



ΤΑ ΚΑΛΥΤΕΡΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΤΗΣ ΔΕΚΑΠΕΝΤΑΕΤΙΑΣ

Αθανάσιος Ν. Γουρνάκης

**Υποβληθείσα για το Μεταπτυχιακό Δίπλωμα στη Διοίκηση των
Επιχειρήσεων για Στελέχη (EMBA)**

Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

2013

**Επιβλέπων Καθηγητής
Νικόλαος Φίλιππας**

ΑΦΙΕΡΩΣΗ

Στους γονείς μου

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΑ ΚΑΛΥΤΕΡΑ Α/Κ ΤΗΣ ΔΕΚΑΠΕΝΤΑΕΤΙΑΣ

Αθανάσιος Ν. Γουρνάκης

Σημαντικοί όροι: Αμοιβαία κεφάλαια, κίνδυνοι, επίδοση, απόδοση, μέθοδος της διαφορικής απόδοσης (Jensen's Performance Index), υπόδειγμα των Treynor-Mazuy, δείκτες Sharpe και Treynor.

Περίληψη

Σκοπός της εργασίας είναι να αναλύσει και να αξιολογήσει τα καλύτερα Αμοιβαία Κεφάλαια της Ελληνικής Αγοράς για την τελευταία δεκαπενταετία. Σε πρώτο στάδιο θα παρουσιασθούν και θα αναλυθούν σε θεωρητική προσέγγιση τα είδη των αμοιβαίων κεφαλαίων και θα επεξηγηθούν οι έννοιες των κινδύνων και της απόδοσης. Σε δεύτερο στάδιο θα αναλυθούν τα αμοιβαία κεφάλαια σε όρους απόδοσης συναρτήσει του κινδύνου, χρησιμοποιώντας τόσο τη μέθοδο της διαφορικής απόδοσης Jensen's Performance Index, όσο και τα υποδείγματα των Treynor-Mazuy και τους δείκτες Sharpe και Treynor και θα αναλυθούν τα καλύτερα αμοιβαία κεφάλαια της δεκαπενταετίας και θα επεκταθούμε και στην τελευταία εξαετία, σε όρους απόδοσης συναρτήσει πάντα του κινδύνου .

Για τη λήψη των τιμών των αμοιβαίων κεφαλαίων χρησιμοποιήθηκαν τα στοιχεία και δεδομένα που παρουσιάζονται στην ιστοσελίδα της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών www.ethe.org.gr.

Ευχαριστίες

Ευχαριστώ ολόθερμα τον επιβλέποντα καθηγητή μου Δρ. Νικόλαο Φίλιππα, Αναπληρωτή Καθηγητή του Τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων για την καθοδήγηση του και την Δρ. Φωτεινή Οικονόμου για την πολύτιμη βοήθεια της κατά την τελευταία φάση της εργασίας.

Τέλος ευχαριστώ τον Πρόεδρο της Εταιρείας TÜV Rheinland Hellas ΑΕ κ. Μελέτη Τζαφέρη για την υποτροφία που μου χορήγησε με σκοπό να παρακολουθήσω και να ολοκληρώσω το Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στη Διοίκηση των Επιχειρήσεων για Στελέχη EMBA.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Ευχαριστίες

Κατάσταση πινάκων 9

Κατάσταση διαγραμμάτων 10

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΙ ΣΚΟΠΟΙ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ 11

1.1 Εισαγωγή 11

1.2 Αντικειμενικός σκοπός 11

1.3 Μεθοδολογία 12

1.4 Διάρθρωση 13

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ 14

2.1 Ορισμός, ιστορική αναδρομή, λειτουργία Α/Κ 14

2.2 Μερίδια 19

2.3 Θεματοφύλακας 20

2.4 Είδη Αμοιβαίων Κεφαλαίων 22

2.4.1 Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων 22

2.4.2 Αμοιβαία Κεφάλαια Ομολογιών/Εισοδήματος 23

2.4.3 Αμοιβαία Κεφάλαια Μικτού Τύπου 25

2.4.4 Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια 26

2.4.5 Παγκόσμια/Διεθνικά Αμοιβαία Κεφάλαια 29

2.4.6 Ειδικά Αμοιβαία Κεφάλαια 29

2.4.7 Αμοιβαία Κεφάλαια Δεικτών	30
2.5 Κατηγοριοποίηση και ονοματολογία των Α/Κ	31
2.6 Πλεονεκτήματα / μειονεκτήματα Α/Κ	32
2.6.1 Πλεονεκτήματα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων	33
2.6.2 Μειονεκτήματα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων	40
2.7 Βιβλιογραφία	43
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ	44
3.1 Εισαγωγή	44
3.2 Επενδυτικοί κίνδυνοι	45
3.3 Είδη κινδύνων	46
3.3.1 Κίνδυνος επιτοκίου (interest rate risk)	47
3.3.2 Κίνδυνος αγοράς (market risk)	47
3.3.3 Πληθωριστικός κίνδυνος (inflation risk)	48
3.3.4 Επιχειρηματικός κίνδυνος (business risk)	48
3.3.5 Χρηματοδοτικός κίνδυνος (financial risk)	49
3.3.6 Συναλλαγματικός κίνδυνος (Exchange/currency risk)	50
3.3.7 Κίνδυνος χώρας ή πολιτικός κίνδυνος (Country/political risk)	50
3.3.8 Κίνδυνος ρευστότητας (Liquidity risk)	51
3.5 Βιβλιογραφία	52

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

4.1 Συντελεστής Βήτα (Beta)	53
4.2 Τυπική απόκλιση (standard deviation)	57
4.3 Δείκτης Traynor	59
4.4 Δείκτης Sharpe	60
4.5 Δείκτης Jensen	63
4.6 Το υπόδειγμα Treynor – Mazuy	66
4.5 Βιβλιογραφία	72

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

5.1 Γενικά	73
5.2 Αξιολόγηση δεκαπενταετίας βάσει του Δείκτη Treynor	74
5.3 Αξιολόγηση δεκαπενταετίας βάσει του Δείκτη Sharpe	76
5.4 Αξιολόγηση δεκαπενταετίας βάσει του Δείκτη Jensen	78
5.5 Αξιολόγηση δεκαπενταετίας βάσει του Υποδείγματος Treynor-Mazuy	80
5.6 Αξιολόγηση εξαετίας βάσει του Δείκτη Treynor	84
5.7 Αξιολόγηση εξαετίας βάσει του Δείκτη Sharpe	87
5.8 Αξιολόγηση εξαετίας βάσει του Δείκτη Jensen	89
5.9 Αξιολόγηση εξαετίας βάσει του Υποδείγματος Treynor-Mazuy	91

5.10 Συνολικές αποδόσεις αμοιβαίων κεφαλαίων σε 95
σχέση με τον ΓΔΧΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

6.1 Αξιολόγηση Α/Κ δεκαπενταετίας 1997-2012	99
6.2 Αξιολόγηση Α/Κ εξαετίας 2007-2012	101
6.3 Σύνοψη	102

Βιβλιογραφία

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας	Τίτλος	Σελίδα
1	Διαχρονική πορεία εξέλιξης των Α/Κ στην Ελλάδα σε αντιστοιχία με την πορεία του Χ.Α.	16
2	Κριτήρια κατηγοριοποίησης και ονοματολογίας των Α/Κ	31
3	Αξιολόγηση δεκαπενταετίας βάσει του Δείκτη Treynor	74
4	Αξιολόγηση δεκαπενταετίας βάσει του Δείκτη Sharpe	76
5	Αξιολόγηση δεκαπενταετίας βάσει του Δείκτη Jensen	78
6	Αξιολόγηση δεκαπενταετίας βάσει του Υποδείγματος Treynor-Mazuy με το κριτήριο της επιλεκτικότητας	80
7	Αξιολόγηση δεκαπενταετίας βάσει του Υποδείγματος Treynor-Mazuy με το κριτήριο του συγχρονισμού	82
8	Αξιολόγηση εξαετίας βάσει του Δείκτη Treynor	85
9	Αξιολόγηση εξαετίας βάσει του Δείκτη Sharpe	87
10	Αξιολόγηση εξαετίας βάσει του Δείκτη Jensen	89
11	Αξιολόγηση εξαετίας βάσει του Υποδείγματος Treynor-Mazuy με το κριτήριο της επιλεκτικότητας	91
12	Αξιολόγηση εξαετίας βάσει του Υποδείγματος Treynor-Mazuy με το κριτήριο του συγχρονισμού	93
13	Αποδόσεις Α/Κ περιόδου 1997-2012	95
14	Αποδόσεις Α/Κ περιόδου 2007-2012	97

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα	Τίτλος	Σελίδα
1	Παράδειγμα κατανομής επενδύσεων A/K Διαχείρισης Διαθεσίμων	23
2	Παράδειγμα κατανομής επενδύσεων A/K Εισοδήματος	25
3	Παράδειγμα κατανομής επενδύσεων Μικτού A/K	26
4	Διαγραμματική απόδοση συντελεστή βήτα.	55
5	Τυπική απόκλιση απόδοσης	59
6	A/K με σταθερή επικινδυνότητα	67
7	A/K που ο διαχειριστής του έχει προεξοφλήσει τέλεια την αγορά	68
8	A/K που ο διαχειριστής του έχει πραγματοποιήσει σωστές και λανθασμένες προβλέψεις όσον αφορά την πορεία της αγοράς	69
9	A/K που ο διαχειριστής του έχει προεξοφλήσει την αγορά με μεγαλύτερη από το μέσο όρο επιτυχία	70

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΙ ΣΚΟΠΟΙ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

1.1. Εισαγωγή

Τα αμοιβαία κεφάλαια θεωρούνται ως μια από τις πιο δημοφιλείς επενδύσεις λόγω του ότι συνδυάζουν πολλά πλεονεκτήματα με το σημαντικότερο να είναι ότι ο σχεδιασμός και η τελική επιλογή της επένδυσης, αναλαμβάνεται από ομάδα επαγγελματιών διαχειριστών. Αν και η απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν είναι εξασφαλισμένη, ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες της αξιολόγησης της είναι η συνάρτηση της απόδοσης σε σχέση με τον κίνδυνο της επένδυσης.

Στην παρούσα εργασία θα παρουσιαστεί το θεωρητικό υπόβαθρο των αμοιβαίων κεφαλαίων και των εννοιών της απόδοσης και του κινδύνου, καθώς επίσης και θα αξιολογηθούν τα αμοιβαία κεφάλαια συναρτήσει της απόδοσης και του κινδύνου.

1.2. Αντικειμενικός σκοπός

Αντικειμενικός σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι να υπολογίσει και να παρουσιάσει τα καλύτερα Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια (Α/Κ) των τελευταίων δεκαπέντε ετών. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια που θα αναλυθούν είναι τα μετοχικά, οι υπόλοιπες κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων δεν θα αναλυθούν λόγω της αντικειμενικά χαμηλότερης απόδοσης τους σε σχέση με τα μετοχικά Α/Κ.

Τα Αμοιβαία Κεφαλαία δεν θα αξιολογηθούν μόνο σε απόλυτες τιμές απόδοσης, αλλά θα εμπεριέχουν και την έννοια του κινδύνου, έννοια που είναι εξαιρετικά σημαντική για τη λήψη απόφασης από έναν επενδυτή.

Η αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων θα στηριχθεί στην κλασσική μέθοδο αξιολόγησης με τα κριτήρια Treynor, Sharpe, Jensen και στην μέθοδο αξιολόγησης Treynor – Mazuy.

1.3. Μεθοδολογία

Η παρούσα διπλωματική θα αξιολογήσει τα ελληνικά μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια για το διάστημα 01/01/1997 – 31/12/2012 με κριτήρια τη μέση μηνιαία απόδοση που επιτυγχάνουν και τον κίνδυνο, συνολικό και συστηματικό, που εμφανίζουν. Η κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων θα γίνει βάσει της απόδοσης για τις περιόδους 1997-2012 και 2007-2012.

1.4. Διάρθρωση εργασίας

Στο 1^ο κεφάλαιο, αναφέρονται ο αντικειμενικός σκοπός της εργασίας και παρουσιάζεται η μεθοδολογία και η διάρθρωσή της. Στο 2^ο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι βασικές έννοιες των αμοιβαίων κεφαλαίων, τα είδη τους καθώς επίσης και τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα τους.

Στο 3^ο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι βασικές έννοιες των επενδυτικών κινδύνων.

Στο 4^ο κεφάλαιο αναλύεται θεωρητικά ο τρόπος υπολογισμού της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων, λαμβάνοντας υπόψη τους κινδύνους, μέσω των δεικτών Treynor, Sharpe, Jensen και του υποδείγματος Treynor – Mazuy

Στο 5^ο κεφάλαιο παρουσιάζεται η ανάλυση και οι υπολογισμοί για την κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων βάση της απόδοσής τους, συναρτήσει του κινδύνου.

Τέλος στο 6^ο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα συμπεράσματα από την ανάλυση του κεφαλαίου 5.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

2.1 Ορισμός, ιστορική αναδρομή, λειτουργία A/K

Έχουν δοθεί αρκετοί και διαφορετικοί ορισμοί για τα A/K, ο επίσημος όμως ορισμός για την Ελλάδα, περιγράφεται στο άρθρο 12 του Ν. 3283/2004 «Ομάδα περιουσίας που αποτελείται από κινητές αξίες, μέσα χρηματαγοράς και μετρητά και της οποίας τα επί μέρους στοιχεία ανήκουν εξ αδιαιρέτου σε περισσότερους του ενός μεριδιούχους¹».

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

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

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

ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια για τα επόμενα 15 χρόνια. Σημείο σταθμός για τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα αποτέλεσε ο Νόμος 1969/91 ο οποίος κατήργησε το Ν.Δ. 608/70 και αντικαταστήθηκε σχετικά πρόσφατα από τον Νόμο 3283/2004.² Σήμερα τα Α/Κ στην Ελλάδα θεωρούνται ως μια από τις πιο δημοφιλείς μορφές επένδυσης με διαχειριζόμενα κεφάλαια που ξεπερνούσαν στο τέλος του 2012 τα 5,49 € δις³. Στον πίνακα 1 παρουσιάζεται η διαχρονική εξέλιξη της πορείας των Α/Κ στην Ελλάδα σε αντιστοιχία με την πορεία του Χ.Α.⁴

ΗΜ/ΝΙΑ	Α.Ε.Δ.Α.Κ.	ΑΡΙΘΜΟΣ Α/Κ	ΚΕΦΑΛΑΙΑ (σε εκατ. ευρώ)	Γ.Δ.Χ.Α. (31.12.1980= 100)
31/12/1985	2	2	5,81	70,95
31/12/1986	2	2	7,38	103,86
31/12/1987	2	2	12,51	272,47
31/12/1988	2	2	17,98	279,65
31/12/1989	3	3	41,76	459,43
31/12/1990	7	7	405,81	932,00
31/12/1991	9	18	451,01	809,71
31/12/1992	16	42	578,01	672,31
31/12/1993	19	68	2267,37	958,66
31/12/1994	20	94	3402,64	868,91
31/12/1995	22	118	6373,52	914,15
31/12/1996	25	150	9818,63	933,48
31/12/1997	26	160	20795,38	1479,63
31/12/1998	27	178	26252,57	3149,50
31/12/1999	27	206	34535,39	5535,09
31/12/2000	27	266	30888,24	3388,86
31/12/2001	27	269	26795,04	2591,56
31/12/2002	29	263	25388,74	1748,42
31/12/2003	28	265	30389,71	2.263,58
31/12/2004	26	262	31618,49	2.786,18
31/12/2005	25	258	27917,71	3.663,90
31/12/2006	25	326	24760,95	4.394,13
31/12/2007	22	327	24503,96	5137,47
31/12/2008	22	356	10412,37	1913,52

31/12/2009	22	305	10672,13	2196,16
31/12/2010	22	303	8014,51	1413,94
31/12/2011	20	310	5229,07	680,42
31/12/2012	20	284	5973,94	907,90

Πίνακας 1. Διαχρονική πορεία εξέλιξης των Α/Κ στην Ελλάδα σε αντιστοιχία με την πορεία του Χ.Α.

Το κάθε Α/Κ έχει σχηματιστεί με κεφάλαια ενός μεγάλου αριθμού επενδυτών και διαχειρίζεται επαγγελματικά από μια Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων – ΑΕΔΑΚ η οποία διαθέτει γνώσεις, πληροφορίες και εμπειρία. Έτσι λοιπόν, αν προσπαθήσουμε να συγκεντρώσουμε τα κύρια χαρακτηριστικά ενός αμοιβαίου κεφαλαίου αυτά είναι τα παρακάτω⁵:

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

- Ένα συγκεκριμένο νομικό πλαίσιο που θα θεσμοθετεί τα παραπάνω.

Με την τοποθέτηση των χρημάτων του σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο κάθε επενδυτής εκχωρεί το δικαίωμα στους διαχειριστές του αμοιβαίου κεφαλαίου να επενδύσει εκ μέρους του κατά το δοκούν και εφόσον ικανοποιούνται οι όροι επίτευξης της μέγιστης δυνατής απόδοσης για τον κίνδυνο που διατρέχει η επένδυση. Σε αντίθετη περίπτωση, ο επενδυτής έχει την επιλογή να εξαγοράσει τα μερίδια του από το αμοιβαίο κεφάλαιο που απέτυχε στο στόχο του και να τα διαθέσει σε κάποιο άλλο αμοιβαίο κεφάλαιο που εμφανίζει καλύτερες πιθανότητες επιτυχίας.⁶

Ένα αμοιβαίο κεφάλαιο μπορεί να περιέχει βραχυπρόθεσμες ή μακροπρόθεσμες επενδύσεις, περισσότερο ή λιγότερο ακίνδυνες, σταθερού εισοδήματος ή υπεραξίας, επιτοκιακού χαρακτήρα ή μετοχικές, ελληνικές ή διεθνείς. Το είδος των επενδύσεων που επιλέγεται από τα αμοιβαία κεφάλαια είναι γνωστό εκ των προτέρων, βάσει του σκοπού του κάθε Α/Κ και διατηρείται χωρίς ουσιαστική μεταβολή και συνήθως χωρίς μετατροπή σε άλλη κατηγορία ώστε να συνεχίσει να ανταποκρίνεται στους αρχικούς στόχους των επενδυτών.

Τα αμοιβαία κεφάλαια ανήκουν στην κατηγορία των συλλογικών επενδύσεων οι οποίες στηρίζονται στη συγκέντρωση κεφαλαίων από το ευρύτερο επενδυτικό κοινό, με στόχο να προσφέρουν επενδυτική διαχείριση και κοινή εκμετάλλευση ευκαιριών τις οποίες δεν θα μπορούσε να εκμεταλλευτεί ο μεμονωμένος επενδυτής.⁷ Αν θέλαμε να γίνουμε πιο συγκεκριμένοι θα λέγαμε πως τα αμοιβαία κεφάλαια ανήκουν στις ανοικτού τύπου επενδύσεις που έχουν ως κύριο χαρακτηριστικό τη ρευστότητα, δηλαδή την ευκολία με την οποία μπορεί

κάποιος να αγοράσει και να πουλήσει μερίδια ενός αμοιβαίου κεφαλαίου και την τιμή του μεριδίου η οποία εξαρτάται από την αγοραία τιμή των αξιογράφων και γενικότερα όλων των επενδυτικών στοιχείων που περιλαμβάνονται σε ένα αμοιβαίο και τον αριθμό των μεριδίων στα οποία διαιρείται το συγκεκριμένο αμοιβαίο. Η έννοια αυτής της «ανοικτότητας» έγκειται στο ότι ο αριθμός των κυκλοφορούντων μεριδίων διακυμαίνεται καθημερινά, ανάλογα με το αν υπάρχουν επενδυτές που αγοράζουν νέα μερίδια ή και επενδυτές που αποφασίζουν να πουλήσουν τα μερίδια που έχουν ήδη στην κατοχή τους και στο ότι η τιμή του μεριδίου διακυμαίνεται καθημερινά βάσει των δύο παραγόντων που αναφέραμε πιο πάνω.

Η έννοια της κοινής αντιμετώπισης των κινδύνων έγκειται στο ότι τα αμοιβαία κεφάλαια είναι μια έκφραση κοινής προσπάθειας πολλών ατόμων να αντιμετωπίσουν τους επενδυτικούς κινδύνους που τους περιβάλλουν. Η εξασφάλιση που επιτυγχάνουν συνίσταται στο γεγονός ότι ο οποιοσδήποτε κίνδυνος που εμφανίζεται, επιβαρύνει το σύνολο των επενδυτών και μάλιστα κατά το βαθμό συμμετοχής του καθενός στο κοινό κεφάλαιο. Αυτή η αντιμετώπιση των κινδύνων δεν αποτελεί τωρινή εφεύρεση αλλά είναι πολύ παλαιότερη. Εμφανίζεται με την ανάγκη του ανθρώπου να προστατευθεί από τα φυσικά φαινόμενα, τις εχθρικές επιδρομές και τις οικονομικές συνέπειες από τις θεομηνίες. Η συνάθροιση σε κοινωνίες, η υπογραφή συνθηκών για συνδρομή της μιας κοινωνίας στην άλλη σε περίπτωση πολέμου, θεομηνιών ή έλλειψης στοιχειωδών αγαθών αποτέλεσε τις πρώτες μορφές έκφρασης αλληλεγγύης και επιδίωξης κοινών στόχων.⁸

Εάν θέλαμε να ορίσουμε τους ρόλους που παίζουν στο κύκλωμα της λειτουργίας των αμοιβαίων κεφαλαίων θα ήταν οι εξής: οι μεριδιούχοι, ο θεματοφύλακας, οι χρηματιστηριακές εταιρείες και τα ελεγκτικά όργανα.

2.2 Μεριδία

Το ενεργητικό ενός Α/Κ είναι το σύνολο ίσης αξίας ή κλασμάτων μεριδίων⁹. Η καθαρή τιμή προκύπτει από τη διαίρεση της αξίας του ενεργητικού του Α/Κ κάθε ημέρας με το συνολικό αριθμό μεριδίων εκείνης της ημέρας. Η καθαρή τιμή χρησιμοποιείται για να υπολογιστεί η απόδοση του Αμοιβαίου αλλά και οι τιμές διάθεσης και εξαγοράς.

$$\text{Καθαρή τιμή μεριδίου} = \frac{\text{Αξία ενεργητικού}}{\text{Αρ. κυκλοφορούντων μεριδίων}}$$

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

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

$$\text{Τιμή Διάθεσης Μεριδίου} = \text{Καθαρή Τιμή Μεριδίου} \times [1 + \text{Προμήθεια Διάθεσης (\%)}]$$

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

$$\text{Τιμή Εξαγοράς Μεριδίου} = \text{Καθαρή Τιμή Μεριδίου} \times [1 - \text{Προμήθεια Εξαγοράς (\%)}]$$

2.3 Θεματοφύλακας

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

επενδυμένων χρημάτων, έτσι ουσιαστικά εγγυάται την ασφάλεια των χρημάτων των μεριδιούχων.

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

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

Εάν θέλαμε να ομαδοποιήσουμε τα καθήκοντα του θεματοφύλακα¹⁰ θα καταλήγαμε στα παρακάτω:

- Η φύλαξη της περιουσίας του αμοιβαίου κεφαλαίου.
- Η εκτέλεση των εντολών της Α.Ε.Δ.Α.Κ.
- Η εξασφάλιση της νομιμότητας των διαδικασιών πώλησης, έκδοσης, εξαγοράς, εξόφλησης και ακύρωσης των μεριδίων.
- Η εξασφάλιση της νομιμότητας του τρόπου υπολογισμού της αξίας των μεριδίων.

- Η εξασφάλιση της νομότυπης διανομής των κερδών.
- Η συνυπογραφή, από κοινού με την Α.Ε.Δ.Α.Κ., των εκθέσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων.

2.4 Είδη Αμοιβαίων Κεφαλαίων

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

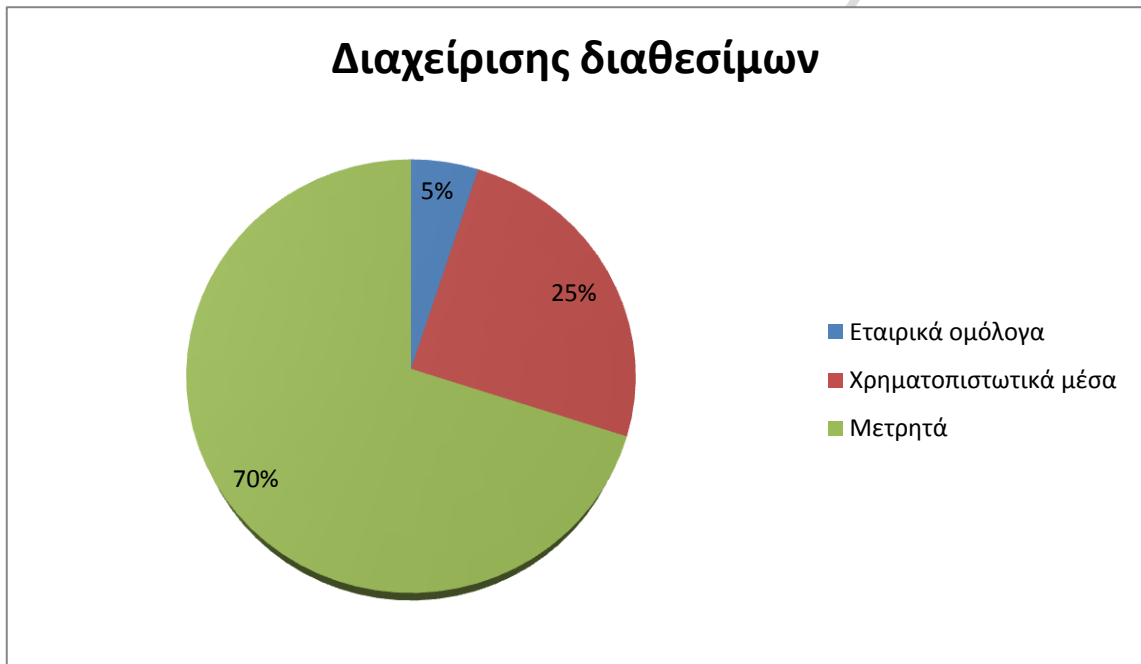
Οι βασικές κατηγορίες Α/Κ βάσει του σκοπού επένδυσης είναι οι εξής τρεις¹¹:

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

2.4.1 Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων

Τα πιο ασφαλή Α/Κ αλλά και με την μικρότερη προσδοκώμενη απόδοση είναι τα Α/Κ διαχείρισης διαθεσίμων, λόγω της επένδυσης σε έντοκα γραμμάτια

Δημοσίου. Η αγορά χρήματος αποτελείται από βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα, ως επί το πλείστον έντοκα γραμμάτια Δημοσίου. Θεωρείται η ασφαλέστερη κατηγορία A/K με την μικρότερη όμως απόδοση. Μια τυπική απόδοση ενός τέτοιου A/K θα ήταν υψηλότερη από το επιτόκιο απλής κατάθεσης και χαμηλότερη από το επιτόκιο προθεσμιακής κατάθεσης.



Διάγραμμα 1: Παράδειγμα κατανομής επενδύσεων A/K Διαχείρισης Διαθεσίμων

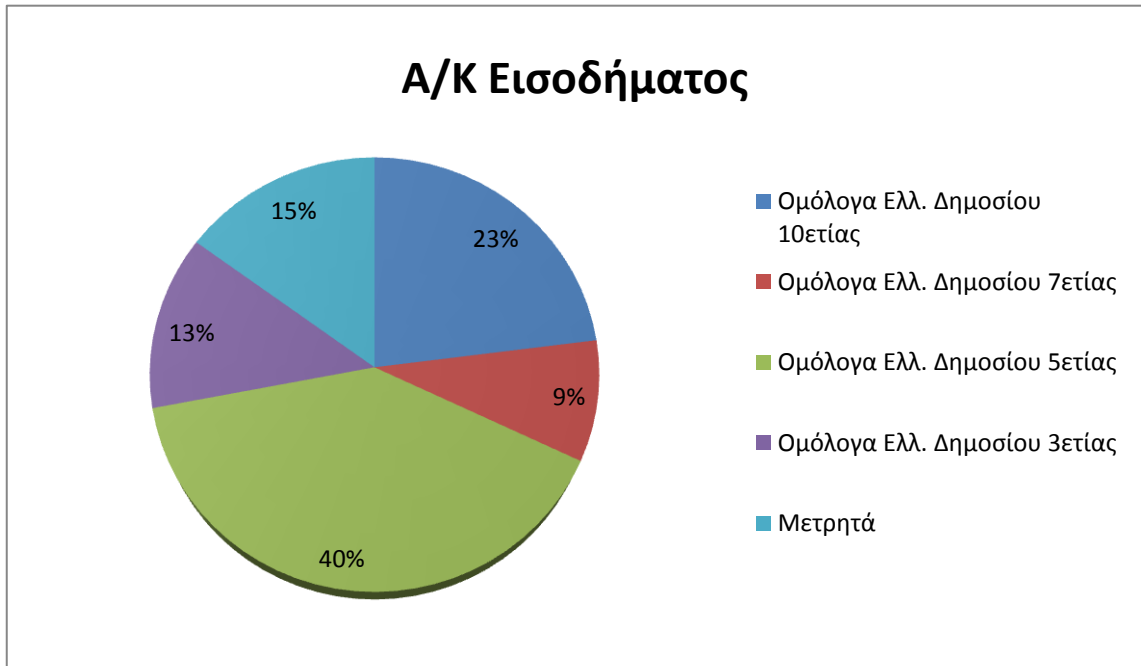
2.4.2 Ομολογιακά / Εισοδήματος

Τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια είναι πιθανό να πετύχουν υψηλότερες αποδόσεις από τις προθεσμιακές καταθέσεις και τις επενδύσεις στην αγορά χρήματος, αλλά αυτό δεν σημαίνει πως δεν έχουν κίνδυνο. Λόγω του ότι υπάρχουν πολλοί διαφορετικοί τύποι ομολόγων, τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια μπορούν να διαφέρουν σημαντικά ανάλογα με το πού επενδύουν. Για

παράδειγμα, ένα A/K που ειδικεύεται σε υψηλής απόδοσης ομόλογα υψηλού κινδύνου είναι πολύ πιο επικίνδυνο από ένα A/K που επενδύει σε τίτλους του δημοσίου. Επιπλέον, σχεδόν όλα τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια υπόκεινται σε κίνδυνο επιτοκίου, το οποίο σημαίνει ότι αν το επιτόκιο αυξάνεται η αξία του A/K μειώνεται. Παράδειγμα είναι τα A/K τα οποία επενδύουν σε ελληνικά ομόλογα.

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

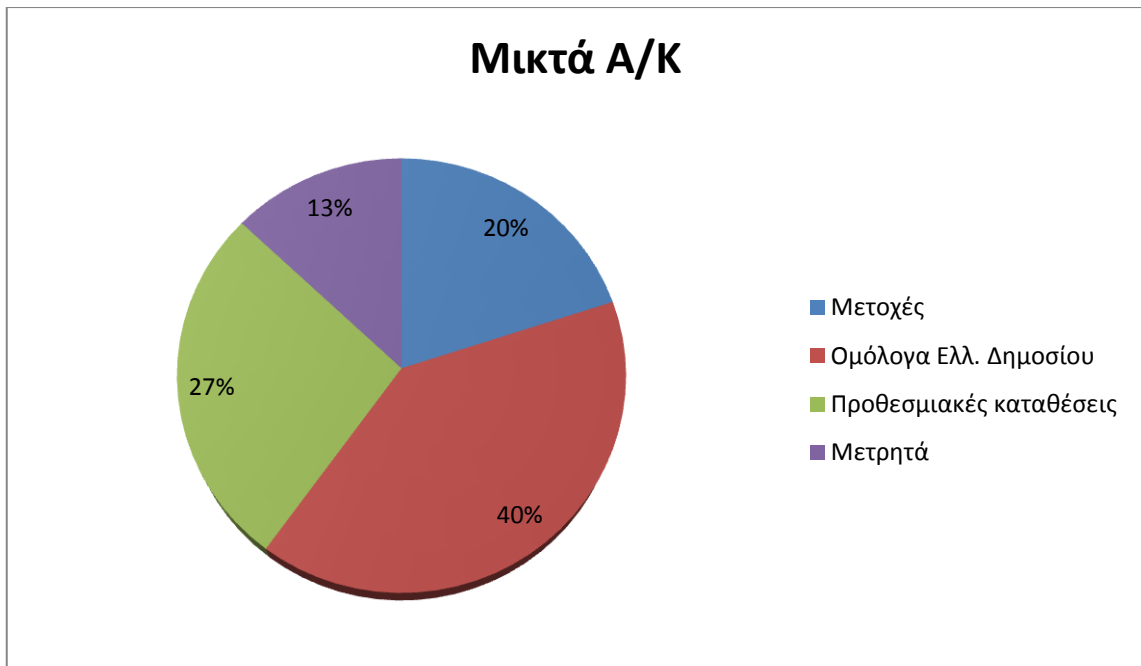
Ορισμένα A/K εισοδήματος μπορεί να επενδύουν και σε μετοχές, σε μικρά συνήθως ποσοστά του χαρτοφυλακίου. Ωστόσο, η επένδυση σε μετοχές είναι δυνατόν να γίνεται και σε μεγαλύτερο ποσοστό. Κάτι τέτοιο, πάντως, πρέπει υποχρεωτικά να αναφέρεται στον κανονισμό ή το ενημερωτικό φυλλάδιο.



Διάγραμμα 2: Παράδειγμα κατανομής επενδύσεων Α/Κ Εισοδήματος

2.4.3 Μικτού τύπου

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



Διάγραμμα 3: Παράδειγμα κατανομής επενδύσεων Μικτού Α/Κ

2.4.4 Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα μετοχικά είναι τα Α/Κ που επενδύουν σε μετοχές και αντιπροσωπεύουν τη μεγαλύτερη κατηγορία των αμοιβαίων κεφαλαίων. Σε γενικές γραμμές, ο στόχος των επενδύσεων της κατηγορίας αυτής των κεφαλαίων είναι η μακροχρόνια αύξηση του κεφαλαίου με κάποιο εισόδημα. Υπάρχουν, ωστόσο, πολλοί διαφορετικοί τύποι των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων, επειδή υπάρχουν πολλά διαφορετικά είδη μετοχών. Ένας πολύ καλός τρόπος για να κατανοήσουμε το σύστημα των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων είναι το παρακάτω παράδειγμα.

	ΣΥΣΤΗΜΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ		
ΜΕΓΕΘΟΣ	ΑΞΙΑ	ΣΥΝΔΥΑΣΜΟΣ	ΑΝΑΠΤΥΞΗ
ΜΕΓΑΛΗ			
ΜΕΣΗ			
ΜΙΚΡΗ			

Η ιδέα είναι να κατατάξουμε τα κεφάλαια με βάση το μέγεθος των επιχειρήσεων που επενδύονται στο ύφος και την επένδυση του διαχειριστή. Ο όρος αξία αναφέρεται σε ένα ύφος της επένδυσης που αναζητά εταιρείες υψηλής ποιότητας που έχουν πέσει σε δυσμένεια με την αγορά. Οι εταιρείες αυτές χαρακτηρίζονται από χαμηλή αναλογία P/E (Price/Earnings=Τιμή/Κέρδη) και την πραγματική της τιμή σε σχέση με την ονομαστική και με υψηλές αποδόσεις. Το αντίθετο της αξίας είναι η ανάπτυξη, η οποία αναφέρεται στις εταιρείες που είχαν (και αναμένεται να συνεχίσουν να έχουν), ισχυρή αύξηση των πωλήσεων, τα κέρδη και τις ταμειακές ροές. Ένας συμβιβασμός μεταξύ της αξίας και της ανάπτυξης είναι συνδυασμός, ο οποίος απλά αναφέρεται σε εταιρείες που δεν πρεσβεύουν ούτε μετοχές αξίας, ούτε μετοχές ανάπτυξης και ταξινομούνται κάπου στη μέση.

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

Τα μετοχικά A/K πρέπει να επενδύουν τα κεφάλαια τους σε μετοχές, σε ποσοστό άνω του 70-80%. Η επένδυση σε μετοχικά A/K διακατέχεται από πολύ υψηλό επίπεδο κινδύνου σε σχέση με τις επενδύσεις σταθερού εισοδήματος, ακριβώς επειδή οι μετοχές, δεν προσφέρουν σταθερό και βέβαιο μέρισμα (εκτός εάν υπάρξουν κέρδη, οπότε θα οφείλεται ένα ελάχιστο ποσοστό αυτών). Αν συνυπολογιστεί και το γεγονός ότι η απόδοση του αμοιβαίου επηρεάζεται σε ένα πολύ μεγάλο βαθμό από την πορεία του γενικού δείκτη τιμών του χρηματιστηρίου, τότε συμπεραίνουμε πως η συνολική απόδοση του μετοχικού A/K εμφανίζει μεγάλη διακύμανση. Τα μετοχικά A/K διακρίνονται σε μετοχικά εισοδήματος και σε αναπτυξιακά, ανάλογα με τον επενδυτικό τους χαρακτήρα. Έτσι, τα μετοχικά εισοδήματος επενδύουν σε εταιρείες, που προσφέρουν μεγάλα μερίσματα, ενώ τα αναπτυξιακά A/K κατανέμουν τα κεφάλαια τους μέσω εταιρειών, που προσφέρουν ελάχιστη μερισματική απόδοση και ταυτόχρονα συνεχίζουν να αυξάνουν τις επενδύσεις, με αποτέλεσμα να τροφοδοτούν μεγάλες προσδοκίες ανάπτυξης. Επίσης, υπάρχουν και τα κλαδικά μετοχικά, τα οποία επικεντρώνονται σε ένα κλάδο της οικονομίας που οι διαχειριστές κρίνουν ότι είναι δυναμικός (π.χ. τηλεπικοινωνιών ή τραπεζών), υπόκεινται όμως σε

σημαντικό κίνδυνο, που πηγάζει από τις διακυμάνσεις της οικονομικής κατάστασης που σχετίζεται με τον συγκεκριμένο κλάδο.

2.4.5 Παγκόσμια / Διεθνή αμοιβαία κεφάλαια

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

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

2.4.6 Ειδικά Αμοιβαία Κεφάλαια

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

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

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

2.4.7 Δεικτών (Index funds)

Η τελευταία αλλά σίγουρα όχι η λιγότερο σημαντική κατηγορία είναι τα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών. Αυτός ο τύπος αμοιβαίου κεφαλαίου αναπαράγει την απόδοση ενός ευρύτερου δείκτη της αγοράς, όπως η S & P 500 και Dow Jones Industrial Average (DJIA). Ένα Α/Κ δείκτη αναπαράγει απλώς την απόδοση της αγοράς και προσκομίζει λιγοστά οφέλη στους επενδυτές με τη μορφή των χαμηλών αμοιβών.

2.5 Κατηγοριοποίηση και ονοματολογία των Α/Κ

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στα πλαίσια της καλύτερης κατανόησης του θεσμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων από το ευρύ επενδυτικό κοινό και της ελαχιστοποίησης της αυθαιρεσίας στην ονομασία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων προέβει στην ονοματολογική κατάταξή τους, όπως αυτή παρουσιάζεται στον Πίνακα 2.

	Μετοχικά	Ομολογιακά	Διαθεσίμων	Μικτά
	Επενδύει κυρίως σε μετοχές	Επενδύει κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος και όχι άνω του 10% σε μετοχές	Επενδύει κυρίως σε προϊόντα χρηματαγοράς, δευτερεύοντος σε τίτλους σταθερού εισοδήματος και όχι σε μετοχές	Συνδυασμός προηγούμενων επενδύσεων με περιορισμό σε μετοχικούς τίτλους 10-65%
Εσωτερικού	Επενδύει κυρίως σε μετοχές εσωτερικού	Επενδύει κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος εσωτερικού	Επενδύει κυρίως σε προϊόντα χρηματαγοράς, δευτερεύοντος σε τίτλους σταθερού εισοδήματος εσωτερικού	Επενδύει κατά κύριο λόγο το ενεργητικό του στο εσωτερικό
Εξωτερικού	Επενδύει κυρίως σε μετοχές εξωτερικού	Επενδύει κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος εξωτερικού	Επενδύει κυρίως σε προϊόντα χρηματαγοράς, δευτερεύοντος σε τίτλους σταθερού εισοδήματος εξωτερικού	Επενδύει κατά κύριο λόγο το ενεργητικό του στο εξωτερικό

Πίνακας 2: Κριτήρια κατηγοριοποίησης και ονοματολογίας των Α/Κ

2.6 Πλεονεκτήματα / μειονεκτήματα A/K

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

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

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

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

2.6.1 Πλεονεκτήματα Α/Κ

2.6.1.1 Επαγγελματική διαχείριση.

Με τη συγκέντρωση των κεφαλαίων των χιλιάδων επενδυτών, τα αμοιβαία κεφάλαια παρέχουν θεωρητικά συνεχή και υψηλού επιπέδου επαγγελματική διαχείριση, που ελάχιστοι μεμονωμένοι επενδυτές θα μπορούσαν να αντέξουν οικονομικά αν την λάμβαναν ανεξάρτητα. Η διαχείριση αυτή είναι ζωτικής σημασίας για την επίτευξη αποτελεσμάτων στις σημερινές πολύπλοκες αγορές. Τα συμφέροντα των διαχειριστών είναι αλληλένδετα με των επενδυτών, επειδή οι αμοιβές τους δεν στηρίζονται επί των προμηθειών πώλησης προμήθειες, αλλά από το πόσο καλά αποδίδει το Α/Κ. Οι διαχειριστές έχουν άμεση πρόσβαση σε κρίσιμες πληροφορίες της αγοράς και είναι σε θέση να εκτελέσουν υψηλού όγκου συναλλαγές με την μεγαλύτερη πιθανή απόδοση. Με λίγα λόγια, η διαχείριση των επενδύσεων είναι μια εργασία πλήρους απασχόλησης για τους επαγγελματίες.

2.6.1.2 Διαφοροποίηση

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

2.6.1.3 Χαμηλό Κόστος

Αν προσπαθήσατε να δημιουργήσετε το δικό σας διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο των 50 μετοχών, τότε θα πρέπει να διαθέτετε υψηλό αρχικό κεφάλαιο και να πληρώσετε χιλιάδες ευρώ σε προμήθειες για να ρευστοποιήσετε το χαρτοφυλάκιο σας. Τα Α/Κ επιτρέπουν τη συμμετοχή επενδυτών σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο για πολύ χαμηλές επενδύσεις όπως 1.000 €, και μερικές φορές και λιγότερα με εξαιρετικά χαμηλές προμήθειες εξαγοράς και διάθεσης.

2.6.1.4 Άνεση και ευελιξία

Ο επενδυτής έχει στην κατοχή του τίτλους μιας επένδυσης και όχι πολλών, απολαμβάνοντας επίσης και τα οφέλη από ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο

και ένα ευρύ φάσμα υπηρεσιών. Οι διαχειριστές του A/K αποφασίζουν σε ποιους τίτλους, ομολόγα κλπ θα επενδύσουν και ο επενδυτής καρπώνεται την απόδοση των μεριδίων του χωρίς να κάνει τίποτα. Είναι εύκολο για ένα επενδυτή να αγοράσει και να πουλήσει μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων, είτε χρησιμοποιώντας το διαδίκτυο είτε πιο απλά με ένα τηλεφώνημα.

2.6.1.5 Γρήγορη, εξατομικευμένη εξυπηρέτηση

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

2.6.1.6 Ευκολία Επένδυσης

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

2.6.1.7 Ρευστότητα

Ο επενδυτής μπορεί να εξαργυρώσει ανά πάσα στιγμή τα μερίδιά του. Τα έσοδα από τη διάθεση των μεριδίων είναι συνήθως διαθέσιμα μέσα σε μια ή δύο ημέρες εξασφαλίζοντας άμεσο ρευστό στον επενδυτή.

2.6.1.8 Σχεδιασμός Κύκλου Ζωής

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

2.6.1.9 Σχεδιασμός Κύκλου Αγοράς

Για τους επενδυτές οι οποίοι κατανοούν πώς να διαχειρίζονται ενεργά το χαρτοφυλάκιο τους, οι επενδύσεις σε αμοιβαία κεφαλαία μπορεί να μετακινηθούν καθώς οι συνθήκες της αγοράς μεταβάλλονται. Οι επενδύσεις μπορούν να μεταβληθούν αρχικά μέσω της τοποθέτησης του κεφαλαίου σε μετοχές όταν η αγορά βρίσκεται σε ανοδική πορεία και στη συνέχεια να επενδύσει σε Α/Κ διαχείρισης διαθεσίμων στην κάμψη ή να λάβει οποιαδήποτε απόφαση για να εξασφαλιστεί ότι οι επενδύσεις ικανοποιούν τις ανάγκες σε

μεταβαλλόμενα κλίματα αγοράς. Δεδομένου ότι είναι αδύνατον όμως να προβλεφθεί τι θα κάνει η αγορά σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή, ο πιο ασφαλής δρόμος είναι ακολουθώντας μια μακροπρόθεσμη, διαφοροποιημένη πορεία επενδύσεων.

2.6.1.10 Ενημέρωση Επενδυτών

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

2.6.1.11 Επιλογές Μερισμάτων

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

2.6.1.12 Αυτόματη Άμεση Κατάθεση

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

2.6.1.13 Ευκολία τήρησης αρχείων

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

2.6.1.14 Φύλαξη

Κατέχοντας μερίδια αρκετών διαφορετικών μετοχών, μέσω της συμμετοχής σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, δεν χρειάζεται να ανησυχείτε για τη διατήρηση των τίτλων ιδιοκτησίας αποθήκης σε θυρίδες. Επίσης δεν χρειάζεται καν να τηρείτε τίτλους ιδιοκτησίας των αμοιβαίων κεφαλαίων σας γιατί η ΑΕΔΑΚ τηρεί τον

λογαριασμό σας στα βιβλία του και σας στέλνει περιοδικές δηλώσεις την παρακολούθηση όλων των συναλλαγών σας.

2.6.1.15 Συνταξιοδότηση και μακροπρόθεσμα σχέδια

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

2.6.1.16 Online Υπηρεσίες

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

2.6.2 Μειονεκτήματα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

2.6.2.1 Επαγγελματική διαχείριση

Παρατηρήσατε προηγουμένως πως το πρώτο από τα πλεονεκτήματα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι η επαγγελματική τους διαχείριση. Η προσέγγιση αυτή χαρακτηρίστηκε ότι ωφελεί τους επενδυτές με τη λέξη "θεωρητικά" λόγω

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

2.6.2.2 Κόστη

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

2.6.2.3 Αραίωση

Είναι πιθανό να έχουμε μεγάλη διαφοροποίηση. Επειδή όμως τα αμοιβαία κεφάλαια συνήθως βάση του προορισμού τους έχουν μικρή συμμετοχή επένδυσης σε πολλές διαφορετικές εταιρείες, οι υψηλές αποδόσεις από λίγες και διαφορετικές επενδύσεις συχνά δεν κάνουν μεγάλη διαφορά στη συνολική απόδοση. Αραίωση είναι επίσης το αποτέλεσμα που βλέπουμε στην περίπτωση ενός εξαιρετικά επιτυχημένου αμοιβαίου κεφαλαίου που έχει αυξήσει το

ενεργητικό του σε μεγάλο βαθμό. Όταν συνεχίζεται να επενδύονται χρήματα στο αμοιβαίο αυτό κεφάλαιο, ο διαχειριστής έχει συχνά πρόβλημα να βρει νέες επενδύσεις για όλα τα νέα επενδύσιμα κεφάλαια.

2.6.2.4 Μη εγγυημένη απόδοση

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

2.6.2.5 Κόστος διασποράς

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

2.6.2.6 Επιθυμία επένδυσης μόνο σε ομόλογα.

Υπάρχουν αρκετοί επενδυτές οι οποίοι είναι εξαιρετικά συντηρητικοί και αποφεύγουν τον κίνδυνο στις επενδύσεις τους, προχωρώντας σε ασφαλείς μορφές επενδύσεων όπως ομόλογα, έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου, τραπεζικούς λογαριασμούς κ.λ.π. Τα αμοιβαία κεφάλαια τα οποία δεν έχουν σταθερή εγγυημένη απόδοση και σίγουρα ενέχουν κινδύνους, όπως θα δούμε και παρακάτω, δεν ενδείκνυνται ως η καταλληλότερη μορφή επένδυσης για αυτό το προφίλ επενδυτών.¹²

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

2.7 Βιβλιογραφία

¹ Ν. 3283/2004 Ανώνυμες εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες, αμοιβαία κεφάλαια και άλλες διατάξεις. Άρθρο 12

² Wikipedia

³ Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, 2013, Δελτίο Τύπου

⁴ Φίλιππας Ν., Νικολαΐδου Ε., 2003, Σπουδαί, Αξιολόγηση της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων. Μια Εμπειρική Εφαρμογή Αξιολόγησης της Επίδοσης των Ελληνικών Μετοχικών Α/Κ σύμφωνα με την προσέγγιση της Morningstar.

⁵ Καραθανάσης Γ & Λυμπερόπουλου Γ, 2002, Εκδόσεις Μπένου, Αμοιβαία Κεφάλαια, σελ. 36

⁶ Μυλωνάς Ν 1999, Εκδόσεις Σάκκουλα, Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια, σελ. 59

⁷ Καραθανάσης Γ & Λυμπερόπουλου Γ, 2002, Εκδόσεις Μπένου, Αμοιβαία Κεφάλαια σελ. 37

⁸ Μυλωνάς Ν 1999, Εκδόσεις Σάκκουλα, Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια, σελ. 35

⁹ Ν. 3283/2004 Ανώνυμες εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες, αμοιβαία κεφάλαια και άλλες διατάξεις. Άρθρο 14.

¹⁰ Καραθανάσης Γ. & Λυμπερόπουλος Γ 2002, Εκδόσεις Μπένου, Αμοιβαία Κεφάλαια σελ. 87

¹¹ Investipedia

¹² Καραθανάσης Γ. & Λυμπερόπουλος Γ 2002, Εκδόσεις Μπένου, Αμοιβαία Κεφάλαια σελ. 117

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ

3.1 Εισαγωγή

Για να είναι δυνατή η απόδοση μιας μετοχής ή ενός αμοιβαίου κεφαλαίου θα πρέπει να γνωρίζουμε την αρχική τιμή εξαγοράς, την τελική τιμή διάθεσης και τις επιπρόσθετες ροές που αποκτήθηκαν κατά το χρονικό διάστημα που είχαμε στην κατοχή μας την επένδυση. Η απόδοση υπολογίζεται από την παρακάτω σχέση:

$$\text{Απόδοση} = \frac{\text{Τελική αξία} - \text{αρχική αξία}}{\text{Αρχική αξία}} + \frac{\text{επιπρόσθετη ροή}}{\text{Αρχική αξία}}$$

Το πρώτο συστατικό του παραπάνω κλάσματος μας δίνει την απόδοση επί του κεφαλαίου (capital gain) και το δεύτερο μας δίνει τη μερισματική απόδοση (dividend gain)¹³. Η παραπάνω σχέση μας δίνει την ονομαστική απόδοση της επένδυσής μας και όχι την πραγματική, αφού δεν περιλαμβάνει τον ρυθμό του πληθωρισμού. Για να υπολογίσουμε την πραγματική απόδοση, αφαιρούμε απλά από την ονομαστική απόδοση το ρυθμό του πληθωρισμού.

Αν επιθυμούμε μεγαλύτερη ακρίβεια χρησιμοποιούμε τον τύπο του Fisher, βάσει του οποίου η πραγματική απόδοση ισούται με:

$$Rr = R - I - (R \times I)$$

όπου: Rr η πραγματική απόδοση της επένδυσης, R η ονομαστική απόδοση της επένδυσης και

Ι ο ρυθμός του πληθωρισμού.¹⁴

Σκοπός όλων των επενδύσεων είναι η μεγιστοποίηση του κέρδους και συνεπώς της απόδοσης. Τα αμοιβαία κεφάλαια όπως και άλλες μορφές επενδύσεων που σχετίζονται με την χρηματαγορά και το χρηματιστήριο, δεν έχουν τη δυνατότητα να παρέχουν εγγυημένες αποδόσεις. Ο επενδυτής συνεπώς που επενδύει στα αμοιβαία κεφάλαια προχωρά σε αυτή τη μορφή επένδυσης, έχοντας κατά νου κάποια αναμενόμενη απόδοση.

Η αναμενόμενη απόδοση αποτελείται από το μέσο όρο όλων των πιθανών αποδόσεων που μπορούν διαζευκτικά να υλοποιηθούν στο τέλος της χρονικής περιόδου της επένδυσης λαμβάνοντας υπόψη¹⁵

- Την πορεία της Οικονομίας
- Την πορεία του κλάδου που επενδύει του A/K

3.2 Επενδυτικοί Κίνδυνοι

Το 1996 το Ινστιτούτο Επενδυτικών Εταιρειών (ICI) των ΗΠΑ, διεξήγαγε μια έρευνα στους επενδυτές αμοιβαίων κεφαλαίων σχετικά με την αντίληψη τους στον επενδυτικό κίνδυνο. Το 57% απάντησε ότι ορίζουν τον κίνδυνο ως την πιθανότητα να χάσουν κάποιο μέρος της αρχικής τους επένδυσης. Άλλοι επενδυτές επίσης όρισαν τον κίνδυνο ως τη μη τήρηση του πληθωριστικού ρυθμού, τη μείωση της αξίας του χαρτοφυλακίου τους και την μη επίτευξη των μακροπρόθεσμων επενδυτικών τους στόχων.¹⁶ Το προφίλ των επενδυτών που

προχωρά σε επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια, αφορά εκείνους που βλέπουν την επένδυση αυτή ως μακροπρόθεσμη και δεν επηρεάζονται από βραχυπρόθεσμες αλλαγές του χαρτοφυλακίου τους. Στην ίδια έρευνα, διαφαίνεται ότι οι επενδυτές αμοιβαίων κεφαλαίων κατανοούν τις βασικές έννοιες του κινδύνου και της απόδοσης και τις τοποθετούν ως ταυτόσημες, δηλαδή όσο υψηλότερο κίνδυνο δέχονται να λάβουν τόσο η υψηλότερη προσδοκώμενη απόδοση της επένδυσής τους.

Σε γενικές γραμμές πριν αποφασίσει ο μελλοντικός μεριδιούχος να τοποθετηθεί σε οποιαδήποτε μορφής αμοιβαίου κεφαλαίου, θα πρέπει έχει αποφασίσει πόσο κίνδυνο είναι διατεθειμένος να αναλάβει. Η κατάσταση αυτή εξαρτάται από συγκεκριμένους παράγοντες που έχουν να κάνουν με δημογραφικά στοιχεία (ηλικία κ.λ.π.), την οικογενειακή του κατάσταση, τις τρέχουσες οικονομικές του ανάγκες καθώς επίσης και τις μελλοντικές του (βραχυπρόθεσμες – μεσο/μακροπρόθεσμες) ανάγκες. Ο ίδιος ο μεριδιούχος αποφασίζει για το κατάλληλο μείγμα κινδύνου/απόδοσης που τον εκφράζει.

3.3 Είδη κινδύνων

Ο συνολικός κίνδυνος μιας επένδυσης υπολογίζεται από το άθροισμα του συστηματικού κινδύνου και του μη συστηματικού κινδύνου. Ο συστηματικός κίνδυνος ή κίνδυνος της αγοράς προκαλείται από τους γενικούς παράγοντες που μπορεί να επηρεάσουν την αγορά όπως η νομισματική πολιτική, η φορολογική πολιτική, ο πληθωρισμός, οι προοπτικές της οικονομίας και της αγοράς και ο μη συστηματικός κίνδυνος προκαλείται από υπολειμματικούς

παράγοντες που δεν περιλαμβάνονται στους συστηματικούς κινδύνους όπως η οικονομική δύναμη μιας επιχείρησης, οι προοπτικές κερδών, οι δυνατότητες των επιχειρηματιών, ο ανταγωνισμός κ.λ.π.

Τα είδη των επενδυτικών κινδύνων μπορούν να περιγραφούν στις παρακάτω κύριες κατηγορίες.

3.3.1 Κίνδυνος επιτοκίου (interest rate risk)

Είναι η αυξημένη μεταβλητότητα της απόδοσης ως αποτέλεσμα των αλλαγών των επιτοκίων της αγοράς.¹⁷ Ο κίνδυνος των επιτοκίων επηρεάζει τις αξίες των περιουσιακών στοιχείων όχι μόνο των ιδιωτών, αλλά κυρίως των επιχειρήσεων και των τραπεζών.¹⁸

Οι αποδόσεις των μετοχών και των Α/Κ συνδέονται συνήθως αντίστροφα με τις αυξομειώσεις των επιτοκίων. Αύξηση των επιτοκίων συνήθως επιφέρει μείωση στην τιμή των μετοχών και Α/Κ και το αντίστροφο, λόγω της δυνατότητας των επενδυτών να επενδύσουν σε πιο ελκυστικές μορφές επένδυσης ανάλογα με την αύξηση ή τη μείωση του επιτοκίου της αγοράς.¹⁹

3.3.2 Κίνδυνος αγοράς (market risk)

Είναι η αυξημένη μεταβλητότητα της απόδοσης ως αποτέλεσμα των αλλαγών του συνολικού επιπέδου των χρηματοοικονομικών αγορών.²⁰ Οι αλλαγές αυτές

εστιάζονται στο επίπεδο των επιτοκίων, στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, στο επίπεδο τιμών των προϊόντων και στο επίπεδο τιμών των μετοχών στη χρηματιστηριακή αγορά.

Η αύξηση του κινδύνου σχετίζεται με την μείωση στις τιμές των χρεογράφων αλλά κυρίως στις τιμές των μετοχών και αντίστροφα.

3.3.3 Πληθωριστικός κίνδυνος (inflation risk)

Είναι η αυξημένη μεταβλητότητα της απόδοσης ως αποτέλεσμα των αλλαγών του επιπέδου του πληθωρισμού.²¹ Σε μια οικονομία της αγοράς, οι τιμές των αγαθών και των υπηρεσιών μπορούν πάντα να μεταβληθούν. Κάποιες τιμές αυξάνονται, κάποιες άλλες μειώνονται. Μπορούμε να μιλήσουμε για πληθωρισμό όταν παρατηρείται γενική αύξηση τιμών των αγαθών και των υπηρεσιών και όχι μόνο ορισμένων προϊόντων.²²

Η αύξηση του κινδύνου σχετίζεται με την αύξηση στις αποδόσεις των ομολόγων με μείωση των τιμών τους για να αντισταθμίσει την απώλεια της αγοραστικής δύναμης.

3.3.4 Επιχειρηματικός κίνδυνος (business risk)

Είναι η αυξημένη μεταβλητότητα της απόδοσης ενός συγκεκριμένου χρεογράφου που προκύπτει από τις αλλαγές στον κίνδυνο μιας συγκεκριμένης

επιχείρησης.²³ Παραδείγματα επιχειρηματικών κινδύνων είναι η αβεβαιότητα για τη ζήτηση των προϊόντων, η τιμή στην οποία αυτά εμπορεύονται ή το κόστος παραγωγής και διάθεσης των προϊόντων κ.λ.π.²⁴

Ο επιχειρηματικός κίνδυνος επηρεάζεται από παράγοντες όπως η στρατηγική της επιχείρησης και η φήμη της. Εάν το εγχείρημα δεν είναι επιτυχημένο τότε θα υποφέρουμε οικονομικά αλλά και θα δημιουργηθεί άσχημη φήμη ανάμεσα στους επενδυτές.

Η αύξηση του κινδύνου σχετίζεται με τη μείωση στις τιμές των χρεογράφων.

3.3.5 Χρηματοδοτικός κίνδυνος (financial risk)

Είναι η αυξημένη μεταβλητότητα της απόδοσης ενός συγκεκριμένου χρεογράφου που προκύπτει από την αυξημένη δανειοδότηση μιας επιχείρησης είτε για να αυξήσει τα κέρδη της μέσω επενδύσεων, είτε για να καλύψει τις τρέχουσες χρηματοδοτικές της ανάγκες.²⁵

Η αύξηση του κινδύνου σχετίζεται με τη μείωση στις τιμές των χρεογράφων λόγω της αύξησης του ποσοστού του χρέους της εταιρείας στην κεφαλαιακή της δομή.

3.3.6 Συναλλαγματικός κίνδυνος (Exchange/currency risk)

Είναι η αυξημένη μεταβλητότητα της απόδοσης ενός συγκεκριμένου χρεογράφου που προκύπτει από την δραστηριοποίηση μιας επιχείρησης στο εξωτερικό και τη διαφορά των ισοτιμιών στο τοπικό νόμισμα της εκάστοτε αγοράς.²⁶

Την τελευταία δεκαετία με την έλευση του Ευρώ, ο συναλλαγματικός κίνδυνος έχει μειωθεί σημαντικά, αφού πλέον πολύ μεγάλο ποσοστό των διεθνών αγορών, λειτουργούν με δολάρια και ευρώ. Παρ' όλα αυτά ο κίνδυνος εφίσταται σε χώρες που υπάρχει τοπικό νόμισμα και οι συνδιαλλαγές εκτελούνται αποκλειστικά με αυτό.

Η αύξηση του κινδύνου σχετίζεται με τη μείωση στις τιμές των χρεογράφων λόγω της μείωσης των κερδών.

3.3.7 Κίνδυνος χώρας ή πολιτικός κίνδυνος (Country/political risk)

Είναι η αυξημένη μεταβλητότητα της απόδοσης ενός συγκεκριμένου χρεογράφου που προκύπτει από την δραστηριοποίηση μιας επιχείρησης στο εξωτερικό σε ασταθείς πολιτικά χώρες.²⁷

Τρανό παράδειγμα τέτοιου κινδύνου, αποτελεί δυστυχώς η χώρα μας. Λόγω του υψηλού ποσοστού χρέους και της αβεβαιότητας πληρωμής των χρεών μας στους δανειστές μας, η επένδυση στην Ελλάδα θεωρείται πως ενέχει πολύ υψηλό ποσοστό κινδύνου λόγω πιθανής χρεωκοπίας.

Η αύξηση του κινδύνου σχετίζεται με τη μείωση στις τιμές των χρεογράφων λόγω της μείωσης των κερδών.

3.3.8 Κίνδυνος ρευστότητας (Liquidity risk)

Είναι η αυξημένη μεταβλητότητα της απόδοσης ενός συγκεκριμένου χρεογράφου που προκύπτει από τις αλλαγές στην ρευστότητα των αγορών που εμπορεύεται το χρεόγραφο.²⁸

Η αύξηση του κινδύνου σχετίζεται με τη μείωση της δυνατότητας άμεσης ρευστοποίησης του και το αντίστροφο.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

3.4 Βιβλιογραφία

-
- ¹³ Γ. Καραθανάση, Γ Λυμπερόπουλου, 2002, Εκδόσεις Μπένου σελ. 370
- ¹⁴ Φίλιππας Ν. Επενδύσεις, 2005, Πανεπιστημιακό, Εκδόσεις Κ. Μπίλιας, σελ. 4.
- ¹⁵ Γ. Καραθανάση, Γ Λυμπερόπουλου, Αμοιβαία Κεφάλαια, 2002, Εκδόσεις Μπένου σελ. 370
- ¹⁶ J. Haslem, 2003, Blackwell Publishing, Mutual Funds, σελ. 166
- ¹⁷ J. Haslem, 2003, Blackwell Publishing, Mutual Funds, σελ. 167
- ¹⁸ Michel Croughey, Dan Galai, Robert Mark, The Essentials of Risk Management, 2006, McGraw Hill Professional, σελ.26
- ¹⁹ Ν. Φίλιππας Επενδύσεις, 2005, Πανεπιστημιακό, Εκδόσεις Κ. Μπίλιας, σελ. 41
- ²⁰ J. Haslem, 2003, Blackwell Publishing , Mutual Funds,σελ. 167
- ²¹ J. Haslem, 2003, Blackwell Publishing, Mutual Funds, σελ. 167
- ²² <http://www.ecb.int>, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
- ²³ J. Haslem, 2003, Blackwell Publishing, Mutual Funds, σελ. 168
- ²⁴ Michel Croughey, Dan Galai, Robert Mark, 2006, The Essentials of Risk Management, 2006, McGraw Hill Professional, σελ.32
- ²⁵ J. Haslem, 2003, Blackwell Publishing, Mutual Funds, σελ. 168
- ²⁶ J. Haslem, 2003, Blackwell Publishing, Mutual Funds, σελ. 168
- ²⁷ J. Haslem, 2003, Blackwell Publishing, Mutual Funds, σελ. 168
- ²⁸ J. Haslem, 2003, Blackwell Publishing , Mutual Funds,σελ. 168

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Όπως αναφέραμε και παραπάνω, μία από τις σημαντικότερες προϋποθέσεις για την υλοποίηση μιας επένδυσης είναι η προσδοκώμενη απόδοση καθώς επίσης και το επίπεδο κινδύνου που δύναται να δεχθεί ο επενδυτής. Η επένδυση έχει θεωρητικά τόσο μεγαλύτερη προσδοκώμενη απόδοση όσο και μεγαλύτερο κίνδυνο. Για να υπολογισθεί ο κίνδυνος της επένδυσης λαμβάνονται υπόψη τόσο τα ιστορικά δεδομένα της αγοράς που σχετίζονται με την επένδυση, όσο και οι τρέχοντες παράγοντες που αναφέραμε παραπάνω όπως πορεία χρηματιστηρίου, επίπεδο επιτοκίων κ.λ.π. Οι πιθανότητες υπολογίζονται αντικειμενικά, εάν η επένδυση έχει πραγματοποιηθεί αρκετές φορές κατά το παρελθόν, ή υποκειμενικά.²⁹

Υπάρχουν δύο βασικοί προσέγγισης του κινδύνου στις αγορές. Ο πρώτος είναι μέσω του Συντελεστή Βήτα (Beta) και ο δεύτερος μέσω της τυπικής απόκλισης (standard deviation).

4.1 Συντελεστής Βήτα (Beta)

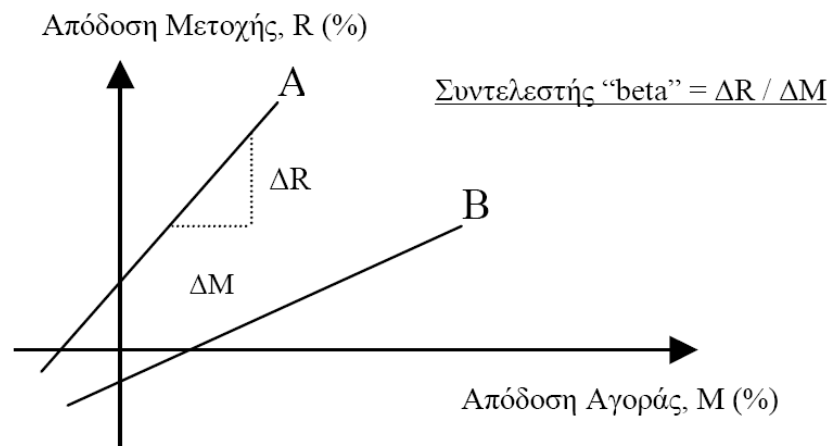
Ο Συντελεστής Βήτα είναι ένας απλός τρόπος προσέγγισης για την μέτρηση του κινδύνου ενός Α/Κ, λαμβάνοντας υπόψη τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Ο Συντελεστής Βήτα περιγράφει τον συστηματικό κίνδυνο και την μεταβλητότητα μιας μετοχής ή ενός Α/Κ σε σχέση με τον ΓΔ του ΧΑΑ.

Εξ ορισμού ο ΓΔ του ΧΑΑ έχει συντελεστή βήτα ίσο με την μονάδα.³⁰ Συνεπώς όσο μεγαλύτερο συντελεστή βήτα έχει ένα A/K, τόσο πιο επιθετικό θεωρείται λόγω του υψηλού κινδύνου που ενέχει. Αν για παράδειγμα ένα A/K έχει συντελεστή βήτα 1,2, τότε μια αύξηση 10% στον ΓΔ του ΧΑΑ, θα προκαλέσει αύξηση 12% στην τιμή του A/K.

Η εξαγωγή του συντελεστή “beta” μπορεί να γίνει είτε διαγραμματικά, είτε με στατιστικές παρατηρήσεις πάνω στην απόδοση (π.χ. ημερήσια ή σε βάση 5 συνεδριάσεων) ενός αξιόγραφου σε σχέση με την απόδοση (στην αντίστοιχη χρονική βάση) της αγοράς (δηλαδή του Γενικού Δείκτη) για μια συγκεκριμένη περίοδο.

Στο διάγραμμα 4 φαίνεται η σχέση ανάμεσα στην απόδοση δύο μετοχών A και B και στην απόδοση της αγοράς. Το πρώτο βήμα για την εξαγωγή του συντελεστή είναι η σχεδίαση των συντεταγμένων για τις ημερήσιες αποδόσεις της αγοράς (Γενικού Δείκτη) και της μετοχής και για μια σειρά ετών - π.χ. 5 ετών σε διαφορετικά σημεία. Η χαρακτηριστική γραμμή που προκύπτει για κάθε μία μετοχή ξεχωριστά δείχνει με το καλύτερο δυνατό τρόπο τη σχέση ανάμεσα στην απόδοση της αγοράς και στην απόδοση της κάθε μετοχής. Για την εκτίμηση του συντελεστή “beta” υπολογίζεται η απόδοση (μέρισμα και κεφαλαιακά κέρδη) για κάθε μετοχή, και η αντίστοιχη απόδοση του Γενικού Δείκτη της αγοράς (όπως προαναφέρθηκε είτε σε ημερήσια βάση είτε σε πιο αραιή χρονική βάση). Η κλίση της ευθείας που αντιπροσωπεύει καλύτερα τις τιμές των παρατηρήσεων που έχουν συλλεχθεί – και η οποία συνήθως υπολογίζεται στατιστικά με τη μέθοδο της παλινδρόμησης των ελαχίστων κανονικών τετραγώνων - είναι και η τιμή του συντελεστή “beta”. Στο παρακάτω παράδειγμά μας, ο συντελεστής

είναι 1,30 για τη μετοχή A και 0,80 για τη μετοχή B. Αυτό προκύπτει από το λόγο των μεταβολών των αποδόσεων των μετοχών και της αγοράς αντίστοιχα ($\Delta R/\Delta M$) και σημαίνει ότι η μετοχή B θα παρουσιάσει θετική απόδοση κατά 8% , όταν η αγορά - δηλαδή ο Γενικός Δείκτης - παρουσιάσει θετική απόδοση κατά 10%. Αντίστοιχα η απόδοση για τη μετοχή A θα είναι +13% στην ενδεχόμενη μεταβολή του Γενικού Δείκτη κατά +10%.³¹



Διάγραμμα 4 Διαγραμματική απόδοση συντελεστή βήτα.

(πηγή: Γ. Καραθανάση, Γ Λυμπερόπουλου, Αμοιβαία Κεφάλαια, 2002, Εκδόσεις Μπένου)

Μετοχές με υψηλό συντελεστή "beta" θεωρούνται ως πιο ευαίσθητες στις απότομες μεταβολές της αγοράς, και τούτο διότι όσο εύκολα μπορούν να αποκομίσουν κέρδη, τόσο εύκολα (και πολλαπλασιαστικά του Γενικού Δείκτη) μπορούν να τα απολέσουν.

Αυτό έχει ως αποτέλεσμα οι εν λόγω μετοχές να λογίζονται ως μετοχές υψηλού κινδύνου. Σε ένα τέτοιο ενδεχόμενο η κλίση της χαρακτηριστικής γραμμής είναι πιο απότομη (όπως της μετοχής A στο σχετικό διάγραμμα). Οι συντελεστές "beta" μπορούν να λάβουν είτε θετική είτε αρνητική τιμή, αλλά ως επί τω

πλείστον η τιμή τους είναι θετική. Το εύρος δε της διακύμανσής τους είναι τις περισσότερες φορές μεταξύ του 0,5 και του 2,0.

Υπολογιστικά ο συντελεστής βήτα μπορεί να εκτιμηθεί μέσω του υποδείγματος της αγοράς (market model).³²

$$R_{pt}-R_f=\alpha_p+b_p(R_{mt}-R_f)+u_{pt}$$

όπου:

R_{pt} είναι η απόδοση του A/K ρ κατά την περίοδο t,

R_{mt} είναι η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, όπως αυτή προσεγγίζεται από το Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου των Αθηνών,

R_f το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, το οποίο προσεγγίζεται από το επιτόκιο των τριμηνιαίων Εντόκων Γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου,

b_p ο συντελεστής βήτα του A/K ρ,

α_p ο συντελεστής άλφα του A/K ρ και τέλος

u_{pt} ένας στοχαστικός όρος, ο οποίος υποθέτουμε ότι πληροί τις υποθέσεις του κλασσικού γραμμικού υποδείγματος.

Για να χρησιμοποιηθεί σωστά ο συντελεστής βήτα, θα πρέπει να αποφευχθεί η χρήση του, όταν πρόκειται για μετοχές ή A/K που δεν συσχετίζονται με την εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά.

4.2 Τυπική απόκλιση (standard deviation)

Η τυπική απόκλιση σ εκφράζει την απόκλιση όλων των δυνατών αποδόσεων από τη μέση απόδοση που παρουσιάζει το Α.Κ. Δείχνει δηλαδή τη μεταβλητότητα της επένδυσης σε απόλυτους όρους. Όσο μεγαλύτερο είναι το σ , τόσο μεγαλύτερος είναι και ο κίνδυνος που παρουσιάζει το συγκεκριμένο αμοιβαίο.

Το σ εκφράζει το συνολικό κίνδυνο της επένδυσης, δηλαδή το συστηματικό και μη συστηματικό κίνδυνο. Ο συστηματικός κίνδυνος σχετίζεται με τις κινήσεις της αγοράς στο σύνολο της, ενώ ο μη συστηματικός κίνδυνος αφορά μια συγκεκριμένη μετοχή ή Α/Κ και ίσως τις συγγενικές μετοχές ή Α/Κ (του ίδιου κλάδου δηλαδή).

Αναφορικά με τον συστηματικό κίνδυνο, οι μετοχές ανταποκρίνονται σε κάποιο βαθμό στις κινήσεις της αγοράς. Ο συντελεστής beta όπως αναφέραμε και προηγουμένως μετράει την ευαισθησία της τιμής της μετοχής στις κινήσεις της αγοράς.

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

στρατηγικής συνεργασίας, η είσοδος σε καινούργιες αγορές του εσωτερικού ή του εξωτερικού, η αποτελεσματικότητα της διοίκησης της επιχείρησης, είναι λόγοι που γενικά ευνοούν την άνοδο της τιμής. Όπως και η τυπική απόκλιση, έτσι και ο μη συστηματικός κίνδυνος μετριέται ως ετήσια ποσοστιαία μεταβολή (απόδοση θετική ή αρνητική). Όσο μεγαλύτερη είναι αυτή η τιμή τόσο μεγαλύτερος είναι και ο μη συστηματικός κίνδυνος. Μέχρι στιγμής, το εύρος των τιμών για τον μη συστηματικό κίνδυνο στο ελληνικό χρηματιστήριο είναι από 100% έως 25% βλ. διάγραμμα 2. Αυτές οι τιμές εκφράζουν την ποσοστιαία μεταβλητότητα που δεν οφείλεται στις μεταβολές του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου. Με άλλα λόγια, ακόμα και αν η αγορά παραμένει στατική, η απόδοση μιας μετοχής μπορεί να είναι μικρότερη κατά μέγεθος του μη συστηματικού κινδύνου, με συχνότητα μια φορά τα έξι χρόνια.

Υπολογιστικά η τυπική απόκλιση εκφράζεται από τον παρακάτω τύπο:³³

$$\sigma_{pt} = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (r_{pt} - \bar{r}_\pi)^2}$$

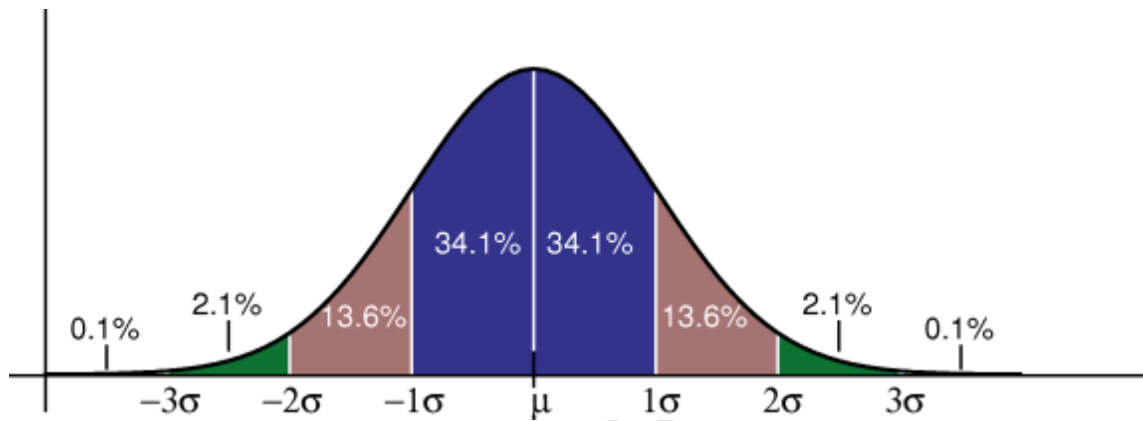
Όπου:

r_{pt} είναι η απόδοση (ημερήσια, εβδομαδιαία, μηνιαία κ.λπ.) του A/K P, μέσα σε μια χρονική περίοδο,

r_p είναι η μέση απόδοση του A/K για την εξεταζόμενη χρονική περίοδο και

T είναι ο αριθμός των παρατηρήσεων.

Θα πρέπει να τονισθεί ότι η τυπική απόκλιση θα πρέπει να συγκρίνεται με τη μέση της τιμή και βασίζεται στην υπόθεση της κανονικής κατανομής που σημαίνει ότι υπάρχουν ίσες διακυμάνσεις για κάθε πλευρά στο μέσο της όπως παρουσιάζεται στο διάγραμμα 25



Διάγραμμα 2 Τυπική απόκλιση απόδοσης (πηγή: Φίλιππας Ν., 2003, Επενδύσεις, 2005, Πανεπιστημιακό)

4.3 Δείκτης Treynor

Ο Jack Treynor δημιούργησε ένα δείκτη αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων λαμβάνοντας υπόψη τόσο το μακροοικονομικό όσο και το μικροοικονομικό περιβάλλον στο οποίο λειτουργούν³⁴. Αλγεβρικά ο τύπος είναι:

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

Όπου $A_{A/K}$: Η απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

$\beta_{ΕΓΕΔ}$: Η ακίνδυνη απόδοση που προκύπτει από τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου για την ίδια χρονική περίοδο.

$\beta_{Α/Κ}$: Ο συστηματικός κίνδυνος βήτα του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Κατανοούμε λοιπόν πως από την απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου αφαιρούμε την απόδοση μιας ακίνδυνης επένδυσης και η επιπλέον απόδοση που δημιουργείται προσαρμόζεται ανάλογα με το συστηματικό κίνδυνο στον οποίο εκτίθεται. Το αποτέλεσμα της παραπάνω πράξης είναι ένα ποσοστό (η επιπλέον απόδοση) πράγμα το οποίο φαίνεται και αλγεβρικά αφού ο αριθμητής του δείκτη αποτελείται από ποσοστά ενώ ο παρανομαστής είναι καθαρός αριθμός.

Ο δείκτης Treynor χρησιμοποιεί μόνο το συστηματικό κίνδυνο βήτα για να προσαρμόσει την απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου θεωρώντας πως το συγκεκριμένο αμοιβαίο αποτελεί ένα πλήρες διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο συνεπώς ο μόνο κίνδυνος που εμφανίζει είναι ο συστηματικός.

4.4 Δείκτης Sharpe

Ο William Sharpe πρότεινε από μεριάς του ένα δείκτη αποδοτικότητας αμοιβαίων κεφαλαίων ο οποίος διαφέρει από τον αντίστοιχο δείκτη του Treynor μόνο στον παρανομαστή όπου αντικατέστησε τη μέτρηση του συστηματικού κινδύνου βήτα με το συνολικό κίνδυνο ενός χαρτοφυλακίου³⁵. Στη περίπτωση που τα αμοιβαία κεφάλαια είναι πλήρως διαφοροποιημένα τα αποτελέσματα

των δυο δεικτών θα συμπίπτουν, στην περίπτωση όμως που δεν θα είναι καλά διαφοροποιημένα τα αποτελέσματα τους θα διαφέρουν καθώς ο δείκτης Sharpe θα λάβει υπόψη του και το μη συστηματικό κίνδυνο της ατελής διαφοροποίησης. Κατανοούμε λοιπόν πως μέσω της σύγκρισης των δύο αυτών δεικτών για μια συγκεκριμένη περίοδο εξετάζεται ο βαθμός διαφοροποίησης που επιτυγχάνουν τα αμοιβαία κεφάλαια.

Αλγεβρικά ο τύπος του Sharpe είναι ο παρακάτω:

$$S_{A/K} = \frac{A_{A/K} - A_{ΕΓΕΔ}}{\sigma_{A/K}}$$

Όπου $A_{A/K}$: Η απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

$A_{ΕΓΕΔ}$: Η ακίνδυνη απόδοση που προκύπτει από τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου για την ίδια χρονική περίοδο.

$\sigma_{A/K}$: Ο συνολικός κίνδυνος του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Ο William Sharpe υπολόγισε τους δείκτες Sharpe και Treynor σε ένα δείγμα 34 αμοιβαίων κεφαλαίων³⁶ την περίοδο 1954-63 και έβγαλε χρήσιμα συμπεράσματα. Πρώτον, παρατήρησε ότι αμοιβαία κεφάλαια με μεγάλες αποδόσεις χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερη διακύμανση σε σχέση με αμοιβαία κεφάλαια με μικρότερες αποδόσεις και μάλιστα η σχέση κινδύνου – απόδοσης είναι γραμμική. Δεύτερον, η σειρά κατάταξης της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων των δύο δεικτών δεν είναι διαφορετική πράγμα που δηλώνει πως τα αμοιβαία κεφάλαια ακολουθούν πολιτική ικανής

διαφοροποίησης. Τρίτον, συμπέρανε πως η αποδοτικότητα στο παρελθόν αναδεικνύεται ως σημαντική παράμετρος πρόβλεψης για το μέλλον.

Συγκεκριμένα επειδή ο δείκτης Sharpe χρησιμοποιεί το συνολικό κίνδυνο επιδείκνυε μεγαλύτερη ικανότητα μέτρησης του κινδύνου σε ιστορικές τιμές καθώς κάποια προσωρινά γεγονότα μπορεί να έχουν επιφέρει αποκλίσεις στις αποδόσεις που δεν εξηγούνται από το συστηματικό κίνδυνο αλλά αντικατοπτρίζονται στο συνολικό και συνεπώς ο δείκτης Treynor διαθέτει μεγαλύτερη ικανότητα να προβλέπει μελλοντικές τιμές της αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Η αδυναμία των παραπάνω δεικτών έγκειται στο γεγονός ότι τα μεγέθη που χρησιμοποιούνται για την κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι μέσα μεγέθη και η σύγκριση που γίνεται με το δείκτη του χρηματιστηρίου αλλά και μεταξύ τους στερείται της δυνατότητας στατιστικού ελέγχου πράγμα που αντιμετωπίστηκε από το δείκτη του Jensen.

Οι δείκτες λοιπόν Treynor και Sharpe έχουν τη δυνατότητα να κατατάσσουν χαρτοφυλάκια όμως δεν αναφέρουν σε όρους αποδόσεων πόσο τις εκατό (%) ένα συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο υπερέρχει ή όχι από μια επένδυση σε ακίνδυνα αξιόγραφα ή από την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς ανάλογα με τον κίνδυνο που εμφανίζει.

4.5 Δείκτης Jensen

Ο Jensen λοιπόν στηρίχτηκε στο υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων λαμβάνοντας υπόψη όχι μέσα μεγέθη όπως οι προηγούμενοι αλλά ιστορικές παρατηρήσεις του μακροοικονομικού περιβάλλοντος όπως τα επιτόκια και ο δείκτης τιμών του χρηματιστηρίου³⁷. Ο βασικός σκοπός αυτής της προσέγγισης είναι ο υπολογισμός της απόδοσης που θα πρέπει να έχει το αμοιβαίο κεφάλαιο με βάση τον κίνδυνο που περιέχει, η οποία ονομάζεται φυσιολογική απόδοση, έπειτα ο υπολογισμός της διαφοράς της πραγματοποιηθείσας από τη φυσιολογική απόδοση.

Ειδικότερα η μέθοδος αυτή εξετάζει εάν η απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου διαφοροποιείται από την απόδοση ενός ακίνδυνου αξιόγραφου και από την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς για τον δεδομένο κίνδυνο που αντιμετωπίζει.

Σε μαθηματικούς όρους έχουμε:

$$N_{A/K} = i + \beta_{A/K}(A_{\Gamma\Delta\chi\Lambda} - i) \quad (1) \text{ και } \alpha_{A/K} = A_{A/K} - N_{A/K} \quad (2)$$

Όπου $N_{A/K}$ η φυσιολογική απόδοση του A/K

i = το χωρίς κίνδυνο επιτόκιο

$A_{\Gamma\Delta\chi\Lambda}$ = η απόδοση του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου

$\alpha_{A/K}$ = η μη φυσιολογική απόδοση του A/K

$A_{A/K}$ = η πραγματοποιηθείσα απόδοση του A/K

Εάν συνδέσουμε τις (1) και (2) έχουμε την παρακάτω εξίσωση παλινδρόμησης:

$$A_{A/K} - i = \alpha_{A/K} + \beta_{A/K}(A_{ΓΔΧΑ} - i) + e$$

Στην παραπάνω παλινδρόμηση λοιπόν το $\alpha_{A/K}$ μετρά την ικανότητα των διαχειριστών να επιτύχουν αποδόσεις οι οποίες υπερβαίνουν την αναμενόμενη απόδοση για τον κίνδυνο που εμφανίζουν και τα επιτόκια που επικρατούν. Σύμφωνα με το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων η αναμενόμενη απόδοση είναι αυτή που προσδιορίζεται από τη γραμμή αξιογράφων στο επίπεδο κινδύνου που αντιμετωπίζει το συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο. Συνεπώς, εάν ο συντελεστής $\alpha_{A/K}$ είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός τότε ο διαχειριστής πέτυχε καλύτερη απόδοση από αυτή που περίμενε με βάση το συστηματικό κίνδυνο που ανέλαβε, εάν ο συντελεστής είναι στατιστικά ίσος με το μηδέν τότε ο διαχειριστής επέτυχε την αναμενόμενη απόδοση με βάση το συστηματικό κίνδυνο που ανέλαβε, ενώ τέλος εάν ο συντελεστής $\alpha_{A/K}$ είναι μικρότερος του μηδέν τότε ο διαχειριστής επικρίνεται για τη διαχείρισή του.

Αναλύοντας παραπάνω το δείκτη του Jensen κατανοούμε τη μεγάλη σημασία που έχουν οι ικανότητες των διαχειριστών όσον αφορά την αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων. Σίγουρα η αποδοτικότητα που επιτυγχάνουν τα αμοιβαία κεφάλαια είναι ένα πρώτο στοιχείο που δηλώνει την ικανότητα ή όχι των διαχειριστών να εφαρμόσουν επενδυτική πολιτική, όμως δεν πρέπει να ξεχνάμε πως η καλή αποδοτικότητα ενός έτους μπορεί να οφείλεται σε τυχαίους παράγοντες και εξελίξεις της κεφαλαιαγοράς συνεπώς η ικανότητα των

διαχειριστών θα αποδειχθεί από μια χρονικά συνεχής καλή αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων τους.

Έτσι εάν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο έχει επιτύχει καλή αποδοτικότητα το ένα έτος αναμένεται να συνεχίσει παρόμοια και στο μέλλον αντίθετα εάν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο δεν παρουσιάζει καλή αποδοτικότητα είτε για λόγους τυχαίους ή επενδυτικής πολιτικής τότε στα επόμενα έτη θα πρέπει να αναστρέψει την εικόνα του αλλιώς θα υπάρχει αμφιβολία για τις ικανότητες του διαχειριστή του.

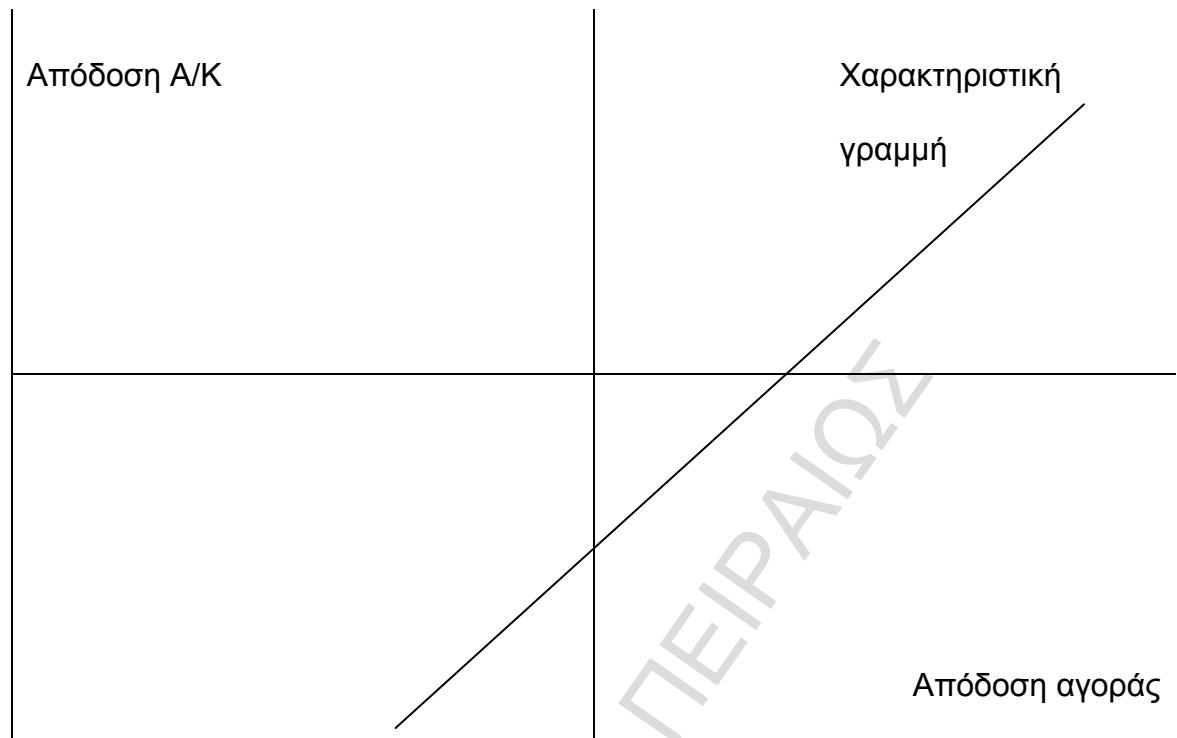
Στο άρθρο του «Components of investment performance»³⁸, ο Fama υποστήριξε ότι η ικανότητα πρόβλεψης ενός διαχειριστή χαρτοφυλακίου μπορεί να διαχωριστεί σε δύο επιμέρους παράγοντες: α) στην επιλεκτικότητα (selectivity) ή μικροπροβλέψεις που αναφέρεται στην ικανότητα των διαχειριστών να προβλέπουν τις κινήσεις μεμονωμένων μετοχών ως προς την κίνηση του συνόλου της χρηματιστηριακής αγοράς και β) στο συγχρονισμό (market timing) ή μακροπροβλέψεις, που αναφέρεται στην ικανότητα πρόβλεψης της πορείας των τιμών των μετοχών γενικά ως προς την πορεία των επιτοκίων των τίτλων σταθερού εισοδήματος.

Οι δυο λοιπόν αυτοί παράγοντες δεν εμφανίζονται ανεξάρτητα ο ένας από τον άλλον αφού εάν ένας διαχειριστής αμοιβαίου κεφαλαίου κάνει σωστές προβλέψεις όσον αφορά τις κινήσεις της αγοράς (συγχρονισμός) τότε θα πρέπει να έχει και τη δυνατότητα να αλλάξει τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου του αμοιβαίου κεφαλαίου επιλέγοντας επενδυτικά στοιχεία (επιλεκτικότητα) σύμφωνα με τις νέες εξελίξεις της αγοράς.

4.6 Το υπόδειγμα Treynor - Mazuy

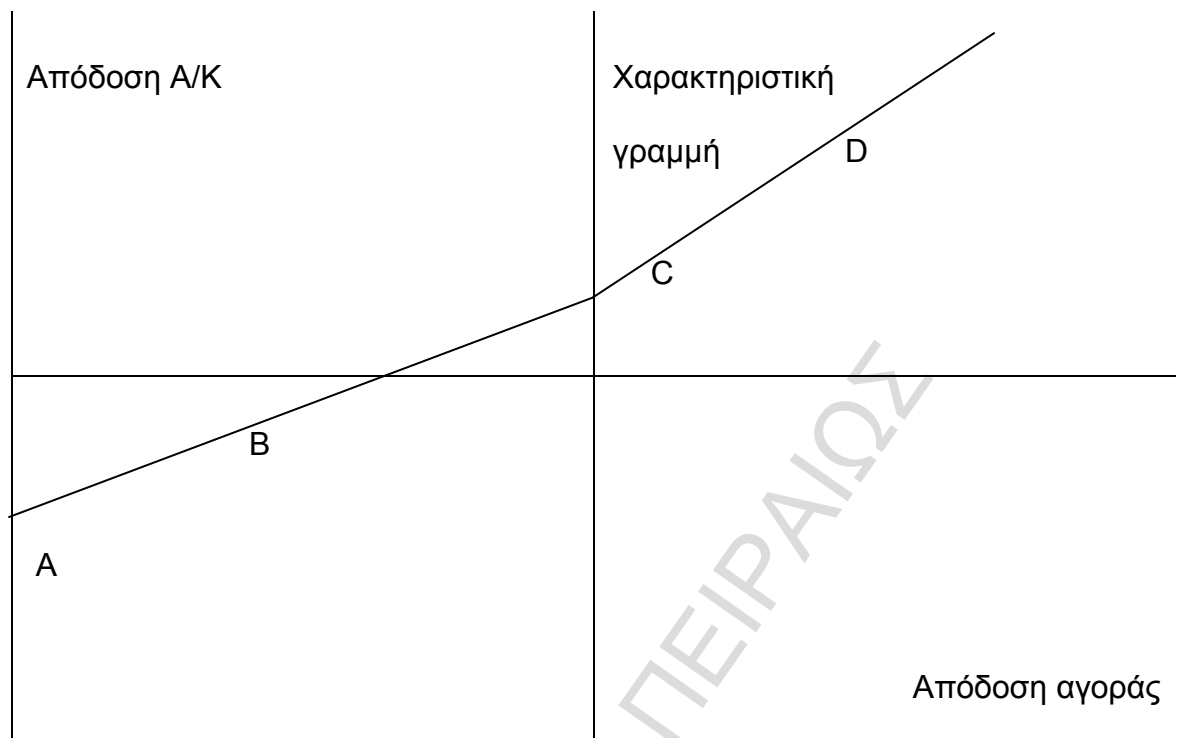
Το υπόδειγμα των Treynor και Mazuy³⁹ αποτελεί έναν τρόπο μέτρησης της ικανότητας συγχρονισμού μέσω της σύγκρισης των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων με τις αποδόσεις της αγοράς με τη βοήθεια της χαρακτηριστικής γραμμής.

Η κλίση της γραμμής είναι σταθερή και η χαρακτηριστική γραμμή είναι ευθεία όταν ο διαχειριστής δεν μεταβάλλει την επικινδυνότητα του χαρτοφυλακίου ανεξάρτητα από το εάν η αγορά είναι ανοδική ή καθοδική. Επίσης για τέτοια είδους αμοιβαία κεφάλαια ο τρόπος που είναι κατανεμημένα τα νέφη των σημείων γύρω από τη χαρακτηριστική γραμμή μας δείχνει το πόσο καλά διαφοροποιημένα είναι τα χαρτοφυλάκια που διαχειρίζονται και όσο περισσότερο διαφοροποιημένο είναι το χαρτοφυλάκιο του αμοιβαίου κεφαλαίου τόσο μικρότερη θα είναι η κατανομή του νέφους των σημείων γύρω από τη χαρακτηριστική γραμμή. Παράδειγμα αμοιβαίου κεφαλαίου με σταθερή επικινδυνότητα μπορούμε να δούμε στο παρακάτω διάγραμμα 6.



Διάγραμμα 6 Α/Κ με σταθερή επικινδυνότητα⁴⁰ (πηγή: Φίλιππας Ν, 1999, *Αμοιβαία κεφάλαια και χρηματιστηριακό περιβάλλον*, Εκδόσεις Globus Invest)

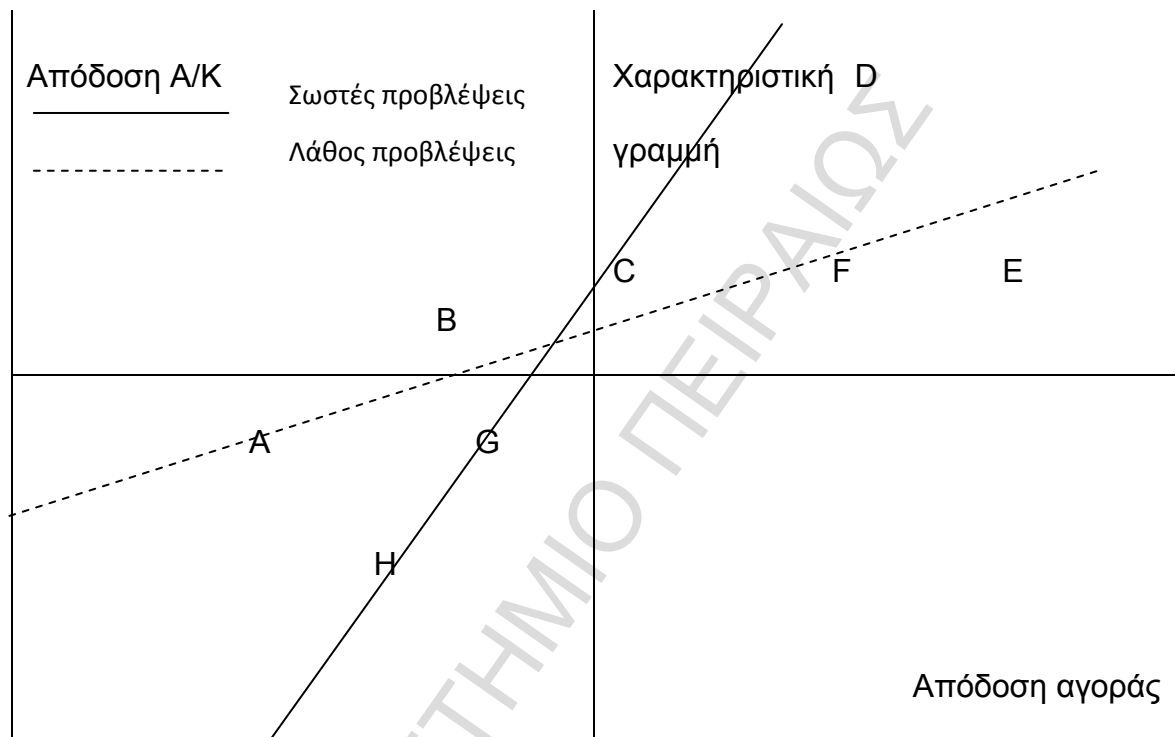
Στην ακραία περίπτωση όπου ο διαχειριστής του αμοιβαίου κεφαλαίου έχει τη δυνατότητα να προεξοφλεί όλες τις κινήσεις της αγοράς θα διαμορφώνει το χαρτοφυλάκιο του ανάλογα. Καταλήγουμε λοιπόν στην καμπύλη του παρακάτω διαγράμματος 7.



Διάγραμμα 7 A/K που ο διαχειριστής του έχει προεξοφλήσει τέλεια την αγορά (πηγή: Φίλιππας Ν, 1999, *Αμοιβαία κεφάλαια και χρηματιστηριακό περιβάλλον*, Εκδόσεις Globus Invest)

Έτσι όταν ο διαχειριστής προβλέπει ανοδική αγορά επιλέγει να συνθέσει ένα χαρτοφυλάκιο υψηλής μεταβλητότητας άρα και επικινδυνότητας που παρουσιάζεται από τη χαρακτηριστική γραμμή CD ενώ όταν προβλέπει το αντίθετο θα επιλέγει τη χαρακτηριστική γραμμή AB. Παρατηρούμε πως η γραμμή CD είναι πιο απότομη από την AB και αυτό γιατί έχει μεγαλύτερο συντελεστή διεύθυνσης συνεπώς και μεγαλύτερο βήτα και μεγαλύτερο κίνδυνο. Έτσι βλέπουμε πως ο διαχειριστής λειτουργεί σωστά αφού σε περιόδους άνθησης θα αυξήσει τα κέρδη του από ότι εάν δεν μετέβαλε την επικινδυνότητα του χαρτοφυλακίου ενώ σε περίπτωση κάμψης της αγοράς θα προσπαθήσει να μειώσει τις ζημιές του.

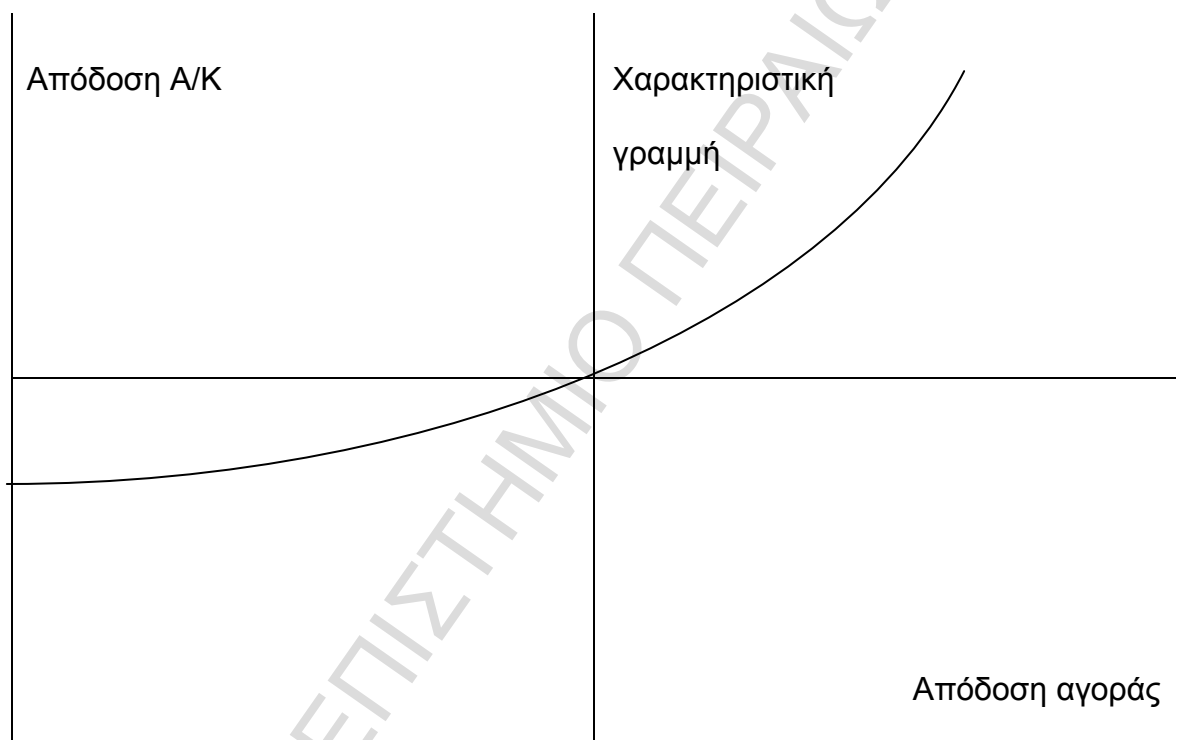
Επειδή όμως οι προβλέψεις του διαχειριστή δεν είναι πάντα σωστές τότε η χαρακτηριστική γραμμή του αμοιβαίου κεφαλαίου παίρνει τη μορφή που φαίνεται στο παρακάτω διάγραμμα 8.



Διάγραμμα 8 A/K που ο διαχειριστής του έχει πραγματοποιήσει σωστές και λανθασμένες προβλέψεις όσον αφορά την πορεία της αγοράς. (πηγή: Φίλιππας Ν, 1999, *Αμοιβαία κεφάλαια και χρηματιστηριακό περιβάλλον*, Εκδόσεις Globus Invest)

Συνήθως κανένας διαχειριστής δεν μπορεί να προεξοφλεί πλήρως τις μεταβολές της αγοράς απλά υποθέτουμε πως κάποιος επαγγελματίας διαχειριστής έχει ικανότητες πρόβλεψης. Αποτέλεσμα αυτού θα είναι να αλλάξει η επικινδυνότητα του A/K και έτσι η χαρακτηριστική γραμμή θα έχει μια πλατιά κλίση στο αριστερό της άκρο και θα καταλήγει απότομη στο δεξί της άκρο, ενώ

στο μέσο της θα μεταβάλλεται συνεχώς ανάλογα με τις προβλέψεις επιτυχείς ή μη παίρνοντας τη μορφή καμπύλης. Κατανοούμε λοιπόν πως αν οι προβλέψεις του διαχειριστή αναφορικά με τις κινήσεις της αγοράς είναι στην πλειοψηφία τους σωστές τότε η χαρακτηριστική γραμμή θα έχει τη μορφή καμπύλης και ο βαθμός της καμπυλότητας εξαρτάται από το βαθμό αλλαγής της μεταβλητότητας του χαρτοφυλακίου ανάλογα με τις προσδοκίες για την πορεία της αγοράς.



Διάγραμμα 9 A/K που ο διαχειριστής του έχει προεξοφλήσει την αγορά με μεγαλύτερη από το μέσο όρο επιτυχία (πηγή: Φίλιππας Ν, 1999, *Αμοιβαία κεφάλαια και χρηματιστηριακό περιβάλλον*, Εκδόσεις Globus Invest)

Το υπόδειγμα λοιπόν των Treynor και Mazuy για τον έλεγχο της καμπύλης της χαρακτηριστικής γραμμής του αμοιβαίου κεφαλαίου στηρίζεται στην παρακάτω δευτεροβάθμια εξίσωση παλινδρόμησης:

$$A_{A/K} - i = \alpha_{A/K} + \beta_{A/K}(A_{\Gamma\Delta\chi\Lambda} - i) + c_{A/K}(A_{\Gamma\Delta\chi\Lambda} - i)^2 + e$$

$A_{A/K}$ = η πραγματοποιηθείσα απόδοση του A/K

i = το χωρίς κίνδυνο επιτόκιο

$A_{\Gamma\Delta\chi\Lambda}$ = η απόδοση του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου

$\alpha_{A/K}$, $\beta_{A/K}$ και $c_{A/K}$ παράμετροι που θα εκτιμηθούν από την εξίσωση παλινδρόμησης

Το υπόδειγμα αυτό είναι μια παραλλαγή του υποδείγματος του Jensen με τη διαφορά ότι έχει προστεθεί ένας δεύτερος παράγοντας του τετραγώνου της επιπλέον απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Ο παράγοντας $\alpha_{A/K}$ αντιπροσωπεύει την ικανότητα των διαχειριστών να επιλέγουν μεμονωμένα επενδυτικά στοιχεία, συνεπώς αξιολογεί τους διαχειριστές ως προς την επιλεκτικότητα, ο παράγοντας $\beta_{A/K}$ μετρά το συστηματικό κίνδυνο του αμοιβαίου κεφαλαίου και ο παράγοντας $c_{A/K}$ αποτελεί κριτήριο της ύπαρξης ικανότητας συγχρονισμού από πλευράς των διαχειριστών καθώς θετικές τιμές αυτού του παράγοντα υποδηλώνουν πως η χαρακτηριστική γραμμή θα πάρει την μορφή της καμπύλης όπως στο παραπάνω διάγραμμα ενώ μηδενική τιμή αυτού του παράγοντα θα οδηγήσει σε ευθεία χαρακτηριστική γραμμή και θα δηλώσει την απραξία του διαχειριστή στις μεταβολές της αγοράς πράγμα που δηλώνει ανικανότητα συγχρονισμού.

4.5 Βιβλιογραφία

²⁹ Καραθανάσης Γ, Χρηματοοικονομική διοίκηση και χρηματιστηριακές αγορές 1999, Εκδόσεις Μπένου, σελ 162.

³⁰ Φίλιππας Ν., 2003, Επενδύσεις 2005, Πανεπιστημιακό, Εκδόσεις Κ. Μπίλιας σελ 56

³¹ Γεωργιάδης Ν, 2005 Investment Research & Analysis Journal

³² Φίλιππας Ν., Επενδύσεις 2005, Πανεπιστημιακό, Εκδόσεις Κ. Μπίλιας σελ 57

³³ Φίλιππας Ν., 2003, Επενδύσεις, 2005, Πανεπιστημιακό, Εκδόσεις Κ. Μπίλιας σελ 59

³⁴ Treynor, Jack L. (1965). "How to Rate Management of Investment Funds". Harvard Business Review 43, pp. 63-75

³⁵ Sharpe W, 1966, «Mutual fund performance», Journal of business σελ. 119-138

³⁶ Μυλωνάς Ν. 1999, Εκδόσεις Σάκκουλα, Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια σελ. 133

³⁷ Jensen M. Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964, 1968, Journal of Finance, σελ. 389-416

³⁸ Components of investment performance Fama 1972

³⁹ Treynor J. και Mazuy K, 1966, Can Mutual Funds Outguess the Market?, Harvard Business Review, σελ. 131-136

⁴⁰ Φίλιππας Ν, 1999, Αμοιβαία κεφάλαια και χρηματιστηριακό περιβάλλον, Εκδόσεις Globus Invest, σελ. 187

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

5.1 Γενικά

Για την αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων αντλήθηκαν στοιχεία από την ιστοσελίδα της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών και χρησιμοποιήθηκαν όπως αναφέραμε και προηγουμένως, μόνο τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού. Εξαιρέθηκαν τα μετοχικά εξωτερικού και τα funds of funds λόγω του ότι δεν θα μπορούσε να υπολογιστεί ο κίνδυνος σε αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σε αγορές του εξωτερικού, μιας και όλοι οι συντελεστές υπολογισμού του επενδυτικού κινδύνου συμπεριλαμβάνουν τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΓΔΧΑ) καθώς επίσης και το επιτόκιο των τρίμηνων εντόκων γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου. Εντέλει τα Α/Κ που αξιολογήθηκαν ήταν στο σύνολό τους 40.

Για την αξιολόγηση χρησιμοποιούνται αρχικά τα κριτήρια της απόδοσης ανά μονάδα συστηματικού και συνολικού κινδύνου (δείκτες Treynor και Sharpe) και στην συνέχεια πραγματοποιήθηκε αξιολόγηση με τη μέθοδο της διαφορικής απόδοσης βάσει το υπόδειγμα Jensen, αλλά και διαπιστώθηκε ο σωστός συγχρονισμός και η επιλεκτικότητα με τη χρησιμοποίηση του υποδείγματος Treynor – Mazuy.

Υπολογίστηκαν οι μηνιαίες αποδόσεις των μετοχικών Α/Κ από την 1/1/1997 μέχρι την 31/12/2012 και ελήφθησαν υπόψη οι αντίστοιχες αποδόσεις των τρίμηνων εντόκων γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου. Με δεδομένες τις τις

αποδόσεις του ΓΔΧΑ υπολογίστηκαν οι συντελεστές βήτα και άλφα και η τυπική απόκλιση (standard deviation) καθώς επίσης και ο δείκτης Jensen και το υπόδειγμα Treynor Mazouy. Με την χρήση του συντελεστή βήτα και της τυπικής απόκλισης υπολογίστηκαν οι δείκτες Treynor και Sharpe.

Οι υπολογισμοί περιλάμβαναν την αξιολόγηση των Α/Κ συναρτήσεων του κινδύνου στο σύνολο της δεκαπενταετίας 1997-2012, όπως επίσης και της τελευταίας εξαετίας 2007-2012.

5.2 Αξιολόγηση δεκαπενταετίας (1997-2012) βάσει του Δείκτη Treynor

Μετά τον υπολογισμό του συντελεστή βήτα προχωρήσαμε στην αξιολόγηση του κινδύνου με βάσει τον Δείκτη Treynor και καταλήξαμε στον παρακάτω πίνακα 3.

ΤΙΤΛΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	b	Μέση Απόδοση	Δείκτης Treynor
HSBC ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,75243	0,010081	-0,00175
ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,816806	0,009546	-0,00227
ING ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,905667	0,006787	-0,00509
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,968559	0,005903	-0,00568
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,877208	0,006254	-0,00587
ALPHA BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,853864	0,006376	-0,00588
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,869857	0,005972	-0,00624
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,926759	0,005278	-0,00661
ALIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,897209	0,00545	-0,00663
PROTON GREEK RECOVERY FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,831454	0,005699	-0,00686
EUROBANK EQUITY GREEK EQUITIES	0,858425	0,005046	-0,0074
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,871243	0,00487	-0,00749

MARFIN ΟΛΥΜΠΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,863135	0,004769	-0,00768
ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,975466	0,00337	-0,00823
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,821325	0,003782	-0,00927
ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,951443	0,001758	-0,01013
EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,962373	-0,00024	-0,0121
INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,879677	0,000619	-0,01226
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΙΚΡΗΣ ΚΑΙ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	0,866396	0,000406	-0,01269
ALIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,901345	-0,00057	-0,01328
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,955551	-0,00139	-0,01339
MILLENIUM MIDCAP ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,92729	-0,00107	-0,01344
ΔΗΛΟΣ SMALL CAP ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,956106	-0,00151	-0,0135
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,844453	-0,00061	-0,01422
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΓΑΛΗΣ Κ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦ	0,962317	-0,0025	-0,01444
MARFIN ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,821576	-0,00089	-0,01496
PROBANK ΕΛΛΑΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,820633	-0,00147	-0,01568
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,822606	-0,00281	-0,01728
MILLENIUM BLUE CHIPS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,928822	-0,00487	-0,01751
INTERAMERICAN ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,831048	-0,00333	-0,01772
ΔΗΛΟΣ TOP 30 ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,962998	-0,00819	-0,02034
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΜΕΣΑΙΑΣ Κ ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,758506	-0,00412	-0,02047
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,890093	-0,007	-0,02067
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ FTSE 20	1,110976	-0,01308	-0,02204
ΑΤΤΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,782715	-0,00649	-0,02286
INTERNATIONAL ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΞΙΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,885804	-0,00977	-0,0239
ΤΤ - ΕΛΤΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,756325	-0,01377	-0,03329
ALPHA TRUST NEW STRATEGY ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,613828	-0,00998	-0,03482
ΑΑΑΒ ΑΚ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,352127	-0,00179	-0,03746
ΑΤΤΙΚΑ MARATHON ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,682806	-0,02079	-0,04715

ΓΔΧΑΕ
0,096

Πίνακας 3. Αξιολόγηση Α/Κ περιόδου 1997-2012 με βάσει τον Δείκτη Τρεγγορ

5.3 Αξιολόγηση δεκαπενταετίας (1997-2012) βάσει του Δείκτη Sharpe

Αφού υπολογίσαμε τον συνολικό κίνδυνο της δεκαπενταετίας όπως αυτό εκφράζεται από την μέση τυπική απόκλιση, προχωρήσαμε στην αξιολόγηση του κινδύνου με βάσει τον Δείκτη Sharpe και καταλήξαμε στον παρακάτω πίνακα 4.

ΤΙΤΛΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	σ	Μέση Απόδοση	Δείκτης Sharpe
HSBC ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,066069	0,010081	-0,01997
ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,064745	0,009546	-0,02864
ING ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,079875	0,006787	-0,05775
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,085581	0,006254	-0,06013
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,09071	0,005903	-0,0606
ALPHA BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,080912	0,006376	-0,06209
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,085786	0,005972	-0,06327
EUROBANK EQUITY GREEK EQUITIES	0,090441	0,005046	-0,07026
ALIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,08342	0,00545	-0,07133
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,085347	0,005278	-0,07173
PROTON GREEK RECOVERY FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,078983	0,005699	-0,07217
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,076964	0,00487	-0,08484
MARFIN ΟΛΥΜΠΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,074613	0,004769	-0,08887
ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,089278	0,00337	-0,08995
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,07209	0,003782	-0,10567
ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,088156	0,001758	-0,10937
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΙΚΡΗΣ ΚΑΙ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	0,087689	0,000406	-0,12538

ΓΔΧΑΕ
0,084

INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,085709	0,000619	-0,12578
EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,092433	-0,00024	-0,12598
MILLENIUM MIDCAP ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,092095	-0,00107	-0,13535
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,090812	-0,00139	-0,14088
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,078134	-0,00061	-0,15365
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΓΑΛΗΣ Κ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦ	0,08958	-0,0025	-0,15514
ΔΗΛΟΣ SMALL CAP ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,083038	-0,00151	-0,1555
MARFIN ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,078794	-0,00089	-0,15595
ALIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,075952	-0,00057	-0,15763
PROBANK ΕΛΛΑΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,074972	-0,00147	-0,17164
MILLENIUM BLUE CHIPS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,091434	-0,00487	-0,17791
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,076837	-0,00281	-0,18495
INTERAMERICAN ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,075814	-0,00333	-0,19425
ΔΗΛΟΣ TOP 30 ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,094447	-0,00819	-0,20741
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΜΕΣΑΙΑΣ Κ ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,071698	-0,00412	-0,21651
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,082935	-0,007	-0,22186
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ FTSE 20	0,102382	-0,01308	-0,23911
ΑΑΑΒ ΑΚ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,052867	-0,00179	-0,24952
ΑΤΤΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,071155	-0,00649	-0,25146
INTERNATIONAL ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΞΙΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,080937	-0,00977	-0,26156
ALPHA TRUST NEW STRATEGY ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,069615	-0,00998	-0,30705
ΤΤ - ΕΛΤΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,080602	-0,01377	-0,31233
ΑΤΤΙΚΑ MARATHON ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,07943	-0,02079	-0,40529

Πίνακας 4. Αξιολόγηση A/K περιόδου 1997-2012 με βάσει τον Δείκτη Sharpe.

5.4 Αξιολόγηση δεκαπενταετίας (1997-2012) βάσει του Δείκτη Jensen

Αφού υπολογίσαμε τους συντελεστές άλφα και βήτα, προχωρήσαμε στην αξιολόγηση του κινδύνου με βάσει τον Δείκτη Jensen και καταλήξαμε στον παρακάτω πίνακα 5. Στις τιμές που παρουσιάζονται παρακάτω, λαμβάνουμε υπόψη μόνο αυτές για τις οποίες το t πλησιάζει στην τιμή 2 και το adjusted r^2 πλησιάζει στην τιμή 1.

ΤΙΤΛΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	a	t	Adjusted r ²
ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,006199	3,147654	0,944586
MILLENIUM MIDCAP ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,005046	1,396179	0,784147
HSBC ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,004751	1,684929	0,8486
ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,004735	1,273994	0,811447
MARFIN ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,004672	1,500816	0,817124
ΑΑΑΒ ΑΚ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,004229	0,821407	0,503588
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΙΚΡΗΣ ΚΑΙ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	0,003765	1,085791	0,7951
ΔΗΛΟΣ SMALL CAP ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,003216	0,748913	0,796947
MARFIN ΟΛΥΜΠΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,002935	1,00779	0,893026
ALIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,002918	0,860249	0,868977
ING ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,002693	1,40506	0,940174
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,002317	1,310934	0,952593
EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,002118	0,895986	0,887304

ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ FTSE 20	0,002107	1,123535	0,969785
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,001931	0,940897	0,889564
ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,001929	2,760662	0,991441
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΓΑΛΗΣ Κ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦ	0,001869	1,203922	0,951811
ALPHA BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,001864	1,179149	0,947403
ΔΗΛΟΣ TOP 30 ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,001833	0,941454	0,945441
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,001733	0,89275	0,935532
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,001589	0,814827	0,880443
INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,001583	0,421792	0,757748
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,001354	0,872413	0,954767
ALIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,001287	0,49821	0,898205
MILLENIUM BLUE CHIPS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,001268	0,576527	0,874164
PROBANK ΕΛΛΑΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,001216	0,899318	0,956867
PROTON GREEK RECOVERY FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,001007	0,429785	0,89745
EUROBANK EQUITY GREEK EQUITIES	0,000571	0,215947	0,865065
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,000498	0,237987	0,9285
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,000402	0,015903	0,876026
ALPHA TRUST NEW STRATEGY ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,000076	-0,02599	0,864816
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΜΕΣΑΙΑΣ Κ ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00017	-0,06147	0,802147
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00018	-0,05914	0,825252
INTERNATIONAL ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΞΙΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00084	-0,41988	0,889164
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00099	-0,68862	0,950135
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00114	-0,62597	0,929373
ΑΤΤΙΚΑ MARATHON ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00174	-0,45488	0,866125

ΤΤ - ΕΛΤΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00212	-0,70329	0,865294
ΑΤΤΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00215	-1,23458	0,928966
INTERAMERICAN ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-0,00247	-0,68889	0,760193

Πίνακας 5. Αξιολόγηση A/K περιόδου 1997-2012 με βάσει τον Δείκτη Jesnen

5.5 Αξιολόγηση δεκαπενταετίας (1997-2012) βάσει του Υποδείγματος Treynor-Mazuy

Αφού υπολογίσαμε τους συντελεστές άλφα και γάμα (c), προχωρήσαμε στην αξιολόγηση του κινδύνου με βάσει το Υπόδειγμα Treynor-Mazuy και καταλήξαμε στους παρακάτω πίνακες 6 και 7. Στον πίνακα 6 παρουσιάζεται η αξιολόγηση βάση του συντελεστή άλφα που αναδεικνύει την ικανότητα επιλεκτικότητας του διαχειριστή και στον πίνακα 7 η αξιολόγηση βάσει του συντελεστή γ (c) που αναδεικνύει την ικανότητα συγχρονισμού του διαχειριστή. Όπως προηγουμένως λαμβάνουμε υπόψη μόνο αυτές για τις οποίες το t πλησιάζει στην τιμή 2 και το adjusted r2 πλησιάζει στην τιμή 1.

ΤΙΤΛΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	a	t	Adjusted r2
ΑΑΑΒ ΑΚ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,006832	1,140467	0,498818
HSBC ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,006365	2,159828	0,849277
ALPHA TRUST NEW STRATEGY ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,005857	1,682638	0,880108
ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,005717	2,907799	0,944165

MARFIN ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,005682	1,607722	0,816422
ALIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,004851	1,950047	0,903027
ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,004733	1,213733	0,810449
ALPHA BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,003742	2,478366	0,948858
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,003364	1,79855	0,936123
MILLENIUM MIDCAP ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,003281	0,985762	0,78391
PROTON GREEK RECOVERY FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,003173	1,435584	0,899211
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΙΚΡΗΣ ΚΑΙ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	0,003082	0,849245	0,79377
PROBANK ΕΛΛΑΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,003056	2,490925	0,958708
ΔΗΛΟΣ SMALL CAP ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,00288	0,738017	0,795724
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,002736	1,73149	0,95533
ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,002536	3,318266	0,991541
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΓΑΛΗΣ Κ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦ	0,002501	1,637994	0,951671
ALIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,002366	0,818948	0,8683
EUROBANK EQUITY GREEK EQUITIES	0,002294	0,959024	0,86567
ΑΤΤΙΚΑ MARATHON ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,001947	0,415746	0,868852
ING ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,001923	1,086306	0,940115
ΔΗΛΟΣ TOP 30 ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,001805	1,25844	0,945062
MARFIN ΟΛΥΜΠΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,001705	0,570087	0,893152
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,001691	0,995771	0,952493
INTERNATIONAL ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΞΙΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,001546	0,735536	0,891228
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,001208	0,484642	0,889209
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΜΕΣΑΙΑΣ Κ ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,001085	0,490163	0,801716
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,000957	0,452049	0,928219
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	0,000764	0,269338	0,824489

ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ			
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,00054	0,283603	0,930571
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00035	-0,18087	0,881469
MILLENIUM BLUE CHIPS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-0,00064	-0,3218	0,874917
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ FTSE 20	-0,00083	-0,43166	0,972381
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00093	-0,35304	0,875721
ΑΤΤΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00095	-0,59545	0,929374
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,001	-0,70754	0,949872
EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00234	-1,20742	0,894224
INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00278	-0,84923	0,763232
ΤΤ - ΕΛΤΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00414	-1,46355	0,864857
INTERAMERICAN ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-0,00495	-1,42357	0,761239

Πίνακας 6. Αξιολόγηση Α/Κ περιόδου 1997-2012 με βάσει το Υπόδειγμα Traynor Mazuy με το κριτήριο της επιλεκτικότητας.

ΤΙΤΛΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	c	t	Adjusted r ²
EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,62885	1,733986	0,894224
INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,621908	1,694927	0,763232
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ FTSE 20	0,410473	1,937062	0,972381
INTERAMERICAN ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,341724	1,08993	0,761239
MILLENIUM BLUE CHIPS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,289103	1,023226	0,874917
MILLENIUM MIDCAP ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,268228	0,753766	0,78391
ΤΤ - ΕΛΤΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,21581	0,474291	0,864857
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,210761	1,620026	0,881469

MARFIN ΟΛΥΜΠΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,13384	1,218421	0,893152
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,133785	0,499816	0,875721
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΙΚΡΗΣ ΚΑΙ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	0,099891	0,237103	0,79377
ING ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,083675	0,696094	0,940115
ALIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,079957	0,275688	0,8683
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,078515	0,367906	0,889209
ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,069331	0,307261	0,944165
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,067974	0,80434	0,952493
ΔΗΛΟΣ SMALL CAP ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,048318	0,149575	0,795724
ΔΗΛΟΣ TOP 30 ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,004241	0,021507	0,945062
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,000887	0,01252	0,949872
ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,000207	0,001012	0,810449
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,04975	-0,4422	0,928219
ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,06539	-2,09665	0,991541
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΓΑΛΗΣ Κ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦ	-0,09109	-0,39504	0,951671
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,13895	-0,47565	0,824489
MARFIN ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-0,14853	-0,48526	0,816422
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,14997	-1,3875	0,95533
HSBC ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,17533	-1,52721	0,849277
ΑΤΤΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,17622	-0,66089	0,929374
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΜΕΣΑΙΑΣ Κ ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,18371	-0,80213	0,801716
EUROBANK EQUITY GREEK EQUITIES	-0,18711	-0,8396	0,86567
ALPHA BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,20392	-2,09519	0,948858
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,23189	-0,8094	0,936123
PROTON GREEK RECOVERY FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-0,23517	-2,20987	0,899211

ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ			
ΑΑΑΒ ΑΚ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,23788	-0,64548	0,498818
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,25046	-1,23461	0,930571
ΠΡΟΒΑΝΚ ΕΛΛΑΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,27439	-1,81392	0,958708
ΑΤΤΙΚΑ ΜΑΡΑΘΗΟΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,34461	-1,66899	0,868852
INTERNATIONAL ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΞΙΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,36351	-2,00967	0,891228
ΑΛΙΑΝΖ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,38695	-1,98146	0,903027
ΑΛΦΑ ΤΡΑΣΤ ΝΕΥ ΣΤΡΑΤΗΓΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,58236	-1,82374	0,880108

Πίνακας 7. Αξιολόγηση Α/Κ περιόδου 1997-2012 με βάσει το Υπόδειγμα Τρεγνор Mazuy με το κριτήριο του συγχρονισμού.

5.6 Αξιολόγηση εξαετίας (2007-2012) βάσει του Δείκτη Τρεγнor

Μετά τον υπολογισμό του συντελεστή βήτα προχωρήσαμε στην αξιολόγηση του κινδύνου βάσει του Δείκτη Τρεγнor και καταλήξαμε στον παρακάτω πίνακα 8.

ΤΙΤΛΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	Beta	Μέση Απόδοση	Δείκτης Τρεγнor
ΑΛΦΑ ΤΡΑΣΤ ΝΕΥ ΣΤΡΑΤΗΓΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	1,152805	-0,00998	-0,01611
HSBC ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	1,039456	-0,00914	-0,01707
ΜΑΡΦΙΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,822373	-0,0057	-0,01739
ΑΛΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΙΚΡΗΣ ΚΑΙ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	0,92002	-0,00767	-0,01768
MILLENIUM MIDCAP ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,968489	-0,0089	-0,01807

ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΜΕΣΑΙΑΣ Κ ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,736647	-0,00642	-0,02038
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,881565	-0,00948	-0,02051
ΑΛΡΗΑ ΒΛΕ ΧΙΠΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,985631	-0,01166	-0,02055
ΑΛΙΑΝΖ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,919548	-0,01038	-0,02064
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,942897	-0,0109	-0,02068
ΕΥΡΟΒΑΝΚ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,995379	-0,0122	-0,0209
ΔΗΛΟΣ SMALL CAP ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,895725	-0,01024	-0,02104
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΓΑΛΗΣ Κ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦ	0,966695	-0,01184	-0,02115
ΑΛΙΣΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,981043	-0,01216	-0,02117
ΙΝΤΕΡΑΜΕΡΙΚΑΝ ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,860604	-0,0104	-0,02208
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	1,036331	-0,01456	-0,02235
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,957855	-0,01296	-0,02251
MILLENIUM BLUE CHIPS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,99204	-0,01448	-0,02327
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,848638	-0,01129	-0,02344
ΙΝΤΕΡΑΜΕΡΙΚΑΝ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,889483	-0,01247	-0,02368
PROTON GREEK RECOVERY FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,842309	-0,01222	-0,02472
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,921945	-0,01441	-0,02495
PROBANK ΕΛΛΑΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,81714	-0,01182	-0,02498
ΑΛΡΗΑ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,67183	-0,00831	-0,02516
ΑΤΤΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,753884	-0,01091	-0,02587
ΔΗΛΟΣ TOP 30 ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	1,058317	-0,01961	-0,02666
ΑΛΡΗΑ TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,577027	-0,00698	-0,027
ΑΛΙΑΝΖ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,795945	-0,01292	-0,02704
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,845376	-0,01432	-0,02711

ΓΔΧΑΕ
0,02545

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,815185	-0,0136	-0,02723
ΤΤ - ΕΛΤΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,770442	-0,01377	-0,02904
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ FTSE 20	1,159645	-0,0252	-0,02915
INTERAMERICAN ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,815185	-0,01537	-0,02941
ΑΑΑΒ ΑΚ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,33655	-0,00179	-0,03088
ING ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,659079	-0,0119	-0,0311
EUROBANK EQUITY GREEK EQUITIES	0,660184	-0,0141	-0,03439
ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,897507	-0,02246	-0,03461
INTERNATIONAL ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΞΙΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,827703	-0,02069	-0,03538
ΑΤΤΙΚΑ ΜΑΡΑΘΟΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,793746	-0,02079	-0,03703
MARFIN ΟΛΥΜΠΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,810059	-0,02349	-0,03961

Πίνακας 8. Αξιολόγηση Α/Κ περιόδου 2007-2012 βάσει του Δείκτη Treynor

5.7 Αξιολόγηση εξαετίας (2007-2012) βάσει του Δείκτη Sharpe

Αφού υπολογίσαμε τον συνολικό κίνδυνο της εξαετίας όπως αυτό εκφράζεται από την μέση τυπική απόκλιση, προχωρήσαμε στην αξιολόγηση του κινδύνου βάσει του Δείκτη Sharpe και καταλήξαμε στον παρακάτω πίνακα 9.

ΤΙΤΛΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	σ	Μέση Απόδοση	Δείκτης Sharpe
MARFIN ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,0898	-0,005699	-0,15924
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΙΚΡΗΣ ΚΑΙ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	0,101223	-0,007669	-0,16073
MILLENIUM MIDCAP ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,105761	-0,008897	-0,16544
ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,098771	-0,008306	-0,17117

ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ			
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΜΕΣΑΙΑΣ Κ ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,081202	-0,006415	-0,18491
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,094017	-0,009484	-0,19235
ΔΗΛΟΣ SMALL CAP ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,09631	-0,010242	-0,19564
INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,097025	-0,010401	-0,19584
EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,105923	-0,012199	-0,19636
ΑΑΑΒ ΑΚ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,052867	-0,001791	-0,19656
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,097782	-0,010895	-0,19938
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,103348	-0,012164	-0,20092
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΓΑΛΗΣ Κ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦ	0,101681	-0,011842	-0,20105
ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,073544	-0,006978	-0,21182
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,097639	-0,012466	-0,21576
EUROBANK EQUITY GREEK EQUITIES	0,103584	-0,014103	-0,21918
MILLENIUM BLUE CHIPS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,104684	-0,014484	-0,22051
ALPHA BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,090896	-0,011657	-0,22287
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,103899	-0,014558	-0,22289
ALIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,084742	-0,010382	-0,224
ALIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,094902	-0,012924	-0,22681
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,087568	-0,011293	-0,22718
ING ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,090064	-0,011898	-0,2276
PROTON GREEK RECOVERY FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,089712	-0,012222	-0,2321
PROBANK ΕΛΛΑΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,085435	-0,011815	-0,23896
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,095916	-0,014405	-0,23985
ΑΤΤΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,080276	-0,010905	-0,24298

HSBC ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,071774	-0,009139	-0,24716	
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,085765	-0,013598	-0,25883	
ΔΗΛΟΣ ΤΟΡ 30 ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,10621	-0,019614	-0,26565	ΓΔΧΑΕ 0,2545
ALPHA TRUST NEW STRATEGY ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,06978	-0,009975	-0,2662	
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,08075	-0,012963	-0,26704	
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,085254	-0,014315	-0,26879	
ΤΤ - ΕΛΤΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,082931	-0,013774	-0,2698	
INTERAMERICAN ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,085313	-0,015374	-0,28102	
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ FTSE 20	0,114455	-0,025198	-0,29529	
ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,09882	-0,022461	-0,31433	
INTERNATIONAL ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΞΙΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,087282	-0,020685	-0,33553	
ΑΤΤΙΚΑ ΜΑΡΑΘΟΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,0791	-0,020792	-0,37158	
MARFIN ΟΛΥΜΠΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,081409	-0,023489	-0,39417	

Πίνακας 9. Αξιολόγηση A/K περιόδου 2007-2012 βάσει του Δείκτη Sharpe.

5.8 Αξιολόγηση εξαετίας (2007-2012) βάσει του Δείκτη Jensen

Αφού υπολογίσαμε τους συντελεστές άλφα και βήτα, προχωρήσαμε στην αξιολόγηση του κινδύνου με βάσει τον Δείκτη Jensen και καταλήξαμε στον παρακάτω πίνακα 10. Στις τιμές που παρουσιάζονται παρακάτω, λαμβάνουμε υπόψη μόνο αυτές για τις οποίες το t πλησιάζει στην τιμή 2 και το adjusted r^2 πλησιάζει στην τιμή 1.

ΤΙΤΛΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	Alpha	t	Adjusted r^2
MARFIN ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,008440	1,691462	0,866881
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΙΚΡΗΣ ΚΑΙ ΜΕΣΑΙΑΣ	0,008214	1,601178	0,84255

ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ			
ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,007076	2,465548	0,944999
ΑΑΑΒ ΑΚ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,006832	1,140467	0,498818
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,006391	2,189042	0,935415
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΓΑΛΗΣ Κ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦ	0,005887	1,926801	0,932846
ALPHA TRUST NEW STRATEGY ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,005857	1,682638	0,880108
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΜΕΣΑΙΑΣ Κ ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,005153	1,347448	0,846008
ΔΗΛΟΣ SMALL CAP ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,005050	1,427334	0,885164
ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,004502	1,343856	0,889003
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,004187	1,106382	0,883259
ΔΗΛΟΣ TOP 30 ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,003954	1,578029	0,954293
ALPHA BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,003886	2,890377	0,974278
ALIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,003632	1,452222	0,921394
PROTON GREEK RECOVERY FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,003488	1,17556	0,927342
ING ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,003371	1,46111	0,946968
PROBANK ΕΛΛΑΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,003221	1,562942	0,962186
MILLENIUM MIDCAP ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,003047	0,594194	0,803639
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,002916	1,678227	0,964392
ALIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,002862	1,150387	0,920441
ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,002337	3,643711	0,997842
ΑΤΤΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,002272	0,900347	0,928734
ΑΤΤΙΚΑ MARATHON ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,001947	0,415746	0,868852
HSBC ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,001938	0,61075	0,89632
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,001429	0,518303	0,942479

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,001054	0,416938	0,944866
INTERNATIONAL ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΞΙΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,000770	0,317706	0,939136
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,000629	0,387509	0,976178
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ FTSE 20	-0,00002	-0,00916	0,974018
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00166	-1,40655	0,986468
EUROBANK EQUITY GREEK EQUITIES	-0,00181	-0,67706	0,883555
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00187	-1,17277	0,964635
MARFIN ΟΛΥΜΠΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-0,00231	-0,90155	0,94728
MILLENIUM BLUE CHIPS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-0,00253	-0,68221	0,859054
EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00308	-1,10379	0,887076
ΤΤ - ΕΛΤΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00414	-1,46355	0,864857
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00496	-1,31399	0,842736
INTERAMERICAN ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-0,00517	-1,77065	0,892679
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00525	-1,72666	0,815046
INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00542	-1,31419	0,755899

Πίνακας 10. Αξιολόγηση A/K περιόδου 2007-2012 βάσει του Δείκτη Jesnen

5.9 Αξιολόγηση εξαετίας (2007-2012) βάσει του Υποδείγματος Treynor-Mazuy

Αφού υπολογίσαμε τους συντελεστές άλφα και γάμα, προχωρήσαμε στην αξιολόγηση του κινδύνου με βάσει το Υπόδειγμα Treynor-Mazuy και καταλήξαμε στους παρακάτω πίνακες 11 και 12. Στον πίνακα 11 παρουσιάζεται η αξιολόγηση βάση του συντελεστή άλφα που αναδεικνύει την ικανότητα επιλεκτικότητας του διαχειριστή και στον πίνακα 12 η αξιολόγηση βάσει του

συντελεστή γ (c) που αναδεικνύει την ικανότητα συγχρονισμού του διαχειριστή. Όπως προηγουμένως λαμβάνουμε υπόψη μόνο αυτές για τις οποίες το t πλησιάζει στην τιμή 2 και το adjusted r^2 πλησιάζει στην τιμή 1.

ΤΙΤΛΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	a	t	Adjusted r2
MARFIN ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,00844	1,69146	0,86688
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΙΚΡΗΣ ΚΑΙ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	0,00821	1,60118	0,84255
ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,00708	2,46555	0,94500
ΑΑΑΒ ΑΚ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,00683	1,14047	0,49882
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,00639	2,18904	0,93542
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΓΑΛΗΣ Κ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦ	0,00589	1,92680	0,93285
ALPHA TRUST NEW STRATEGY ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,00586	1,68264	0,88011
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΜΕΣΑΙΑΣ Κ ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,00515	1,34745	0,84601
ΔΗΛΟΣ SMALL CAP ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,00505	1,42733	0,88516
ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,00450	1,34386	0,88900
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,00419	1,10638	0,88326
ΔΗΛΟΣ TOP 30 ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,00395	1,57803	0,95429
ALPHA BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,00389	2,89038	0,97428
ALIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,00363	1,45222	0,92139
ΠΡΟΤΟΝ GREEK RECOVERY FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,00349	1,17556	0,92734
ING ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,00337	1,46111	0,94697
PROBANK ΕΛΛΑΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,00322	1,56294	0,96219

MILLENIUM MIDCAP ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,00305	0,59419	0,80364
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,00292	1,67823	0,96439
ALIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,00286	1,15039	0,92044
ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,00234	3,64371	0,99784
ΑΤΤΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,00227	0,90035	0,92873
ΑΤΤΙΚΑ ΜΑΡΑΘΟΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,00195	0,41575	0,86885
HSBC ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,00194	0,61075	0,89632
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,00143	0,51830	0,94248
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,00105	0,41694	0,94487
INTERNATIONAL ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΞΙΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,00077	0,31771	0,93914
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,00063	0,38751	0,97618
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ FTSE 20	-0,00002	-0,00916	0,97402
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00166	-1,40655	0,98647
EUROBANK EQUITY GREEK EQUITIES	-0,00181	-0,67706	0,88356
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00187	-1,17277	0,96464
MARFIN ΟΛΥΜΠΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-0,00231	-0,90155	0,94728
MILLENIUM BLUE CHIPS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-0,00254	-0,68221	0,85905
EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00309	-1,10379	0,88708
ΤΤ - ΕΛΤΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00414	-1,46355	0,86486
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00496	-1,31399	0,84274
INTERAMERICAN ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-0,00518	-1,77065	0,89268
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00525	-1,72666	0,81505
INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,00543	-1,31419	0,75590

Πίνακας 11. Αξιολόγηση A/K περιόδου 2007-2012 με βάσει το Υπόδειγμα Trajnor Mazuy με το κριτήριο της επιλεκτικότητας.

ΤΙΤΛΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	c	t	Adjusted r2
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,88297	4,01776	0,84274
INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,84571	1,97471	0,75590
EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,81572	1,85768	0,88708
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,70934	1,83661	0,81505
MILLENIUM BLUE CHIPS ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,43854	1,26470	0,85905
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ FTSE 20	0,43633	1,91899	0,97402
EUROBANK EQUITY GREEK EQUITIES	0,41394	1,19064	0,88356
MILLENIUM MIDCAP ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,38275	0,94895	0,80364
ΔΗΛΟΣ TOP 30 ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,27849	1,22859	0,95429
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,24109	1,26176	0,97618
ΤΤ - ΕΛΤΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,21581	0,47429	0,86486
INTERAMERICAN ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	0,18162	0,85235	0,89268
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,04709	0,26655	0,96464
ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,03649	0,16090	0,94500
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,02533	0,08288	0,94248
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,02424	0,19375	0,98647
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΚ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	0,01500	0,05461	0,88326
MARFIN ΟΛΥΜΠΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-0,03637	-0,19953	0,94728
ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,05004	-1,56964	0,99784
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΙΚΡΗΣ ΚΑΙ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	-0,10128	-0,25812	0,84255
ΔΗΛΟΣ SMALL CAP ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,10272	-0,32306	0,88516
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΜΕΣΑΙΑΣ Κ ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,13283	-0,52528	0,84601

ALIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,14464	-0,50316	0,92044
ALPHA BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,15618	-1,15880	0,97428
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΓΑΛΗΣ Κ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦ	-0,16167	-0,52556	0,93285
MARFIN ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-0,16930	-0,49584	0,86688
ING ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,18395	-0,71926	0,94697
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,20466	-0,63755	0,93542
ALIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,22037	-0,92612	0,92139
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,22981	-0,99645	0,96439
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΑΚ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,23421	-1,04868	0,94487
ΑΑΑΒ ΑΚ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,23788	-0,64548	0,49882
ΑΤΤΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,24211	-0,74490	0,92873
PROBANK ΕΛΛΑΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,26551	-1,55933	0,96219
PROTON GREEK RECOVERY FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,26851	-0,95137	0,92734
HSBC ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,27129	-1,85607	0,89632
ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,27858	-1,06442	0,88900
ΑΤΤΙΚΑ ΜΑΡΑΘΟΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,34461	-1,66899	0,86885
INTERNATIONAL ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΞΙΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,34947	-1,90404	0,93914
ALPHA TRUST NEW STRATEGY ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-0,58236	-1,82374	0,88011

Πίνακας 12. Αξιολόγηση A/K περιόδου 2007-2012 με βάσει το Υπόδειγμα Trajnor Mazuy με το κριτήριο του συγχρονισμού.

5.10 Συνολικές αποδόσεις αμοιβαίων κεφαλαίων σε σχέση με τον ΓΔΧΑ

Για να αποκομίσουμε μια καλύτερη εικόνα για τη συνολική απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων σε σχέση με τον ΓΔΧΑ, παρατίθεται ο πίνακας 13 για την περίοδο 1997-2012 και ο πίνακας 14 για την περίοδο 2007-2012.

Σημειώνουμε ότι η απόδοση του ΓΔΧΑ για την περίοδο 1997-2012 ήταν -38,6% και για την περίοδο 2007-2012 -79,3%.

ΤΙΤΛΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	ΑΠΟΔΟΣΗ %
HSBC ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	280,8%
ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	203,6%
ALPHA BLUE CHIPS	71,2%
ING ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	70,7%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ	55,6%
PROTON GREEK RECOVERY FUND	49,9%
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	47,9%
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	30,1%
ALIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	27,8%
EUROBANK GREEK EQUITIES	24,7%
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	23,5%
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	23,5%
MARFIN ΟΛΥΜΠΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟ	20,0%
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	10,1%
ΑΑΑΒ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-14,8%
ALPHA ATHENS INDEX FUND	-18,2%
ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ	-19,1%

ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΙΚΡΗΣ ΚΑΙ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	-34,8%
EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-39,4%
PROBANK ΕΛΛΑΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-41,4%
INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-41,9%
MARFIN ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-46,4%
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-47,5%
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-48,7%
ALIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-49,2%
MILLENIUM MIDCAP	-52,3%
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-52,4%
ALPHA TRUST NEW STRATEGY	-54,7%
ΔΗΛΟΣ SMALL CAP	-61,8%
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-64,2%
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΙΚΡΗΣ ΚΑΙ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	-64,9%
ΤΤ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-69,7%
INTERNATIONAL ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-70,1%
ΑΤΤΙΚΑ ΜΑΡΑΘΟΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-71,0%
MILLENIUM BLUE CHIPS	-71,4%
ΑΤΤΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-75,0%
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-81,2%
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ FTSE 20	-81,3%
ΔΗΛΟΣ TOP30	-82,7%
INTERNATIONAL ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΑΞΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-86,4%

ΓΔΧΑ -
38,6%

Πίνακας 13. Αποδόσεις Α/Κ περιόδου 1997-2012.

ΤΙΤΛΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	ΑΠΟΔΟΣΗ %
ΑΑΑΒ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-14,8%
ALPHA TRUST ΑΝΑΡΤΥΚΣΙΑΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-50,5%
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΙΚΡΗΣ ΚΑΙ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	-50,6%
MARFIN ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-50,8%
ALPHA TRUST NEW STRATEGY	-54,7%
HSBC ΑΝΑΡΤΥΚΣΙΑΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-57,4%
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΙΚΡΗΣ ΚΑΙ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ	-60,6%
ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ	-61,7%
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-63,6%
ALIANZ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-63,9%
ΑΤΤΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-64,2%
MILLENIUM MIDCAP	-64,8%
ΔΗΛΟΣ SMALL CAP	-66,1%
INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-66,4%
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-66,8%
PROBANK ΕΛΛΑΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-67,7%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-67,8%
ALPHA BLUE CHIPS	-68,4%
ING ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-68,8%
ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-69,3%
PROTON GREEK RECOVERY FUND	-69,5%
ΤΤ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-69,7%
ΑΤΤΙΚΑ MARATHON ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-71,0%
ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-71,2%
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-71,3%
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-71,7%

ALIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-72,0%	
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-72,2%	
EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-72,3%	
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-73,0%	
INTERNATIONAL ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ	-74,9%	
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	-75,1%	
EUROBANK GREEK EQUITIES	-75,7%	
MILLENIUM BLUE CHIPS	-76,6%	
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-76,7%	
ΔΗΛΟΣ TOP30	-81,6%	ΓΔΧΑ - 79 %
INTERNATIONAL ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΑΞΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-81,7%	
MARFIN ΟΛΥΜΠΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟ	-83,0%	
ALPHA ATHENS INDEX FUND	-84,1%	
ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ FTSE 20	-88,2%	

Πίνακας 14. Αποδόσεις Α/Κ περιόδου 2007-2012.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

6.1 Αξιολόγηση A/K δεκαπενταετίας 1997-2012

Παρατηρώντας τα αποτελέσματα της αξιολόγησης των A/K στο προηγούμενο κεφάλαιο, βλέπουμε ότι την καλύτερη απόδοση λαμβάνοντας υπόψη τον συστηματικό κίνδυνο είχαν τα A/K HSBC ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ, ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ και ING ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ με αρνητικό δείκτη Treynor όλα. Τις χειρότερες αποδόσεις είχαν τα ALPHA TRUST NEW STRATEGY ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ, ΑΑΑΒ ΑΚ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ και ΑΤΤΙΚΑ ΜΑΡΑΘΗΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ.

Λαμβάνοντας υπόψη τον συνολικό κίνδυνο βάσει του δείκτη Sharpe, τα καλύτερα A/K ήταν τα HSBC ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ, ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ και ING ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ και τα χειρότερα ALPHA TRUST NEW STRATEGY ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ΤΤ - ΕΛΤΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ και ΑΤΤΙΚΑ ΜΑΡΑΘΗΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ.

Προχωρώντας στον υπολογισμό του Δείκτη Jensen καταλήξαμε στην παρακάτω κατηγοριοποίηση λαμβάνοντας υπόψη τις τιμές για τις οποίες το t πλησιάζει στην τιμή 2 και το adjusted r^2 πλησιάζει στην τιμή 1. Τα καλύτερα A/K είναι HSBC ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ, MARFIN ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ και ING ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ και τα χειρότερα τα ΑΤΤΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ, ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΕΓΑΛΗΣ Κ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦ και ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ. Σε γενικές

γραμμές οι παρατηρήσεις δεν ήταν αρκετές λόγω των μη σημαντικών τιμών του t.

Αξιολογώντας τις αποδόσεις βάσει του υποδείγματος Treynor – Mazuy και επιλέγοντας πρώτα το κριτήριο της επιλεκτικότητας, διαπιστώσαμε ότι τα καλύτερα Α/Κ είναι τα HSBC ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ, ALPHA TRUST NEW STRATEGY ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ και MARFIN ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ και τα χειρότερα τα INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ και ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ.

Συνεχίζοντας με το υπόδειγμα Treynor-Mazuy και επιλέγοντας το κριτήριο του συγχρονισμού τα καλύτερα Α/Κ ήταν τα EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ, INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ και ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ FTSE 20 και τα χειρότερα INTERNATIONAL ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΞΙΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ, ALIANZ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ και ALPHA TRUST NEW STRATEGY ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ.

6.2 Αξιολόγηση Α/Κ εξαετίας 2007-2012

Παρατηρώντας τα αποτελέσματα της αξιολόγησης των Α/Κ στο προηγούμενο κεφάλαιο, βλέπουμε ότι την καλύτερη απόδοση λαμβάνοντας υπόψη τον συστηματικό κίνδυνο είχαν τα Α/Κ ALPHA TRUST NEW STRATEGY ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ, HSBC ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ, και MARFIN ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ με αρνητικό δείκτη Treynor όλα. Τις χειρότερες αποδόσεις είχαν τα ΑΤΤΙΚΑ ΜΑΡΑΘΟΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ, INTERNATIONAL ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΞΙΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ και MARFIN ΟΛΥΜΠΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ.

Λαμβάνοντας υπόψη τον συνολικό κίνδυνο βάσει του δείκτη Sharpe, τα καλύτερα Α/Κ ήταν τα MARFIN ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ, ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΙΚΡΗΣ ΚΑΙ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ και MILLENIUM MIDCAP ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ και τα χειρότερα, INTERNATIONAL ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΞΙΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ, ΑΤΤΙΚΑ ΜΑΡΑΘΟΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ και MARFIN ΟΛΥΜΠΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ.

Προχωρώντας στον υπολογισμό του Δείκτη Jensen καταλήξαμε στην παρακάτω κατηγοριοποίηση λαμβάνοντας υπόψη τις τιμές για τις οποίες το t πλησιάζει στην τιμή 2 και το adjusted r^2 πλησιάζει στην τιμή 1. Τα καλύτερα Α/Κ είναι MARFIN ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ, ALICO ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΙΚΡΗΣ ΚΑΙ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ και ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ και τα χειρότερα τα ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ, INTERAMERICAN ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ, και INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ.

Αξιολογώντας τις αποδόσεις βάσει του υποδείγματος Treynor – Mazuy και επιλέγοντας πρώτα το κριτήριο της επιλεκτικότητας, διαπιστώσαμε ότι τα καλύτερα Α/Κ είναι τα ΜΑΡΦΙΝ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ, ΑΛΙΣΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΜΙΚΡΗΣ ΚΑΙ ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ και ΑΛΦΑ ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ και τα χειρότερα τα ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ, INTERAMERICAN ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ και INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ.

Συνεχίζοντας με το υπόδειγμα Treynor-Mazuy και επιλέγοντας το κριτήριο του συγχρονισμού τα καλύτερα Α/Κ ήταν τα INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ, EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ και INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ και τα χειρότερα ΑΤΤΙΚΑ ΜΑΡΑΘΟΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ, INTERNATIONAL ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΞΙΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ και ΑΛΦΑ TRUST NEW STRATEGY ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

6.3 Σύνοψη

Η παρούσα εργασία είχε σκοπό να αναλύσει την απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων σε συνάρτηση του κινδύνου με τη χρήση των δεικτών Treynor, Sharpe, Jensen και του υποδείγματος Treynor – Mazuy αρχικά για τη δεκαπενταετία 1997-2012 και στην συνέχεια για την εξαετία 2007-2012.

Το χρονικό εύρος της δεκαπενταετούς ανάλυσης συμπεριλάμβανε χρονιές για τις οποίες οι αποδόσεις τόσο του ΓΔΧΑ όσο και των αμοιβαίων κεφαλαίων ήταν αρκετά υψηλές με αποτέλεσμα ο μέσος όρος απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων στην δεκαπενταετία να είναι θετικός για δεκατέσσερα από αυτά και αρνητικός για είκοσι έξι. Αντίθετα η εξαετία 2007-2012 περιλάμβανε το μεγαλύτερο μέρος της Διεθνούς, Ευρωπαϊκής και Ελληνικής κρίσης με αποτέλεσμα το σύνολο της απόδοσης αγοράς των αμοιβαίων κεφαλαίων να έχει αρνητική απόδοση.

Αξιολογώντας του πίνακες επιδόσεων και λαμβάνοντας υπόψη τις προηγούμενες επισημάνσεις βλέπουμε ότι υπάρχει σημαντική διαφοροποίηση στην κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων. Σε γενικές γραμμές οι κατατάξεις των αμοιβαίων κεφαλαίων ήταν όμοιες βάσει των κριτηρίων Treynor, Sharpe και Jensen αλλά υπήρχε διαφοροποίηση με τη χρήση του υποδείγματος Treynor – Mazuy, γεγονός μάλλον λογικό λόγω των ποιοτικών κριτηρίων της επιλεκτικότητας και του συγχρονισμού.

Ο Δείκτης Treynor του ΓΔΧΑ για την περίοδο 1997-2012 ήταν - 0,008, συνεπώς 13 Α/Κ απέδωσαν καλύτερα από τον ΓΔΧΑ και 27 χειρότερα και για την περίοδο 2007-2012 ήταν - 0,02545, συνεπώς 24 Α/Κ απέδωσαν καλύτερα από τον ΓΔΧΑ και 16 χειρότερα.

Ο Δείκτης Sharpe του ΓΔΧΑ για την περίοδο 1997-2012 ήταν - 0,084, συνεπώς 11 Α/Κ απέδωσαν καλύτερα από τον ΓΔΧΑ και 29 χειρότερα και για την περίοδο 2007-2012 ήταν - 0,2545, συνεπώς 28 Α/Κ απέδωσαν καλύτερα από τον ΓΔΧΑ και 12 χειρότερα.

Τέλος όσο αφορά τα κριτήρια της επιλεκτικότητας και του συγχρονισμού οι διαχειριστές τόσο σε επίπεδο δεκαπενταετίας όσο και σε επίπεδο εξαετίας σε γενικές γραμμές είχαν θετικά αποτελέσματα επιλεκτικότητας αλλά όχι τόσο συγχρονισμού.

Σε όρους απόδοσης, 18 διαχειριστές πέτυχαν καλύτερες αποδόσεις και 22 μικρότερες αποδόσεις από τον ΓΔΧΑ για την περίοδο 1997-2012 και 34 διαχειριστές πέτυχαν καλύτερες αποδόσεις και 6 μικρότερες αποδόσεις από τον ΓΔΧΑ για την περίοδο 2007-2012.

Συνοψίζοντας, τα αμοιβαία κεφάλαια θεωρούνται ως μία από τις πιο δημοφιλείς επενδύσεις λόγω των αρκετών πλεονεκτημάτων και των λίγων μειονεκτημάτων που προαναφέραμε, αλλά ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες που πρέπει να λαμβάνεται υπόψη δεν είναι μόνο η προσδοκώμενη απόδοση αλλά ο κίνδυνος που αναλαμβάνει ο διαχειριστής.

Βιβλιογραφία

Ελληνική

Γεωργιάδης Ν, 2005 Investment Research & Analysis Journal

Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, 2013, Δελτίο Τύπου

Καραθανάσης Γ & Λυμπερόπουλου Γ, 2002, Εκδόσεις Μπένου, Αμοιβαία Κεφάλαια

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

Μυλωνάς Ν 1999, Εκδόσεις Σάκκουλα, Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια

Ν. 3283/2004 Ανώνυμες εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες, αμοιβαία κεφάλαια και άλλες διατάξεις. Άρθρο 12

Φίλιππας Ν., Νικολαΐδου Ε., 2003, Σπουδαί, Αξιολόγηση της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων. Μια Εμπειρική Εφαρμογή Αξιολόγησης της Επίδοσης των Ελληνικών Μετοχικών Α/Κ σύμφωνα με την προσέγγιση της Morningstar.

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

Φίλιππας Ν, 1999, Αμοιβαία κεφάλαια και χρηματιστηριακό περιβάλλον, Εκδόσεις Globus Invest

Ξένα

Components of investment performance Fama 1972

Crougny Michel, Galai Dan, Mark Robert, 2006, McGraw Hill Professional, The Essentials of Risk Management

Haslem J., 2003, Blackwell Publishing, Mutual Funds

Jensen M. The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964, Journal of Finance, 1968

Sharpe W, 1966, «Mutual fund performance», Journal of business

Treynor, Jack L. (1965). "How to Rate Management of Investment Funds". Harvard Business Review

Treynor, J.L., and Mazuy J., Can Mutual Funds Outguess the Market?, Harvard Business Review, 1966

Πηγές διαδικτύου

<http://www.ecb.int>, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

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

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

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

<http://www.ase.gr/> Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ