕΡΜΙΣ	10	16,50%			63,10%			2,91%			17,23%	0,20%	
ΛΤΕ	9	39,77%		2,89%	35,65%			0,19%		3,78%	10,66%		0,86%
ΙΝΓΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ	10	28,38%	2,66%		9,71%			13,21%			36,68%	9,32%	
ΛΑΦΑΝΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓ.	2	43,18%						56,82%					
ΠΕΡΙΛΩΣ	3				100,00%								
ΑΙ ΙΟ Ο ΑΙ Β	14	22,01%	11,06%		24,72%			1,50%		9,51%	26,25%	0,03%	0,40%
ΚΥΠΡΟΥ	5	10,50%			73,16%			1,17%			8,88%		
ΠΙΣΩ (ΓΛΩΣΣ)	10	11,29%		1,03%	42,97%						37,37%	6,53%	
ALUANIZ DRESDBER	14	44,72%		0,10%	0,33%			22,62%			17,31%	0,57%	0,35%
ΑΙ ΡΙΑ ΤΡΟΥΣΤ	11	0,10%	4,39%	0,95%	0,04%			4,25%			60,16%	0,03%	
ΑΔΙΠΣ	6	47,50%		1,58%	32,88%						17,63%		
ΓΓΝΙΚΟ Ι	8	39,05%		4,21%	19,42%			4,49%			29,01%	2,19%	
ΕΙ ΝΑ ΠΑ	7	4,75%			15,04%			1,66%			78,71%		3,92%
ΙΝΤΕΡΝΑΤΙΟΝΑΛ	8	47,39%			3,31%			19,30%		3,93%	25,95%		
ΑΒΝ ΑΜΡΟ	4	22,71%			54,26%						28,03%		
ΓΛΑ Ι ΝΙΚ Ι ΤΡΟΥΣΤ	6				79,03%				9,73%	1,28%	2,63%	6,81%	
ΕΥΡΩ Π Ι Α Ι Κ Η Π Ι Σ Τ Ι	11	23,90%	4,79%		20,01%			7,20%		0,73%	30,77%		1,52%
ΩΜΕΓΑ	7	18,51%			56,86%			1,42%			23,22%		
ΔΑΙΚΗ	4	16,11%			12,51%						72,38%		
ΜΑΡΓΙΝ	11			9,69%	10,17%			10,95%		6,79%	24,95%		21,40%
Ι.Ι. ΕΛΙΑ	3	43,87%			7,53%			48,31%					
ΑΤΤΙΚ Ι	4	23,24%			13,05%			55,24%			7,67%		
ΠΑΟ-ΟΝΔ	3			54,57%	24,89%						20,53%		
Π&Κ	4			31,33%	14,33%						49,93%		4,41%
ΠΡΟΙΟΝ	3			13,51%				17,07%					61,42%

**Πίνακας 2.8** Μεριδία των Α Ε Δ Α Κ στην αγορά των Α Κ στις μεταβολή τους

και ετήσια

Εταιρείες Διαχείρισης Α/Κ	Μερίδιο Αγοράς 31/12/2003	Δ Μεριδίου Αγοράς από 1/1/2003
ΕFG Α.Ε.Δ.Α.Κ.	25,65%	-5,73
ΔΙΕΘΝΙΚΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	25,26%	8,59
ΑΛΦΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	15,05%	2,82
INTERTRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ.	7,35%	-1,30
ΕΡΜΗΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	6,76%	-0,58
ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	3,11%	-0,85
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕΔΑΚ	2,36%	-0,62
Α.Ε.Δ.Α.Κ. ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	2,16%	0,88
ΑΛΙΣΟ ΑΙΓ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	1,85%	-0,58
ΚΥΠΡΟΥ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	1,56%	-0,63
HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ.	1,32%	-0,08
ALLIANZ DRESDNER Α.Ε.Δ.Α.Κ.	1,11%	-0,09
ΑΛΦΑ TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ.	0,80%	-0,21
ΑΣΠΙΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	0,73%	-0,17
ΓΕΝΙΚΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	0,56%	-0,24
ΕΓΝΑΤΙΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	0,46%	-0,14
INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ.	0,43%	-0,03
ΑΒΝ-ΑΜΡΟ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	0,30%	-0,23
ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ.	0,26%	0,24
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	0,24%	-0,04
ΩΜΕΓΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	0,18%	0,02
ΛΑΪΚΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	0,16%	-0,04
MARFIN Α.Ε.Δ.Α.Κ.	0,09%	0,02
Τ.Τ. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	0,08%	
ΑΤΤΙΚΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	0,08%	-0,02
PROFUND Α.Ε.Δ.Α.Κ.	0,07%	0,01
Π&Κ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	0,07%	0,01
PROTON Α.Ε.Δ.Α.Κ.	0,05%	0,03



### Γ) Λεπτομερής ανάλυση μεριδίων αγοράς όλων των κατηγοριών Α/Κ.

Στους κατωτέρω δύο πίνακες παρουσιάζονται α η μεταβολή των μεριδίων αγοράς των κατηγοριών μεταξύ των ετών β Τα μερίδια αγοράς κατά το έτος ανά κατηγορίες εσωτερικού εξωτερικού και διεθνή Από τον πρώτο πίνακα προκύπτει η σταθερότητα του μεριδίου των Ομολογιακών Α Κ η προοδευτική αύξηση του μεριδίου αγοράς των Α Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων και η αντίστροφη κίνηση του μεριδίου των μετοχικών Α Κ Σαφή συμπεράσματα δεν μπορούν να εξαχθούν για τα Μικτά Α Κ λόγω της κινητικότητας που παρατηρείται σε αυτήν την κατηγορία

Από το δεύτερο πίνακα προκύπτει ότι τα Α Κ Εσωτερικού και των κατηγοριών καταλαμβάνουν το της αγοράς τα Α Κ Εξωτερικού το και τα Διεθνή το Παρατηρείται μία σαφή προτίμηση των επενδυτών σε Α Κ Εσωτερικού

**Πίνακες 2.9, 2.10. Μερίδια αγοράς ανά κατηγορίες**

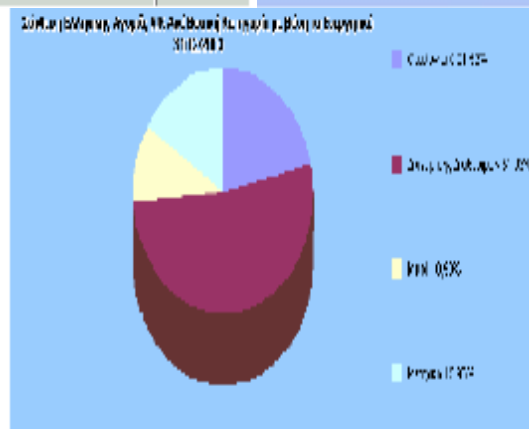
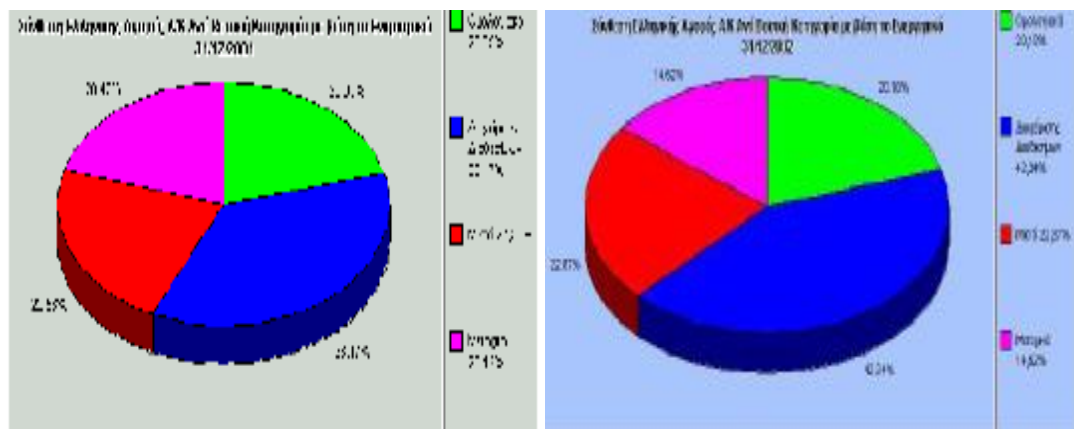
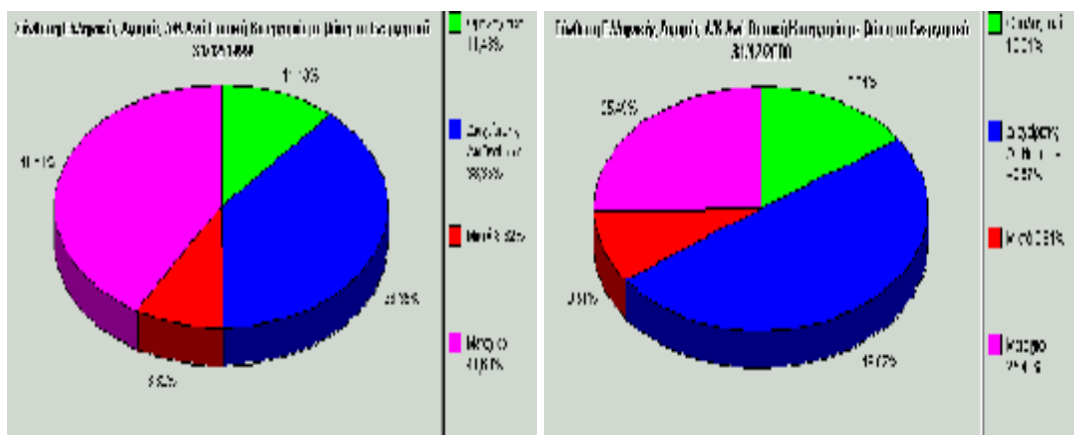
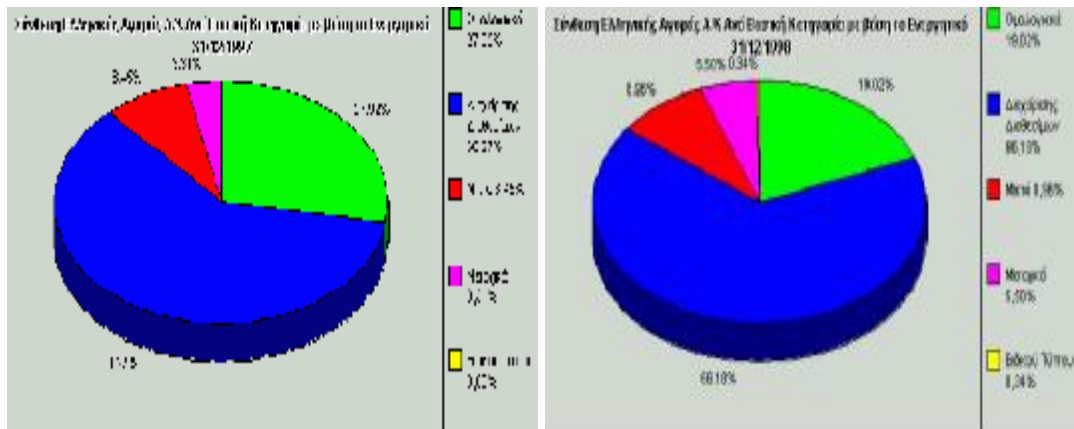
Α) ΜΕΡΙΔΙΑ ΑΓΟΡΑΣ 31/12/2001		31/12/2002	31/12/2003
Ομολ. Εσωτερικού	18,30%	16,85%	16,81%
Ομολ. Εξωτερικού	1,44%	2,07%	2,46%
Ομολ. Διεθνή	1,11%	1,26%	2,24%
<b>ΣΥΝΟΛΟ:</b>	<b>20,85%</b>	<b>20,18%</b>	<b>21,52%</b>
Μετοχ. Εσωτερικού	18,91%	13,35%	13,77%
Μετοχ. Εξωτερικού	1,11%	1,06%	2,04%
Μετοχ. Διεθνή	0,39%	0,21%	0,15%
<b>ΣΥΝΟΛΟ:</b>	<b>20,41%</b>	<b>14,62%</b>	<b>15,96%</b>
Διαχ. Διαθ. Εσωτερ.	35,99%	42,21%	51,44%
Διαχ. Διαθ. Εξωτερ.	0,03%	0,001%	
Διαχ. Διαθ. Διεθνή	0,16%	0,13%	0,50%
<b>ΣΥΝΟΛΟ:</b>	<b>36,18%</b>	<b>42,34%</b>	<b>51,93%</b>
Μικτά Εσωτερικού	21,87%	22,25%	10,05%
Μικτά Εξωτερικού	0,01%	0,01%	0,04%
Μικτά Διεθνή	0,67%	0,60%	0,50%
<b>ΣΥΝΟΛΟ:</b>	<b>22,55%</b>	<b>22,87%</b>	<b>10,59%</b>

Β) ΜΕΡΙΔΙΑ ΑΓΟΡΑΣ 31/12/2003 ΑΝΑ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ - ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ - ΔΙΕΘΝΗ	
Ομολ. Εσωτερικού	16,81%
Μετοχ. Εσωτερικού	13,77%
Διαχ. Διαθ. Εσωτ.	51,44%
Μικτά Εσωτερικού	10,05%
<b>ΣΥΝΟΛΟ:</b>	<b>92,07%</b>
Ομολ. Εξωτερικού	2,46%
Μετοχ. Εξωτερικού	2,04%
Μικτά Εξωτερικού	0,04%
<b>ΣΥΝΟΛΟ:</b>	<b>4,54%</b>
Ομολ. Διεθνή	2,24%
Μετοχ. Διεθνή	0,15%
Διαχ. Διαθ. Διεθνή	0,50%
Μικτά Διεθνή	0,50%
<b>ΣΥΝΟΛΟ:</b>	<b>3,39%</b>

Στα παρακάτω διαγράμματα παρουσιάζεται διαγραμματικά η διαχρονική εξέλιξη των μεριδίων αγοράς για κάθε κατηγορίας Α Κ για τα έτη

**Διαγράμματα 2.2- 2.8** Μεριδία αγοράς για κάθε κατηγορία Α Κ για τα έτη



## Δ) Ανάλυση επί μέρους υποκατηγοριών Α/Κ

### **Ομολογιακά Α/Κ**

#### Ομολογιακά Εσωτερικού

Με συνολικά ενεργητικά δις ευρώ στο τέλος του έτους έναντι δις ευρώ στην αρχή του τα Ομολογιακά Α Κ Εσωτερικού σημείωσαν ποσοστιαία αύξηση

Η αύξηση των ενεργητικών αυτής της υποκατηγορίας συνοδεύτηκε και από αύξηση των κυκλοφορούντων μεριδίων των επενδυτών κατά

Η μέση ετήσια αριθμητική απόδοση της υποκατηγορίας ανήλθε σε έναντι του έτους Το πρώτο σε απόδοση Α Κ της υποκατηγορίας παρουσίασε απόδοση ενώ από τα Α Κ της υποκατηγορίας υπερέβησαν σε ετήσια απόδοση το

#### Ομολογιακά Εξωτερικού

Τα Ομολογιακά Α Κ αυτής της υποκατηγορίας σημείωσαν σημαντική αύξηση ενεργητικών κατά στα εκατ ευρώ έναντι εκατ ευρώ της αρχής του έτους Η αύξηση των μεριδίων ανήλθε σε

Πάντως η μέση απόδοση της κατηγορίας Ομολογιακών Α Κ Εξωτερικού ανήλθε σε το από το προηγούμενο έτος όμως από τα Α Κ της υποκατηγορίας κατέγραψαν αποδόσεις άνω του και έως

#### Ομολογιακά Διεθνή

Σημαντική επίσης ανάπτυξη ενεργητικών και μεριδίων παρουσίασε η υποκατηγορία των Διεθνών Ομολογιακών Α Κ φθάνοντας τα εκατ ευρώ έναντι εκατ ευρώ της αρχής του έτους

Σε αυτήν την υποκατηγορία παρουσιάζεται σημαντικός έλεγχος της αγοράς από Α Κ που ελέγχει ποσοστό

Η μέση ετήσια αριθμητική απόδοση των Α Κ της κατηγορίας διαμορφώθηκε σε από ενώ από τα Α Κ της υποκατηγορίας αυτής σημείωσαν αποδόσεις άνω του και έως

## Μετοχικά Α/Κ

### Μετοχικά εσωτερικού

Η άνοδος του Γενικού Δείκτη του Χ Α κατά το οδήγησε το ενεργητικό των Μετοχικών Α Κ Εσωτερικού στα δις ευρώ έναντι δις ευρώ το

Η αύξηση αυτή όμως δεν ακολουθήθηκε από μεγάλη αύξηση του αριθμού των μεριδίων που σημείωσαν άνοδο ετησίως

Σημειώνουμε ότι η μέση απόδοση της κατηγορίας ανήλθε σε από ενώ όλα τα Α Κ με εξαίρεση ενός κατέγραψαν θετικές αποδόσεις άνω του και έως από τα Α Κ της κατηγορίας σημείωσαν αποδόσεις άνω του

### Μετοχικά Εξωτερικού

Θετική πορεία και άνοδο του ενεργητικού κατά στα εκατ ευρώ παρατηρήθηκαν και στα Μετοχικά Α Κ Εξωτερικού μετά από την πτώση κατά το Η άνοδος των τιμών στα ευρωπαϊκά και διεθνή χρηματιστήρια οδήγησε σε θετικό έδαφος τη μέση αριθμητική απόδοση της κατηγορίας που διαμορφώθηκε σε από από τα Α Κ της κατηγορίας σημείωσαν αποδόσεις άνω του και έως Σημειώνουμε ότι στη κατηγορία αυτή δραστηριοποιήθηκαν νέα Α Κ κατά τη διάρκεια του έτους

### Μετοχικά Διεθνή

Αντιθέτως μείωση του ενεργητικού σε ετήσια βάση κατά στα εκατ ευρώ έναντι εκατ ευρώ το σημειώθηκε στην κατηγορία των Διεθνών Α Κ Μετοχικών Η μέση απόδοση ανήλθε σε από ενώ από τα Α Κ της κατηγορίας κατέγραψαν αποδόσεις άνω του και έως

**Διάγραμμα 2.9**



### **Μικτά Α/Κ**

#### Μικτά Εσωτερικού

Η μείωση κατά του ενεργητικού των Μικτών Α Κ Εσωτερικού στα δις ευρώ έναντι πτώσης το δεν οφείλεται στη μείωση του ενεργητικού των επιμέρους Α Κ αλλά στη πορεία του μεγαλύτερου Α Κ της κατηγορίας Σημειώνουμε ότι μόνο από τα Α Κ της κατηγορίας είχαν μείωση του ενεργητικού τους Άλλωστε η μέση απόδοση της κατηγορίας διαμορφώθηκε σε από και Α Κ κατέγραψαν αποδόσεις άνω του και έως

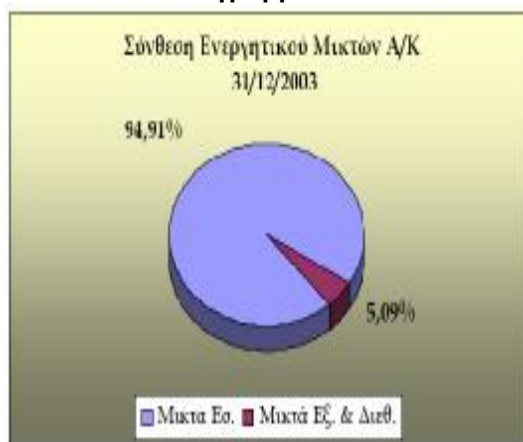
#### Μικτά Εξωτερικού

Με άνοδο ενεργητικού κατά έναντι μείωσης το έκλεισε η χρονιά για τα Μικτά Α Κ Εξωτερικού Το ενεργητικό ανήλθε σε εκατ ευρώ έναντι εκατ ευρώ ενώ νέα Α Κ δραστηριοποιήθηκαν μέσα στο έτος Η μέση απόδοση της κατηγορίας ανήλθε σε από

#### Μικτά Διεθνή

Περιορισμός των απωλειών παρατηρήθηκε στην κατηγορία των Διεθνών Α Κ Μικτών αφού το ενεργητικό σημείωσε μικρή μείωση στα εκατ ευρώ έναντι μείωσης το προηγούμενο έτος Η μέση απόδοση διαμορφώθηκε σε από το

**Διάγραμμα 2.10**



### **Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων**

#### Διαχείρισης Διαθεσίμων Εσωτερικού

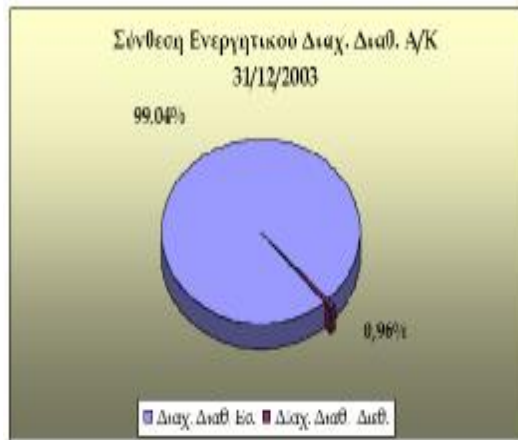
Αυτή η υποκατηγορία αποτελούμενη από Α Κ συγκέντρωσε το επενδυτικό ενδιαφέρον λόγω της γενικότερης κατάστασης της αγοράς με αποτέλεσμα να σημειώσει ετήσια αύξηση ενεργητικών της τάξεως και αύξηση μεριδίων. Το συνολικό ενεργητικό διαμορφώθηκε στα δις ευρώ από δις ευρώ το προηγούμενο έτος.

Η μέση απόδοση της κατηγορίας διαμορφώθηκε σε από Βέβαια σημειώνουμε ότι από τα Α Κ της κατηγορίας σημείωσαν αποδόσεις άνω του και έως

#### Διεθνή Διαχείρισης Διαθεσίμων

Η σημαντική άνοδος του ενεργητικού του μεγαλύτερου Α Κ της κατηγορίας των Διεθνών Α Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων οδήγησε όλη την κατηγορία σε αύξηση έναντι το προηγούμενο έτος. Το ενεργητικό στις εκατ ευρώ διαμορφώθηκε σε εκατ ευρώ έναντι εκατ ευρώ το προηγούμενο έτος.

**Διάγραμμα 2.11**



\* Τα στοιχεία αυτού του κεφαλαίου οι πίνακες και τα διαγράμματα είναι από το [έκθεμα 2.11](#) της ένωσης θεσμικών επενδυτών [www.fundgr.com](#)

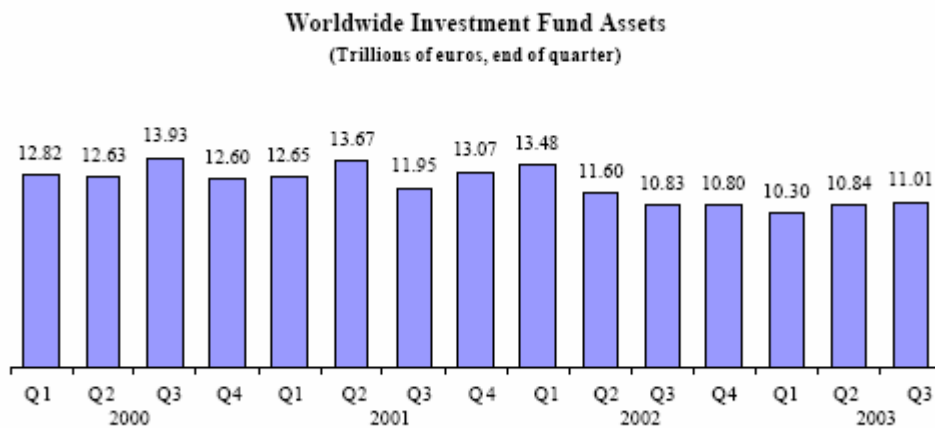
## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>

### Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ Α/Κ

Ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων έχει γνωρίσει τεράστια άνθηση τόσο σε εγχώριο όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο. Σύμφωνα με τα στοιχεία της Ευρωπαϊκής Ένωσης αμοιβαίων κεφαλαίων το τρίτο τρίμηνο του 2003 ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων σε παγκόσμιο επίπεδο έφτασε τα 11.013 και τα κεφάλαια που αυτά διαχειρίζονται τα 11.013 τρις.

Στους παρακάτω πίνακες παρατίθενται τα στοιχεία από την οποία παρουσιάζουν α) το ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων σε παγκόσμιο επίπεδο στο τέλος κάθε τριμήνου για τα έτη 2000-2003 β) Η σύνθεση του ενεργητικού σε παγκόσμιο επίπεδο ανά κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων γ) Τη σύνθεση του συνόλου των αμοιβαίων κεφαλαίων ανά κατηγορία και δ) την κατανομή του μεριδίου αγοράς ανά χώρα για το σύνολο του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων.

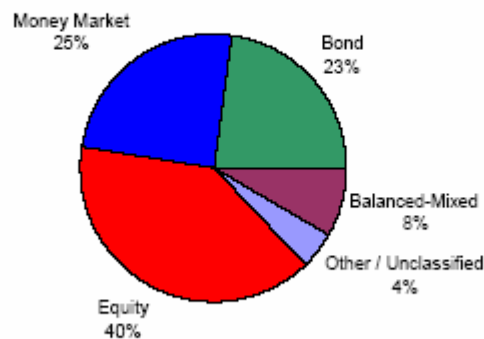
**Διάγραμμα 3.1** Ενεργητικό Α Κ σε παγκόσμιο επίπεδο ανά τρίμηνο για τα έτη





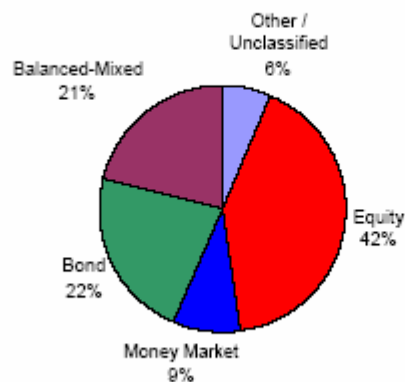
**Διάγραμμα 3.2** Η σύνθεση του ενεργητικού σε παγκόσμιο επίπεδο ανά κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων

**Composition of Worldwide Investment Funds, 2003:Q3**  
(Percent of total assets, end of quarter)



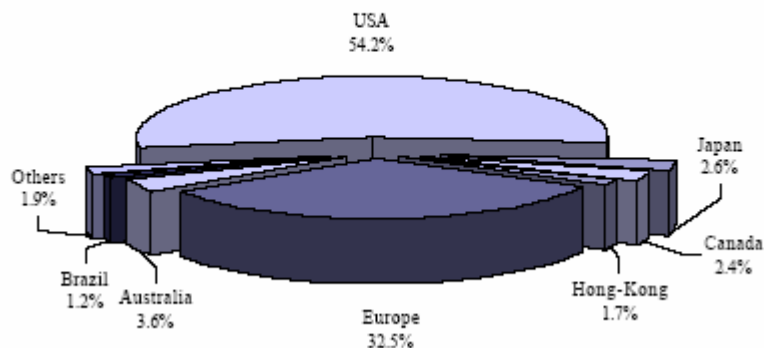
**Διάγραμμα 3.3** Σύνθεση του συνόλου των αμοιβαίων κεφαλαίων ανά κατηγορία

**Composition of Worldwide Investment Funds, 2003:Q3**  
(Percent of funds, end of quarter)



**Διάγραμμα 3.4** Κατανομή του μεριδίου αγοράς ανά γεωγραφική περιοχή για το σύνολο του ενεργητικού των Α Κ

**Worldwide Investment Fund Assets, 2003:Q3**  
(Market share, end of quarter)



Στους ακόλουθους πίνακες παρουσιάζονται το ενεργητικό των ΑΚ σε παγκόσμιο επίπεδο ανά χώρα για τα έτη 2013, 2014, 2015 καθώς και ο αριθμός των ΑΚ σε παγκόσμιο επίπεδο ανά χώρα για τα αντίστοιχα έτη. Το συνολικό ενεργητικό των ΑΚ διεθνώς την πενταετία 2013-2017 παρουσίασε αύξηση της τάξης του 30,4% ενώ ο αριθμός των ΑΚ που λειτουργούν διεθνώς για την ίδια πενταετία αυξήθηκε κατά 5,3%.

### Πίνακας 3.1 Ενεργητικό Α Κ ανά χώρα για τα έτη

#### Worldwide Total Net Assets of Mutual Funds<sup>1</sup>

(millions of U.S. dollars, end of year)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>World</b>	<b>\$9,343,272</b>	<b>\$11,391,138</b>	<b>\$11,871,061</b>	<b>\$11,654,904</b>	<b>\$11,324,131</b>	<b>\$13,957,564</b>
<b>Americas</b>	<b>5,867,187</b>	<b>7,264,471</b>	<b>7,424,146</b>	<b>7,433,144</b>	<b>6,776,291</b>	<b>7,969,224</b>
Argentina	6,930	6,990	7,425	3,751	1,021	1,916
Brazil	118,687	117,758	148,538	148,189	96,729	171,596
Canada	213,451	269,825	279,511	267,863	248,979	338,369
Chile	2,910	4,091	4,597	5,090	6,705	8,552
Costa Rica	N/A	N/A	919	1,577	1,738	2,754
Mexico	N/A	19,468	18,488	31,723	30,759	31,953
United States	5,525,209	6,846,339	6,964,667	6,974,951	6,390,360	7,414,084
<b>Europe</b>	<b>2,743,228</b>	<b>3,203,401</b>	<b>3,296,015</b>	<b>3,167,963</b>	<b>3,463,000</b>	<b>4,592,582</b>
Austria	57,447	56,254	56,549	55,211	66,877	87,982
Belgium	56,339	65,461	70,313	68,661	74,983	98,724
Czech Republic	556	1,473	1,990	1,778	3,297	4,083
Denmark <sup>2</sup>	19,521	27,558	32,485	33,831	40,153	49,533
Finland	5,695	10,318	12,698	12,933	16,516	29,967
France	626,154	656,132	721,973	713,378	845,147	1,148,446
Germany	190,520	237,312	238,029	213,662	209,168	276,319
Greece	32,122	36,397	29,154	23,888	26,621	38,394
Hungary	1,476	1,725	1,953	2,260	3,992	3,936
Ireland	50,337	95,174	137,024	191,840	250,116	360,425
Italy	439,701	475,661	424,014	359,879	378,259	478,734
Liechtenstein	N/A	N/A	N/A	N/A	3,847	8,936
Luxembourg	508,441	661,084	747,117	758,720	803,869	1,104,112
Netherlands	80,120	94,539	93,580	79,165	84,211	N/A
Norway	11,148	15,107	16,228	14,752	15,471	21,994
Poland	506	762	1,546	2,970	5,468	8,576
Portugal	22,574	19,704	16,588	16,618	19,969	26,985
Romania	N/A	N/A	8	10	27	36
Russia	29	177	177	297	372	851
Spain	238,917	207,603	172,438	159,899	179,133	255,344
Sweden	54,923	83,250	78,085	65,538	57,992	87,746
Switzerland	69,151	82,512	83,059	75,973	82,622	90,772
Turkey	N/A	N/A	N/A	N/A	6,002	14,164
United Kingdom	277,551	375,199	361,008	316,702	288,887	396,523
<b>Asia and Pacific</b>	<b>720,697</b>	<b>905,031</b>	<b>1,133,979</b>	<b>1,039,236</b>	<b>1,063,857</b>	<b>1,361,298</b>
Australia	44,124 <sup>a</sup>	N/A	341,955	334,016	356,304	518,411
Hong Kong	98,767	182,265	195,924	170,073	164,322	255,811
India	8,685	13,065	13,507	15,284	20,364	29,800
Japan	376,533	502,752	431,996	343,907	303,191	349,148
Korea, Rep. of	165,028	167,177	110,613	119,439	149,544	121,488
New Zealand	7,250	8,502	7,802	6,564	7,505	9,641
Philippines	N/A	117	108	211	474	792
Taiwan	20,310	31,153	32,074	49,742	62,153	76,205
<b>Africa</b>	<b>12,160</b>	<b>18,235</b>	<b>16,921</b>	<b>14,561</b>	<b>20,983</b>	<b>34,460</b>
South Africa	12,160	18,235	16,921	14,561	20,983	34,460

<sup>1</sup>Funds of funds are not included. Data include home-domiciled funds, except for Hong Kong, Korea, and New Zealand, which include home- and foreign-domiciled funds.

<sup>2</sup>Before 2003, data include special funds reserved for institutional investors.

<sup>a</sup>Data as of 09/30/1998.

N/A=Not available

Note: Components may not add to total because of rounding. For more worldwide mutual fund statistics, visit ICI's website at [www.ici.org/stats/mf/arcglo/index.html](http://www.ici.org/stats/mf/arcglo/index.html).

Sources: European Federation of Investment Funds and Companies, Investment Company Institute, and other national mutual fund associations

**Πίνακας 3.2 Αριθμός Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανά χώρα για τα έτη**

**Table 38**

**Worldwide Number of Mutual Funds<sup>1</sup>**

(end of year)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>World</b>	<b>50,835</b>	<b>52,746</b>	<b>51,692</b>	<b>52,849</b>	<b>54,110</b>	<b>54,015</b>
<b>Americas</b>	<b>10,376</b>	<b>11,499</b>	<b>12,676</b>	<b>13,449</b>	<b>13,884</b>	<b>13,921</b>
Argentina	229	224	226	219	211	186
Brazil	1,601	1,760	2,097	2,452	2,755	2,805
Canada	1,130	1,328	1,627	1,831	1,956	1,887
Chile	102	116	144	177	226	414
Costa Rica	N/A	N/A	122	115	128	129
Mexico	N/A	280	305	350	364	374
United States	7,314	7,791	8,155	8,305	8,244	8,126
<b>Europe</b>	<b>20,107</b>	<b>22,095</b>	<b>25,524</b>	<b>26,821</b>	<b>28,972</b>	<b>27,987</b>
Austria	704	693	760	769	808	833
Belgium	631	784	918	1,041	1,141	1,224
Czech Republic	56	62	70	65	76	58
Denmark <sup>2</sup>	226	292	394	451	485	400
Finland	114	176	241	275	312	329
France	6,274	6,511	7,144	7,603	7,773	7,902
Germany	793	895	987	1,077	1,092	1,050
Greece	179	208	265	269	260	265
Hungary	66	87	86	89	90	96
Ireland	851	1,060	1,344	1,640	1,905	1,978
Italy	703	816	967	1,059	1,073	1,012
Liechtenstein	N/A	N/A	N/A	N/A	111	137
Luxembourg	4,524	5,023	6,084	6,619	6,874	6,578
Netherlands	334	348	494	N/A	680	N/A
Norway	264	309	380	400	419	375
Poland	38	62	77	94	107	112
Portugal	189	214	195	202	170	160
Romania	N/A	N/A	16	24	20	21
Russia	28	27	37	51	57	132
Spain	1,866	2,150	2,422	2,524	2,466	2,471
Sweden	366	412	509	507	512	485
Switzerland	325	348	368	313	512	441
Turkey	N/A	N/A	N/A	N/A	242	236
United Kingdom	1,576	1,618	1,766	1,749	1,787	1,692
<b>Asia and Pacific</b>	<b>20,161</b>	<b>18,892</b>	<b>13,158</b>	<b>12,153</b>	<b>10,794</b>	<b>11,641</b>
Australia	569 <sup>a</sup>	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Hong Kong	712	832	976	952	942	963
India	97	155	234	297	312	350
Japan	4,534	3,444	2,793	2,867	2,718	2,617
Korea, Rep. of	13,442	13,606	8,242	7,117	5,873	6,726
New Zealand	633	622	607	588	577	563
Philippines	N/A	15	18	20	21	21
Taiwan	174	218	288	312	351	401
<b>Africa</b>	<b>191</b>	<b>260</b>	<b>334</b>	<b>426</b>	<b>460</b>	<b>466</b>
South Africa	191	260	334	426	460	466

<sup>1</sup>Funds of funds are not included. Data include home-domiciled funds, except for Hong Kong, Korea, and New Zealand, which include home- and foreign-domiciled funds.

<sup>2</sup>Before 2003, data include special funds reserved for institutional investors.

<sup>a</sup>Data as of 09/30/1998.

N/A=Not available

Note: For more worldwide mutual fund statistics, visit ICI's website at [www.ici.org/stats/mf/arcglolindex.html](http://www.ici.org/stats/mf/arcglolindex.html).

Sources: European Federation of Investment Funds and Companies, Investment Company Institute, and other national mutual fund associations

\* Τα στοιχεία αυτού του κεφαλαίου οι πίνακες και τα διαγράμματα είναι από τα \_\_\_\_\_ της και της \_\_\_\_\_ και \_\_\_\_\_

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup> MORNINGSTAR

### *Ιστορικά στοιχεία για την εταιρεία Morningstar*

Η με έδρα το Σικάγο αποτελεί σήμερα την μεγαλύτερη εταιρεία παροχής πληροφοριών και αναλύσεων για αμοιβαία κεφάλαια μετοχές και επενδυτικά ασφαλιστικά προϊόντα. Ως ανεξάρτητη εταιρεία δεν έχει συμφέρον σε κάποιο αμοιβαίο κεφάλαιο μετοχή ή άλλο ασφαλιστικό προϊόν. Για το λόγο αυτό τόσο οι πληροφορίες που παρέχει όσο και οι αναλύσεις που κάνει είναι ανεξάρτητες και οι σχολιασμοί των αναλυτών ιδιαίτερα αντικειμενικοί.

Η ιδρύθηκε το από τον Η ίδρυση της και η έκδοση του πραγματοποιήθηκαν όταν η αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων αναπτύσσονταν με πρωτοφανείς ρυθμούς. Την περίοδο αυτή οι επενδυτές δεν μπορούσαν να έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες για τις αποδόσεις των αμοιβαίων είτε επειδή αυτές δεν υπήρχαν είτε επειδή η πρόσβαση ήταν πολύ ακριβή. Έτσι η πλειοψηφία των επενδυτών δεν διέθετε τα απαραίτητα εργαλεία για να επιλέξει να αναλύσει και να επενδύσει αποτελεσματικά σε αμοιβαία κεφάλαια.

Ο πίστευε ότι αυτές οι πληροφορίες θα έπρεπε να είναι διαθέσιμες στο ευρύ επενδυτικό κοινό κυρίως επειδή τα αμοιβαία κεφάλαια δημιουργήθηκαν ακριβώς για να παρέχουν στον απλό επενδυτή οφέλη που μέχρι τότε καρπώνονταν επενδυτές με μεγάλο διαθέσιμο κεφάλαιο. επαγγελματική διαχείριση του κεφαλαίου τους τοποθέτηση σε ευρεία βάση περιουσιακών στοιχείων και κατ' επέκταση διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Η φιλοσοφία αυτή οδήγησε την στην δημιουργία ευρείας κλίμακας προϊόντων και υπηρεσιών πέραν από τα αμοιβαία κεφάλαια με μοναδικό σκοπό τον εκδημοκρατισμό των επενδυτικών πληροφοριών.

Η εταιρεία σήμερα έχει κερδίσει επάξια την φήμη της πιο έμπιστης πηγής επενδυτικών πληροφοριών και αναλύσεων. Με προσωπικό περισσότερο των επαγγελματιών διεθνώς προσφέρει δεδομένα για ένα

σημαντικό αριθμό Αμοιβαίων Κεφαλαίων μετοχών και διαφορετικών ασφαλιστικών προϊόντων διεθνώς φτάνοντας σε μεγέθη ετήσιων εσόδων τα εκατομμύρια δολάρια

Η παρέχει πληροφορίες και στοιχεία για περισσότερα από αμοιβαία κεφάλαια μετοχές και διάφορα επενδυτικά ασφαλιστικά προϊόντα και συνολικά περίπου επενδύσεις διεθνώς Προσφέρει σε μέσα ενημέρωσης αναλύσεις και σχολιασμούς τόσο για έντυπες εκδόσεις όσο και για υπηρεσίες Όλα τα προϊόντα είναι διαθέσιμα σε έντυπο υλικό στο διαδίκτυο και σε

Η έχει καινοτομήσει ήδη στον χώρο των Α Κ με τη μέθοδο αξιολόγησης αμοιβαίων με τη χρήση αστεριών το και τα μέτρα σύγκρισης ενός αμοιβαίου σε σχέση με την ευρεία επενδυτική του κατηγορία Ήταν η πρώτη που αξιολόγησε τους διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων που έκανε θεμελιώδη ανάλυση των μετοχών που περιλαμβάνονταν στα αμοιβαία και που υπολόγισε τους λόγους και για Α Κ Πέραν αυτών ήταν η πρώτη που κατηγοριοποίησε τα Α Κ σύμφωνα με την πραγματική διάρθρωση του χαρτοφυλακίου τους σε σύγκριση με το ενημερωτικό δελτίο και τον κανονισμό τους

Η αναλύει και αξιολογεί τα Α Κ αλλά και τα διάφορα επενδυτικά ασφαλιστικά προϊόντα με βάση τα περιουσιακά στοιχεία και τα αξιόγραφα που αυτά περιέχουν στα χαρτοφυλάκιά τους Όσον αφορά στις μετοχές η εταιρεία θεωρεί ότι η τιμή της κάθε μετοχής προσδιορίζεται περισσότερο από την χρηματοοικονομική απόδοση της επιχείρησης

Φιλοσοφία της είναι επίσης ότι οι ιδιώτες επενδυτές θα πρέπει να εκτιμούν προσωπικά και όσο είναι αυτό δυνατό τα Α Κ τις μετοχές και οποιαδήποτε επενδυτικά προϊόντα έχουν στα χαρτοφυλάκιά τους Έτσι θα είναι σε θέση να γνωρίζουν όσο καλά διαφοροποιημένο είναι το χαρτοφυλάκιο τους αλλά και πόσο η σύστασή του είναι σύμφωνη με τις επενδυτικές τους προτιμήσεις και στόχους

## ***Η μεθοδολογία της Morningstar***

Η προσαρμοσμένη για τον κίνδυνο βαθμολογία για κάθε ΑΚ που αξιολογείται υπολογίζεται με την αφαίρεση ενός μέτρου σχετικού κινδύνου του ΑΚ από ένα μέτρο της σχετικής απόδοσής του δηλαδή

Καθένα από τα σχετικά μέτρα για κάθε ΑΚ σχετικής απόδοσης και σχετικού κινδύνου υπολογίζεται διαιρώντας το αντίστοιχο μέτρο για το ΑΚ με έναν παρανομαστή που είναι κοινός για μια ορισμένη ομάδα ΑΚ

Η υιοθετεί δύο κριτήρια αξιολόγησης

- Το και
- Το

### ***Morningstar Star Rating***

είναι μία ιδιαίτερα ενδιαφέρουσα μέθοδος αξιολόγησης ΑΚ η οποία στηρίζεται σε μία μαθηματική μέτρηση της παρελθούσας απόδοσης τροποποιημένη για τον κίνδυνο Η διαδικασία του ξεκινάει με τον διαχωρισμό του συνόλου των ΑΚ σε τέσσερις ευρείες κατηγορίες

Τα μετοχικά ΑΚ εσωτερικού

Τα διεθνή μετοχικά ΑΚ

Τα φορολογήσιμα αμοιβαία σταθερού εισοδήματος

Τα δημοτικά ομολογιακά ΑΚ που εκπίπτουν της φορολογίας

Για να περιληφθεί κάποιο αμοιβαίο κεφάλαιο σε κάποιες από τις παραπάνω κατηγορίες πρέπει να λειτουργεί για τουλάχιστον συνεχόμενα έτη Οι βαθμοί υπολογίζονται για περιόδους ετών και στη συνέχεια συνδυάζονται και σταθμίζονται ώστε να προκύψει μία τελική βαθμολογία

Το μέτρο αυτό εξάγεται ως το πηλίκο του κινδύνου του A K ως προς μία σχετική βάση κινδύνου η οποία είναι κοινή για όλα τα A K της ίδιας κατηγορίας Av είναι η κατηγορία στην οποία εντάσσεται το υπό εξέταση A K σχετικός κίνδυνός του κατά την υπολογίζεται από την σχέση

Όπου

ή η υπερβάλλουσα απόδοση που σημειώνει κάθε υπό εξέταση A K σχέση με το για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο π χ για ένα μήνα

Αναλυτικότερα οι σχέσεις και προκύπτουν ως εξής

#### ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Αρχικά υπολογίζονται οι μηνιαίες αποδόσεις για όλα τα A K καθώς και για τα τρίμηνα Οι αποδόσεις αυτές υπολογίζονται από τον τύπο

όπου η τιμή του αμοιβαίου ή του στο τέλος του μήνα και η αντίστοιχη τιμή στο τέλος του προηγούμενου μήνα

Έπειτα για κάθε A K υπολογίζονται οι υπερβάλλουσες αποδόσεις ή οι υποεπιδόσεις που σημειώνει σε σχέση με το για κάθε μήνα Με άλλα λόγια αν για κάθε συγκεκριμένο μήνα της περιόδου που εξετάζεται η ποσοστιαία μεταβολή του A K ήταν μικρότερη ή μεγαλύτερη της αντίστοιχης του Όσες φορές η απόδοση του A K είναι μικρότερη από την απόδοση του μετράται το μέγεθος αυτής της υποεπίδοσης του A K

Το επόμενο βήμα είναι να αντιστραφεί το αρνητικό πρόσημο όλων των υποεπιδόσεων σε θετικό να αθροιστούν όλες οι υποεπιδόσεις για κάθε A K



και να διαιρεθεί το άθροισμα που προκύπτει με τον αριθμό των χρονικών παρατηρήσεων ώστε να προκύψει η **μέση μηνιαία υποεπίδοση**

για κάθε A K Δεν λαμβάνονται καθόλου υπόψη οι περιπτώσεις που τα A K ξεπέρασαν την απόδοση του Οι θετικές διαφορές που προκύπτουν σε αυτές τις περιπτώσεις συμμετέχουν στην εξαγωγή της μέσης μηνιαίας υποεπίδοσης σαν να ήταν μηδενικοί όροι Έτσι η μέση μηνιαία υποεπίδοση συνοψίζεται στον τύπο

Η μέση μηνιαία υποεπίδοση είναι ένα μέτρο της ζημιάς ευκαιρίας όπου η χαμένη ευκαιρία είναι η επένδυση του με τις περιόδους που υπήρχε κέρδος ευκαιρίας να μετρούνται σαν περίοδοι μηδενικής ζημιάς ευκαιρίας

#### ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΣΧΕΤΙΚΗΣ ΒΑΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Ως βάση για τον υπολογισμό του σχετικού κινδύνου της χρησιμοποιείται απλά ο μέσος όρος των κινδύνων υποεπιδόσεων των A K που βρίσκονται στην ίδια κατηγορία

Έτσι ο κίνδυνος θα προκύψει από το πηλίκο της μέσης μηνιαίας υποεπίδοσης του εν λόγω αμοιβαίου με την μέση μηνιαία υποεπίδοση της κατηγορίας του

Προκύπτει ως το πηλίκο της απόδοσης ενός A K προς μία σχετική βάση απόδοσης που είναι κοινή για όλα τα A K της ίδιας κατηγορίας Αν είναι η κατηγορία στην οποία εντάσσεται το A K η σχετική απόδοση της είναι

Όπου

η σωρευτική απόδοση που θα είχε δραχμή αν είχε επενδυθεί στο υπό εξέταση A K για όλη την διάρκεια της χρονικής περιόδου που εξετάζεται η σωρευτική απόδοση που θα είχε μία δραχμή εάν είχε επενδυθεί σε μηνιαία από την έναρξη μέχρι την λήξη των υπό εξέταση διαστημάτων Αναλυτικότερα οι σχέσεις και προκύπτουν ως ακολούθως

### ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Αρχικά υπολογίζονται οι σωρευτικές αποδόσεις που θα είχε δραχμή αν είχε επενδυθεί σε καθένα από τα A K για όλη την διάρκεια των εξεταζόμενων περιόδων Οι αποδόσεις αυτές υπολογίζονται από τον τύπο

Όπου η τιμή του μεριδίου του A K στο τέλος κάθε μιας από τις εξεταζόμενες περιόδους και η αντίστοιχη τιμή στην αρχή των υπό εξέταση χρονικών διαστημάτων

Έπειτα υπολογίζεται η σωρευτική απόδοση που θα είχε δραχμή εάν είχε επενδυθεί σε μηνιαία από την έναρξη μέχρι την λήξη των υπό εξέταση διαστημάτων Η απόδοση αυτή υπολογίζεται από τον τύπο

Όπου

το επιτόκιο των	για τον πρώτο μήνα
το επιτόκιο των	για τον δεύτερο μήνα
το επιτόκιο των	για τον μήνα

Τέλος αφαιρείται από την απόδοση του A K η απόδοση του και προκύπτει η απόδοση σαν

## ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΣΧΕΤΙΚΗΣ ΒΑΣΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Το πρώτο βήμα για τον υπολογισμό της σχετικής βάσης απόδοσης είναι η εξαγωγή του μέσου όρου όλων των αποδόσεων των Α Κ της ίδιας κατηγορίας. Εάν το αποτέλεσμα είναι μεγαλύτερο από ότι η ποσοστιαία αύξηση στην αξία που θα προέκυπτε από τα τότε χρησιμοποιείται ο μέσος όρος της κατηγορίας. Στην αντίθετη περίπτωση χρησιμοποιείται η ποσοστιαία αύξηση στην αξία των δηλαδή η συνολική απόδοσή τους στην διάρκεια της περιόδου. Έτσι

Για να χρησιμοποιηθεί ο μέσος όρος των πρέπει όλα τα Α Κ να έχουν σημειώσει συνολική απόδοση τουλάχιστον διπλάσια σε σχέση με την ποσοστιαία αύξηση του δηλαδή

$\geq$

## ΤΕΛΙΚΗ ΒΑΘΜΟΛΟΓΗΣΗ Α Κ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ

Όπως προαναφέρθηκε η τελική βαθμολογία του Α Κ προκύπτει από την αφαίρεση του ενός Α Κ από το του όπως αυτά ορίστηκαν παραπάνω δηλαδή

Μετά από την εύρεση του τα Α Κ κάθε κατηγορίας κατατάσσονται βάση αυτού του μέτρου με φθίνουσα σειρά ξεκινώντας δηλαδή από το Α Κ με τον μεγαλύτερο βαθμό και καταλήγοντας στο χειρότερο σύμφωνα με τη βαθμολόγηση της

Ο τελικός βαθμός της δίνεται μετά από στάθμιση των επιμέρους βαθμολογιών για τις περιόδους που έχουν βαθμολογηθεί για κάθε Α Κ. Έτσι για τα Α Κ με ιστορία ετών το για την ετή περίοδο θα είναι το συνολικό τους. Για Α Κ με ιστορία ή ετών οι επιμέρους βαθμολογήσεις σταθμίζονται για να παράγουν το τελικό Η στάθμιση αυτή γίνεται ως εξής

Πίνακας 4.1 Στάθμιση κατά

Ηλικία A K	Συνολικός σταθμισμένος Βαθμός Αστεριών
Περισσότερο από χρόνια λιγότερο από	ο βαθμός της ετούς περιόδου
Περισσότερο από χρόνια λιγότερο από	ο βαθμός της ετούς περιόδου ο βαθμός της ετούς περιόδου
Περισσότερο από χρόνια	ο βαθμός της ετούς περιόδου ο βαθμός της ετούς περιόδου ο βαθμός της ετούς περιόδου

Ανάλογα με αυτήν την ιεράρχηση τους δίνονται από ένα έως πέντε αστέρια ως εξής

Ανώτατο ★ ★ ★ ★ ★

Επόμενο ★ ★ ★ ★

Μέση ★ ★ ★

Επόμενο ★ ★

Κατώτατο ★

Πρόκειται για μια κατανομή A K όπου η υψηλότερη βαθμολόγηση που μπορεί να λάβει ένα A K είναι αστέρια ενώ η χειρότερη είναι αστέρι

### ***Morningstar Category Rating***

Η λογική και η διαδικασία αυτού του συστήματος βαθμολόγησης της που καλείται είναι ίδια ακριβώς με το με μικρές εξαιρέσεις

Η κυριότερη είναι ότι το επιτρέπει στους επενδυτές να κάνουν συγκρίσεις A K σε σχέση με μια πολύ συγκεκριμένη

κατηγορία από αυτή που χρησιμοποιείται στο Πιο συγκεκριμένα η κατηγοριοποίηση και άρα η σύγκριση των Α Κ εδώ γίνεται ανάμεσα σε ομάδες αντί μόλις στο προηγούμενο σύστημα βαθμολόγησης Στο

κάθε μία από τις μεγάλες κατηγορίες του υποδιαιρείται σε μικρότερες κατηγορίες που η καθεμία τους αποτελεί ένα μέτρο σύγκρισης για όσα Α Κ εμπεριέχονται σε αυτή Η διαφοροποίηση των κύριων κατηγοριών σε άλλες επιπλέον βασίζεται σε χαρακτηριστικά όπως η κεφαλαιοποίηση και ο κλάδος δραστηριότητας όσον αφορά τις μετοχές του εσωτερικού Η Π Α στον χρονικό ορίζοντα των ομολόγων όσον αφορά την κατηγορία των μη φορολογήσιμων αλλά και των φορολογητέων ομολόγων και την γεωγραφική προέλευση όσον αφορά τις μετοχές του εξωτερικού

Άλλη διαφορά στο σε σχέση με το είναι ότι οι αποδόσεις των Α Κ δεν τροποποιούνται για τα έξοδα πωλήσεων Τέλος χρησιμοποιούνται μόνο τριετείς περίοδοι αποδόσεων των Α Κ

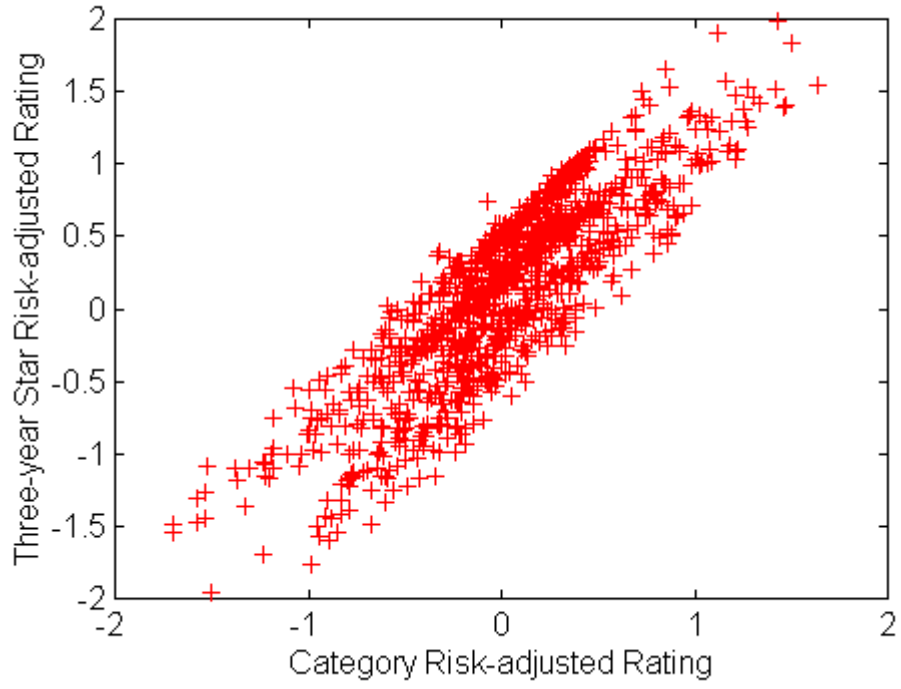
Στη συνέχεια παρουσιάζεται μία σύγκριση των δύο μεθόδων της που διεξήγαγε ο του σε σχέση με το για τρία έτη Ανάμεσα στους δύο αυτούς λόγους υπάρχουν τρεις βασικές διαφορές Αρχικά στο οι υπερβάλλουσες αποδόσεις έχουν προσαρμοστεί για τις υπάρχουσες χρεώσεις αλλά αυτές οι χρεώσεις δεν λαμβάνονται υπόψη στο

δεύτερον οι βάσεις που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό του σχετικού κινδύνου και της σχετικής απόδοσης είναι διαφορετικές στις δύο μεθόδους και τρίτον τα αστέρια προορίζονται για να κατατάξουν όλα τα αμοιβαία σε μια ομάδα ενώ το προορίζεται να κατατάσσει αμοιβαία ξεχωριστά μέσα σε κάθε κατηγορία

Οι διαφορές αυτές φαίνονται και από το ακόλουθο σχεδιάγραμμα κάθε του σημείο παρουσιάζει ένα αμοιβαίο Ο οριζόντιος άξονας δίνει την κατάταξή του σύμφωνα με το ενώ ο κάθετος με το

Διάγραμμα 4.1

Star versus Category Risk-adjusted Ratings



## ***Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του Morningstar Rating***

Το μεγαλύτερο πλεονέκτημα των βαθμολογιών που προτείνει η είναι η εύκολη κατανόησή του αρκεί μία και μόνο ματιά για να καταλάβει ο επενδυτής πως συμπεριφέρθηκε ένα A K σε σχέση με άλλα της κατηγορίας του Είναι πολύ σημαντικό αν λάβει κανείς υπόψη του πως τα παραδοσιακά κριτήρια όπως οι δείκτες των και είναι δύσκολο να ερμηνευτούν γιατί αποτελούν απόλυτα νούμερα τα οποία απευθύνονται σε κοινό εξοικειωμένο με τις στατιστικές και οικονομετρικές έννοιες που εκφράζουν οι δείκτες αυτοί παρά στους απλούς επενδυτές Βέβαια η ευκολία της ερμηνείας του οδηγεί πολλές φορές στην εξαγωγή λανθασμένων συμπερασμάτων από επενδυτές που υπερεκτιμούν την σημασία του Ένα A K βραβευμένο με αστέρια σημαίνει απλά ότι βρίσκεται στο ανώτατο της κατηγορίας του για την εξεταζόμενη χρονική περίοδο

Το μεγαλύτερο μειονέκτημα της μεθοδολογίας που προτείνει η είναι ότι κάνει αδύνατη την σύγκριση τροποποιημένων για τον κίνδυνο αποδόσεων μεταξύ A K που ανήκουν σε διαφορετική κατηγορία Αυτό συμβαίνει γιατί αυτές οι βαθμολογίες για κάθε A K ο υπολογισμός δηλαδή της διαφοράς του κινδύνου από την απόδοση όπως αυτά τα δύο μεγέθη ορίζονται από την προκύπτουν σε σχέση με την κατηγορία στην οποία ανήκει το A K Έτσι η σύγκριση είναι εφικτή και εύκολη μόνο για τα A K της ίδιας κατηγορίας

Η απήχηση της μεθόδου αξιολόγησης της στο επενδυτικό κοινό ήταν τεράστια Αξίζει να σημειώσουμε ότι πάνω από το των κεφαλαίων που επενδύονται σε A K στις Η Π Α επενδύονται σε αμοιβαία που έχουν ή αστέρια

Η απήχηση που είχε αυτή η μέθοδος γίνεται περισσότερο φανερή αν μελετήσει κανείς το πλήθος των ερευνητικών άρθρων που έχουν γραφτεί Μία πλειάδα επιστημόνων έχει ασχοληθεί με αυτό το θέμα κάνοντας έρευνες τονίζοντας τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματά της και προτείνοντας βελτιώσεις

Στη συνέχεια παρατίθενται μία σειρά από μελέτες και τα βασικά τους συμπεράσματα που σαν θέμα έχουν την μέθοδο αξιολόγησης A K της και την σύγκρισή της με άλλες μεθόδους αξιολόγησης όπως τον λόγο του Ο ίδιος ο έχει ασχοληθεί με την μέθοδο της και έχει δημοσιεύσει πλήθος άρθρων που έχουν σαν αντικείμενο την αξιολόγησή της



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup>

### SHARPE

#### *Το μέτρο του Sharpe*

Ο ιστορικός λόγος του υπολογίζεται διαιρώντας τον μέσο της διαφοράς ανάμεσα στην απόδοση του A K και την απόδοση του υπερβάλλουσα απόδοση με την τυπική απόδοση αυτής της υπερβάλλουσας απόδοσης Στην περίπτωση των μηνιαίων αποδόσεων

όπου

ο αριθμητικός μηνιαίος μέσος της υπερβάλλουσας απόδοσης για το αμοιβαίο κεφάλαιο κατά την διάρκεια της περιόδου T

η τυπική απόκλιση των μηνιαίων υπερβάλλουσων αποδόσεων για το αμοιβαίο κεφάλαιο κατά την διάρκεια της περιόδου T

η μηνιαία υπερβάλλουσα απόδοση του λόγου του για την περίοδο T

Για λόγους σύγκρισης αυτός ο λόγος πολλές φορές μετατρέπεται σε ετησιοποιημένο αντίστοιχο θεωρώντας ότι δεν υπάρχει γραμμική συσχέτιση και αγνοώντας την συσσώρευση Κάτω από αυτές τις συνθήκες ο μέσος αυξάνεται με τον αριθμό των περιόδων ανά έτος εδώ ενώ η τυπική απόκλιση αυξάνεται κατά την τετραγωνική ρίζα του αριθμού των περιόδων ανά έτος Σαν αποτέλεσμα ο ετησιοποιημένος λόγος του ισούται με την αρχική του αξία επί την τετραγωνική ρίζα του αριθμού των περιόδων του έτους Σε αυτήν την περίπτωση έχουμε

όπου

του η ετησιοποιημένη μηνιαία υπερβάλλουσα απόδοση του λόγου  
για την περίοδο T

## **Η οικονομική σημασία της υπερβάλλουσας απόδοσης του λόγου του Sharpe**

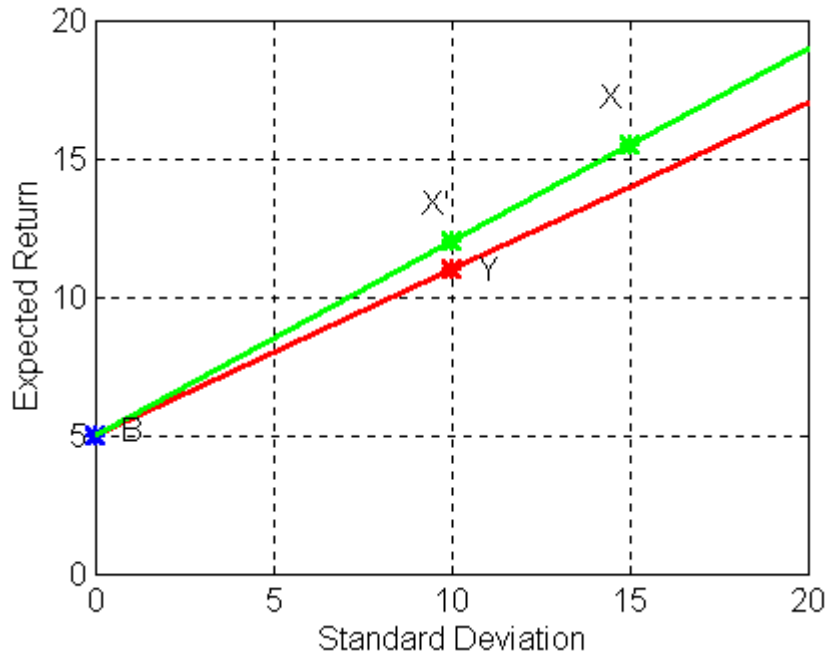
Είναι χρήσιμο να θεωρούμε το κάθε μέτρο επίδοσης σαν ένα στατιστικό μέτρο που είναι σχεδιασμένο για να μας βοηθήσουμε να απαντήσουμε σε μία επενδυτική ερώτηση. Για να αναπτύξει κάποιος την σχετικότητα ενός μέτρου για κάποιο συγκεκριμένο ζητούμενο είναι σκόπιμο να γνωρίζει την ερώτηση για την οποία είναι σχεδιασμένο να απαντάει. Ποια είναι λοιπόν η ερώτηση που το \_\_\_\_\_ είναι σχεδιασμένο να απαντάει

Όπως περιγράφεται από τον \_\_\_\_\_ αυτός ο λόγος είναι ένα μέτρο της αναμενόμενης απόδοσης ανά μονάδα της τυπικής απόκλισης της απόδοσης για μία *zero-investment strategy*. Αυτή η στρατηγική υποθέτει την ανάληψη \_\_\_\_\_ θέσης σε κάποιο στοιχείο και μία ίση και αντισταθμισμένη θέση \_\_\_\_\_ σε κάποιο άλλο στοιχείο. Σαν τέτοιο μπορεί να χρησιμοποιείται σε οποιαδήποτε κλίμακα, διότι ενώ η αναμενόμενη απόδοση και η τυπική απόκλιση θα εξαρτώνται από την κλίμακα που έχει επιλεγεί ο λόγος δεν θα επηρεάζεται. Έτσι ο \_\_\_\_\_ είναι καθαρός αριθμός. Το πιο σημαντικό είναι ότι για κάποιο επιθυμητό επίπεδο κινδύνου το αμοιβαίο κεφάλαιο X θα έχει μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση από το Y αν και μόνο αν ο \_\_\_\_\_ του X είναι μεγαλύτερος από του Y.

Όταν χρησιμοποιείται ο \_\_\_\_\_ θεωρούμε ότι δανειζόμαστε στα βραχυχρόνια επιτόκια και χρησιμοποιούμε το κεφάλαιο για να αγοράσουμε μία επένδυση που ενέχει κίνδυνο όπως ένα αμοιβαίο κεφάλαιο. Στην παρούσα περίπτωση ο λόγος του \_\_\_\_\_ αφορά τον συνδυασμό \_\_\_\_\_ και ενός αμοιβαίου. Αυτό φαίνεται στο παρακάτω διάγραμμα όπου X, Y είναι δύο αμοιβαία κεφάλαια.

Διάγραμμα 5.1

Excess Return Sharpe Ratios για δύο A/K



Αν θεωρήσουμε έναν επενδυτή που σχεδιάζει να τοποθετήσει τα χρήματά του είτε στο X είτε στο Y A/K Και επιπλέον θεωρούμε ότι το παραπάνω διάγραμμα σχεδιάζει τις καλύτερες δυνατές προβλέψεις της αναμενόμενης απόδοσης και του αναμενόμενου κινδύνου που υπολογίζεται από την τυπική απόκλιση της απόδοσης Μπορεί να διαλέξει το X βασιζόμενος στην μεγαλύτερη απόδοση παρά τον μεγαλύτερο κίνδυνο είτε το Y βασιζόμενος στον μικρότερο κίνδυνο παρά την μικρότερη αναμενόμενη απόδοση Η απόφασή του εξαρτάται από το ανεκτό επίπεδο κινδύνου στην επιδίωξή του για μεγαλύτερη απόδοση

Το ερώτημα τώρα είναι τι γίνεται στην περίπτωση που ο επενδυτής αποφασίσει να επενδύσει ένα ποσό σε κάποιο αμοιβαίο και το υπόλοιπο κεφάλαιό του σε που προσφέρουν μία βέβαιη απόδοση στο σημείο B Υποθέτουμε ότι είναι διατεθειμένος να δεχτεί κίνδυνο της τάξης του μπορεί είτε να τοποθετήσει όλα του τα χρήματα στο αμοιβαίο Y που θα έχει απόδοση είτε να τοποθετήσει τα των χρημάτων του στο αμοιβαίο X και το σε Αυτό θα έδινε απόδοση Κάποιες

αντίστοιχες επιλογές έχει κάποιος που είναι διατεθειμένος να αναλάβει κίνδυνο της τάξης του  $\sigma$  ή

Να σημειώσουμε ότι σε αυτή τη σύγκριση θεωρείται ότι αναλαμβάνεται μόνο μία επένδυση που να ενέχει κίνδυνο. Ο λόγος είναι ότι το μέτρο κινδύνου είναι ο συνολικός κίνδυνος του αμοιβαίου ενώ σε ένα χαρτοφυλάκιο με πολλά A/K ο συνολικός κίνδυνος ενός αμοιβαίου συσχετίζεται με τις κινήσεις των άλλων αμοιβαίων. Και απ τη στιγμή που ο αναφέρεται μόνο στην πρώτη περίπτωση είναι προτιμότερο να απευθύνεται σε επενδυτές που επιθυμούν να επιλέξουν μόνο ένα A/K

Συμπερασματικά ο  $\sigma$  ταιριάζει σαν απάντηση στην ερώτηση ενός επενδυτή

*Αν μπορώ να επενδύσω σε ένα αμοιβαίο και να δανειστώ ή να δανείσω κάποιο κεφάλαιο, ποιο θα ήταν το καλύτερο αμοιβαίο;*

Αντίστοιχα ένας ιστορικός  $\sigma$  μπορεί να παρέχει απάντηση στην ερώτηση

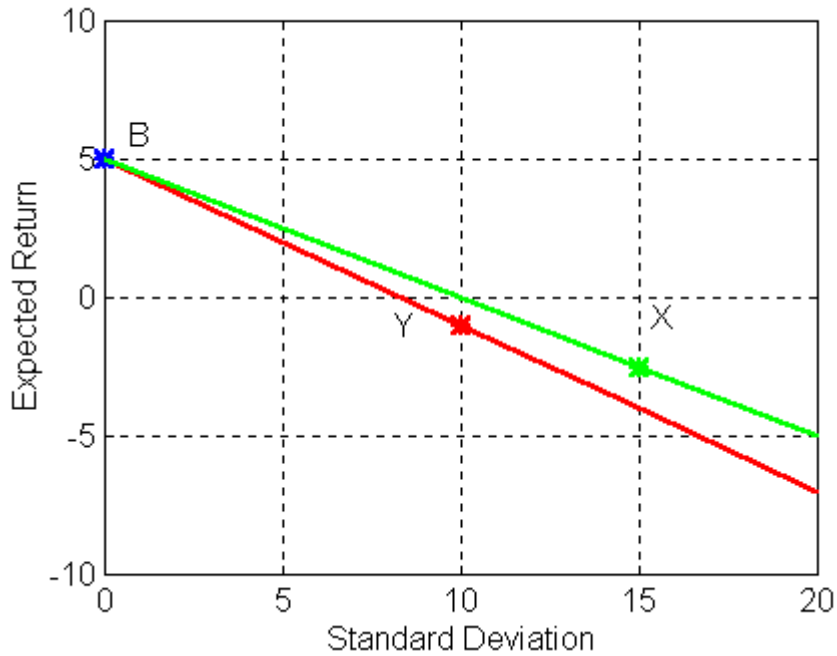
*Αν είχα επενδύσει σε ένα A/K και είχα δεσμεύσει κάποιο κεφάλαιο σε δανεισμό, ποιο θα ήταν το καλύτερο A/K;*

### **Αρνητικός Sharpe Ratio**

Πρακτικά υπάρχουν αμοιβαία που παρουσιάζουν υποεπιδόσεις σε σχέση με το  $\sigma$  και έτσι έχουν αρνητική υπερβάλλουσα απόδοση. Σε τέτοιες περιπτώσεις θεωρείται παράδοξο ότι ένα αμοιβαίο κεφάλαιο με μεγαλύτερη τυπική απόκλιση και χειρότερη απόδοση έχει μεγαλύτερο λιγότερο αρνητικό  $\sigma$  και για τον λόγο αυτό να θεωρείται καλύτερο. Όμως αφού έχουμε δώσει την βάση για την χρήση αυτού του μέτρου αυτό δεν είναι παράδοξο. Ας θεωρήσουμε την παρακάτω περίπτωση

Διάγραμμα 5.2

Excess Return Sharpe Ratios για δύο A/K



Εδώ φανερά το X είναι σαφώς κατώτερο από το Y και το X και το Y είναι κατώτερα από το B. Αλλά για έναν επενδυτή που έχει σχεδιάσει μία τυπική απόκλιση ο συνδυασμός του X και του B θα τον έφερνε στην ίδια θέση ενώ η επένδυση στο Y θα τον έκανε να χάσει τα χρήματά του. Έτσι ο συνδυασμός ενός A/K και T χρησιμοποιώντας το A/K με τον ψηλότερο ή λιγότερο αρνητικό συνδυασμό θα είχε καλύτερο αποτέλεσμα. Βέβαια κάποιος δεν θα επένδυε τα χρήματά του σε κάποιο A/K σαν το X ή το Y αν ενείχαν κίνδυνο με αρνητική αναμενόμενη απόδοση, αλλά το συμπέρασμα είναι ότι η σύγκριση με βάση τον Sharpe Ratio παραμένει έγκυρη αν ισχύουν οι προϋποθέσεις για την χρήση του

## **Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του Sharpe Ratio**

Ο λόγος του  $\frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$  έγινε ιδιαίτερα δημοφιλής ανάμεσα στους επαγγελματίες επενδυτές τα τελευταία έτη και αυτό γιατί είναι απλός και είναι εύκολο να κατανοηθεί η βασική του ιδέα. Μπορεί επίσης να χρησιμοποιηθεί για να συγκρίνει πολύ διαφορετικές πιθανές επενδύσεις καθώς η υπερβάλλουσα απόδοση και η τυπική απόκλιση των αποδόσεων αυτών που περιέχει δεν βασίζονται σε κάποια τάξη μεγέθους. Αυτό το στοιχείο είναι ένα πλεονέκτημα έναντι του  $\frac{R_p}{\sigma_p}$  ένα διαφορετικό μέτρο απόδοσης προσαρμοσμένης στον κίνδυνο που είναι όμως συνδεδεμένη με ένα χαρτοφυλάκιο βάσης.

Ένα από τα μειονεκτήματα του λόγου του  $\frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$  είναι ότι είναι χρήσιμος μόνο σαν μέτρο σύγκρισης. Είναι αδύνατο να αναπτυχθεί ο λόγος της τάξης του  $\frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$  εκτός και αν συγκριθεί με τον αντίστοιχο λόγο κάποιου άλλου επενδυτικού στοιχείου. Επίσης θεωρείται ότι προτείνει αντικρουόμενα αποτελέσματα όταν πρόκειται για αρνητικές αποδόσεις σε προηγούμενο στάδιο της ανάλυσης παρατίθεται η απάντηση του  $\frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$  σε αυτό το στοιχείο.

Επίσης ένα πολύ σημαντικό στοιχείο προκύπτει από την χρήση της τυπικής απόκλισης των αποδόσεων σαν μέτρο κινδύνου. Ενώ η τυπική απόκλιση είναι ένα χρήσιμο μέτρο για τον υπολογισμό της μεταβλητότητας αποτυγχάνει να συλλάβει το γεγονός ότι οι επενδυτές τείνουν να ενοχλούνται περισσότερο από την αρνητική μεταβλητότητα παρά από την θετική. Το μέτρο της  $\frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$  λαμβάνει υπόψη και τα δύο είδη της μεταβλητότητας και ανταμείβει τα A K με σταθερή απόδοση ενώ χρεώνει αυτά με διακύμανση με φορά αρνητική περισσότερο από αυτά που έχουν διακύμανση με φορά θετική προσπαθώντας να είναι σύμφωνη με τον τρόπο που οι άνθρωποι σκέφτονται για τις επενδύσεις τους.

## ***Sharpe Versus Morningstar***

Ο σε μία μελέτη του με τίτλο συγκρίνει μία πληθώρα μέτρων. Μερικά είναι σχετικά και άλλα είναι απόλυτα. Μερικά σχετικά μέτρα παρέχουν κλίμακα μέσα σε ένα σετ όλων των μετοχικών A K ενώ άλλα ανάμεσα σε μια πιο συγκεκριμένη κατηγορία. Στην έρευνά του αυτή θεωρεί ότι ένας επενδυτής έχει να διαλέξει ένα ή περισσότερα A K ανάμεσα σε εννέα κατηγορίες αμοιβαίων χρησιμοποιώντας μία μόνο μέθοδο απόδοσης.

Με αυτή την φιλοσοφία ανέλυσε την κατάταξη των αμοιβαίων ανάμεσα στις διάφορες κατηγορίες βασιζόμενος σε πέντε μεθόδους.

Για κάθε ένα μέτρο δημιουργήθηκε μία λίστα αμοιβαίων και τοποθετήθηκαν κατά σειρά κατάταξης ανάλογα με τον βαθμό που είχαν σύμφωνα με το συγκεκριμένο μέτρο. Έπειτα συγκρίθηκαν οι λίστες μεταξύ τους και προσδιορίστηκαν οι συσχετίσεις ανάμεσα στις κατατάξεις που βασίζονταν στα διάφορα μέτρα. Τα αποτελέσματα φαίνονται στον παρακάτω πίνακα.



Πίνακας 5.1


Όπως φαίνεται από τον πίνακα οι κατατάξεις στις κατηγορίες που βασίζονται στον  $\frac{C}{L}$  και στις μεθόδους και  $\frac{C}{L}$  και  $\frac{C}{L}$  είναι ιδιαίτερα υψηλές πάνω από  $\frac{C}{L}$

Ο  $\frac{C}{L}$  στο άρθρο του  $\frac{C}{L}$  μελετά τις ιδιότητες του μέτρου της  $\frac{C}{L}$  και το συγκρίνει με τις διάφορες μορφές του λόγου της υπερβάλλουσας απόδοσης του λόγου του  $\frac{C}{L}$ . Αποδεικνύει ότι το μέτρο της  $\frac{C}{L}$  παρουσιάζει ομοιότητες με μία αναμενόμενη συνάρτηση χρησιμότητας που βασίζεται στην υποφαινόμενη διωνυμική συνάρτηση χρησιμότητας. Τονίζει ότι το τελευταίο αυτό συμπέρασμα είναι αρκετά σημαντικό διότι η αυστηρή προσκόλληση στον σκοπό της μεγιστοποίησης της αναμενόμενης χρησιμότητας μέσω μιας

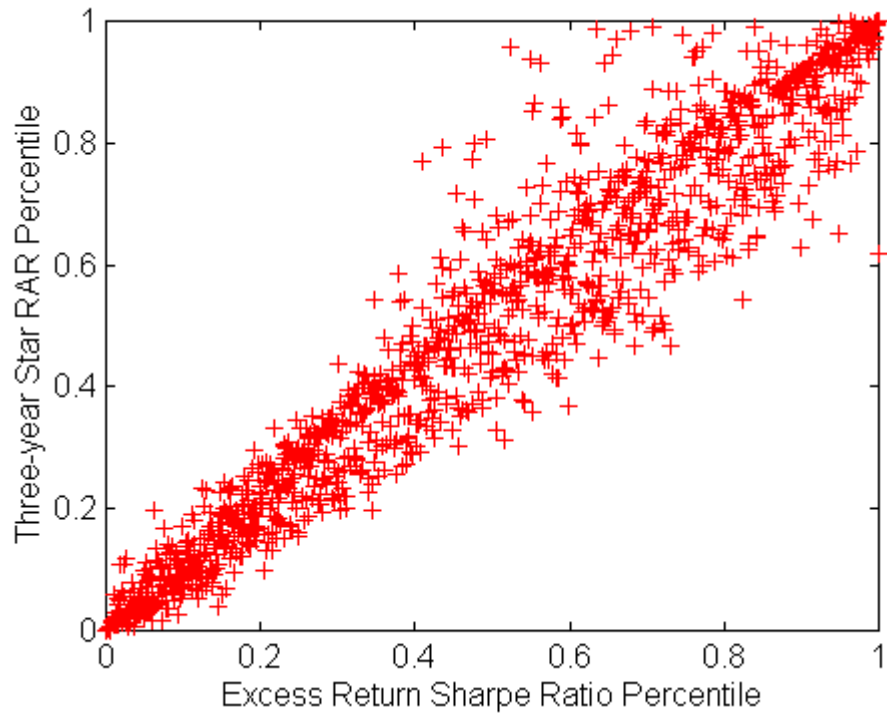
τέτοιας συνάρτησης μπορεί να οδηγήσει σε υπερβολικές επενδυτικές στρατηγικές. Στην συνέχεια δείχνει πρακτικά ότι η στην πραγματικότητα μεταβάλλει μία παράμετρο αυτής της συνάρτησης με τρόπο τέτοιο που συχνά οδηγεί σε αποτελέσματα παρόμοια με αυτά που θα αποκτούσε κάποιος αν εφάρμοζε τον παραδοσιακό λόγο του. Τέλος καταλήγει ότι ούτε η αλλά ούτε και ο λόγος του είναι αποτελεσματικά εργαλεία για την επιλογή A K ανάμεσα σε όταν κατασκευάζεται ένα χαρτοφυλάκιο που περιέχει πληθώρα A K. ο φαινομενικός λόγος για τον οποίο κατασκευάστηκε η κατάταξη της

Θεωρεί το μέτρο της περίπλοκο με ελλιπή στατιστικά χαρακτηριστικά και αρκετά μειονεκτήματα. Πιστεύει ότι αποτυγχάνει να λάβει υπόψη του μια σημαντική παράμετρο από την πλευρά του επενδυτή την αυξανόμενη αποστροφή προς τον κίνδυνο. Θεωρεί ότι αν κάποιος έπρεπε να διαλέξει ανάμεσα στα δύο μέτρα θα διάλεγε αυτό του. Στην πραγματικότητα όμως δεν θα έπρεπε να διαλέξει κανένα από τα δύο αλλά ένα νέο και προτείνει την κατάταξη με βάση το. Ωστόσο και οι προϋποθέσεις αυτού του μέτρου είναι σπάνιο να ταιριάζουν με τους περισσότερους επενδυτές. Άρα ξαναγυρίζει στα βασικά. Το κατάλληλο μέτρο για την αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη του τρεις παράγοντες: α) την πιθανή μελλοντική έκθεση σε κινήσεις σε μεγαλύτερες τάξεις ενεργητικού β) την πιθανή προστιθέμενη ή αφαιρούμενη απόδοση πάνω από ένα χαρτοφυλάκιο βάσης με παρόμοιο προσανατολισμό και γ) τον πιθανό κίνδυνο σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο της βάσης. Οι προσπάθειες καταλήγει πρέπει να έχουν προσανατολισμό την απόκτηση των καλύτερων δυνατών εκτιμητών για τις μελλοντικές αξίες αυτών των βασικών συστατικών οι οποίοι στη συνέχεια θα πρέπει να χρησιμοποιηθούν κατάλληλα ώστε να αποκτηθεί το πιο αποτελεσματικό χαρτοφυλάκιο.

Το παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζει τη συσχέτιση ανάμεσα στο και στο παρατηρούμε ότι έχουν υψηλή συσχέτιση κάτι που φαίνεται και από τον παραπάνω πίνακα. Να σημειώσουμε ότι ένα μέρος της απόκλισης οφείλεται στο ότι το ένα μέτρο συμπεριλαμβάνει τις χρεώσεις ενώ το άλλο όχι. Ο αναφέρει ότι και οι

δύο μέθοδοι τις καθώς και το είναι μέτρα με βάση την χρησιμότητα που είναι ανεξάρτητα από την κλίμακα και ως τέτοια μοιράζονται και τα θετικά αλλά και τα αρνητικά χαρακτηριστικά γνωρίσματα

**Διάγραμμα 5.3**



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6<sup>ο</sup>

### ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑΣ

Οι γράφουν στο άρθρο τους  
ότι χρησιμοποιώντας την αλλαγή της μεθοδολογίας της  
τον Ιούνιο του κατάφεραν να εξετάσουν την ανταπόκριση  
των επενδυτών και των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων στις αλλαγές  
της κατηγορίας στην οποία ανήκουν τα αμοιβαία σύμφωνα με την  
Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι επενδυτές αποσύρουν  
κεφάλαια από τα αμοιβαία τα οποία χάνουν κάποιο αστέρι αλλά δεν  
ανταμείβουν αντίστοιχα τα αμοιβαία που κερδίζουν αστέρι Συμπέραναν ότι οι  
διαχειριστές αντιδρούν στις αλλαγές της κατάταξης με το να συναλλάσσονται  
πιο συχνά Για τους διαχειριστές που ανέβηκαν στην κατάταξη οι συναλλαγές  
καταλήγουν σε ένα περισσότερο διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο με ελαφρά  
χαμηλότερο βήτα ενώ οι διαχειριστές που έπεσαν στην κατάταξη δεν  
αλλάζουν τον βαθμό διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου τους Μόνο στην  
περίπτωση που χάθηκαν δύο αστέρια αυξήθηκε η συγκέντρωση του  
χαρτοφυλακίου Στα συγκεκριμένα χαρτοφυλάκια όμως παρατηρήθηκε και  
αντίστοιχη αύξηση του συντελεστή βήτα Η αύξηση αυτή καταλήγουν οι  
συγγραφείς ότι μπορεί να οφείλεται στη προσπάθεια των διαχειριστών να  
αυξήσουν την απόδοση και να ξανακερδίσουν τα χαμένα αστέρια

Ο στο άρθρο του  
μελετάει τη σχέση ανάμεσα στην ηλικία των αμοιβαίων  
κεφαλαίων και στην κατάταξή του σύμφωνα με την Καταλήγει  
στο συμπέρασμα ότι υπάρχει μία μεροληπτικότητα που προέρχεται από την  
ηλικία των αμοιβαίων κεφαλαίων που περιλαμβάνονται στην κατάταξη  
Συγκεκριμένα παρατήρησε ότι τα αμοιβαία που έχουν ηλικία ή  
περισσότερα έτη συστηματικά λαμβάνουν υψηλότερη θέση στην κατάταξη  
από ότι τα μικρότερα σε ηλικία και συμπέρανε ότι αυτό είναι αποτέλεσμα του  
συστήματος στάθμισης των αμοιβαίων που χρησιμοποιεί η για

την ηλικία καθώς είναι περισσότερο δύσκολο για τα μεγαλύτερα σε ηλικία αμοιβαία να πέσουν σε χαμηλότερο επίπεδο κατάταξης

Ο  στο άρθρο του  μελετάει την μέθοδο της  και ερευνά με λεπτομέρεια τις επιπτώσεις της κατάταξης των αμοιβαίων κεφαλαίων. Τα αποτελέσματα στα οποία καταλήγει είναι τα εξής  είναι λιγότερο πιθανό ένα αμοιβαίο με μεγάλη ιστορία να έχει  αστέρια από ότι ένα αμοιβαίο με σύντομη ιστορία  η  δίνει τις υψηλότερες κατατάξεις στα  των αμοιβαίων κεφαλαίων χωρίς προμήθεια ενώ δίνει τις δύο χαμηλότερες βαθμολογίες τις μόνο στο  $\frac{1}{4}$  αυτού του είδους των αμοιβαίων κεφαλαίων αυτό οφείλεται στη μονάδα σύγκρισης που η  χρησιμοποιεί για να κατατάξει τα αμοιβαία συγκρίνει αυτού του είδους τα αμοιβαία με όλα τα εγχώρια αμοιβαία ανεξαρτήτως αν έχουν προμήθεια ή όχι ή αν είναι κλαδικά. Από την στιγμή που η  φέρνει σε μειονεκτική θέση τα αμοιβαία με προμήθεια εξ αιτίας της προμήθειας και δίνει πρόστιμο στα κλαδικά αμοιβαία για την έλλειψη διαφοροποίησης τα αμοιβαία αυτά λαμβάνουν λιγότερα αστέρια από ότι αν βαθμολογούνταν ανεξάρτητα

Ο  στο άρθρο του  αναφέρει ότι ο λόγος του  για την απόδοση ενός χαρτοφυλακίου δηλαδή ο λόγος της αναμενόμενης απόδοσης του χαρτοφυλακίου προς την τυπική του απόκλιση είναι ένα πολύ γνωστό εργαλείο για την σύγκριση των χαρτοφυλακίων. Όμως εξ αιτίας της παρουσίας του τυχαίου παρονομαστή στον ορισμό του λόγου η κατανομή του δείγματος του λόγου του  είναι κάπως δύσκολο να καθοριστεί. Αυτό συμβαίνει διότι η κατανομή του μικρού δείγματος του μέτρου του  είναι μη κανονική και έτσι η συνήθης μέθοδος που βασίζεται στον λόγο του μέσου προς την τυπική του απόκλιση είναι μεροληπτική και αναξιόπιστη. Στην μελέτη του ερευνά τις ιδιότητες του λόγου και χρησιμοποιεί την μεθοδολογία  για να προτείνει ένα νέο  λόγο του  που ενσωματώνει την εκτίμηση του κινδύνου. Έχει εφαρμόσει αυτή την μεθοδολογία στα  μεγαλύτερα αναπτυξιακά αμοιβαία κεφάλαια. Και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι τα αποτελέσματα ανάμεσα στους δύο λόγους είναι αρκετά διαφορετικά. Ο συντελεστής  για τους δύο λόγους είναι

και το τεστ δεν απέρριψε την μηδενική υπόθεση ότι η συσχέτιση της κατάταξης που προκύπτει από τα δύο μέτρα είναι

Ορίζει τον  $\rho$  ως  $\rho$

Όπου  $\rho$  η τυπική απόκλιση του εκτιμητή του λόγου του  $\rho$  ή η εκτίμηση του κινδύνου Όπως είναι φανερό αυτός ο λόγος δίνει κάποιο πρόστιμο για την υψηλή εκτίμηση του κινδύνου

Και  $\hat{\rho}$   $\bar{r}$  είναι η δειγματική εκτίμηση του λόγου του

Οι  $\rho$  και  $\bar{r}$  στο άρθρο τους

μελετούν την προσδιοριστική

και προβλεπτική ικανότητα του συστήματος κατάταξης A K της

Οι συγγραφείς κατέληξαν ότι υψηλότερη βαθμολογία τείνει να έχει και υψηλότερες προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις χαμηλότερο συστηματικό κίνδυνο μεγαλύτερο βαθμό διαφοροποίησης μεγαλύτερη βάση ενεργητικού μεγαλύτερη διάρκεια διοίκησης και μικρότερο λόγο εξόδων και

Επιπλέον κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η αξιολόγηση αυτού του τύπου για τα A K τείνει να παρουσιάζει σημαντική επιμονή σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα και ότι τα αμοιβαία με υψηλή βαθμολογία συμπεριφέρονται καλύτερα την περίοδο της μελέτης

Σε αντίθεση με τους παραπάνω συγγραφείς οι

και  $\rho$  στο άρθρο τους

αφού μελέτησαν την συνέχεια στην βαθμολογία των αμοιβαίων που είχαν βαθμολογηθεί από την  $\rho$  με και αστέρια για τα έτη  $\rho$  κατέληξαν στο συμπέρασμα η συνέχεια στην βαθμολόγηση δύσκολα επιβεβαιώνεται και ότι είναι ευμετάβλητη κατά την διάρκεια των ετών και ανάμεσα στα διαφορετικά είδη A K ενώ είναι περισσότερο πιθανή στα μεγαλύτερα σε ηλικία A K και σε αυτά που έχει διαρκέσει αρκετά έτη

Οι  $\rho$  και  $\bar{r}$  στο άρθρο τους

μελέτησαν την

πρώτη βαθμολογία που παίρνουν τα A K από την

αφού

συμπληρώσουν μήνες ύπαρξης και στην συνέχεια τις μεταβολές στην βαθμολογία των ΑΚ σε σχέση με τις εισροές κεφαλαίων στο ΑΚ και κατέληξαν στα εξής συμπεράσματα Α Τα ΑΚ που για πρώτη φορά βαθμολογείται με αστέρια καταλήγει να έχει παραπάνω από το φυσιολογικό εισροές κεφαλαίων τους πρώτους μήνες Β Βρήκαν οικονομικά και στατιστικά σημαντική μη φυσιολογική ροή κεφαλαίων μετά από μεταβολή στην βαθμολόγηση προς την αναμενόμενη κατεύθυνση δηλαδή αύξηση των εισροών για θετική μεταβολή και εκροές όταν η μεταβολή στην βαθμολογία ήταν αρνητική Τέλος Γ παρατήρησαν άμεση ανταπόκριση στις ροές του ΑΚ που φανερώνει ότι οι επενδυτές παρακολουθούν συνεχώς αυτές τις πληροφορίες και θεωρούν τις αλλαγές σαν νέα πληροφορία για την ποιότητα του ΑΚ Άρα θεώρησαν ότι η Βαθμολογία της έχει μία μοναδική δύναμη να επηρεάζει τις ροές κεφαλαίων στα ΑΚ

Ο στο άρθρο του ασκεί κριτική και στο αλλά και στο Θεωρεί ότι το πιο σημαντικό πρόβλημα που έχουν αυτοί οι δύο δείκτες είναι ότι προσπαθούν να εκτιμήσουν τις αναμενόμενες αποδόσεις βασιζόμενοι σε ιστορικά στοιχεία ακόμα και όταν χρησιμοποιείται ένας μεγάλος αριθμός ετών Επίσης πιστεύει ότι θα πρέπει να ερευνείται κατά πόσο τα ΑΚ θα μπορέσουν να ξεπεράσουν ένα συγκεκριμένο δείκτη αναφοράς και όχι την απόδοση του έτσι θεωρεί δεν εξυπηρετούν τον επενδυτή προς αυτή την κατεύθυνση ούτε ο αλλά ούτε και το Σημειώνει ότι οι μέχρι τώρα αξιολογήσεις έχουν κάτι κοινό επιβραβεύουν τα ΑΚ με υψηλές μέσες αποδόσεις και τιμωρούν αυτά με υψηλή τυπική απόκλιση Το εναλλακτικό μέτρο που προτείνει διαφέρει ως προς την στάθμιση που δίνεται στα δύο αυτά στοιχεία καθαρές αποδόσεις ή αποδόσεις αλλά και ως προς τον δείκτη αναφοράς που χρησιμοποιεί Σύμφωνα με εμπειρική μελέτη πρακτικά μέτρα αξιολόγησης διαφορετικά μπορούν στην πραγματικότητα να παράγουν αποτελέσματα με υψηλή συσχέτιση όταν ερευνούν την ίδια χρονική περίοδο Προτείνει ως λύση του προβλήματος της τοποθέτησης στην ίδια κατηγορία σύγκρισης παλαιών και νέων αμοιβαίων και του προβλήματος της χρήσης του κατάλληλου δείκτη αναφοράς την χρησιμοποίηση τεχνικών φιλτραρίσματος όπως αυτής της

παλινδρόμησης των αποδόσεων των νέων Α Κ με ένα δείκτη αναφοράς με μεγάλη ιστορία

Το ζήτημα του ότι δεν λαμβάνεται υπόψη η ηλικία των Α Κ κατά την αξιολόγησή τους έθεσαν και οι και στο άρθρο τους

Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η έχει δημιουργήσει μία κατάσταση στην οποία οι εκτιμήσεις στις οποίες βασίζεται η κατάταξη των νεότερων Α Κ εμπεριέχει σημαντικά μεγαλύτερο εκτιμητικό σφάλμα εκτίμησης από ότι οι εκτιμήσεις πάνω στις οποίες βασίζεται η κατάταξη των παλαιότερων Α Κ. Σαν αποτέλεσμα οι επενδυτές θα πρέπει να έχουν λιγότερη εμπιστοσύνη στο ότι η κατάταξη των νεότερων Α Κ θα είναι αυτή που έχει υπολογιστεί ότι θα είναι

Οι και στο άρθρο τους

αναφέρουν την σπουδαιότητα της και ευρεία χρησιμοποίηση των πληροφοριών που παρέχει. Η έρευνά τους έχει θέμα την σύγκριση της βάσης δεδομένων της και του οι οποίες θεωρούνται και οι πιο σημαντικές βάσεις δεδομένων για στοιχεία Α Κ στην Αμερική. Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η βάση δεδομένων της ενέχει μεροληπτικότητα παράληψης παρατηρήσεων που έχει τις ίδιες επιπτώσεις όπως η μεροληπτικότητα της επιβίωσης καθώς και προβλήματα όσον αφορά τις περιπτώσεις συγχωνεύσεων αμοιβαίων κεφαλαίων. Ενώ η δεν παρουσιάζει τέτοιου είδους προβλήματα

Ο στο άρθρο του μελετάει το αποτέλεσμα που έχει η βαθμολόγηση των Α Κ με αστέρια από τη όσον αφορά τη μελλοντική τους απόδοση την στρατηγική τους τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν τα έξοδα και τις μεταβολές του χαρτοφυλακίου. Παρατήρησαν ότι μετά από έτη από την αρχική βαθμολόγηση με πέντε αστέρια τα Α Κ η επίδοσή τους ελαττώθηκε σημαντικά το επίπεδο κινδύνου που αναλάμβαναν



αυξήθηκε και ότι μετέβαλαν το χαρτοφυλάκιό τους για τους λόγους αυτούς προτείνουν στους επενδυτές να ανησυχούν όταν επενδύουν σε ΑΚ με αστέρια για την επίδοση που θα έχουν σε μία τριετία

Το επόμενο άρθρο που εξετάζεται είναι των και έχει τίτλο Το άρθρο αυτό μελετάει τις ιδιότητες της κατάταξης του Συμπεραίνει ότι το και η υπερβάλλουσα απόδοση της παλινδρόμησης του έχουν την ίδια κατάταξη αστεριών Σε αντίθεση παρατηρήθηκαν σημαντικές διαφορές ανάμεσα στην κατάταξη με αστέρια του και στο μοντέλο τριών παραγόντων για την εκτίμηση της υπερβάλλουσας απόδοσης των Προσεγγιστικά το των ΑΚ που πήραν βαθμολόγηση αστεριών για την δεκαετία από την δεν διατηρούν αυτή τους την κατάταξη κάτω από την υπόθεση του μοντέλου των τριών παραγόντων των Η μελέτη καταλήγει ότι η μοναδική εμπιστοσύνη στα αποτελέσματα της μπορεί να μη οδηγήσει στην απόφαση για την βέλτιστη επιλογή ανάμεσα σε κατηγορίες ΑΚ για ένα χαρτοφυλάκιο που να περιέχει ποικιλία αμοιβαίων

Ο προτείνει τον στο ομότιπλο άρθρο του που θεωρεί ότι είναι ο καλύτερος λόγος μέτρησης απόδοσης κινδύνου αλλά τονίζει ότι κανένα μέτρο δεν θα πρέπει να χρησιμοποιείται αφ'εαυτού του και ότι η παρελθούσες τιμές ενός μέτρου δεν καθορίζουν τις μελλοντικές αποδόσεις Επίσης θεωρεί πολύ σημαντική την επιλογή του κατάλληλου χαρτοφυλακίου βάσης αφού πιστεύει ότι παίζει καθοριστικό ρόλο στο τελικό αποτέλεσμα πολύ μεγαλύτερο από τον ρόλο που έχει η μέθοδος ετησιοποίησης των στοιχείων

Τέλος το άρθρο των και μελετά το βαθμό στον οποίο η μέθοδος της είναι ένα καλό μέτρο πρόβλεψης για συμπεριφορά του ΑΚ Χρησιμοποιεί μια σειρά δεδομένων από αναπτυξιακά ΑΚ η οποία είναι ελεύθερη από πλευρά

μεροληπτικότητας για να εξετάσει την προβλεπτική ικανότητα του μέτρου. Η μελέτη αυτή χρησιμοποιεί διάφορα μέτρα αξιολόγησης για σύγκριση με την μέθοδο της [ ] για διαφορετικές χρονικές περιόδους. Επίσης συγκρίνει τις προβλεπτικές ικανότητες της μεθόδου με αυτές ενός απλού δείκτη της μέσης μηνιαίας απόδοσης. Καταλήγει στο συμπέρασμα ότι τα A K με σχετικά χαμηλή βαθμολογία από την [ ] θα δείξουν χαμηλή μελλοντική απόδοση. Δεύτερον συμφωνεί ότι υπάρχουν φτωχές στατιστικές ενδείξεις ότι τα A K με υψηλή βαθμολογία θα έχουν σημαντικά διαφορετική απόδοση στο μέλλον από αυτά με την αμέσως κατώτερη βαθμολογία ή από αυτά με την μέση βαθμολογία. Τρίτον η βαθμολογία της [ ] δεν είναι καλύτερο προβλεπτικό μέτρο των αποδόσεων από είναι η απλή μέση μηνιαία απόδοση.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7<sup>ο</sup>

### ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Σκοπός της μελέτης είναι να αναλυθεί η σχέση ανάμεσα στο   
 και στο   
 καθώς και αν τα δύο αυτά μέτρα   
 έχουν δυνατότητα πρόβλεψης της μελλοντικής απόδοσης των ΑΚ. Επίσης   
 θέλουμε να διαπιστώσουμε αν υπάρχουν σημαντικές διαφορές ανάμεσα στα   
 αποτελέσματα που προκύπτουν από τις δύο αυτές μεθόδους αλλά και   
 ανάμεσα στις μεθόδους αυτές και άλλες όπως είναι ένα απλοϊκό μέτρο της   
 απλής παρελθούσας απόδοσης. Επίσης θέλουμε να κρίνουμε τα δύο μέτρα   
 σε ανοδικές και καθοδικές αγορές για να διαπιστώσουμε αν παρουσιάζονται   
 διαφορές στα αποτελέσματά τους που να οφείλονται στην πορεία της αγοράς.   
 Τέλος γίνεται μελέτη για το αν οι καλύτεροι διαχειριστές όπως προκύπτουν   
 από την χρήση των μέτρων αυτών αλλά και από τον υπολογισμό των δεικτών   
 και   
 έχουν εφαρμόσει τις επενδυτικές πρακτικές   
 και

Η έρευνα είναι ευαίσθητη σε όλα τα βασικά θέματα που έχουν   
 σημειωθεί σε προηγούμενες μελέτες και θα προσπαθήσει να αποφύγει τα   
 λάθη που έχουν γίνει σε αυτές. Για τον λόγο αυτό

- ✱ Θα χρησιμοποιηθούν δεδομένα από την αρχή της υπό εξέταση   
 περιόδου ώστε να αποφευχθεί η   
 μεροληπτικότητα
- ✱ Οι προβλεπτικές ικανότητες της   
 θα συγκριθούν με τις   
 προβλεπτικές ικανότητες του   
 και με αυτές ενός   
 απλού δείκτη αυτού της μέσης μηνιαίας ιστορικής απόδοσης
- ✱ Θα χρησιμοποιηθούν δεδομένα για μεγάλο χρονικό διάστημα   
 ούτως ώστε να αποφευχθεί το ενδεχόμενο η εύρεση κάποιας   
 συνέχειας στα αποτελέσματα να είναι ενδημική
- ✱ Θα εξεταστούν οι ικανότητες πρόβλεψης των μέτρων σε   
 διαφορετικές περιόδους ώστε να εξετάσουμε την ικανότητά τους   
 αυτή τόσο σε ανοδικές όσο και καθοδικές αγορές

- ✿ Θα χρησιμοποιήσουμε ένα είδος αμοιβαίων κεφαλαίων ώστε να αποφύγουμε το ενδεχόμενο τα αποτελέσματα που θα προκύψουν να είναι συνάρτηση του είδους των  $A$   $K$  και όχι της πραγματικής τους ικανότητας
- ✿ Τα αποτελέσματα θα αναλυθούν με την χρήση παραμετρικών και μη παραμετρικών μεθόδων

## **Α' ΜΕΡΟΣ**

### **ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ MORNINGSTAR ΚΑΙ SHARPE ΑΝΑ ΕΤΟΣ, ΤΡΙΕΤΙΑ, ΠΕΝΤΑΕΤΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ MORNINGSTAR RATING ΚΑΙ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΟΥ ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΟΥ ΔΕΙΚΤΗ SHARPE.**

Το πρώτο σκέλος της μελέτης περιλαμβάνει τον υπολογισμό των δεικτών της \_\_\_\_\_ και του \_\_\_\_\_ για όλα τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια που λειτουργούσαν στην ελληνική αγορά για τα έτη \_\_\_\_\_ έως \_\_\_\_\_. Για τον υπολογισμό των δεικτών αυτών ακολουθήθηκε η εξής μεθοδολογία

Ως βάση δεδομένων χρησιμοποιήθηκαν τα στοιχεία από την ένωση θεσμικών επενδυτών \_\_\_\_\_ όσον αφορά τις καθαρές τιμές των αμοιβαίων κεφαλαίων και το \_\_\_\_\_ για τα επιτόκια των εντόκων γραμματίων του ελληνικού δημοσίου

Για τον υπολογισμό των ετήσιων δεικτών χρησιμοποιήθηκαν οι τιμές των αμοιβαίων κεφαλαίων που είχαν συνεχόμενη ύπαρξη στην αγορά από τις \_\_\_\_\_ ενός έτους μέχρι τις \_\_\_\_\_ του επόμενου. Από τις καθαρές τιμές υπολογίστηκαν οι μηνιαίες αποδόσεις χρησιμοποιώντας τον τύπο

$$\frac{T_{i1} - T_{i0}}{T_{i0}}$$

Όπου

είναι η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου

είναι η καθαρή τιμή του A K στην τέλος της υπό εξέταση περιόδου

και

T<sub>i</sub> είναι η καθαρή τιμή του A K στην αρχή της υπό εξέταση περιόδου

Επειδή τα επιτόκια των τρίμηνων ΕΓΕΔ είναι ετησιοποιημένα για να

αναχθούν σε μηνιαία χρησιμοποιήθηκε ο τύπος  $\frac{i_{365}}{365} * 30$

Για τον υπολογισμό του δείκτη της \_\_\_\_\_ ακολουθήθηκε η διαδικασία που έχει περιγραφεί αναλυτικά σε προηγούμενο κεφάλαιο. Συνοπτικά υπολογίστηκε το \_\_\_\_\_ για κάθε A K που είναι η

προσαρμοσμένη στον κίνδυνο απόδοση κάθε A K και προκύπτει από την αφαίρεση του σχετικού κινδύνου από την σχετική απόδοση Όπου ο σχετικός κίνδυνος είναι ο κίνδυνος για κάθε A K προς μία βάση κινδύνου που προκύπτει από τον κίνδυνο όλων των αμοιβαίων κεφαλαίων που βρίσκονται στην ίδια κατηγορία και η σχετική απόδοση είναι η απόδοση του κάθε A K προς μία βάση απόδοσης που προκύπτει από την απόδοση όλων των A K που ανήκουν στην ίδια κατηγορία σε σχέση πάντα με την απόδοση των ΕΓΕΔ

Ο δείκτης του υπολογίστηκε από τον τύπο 
$$\frac{r_i - r_f}{S_i}$$

Όπου

η απόδοση του A K η απόδοση του τρίμηνου ΕΓΕΔ και

σ η τυπική απόκλιση της απόδοσης του A K

Οι τελικές τιμές για τα έτη για τους δύο δείκτες για όλα τα A K με σειρά κατάταξης από αυτό με την μεγαλύτερη βαθμολογία σε αυτό με την μικρότερη παρουσιάζονται στους πίνακες που παραθέτονται στο παράρτημα

Στη συνέχεια ακολουθήθηκε η ίδια διαδικασία για να υπολογιστούν οι δείκτες και για περιόδους τριετίας πενταετίας και δεκαετίας

Υπολογίστηκαν δηλαδή οι δείκτες για τα ακόλουθα διαστήματα

Πίνακας 7.1

ΤΡΙΕΤΙΕΣ	ΠΕΝΤΑΕΤΙΕΣ	ΔΕΚΑΕΤΙΕΣ

Για τον υπολογισμό των δεικτών για κάθε περίοδο χρησιμοποιήθηκαν τα A K που είχαν συνεχή λειτουργία σε όλη τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου. Στο παράρτημα παραθέτονται οι πίνακες με τις τιμές των δεικτών για κάθε περίοδο. Οι τιμές έχουν τοποθετηθεί με φθίνουσα σειρά, δηλαδή από το A K με την μεγαλύτερη τιμή για κάθε δείκτη σε αυτό με την μικρότερη.

### MORNINGSTAR STAR RATING

Οι τιμές του δείκτη της που προέκυψαν από τις παραπάνω περιόδους χρησιμοποιήθηκαν για τον υπολογισμό του

Για να περιληφθεί κάποιο αμοιβαίο κεφάλαιο στον υπολογισμό αυτού του δείκτη θα πρέπει να λειτουργεί για τουλάχιστον συνεχόμενα έτη. Οι βαθμοί υπολογίζονται για περιόδους ετών και στη συνέχεια συνδυάζονται και σταθμίζονται ώστε να προκύψει μία τελική βαθμολογία. Μετά από την εύρεση του τα A K κάθε κατηγορίας κατατάσσονται βάση αυτού του μέτρου με φθίνουσα σειρά ξεκινώντας δηλαδή από το A K με τον μεγαλύτερο βαθμό και καταλήγοντας στο χειρότερο σύμφωνα με τη βαθμολόγηση της

Ο τελικός βαθμός της δίνεται μετά από στάθμιση των επιμέρους βαθμολογιών για τις περιόδους που έχουν βαθμολογηθεί για κάθε A K. Έτσι για τα A K με ιστορία ετών το για την ετή περίοδο θα είναι το συνολικό τους. Για A K με ιστορία ή ετών οι επιμέρους βαθμολογήσεις σταθμίζονται για να παράγουν το τελικό. Η στάθμιση αυτή γίνεται ως εξής:

Πίνακας 7.2

Ηλικία A K	Συνολικός σταθμισμένος Βαθμός Αστεριών
Περισσότερο από χρόνια λιγότερο από	ο βαθμός της ετούς περιόδου
Περισσότερο από χρόνια λιγότερο από	ο βαθμός της ετούς περιόδου ο βαθμός της ετούς περιόδου
Περισσότερο από χρόνια	ο βαθμός της ετούς περιόδου ο βαθμός της ετούς περιόδου ο βαθμός της ετούς περιόδου

Ανάλογα με αυτήν την ιεράρχηση τους δίνονται από ένα έως πέντε αστέρια ως εξής

Ανώτατο	☆ ☆ ☆ ☆ ☆
Επόμενο	☆ ☆ ☆ ☆
Μέση	☆ ☆ ☆
Επόμενο	☆ ☆
Κατώτατο	☆

Πρόκειται για μια κατανομή A K όπου η υψηλότερη βαθμολόγηση που μπορεί να λάβει ένα A K είναι αστέρια ενώ η χειρότερη είναι αστέρι

Για να μπορεί να είναι συγκρίσιμη η τελική βαθμολόγηση της με αυτή του χρησιμοποιήθηκε η παραπάνω μέθοδος στάθμισης και κατάταξης και για τον ώστε να προκύψει ένας συνολικός βαθμός που να λαμβάνει υπόψη του το σύνολο των περιόδων Αναλυτικά αφού υπολογίστηκε ο δείκτης του για τις επιμέρους περιόδους σταθμίστηκε κάθε περίοδος με τις ανάλογες σταθμίσεις του δείκτη της και προέκυψε ένας σταθμισμένος βαθμός για κάθε έτος για κάθε A K Οι βαθμοί αυτοί τοποθετήθηκαν σε φθίνουσα κατάταξη και σε κάθε A K δόθηκαν αστέρια ανάλογα με την μέθοδο του

πρώτο έτος για το οποίο υπάρχει βαθμολογία είναι το Διότι όπως προαναφέρθηκε για να πάρει βαθμολογία κάποιο A K θα πρέπει να λειτουργεί για πάνω από έτη Το υπήρχε βαθμολογία για τρία συνεχόμενα έτη αλλά στην ελληνική αγορά για ολόκληρο το χρονικό διάστημα λειτουργούσαν μόνο A K και καθώς η μέθοδος πρέπει να δώσει διαφορετικές βαθμολογίες το έτος αυτό δεν συμπεριλήφθηκε στα αποτελέσματα

Οι πίνακες με την τελική βαθμολογία των A K με τις δύο μεθόδους παραθέτονται στο παράρτημα



## **B' ΜΕΡΟΣ**

### **ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ**

Το επόμενο βήμα της μελέτης είναι η σύγκριση των δύο δεικτών τόσο όσον αφορά τα αποτελέσματα που αυτοί δίνουν αλλά και όσον αφορά και την προβλεπτική τους ικανότητα. Για το λόγο αυτό το Β μέρος της μελέτης χωρίζεται σε δύο υποκεφάλαια. Το πρώτο υποκεφάλαιο περιλαμβάνει τη σύγκριση των αποτελεσμάτων των δεικτών και το δεύτερο υποκεφάλαιο τη σύγκριση των αποτελεσμάτων τους. Για την σύγκριση των δεικτών χρησιμοποιήθηκαν παραμετρικές και μη παραμετρικές μέθοδοι. Στη συνέχεια αναλύονται οι μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν.

### **A' ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ**

#### **Spearman-Rho correlation test ανάμεσα στα αποτελέσματα των δύο μεθόδων**

Ως γνωστόν ο συντελεστής συσχέτισης κατά τάξεις είναι κατάλληλο κριτήριο στατιστικού ελέγχου συσχέτισης μεταβλητών οι οποίες κατατάσσονται κατά αύξουσα ή φθίνουσα σειρά. Το κριτήριο αυτό δίνεται από τον τύπο

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

όπου

ο αριθμός των παρατηρήσεων

η διαφορά της κατάταξης της απόδοσης ή του κινδύνου των Α Κ μεταξύ των περιόδων και

Τα όρια των τιμών του συντελεστή αυτού είναι ίδια με του απλού συντελεστή συσχέτισης. Επίσης παρόμοια είναι και η ερμηνεία του συντελεστή. Έτσι αν ο συντελεστής αυτός τείνει στο 1 οι δύο εξεταζόμενες μεταβλητές συσχετίζονται αρνητικά ενώ εάν τείνει στο -1 συσχετίζονται θετικά. Τέλος εάν ο συντελεστής τείνει στο 0 οι δύο μεταβλητές είναι ασυσχέτιστες.

Για τον έλεγχο της στατιστικής σημαντικότητας του συντελεστή του απαιτείται ο υπολογισμός της παρακάτω στατιστικής

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

και η σύγκρισή του με την αντίστοιχη θεωρητική με βαθμούς ελευθερίας

Για να συγκρίνουμε τα αποτελέσματα της κατάταξης των δύο μεθόδων χρησιμοποιήθηκε το μη παραμετρικό τεστ Το τεστ αυτό εφαρμόστηκε τόσο στα ετήσια αποτελέσματα των δύο μεθόδων όσο και στα συνολικά αποτελέσματα του και

Τα αποτελέσματα αυτού του ελέγχου παραθέτονται στο παράρτημα στο κάτω μέρος των πινάκων των αποτελεσμάτων των δύο μεθόδων

## **Β' ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΗΣ ΠΡΟΒΛΕΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ**

Για τον έλεγχο της προβλεπτικής ικανότητας των δύο δεικτών χρησιμοποιήθηκαν διαφορετικές μέθοδοι

### **Πρώτη Μέθοδος**

**Έλεγχος απόδοσης χαρτοφυλακίων που κατασκευάστηκαν σύμφωνα με τα αποτελέσματα των δύο μεθόδων.**

Πρόκειται για μία μέθοδο απλοϊκή αλλά που παρουσιάζει με σαφή τρόπο τα αποτελέσματα στο χαρτοφυλάκιο ενός επενδυτή εάν αυτός επιλέξει να εμπιστευτεί τα αποτελέσματα της μεθόδου της ή της μεθόδου του ή τέλος χρησιμοποιήσει σαν μέθοδο επιλογής χαρτοφυλακίου την απλή παρελθούσα απόδοση Χρησιμοποιήθηκαν τα στοιχεία από το καθώς και από την τελική κατάταξη του και επιλέχθηκαν και για τις δύο μεθόδους εκείνα τα Α Κ που έχουν βαθμολογηθεί με πέντε αστέρια επίσης επιλέχθηκε ένας αντίστοιχος αριθμός αμοιβαίων κεφαλαίων με αυτά που είχαν βαθμολογηθεί με αστέρια που να έχουν την μεγαλύτερη μέση μηνιαία υπεραπόδοση κατά το έτος της βαθμολόγησης Στη συνέχεια θεωρούμε ότι κάποιος επενδυτής βασίζεται στις μεθόδους αυτές για την επιλογή Α Κ και ότι κάθε χρόνο επενδύει σε εκείνα τα Α Κ που έχουν βαθμολογηθεί το προηγούμενο έτος με πέντε αστέρια ή είχαν την μεγαλύτερη

επίδοση Στη συνέχεια υπολογίζουμε την απόδοση που είχαν αυτά τα αμοιβαία με την καλύτερη βαθμολόγηση ή μέση μηνιαία υπεραπόδοση το επόμενο έτος μετά την βαθμολόγηση Έτσι χρησιμοποιώντας τις ετήσιες αποδόσεις των ΑΚ με την μεγαλύτερη βαθμολογία κι στις τρεις μεθόδους ξεκινώντας από το μέχρι το βρίσκουμε την συνολική απόδοση που θα είχε το κεφάλαιο αυτού του επενδυτή αν είχε επενδύσει στα ΑΚ που του υποδεικνύουν οι τρεις αυτές μέθοδοι και παρατηρούμε με τη χρησιμοποίηση ποιας μεθόδου ο επενδυτής θα έχει την μεγαλύτερη απόδοση

## Δεύτερη μέθοδος

### Ανάλυση παλινδρόμησης με χρήση ψευδομεταβλητών

Αυτή η διατμηματική ανάλυση παλινδρόμησης με ψευδομεταβλητές θα μας επιτρέψει να ελέγξουμε τις διαφορές στην κατάταξη σε σχέση με την ικανότητα πρόβλεψης που υπάρχει Η ανάλυση αυτή εφαρμόζεται και για τα δύο μέτρα που έχουμε χρησιμοποιήσει

Χρησιμοποιούμε ως δύο μέτρα τη μέση μηνιαία υπεραπόδοση του ΑΚ σε σχέση με τα τρίμηνα Έντοκα Γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου και τις απλές ετήσιες αποδόσεις των ΑΚ του επόμενου έτους προσέχοντας η κάθε ομάδα να έχει τον ίδιο αριθμό αμοιβαίων με την αντίστοιχη ομάδα της και του ώστε να υπάρχει αντιστοιχία Χρησιμοποιούμε την ακόλουθη παλινδρόμηση

$$S_i = \gamma_0 + \gamma_1 D4_i + \gamma_2 D3_i + \gamma_3 D2_i + \gamma_4 D1_i + u_i$$

όπου

η απόδοση για την περίοδο πρόβλεψης ανάλογα με το μέτρο που έχουμε χρησιμοποιήσει

όταν έχουμε ένα αμοιβαίο με αστέρια ή που ανήκει στην <sup>η</sup> κατηγορία και αν όχι

όταν έχουμε ένα αμοιβαίο με αστέρια ή που ανήκει στην <sup>η</sup> κατηγορία και αν όχι

όταν έχουμε ένα αμοιβαίο με αστέρια ή που ανήκει στην  $\eta$  κατηγορία και αν όχι

όταν έχουμε ένα αμοιβαίο με αστέρι ή που ανήκει στην  $\eta$  κατηγορία και αν όχι

έως  $N$  ανάλογα με τον συνολικό αριθμό των αμοιβαίων στην ομάδα

Στην παραπάνω εξίσωση τα αμοιβαία με τα αστέρια είναι η ομάδα αναφοράς Έτσι όταν  $\pi$   $\chi$  χρησιμοποιηθεί η μέση μηνιαία υπεραπόδοση σαν μέτρο απόδοσης το  $\gamma$  θα αντιπροσωπεύει την αναμενόμενη μέση μηνιαία υπεραπόδοση όταν όλες οι ψευδομεταβλητές θα έχουν τιμή ίση με 1. Τα  $\gamma$ ,  $\gamma$ ,  $\gamma$  και  $\gamma$  αντιπροσωπεύουν την διαφορά ανάμεσα στις ψευδομεταβλητές και στην ομάδα αναφοράς. Για παράδειγμα ένα αρνητικό  $\gamma$  δηλώνει ότι η ομάδα των  $A$   $K$  που έχουν βαθμολογηθεί από την  $\eta$  ή τον  $\mu$  με αστέρια είχε χειρότερη απόδοση το επόμενο έτος από την ομάδα που έχει βαθμολογηθεί με αστέρια ενώ ένα θετικό  $\gamma$  δηλώνει ότι η ομάδα των αμοιβαίων που έχει βαθμολογηθεί με αστέρια ξεπέρασε το επόμενο έτος της βαθμολόγησης σε απόδοση την ομάδα με βαθμολογία αστέρια. Η τιμή του  $\gamma$  δείχνει την σημαντικότητα των διαφορών ανάμεσα στην ανεξάρτητη ομάδα των ψευδομεταβλητών και στην ομάδα αναφοράς.

Χρησιμοποιούμε την ομάδα των αμοιβαίων που έχουν βαθμολογηθεί με αστέρια σαν ομάδα αναφοράς γιατί αυτή η ομάδα μας παρέχει ένα ανώτατο όριο με το οποίο μπορούμε να συγκρίνουμε τις αποδόσεις των ομάδων με χαμηλότερη βαθμολογία. Αν η μέθοδος της  $\eta$  ή του  $\mu$  προβλέπουν με ακρίβεια τις αποδόσεις του επόμενου έτους τότε περιμένουμε να δούμε αυξανόμενα αρνητικά και σημαντικά αποτελέσματα καθώς μετακινούμαστε από το  $\gamma$  προς το  $\gamma$ .

Η μέθοδος αυτή εφαρμόστηκε με αντίστοιχο τρόπο από τους  $\mu$  και  $\eta$  στο άρθρο τους

*Journal of financial and Quantitative Analysis,*

### Τρίτη Μέθοδος

**Spearman-Rho correlation test** ανάμεσα στα αποτελέσματα των δύο μεθόδων και τις μέσες μηνιαίες υπερβάλλουσες υπεραποδόσεις του επόμενου έτους της βαθμολόγησης.

Το επόμενο βήμα είναι να ελέγξουμε με έναν ακόμα τρόπο τα αποτελέσματα των δυο μεθόδων ως προς την προβλεπτική τους ικανότητα. Για το λόγο αυτό εφαρμόζουμε το μη παραμετρικό τεστ του  $R_s$ . Στο τεστ αυτό ελέγχουμε την κατάταξη των αμοιβαίων που προέκυψε από τις δύο μεθόδους σε σχέση με την κατάταξη που έχουν τα ίδια αμοιβαία το επόμενο έτος όπως αυτή προκύπτει από την μέση μηνιαία υπερβάλλουσα απόδοση. Για να εφαρμόσουμε τον έλεγχο αυτό κατατάσσουμε τα αμοιβαία σε φθίνουσα σειρά σύμφωνα με το  $R_{it}$  και σύμφωνα με την βαθμολογία που είχαν στο  $t$  και στη συνέχεια κατατάσσουμε σε φθίνουσα σειρά τις υπερβάλλουσες αποδόσεις που τα ίδια αμοιβαία σημείωσαν το επόμενο έτος της βαθμολόγησης. Με τον τρόπο αυτό ελέγχουμε αν υπάρχει συσχέτιση ανάμεσα στις δύο κατατάξεις, δηλαδή αν η μέθοδος της  $R_{it}$  και του  $R_{it}$  καταφέρνουν να προβλέψουν τις μελλοντικές αποδόσεις.

### Τέταρτη μέθοδος

**Μοντέλο παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή τις μέσες μηνιαίες υπεραποδόσεις και τις ετήσιες αποδόσεις του επόμενου έτους της βαθμολόγησης και ανεξάρτητες μεταβλητές την βαθμολογία του Sharpe, την βαθμολογία της Morningstar και τις αποδόσεις του τελευταίου έτους και της τελευταίας τριετίας**

Δημιουργήθηκε το μοντέλο

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_1 \gamma_i + \beta_2 \delta_i + \beta_3 \epsilon_i + \epsilon_{it}$$

όπου

$R_{it}$  Η ετήσια απόδοση ή η μέση μηνιαία υπερβάλλουσα απόδοση του A K το επόμενο έτος μετά την βαθμολόγηση το έτος η βαθμολόγηση κατά για το A K i το έτος

η βαθμολόγηση κατά  $\gamma_i$  για το A K I το έτος

η απόδοση του A K το έτος

η απόδοση του A K την τριετία

μία τυχαία μεταβλητή σφάλμα

$\alpha_i, \beta_i, \gamma_i, \delta_i, \varepsilon_i$  παράμετροι που πρόκειται να εκτιμηθούν από το υπόδειγμα

Αν οι παράμετροι  $\delta_i$  και  $\varepsilon_i$  είναι θετικοί και στατιστικά σημαντικοί αυτό σημαίνει ότι η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου επηρεάζεται από την βαθμολογία της  $\gamma_i$  και του  $\varepsilon_i$  αν είναι αρνητικοί και στατιστικά σημαντικοί αυτό

σημαίνει ότι η απόδοση είναι αντίθετη από αυτή που αναμενόταν σύμφωνα με τα αποτελέσματα των δύο δεικτών ενώ αν οι δύο παράμετροι δεν είναι στατιστικά σημαντικοί σημαίνει ότι η απόδοση δεν επηρεάζεται από την βαθμολόγηση και κατά συνέπεια οι δύο δείκτες δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν σαν μέσο πρόβλεψης της μελλοντικής απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων. Αν οι παράμετροι  $\alpha_i$  και  $\beta_i$  είναι στατιστικά σημαντικοί αυτό σημαίνει ότι η παρελθούσα απόδοση επηρεάζει την μελλοντική απόδοση των A K ενώ αν είναι μη στατιστικά σημαντικοί δεν την επηρεάζει.

Υπολογίζουμε παλινδρομήσεις. Στην πρώτη χρησιμοποιούμε σαν εξαρτημένη μεταβλητή την ετήσια απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου και σαν ανεξάρτητες την βαθμολογία της  $\gamma_i$  και του  $\varepsilon_i$  κατά το προηγούμενο έτος και τις ετήσιες αποδόσεις του προηγούμενου έτους και της προηγούμενης τριετίας. Στην δεύτερη σαν εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιούμε τις μέσες μηνιαίες υπερβάλλουσες αποδόσεις σε σχέση με το

Στη συνέχεια παλινδρομούμε την ετήσια απόδοση ξεχωριστά με τους δείκτες και τις προηγούμενες αποδόσεις

### Γ' ΜΕΡΟΣ

#### ΔΙΑΧΩΡΙΣΜΟΣ ΑΓΟΡΑΣ ΣΕ ΠΕΡΙΟΔΟ ΑΝΟΔΟΥ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΔΟ ΚΑΘΟΔΟΥ ΚΑΙ ΜΕΛΕΤΗ ΤΩΝ ΔΥΟ ΔΕΙΚΤΩΝ ΣΕ ΚΑΘΕ ΠΕΡΙΟΔΟ ΧΩΡΙΣΤΑ.

Για να διαπιστωθεί αν υπάρχει διαφορά ανάμεσα στις δύο μεθόδους σε ότι αφορά την βαθμολογία σε ανοδικές και καθοδικές αγορές ακολουθήθηκε η εξής διαδικασία

Σύμφωνα με τις τιμές του Γενικού Δείκτη του Χ Α Α όπως αυτές φαίνονται στο παρακάτω διάγραμμα το χρονικό διάστημα από \_\_\_\_\_ έως \_\_\_\_\_ η αγορά ήταν ανοδική \_\_\_\_\_ ενώ το χρονικό διάστημα από \_\_\_\_\_ έως \_\_\_\_\_ η αγορά ήταν καθοδική

Διάγραμμα 7.1



Αρχικά βρίσκουμε τα κοινά μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια που υπήρχαν στην ελληνική αγορά το διάστημα από \_\_\_\_\_ έως έως

**Πίνακας 7.3**

<b>Κοινά μετοχικά Α/Κ εσωτερικού για την περίοδο 1/1/1997 – 30/12/2003</b>	
	Μετοχικό Εσωτερικού
	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ
	Δυναμικό Α Κ Μετοχικό Εσωτ
	ΑΣΠΙΣ Α Κ Μετοχών Εσωτ
	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτερικού
	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α Κ Μετοχικό Εσωτ
	Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ
	Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ
	ΔΗΛΟΣ Μετοχικό Εσωτ
	ΩΜΕΓΑ Μετοχικό Εσωτερικού
	Α Κ ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ
	Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ
	Μετοχικό Εσωτερικού
	Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ
	Μετοχών Εσωτερικού
	ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό Εσωτ
	Π Κ Μετοχικό Εσωτερικού
	Μετοχικό Εσωτερικού
	ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μετοχικό Εσωτ
	ΓΕΝΙΚΗ Α Κ Μετοχικό Εσωτ
	Μετοχικό Εσωτερικού

Στη συνέχεια υπολογίζουμε τον δείκτη της \_\_\_\_\_ και του \_\_\_\_\_ για τις δύο περιόδους ανοδική και καθοδική αγορά αλλά και για τη συνολική περίοδο και αφού τους κατατάξουμε σε φθίνουσα σειρά εφαρμόζεται το τεστ συσχέτισης του \_\_\_\_\_ για να δούμε αν υπάρχει διαφορά στη συσχέτιση των δύο κριτηρίων ανάμεσα στις δύο περιόδους



## **Δ΄ ΜΕΡΟΣ**

### **ΙΚΑΝΟΤΗΤΕΣ ΧΡΟΝΙΚΗΣ ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΑΞΙΟΓΡΑΦΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ ΤREYNOR ΚΑΙ JENSEN ΚΑΛΥΤΕΡΟ ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΕΠΤΑΕΤΙΑΣ 1997-2003 ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΔΩΝ ΑΝΟΔΙΚΗΣ (1997-1999) ΚΑΙ ΚΑΘΟΔΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ (2000-2003)**

Το επόμενο βήμα είναι να μελετήσουμε αν στα Α Κ που είχαν τις υψηλότερες τιμές για τους δείκτες της και του οι διαχειριστές παρουσίαζαν τις ικανότητες της χρονικής τοποθέτησης και της επιλογής χρεογράφων και Αρχικά γίνεται μία θεωρητική περιγραφή των ικανοτήτων των διαχειριστών καθώς και των εργαλείων με τα οποία αυτές αξιολογούνται και στη συνέχεια περιγράφεται η μέθοδος που ακολουθείται για την αξιολόγηση και τα βήματα για την εύρεση του καλύτερου Α Κ για την περίοδο

#### **ΙΚΑΝΟΤΗΤΕΣ ΤΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ**

Η αποδοτικότητα που επιτυγχάνουν τα αμοιβαία κεφάλαια είναι το πρώτο στοιχείο που υποδηλώνει την ύπαρξη ικανότητας των διαχειριστών να εφαρμόσουν κατάλληλη επενδυτική πολιτική Όμως δεν θα πρέπει να παραβλεφθεί το γεγονός ότι η καλή αποδοτικότητα σε ένα συγκεκριμένο έτος μπορεί να οφείλεται σε τυχαίους παράγοντες και εξελίξεις στην κεφαλαιαγορά και όχι στις όποιες ικανότητες διαθέτουν οι διαχειριστές Για να διαπιστωθούν οι τυχόν ικανότητες που διαθέτουν οι διαχειριστές θα πρέπει να υπάρχει χρονική συνέχεια και συνέπεια στην αποδοτικότητα

Η ικανότητα των διαχειριστών εφόσον υπάρχει αποτυπώνεται στην αποδοτικότητα του αμοιβαίου κεφαλαίου άσχετα με ποιο τρόπο εκφράζεται στα πλαίσια της επενδυτικής πολιτικής Μπορεί όμως να διακριθεί σε δύο βασικές διαστάσεις Ικανότητα επιλογής αξιογράφων και ικανότητα επιλογής χρονικής τοποθέτησης

### **α) Ικανότητα επιλογής αξιογράφων (stock selection)**

Ένα από τα βασικά καθήκοντα των διαχειριστών είναι η ικανότητα επιλογής αξιογράφων στο χαρτοφυλάκιο από ένα μεγάλο πληθυσμό αξιογράφων που προσφέρονται. Ενώ η σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου προτείνει την κατανομή της επένδυσης μεταξύ του ακίνδунου αξιογράφου και του χαρτοφυλακίου της αγοράς καλώς διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια αξιογράφων που εμπεριέχουν αξιόγραφα με δυνητική απόδοση μεγαλύτερη της προσδοκώμενης επιτρέπουν στο αμοιβαίο κεφάλαιο να πετύχει αποδόσεις μεγαλύτερες ενός συγκρίσιμου δείκτη. Με άλλα λόγια η ανεύρεση και ένταξη στο χαρτοφυλάκιο αξιογράφων που είναι υποτιμημένα καθώς και η πώληση αξιογράφων του χαρτοφυλακίου που έχουν υπερτιμηθεί είναι δραστηριότητες που θα συνεισφέρουν στην μεγιστοποίηση των αποδόσεων και χαρακτηρίζουν την ικανότητα επιλογής αξιογράφων των διαχειριστών. Έλλειψη αυτής της ικανότητας δεν θα επιτρέψει την μεγιστοποίηση των αποδόσεων και μπορεί να επηρεάσει αρνητικά την αποδοτικότητα του αμοιβαίου κεφαλαίου εφόσον στα άλλα αμοιβαία κεφάλαια οι διαχειριστές έχουν ικανότητες επιλογής αξιογράφων.

## **β) Ικανότητα επιλογής χρονικής τοποθέτησης (Market timing)**

Πέραν της ορθής επιλογής των αξιογράφων και διαρκούς αναθεώρησης του χαρτοφυλακίου οι διαχειριστές αναμένεται να διαθέτουν την ικανότητα να τοποθετούνται χρονικά κατάλληλα στην αγορά. Για παράδειγμα εάν ο γενικός δείκτης του χρηματιστηρίου παρουσιάζει σημαντική άνοδο οι ικανοί διαχειριστές θα πρέπει να έχουν ήδη τοποθετηθεί δηλαδή αγοράσει αξιόγραφα. Αντίθετα εάν το χρηματιστήριο σημειώνει γενική πτώση οι ικανοί διαχειριστές θα έπρεπε να έχουν ήδη πουλήσει. Σε μια τέτοια περίπτωση θα έπρεπε να έχουν τοποθετήσει τα χρήματά τους σε ακίνδυνες επενδύσεις όπως είναι τα έντοκα γραμμάτια δημοσίου ή τα ομόλογα. Τα χρήματα αυτά παραμένουν σε ακίνδυνες και εύκολα ρευστοποιήσιμες μορφές επενδύσεων μέχρις ότου θεωρηθεί ότι η πτώση του χρηματιστηρίου έχει ολοκληρωθεί. Τότε τα χρήματα επανατοποθετούνται σε κινδυνοφόρα αξιόγραφα ανάλογα με την επιλογή των διαχειριστών. Οι επενδύσεις παραμένουν στο χρηματιστήριο μέχρις ότου θεωρηθεί ότι η άνοδος του χρηματιστηρίου έχει ολοκληρωθεί. Στην περίπτωση αυτή ρευστοποιούνται οι επενδύσεις και τοποθετούνται σε ακίνδυνα χρεόγραφα μέχρις ότου ολοκληρωθεί η πτώση του χρηματιστηρίου κ ο κ

Πρέπει να σημειωθεί εδώ ότι δεν μετακινείται στις επενδύσεις όλο το ενεργητικό του μετοχικού αμοιβαίου κεφαλαίου. Όπως είναι γνωστό ένα μετοχικό αμοιβαίο κεφάλαιο είναι υποχρεωμένο να έχει και ένα ποσοστό ακίνδυνων χρεογράφων ή ρευστών διαθεσίμων. Αυτό το ποσοστό μπορεί να κυμαίνεται ανάμεσα σε κάποια όρια. Όταν η αγορά είναι σε άνοδο αυτό το ποσοστό πρέπει να είναι στα κατώτατα όρια ενώ όταν η αγορά είναι σε πτώση στα ανώτατα.

Στην ανωτέρω περιγραφή η επιλογή των κατάλληλων αξιογράφων δεν είναι προϋπόθεση για την επιτυχία της στρατηγικής χρονικής τοποθέτησης. Με την δημιουργία ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου οι διαχειριστές επωφελούνται από τις μεταπτώσεις της χρηματιστηριακής αγοράς καταφεύγοντας σε ασφαλείς τοποθετήσεις σε περίπτωση πτώσης του χρηματιστηρίου και εγκαταλείποντας την ασφάλεια μιας μικρής

απόδοσης για πολύ μεγαλύτερες αποδόσεις πριν την άνοδο του χρηματιστηρίου. Η τυχόν κατάλληλη επιλογή αξιογράφων στο χαρτοφυλάκιο θα μεγιστοποιούσε την απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου ακόμη περισσότερο όμως δεν θα την αναιρούσε. Η επιλογή κατάλληλης χρονικής τοποθέτησης στην αγορά αποδίδει σημαντικά ψηλές αποδόσεις.

Παρακάτω θα εξετάσουμε την τεχνική με την οποία ερευνάται αν υπήρχε η ικανότητα επιλογής αξιογράφων και επιλογής χρονικής τοποθέτησης κατά την διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου σε μια προηγούμενη περίοδο.

## Το υπόδειγμα Treynor-Mazuy

Ένας ικανοποιητικός τρόπος μέτρησης της ικανότητας του συγχρονισμού είναι η απευθείας σύγκριση των αποδόσεων του A K με τις αποδόσεις τις αγοράς Οι και παρουσίασαν διαγραμματικά τον τρόπο αυτό με την βοήθεια της χαρακτηριστικής γραμμής Εάν ο διαχειριστής δεν μεταβάλλει την επικινδυνότητα του χαρτοφυλακίου του ανεξάρτητα εάν η αγορά είναι ανοδική ή καθοδική τότε η κλίση της γραμμής είναι σταθερή και η χαρακτηριστική γραμμή είναι ευθεία Το αμοιβαίο κεφάλαιο του διαγράμματος έχει διατηρήσει μία σταθερή μεταβλητότητα διαχρονικά Για τέτοιου είδους A K ο τρόπος που είναι κατανεμημένα τα νέφη των σημείων γύρω από τη χαρακτηριστική γραμμή είναι ένας τρόπος μέτρησης για το πόσο καλά διαφοροποιημένα είναι τα χαρτοφυλάκια που διαχειρίζονται Όσο περισσότερο διαφοροποιημένο είναι το χαρτοφυλάκιο του A K τόσο μικρότερη θα είναι η κατανομή του νέφους των σημείων γύρω από την χαρακτηριστική γραμμή διότι θα αντανακλά με μεγαλύτερη ακρίβεια τις μεταβολές των μετοχών

Το διάγραμμα παρουσιάζει την ακραία περίπτωση στην οποία ο διαχειριστής του A K έχει την ικανότητα να προεξοφλεί με ακρίβεια όλες τις μεταβολές στις κινήσεις της αγοράς Αυτό γίνεται με το συνδυασμό δύο χαρακτηριστικών γραμμών από τις οποίες η μία εμφανίζει υψηλή ενώ η άλλη χαμηλή μεταβλητότητα Όποτε ο διαχειριστής προβλέπει ανοδική αγορά επιλέγει τη σύνθεση υψηλής μεταβλητότητας που παρουσιάζεται από την χαρακτηριστική γραμμή Όποτε ο διαχειριστής προβλέπει το αντίθετο επιλέγει τη χαρακτηριστική γραμμή A B Είναι προφανές ότι στην περίπτωση αυτή η χαρακτηριστική γραμμή δεν είναι ευθεία

Αν οι προβλέψεις του διαχειριστή δεν είναι πάντα σωστές τότε η ανάλογη χαρακτηριστική γραμμή παρουσιάζεται στο διάγραμμα Στην περίπτωση αυτή η επίδοση του A K αγγίζει τα επιθυμητά σημεία και με την ίδια συχνότητα που αγγίζει τα επιθυμητά σημεία και Τα νέφη των σημείων έχουν σημαντική διασπορά γύρω από τη χαρακτηριστική γραμμή χωρίς όμως να σχηματίζουν καμπύλη

Συνήθως κανένας διαχειριστής δεν ισχυρίζεται ότι έχει την ικανότητα να προεξοφλεί τέλεια τις κινήσεις της αγοράς Σύμφωνα με τους και

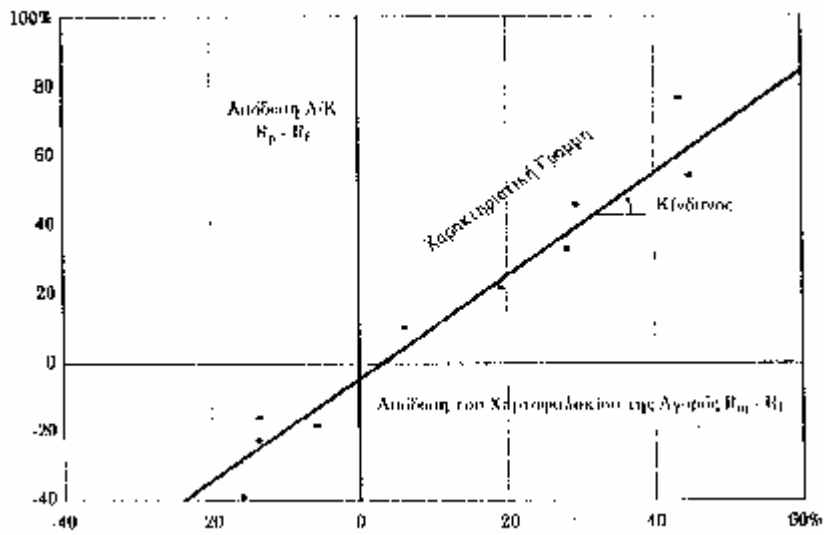
υποθέτουμε ότι οι επαγγελματίες διαχειριστές έχουν κάποιες ικανότητες πρόβλεψης. Αν συμβαίνει αυτό τότε όσο καλύτερη απόδοση παρουσιάζει η αγορά τόσο περισσότερες πιθανότητες υπάρχουν να έχει προβλέψει ο διαχειριστής αυτή την απόδοση και να έχει αυξήσει την μεταβλητότητα του  $A_K$  κατάλληλα. Η μεταβλητότητα του  $A_K$  θα αλλάξει σταδιακά και η πλατιά κλίση που παρουσιάζεται στο αριστερό άκρο της χαρακτηριστικής γραμμής θα αλλάξει και θα γίνει απότομη στο δεξιό άκρο της γραμμής. Στο ενδιάμεσο τμήμα της χαρακτηριστικής γραμμής η κλίση θα μεταβάλλεται συνεχώς, πότε περισσότερο και πότε λιγότερο. Δίνοντας μία καμπύλη μορφή στη χαρακτηριστική γραμμή η οποία περιβάλλεται από νέφη σημείων που προκύπτουν από τις λανθασμένες προβλέψεις των διαχειριστών.

Ο έλεγχος της επιτυχίας των προβλέψεων είναι απλός, ο μόνος τρόπος με τον οποίο οι διαχειριστές των χαρτοφυλακίων των  $A_K$  μπορούν να μετατρέψουν την ικανότητά τους να προεξοφλούν τις κινήσεις της αγοράς σε κέρδος για τους μεριδιούχους είναι να αλλάζουν την μεταβλητότητα του χαρτοφυλακίου συστηματικά και κατά τέτοιο τρόπο ώστε η χαρακτηριστική γραμμή που προκύπτει να είναι καμπύλη με ανοδική κατεύθυνση. Διάγραμμα

Αν οι προβλέψεις του διαχειριστή αναφορικά με τις κινήσεις της αγοράς είναι στην πλειοψηφία τους σωστές τότε η χαρακτηριστική γραμμή δεν θα είναι πλέον ευθεία αλλά καμπύλη. Ο βαθμός καμπυλότητας εξαρτάται από το βαθμό αλλαγής της μεταβλητότητας του χαρτοφυλακίου ανάλογα με τις προσδοκίες για την πορεία της αγοράς.

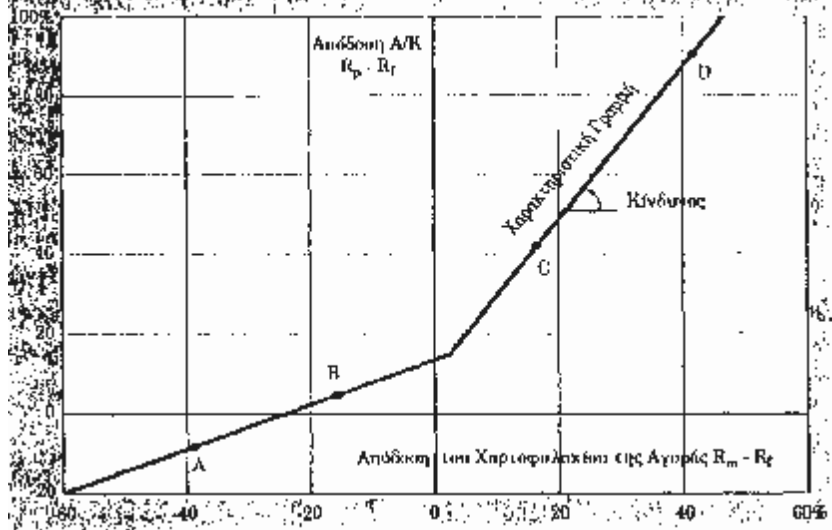
Διάγραμμα 7.2

Αρριβαίο Κεφάλαιο με Σταθερή Επικινδυνότητα

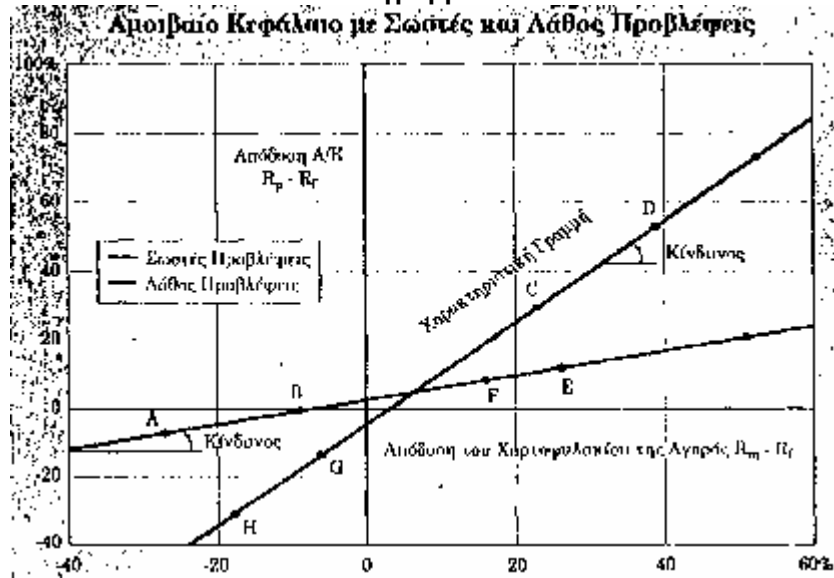


Διάγραμμα 7.3

Αρριβαίο Κεφάλαιο που Προεξοφεί Τέλεια την Αγορά

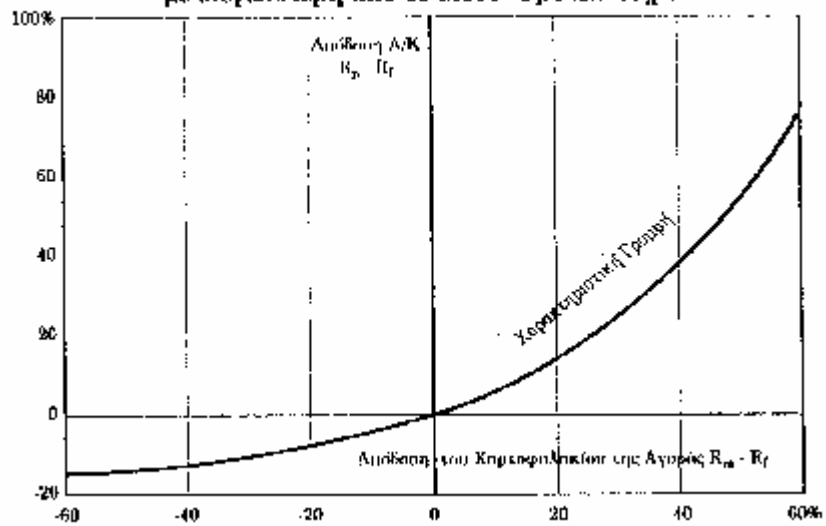


Διάγραμμα 7.4



Διάγραμμα 7.5

**Αμοιβαίο Κεφάλαιο που Έχει Προεξοφλήσει την Αγορά με Μεγαλύτερη από το Μέσο Όρο Επιτυχία**





Η προσέγγιση των  $R_{it}$  και  $R_{ft}$  για τον έλεγχο της καμπύλης βασίστηκε στην εφαρμογή των σχεδίων απόδοσης στην ακόλουθη δευτεροβάθμια σχέση

$$R_{it} - R_{ft} = a_i + b_i(R_{mt} - R_{ft}) + c_i(R_{mt} - R_{ft})^2 + u_{it} \quad (1)$$

όπου

$R_{it}$  η απόδοση του A K κατά την χρονική περίοδο

$R_{mt}$  η απόδοση της αγοράς κατά την χρονική περίοδο

$R_{ft}$  η απόδοση της επένδυσης μηδενικού κινδύνου κατά την χρονική περίοδο

$u_{it}$  μία τυχαία μεταβλητή σφάλμα

$a_i, b_i, c_i$  παράμετροι που πρόκειται να εκτιμηθούν από το υπόδειγμα

Αν η σχέση ανάμεσα στην απόδοση του A K και στην απόδοση της αγοράς είναι όπως εμφανίζεται στο διάγραμμα τότε μία ευθεία γραμμή θα εφαρμόζει καλύτερα στο νέφος των σημείων. Στην περίπτωση αυτή η προσθήκη του νέου υψωμένου στο τετράγωνο όρου ο οποίος συντελεί στην καμπυλότητα του διαγράμματος δεν θα βελτιώσει την εφαρμογή και το  $c_i$  θα είναι στατιστικά ίσο με το 0. Αν η σχέση ανάμεσα στις αποδόσεις του A K και στην απόδοση της αγοράς είναι όπως εμφανίζεται στο διάγραμμα τότε η προσθήκη του νέου υψωμένου στο τετράγωνο όρου θα βελτιώσει την εφαρμογή και το  $c_i$  θα πάρει θετικές και στατιστικά σημαντικές τιμές. Το  $c_i$  δηλαδή είναι ένα κριτήριο μέτρησης της ύπαρξης ικανότητας συγχρονισμού. Επίσης η παράμετρος  $a_i$  μετρά την ικανότητα του διαχειριστή να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές. Ως εκ τούτου η επαγγελματική διαχείριση προϋποθέτει τιμές της παραμέτρου  $a_i$  θετικές και στατιστικά σημαντικές.

### Το υπόδειγμα Henriksson – Merton

Οι  $b_{id}$  και  $b_{iu}$  υποθέτουν ότι η τιμή του συστηματικού κινδύνου των ΑΚ μπορεί να πάρει δύο τιμές ανάλογα με το εάν η χρηματιστηριακή αγορά είναι ανοδική  $r_m - r_{ft} > b_{iu}$  ή καθοδική  $r_m - r_{ft} \leq b_{id}$

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

A εάν η χρηματιστηριακή αγορά βρίσκεται σε ανοδική φάση τότε ο διαχειριστής μειώνει τα διαθέσιμά του και αυξάνει το ποσοστό των μετοχών στο χαρτοφυλάκιό του αυξάνοντας παράλληλα και τον συντελεστή βήτα

B εάν η αγορά βρίσκεται σε καθοδική φάση ο διαχειριστής περιορίζει το ποσοστό των μετοχών του αυξάνοντας τα διαθέσιμά του ή τα χρεόγραφα σταθερής απόδοσης μειώνοντας παράλληλα το συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου

Για τον έλεγχο της ικανότητας του συγχρονισμού οι συγγραφείς πρότειναν ένα υπόδειγμα το οποίο προέρχεται από τις παρακάτω εξισώσεις παλινδρόμησης

$$R_{it} = a_i + b_{id} R_{mt} + u_{it} \text{ για όλα τα } t \text{ όπου } R_{mt} \leq b_{iu}$$

$$R_{it} = a_i + b_{iu} R_{mt} + u_{it} \text{ για όλα τα } t \text{ όπου } R_{mt} > b_{id}$$

Οι δύο παραπάνω εξισώσεις μπορούν να συνδυαστούν και να απεικονιστούν όπως στο υπόδειγμα

$$R_{it} = a_i + b_{id} R_{mt} + b_{io} R_{mt} D_{ut} + u_{it}$$

όπου

$$R_{it} = r_{it} - r_{ft} \text{ είναι η απόδοση του ΑΚ } r_{it} \text{ μείον το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο } r_{ft}$$

$$R_{mt} = r_{mt} - r_{ft} \text{ είναι η απόδοση του γενικού Δείκτη του ΧΑΑ } r_{mt} \text{ μείον το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο } r_{ft}$$

$u_{it}$  μία τυχαία μεταβλητή σφάλμα

$D_{it}$  είναι μία ψευδομεταβλητή η οποία λαμβάνει την τιμή 1 αν  $R_{mt} > 0$  ανοδική αγορά και την τιμή 0 εάν  $R_{mt} \leq 0$  καθοδική αγορά

$b_{iu}$  είναι η τιμή του συστηματικού κινδύνου του A K για ανοδικές αγορές

$b_{id}$  είναι η τιμή του συστηματικού κινδύνου του A K για καθοδικές αγορές

$b_{io}$  απεικονίζει τη διαφορά των συντελεστών βήτα του A K μεταξύ των ανοδικών και των καθοδικών αγορών  $b_{iu} - b_{id}$

Υποθέτοντας ότι το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Στοιχείων των οποίων και ισχύει τότε το  $a_i$  είναι η

παράμετρος η οποία μετράει την επιλεκτικότητα την επιπλέον δηλαδή απόδοση που επιτυγχάνει το A K Η ικανότητα του διαχειριστή για  $b_{io}$  άκρο προβλέψεις μπορεί να αξιολογηθεί χρησιμοποιώντας το γνωστό κριτήριο για τον συντελεστή  $b_{io}$  που αντιστοιχεί στην γνωστή υπόθεση μηδέν  $b_{io} = 0$  Μία

στατιστικά σημαντική θετική τιμή του  $b_{io}$  συνεπάγεται ότι ο διαχειριστής άλλαξε τη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου του με αποτέλεσμα να είναι πιο επικίνδυνο στις ανοδικές αγορές και λιγότερο επικίνδυνο στις καθοδικές αγορές και κρίνεται θετικά Σε αντίθετη περίπτωση εάν  $b_{io} \leq 0$  σημαίνει ότι ο διαχειριστής δεν έλαβε υπόψιν του τις μεταβολές της αγοράς και η διάρθρωση του χαρτοφυλακίου παρέμεινε η ίδια ή ακόμα χειρότερα ήταν σε αντίθετη κατεύθυνση από αυτή της χρηματιστηριακής αγοράς Πρέπει να σημειωθεί ότι επειδή είναι πιθανό το υπόδειγμα να παρουσιάζει ετεροσκεδαστικότητα προτείνεται η διόρθωση του προβλήματος με σχετικές οικονομετρικές τεχνικές

## Μεθοδολογία

Για να γίνει η αξιολόγηση των διαχειριστών και να βγουν συμπεράσματα για το ποιο είναι το καλύτερο Α Κ της χρονικής περιόδου ακολουθήθηκε η εξής διαδικασία

Σαν δεδομένα χρησιμοποιήθηκαν οι μηνιαίες αποδόσεις των Α Κ οι τιμές του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ και το επιτόκιο των τριμήνων Εντόκων Γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου για την αντίστοιχη περίοδο Αρχικά υπολογίστηκαν οι μηνιαίες αποδόσεις των Α Κ και του Γενικού Δείκτη σύμφωνα με τον τύπο

$$\frac{T_{i1} - T_{i0}}{T_{i0}}$$

Όπου

είναι η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου

είναι η καθαρή τιμή του Α Κ στην τέλος της υπό εξέταση περιόδου και

$T_i$  είναι η καθαρή τιμή του Α Κ στην αρχή της υπό εξέταση περιόδου

Στην έρευνα αυτή η υπό εξέταση περίοδος ήταν χρονικά διαστήματα ενός μηνός Με τον τρόπο αυτό μετατρέψαμε τις καθαρές τιμές σε μηνιαίες αποδόσεις Με τον ίδιο τρόπο δημιουργήσαμε και τις μηνιαίες αποδόσεις του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ Στη συνέχεια μετατρέψαμε τα

που είναι ετήσια επιτόκια σε μηνιαία

εφαρμόζοντας τον τύπο

Το επόμενο βήμα είναι να αφιρέσουμε από τις μηνιαίες αποδόσεις που προέκυψαν το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο της αντίστοιχης περιόδου έτσι ώστε να προκύψουν τα και

Όπου

η απόδοση του Α Κ

η απόδοση του Γενικού Δείκτη και

το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

Τα δεδομένα αυτά χωρίστηκαν σε τρεις ομάδες η πρώτη ομάδα αφορά ολόκληρη την περίοδο η δεύτερη ομάδα την περίοδο από

έως

και η δεύτερη ομάδα την περίοδο από

Οι διαδικασίες που θα περιγραφούν

στη συνέχεια ακολουθήθηκαν και για τις τρεις ομάδες με αντίστοιχο τρόπο

Αρχικά με την χρήση του στατιστικού πακέτου εκτιμήθηκαν οι ακόλουθες τρεις παλινδρομήσεις και για τις τρεις περιόδους οι οποίες έχουν περιγραφεί αναλυτικά στο προηγούμενο κεφάλαιο

$$R_{it} - R_{ft} = a_i + b_i(R_{mt} - R_{ft}) + c_i(R_{mt} - R_{ft})^2 + u_{it}$$

$$R_{it} = a_i + b_{id}R_{mt} + b_{io}R_{mt}D_{ut} + u_{it}$$

$$R_{it} - R_{ft} = a_i + b_i(R_{mt} - R_{ft}) + u_{it}$$

Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων που παραθέτονται στο παράρτημα χρησιμοποιήθηκαν για να αξιολογηθούν οι ικανότητες χρονικής τοποθέτησης και επιλογής αξιογράφων των διαχειριστών ενώ οι εκτιμημένες παράμετροι της παλινδρόμησης χρησιμοποιήθηκαν για τον υπολογισμό των δεικτών και

### Ο δείκτης του Treynor

Ήταν ο πρώτος που δημιούργησε δείκτη αξιολόγησης της αποδοτικότητας ενός αμοιβαίου κεφαλαίου που συγκρίνεται με άλλα αμοιβαία κεφάλαια λαμβάνοντας υπόψη τόσο το μακροοικονομικό όσο και το μικροοικονομικό επίπεδο στο οποίο λειτουργούν. Συγκεκριμένα από την απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου αφαίρεσε την απόδοση που θα μπορούσε να είχε επιτύχει ο επενδυτής τοποθετώντας τα χρήματά του σε έντοκα γραμμάτια του δημοσίου ή άλλη ανάλογη ακίνδυνη επένδυση. Η επιπλέον απόδοση που δημιουργείται προσαρμόζεται ανάλογα με τον συστηματικό κίνδυνο στον οποίο εκτίθεται.

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

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

$A_{A/K}$  η απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου για την συγκεκριμένη χρονική περίοδο

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

$\beta_{A/K}$  Ο συστηματικός κίνδυνος βήτα του αμοιβαίου κεφαλαίου

Ο δείκτης του είναι απόλυτα σύμφωνος με την επικρατούσα άποψη ότι καλά διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια εμφανίζουν μόνο συστηματικό κίνδυνο καθώς μέσω της διαφοροποίησης εξαλείφουν παντελώς τον μη συστηματικό κίνδυνο.

Ο δείκτης που χρησιμοποιεί τον συστηματικό κίνδυνο έχει μεγάλη ικανότητα να προβλέπει μελλοντικές τιμές και επομένως να προβλέπει την αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Η αδυναμία του δείκτη αυτού έγκειται στο γεγονός ότι τα μεγέθη που χρησιμοποιούνται είναι μέσα μεγέθη και η σύγκριση που γίνεται με τον δείκτη του χρηματιστηρίου στερείται δυνατότητας στατιστικού ελέγχου. Αυτό το μειονέκτημα αντιμετωπίστηκε αποτελεσματικά από τον

## Ο δείκτης του Jensen

Ο ακολουθούσε το παράδειγμα των και αναδεικνύοντας μια νέα μέτρηση της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων βασισμένη στις νέες θεωρήσεις της διαφοροποίησης του κινδύνου μέσω της επιλογής του χαρτοφυλακίου και του Υποδείγματος Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων Χρησιμοποιώντας ως σημείο αναφοράς το υπόδειγμα αυτό ο ανέπτυξε την τεχνική αξιολόγησης της αποδοτικότητας ενός αμοιβαίου κεφαλαίου σε μια συγκεκριμένη περίοδο λαμβάνοντας υπόψη όχι μέσα μεγέθη αλλά ιστορικές παρατηρήσεις του μακροοικονομικού περιβάλλοντος όπως αυτό αντικατοπτρίζεται στα επιτόκια και στον δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Περαιτέρω η τεχνική αυτή εξετάζει την στατιστική σημαντικότητα της απόδοσης ενός αμοιβαίου κεφαλαίου να διαφοροποιείται από την απόδοση ενός ακίνδυνου αξιογράφου αλλά και από την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς ανάλογα με τον κίνδυνο που εμφανίζει Για την εφαρμογή αυτής της τεχνικής αξιολόγησης ο χρησιμοποίησε την εξής παλινδρόμηση

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

όπου  $A_{A/K}$ ,  $A_{EGED}$ ,  $A_{GDXAA}$  οι αποδόσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου του Έντοκου Γραμμάτιου του Ελληνικού Δημοσίου και του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου αντίστοιχα Το  $\varepsilon_{A/K}$  συμβολίζει τις αποκλίσεις που εμφανίζει η απόδοση από τη γραμμή της παλινδρόμησης και έχει προσδοκώμενη τιμή ίση με το μηδέν Οι παράμετροι  $\alpha_{A/K}$  και  $\beta_{A/K}$  είναι παράμετροι που εκτιμούνται από την παλινδρόμηση και είναι σταθεροί για το συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο και την περίοδο της ανάλυσης Η όλη χρησιμότητα της τεχνικής του έγκειται στην ικανότητα προσδιορισμού ενός αξιόπιστου  $\alpha_{A/K}$  το οποίο μετρά την ικανότητα των διαχειριστών να πετύχουν αποδόσεις οι οποίες υπερβαίνουν την αναμενόμενη απόδοση για τον κίνδυνο που εμφανίζουν τα επιτόκια που επικρατούν να μην επιτύχουν αποδόσεις διαφορετικές από την



αναμενόμενη απόδοση ή να επιτύχουν αποδόσεις που υπολείπονται της αναμενόμενης

Τα αποτελέσματα των δεικτών και και για τις τρεις περιόδους κατατάχθηκαν σε φθίνουσα σειρά έτσι ώστε να προκύψει ο καλύτερος διαχειριστής των Α Κ σύμφωνα και με του δείκτες

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8<sup>ο</sup> ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

### Α' ΜΕΡΟΣ

#### **ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ MORNINGSTAR ΚΑΙ SHARPE ΑΝΑ ΕΤΟΣ, ΤΡΙΕΤΙΑ, ΠΕΝΤΑΕΤΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ MORNINGSTAR RATING ΚΑΙ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΟΥ ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΟΥ ΔΕΙΚΤΗ SHARPE.**

Οι αναλυτικοί πίνακες με τα αποτελέσματα των δεικτών αυτών παραθέτονται στο παράρτημα Στο σημείο αυτό παρουσιάζεται ένας συνοπτικός πίνακας με τα Α Κ που βρίσκονται στις πρώτες και στις τελευταίες θέσεις της κατάταξης σε κάθε περίοδο Να υπενθυμίσουμε ότι σε κάθε περίοδο βρίσκονται τα Α Κ που έχουν συνεχόμενη λειτουργία για όλη τη διάρκεια της περιόδου

**Πίνακας 8.1  
ΕΤΗΣΙΟ**

1991		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	Α Κ	Α Κ
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	Α Κ	Α Κ

1992		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	Α Κ	Α Κ
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	Α Κ	Α Κ

1993		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	Α Κ	Α Κ
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	Α Κ	Α Κ

1994		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	Α Κ	Α Κ
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	Α Κ	Α Κ

1995		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	Α Κ	Α Κ
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	Α Κ	Α Κ

1996		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

1997		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

1998		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

1999		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

2000		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

2001		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

2002		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

2003		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

Πίνακας 8.2

**ΤΡΙΕΤΙΑ**

1991-1993		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

1992-1994		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

1993-1995		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

1994-1996		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

1995-1997		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

1996-1998		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

1997-1999		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

1998-2000		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

1999-2001		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

2000-2002		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

2001-2003		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

**Πίνακας 8.3**  
**ΠΕΝΤΑΕΤΙΑ**

1991-1995		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

1992-1996		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

1993-1997		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

1994-1998		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

1995-1999		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

1996-2000		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

1997-2001		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

1998-2002		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

1999-2003		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

Πίνακας 8.4  
ΔΕΚΑΕΤΙΑ

1991-2000		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

1992-2001		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

1993-2002		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

1994-2003		
	SHARPE	MORNINGSTAR
ΠΡΩΤΗ ΘΕΣΗ	A K	A K
ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΘΕΣΗ	A K	A K

ΤΑ Α/Κ ΜΕ ΒΑΘΜΟΛΟΓΙΑ 5 ΑΣΤΕΡΙΑ ΚΑΙ ΜΕ ΒΑΘΜΟΛΟΓΙΑ 1 ΑΣΤΕΡΙ  
ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗΝ MORNINGSTAR STAR RATING ΚΑΙ ΤΟΝ SHARPE  
RATIO

Πίνακας 8.5

Τα Α/Κ με βαθμολογία 5 αστέρια	
1993	
MORNINGSTAR	SHARPE
A K	A K
1994	
MORNINGSTAR	SHARPE
A K	A K
1995	
MORNINGSTAR	SHARPE
A K	A K
1996	
MORNINGSTAR	SHARPE
A K	A K
A K	A K
1997	
MORNINGSTAR	SHARPE
A K	A K
A K	A K
1998	

<b>MORNINGSTAR</b>	<b>SHARPE</b>
A K	A K
A K	A K
<b>1999</b>	
<b>MORNINGSTAR</b>	<b>SHARPE</b>
A K	A K
A K	A K
A K	A K
<b>2000</b>	
<b>MORNINGSTAR</b>	<b>SHARPE</b>
A K	A K
A K	A K
A K	A K
<b>2001</b>	
<b>MORNINGSTAR</b>	<b>SHARPE</b>
A K	A K
A K	A K
A K	A K
<b>2002</b>	
<b>MORNINGSTAR</b>	<b>SHARPE</b>
A K	A K
A K	A K
A K	A K
A K	A K
A K	A K
A K	A K
<b>2003</b>	
<b>MORNINGSTAR</b>	<b>SHARPE</b>
A K	A K
A K	A K
A K	A K
A K	A K
A K	A K
A K	A K
A K	A K

Πίνακας 8.6

<b>Τα Α/Κ με βαθμολογία 1 αστέρι</b>	
<b>1993</b>	
<b>SHARPE</b>	<b>MORNINGSTAR</b>
A K	A K
<b>1994</b>	
<b>SHARPE</b>	<b>MORNINGSTAR</b>
A K	A K

<b>1995</b>	
<b>MORNINGSTAR</b>	<b>SHARPE</b>
A K	A K
<b>1996</b>	
<b>MORNINGSTAR</b>	<b>SHARPE</b>
A K	A K
A K	A K
<b>1997</b>	
<b>MORNINGSTAR</b>	<b>SHARPE</b>
A K	A K
A K	A K
<b>1998</b>	
<b>MORNINGSTAR</b>	<b>SHARPE</b>
A K	A K
A K	A K
<b>1999</b>	
<b>MORNINGSTAR</b>	<b>SHARPE</b>
A K	A K
A K	A K
A K	A K
<b>2000</b>	
<b>MORNINGSTAR</b>	<b>SHARPE</b>
A K	A K
A K	A K
A K	A K
<b>2001</b>	
<b>MORNINGSTAR</b>	<b>SHARPE</b>
A K	
	A K
A K	A K
A K	A K
<b>2002</b>	
<b>MORNINGSTAR</b>	<b>SHARPE</b>
A K	
	A K
A K	A K
A K	
	A K
A K	A K
A K	A K
<b>2003</b>	
<b>MORNINGSTAR</b>	<b>SHARPE</b>
A K	A K
A K	A K
A K	A K
	A K
A K	A K
A K	A K
A K	A K



## **Β' ΜΕΡΟΣ**

### **ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ**

#### **Α' ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ**

#### **Spearman-Rho correlation test ανάμεσα στα αποτελέσματα των δύο μεθόδων**

**Πίνακας 8.7 Αποτελέσματα του τεστ Spearman ανάμεσα στην κατάταξη των ετήσιων αποτελεσμάτων των δεικτών Morningstar και Sharpe**

	<b>Spearman Rho Correlation test</b>	<b>t-statistic</b>
	<b>0.9021</b>	<b>6.61061</b>
	<b>0.66768</b>	<b>3.23529</b>
	<b>0.80147</b>	<b>5.19048</b>
	<b>0.81429</b>	<b>6.11474</b>
	<b>0.99145</b>	<b>37.9971</b>
	<b>0.98128</b>	<b>26.4764</b>
	<b>0.87655</b>	<b>10.302</b>
	<b>0.75552</b>	<b>8.3161</b>
	<b>0.65239</b>	<b>7.202</b>
	<b>0.74169</b>	<b>9.2515</b>
	<b>0.99424</b>	<b>73.3374</b>

Παρατηρούμε ότι τα αποτελέσματα του ελέγχου δείχνουν ότι υπάρχει πολύ υψηλή θετική συσχέτιση ανάμεσα στις κατατάξεις των δύο μέτρων Όλα τα αποτελέσματα είναι στατιστικά σημαντικά Ένα δεύτερο σημείο που πρέπει να επισημάνουμε είναι ότι τα έτη που η αγορά είναι ανοδική ο συντελεστής συσχέτισης των κατατάξεων είναι σταδιακά αυξανόμενος και σταθερά μεγαλύτερος απ ότι στα έτη που η αγορά είναι καθοδική Το αποτέλεσμα αυτό ερμηνεύεται ως μεγαλύτερη συσχέτιση των δύο δεικτών σε ανοδικές αγορές και συσχετιζόμενα αποτελέσματα αλλά με μικρότερο βαθμό συσχέτισης σε καθοδικές αγορές

**Πίνακας 8.8 Αποτελέσματα του τεστ Spearman ανάμεσα στην κατάταξη των αποτελεσμάτων των δεικτών Morningstar Star Rating και του σταθμισμένου Sharpe**

	<b>Sprearman Rho Correlation test</b>	<b>t-statistic</b>
	0,76923	3.80693
	0,775	4.42164
	0,95098	11.9098
	0,8961	8.8004
	0.70757	5.00656
	0.9665	19.5673
	0.94652	16.3344
	0.9526	20.779
	0.94823	22.9337

Στην περίπτωση αυτή όπου για τα αποτελέσματα ενός έτους σταθμίζονται η προηγούμενη τριετία πενταετία και δεκαετία δεν υπάρχουν διαφορές ανάμεσα στις ανοδικές και καθοδικές αγορές Σε όλα τα έτη η συσχέτισης της κατάταξης ανάμεσα στα αποτελέσματα των δύο δεικτών είναι υψηλά θετική και στατιστικά σημαντική

## **Β' ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΗΣ ΠΡΟΒΛΕΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ**

### **Πρώτη Μέθοδος**

**Έλεγχος απόδοσης χαρτοφυλακίων που κατασκευάστηκαν σύμφωνα με τα αποτελέσματα των δύο μεθόδων.**

Αν κάποιος δημιουργήσει ένα χαρτοφυλάκιο το έτος  $t$  επιλέγοντας τα αμοιβαία εκείνα που έχουν βαθμολογηθεί το έτος αυτό με  $n$  αστέρια από την  $t$  ένας δεύτερος δημιουργήσει ένα χαρτοφυλάκιο με τα αμοιβαία με την μεγαλύτερη κατάταξη κατά  $t$  και ένας τρίτος δημιουργήσει ένα χαρτοφυλάκιο με τα αμοιβαία εκείνα που το έτος αυτό είχαν την υψηλότερη μέση μηνιαία υπεραπόδοση παίρνοντας τον ίδιο αριθμό αμοιβαίων με τον αριθμό των αμοιβαίων που έχουν λάβει  $n$  αστέρια και στη συνέχεια αλλάζουν κάθε έτος το χαρτοφυλάκιο τους επενδύοντας σε αυτά με τις μεγαλύτερες τιμές ανάλογα με τους τρεις δείκτες τότε στο τέλος της δεκαετίας το έτος  $t$  ο επενδυτής που εμπιστεύθηκε την μέθοδο της  $t$  θα έχει απόδοση  $R_t$  ο επενδυτής που εμπιστεύθηκε την μέθοδο του  $t$  θα έχει απόδοση  $R_{t+1}$  ενώ ο επενδυτής που εμπιστεύθηκε τις παρελθούσες αποδόσεις θα έχει απόδοση  $R_{t-1}$

Τα καλύτερα Α/Κ

ΚΑΤΑ MORNINGSTAR		ΚΑΤΑ SHARPE		ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΣΗ ΜΗΝΙΑΙΑ ΥΠΕΡΑΠΟΔΟΣΗ ΕΤΟΥΣ	
Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ	Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ	Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ
Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ	Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ	Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ
Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ	Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ	Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ
Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ	Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ	Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ
Α Κ Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ	Α Κ Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ	Α Κ Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ
Α Κ Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ	Α Κ Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ	Α Κ Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ
Α Κ Α Κ Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ	Α Κ Α Κ Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ	Α Κ Α Κ Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ
Α Κ Α Κ Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ	Α Κ Α Κ Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ	Α Κ Α Κ Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ
Α Κ Α Κ Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ	Α Κ Α Κ Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ	Α Κ Α Κ Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ
Α Κ Α Κ Α Κ Α Κ Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ	Α Κ Α Κ Α Κ Α Κ Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ	Α Κ Α Κ Α Κ Α Κ Α Κ	ΑΠΟΔΟΣΗ
ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ		ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ		ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ	
ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ		ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ		ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ	
ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ		ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ		ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ	
ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ		ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ		ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ	
ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ		ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ		ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ	
ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ		ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ		ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ	
ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ		ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ		ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ	
ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ 2003		331,7927142	308,5159693	424,7892708	

## Δεύτερη μέθοδος

### Ανάλυση παλινδρόμησης με χρήση ψευδομεταβλητών

Στην παλινδρόμηση αυτή το  $\gamma$  αντιπροσωπεύει την αναμενόμενη μέση μηνιαία υπεραπόδοση ή ετήσια απόδοση ανάλογα με το μέτρο που χρησιμοποιούμε όταν όλες οι ψευδομεταβλητές θα έχουν τιμή ίση με 1. Τα  $\gamma_1, \gamma_2, \dots, \gamma_k$  και  $\gamma_{k+1}$  αντιπροσωπεύουν την διαφορά ανάμεσα στις ψευδομεταβλητές και στην ομάδα αναφοράς. Για παράδειγμα ένα αρνητικό  $\gamma_1$  δηλώνει ότι η ομάδα των A K που έχουν βαθμολογηθεί από την ομάδα με  $\alpha_1$  αστέρια είχε χειρότερη απόδοση το επόμενο έτος από την ομάδα που έχει βαθμολογηθεί με  $\alpha_2$  αστέρια ενώ ένα θετικό  $\gamma_1$  δηλώνει ότι η ομάδα των αμοιβαίων που έχει βαθμολογηθεί με  $\alpha_1$  αστέρια ξεπέρασε το επόμενο έτος της βαθμολόγησης σε απόδοση την ομάδα με βαθμολογία  $\alpha_2$  αστέρια. Η τιμή του  $\gamma_{k+1}$  δείχνει την σημαντικότητα των διαφορών ανάμεσα στην ανεξάρτητη ομάδα των ψευδομεταβλητών και στην ομάδα αναφοράς. Αν η μέθοδος της  $\gamma$  ή του  $\gamma$  προβλέπουν με ακρίβεια τις αποδόσεις του επόμενου έτους τότε περιμένουμε να δούμε αυξανόμενα αρνητικά και σημαντικά αποτελέσματα καθώς μετακινούμαστε από το  $\gamma_1$  προς το  $\gamma_k$ .

Τα αποτελέσματα της παραπάνω μελέτης μας δίνουν ορισμένα πολύ σημαντικά συμπεράσματα. Αρχικά η σταθερά  $\gamma_1$  παρατηρούμε ότι για τα έτη  $t_1$  και  $t_2$  είναι θετική και στατιστικά σημαντική ενώ για τα έτη  $t_3$  και  $t_4$  είναι σε όλες τις παλινδρομήσεις αρνητική και στατιστικά σημαντική. Αυτό σημαίνει ότι η αναμενόμενη μέση μηνιαία υπεραπόδοση και η αναμενόμενη ετήσια απόδοση των A K που έχουν βαθμολογηθεί με  $\alpha_1$  αστέρια από τη ομάδα με  $\alpha_2$  ή από τον  $\alpha_3$  θα είναι θετική τα έτη  $t_1$  και  $t_2$  ενώ θα είναι αρνητική τα έτη  $t_3$  και  $t_4$ . Είναι σημαντικό να παρατηρήσουμε ότι τα έτη  $t_1$  και  $t_2$  η αγορά είναι ανοδική ενώ τα έτη  $t_3$  και  $t_4$  η αγορά είναι καθοδική.

Δεύτερον παρατηρούμε ότι τα A K που έχουν βαθμολογηθεί με  $\alpha_1$  ή  $\alpha_2$  αστέρια και με τις δύο μεθόδους δεν διαφέρουν σημαντικά όσον αφορά την απόδοσή τους σε σχέση με αυτά που έχουν βαθμολογηθεί με  $\alpha_3$  αστέρια αφού σχεδόν όλες οι παράμετροι δεν είναι στατιστικά σημαντικές.

Με εξαίρεση το στην βαθμολογία κατά όπου η παράμετρος  $\gamma$  είναι στατιστικά σημαντική και θετική που σημαίνει ότι η μέση μηνιαία υπερεπίδοση και η ετήσια επίδοση των αμοιβαίων που είχαν την μέση κατάταξη από την μέθοδο του ήταν καλύτερη από τα αμοιβαία που είχαν την ανώτερη βαθμολογία Δεύτερη εξαίρεση αποτελεί το στην βαθμολογία κατά όπου η παράμετρος  $\gamma$  είναι αρνητική και στατιστικά σημαντική γεγονός που ερμηνεύεται ως εξής Η ομάδα αναφοράς τα αμοιβαία με την καλύτερη βαθμολογία ξεπέρασαν σε μέση μηνιαία υπεραπόδοση και ετήσια απόδοση αυτά τα αμοιβαία που ήταν στη μέση της κατάταξης

Η τρίτη πολύ σημαντική παρατήρηση που κάνουμε είναι ότι ούτε τα A K που έχουν βαθμολογηθεί με ή αστέρια δεν παρουσιάζουν σημαντική διαφορά όσον αφορά την απόδοσή τους σε σχέση με τα αμοιβαία που έχουν βαθμολογηθεί με αστέρια Η πλειοψηφία των παραμέτρων  $\gamma$  και  $\gamma$  είναι μη στατιστικά σημαντικές Με εξαίρεση την βαθμολογία κατά όπου το αρνητικό και στατιστικά σημαντικό  $\gamma$  υποδηλώνει καλύτερη ετήσια απόδοση και μέση μηνιαία υπεραπόδοση για τα αμοιβαία που έχουν αστέρια από τα αμοιβαία με αστέρι Επίσης αρνητικές και στατιστικά σημαντικές είναι οι παράμετροι  $\gamma$  το για την βαθμολογία κατά  $\gamma$  το για την βαθμολογία κατά και κατά ενώ για το έτος οι παράμετροι  $\gamma$  για την βαθμολογία κατά και κατά είναι θετικοί και στατιστικά σημαντικοί

Αξίζει να σημειώσουμε ότι το έτος που η πορεία του Γενικού Δείκτη ήταν έντονα ανοδική η αναμενόμενη μέση μηνιαία υπεραπόδοση και η ετήσια απόδοση των αμοιβαίων που κατά το προηγούμενο έτος ήταν χαμηλά στην κατάταξη είναι αυτή που περιμένουμε δηλαδή χειρότερη από αυτή των αμοιβαίων που ήταν πρώτα στην κατάταξη Ενώ στην έντονα καθοδική αγορά τα αντίστοιχα μεγέθη είναι αντίθετα από τα αναμενόμενα

Τέλος παρατηρούμε ότι το και το παρουσιάζουν αρκετά σημαντικές διαφορές από έτος σε έτος

### Τρίτη Μέθοδος

**Spearman-Rho correlation test** ανάμεσα στα αποτελέσματα των δύο μεθόδων και τις μέσες μηνιαίες υπερβάλλουσες υπεραποδόσεις του επόμενου έτους της βαθμολόγησης.

Πίνακας 8.10

	SHARPE	MORNINGSTAR
έτος βαθμολόγησης απόδοσης		

Παρατηρούμε ότι ο συντελεστής συσχέτισης της κατάταξης της υπερβάλλουσας απόδοσης σε σχέση με την κατάταξη το προηγούμενο έτος κατά είναι στατιστικά σημαντικός με επίπεδο σημαντικότητας και θετικός για τα έτη βαθμολόγησης

Από τα έτη αυτά το και παρουσιάζει υψηλή συσχέτιση ενώ για τα υπόλοιπα η συσχέτιση είναι χαμηλή Τα έτη και ο συντελεστής συσχέτισης είναι μη στατιστικά σημαντικός δηλαδή δεν παρουσιάζεται συσχέτιση ενώ το έτος ο συντελεστής συσχέτισης είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός

Για την βαθμολογία κατά ο συντελεστής είναι στατιστικά σημαντικός και θετικός για τα έτη εκ των οποίων τα έτη παρουσιάζουν υψηλές τιμές συσχέτισης της κατάταξης της απόδοσης με την κατάταξη της που τα A K έλαβαν κατά το προηγούμενο έτος Τα έτη ο συντελεστής δεν είναι στατιστικά σημαντικός

Παρατηρούμε ότι τα έτη που η αγορά συνέχιζε την ίδια πορεία του προηγούμενου έτους και δεν υπήρχε μεταβολή στην πορεία της  
ανοδική αγορά καθοδική  
αγορά η συσχέτιση ανάμεσα στην βαθμολογία που τα αμοιβαία έλαβαν το ένα έτος και στην απόδοση που αυτά σημείωσαν το επόμενο είναι θετική ενώ τα έτη που η αγορά άλλαξε κατεύθυνση από θετική σε αρνητική και αντίστροφα οι κατατάξεις δεν παρουσιάζουν συσχέτιση



### Τέταρτη μέθοδος

**Μοντέλο παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή τις μέσες μηνιαίες υπεραποδόσεις και τις ετήσιες αποδόσεις του επόμενου έτους της βαθμολόγησης και ανεξάρτητες μεταβλητές την βαθμολογία του Sharpe, την βαθμολογία της Morningstar και τις αποδόσεις του τελευταίου έτους και της τελευταίας τριετίας**

1997

Παλινδρόμηση ετήσιας απόδοσης με τα αποτελέσματα του προηγούμενου έτους κατά Morningstar, Sharpe, ετήσιας απόδοσης και τριετούς απόδοσης

Καμία παράμετρος δεν παρουσιάζει τιμή στατιστικά σημαντική σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας εκτός του σταθερού όρου το ίδιο ισχύει και για την παλινδρόμηση της μέσης μηνιαίας ετήσιας απόδοσης με τα αποτελέσματα του προηγούμενου έτους κατά ετήσιας απόδοσης και τριετούς απόδοσης καθώς και στις παλινδρομήσεις της ετήσιας απόδοσης με τα αποτελέσματα του προηγούμενου έτους σύμφωνα με την τριετή απόδοση των A K σύμφωνα με την ετήσια απόδοση του A K κατά και κατά

1998

Παλινδρόμηση ετήσιας απόδοσης με τα αποτελέσματα του προηγούμενου έτους κατά Morningstar, Sharpe, ετήσιας απόδοσης και τριετούς απόδοσης

Η παράμετρος των αποτελεσμάτων κατά είναι θετική και στατιστικά σημαντική με επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας Ενώ η παράμετρος των αποτελεσμάτων κατά είναι αρνητική και στατιστικά σημαντική με επίπεδο στατιστική σημαντικότητας Αυτό το αποτέλεσμα δείχνει θετική εξάρτηση της απόδοσης του έτους από την βαθμολογία κατά που είχαν τα A K το έτος και αρνητική εξάρτηση από την βαθμολογία του κατά Αντίστοιχα αποτελέσματα προκύπτουν και από την παλινδρόμηση της μέσης μηνιαίας ετήσιας απόδοσης με τα αποτελέσματα του προηγούμενου έτους κατά ετήσιας απόδοσης και τριετούς απόδοσης

1999

Παλινδρόμηση ετήσιας απόδοσης με τα αποτελέσματα του προηγούμενου έτους κατά Morningstar, Sharpe, ετήσιας απόδοσης και τριετούς απόδοσης 2000

Η τιμή της παραμέτρου που εκφράζει την απόδοση της προηγούμενης τριετίας είναι αρνητική και στατιστικά σημαντική για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας ενώ η παράμετρος που εκφράζει την απόδοση του προηγούμενου έτους είναι θετική και στατιστικά σημαντική. Δηλαδή υπάρχει θετική εξάρτηση ανάμεσα στην απόδοση του και στην απόδοση του

Ο συντελεστής προσδιορισμού για την συγκεκριμένη παλινδρόμηση είναι αρκετά υψηλός

2000

Παλινδρόμηση ετήσιας απόδοσης με τα αποτελέσματα του προηγούμενου έτους κατά Morningstar, Sharpe, ετήσιας απόδοσης και τριετούς απόδοσης

Καμία παράμετρος δεν παρουσιάζει τιμή στατιστικά σημαντική σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας εκτός του σταθερού όρου το ίδιο ισχύει και για την παλινδρόμηση της μέσης μηνιαίας ετήσιας απόδοσης με τα αποτελέσματα του προηγούμενου έτους κατά ετήσιας απόδοσης και τριετούς απόδοσης. Στατιστικά σημαντική και αρνητική είναι η παράμετρος της απόδοσης του στην παλινδρόμηση της απόδοσης του με την ετήσια απόδοση του

2001

Παλινδρόμηση ετήσιας απόδοσης με τα αποτελέσματα του προηγούμενου έτους κατά Morningstar, Sharpe, ετήσιας απόδοσης και τριετούς απόδοσης

Η παράμετρος που εκφράζει την απόδοση του προηγούμενου έτους είναι θετική και στατιστικά σημαντική. Δηλαδή υπάρχει θετική εξάρτηση ανάμεσα στην απόδοση του και στην απόδοση του. Οι υπόλοιπες παράμετροι της παλινδρόμησης δεν είναι στατιστικά σημαντικές

### 2002

#### Παλινδρόμηση ετήσιας απόδοσης με τα αποτελέσματα του προηγούμενου έτους κατά Morningstar, Sharpe, ετήσιας απόδοσης και τριετούς απόδοσης

Καμία παράμετρος δεν παρουσιάζει τιμή στατιστικά σημαντική σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας εκτός του σταθερού όρου το ίδιο ισχύει και για την παλινδρόμηση της μέσης μηνιαίας ετήσιας απόδοσης με τα αποτελέσματα του προηγούμενου έτους κατά ετήσιας απόδοσης και τριετούς απόδοσης

### 2003

#### Παλινδρόμηση ετήσιας απόδοσης με τα αποτελέσματα του προηγούμενου έτους κατά Morningstar, Sharpe, ετήσιας απόδοσης και τριετούς απόδοσης

Η παράμετρος της τριετούς απόδοσης των A K έχει τιμή θετική και στατιστικά σημαντική γεγονός που υποδηλώνει ότι η απόδοση του εξαρτάται από την απόδοση της τριετίας Το ίδιο ισχύει και για την μέση μηνιαία υπεραπόδοση σε σχέση με την απόδοση της προηγούμενης τριετίας

Οι συντελεστές προσδιορισμού και οι τιμές παρουσιάζουν σημαντικές διακυμάνσεις κατά την διάρκεια των ετών της μελέτης

Καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι οι αποδόσεις των A K είναι κατά κύριο λόγο ανεξάρτητες από την βαθμολογία κατά και κατά που αυτά σημείωσαν το προηγούμενο έτος Ενώ παρουσιάζουν κάποια μεγαλύτερη εξάρτηση από τις αποδόσεις του προηγούμενου έτους και της προηγούμενης τριετίας

## Γ' ΜΕΡΟΣ

### ΔΙΑΧΩΡΙΣΜΟΣ ΑΓΟΡΑΣ ΣΕ ΠΕΡΙΟΔΟ ΑΝΟΔΟΥ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΔΟ ΚΑΘΟΔΟΥ ΚΑΙ ΜΕΛΕΤΗ ΤΩΝ ΔΥΟ ΔΕΙΚΤΩΝ ΣΕ ΚΑΘΕ ΠΕΡΙΟΔΟ ΧΩΡΙΣΤΑ.

Τα αποτελέσματα αυτής της μελέτης δείχνουν ότι και για τις τρεις περιόδους ο συντελεστής συσχέτισης  $r_{12}$  δείχνει θετική και στατιστικά σημαντική συσχέτιση. Όμως για την ανοδική αγορά είναι αρκετά πιο υψηλή απ' ό,τι στη καθοδική αγορά και αντίστοιχα

Για τη συνολική περίοδο τα αμοιβαία με την καλύτερη βαθμολογία είναι κοινά για τις δύο μεθόδους καθώς και αυτά με την χαμηλότερη. Τα καλύτερα Α Κ αυτής της περιόδου είναι το  $ΑΚ_1$  και το  $ΑΚ_2$

Ενώ τα αμοιβαία με την χαμηλότερη βαθμολόγηση είναι τα  $ΑΚ_3$  και το  $ΑΚ_4$

Για την περίοδο που η αγορά ήταν ανοδική. Σύμφωνα με την μέθοδο του  $ΑΚ_1$  τα αμοιβαία κεφάλαια που σημείωσαν την υψηλότερη βαθμολογία είναι τα  $ΑΚ_1$  και  $ΑΚ_2$

ενώ με τη μέθοδο της  $ΑΚ_2$  τα  $ΑΚ_1$  και  $ΑΚ_2$  Τα αμοιβαία που είναι τελευταία στην κατάταξη είναι κοινά και για τις δύο μεθόδους και πρόκειται για τα  $ΑΚ_3$  και  $ΑΚ_4$

Τέλος την περίοδο της καθοδικής αγοράς η μέθοδος του  $ΑΚ_1$  υπέδειξε ως καλύτερα αμοιβαία τα  $ΑΚ_1$  και  $ΑΚ_2$  ενώ η μέθοδος της  $ΑΚ_2$  υπέδειξε σαν καλύτερα αμοιβαία τα  $ΑΚ_1$  και  $ΑΚ_2$ . Τα αμοιβαία που είναι τελευταία στην κατάταξη είναι κοινά για τις δύο μεθόδους και πρόκειται για τα  $ΑΚ_3$  και  $ΑΚ_4$

## Δ' ΜΕΡΟΣ

### ΙΚΑΝΟΤΗΤΕΣ ΧΡΟΝΙΚΗΣ ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΑΞΙΟΓΡΑΦΩΝ

Σύμφωνα με το υπόδειγμα Υπόδειγμα Treynor- Mazuy

1997-2003

Ο τετραγωνικός όρος βρέθηκε από τις παλινδρομήσεις να είναι στατιστικά σημαντικός και αρνητικός για τα εξής Α Κ

ΑΣΠΙΣ Α Κ Μετοχών Εσωτ

Μετοχικό Εσωτερικού

Μετοχών Εσωτερικού

Π Κ Μετοχικό Εσωτερικού

Που σημαίνει ότι σύμφωνα με το υπόδειγμα αυτό οι διαχειριστές μετέτρεψαν την διάρθρωση του χαρτοφυλακίου τους σε αντίθετη κατεύθυνση από αυτή της αγοράς. Για τα υπόλοιπα Α Κ ο τετραγωνικός όρος δεν βρέθηκε να είναι στατιστικά σημαντικός γεγονός που ερμηνεύεται ως απουσία μεταβολής του χαρτοφυλακίου ανάλογα με τις κινήσεις της αγοράς και κατά συνέπεια απουσία χρονικής τοποθέτησης.

Η παράμετρος  $\alpha$  που γνωρίζουμε ότι όταν είναι θετική και στατιστικά σημαντική υποδηλώνει την ικανότητα των διαχειριστών για σωστή επιλογή μεμονωμένων μετοχών παρατηρήθηκε ότι έχει τις παραπάνω ιδιότητες για τα εξής Α Κ αυτής της περιόδου.

Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ

Μετοχικό Εσωτερικού

Ενώ για τα υπόλοιπα δεν είναι στατιστικά σημαντική

1997-1999

Την περίοδο αυτή το Α Κ που σημείωσε αρνητικό και στατιστικά σημαντικό τετραγωνικό όρο είναι το ΑΣΠΙΣ Α Κ Μετοχών Εσωτ ενώ σε όλα τα υπόλοιπα η παράμετρος του τετραγωνικού όρου δεν είναι στατιστικά σημαντική.

Τα Α Κ Δυναμικό Α Κ Μετοχικό Εσωτ

ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α Κ Μετοχικό Εσωτ

Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ  
Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ  
ΔΗΛΟΣ Μετοχικό Εσωτ  
ΩΜΕΓΑ Μετοχικό Εσωτερικού  
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ  
Μετοχικό Εσωτερικού  
Μετοχών Εσωτερικού  
ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό Εσωτ

ΓΕΝΙΚΗ Α Κ Μετοχικό Εσωτ

Είχαν παράμετρο  $\alpha$  θετική και στατιστικά σημαντική και ως εκ τούτου ικανοποιητική διαχείριση

### 2000-2003

Τα Α Κ που την περίοδο αυτή είχαν αρνητικό και στατιστικά σημαντικό τετραγωνικό όρο είναι τα εξής

Μετοχικό Εσωτερικού  
Δυναμικό Α Κ Μετοχικό Εσωτ  
ΑΣΠΙΣ Α Κ Μετοχών Εσωτ  
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α Κ Μετοχικό Εσωτ  
Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ

Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ

ΔΗΛΟΣ Μετοχικό Εσωτ

Α Κ ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ

Μετοχικό Εσωτερικού

Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ

Π Κ Μετοχικό Εσωτερικού

Τα υπόλοιπα Α Κ είχαν μη στατιστικά σημαντικό τετραγωνικό όρο

Η παράμετρος  $\alpha$  είναι αρνητική και στατιστικά σημαντική για τα Α Κ ΑΣΠΙΣ

Α Κ Μετοχών Εσωτ και ΓΕΝΙΚΗ Α Κ Μετοχικό Εσωτ Και για τα υπόλοιπα κρίνεται μη στατιστικά σημαντική

### Σύμφωνα με το υπόδειγμα Henrikson-Merton

Στο υπόδειγμα αυτό η παράμετρος  $\alpha_1$  δείχνει τη ικανότητα των διαχειριστών για μάκρο προβλέψεις ενώ η παράμετρος  $\alpha_2$  μετράει την επιλεκτικότητα

#### 1997-2003

Την περίοδο αυτή τα ΑΚ ΑΣΠΙΣ ΑΚ Μετοχών Εσωτ Μετοχών Εσωτερικού ΠΚ Μετοχικό Εσωτερικού και ΓΕΝΙΚΗ ΑΚ Μετοχικό Εσωτ Είχαν αρνητική και στατιστικά σημαντική παράμετρο  $\alpha_1$  ενώ για τα υπόλοιπα η τιμή αυτής της παραμέτρου δεν είναι στατιστικά σημαντική. Η παράμετρος  $\alpha_2$  είναι θετική και στατιστικά σημαντική για τα ΑΚ Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ Μετοχικό Εσωτερικού και ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό Εσωτ που σημαίνει ότι οι συγκεκριμένοι διαχειριστές εφάρμοσαν το κριτήριο της επιλεκτικότητας μετοχών. Στα υπόλοιπα ΑΚ η τιμή αυτής της παραμέτρου είναι μη στατιστικά σημαντική.

#### 1997-1999

Την περίοδο αυτή κανένα αμοιβαίο δεν είχε στατιστικά σημαντική τιμή για την παράμετρο  $\alpha_1$  ενώ τα ΑΚ Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ Μετοχικό Εσωτερικού Μετοχών Εσωτερικού ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό Εσωτ και ΓΕΝΙΚΗ ΑΚ Μετοχικό Εσωτ είχαν θετική και στατιστικά σημαντική τιμή για την παράμετρο  $\alpha_1$ .

#### 2000-2003

Την περίοδο της καθοδικής αγοράς σύμφωνα με τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων τα περισσότερα ΑΚ είχαν αρνητική και στατιστικά σημαντική τιμή για την παράμετρο  $\alpha_1$  γεγονός που δηλώνει ότι οι διαχειριστές μετέβαλαν την επικινδυνότητα των χαρτοφυλακίων τους αλλά προς την αντίθετη κατεύθυνση από αυτή που θα έπρεπε. Τα ΑΚ αυτά είναι τα

Δυναμικό ΑΚ Μετοχικό Εσωτ

ΑΣΠΙΣ ΑΚ Μετοχών Εσωτ

ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α Κ Μετοχικό Εσωτ  
Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ  
Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ  
ΩΜΕΓΑ Μετοχικό Εσωτερικού  
Α Κ ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ  
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ  
Μετοχικό Εσωτερικού  
Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ

Π Κ Μετοχικό Εσωτερικού

ΓΕΝΙΚΗ Α Κ Μετοχικό Εσωτ

Ενώ όσον αφορά την ικανότητα επιλογής αξιογράφων όλα τα Α Κ είχαν τιμή παραμέτρου μη στατιστικά σημαντική εκτός από το Α Κ ΑΣΠΙΣ Α Κ Μετοχών Εσωτ για το οποίο η τιμή του  $\alpha_1$  είναι αρνητική και στατιστικά σημαντική



**ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ TREYNOR ΚΑΙ JENSEN  
ΚΑΛΥΤΕΡΟ ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΕΠΤΑΕΤΙΑΣ 1997-2003 ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΔΩΝ  
ΑΝΟΔΙΚΗΣ (1997-1999) ΚΑΙ ΚΑΘΟΔΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ (2000-2003)**

Για την περίοδο σύμφωνα και με τις μεθόδους το καλύτερο A K είναι το Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ σύμφωνα με τη μέθοδο του κατά την οποία εκτιμούμε και αξιολογούμε την παράμετρο  $\alpha_{A/K}$  της παλινδρόμησης  $A_{A/K} = A_{EGED} + \alpha_{A/K} \beta_{A/K} A_{GDXAA} + A_{EGED} \varepsilon_{A/K}$  για την περίοδο αυτή τα A K Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ και Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ είχαν  $\alpha$  θετικό και στατιστικά σημαντικό ενώ το ΑΣΠΙΣ A K Μετοχών Εσωτ έχει  $\alpha$  αρνητικό και στατιστικά σημαντικό. Στα υπόλοιπα A K η παράμετρος  $\alpha$  δεν είναι στατιστικά σημαντική και παρουσιάζονται στον πίνακα κατάταξης στο παράρτημα με γκρι χρώμα.

Το τελευταίο αμοιβαίο στην κατάταξη σύμφωνα και με τις μεθόδους είναι το ΑΣΠΙΣ A K Μετοχών Εσωτ.

Για την περίοδο σύμφωνα και με τις μεθόδους το καλύτερο A K είναι ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό Εσωτ. Στη μέθοδο του δεν υπάρχουν αμοιβαία κεφάλαια με στατιστικά σημαντική αρνητική τιμή για την παράμετρο  $\alpha$  όσα δεν έχουν στατιστικά σημαντική τιμή παρουσιάζονται με γκρι χρώμα ενώ για τα υπόλοιπα η παράμετρος παίρνει τιμές θετικές και στατιστικά σημαντικές. Το χειρότερο A K σύμφωνα με τις μεθόδους και είναι το Π K Μετοχικό Εσωτερικού.

Τέλος για την περίοδο σύμφωνα με τις μεθόδους του και του το A K που βρίσκεται πρώτο στην κατάταξη είναι το μετοχ Εσωτ σύμφωνα με την μέθοδο της το καλύτερο A K είναι το Μετοχικό Εσωτερικού. Η μέθοδος του δεν δίνει θετική στατιστικά σημαντική τιμή για κανένα A K. Όσες τιμές παρουσιάζονται με γκρι χρώμα είναι μη στατιστικά σημαντικές ενώ οι υπόλοιπες είναι αρνητικές και στατιστικά σημαντικές. Το

τελευταίο Α Κ στην κατάταξη σύμφωνα με τις μεθόδους του του  
και του είναι το ΑΣΠΙΣ Α Κ Μετοχών Εσωτ ενώ σύμφωνα  
με την κατάταξη της το τελευταίο Α Κ είναι το ΓΕΝΙΚΗ Α Κ  
Μετοχικό Εσωτ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9<sup>ο</sup>

### ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Σκοπός της μελέτης ήταν να αναλυθεί η σχέση ανάμεσα στο και στο καθώς και αν τα δύο αυτά μέτρα έχουν δυνατότητα πρόβλεψης της μελλοντικής απόδοσης των ΑΚ. Επίσης ερευνήθηκε αν υπάρχουν σημαντικές διαφορές ανάμεσα στα αποτελέσματα που προκύπτουν από τις δύο αυτές μεθόδους αλλά και ανάμεσα στις μεθόδους αυτές και άλλες όπως είναι ένα απλοϊκό μέτρο της απλής παρελθούσας απόδοσης. Στη συνέχεια μελετήσαμε τα δύο μέτρα σε ανοδικές και καθοδικές αγορές για να διαπιστώσουμε αν παρουσιάζονται διαφορές στα αποτελέσματά τους που να οφείλονται στην πορεία της αγοράς. Τέλος έγινε έρευνα για το αν οι καλύτεροι διαχειριστές όπως προκύπτουν από την χρήση των μέτρων αυτών αλλά και από τον υπολογισμό των δεικτών και έχουν εφαρμόσει τις επενδυτικές πρακτικές και ώστε να καταλήξουμε στο συμπέρασμα ποιοι θεωρούνται οι καλύτεροι διαχειριστές ΑΚ για την περίοδο

Η σημαντικότητα του παραπάνω θέματος είναι φανερή από το πλήθος των άρθρων που έχουν γραφτεί για την αξιολόγηση των παραπάνω δεικτών. Αλλά και από την τεραστία απήχηση που έχουν τα αποτελέσματα της μεθόδου της στις ΗΠΑ όπου αυτή εφαρμόζεται. Αρκεί να σημειώσουμε ότι έρευνα που έχει διεξαχθεί στις ΗΠΑ και έχει δημοσιευθεί στην και στην αναφέρει ότι το των εισροών σε ΑΚ γίνονται σε αυτά που έχουν βαθμολογηθεί από την με ή αστέρια

Η έρευνα κατέληξε στα εξής σημαντικά αποτελέσματα

Πρώτον τα αποτελέσματα των δύο δεικτών παρουσιάζουν υψηλή συσχέτιση η οποία είναι ακόμα μεγαλύτερη σε ανοδικές αγορές. Δεύτερον παρατηρούμε ότι τα ΑΚ που έχουν βαθμολογηθεί με ή αστέρια και με τις

δύο μεθόδους δεν διαφέρουν σημαντικά όσον αφορά την απόδοσή τους σε σχέση με αυτά που έχουν βαθμολογηθεί με αστέρια συνεπώς δεν πρέπει να αναμένουμε μεγαλύτερη μελλοντική απόδοση ενός A K που βαθμολογήθηκε με αστέρια από ένα A K που βαθμολογήθηκε με ή Τρίτον η αναμενόμενη μέση μηνιαία υπεραπόδοση και η αναμενόμενη ετήσια απόδοση των A K που έχουν βαθμολογηθεί με αστέρια από τη ή από τον θα είναι θετική τα έτη και το ενώ θα είναι αρνητική τα έτη Είναι σημαντικό να παρατηρήσουμε ότι τα έτη και η αγορά είναι ανοδική ενώ τα έτη η αγορά είναι καθοδική Επίσης υπάρχουν σχετικές ενδείξεις ότι τα A K που έχουν βαθμολογηθεί με ή αστέρια θα παρουσιάσουν χειρότερη μελλοντική απόδοση σε σχέση με αυτά που έχουν βαθμολογηθεί με αστέρια

Τα αποτελέσματα αυτά συμφωνούν με την αρθρογραφία πάνω στο συγκεκριμένο θέμα όπου αναφέρεται ότι είναι σχετικά ευκολότερο να προβλεφθεί η χαμηλή απόδοση ενώ είναι αρκετά δύσκολο να προβλεφθεί η υψηλή

Επίσης δείξαμε ότι τα έτη που η αγορά συνέχιζε την ίδια πορεία του προηγούμενου έτους και δεν υπήρχε μεταβολή στην πορεία της ανοδική αγορά καθοδική αγορά η συσχέτιση ανάμεσα στην βαθμολογία που τα αμοιβαία έλαβαν το ένα έτος και στην απόδοση που αυτά σημείωσαν το επόμενο είναι θετική ενώ τα έτη που η αγορά άλλαξε κατεύθυνση από θετική σε αρνητική και αντίστροφα οι κατατάξεις δεν παρουσιάζουν συσχέτιση

Στη συνέχεια αποδείξαμε ότι οι δείκτες της και του δεν αποτελούν καλύτερο μέτρο πρόβλεψης της μελλοντικής απόδοσης απ ό τι η παρελθούσα ετήσια απόδοση ή τριετή απόδοση Σε κάποιες περιπτώσεις μάλιστα η μελλοντική απόδοση των A K παρουσιάζει εξάρτηση από την παρελθούσα απόδοση ενώ δεν παρουσιάζει από την βαθμολογία των δύο δεικτών

Όσον αφορά τις ικανότητες των διαχειριστών την περίοδο όσον αφορά τα A K που είχαν συνεχή λειτουργία για την περίοδο αυτή σύμφωνα με το υπόδειγμα κανένας διαχειριστής δεν παρουσίασε την ικανότητα της χρονικής τοποθέτησης ενώ οι διαχειριστές των A K Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ και Μετοχικό Εσωτερικού

εμφανίστηκαν να έχουν για την περίοδο αυτή ικανότητα σωστής επιλογής αξιογράφων Σύμφωνα με το υπόδειγμα επίσης κανένας διαχειριστής δεν παρουσίασε την ικανότητα της χρονικής τοποθέτησης ενώ οι διαχειριστές των Α Κ Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ Μετοχικό Εσωτερικού και ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό Εσωτ παρουσίαζαν ικανότητα για μικρο προβλέψεις δηλαδή επέλεξαν τα κατάλληλα αξιόγραφα για το χαρτοφυλάκιο των αμοιβαίων τους

Για την περίοδο σύμφωνα και με τα δύο υποδείγματα κανένας διαχειριστής δεν μετέβαλε την διάρθρωση του χαρτοφυλακίου του αλλά οι αρκετοί ήταν εκείνοι που εφάρμοσαν την μέθοδο επιλογής υποτιμημένων μετοχών με αυτούς που εφάρμοσαν την μέθοδο της σωστής επιλογής αξιογράφων σε μεγαλύτερο βαθμό να είναι σύμφωνα και με τις δύο μεθόδους οι διαχειριστές των Α Κ Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ και ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό Εσωτ

Όσον αφορά την περίοδο σύμφωνα και με τα δύο υποδείγματα κανένας διαχειριστής Α Κ δεν παρουσίασε ικανότητες και Ενώ αρκετοί ήταν οι διαχειριστές που έκαναν αντίθετες προβλέψεις για την πορεία της αγοράς με αποτέλεσμα με μεταβάλλον την διάρθρωση του χαρτοφυλακίου τους προς την αντίθετη κατεύθυνση από αυτή που θα έπρεπε είτε διάλεξαν υπερτιμημένες μετοχές για το χαρτοφυλάκιο τους

Τέλος σύμφωνα και με τις μεθόδους αξιολόγησης και για την περίοδο το καλύτερο Α Κ είναι το **HSBC Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ** Παρατηρούμε ότι για το Α Κ αυτό οι διαχειριστές παρουσίασαν και ικανότητα μικρο προβλέψεων στο αντίστοιχο διάστημα μελέτης Για την περίοδο σύμφωνα και με τις μεθόδους το καλύτερο Α Κ είναι το **ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (Μετοχικό Εσωτ.)** του οποίου οι διαχειριστές ήταν αυτοί που εφάρμοσαν την μέθοδο της σωστής επιλογής αξιογράφων σε μεγαλύτερο βαθμό σε σχέση με τους υπόλοιπους διαχειριστές Τέλος για την περίοδο σύμφωνα με τις μεθόδους του και του το Α Κ που βρίσκεται πρώτο στην κατάταξη είναι το **ATHENS INDEX FUND (μετοχ. Εσωτ.)** σύμφωνα με την μέθοδο της το καλύτερο

A K είναι το **EUROBANK Value Index Μετοχικό Εσωτερικού**. Η μέθοδος του δεν δίνει θετική στατιστικά σημαντική τιμή για κανένα A K.

Τέλος πρέπει να σημειωθεί ότι τα παραπάνω αποτελέσματα δεν μειώνουν τα συστήματα αξιολόγησης της και του Τουναντίον η ίδια η σε δημοσιεύσεις της και ο στα άρθρα του δηλώνουν ότι οι μέθοδοι αυτοί δεν είναι προβλεπτικές των μελλοντικών αποδόσεων των A K αλλά απλά μέτρα της παρελθούσας απόδοσης. Το παράδοξο είναι ότι οι επενδυτές χρησιμοποιούν τα μέτρα αυτά ως μέτρα πρόβλεψης των μελλοντικών αποδόσεων. Η παραπάνω έρευνα έδειξε ότι τα μέτρα αυτά κατά βάση συμφωνούν όσον αφορά τα αποτελέσματά τους αλλά είναι και τα δύο ελλιπή σαν μέθοδοι πρόβλεψης των μελλοντικών αποδόσεων. Για το λόγο αυτό κρίνεται ότι είναι ιδιαίτερα χρήσιμα όσον αφορά την αξιολόγηση των παρελθουσών αποδόσεων των A K αλλά θα πρέπει να χρησιμοποιούνται με μεγάλη προσοχή για μελλοντικές προβλέψεις.

## BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ, ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ, SITE

### ΑΡΘΡΑ

•

•

•

*Journal of financial and Quantitative Analysis,*

•

*The Journal of finance*

•

*Financial Analysts Journal ,*

•

•

*Journal of Investing,*

•

*Financial Analyst*

*Journal,*

•

•

•

•

•

*Analysts Journal.*

*Financial*

•

*Journal*

*Financial Analysts*

•

*Journal of Portfolio Management*

•



•

•

•

*The Journal of financial planning,*

•



- Φίλιππας
- Φίλιππας Ν Νικολαΐδου Δ Αξιολόγηση της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων

## **ΒΙΒΛΙΑ**

- 
- 
- Εκδ
- 
- Νικόλαος Θ Μυλωνάς Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια Ένωση Ελληνικών Τραπεζών Εκδόσεις Αντ Ν Σάκκουλα
- Νικόλαος Δ Φίλιππας Αμοιβαία κεφάλαια και χρηματιστηριακό περιβάλλον
- Καραθανάσης Α Γεώργιος Χρηματοδοτική Διοίκηση και Χρηματοοικονομικές εργασίες Εκδ Ευγ Μπένου
- Καραθανάσης Α Γεώργιος Λυμπερόπουλος Δ Γεώργιος Αμοιβαία Κεφάλαια Εκδ Ευγ Μπένου

- Κοτζαμάνης Ν Στέφανος Διαχείριση Χαρτοφυλακίου στη Θεωρία και στη Πράξη Εκδ

#### **SITE**

- [www.agii.gr](http://www.agii.gr)
- [www.ici.org](http://www.ici.org)
- [www.fefsi.org](http://www.fefsi.org)
- [www.ase.gr](http://www.ase.gr)

**A) ΕΤΗΣΙΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ MORNINGSTAR ΚΑΙ SHARPE ΚΑΙ  
ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ SPEARMAN ΤΗΣ  
ΜΕΤΑΞΥ ΤΟΥΣ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ**

**Πίνακας A1**

AK AK  AK  AK		AK AK  AK AK	

**Πίνακας A2**

AK AK AK  AK AK AK AK  AK AK		AK AK AK AK  AK AK  AK AK  AK	

**Πίνακας A3**

AK AK  AK  AK AK  AK AK  AK AK  AK		AK  AK AK AK  AK AK  AK AK  AK	

**Spearman Rho Correlation test 0.9021 t-statistic 6.61061**

Πίνακας Α4

	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
<b>Spearman Rho Correlation test 0.66768 t-statisic 3.23529</b>			

Πίνακας Α5

	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
<b>Spearman Rho Correlation test 0.80147 t-statisic 5.19048</b>			



Πίνακας Α7

AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK

Sprearman Rho Correlation test 0.99145 t-statisic 37.9971













AK

AK

AK  
AK

AK  
AK

AK

AK  
AK

AK

AK

AK  
AK

AK

AK

AK

AK

AK

AK

AK

AK

AK

AK

AK  
AK

AK

AK

AK  
AK

AK  
AK

AK

AK

AK

AK

AK

AK  
AK

AK  
AK  
AK

AK  
AK

AK

AK

AK  
AK

AK

AK

AK

AK

AK

AK

AK

AK

AK

AK  
AK

AK

AK

AK

AK  
AK

AK

AK  
AK

AK

AK

AK

AK

**Spearman Rho Correlation test 0.65239 t-statisic 7.202**

Πίνακας Α12

	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		
	ΑΚ		ΑΚ ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ

AK  
  
AK  
AK  
  
AK  
  
AK  
  
AK  
AK  
  
AK  
  
AK  
AK  
  
AK  
  
AK  
  
AK  
  
AK  
  
AK  
  
AK  
AK  
  
AK  
  
AK  
  
AK  
  
AK  
  
AK  
AK  
  
AK  
  
AK  
AK  
  
AK  
  
AK  
  
AK  
AK  
  
AK

AK  
AK  
  
AK  
AK  
  
AK  
  
AK  
AK  
  
AK  
  
AK  
AK  
  
AK  
  
AK  
  
AK  
AK  
  
AK  
  
AK  
AK  
AK  
  
AK  
  
AK  
AK  
  
AK  
AK  
  
AK  
AK  
  
AK  
  
AK  
  
AK  
  
AK  
AK  
  
AK  
AK

**Spearman Rho Correlation test 0.74169 t-statisic 9.2515**

Πίνακας A13

Πίνακας A13			
	AK		AK
	AK		AK
			AK
	AK		
	AK		AK
			AK
	AK		
	AK		AK
			AK
	AK		
	AK		AK
			AK
	AK		
	AK		AK
			AK
	AK		
	AK		AK
			AK
	AK		
	AK		AK
			AK
	AK		
	AK		AK
			AK
	AK		
	AK		AK
			AK
	AK		
	AK		AK
			AK
	AK		
	AK		AK
			AK
	AK		
	AK		AK
			AK
	AK		
	AK		AK
			AK





## Β) ΤΡΙΕΤΕΙΣ ΔΕΙΚΤΕΣ MORNINGSTAR ΚΑΙ SHARPE

Πίνακας Β1

ΑΚ		ΑΚ	
ΑΚ		ΑΚ	
ΑΚ		ΑΚ	
ΑΚ		ΑΚ	

Πίνακας Β2

ΑΚ		ΑΚ	
ΑΚ		ΑΚ	
ΑΚ		ΑΚ	
ΑΚ		ΑΚ	
ΑΚ		ΑΚ	
ΑΚ		ΑΚ	
ΑΚ		ΑΚ	
ΑΚ		ΑΚ	
ΑΚ		ΑΚ	

Πίνακας Β3

ΑΚ		ΑΚ	
ΑΚ		ΑΚ	
ΑΚ		ΑΚ	
ΑΚ		ΑΚ	
ΑΚ		ΑΚ	
ΑΚ		ΑΚ	
ΑΚ		ΑΚ	
ΑΚ		ΑΚ	
ΑΚ		ΑΚ	
ΑΚ		ΑΚ	
ΑΚ		ΑΚ	
ΑΚ		ΑΚ	
ΑΚ		ΑΚ	

**Πίνακας Β4**

AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK

**Πίνακας Β5**

AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK

Πίνακας Β6

Πίνακας Β6			
AK			AK
AK			AK
AK			
			AK
AK			AK
AK			AK
AK			
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK

Πίνακας Β7

Πίνακας Β7			
	AK		AK
	AK		
			AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK

Πίνακας Β8

	AK		AK
	AK		
			AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
			AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
			AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK

Πίνακας Β9

	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK



AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	



Πίνακας Β11

Πίνακας Β11			
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK



## Γ) ΠΕΝΤΑΕΤΕΙΣ ΔΕΙΚΤΕΣ MORNINGSTAR ΚΑΙ SHARPE

**Πίνακας Γ1**

ΑΚ		ΑΚ ΑΚ	
ΑΚ ΑΚ ΑΚ		ΑΚ ΑΚ	

**Πίνακας Γ2**

ΑΚ ΑΚ ΑΚ ΑΚ		ΑΚ ΑΚ ΑΚ ΑΚ ΑΚ	
ΑΚ ΑΚ ΑΚ		ΑΚ ΑΚ ΑΚ	
ΑΚ		ΑΚ	

**Πίνακας Γ3**

ΑΚ ΑΚ ΑΚ		ΑΚ ΑΚ ΑΚ ΑΚ	
ΑΚ ΑΚ ΑΚ		ΑΚ	
ΑΚ		ΑΚ ΑΚ ΑΚ	
ΑΚ ΑΚ		ΑΚ	
ΑΚ ΑΚ		ΑΚ ΑΚ	

Πίνακας Γ4

Πίνακας Γ4			
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	

Πίνακας Γ5

Πίνακας Γ5			
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	
AK		AK	

**Πίνακας Γ6**

	AK AK		AK AK
	AK AK		AK
	AK AK		AK AK
	AK AK AK		AK
	AK AK		AK
	AK AK AK AK AK		AK AK AK AK AK
	AK AK AK AK AK		AK AK AK AK AK

Πίνακας Γ7

	AK AK		AK
	AK AK AK AK		AK AK AK AK
	AK AK		AK AK
	AK AK AK AK AK AK		AK AK AK AK AK AK
	AK AK		AK
	AK AK AK AK AK		AK AK AK AK AK

Πίνακας Γ8

	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK
	AK		AK

**Πίνακας Γ9**

AK			AK
AK			AK
AK			
AK			AK
			AK
AK			AK
AK			
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK
AK			AK



## Δ) ΔΕΚΑΕΤΕΙΣ ΔΕΙΚΤΕΣ MORNINGSTAR ΚΑΙ SHARPE

**Πίνακας Δ1**

ΑΚ ΑΚ ΑΚ ΑΚ		ΑΚ ΑΚ ΑΚ ΑΚ	

**Πίνακας Δ2**

ΑΚ ΑΚ ΑΚ ΑΚ ΑΚ ΑΚ ΑΚ ΑΚ ΑΚ ΑΚ		ΑΚ ΑΚ ΑΚ ΑΚ ΑΚ ΑΚ ΑΚ ΑΚ ΑΚ ΑΚ	

**Πίνακας Δ3**

ΑΚ ΑΚ ΑΚ ΑΚ  ΑΚ ΑΚ  ΑΚ  ΑΚ  ΑΚ ΑΚ ΑΚ		ΑΚ ΑΚ ΑΚ ΑΚ ΑΚ  ΑΚ ΑΚ  ΑΚ  ΑΚ ΑΚ ΑΚ	

**Πίνακας Δ4**

	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ
	ΑΚ		ΑΚ

**Ε) Η ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ MORNINGSTAR STAR RATING ΚΑΙ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΘΟΔΟ ΤΟΥ SHARPE ΚΑΙ ΤΟ ΤΕΣΤ SPREARMAN ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΩΝ ΔΥΟ ΚΑΤΑΤΑΞΕΩΝ ΓΙΑ ΚΑΘΕ ΕΤΟΣ.**

**Πίνακας Ε1**

	<b>A/K HSBC Greek Equity Fund</b>		*****		<b>A/K HSBC Greek Equity Fund</b>		*****
	A K		****		A K		****
	A K		****		A K		****
	A K		****		A K		****
	A K		***		A K		***
	A K		***		A K		***
	A K		***		A K		***
	A K		**		A K		**
	A K		**		A K		**
	A K		**		A K		**
	A K		*		A K		*
<b>Sprearman Rho Correlation test 0,76923 t-statisic 3.80693</b>							

**Πίνακας Ε2**

	<b>A/K HSBC Greek Equity Fund</b>		*****		<b>A/K HSBC Greek Equity Fund</b>		*****
	<b>A/K Aspis Greek Equities Fund</b>		*****		<b>A/K Interamerican Dynamic Equity MF</b>		*****
	A K		****		A K		****
	A K		****		A K		****
	A K		****		A K		****
	A K		***		A K		***
	A K		***		A K		***
	A K		***		A K		***
	A K		***		A K		***
	A K		**		A K		**
	A K		**		A K		**
	A K		**		A K		**
	A K		*		A K		*
	A K		*		A K		*
<b>Sprearman Rho Correlation test 0,775 t-statisic 4.42164</b>							

Πίνακας Ε3

	A/K HSBC Greek Equity Fund		*****		A/K HSBC Greek Equity Fund		*****
	A/K Alico-Eurobank Greek Equity		*****		A/K Alico-Eurobank Greek Equity		*****
	A K		****		A K		****
	A K		****		A K		****
	A K		****		A K		****
	A K		****		A K		****
	A K		***		A K		***
	A K		***		A K		***
	A K		***		A K		***
	A K		***		A K		***
	A K		***		A K		***
	A K		**		A K		**
	A K		**		A K		**
	A K		**		A K		**
	A K		**		A K		**
	A K		*		A K		*
	A K		*		A K		*
<b>Spearman Rho Correlation test 0,95098 t-statisic 11.9098</b>							

Πίνακας Ε4

A/K HSBC Greek Equity Fund			*****	A/K ABN-AMRO Hellenic Growth Fund			*****
A/K ABN-AMRO Hellenic Growth Fund			*****	A/K HSBC Greek Equity Fund			*****
A K			****	A K			****
A K			****	A K			****
A K			****	A K			****
A K			****	A K			****
A K			****	A K			****
A K			***	A K			***
A K			***	A K			***
A K			***	A K			***
A K			***	A K			***
A K			***	A K			***
A K			***	A K			***
A K			**	A K			**
A K			**	A K			**
A K			**	A K			**
A K			**	A K			**
A K			**	A K			**
A K			*	A K			*
A K			*	A K			*

Sprearman Rho Correlation test 0,8961 t-statisic 8.8004

Πίνακας Ε5

A/K Alpha Trust New Enterprises Dom. Equity Fund			*****	A/K Alpha Trust New Enterprises Dom. Equity Fund			*****
A/K HSBC Greek Equity Fund			*****	A/K Alpha Eurohellenic Domestic Equities Fund			*****
A/K Alpha Trust Growth Dom. Fund			*****	A/K General Growth Fund			*****
A K			****	A K			****
A K			****	A K			****
A K			****	A K			****
A K			****	A K			****
A K			****	A K			****
A K			****	A K			****
A K			***	A K			***
A K			***	A K			***
A K			***	A K			***
A K			***	A K			***
A K			***	A K			***
A K			***	A K			***
A K			***	A K			***
A K			***	A K			***
A K			**	A K			**
A K			**	A K			**
A K			**	A K			**
A K			**	A K			**
A K			**	A K			**
A K			*	A K			*
A K			*	A K			*
A K			*	A K			*

Spearman Rho Correlation test 0.70757 t-statisic 5.00656

Πίνακας Ε6

A/K HSBC Greek Equity Fund		*****	A/K HSBC Greek Equity Fund		*****	
A/K Alpha Trust New		*****	A/K Alpha Trust New Enterprises		*****	
Enterpises Dom. Equity Fund		*****	Dom. Equity Fund		*****	
A/K Alpha Eurohellenic		*****	A/K Alpha Eurohellenic		*****	
Domestic Equities Fund		****	Domestic Equities Fund		****	
A K		****	A K		****	
A K		****	A K		****	
A K		****	A K		****	
A K		****	A K		****	
A K		****	A K		****	
A K		****	A K		****	
A K		***	A K		***	
A K		***	A K		***	
A K		***	A K		***	
A K		***	A K		***	
A K		***	A K		***	
A K		***	A K		***	
A K		***	A K		***	
A K		***	A K		***	
A K		***	A K		***	
A K		**	A K		**	
A K		**	A K		**	
A K		**	A K		**	
A K		**	A K		**	
A K		**	A K		**	
A K		**	A K		**	
A K		**	A K		**	
A K		*	A K		*	
A K		*	A K		*	
A K		*	A K		*	
<b>Spearman Rho Correlation test 0.9665 t-statisic 19.5673</b>						







AK		**	AK	**
AK		**	AK	**
AK		**	AK	**
AK		**	AK	**
AK		*	AK	*
AK		*	AK	*
AK		*	AK	*
AK		*	AK	*
AK		*	AK	*

**Sprearman Rho Correlation test 0.9526 t-statisic 20.779**

**Πίνακας Ε9**

A/K HSBC Greek Equity Fund A/K Egnatia Olympia Dom. Equity Fund A/K Delos Financial Dom. Equity A/K Egnatia Athena Growth Dom. Equity Fund A/K Alpha Domestic Equities Fund A/K Omega-Sogen Invest Domestic Equity Fund A K				A/K HSBC Greek Equity Fund A/K Egnatia Olympia Dom. Equity Fund			
A K				A/K Delos Financial Dom. Equity A/K Egnatia Athena Growth Dom. Equity Fund A/K Alpha Domestic Equities Fund A/K Omega-Sogen Invest Domestic Equity Fund A K			
A K				A K			
A K				A K			
A K				A K			
A K				A K			
A K				A K			
A K				A K			
A K				A K			
A K				A K			
A K				A K			
A K				A K			
A K				A K			
A K				A K			
A K				A K			
A K				A K			
A K				A K			
A K				A K			
A K				A K			
A K				A K			
A K				A K			
A K				A K			
A K				A K			
A K				A K			
A K				A K			
A K				A K			
A K				A K			
A K				A K			
A K				A K			
A K				A K			
A K				A K			

AK					
AK					
AK					
AK					
AK					
AK					
AK					
AK					
AK					
AK					
AK					
AK					
AK					
AK					
AK					
AK					
AK					
AK					
AK					
AK					
AK					
AK					

AK					
AK					
AK					
AK					
AK					
AK					
AK					
AK					
AK					
AK					
AK					
AK					
AK					
AK					
AK					
AK					
AK					

**Spearman Rho Correlation test 0.94823 t-statistic 22.9337**

**ΣΤ) ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΜΕ ΧΡΗΣΗ  
ΨΕΥΔΟΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 1997-2003 ΜΕ ΕΞΑΡΤΗΜΕΝΗ  
ΜΕΤΑΒΛΗΤΗ ΤΗΝ ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΟΥ Α/Κ Η ΤΗΝ ΜΕΣΗ ΜΗΝΙΑΙΑ  
ΥΠΕΡΑΠΟΔΟΣΗ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΟ ΕΓΕΔ ΚΑΙ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΕΣ  
ΨΕΥΔΟΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΩΝ ΔΥΟ ΜΕΘΟΔΩΝ  
(MORNINGSTAR STAR RATING ΚΑΙ SHARPE)**

**Πίνακας ΣΤ1**  
Ετήσιες αποδόσεις Α Κ έτους

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας ΣΤ2**  
Μέση μηνιαία υπεραπόδοση έτους

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας ΣΤ3**  
ετήσια απόδοση έτους

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας ΣΤ4**  
Μέση μηνιαία υπεραπόδοση έτους

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας ΣΤ5**  
ετήσιες αποδόσεις έτους

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας ΣΤ6**  
μέση μηνιαία υπεραπόδοση έτους

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας ΣΤ7**  
ετήσιες αποδόσεις έτους

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας ΣΤ8**  
μέση μηνιαία υπεραπόδοση έτους

---

---

---

---

---

---



**Πίνακας ΣΤ9**  
ετήσιες αποδόσεις έτους

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας ΣΤ10**  
μέση μηνιαία υπεραπόδοση έτους

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας ΣΤ11**  
ετήσιες αποδόσεις έτους

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας ΣΤ12**  
μέση μηνιαία υπεραπόδοση έτους

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας ΣΤ13**  
ετήσιες αποδόσεις έτους

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας ΣΤ14**  
Μέση μηνιαία υπεραπόδοση έτους

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας ΣΤ15**  
ετήσια απόδοση έτους

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας ΣΤ16**  
Μέση μηνιαία υπεραπόδοση έτους

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας ΣΤ17**  
ετήσια απόδοση έτους

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας ΣΤ18**  
Μέση μηνιαία υπεραπόδοση έτους

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας ΣΤ19**  
ετήσια απόδοση έτους

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας ΣΤ20**  
Μέση μηνιαία υπεραπόδοση έτους

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας ΣΤ21**  
Ετήσιες αποδόσεις έτους

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας ΣΤ22**  
Μέση μηνιαία υπεραπόδοση έτους

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας ΣΤ23**  
ετήσιες αποδόσεις έτους

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας ΣΤ24**  
μέση μηνιαία υπεραπόδοση έτους

---

---

---

---

---

---



**Πίνακας ΣΤ25**  
ετήσιες αποδόσεις Α Κ έτους

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας ΣΤ26**  
Μέση μηνιαία υπεραπόδοση έτους

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας ΣΤ27**  
Ετήσιες αποδόσεις έτους

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας ΣΤ28**  
μέση μηνιαία υπεραπόδοση Α Κ έτους

---

---

---

---

---

---

**Z) ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΜΕ ΕΞΑΡΤΗΜΕΝΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗ  
ΤΙΣ ΜΕΣΕΣ ΜΗΝΙΑΙΕΣ ΥΠΕΡΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΑΙ ΤΙΣ ΕΤΗΣΙΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ  
ΤΟΥ ΕΠΟΜΕΝΟΥ ΕΤΟΥΣ ΤΗΣ ΒΑΘΜΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΑΙ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΕΣ  
ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΤΗΝ ΒΑΘΜΟΛΟΓΙΑ ΤΟΥ SHARPE, ΤΗΝ ΒΑΘΜΟΛΟΓΙΑ  
ΤΗΣ MORNINGSTAR ΚΑΙ ΤΙΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΤΕΛΕΥΤΑΙΟΥ ΕΤΟΥΣ ΚΑΙ  
ΤΗΣ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑΣ ΤΡΙΕΤΙΑΣ**

**Πίνακας Z1**

---

---

---

---

**Πίνακας Z2**

---

---

---

---

**Πίνακας Ζ3**


**Πίνακας Ζ4**

---

---

---

---

**Πίνακας Ζ5**

---

---

---

---

**Πίνακας Ζ6**

---

---

---

---

**Πίνακας Z7**

---

---

---

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας Z8**

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας Z9**

---

---

---

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας Z10**

---

---

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας Z11**

---

---

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας Z12**

---

---

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας Z13**

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας Z14**

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας Z15**

---

---

---

---

---

---



**Πίνακας Z16**

---

---

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας Z17**

---

---

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας Z18**

---

---

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας Z19**

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας Z20**

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας Z21**

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας Z22**

---

---

---

---

**Πίνακας Z23**

---

---

---

---

**Πίνακας Z24**

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας Z25**

---

---

---

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας Z26**

---

---

---

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας Z27**

---

---

---

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας Z28**

---

---

---

---

**Πίνακας Z29**

---

---

---

---

**Πίνακας Z30**

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας Z31**

---

---

---

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας Z32**

---

---

---

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας Z33**

---

---

---

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας Z34**

---

---

---

---

**Πίνακας Z35**

---

---

---

---

**Πίνακας Z36**

---

---

---

---

**Πίνακας Z37**

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας Z38**

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας Z39**

---

---

---

---

---

---



**Πίνακας Z40**

---

---

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας Z41**

---

---

---

---

---

---

---

---

**Πίνακας Z42**

---

---

---

---

---

---

---

---

**Η) ΔΕΙΚΤΕΣ MORNINGSTAR ΚΑΙ SHARPE ΓΙΑ ΤΙΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥΣ 1997-1999, 2000-2003 ΚΑΙ 1997-2003 ΚΑΙ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ SPREARMAN ΤΗΣ ΜΕΤΑΞΥ ΤΟΥΣ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ**

**Πίνακας Η1**

Α Κ			Α Κ
Α Κ			Α Κ
Α Κ			Α Κ
Α Κ			Α Κ
Α Κ			Α Κ
Α Κ			Α Κ
Α Κ			Α Κ
Α Κ			Α Κ
Α Κ			Α Κ
Α Κ			Α Κ
Α Κ			Α Κ
Α Κ			Α Κ
Α Κ			Α Κ
Α Κ			Α Κ
Α Κ			Α Κ
Α Κ			Α Κ
Α Κ			Α Κ
Α Κ			Α Κ
Α Κ			Α Κ
Α Κ			Α Κ
Α Κ			Α Κ
Α Κ			Α Κ
Α Κ			Α Κ
<b>Sprearman Rho Correlation test 0,96234 t-statisic 15,4299</b>			





**Θ) COEFFICIENTS ΚΑΙ PROBABILITIES ΤΩΝ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΩΝ**

$$R_{it} - R_{ft} = a_i + b_i(R_{mt} - R_{ft}) + c_i(R_{mt} - R_{ft})^2 + u_{it}$$

$$R_{it} = a_i + b_{id}R_{mt} + b_{io}R_{mt}D_{ut} + u_{it},$$

$A_{A/K}$     $A_{EGED}$     $\alpha_{A/K}$     $\beta_{A/K}$     $A_{GDXAA}$     $A_{EGED}$     $\epsilon_{A/K}$   
**ΓΙΑ ΤΙΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥΣ 1997-2003, 1997-1999, 2000-2003**

**Πίνακας Θ1  
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1997-2003**

	Μετοχικό Εσωτερικού	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ	Δυναμικό Α Κ Μετοχικό Εσωτ	ΑΣΠΙΣ Α Κ Μετοχών Εσωτ	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτερικού	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α Κ Μετοχικό Εσωτ	Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ

	Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ	ΔΗΛΟΣ Μετοχικό Εσωτ	ΩΜΕΓΑ Μετοχικό Εσωτερικού	Α Κ ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ	Μετοχικό Εσωτερικού	Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ

	Μετοχών Εσωτερικού	ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό Εσωτ	Π Κ Μετοχικό Εσωτερικού	Μετοχικό Εσωτερικού	ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μετοχικό Εσωτ	ΓΕΝΙΚΗ Α Κ Μετοχικό Εσωτ	Μετοχικό Εσωτερικού

**Πίνακας Θ2**  
**ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1997-1999 (BULL MARKET)**

	Μετοχικό Εσωτερικού	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ	Δυναμικό Α Κ Μετοχικό Εσωτ	ΑΣΠΙΣ Α Κ Μετοχών Εσωτ	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτερικού	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α Κ Μετοχικό Εσωτ	Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ



	Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ	ΔΗΛΟΣ Μετοχικό Εσωτ	ΩΜΕΓΑ Μετοχικό Εσωτερικού	Α Κ ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ	Μετοχικό Εσωτερικού	Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ

	Μετοχών Εσωτερικού	ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό Εσωτ	Π Κ Μετοχικό Εσωτερικού	Μετοχικό Εσωτερικού	ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μετοχικό Εσωτ	ΓΕΝΙΚΗ Α Κ Μετοχικό Εσωτ	Μετοχικό Εσωτερικού

**Πίνακας Θ3  
ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2000-2003 (BEAR MARKET)**

	Μετοχικό Εσωτερικού	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ	Δυναμικό Α Κ Μετοχικό Εσωτ	ΑΣΠΙΣ Α Κ Μετοχών Εσωτ	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτερικού	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α Κ Μετοχικό Εσωτ	Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ



	Μετοχών Εσωτερικού	ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό Εσωτ	Π Κ Μετοχικό Εσωτερικού	Μετοχικό Εσωτερικού	ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μετοχικό Εσωτ	ΓΕΝΙΚΗ Α Κ Μετοχικό Εσωτ	Μετοχικό Εσωτερικού

Πίνακας Ι1

TREYNOR	
ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	Μετοχικό Εσωτ
Αναπτυξιακό	Μετοχών Εσωτ
Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ	
Μετοχικό Εσωτερικού	
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ	Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ
ΩΜΕΓΑ	Μετοχικό Εσωτερικού
Μετοχών Εσωτερικού	
ΓΕΝΙΚΗ Α Κ Μετοχικό Εσωτ	
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτερικού	
Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ	
Δυναμικό Α Κ Μετοχικό Εσωτ	
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α Κ Μετοχικό Εσωτ	
ΔΗΛΟΣ	Μετοχικό Εσωτ
Μετοχικό Εσωτερικού	
Μετοχικό Εσωτερικού	
Α Κ ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ	Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ
ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μετοχικό Εσωτ	
ΑΣΠΙΣ Α Κ	Μετοχών Εσωτ
Μετοχικό Εσωτερικού	
Π Κ Μετοχικό Εσωτερικού	

Πίνακας 12

SHARPE	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	

Πίνακας 13

MORNINGSTAR	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	

Πίνακας 14

JENSEN		
Εσωτ	ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό	
	Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ	
	Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ	
	Μετοχικό Εσωτερικού	
	Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ	
	ΩΜΕΓΑ Μετοχικό Εσωτερικού	
	Μετοχών Εσωτερικού	
	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτερικού	
	ΓΕΝΙΚΗ Α Κ Μετοχικό Εσωτ	
	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α Κ Μετοχικό Εσωτ	
	Δυναμικό Α Κ Μετοχικό Εσωτ	
	ΔΗΛΟΣ Μετοχικό Εσωτ	
	Μετοχικό Εσωτερικού	
	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ	
	ΑΣΠΙΣ Α Κ Μετοχών Εσωτ	
	Α Κ ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	
	Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ	
	Π Κ Μετοχικό Εσωτερικού	
	Μετοχικό Εσωτερικού	
	ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μετοχικό Εσωτ	
	Μετοχικό Εσωτερικού	



Πίνακας 15

TREYNOR	
Μετοχικό Εσωτερικού	
Μετοχικό Εσωτερικού	
Μετοχικό Εσωτερικού	
Π Κ Μετοχικό Εσωτερικού	
Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ	
Α Κ ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	
Μετοχικό Εσωτερικού	
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτερικού	
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ	
ΩΜΕΓΑ Μετοχικό Εσωτερικού	
ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μετοχικό Εσωτ	
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ	
ΔΗΛΟΣ Μετοχικό Εσωτ	
Μετοχών Εσωτερικού	
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α Κ Μετοχικό Εσωτ	
Δυναμικό Α Κ Μετοχικό Εσωτ	
Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ	
ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό Εσωτ	
ΓΕΝΙΚΗ Α Κ Μετοχικό Εσωτ	
Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ	
ΑΣΠΙΣ Α Κ Μετοχών Εσωτ	

Πίνακας 16

SHARPE	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	

Πίνακας 17

MORNINGSTAR	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	
Α Κ	

Πίνακας 18

JENSEN		
Μετοχικό Εσωτερικού		
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτερικού		
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α Κ Μετοχικό Εσωτ		
Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ		
ΩΜΕΓΑ Μετοχικό Εσωτερικού		
Α Κ ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ		
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ		
Μετοχικό Εσωτερικού		
Μετοχών Εσωτερικού		
ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό		
Εσωτ		
Π Κ Μετοχικό Εσωτερικού		
Μετοχικό Εσωτερικού		
ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μετοχικό Εσωτ		
Μετοχικό Εσωτερικού		
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ		
ΔΗΛΟΣ Μετοχικό Εσωτ		
Δυναμικό Α Κ Μετοχικό Εσωτ		
Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ		
Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ		
ΓΕΝΙΚΗ Α Κ Μετοχικό Εσωτ		
ΑΣΠΙΣ Α Κ Μετοχών Εσωτ		

Πίνακας 19

TREYNOR	
Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ	
ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό Εσωτ	
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ	
Μετοχικό Εσωτερικού	
Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ	
ΩΜΕΓΑ Μετοχικό Εσωτερικού	
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α Κ Μετοχικό Εσωτ	
Μετοχικό Εσωτερικού	
Μετοχικό Εσωτερικού	
Δυναμικό Α Κ Μετοχικό Εσωτ	
ΔΗΛΟΣ Μετοχικό Εσωτ	
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ	
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτερικού	
Μετοχικό Εσωτερικού	
Μετοχών Εσωτερικού	
Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ	
Α Κ ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	
ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μετοχικό Εσωτ	
ΓΕΝΙΚΗ Α Κ Μετοχικό Εσωτ	
Π Κ Μετοχικό Εσωτερικού	
ΑΣΠΙΣ Α Κ Μετοχών Εσωτ	

Πίνακας I10

SHARPE	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	

Πίνακας I11

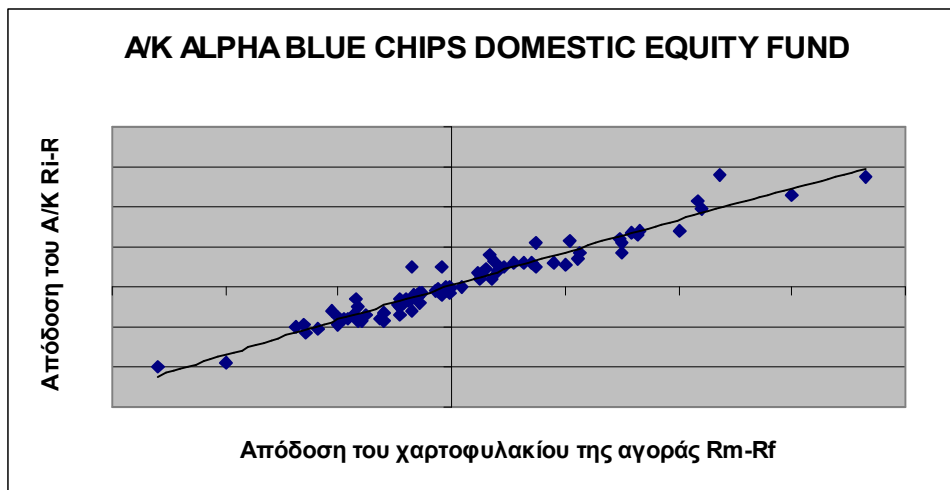
MORNINGSTAR	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	
AK	

Πίνακας I12

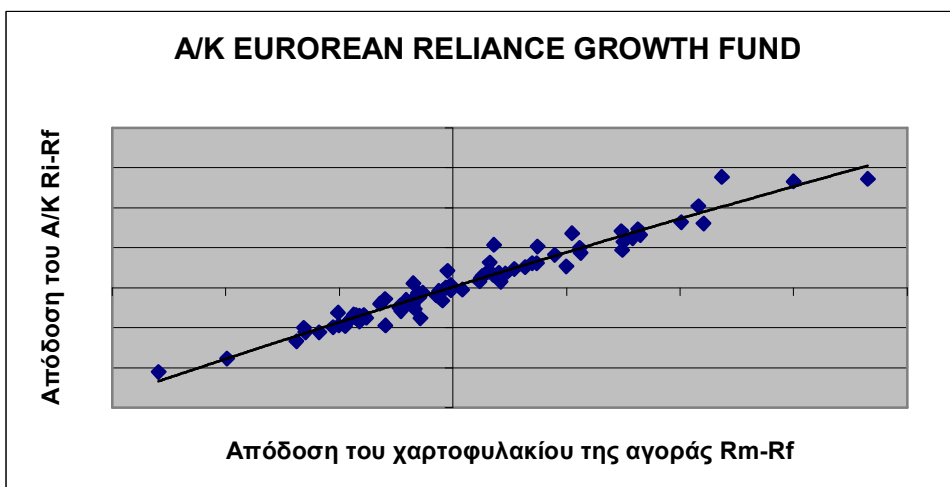
JENSEN		
Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ		
Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ		
Μετοχικό Εσωτερικού		
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ		
Δυναμικό Α Κ Μετοχικό Εσωτ		
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτερικού		
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α Κ Μετοχικό Εσωτ		
Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ		
ΔΗΛΟΣ Μετοχικό Εσωτ		
ΩΜΕΓΑ Μετοχικό Εσωτερικού		
Α Κ ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ		
Μετοχικό Εσωτερικού		
Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ		
Μετοχών Εσωτερικού		
Εσωτ ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Μετοχικό		
Π Κ Μετοχικό Εσωτερικού		
Μετοχικό Εσωτερικού		
ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ Μετοχικό Εσωτ		
ΓΕΝΙΚΗ Α Κ Μετοχικό Εσωτ		
Μετοχικό Εσωτερικού		
ΑΣΠΙΣ Α Κ Μετοχών Εσωτ		

**«ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΗ ΓΡΑΜΜΗ» ΤΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΡΕΥΝΟΡ- ΜΑΖΟΥ  
ΤΩΝ Α/Κ ΠΟΥ ΕΪΧΑΝ ΣΥΝΕΧΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2003**

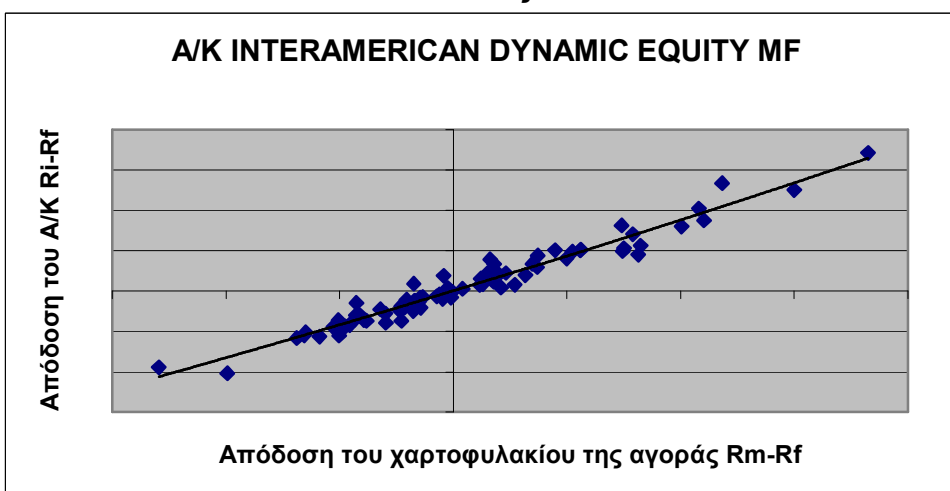
Πίνακας1



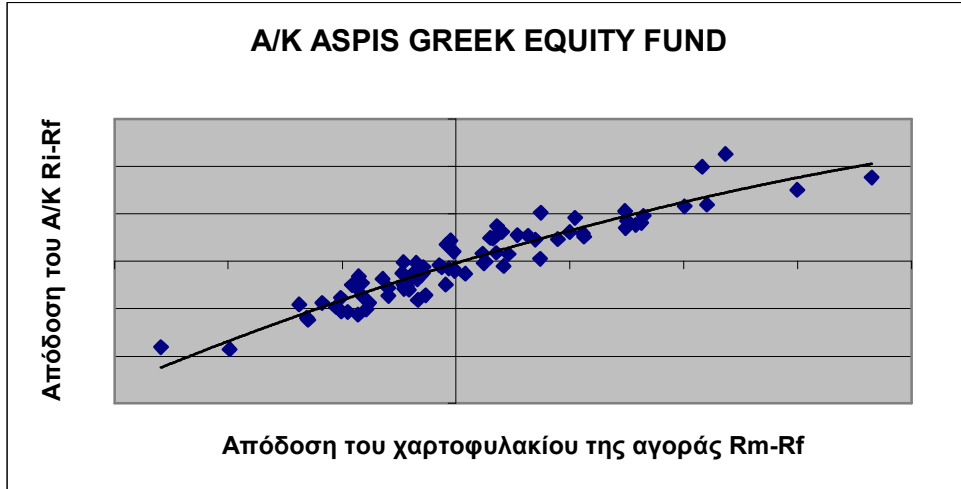
Πίνακας2



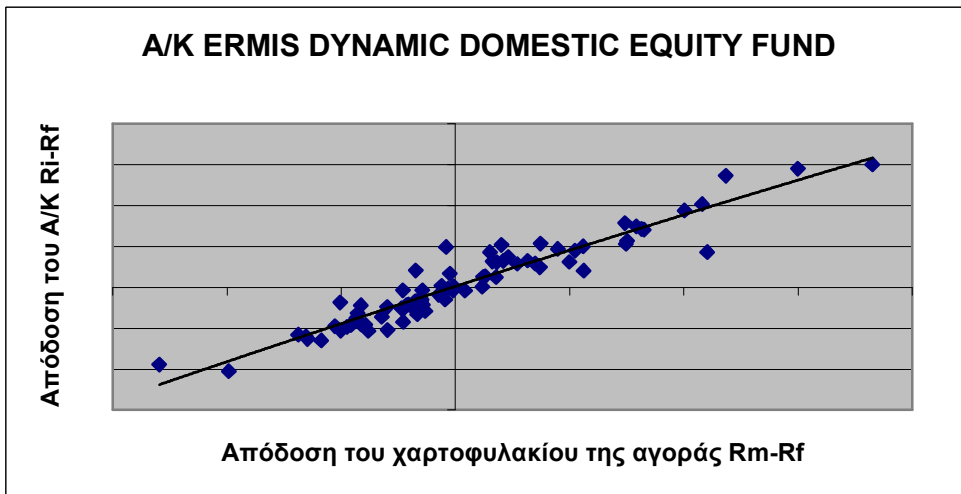
Πίνακας3



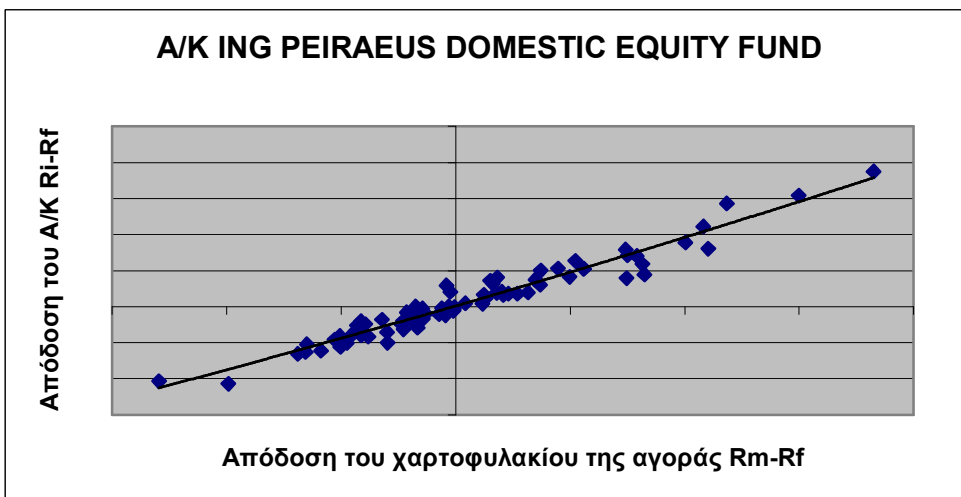
Πίνακας4



Πίνακας5

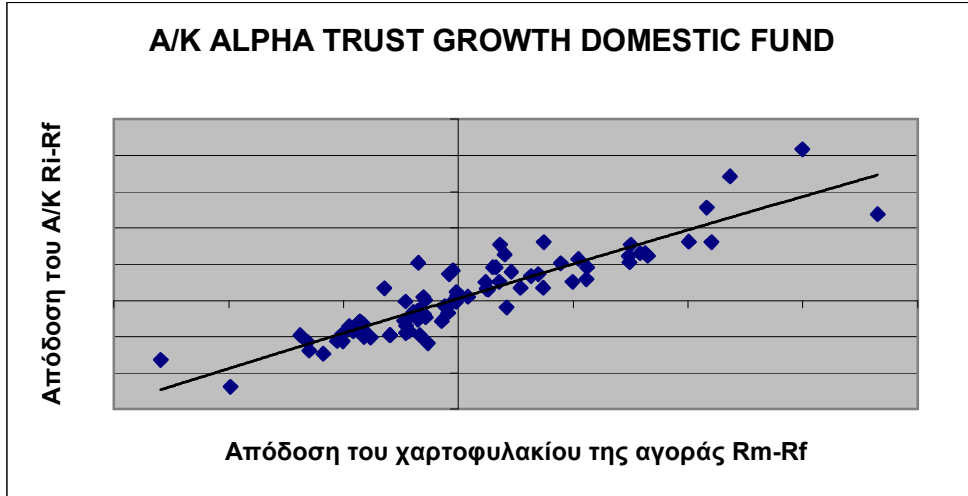


Πίνακας6

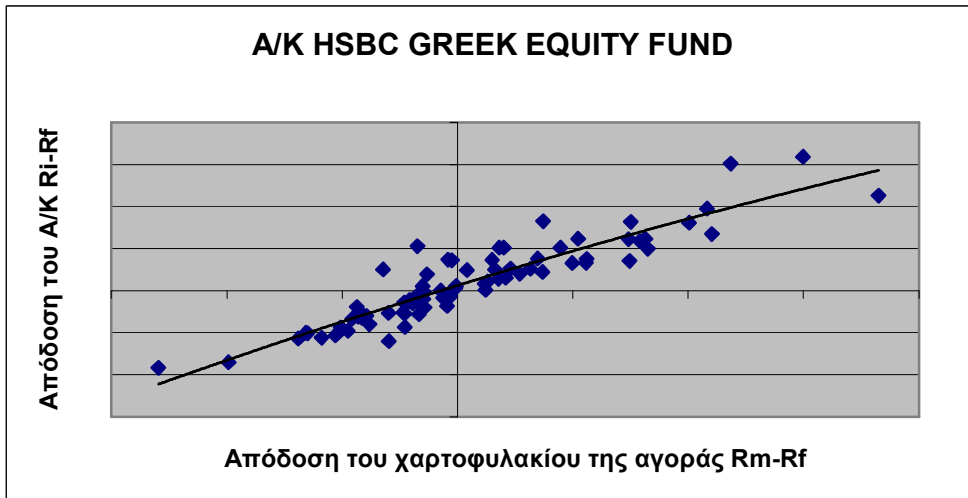




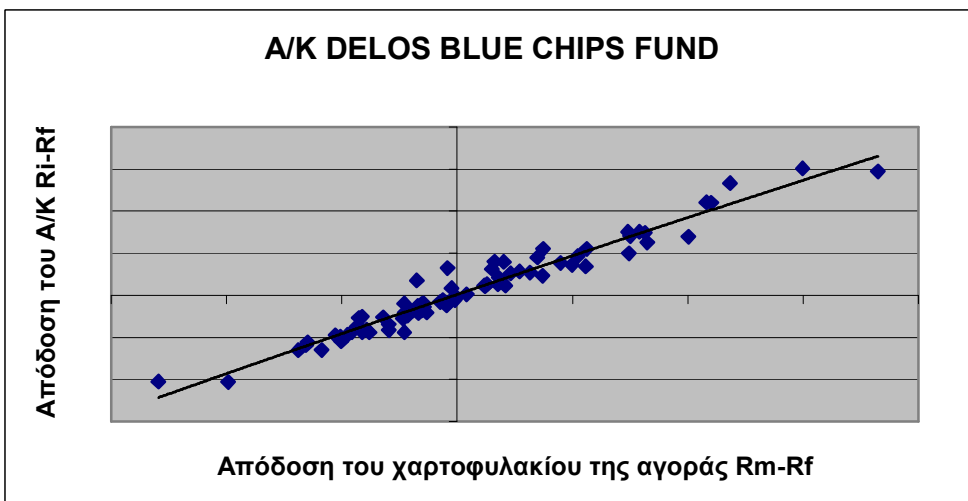
Πίνακας7



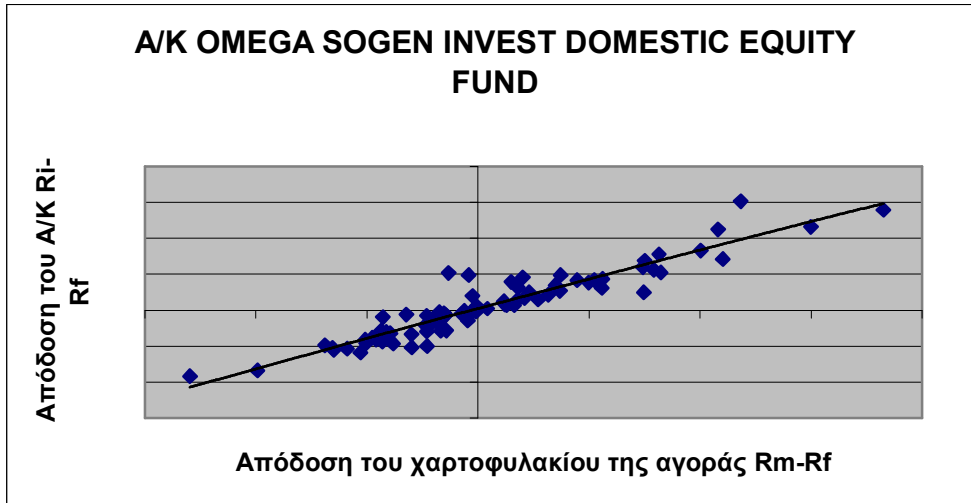
Πίνακας8



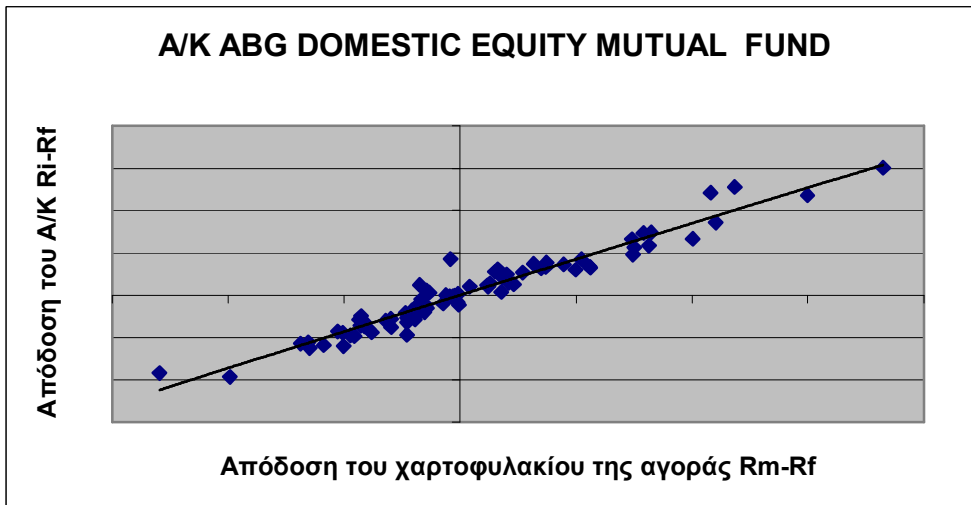
Πίνακας9



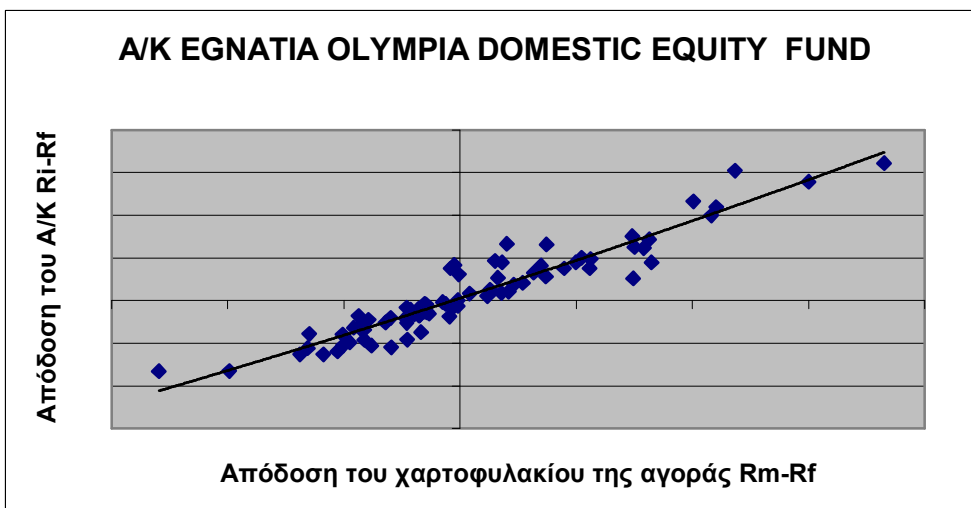
Πίνακας10



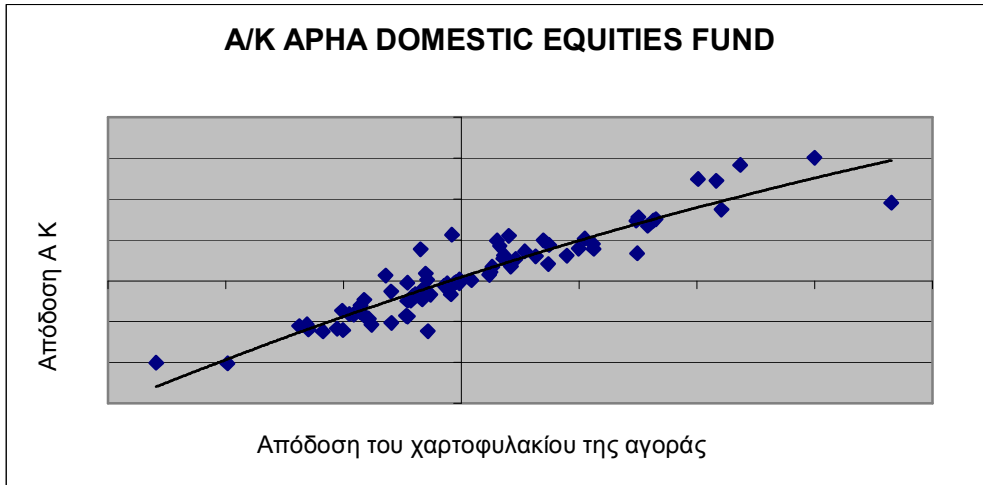
Πίνακας11



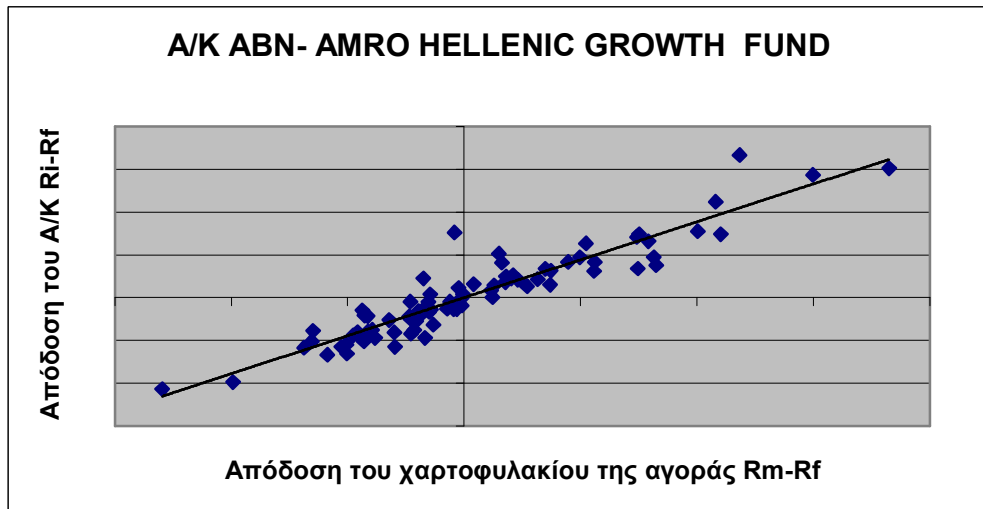
Πίνακας12



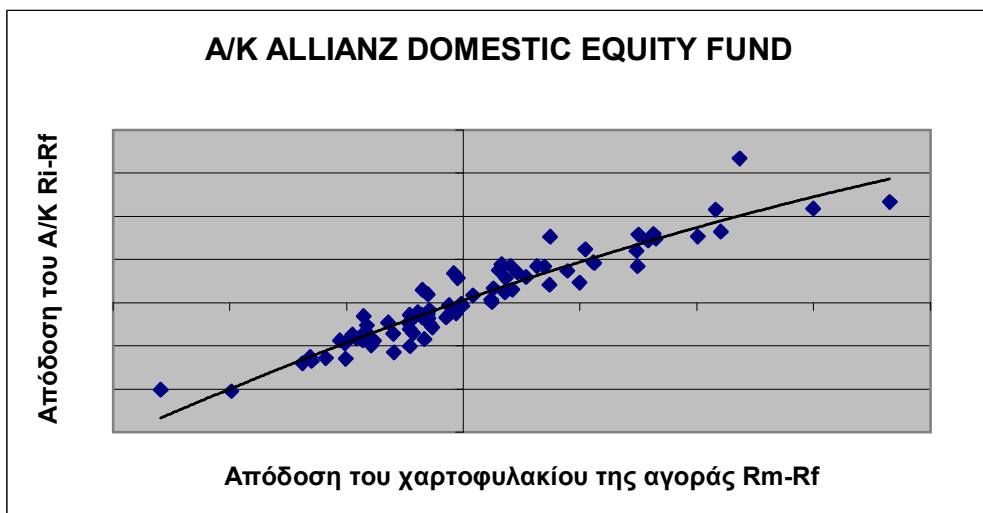
Πίνακας13



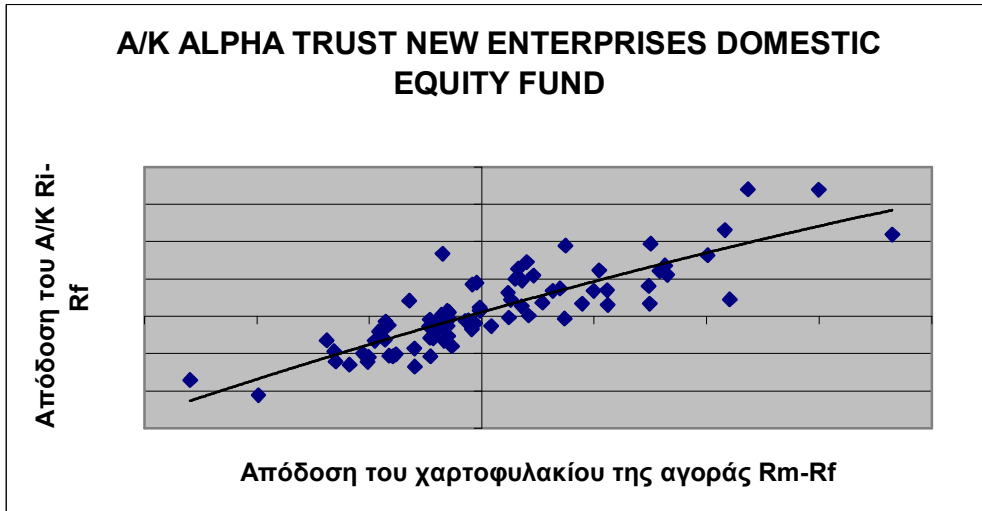
Πίνακας14



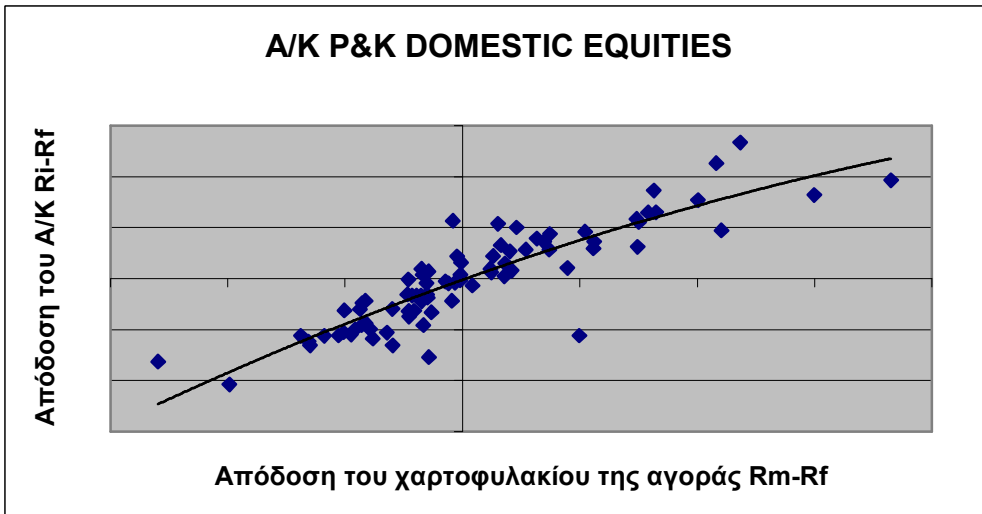
Πίνακας15



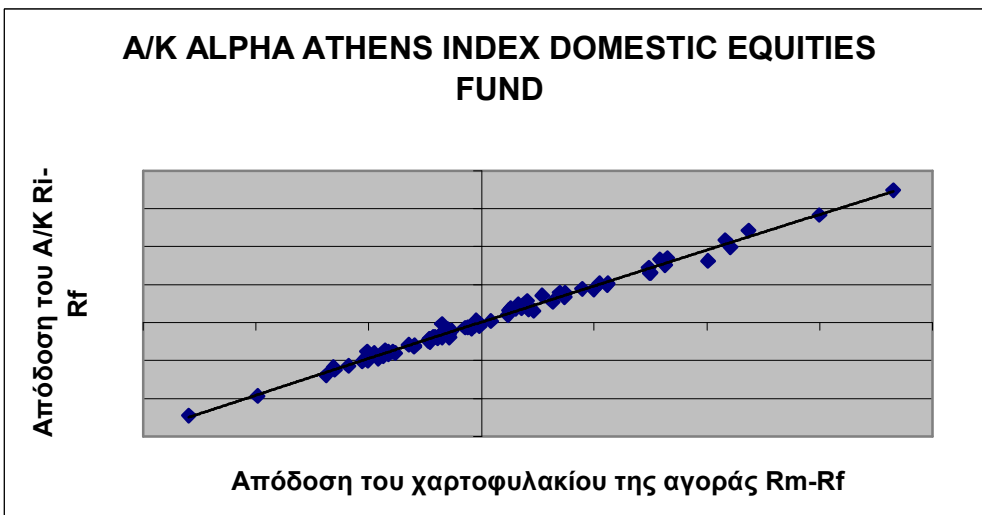
Πίνακας16



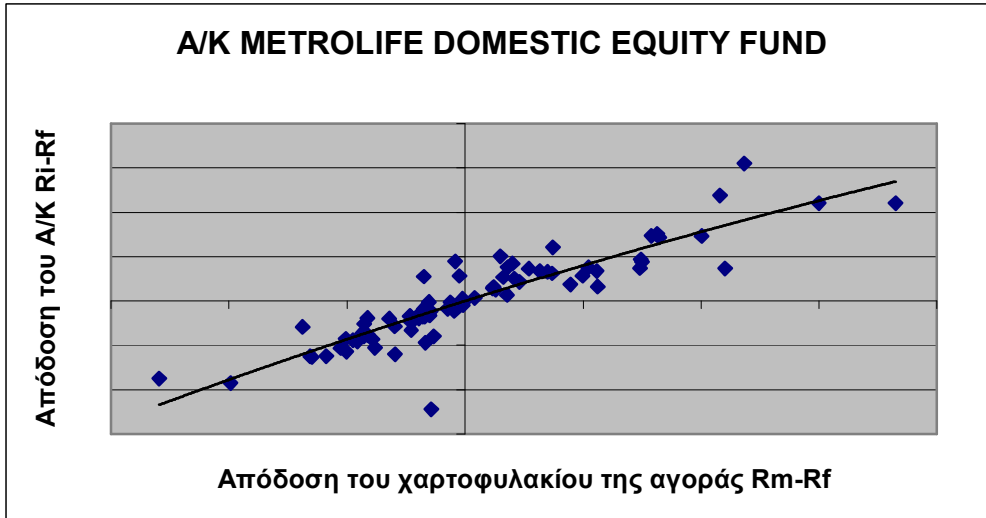
Πίνακας17



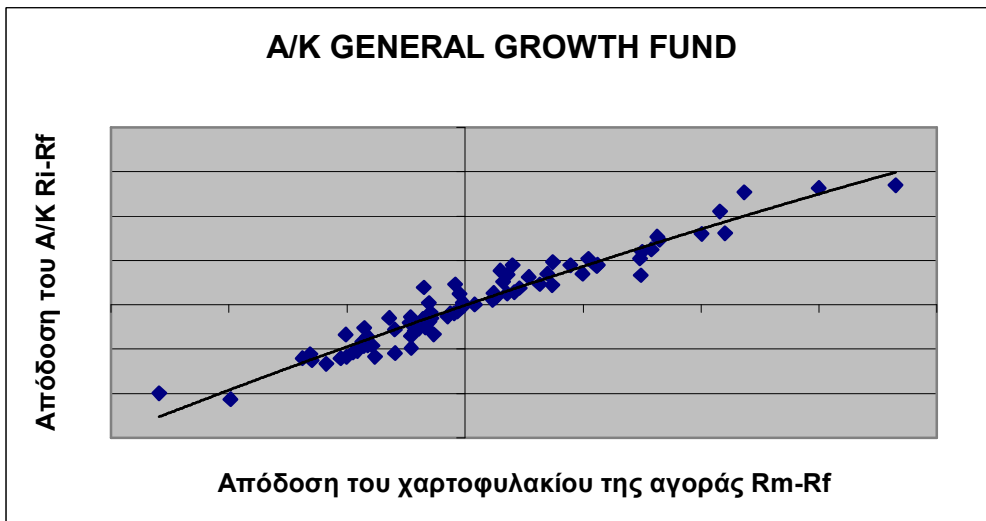
Πίνακας18



Πίνακας19



Πίνακας20



Πίνακας21

