

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Πρακτική εφαρμογή της μεθοδολογίας της Morningstar στην
αξιολόγηση της επίδοσης των ελληνικών μετοχικών Αμοιβαίων
Κεφαλαίων εσωτερικού

Σπυρίδων Θ. Βαμβακούσης

Πτυχιούχος του τμήματος Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής
Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς

Υποβληθείσα για το Μεταπτυχιακό Δίπλωμα στη Διοίκηση των
Επιχειρήσεων

Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων
Πανεπιστήμιο Πειραιώς

2005

Αφιερώνεται στους γονείς μου,
Θεολόγο και Ειρήνη,
για την αμέριστη συμπαράστασή τους
και τις πολύτιμες συμβουλές τους.

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Σπυρίδων Θ. Βαμβακούσης

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός του πονήματος αυτού είναι, αφού κάνει μια εισαγωγή στα Αμοιβαία Κεφάλαια (Α/Κ) και στη διαδικασία επιλογής αυτών, να παρουσιάσει τις σημαντικότερες μεθόδους με τις οποίες μπορούν οι επενδυτές να αξιολογήσουν την επίδοσή τους και στη συνέχεια, αφού περιγράψει αναλυτικά μία εναλλακτική μέθοδο αξιολόγησης της επίδοσης των Α/Κ, να αξιολογήσει την επίδοση των ελληνικών μετοχικών Α/Κ εσωτερικού. Η αξιολόγηση αυτή γίνεται με βάση αυτή την εναλλακτική μέθοδο, που ονομάζεται μεθοδολογία της Morningstar από το όνομα της εταιρίας που την ανέπτυξε. Έτσι, στο 1^ο κεφάλαιο, αναφέρονται οι λόγοι για τους οποίους πρέπει να αξιολογείται η επίδοση των Α/Κ καθώς και η μεθοδολογία που θα ακολουθηθεί στην αξιολόγηση της επίδοσης των ελληνικών μετοχικών Α/Κ εσωτερικού. Στο 2^ο κεφάλαιο, γίνεται μια περιγραφή της λειτουργίας των Α/Κ και των κατηγοριών αυτών, ενώ παρουσιάζονται στοιχεία που αφορούν την εξάπλωση του θεσμού των Α/Κ ανά τον κόσμο. Επίσης, στο ίδιο κεφάλαιο, γίνεται μια συνοπτική παρουσίαση των πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων των Α/Κ. Στο 3^ο κεφάλαιο, περιγράφεται η διαδικασία που πρέπει να ακολουθείται

κατά την επιλογή Α/Κ από τους επενδυτές και αναλύονται κάποια σχετικά κριτήρια. Στο 4^ο κεφάλαιο, εξετάζονται οι σημαντικότερες μέθοδοι που έχουν αναπτυχθεί στον τομέα της αξιολόγησης της επίδοσης των Α/Κ, συμπεριλαμβανομένης και της μεθοδολογίας της Morningstar, και γίνεται κριτική σε αυτά. Στο 5^ο κεφάλαιο, περιγράφεται ο τρόπος εφαρμογής της μεθοδολογίας της Morningstar αναλυτικά και αναφέρονται τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματά της, ενώ, τέλος, στο 6^ο κεφάλαιο, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα από την αξιολόγηση της επίδοσης των ελληνικών μετοχικών Α/Κ εσωτερικού με βάση την παραπάνω μεθοδολογία.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

	Σελίδα
ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	I
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ	II
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ	IV
ΚΕΦΑΛΑΙΑ	
1. Εισαγωγή	1
1.1 Αντικειμενικός σκοπός	1
1.2 Μεθοδολογία	4
2. Ο Θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων	6
2.1 Τι είναι τα Αμοιβαία Κεφάλαια και πως λειτουργούν	6
2.1.1 Τι είναι τα Α/Κ	6
2.1.2 Πως λειτουργούν τα Α/Κ	7
2.2 Υπολογισμός των τιμών ενός μεριδίου	9
2.3 Κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων	11
2.3.1 Εισαγωγή	11
2.3.2 Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων	12
2.3.3 Ομολογιακά Α/Κ	13
2.3.4 Μετοχικά Α/Κ	13
2.3.5 Μικτά Α/Κ	14
2.3.6 Α/Κ Ειδικού Τύπου	15
2.4 Η εξάπλωση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων	17
2.4.1 Τα Α/Κ στο εξωτερικό	17
2.4.1.1 Τα Α/Κ στις Η.Π.Α.	17
2.4.1.2 Τα Α/Κ στην Ευρωπαϊκή Ένωση	18

2.4.2 Τα Α/Κ στην Ελλάδα	19
2.5 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων . . .	22
2.5.1 Πλεονεκτήματα των Α/Κ	22
2.5.2 Μειονεκτήματα των Α/Κ	25
3. Διαδικασία επιλογής Αμοιβαίων Κεφαλαίων	27
3.1 Εισαγωγή	27
3.2 Προσδιορισμός των αναγκών και των χαρακτηριστικών του επενδυτή	29
3.2.1 Στόχοι – ανάγκες του επενδυτή	29
3.2.2 Βαθμός κινδύνου που είναι διατεθειμένος να αναλάβει ο επενδυτής	30
3.2.3 Χρονικός ορίζοντας του επενδυτή	31
3.3 Κριτήρια επιλογής Αμοιβαίων Κεφαλαίων	33
3.3.1 Εισαγωγή	33
3.3.2 Ποσοτικά κριτήρια	33
3.3.2.1 Παρελθούσα απόδοση του Α/Κ	34
3.3.2.2 Κίνδυνος που ενέχει το Α/Κ	35
3.3.2.3 Αξιολόγηση της επίδοσης του Α/Κ	36
3.3.2.4 Έξοδα που βαρύνουν το Α/Κ	37
3.3.3 Ποιοτικά κριτήρια	39
3.3.3.1 Επενδυτική φιλοσοφία – στρατηγική του Α/Κ	39
3.3.3.2 Οργάνωση της Α.Ε.Δ.Α.Κ. που διαχειρίζεται το Α/Κ .	40
3.3.3.3 Επενδυτική διαδικασία που ακολουθείται	41
3.3.3.4 Ποιότητα παρεχόμενων υπηρεσιών	41
4. Μέθοδοι αξιολόγησης της επίδοσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων	42
4.1 Εισαγωγή	42
4.2 Παραδοσιακά μέτρα αξιολόγησης της επίδοσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων	44

4.2.1 Η μέθοδος της απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου	44
4.2.1.1 Ο λόγος του Sharpe	44
4.2.1.2 Ο λόγος του Treynor	45
4.2.1.3 Σύγκριση των δύο δεικτών	46
4.2.2 Η μέθοδος της διαφορικής απόδοσης	47
4.2.3 Κριτική για τα παραδοσιακά μέτρα απόδοσης προσαρμοσμένης στον κίνδυνο	50
4.2.3.1 Χρησιμοποίηση προσεγγιστικής μεταβλητής για το χαρτοφυλάκιο της αγοράς	50
4.2.3.2 Διαχωρισμός της ικανότητας από την τύχη	51
4.2.3.3 Μέτρηση του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου	52
4.2.3.4 Δημιουργία ψευδών εντυπώσεων σε ορισμένες περιπτώσεις	52
4.2.3.5 Μέτρηση της παρελθούσας επίδοσης των Α/Κ	53
4.2.3.6 Αγνόηση παραγόντων που διαμορφώνουν την επίδοση των Α/Κ	53
4.2.3.7 Εγκυρότητα του Υποδείγματος Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων	54
4.3 Εναλλακτικές προσεγγίσεις στην αξιολόγηση της επίδοσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων	56
4.3.1 Το υπόδειγμα των Treynor – Mazuy	56
4.3.2 Το υπόδειγμα των Henriksson – Merton	58
4.3.3 Η μέθοδος του M^2	59
4.3.4 Η μέθοδος του Style Analysis	61
4.4 Η μέθοδος της Morningstar	64
4.4.1 Φιλοσοφία της μεθόδου και σύντομη περιγραφή της	64
4.4.2 Πλεονεκτήματα της μεθόδου της Morningstar	66
5. Η μεθοδολογία της Morningstar	68

5.1	Εισαγωγή	68
5.2	Συνοπτική παρουσίαση της εταιρίας Morningstar	70
5.2.1	Ιστορικά στοιχεία	70
5.2.2	Πελάτες	71
5.2.3	Προϊόντα	72
5.2.4	Καινοτομίες	72
5.2.5	Επενδυτική προσέγγιση	73
5.3	Παρουσίαση της μεθοδολογίας της Morningstar	74
5.3.1	Εισαγωγή	74
5.3.2	Morningstar Star Rating	75
5.3.2.1	Εξαγωγή του Relative Morningstar Risk (RRisk _i)	75
5.3.2.2	Εξαγωγή του Relative Morningstar Return (RRet _i)	78
5.3.2.3	Τελική βαθμολόγηση Α/Κ σύμφωνα με την Morningstar	80
5.3.3	Morningstar Category Rating	82
5.4	Κριτική της μεθοδολογίας της Morningstar	84
5.4.1	Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του Morningstar Rating	84
5.4.2	Αρχές αξιολόγησης και επιμέρους θέματα του Morningstar Rating	85
5.4.3	Χρήση του Morningstar Rating	86
6.	Εμπειρική έρευνα	88
6.1	Δείγμα έρευνας	88
6.2	Υπολογισμοί	91
6.3	Παρουσίαση των αποτελεσμάτων	105
6.4	Προτάσεις για περαιτέρω έρευνα	113
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	116

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να εκφράσω τις θερμές ευχαριστίες μου στον καθηγητή μου, κύριο Γιώργο Αρτίκη, ο οποίος μου παρείχε σημαντικές γνώσεις σχετικά με την χρηματοοικονομική διοίκηση των επιχειρήσεων και τις αποφάσεις χρηματοδοτήσεων αυτών. Κυρίως, όμως, θα ήθελα να τον ευχαριστήσω για το γεγονός ότι δέχθηκε με χαρά να συνεργαστεί μαζί μου για την εκπόνηση αυτής της εργασίας και για το γεγονός ότι μου έδινε πολύ χρήσιμες συμβουλές καθ' όλη τη διάρκεια της συγγραφής της.

Επίσης, θα ήθελα να εκφράσω τις θερμές ευχαριστίες μου στον καθηγητή μου, κύριο Παναγιώτη Αρτίκη, που εκτός από το γεγονός ότι διεύρυνε τον ορίζοντα των γνώσεών μου στο χώρο των αποφάσεων επενδύσεων των επιχειρήσεων, υπήρξε και σημαντικός αρωγός στην προσπάθειά μου για την εκπόνηση αυτής της εργασίας. Χωρίς τη βοήθεια του κυρίου Παναγιώτη Αρτίκη στην εξεύρεση ορισμένων στοιχείων και στη γενικότερη επίβλεψη της προσπάθειάς μου αυτής, θα ήταν αδύνατη η ολοκληρωμένη συγγραφή αυτής της εργασίας.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω την συμφοιτήτριά και φίλη μου, Τζίμα Ιωάννα, η οποία μου παρείχε σημαντικές διευκολύνσεις και συμβουλές συμβάλλοντας με αυτόν τον τρόπο στην ταχύτερη αλλά και αρτιότερη συγγραφή της εργασίας.

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

Σελίδα

ΠΙΝΑΚΑΣ 1	Κριτήρια κατηγοριοποίησης και ονοματολογίας των Α/Κ στην Ελλάδα	16
ΠΙΝΑΚΑΣ 2	Συντελεστές στάθμισης για τον υπολογισμό του τελικού Risk Adjusted Rating	81
ΠΙΝΑΚΑΣ 3	Υπολογισμός του Star Rating	81
ΠΙΝΑΚΑΣ 4	Return και Risk για τα Α/Κ με διάρκεια ζωής κάτω των 5 ετών	91
ΠΙΝΑΚΑΣ 5	Return και Risk για τα Α/Κ με διάρκεια ζωής κάτω των 10 ετών	94
ΠΙΝΑΚΑΣ 6	Return και Risk για τα Α/Κ με διάρκεια ζωής άνω των 10 ετών	96
ΠΙΝΑΚΑΣ 7	Relative Return Bases και Relative Risk Bases	97
ΠΙΝΑΚΑΣ 8	Relative Return, Relative Risk, Risk Adjusted Rating περιόδου και τελικό Risk Adjusted Rating για τα Α/Κ με διάρκεια ζωής κάτω των 5 ετών	98
ΠΙΝΑΚΑΣ 9	Relative Return, Relative Risk, Risk Adjusted Rating περιόδου και τελικό Risk Adjusted Rating για τα Α/Κ με διάρκεια ζωής κάτω των 10 ετών	101
ΠΙΝΑΚΑΣ 10	Relative Return, Relative Risk, Risk Adjusted Rating περιόδου και τελικό Risk Adjusted Rating για τα Α/Κ με διάρκεια ζωής άνω των 10 ετών	103
ΠΙΝΑΚΑΣ 11	Αξιολόγηση της επίδοσης των μετοχικών Α/Κ εσωτερικού με βάση την μεθοδολογία της Morningstar	107

ΠΙΝΑΚΑΣ 12	Αξιολόγηση της επίδοσης των μετοχικών Α/Κ εσωτερικού με βάση τον δείκτη του Sharpe	109
ΠΙΝΑΚΑΣ 13	Παράλληλη κατάταξη των μετοχικών Α/Κ εσωτερικού με βάση τον δείκτη του Sharpe και την μεθοδολογία της Morningstar	111

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Σελίδα

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1	Η διάρθρωση των ενεργητικών των Α/Κ στις Η.Π.Α. και στην Ε.Ε. (Στοιχεία 31/03/2004)	19
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2	Η εξέλιξη των ενεργητικών της ελληνικής αγοράς Α/Κ (εκ. ευρώ) (Στοιχεία 30/06/2004)	20
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3	Η διάρθρωση των ενεργητικών της ελληνικής αγοράς Α/Κ (Στοιχεία 30/06/2004)	21

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ

Ο Θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α/Κ) έχει γνωρίσει τεράστια άνθηση σε παγκόσμιο επίπεδο τα τελευταία χρόνια, καθώς τα Α/Κ που προσφέρονται πλέον στους επενδυτές μετρώνται σε δεκάδες χιλιάδες, ενώ τα υπό διαχείριση κεφάλαια μετρώνται σε τρις ευρώ. Η τεράστια αυτή εξάπλωση του Θεσμού είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση του ενδιαφέροντος των ερευνητών για την αξιολόγηση της επίδοσης των Α/Κ, παράλληλα με την εξέταση και άλλων σημαντικών πλευρών αυτού του Θεσμού.

Στις μέρες μας, ένα πολύ μεγάλο ποσοστό επενδύσεων πραγματοποιείται από επαγγελματίες διαχειριστές. Η αξιολόγηση της επίδοσης αυτών παρουσιάζει τεράστιο ενδιαφέρον τόσο σε μικρο-επίπεδο όσο και σε μακρο-επίπεδο. Από κοινωνικής άποψης, η αξιολόγηση της επίδοσης των Α/Κ είναι ιδιαίτερης σπουδαιότητας, γιατί πρέπει να γνωρίζουμε αν οι διαχειριστές των Α/Κ, ως ομάδα, προσθέτουν αξία στα χαρτοφυλάκια που διαχειρίζονται ή αν προκαλούν σπατάλες πόρων μέσω του υψηλού κόστους συναλλαγών που δημιουργεί η συνεχής ενεργητική διαχείριση. Σε μικρο-επίπεδο, είναι πολύ σημαντικό για έναν μεμονωμένο επενδυτή που εμπιστεύεται τα κεφάλαιά του στην επαγγελματική διαχείριση να αξιολογεί τις επιδόσεις του Α/Κ που έχει επιλέξει ή πρόκειται να επιλέξει κάνοντας έτσι σύγκριση αυτού του Α/Κ με

άλλα. Επιπρόσθετα, είναι πολύ σημαντικό για τον ίδιο επενδυτή να κατανοεί, σε γενικές έστω γραμμές, την πολιτική που ακολουθεί ή προτίθεται να ακολουθήσει ο διαχειριστής αυτού του Α/Κ.

Οι κυριότεροι αποδέκτες των πληροφοριών αναφορικά με την αξιολόγηση της επίδοσης των Α/Κ είναι οι επενδυτές αλλά και οι ίδιοι οι διαχειριστές. Οι επενδυτές προσπαθούν να επιλέξουν το κατάλληλο για αυτούς Α/Κ χρησιμοποιώντας παρελθούσες πληροφορίες για την επίδοση των Α/Κ, μιας και είναι πιθανό, υπό προϋποθέσεις, τα Α/Κ που πέτυχαν τις καλύτερες επιδόσεις στο πρόσφατο παρελθόν να επιτύχουν τις καλύτερες επιδόσεις και στο άμεσο μέλλον. Οι διαχειριστές προσβλέπουν σε καλές επιδόσεις των Α/Κ που διαχειρίζονται, γιατί η επιτυχής ή μη διαχείριση των κεφαλαίων που έχουν προς επένδυση επηρεάζει σαφέστατα την αμοιβή τους. Αν ένας διαχειριστής Α/Κ συστηματικά επιτυγχάνει υψηλότερες επιδόσεις από ένα παθητικό χαρτοφυλάκιο ισοδύναμου κινδύνου, τότε θα πρέπει να λάβει μια επιπλέον αμοιβή, ενώ αν ένας διαχειριστής συστηματικά επιτυγχάνει χαμηλότερες επιδόσεις από ένα παθητικό χαρτοφυλάκιο ισοδύναμου κινδύνου, τότε ίσως θα πρέπει να αντικατασταθεί.

Στις αναπτυσσόμενες αγορές, εκτός από τους επενδυτές και τους διαχειριστές, υπάρχουν και άλλες κατηγορίες ατόμων και οργανισμών που χρειάζονται πληροφόρηση σχετική με την αξιολόγηση της επίδοσης των Α/Κ. Καταρχήν, οι οικονομικές διευθύνσεις μεγάλων εταιριών χρειάζονται τέτοιες πληροφορίες ώστε να αξιολογήσουν την αποτελεσματικότητα των διαχειριστών των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων των εταιριών τους για τους εργαζομένους, ενώ και οι κυβερνητικές επιτροπές πρέπει να είναι σε θέση να αξιολογήσουν την επίδοση των δημόσιων συνταξιοδοτικών προγραμμάτων. Επίσης, μεγάλες εταιρίες διαχείρισης χρειάζονται αξιόπιστα κριτήρια αξιολόγησης της

επίδοσης των διαχειριστών τους. Τέλος, ορισμένα τραπεζικά τμήματα διαχείρισης κεφαλαίων χρειάζονται παρόμοια αξιόπιστα κριτήρια αξιολόγησης της επίδοσης των διαφόρων επενδυμένων κεφαλαίων για λογαριασμό πελατών τους.

Συνεπώς, συμπεραίνουμε ότι παρά το γεγονός ότι οι διαχειριστές των Α/Κ είναι επαγγελματίες, πρέπει να ελέγχονται και να αξιολογούνται ώστε να βελτιώνονται συνεχώς και αυτοί αλλά και οι υπηρεσίες που παρέχουν. Ο αντικειμενικός σκοπός αυτού του πονήματος είναι ο έλεγχος των διαχειριστών μέσω της αξιολόγησης της απόδοσής τους για ένα εύλογο χρονικό διάστημα και αφού έχει ληφθεί υπόψη και ο κίνδυνος τον οποίο έχουν αναλάβει. Με άλλα λόγια, ο αντικειμενικός σκοπός αυτού του πονήματος είναι η αξιολόγηση της επίδοσης των διαχειριστών των Α/Κ.

1.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Στην αρχή αυτού του πονήματος, γίνεται μια σύντομη περιγραφή του θεσμού των Α/Κ και του τρόπου λειτουργίας του με ιδιαίτερες αναφορές στην ελληνική αγορά Α/Κ, η οποία αναπτύσσεται με ταχύτατους ρυθμούς. Επίσης, αναφέρονται τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των Α/Κ και παρουσιάζεται η διαδικασία που συνίσταται να ακολουθούν οι επενδυτές κατά την αξιολόγηση και επιλογή Α/Κ. Η διαδικασία αυτή βασίζεται πάνω σε κάποια βασικά κριτήρια, τα οποία αναλύονται εκτενώς.

Στη συνέχεια, γίνεται μια βιβλιογραφική έρευνα των μεθόδων που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση της επίδοσης των χαρτοφυλακίων και των Α/Κ. Έτσι, παρουσιάζονται οι παραδοσιακές μεθοδολογίες που είναι πολύ διαδεδομένες και χρησιμοποιούνται ευρέως αλλά και κάποιες εναλλακτικές μεθοδολογίες, μερικές εκ των οποίων τυγχάνουν επίσης ευρείας απήχησης από το επενδυτικό κοινό.

Στο τελευταίο μέρος αυτού του πονήματος, επιχειρείται αξιολόγηση της επίδοσης των ελληνικών μετοχικών Α/Κ εσωτερικού για την περίοδο 1994 – 2003. Επιλέχτηκαν για ανάλυση τα μετοχικά Α/Κ εσωτερικού λόγω του ιδιαίτερα σημαντικού ρόλου που διαδραματίζουν στην ελληνική κεφαλαιαγορά. Η αξιολόγηση αυτή έγινε με την μεθοδολογία που εφαρμόζει μια αμερικάνικη εταιρία παροχής χρηματοοικονομικών συμβουλών, η Morningstar. Η μεθοδολογία αυτή, όπως θα διαπιστώσουμε στα επόμενα κεφάλαια, παρουσιάζει αρκετές διαφοροποιήσεις σε σχέση με άλλες μεθόδους που χρησιμοποιούνται παραδοσιακά για την αξιολόγηση της επίδοσης των Α/Κ,

κάτι που την κάνει καινοτομική αλλά ταυτόχρονα απλή, κατανοητή και αξιόπιστη. Όλα αυτά οδηγούν στα πλεονεκτήματα που εμφανίζει αυτή η μεθοδολογία και αποτυπώνονται στο γεγονός ότι οι αξιολογήσεις που στηρίζονται σε αυτήν έχουν τεράστια απήχηση στην αναπτυγμένη αγορά των Η.Π.Α.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Ο ΘΕΣΜΟΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

2.1 ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΠΩΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΟΥΝ

2.1.1 Τι είναι τα Α/Κ

Τα Α/Κ είναι συγκεκριμένα χαρτοφυλάκια επενδύσεων των οποίων βασικός σκοπός είναι η συγκέντρωση των αποταμιεύσεων των επενδυτών και η τοποθέτησή τους σε χρηματιστηριακούς και άλλους τίτλους. Δηλαδή, σε αυτά τα χαρτοφυλάκια επενδύσεων συμμετέχουν διάφοροι επενδυτές με παρόμοιους επενδυτικούς σκοπούς και ανοχή στον επενδυτικό κίνδυνο. Σύμφωνα με το άρθρο 12 του νόμου 3283/2004, ένα Α/Κ ορίζεται ως ομάδα περιουσίας που αποτελείται από κινητές αξίες, μέσα χρηματαγοράς και μετρητά και της οποίας τα επιμέρους στοιχεία ανήκουν εξ' αδιαίρετου σε περισσότερα του ενός πρόσωπα. Τα βασικά χαρακτηριστικά ενός Α/Κ είναι ότι στερείται νομικής προσωπικότητας και ότι το κεφάλαιό του είναι μεταβλητό (open-end fund), δηλαδή συνεχώς αυξομειώνεται ανάλογα με τα κεφάλαια που εισρέουν προς επένδυση σε αυτό και τα κεφάλαια που εκρέουν από αυτό και κατευθύνονται αλλού.

2.1.2 Πως λειτουργούν τα Α/Κ

Σύμφωνα πάντα με τον νόμο 3283/2004, η διαχείριση κάθε Α/Κ στην Ελλάδα γίνεται από ανώνυμη εταιρία, η οποία για να λειτουργήσει πρέπει να λάβει σχετική έγκριση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Η εταιρία αυτή ονομάζεται Ανώνυμη Εταιρία Διαχείρισης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου (Α.Ε.Δ.Α.Κ.). Τα εξειδικευμένα στελέχη της εταιρίας που διαχειρίζονται κάθε Α/Κ επιλέγουν τους ελκυστικότερους τίτλους με αντικειμενικό σκοπό την μεγιστοποίηση της απόδοσής τους. Επιπροσθέτως, μέσω της κατάλληλης διασποράς των κεφαλαίων σε έναν σημαντικό αριθμό αξιόγραφων, επιτυγχάνεται η ελαχιστοποίηση του επενδυτικού κινδύνου. Η καθαρή περιουσία ενός Α/Κ ονομάζεται καθαρό ενεργητικό και διαιρείται σε μερίδια ίσης αξίας ή κλάσματα μεριδίου.

Οι φορείς λειτουργίας ενός Α/Κ είναι η Α.Ε.Δ.Α.Κ., οι μεριδιούχοι και ο Θεματοφύλακας. Το ενεργητικό κάθε Α/Κ κατατίθεται προς φύλαξη σε τράπεζα που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα. Η τράπεζα αυτή ασκεί καθήκοντα Θεματοφύλακα. Ο ρόλος του Θεματοφύλακα είναι ιδιαίτερα σημαντικός. Μέσω αυστηρών ελέγχων που διενεργεί, εγγυάται την ασφάλεια των χρημάτων των επενδυτών και περιφρουρεί τα συμφέροντά τους από τυχούσα κακή διαχείριση από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. Στα πλαίσια των αρμοδιοτήτων του, ο Θεματοφύλακας κρατάει όλα τα περιουσιακά στοιχεία του Α/Κ, όπως μετρητά, έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, ομόλογα και μετοχές και επιτελεί και καθήκοντα ταμία εισπράττοντας για παράδειγμα τους τόκους και τα μερίσματα. Επιπλέον, προβαίνει σε αγορές και πωλήσεις χρεογράφων ή μετοχών για το χαρτοφυλάκιο του Α/Κ ακολουθώντας τις νόμιμα παρεχόμενες οδηγίες της Α.Ε.Δ.Α.Κ. Ας σημειωθεί ότι ο Θεματοφύλακας ευθύνεται για κάθε αμέλεια που αφορά εκπλήρωση των υποχρεώσεων του,

ενώ η Α.Ε.Δ.Α.Κ. για κάθε παρατυπία ή κακή διαχείριση του Α/Κ. Για τις υπηρεσίες που προσφέρει ο Θεματοφύλακας, εισπράττει νόμιμη αμοιβή, η οποία αναφέρεται στον Κανονισμό του Α/Κ.

Τέλος, ο Κανονισμός ενός Α/Κ καθορίζει τους επενδυτικούς σκοπούς του και περιγράφει τους βασικούς κανόνες λειτουργίας του. Στην ουσία, ο Κανονισμός ρυθμίζει τις σχέσεις των φορέων λειτουργίας του Α/Κ, δηλαδή ρυθμίζει τις σχέσεις μεταξύ της Α.Ε.Δ.Α.Κ., των μεριδιούχων και του Θεματοφύλακα. Ο Κανονισμός συντάσσεται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και εγκρίνεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Η συμμετοχή στο Α/Κ αποδεικνύεται με ονομαστικό τίτλο (τίτλος μεριδίου), ο οποίος εκδίδεται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και προσυπογράφεται από το Θεματοφύλακα. Πλέον, όμως, έχει θεσμοθετηθεί η αποϋλοποίηση των τίτλων μεριδίων και υπάρχει δυνατότητα να παρέχεται στον μεριδιούχο (εφόσον αυτός το επιθυμεί) βεβαίωση συμμετοχής, που ενσωματώνει όλα τα δικαιώματα του τίτλου προσφέροντας παράλληλα μεγαλύτερη ασφάλεια στον μεριδιούχο.

2.2 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΕΝΟΣ ΜΕΡΙΔΙΟΥ

Έχουμε ήδη αναφέρει ότι κάθε A/K διαιρείται σε ισότιμα τμήματα, τα οποία ονομάζονται μερίδια. Ο υπολογισμός των τιμών ενός μεριδίου γίνεται ως εξής (Φίλιππας, 2000, σελ. 105 - 107):

Η καθαρή τιμή ενός μεριδίου σε μια συγκεκριμένη ημέρα προκύπτει από τη διαίρεση του καθαρού ενεργητικού της ημέρας αυτής με τον αριθμό των κυκλοφορούντων μεριδίων. Δηλαδή,

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

Το καθαρό ενεργητικό είναι η συνολική αξία των κινητών αξιών στις οποίες είναι επενδυμένη η περιουσία του A/K συν τυχούσες απαιτήσεις, όπως προκαταβολές και δεδουλευμένοι τόκοι, μείον τις υποχρεώσεις, όπως αμοιβές Θεματοφύλακα, αμοιβές χρηματιστών και χρηματιστηριακών εταιριών, δάνεια και άλλα. Όπως είναι φυσικό, το καθαρό ενεργητικό ενός A/K μεταβάλλεται καθημερινά, στο βαθμό που οι τιμές των αξιόγραφων τα οποία περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο του A/K μεταβάλλονται καθημερινά. Επιπροσθέτως, το καθαρό ενεργητικό ενός A/K μεταβάλλεται, στο βαθμό που νέα μερίδια εκδίδονται και παλαιά μερίδια εξαγοράζονται. Ο υπολογισμός του καθαρού ενεργητικού σε τρέχουσες τιμές καλείται αποτίμηση.

Η τιμή διάθεσης ενός μεριδίου είναι η τιμή εκείνη στην οποία πωλούνται τα μερίδια σε μια συγκεκριμένη ημέρα. Η τιμή διάθεσης του μεριδίου προκύπτει

από την καθαρή τιμή του μεριδίου με την πρόσθεση σε αυτήν της προμήθειας αγοράς του μεριδίου. Δηλαδή,

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

Η τιμή εξαγοράς ενός μεριδίου είναι η τιμή εκείνη στην οποία οι μεριδιούχοι μπορούν να ρευστοποιήσουν τα μερίδιά τους. Η τιμή αυτή προκύπτει από την καθαρή τιμή του μεριδίου αφαιρώντας την προμήθεια εξαγοράς. Δηλαδή,

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

Η διάθεση και η εξαγορά των μεριδίων γίνεται με βάση την επίσημη καθαρή τιμή της ημέρας που έγινε αποδεκτή η αίτηση διάθεσης ή εξαγοράς αντίστοιχα από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. Πρέπει να τονίσουμε ότι η διάθεση νέων μεριδίων ή η εξαγορά ήδη υπάρχοντων δεν έχει καμία επίπτωση στην καθαρή τιμή του μεριδίου, γιατί ναι μεν αυξάνεται ή μειώνεται αντίστοιχα ο αριθμός των κυκλοφορούντων μεριδίων αλλά αναλογικά αυξάνεται ή μειώνεται αντίστοιχα και το σύνολο του καθαρού ενεργητικού, όπως προαναφέραμε.

2.3 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

2.3.1 Εισαγωγή

Κάθε Α/Κ έχει πλήρη αυτονομία και ανεξαρτησία, κάτι που έγκειται στο γεγονός ότι οποιοσδήποτε επενδυτικές αποφάσεις αναληφθούν για ένα συγκεκριμένο Α/Κ, αφορούν το ενεργητικό αυτού του συγκεκριμένου Α/Κ, ακόμη και αν η εταιρία που το διαχειρίζεται είναι η ίδια που διαχειρίζεται και άλλα. Η διαφορά που υπάρχει μεταξύ των ήδη υπαρχόντων Α/Κ μιας Α.Ε.Δ.Α.Κ. αλλά και γενικότερα μεταξύ των Α/Κ όλων των Α.Ε.Δ.Α.Κ. αφορά την επενδυτική στρατηγική που καθένα ακολουθεί. Η δεδηλωμένη και συγκεκριμένη επενδυτική στρατηγική που ακολουθεί κάθε Α/Κ γίνεται γνωστή μέσω των ενημερωτικών εντύπων που προωθεί η εταιρία που το διαχειρίζεται για την προσέλκυση εκείνων των υποψηφίων επενδυτών που έχουν παρόμοιους επενδυτικούς στόχους. Η στρατηγική αυτή ακολουθείται πιστά για να αποτρέψει πιθανή αποχώρηση των επενδυτών προς άλλα Α/Κ που ακολουθούν με μεγαλύτερη συνέπεια τους καθορισμένους επενδυτικούς τους στόχους (Μυλωνάς, 1999, σελ. 68).

Έτσι, βάσει των διαφόρων επενδυτικών στρατηγικών που εφαρμόζονται και σύμφωνα με τον νόμο 3283/2004, μπορούμε να κατατάξουμε τα Α/Κ στις εξής τέσσερις κύριες κατηγορίες: Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων, Ομολογιακά Α/Κ, Μετοχικά Α/Κ και Μικτά Α/Κ. Επίσης, υπάρχουν και τα Α/Κ Ειδικού Τύπου. Κάθε κύρια κατηγορία μπορεί να χωριστεί σε υποκατηγορίες. Για παράδειγμα, στα Μετοχικά Α/Κ μπορούμε, με κριτήριο τον κίνδυνο που αυτά αναλαμβάνουν, να διακρίνουμε κάποιες υποκατηγορίες, όπως Α/Κ επιθετικά

υπεραξίας, A/K αναπτυξιακά, A/K εισοδήματος, A/K υπεραξίας και εισοδήματος, κλαδικά A/K και δεικτοποιημένα A/K. Επίσης, τα A/K διακρίνονται σε δύο κατηγορίες ανάλογα με την γεωγραφική κατανομή του ενεργητικού τους. Έτσι, A/K εσωτερικού χαρακτηρίζονται αυτά που επενδύουν κυρίως σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς ή και σε ομολογίες ή και σε μετοχές που εκδίδονται από εκδότη που έχει την καταστατική του έδρα στην Ελλάδα, ενώ A/K εξωτερικού ονομάζονται αυτά που επενδύουν κυρίως σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς ή και σε ομολογίες ή και σε μετοχές που εκδίδονται από εκδότη που έχει την καταστατική του έδρα εκτός Ελλάδος. Συνεπώς, με βάση τα παραπάνω, ένα A/K Διαχείρισης Διαθεσίμων, Ομολογιακό, Μετοχικό ή Μικτό μπορεί να είναι εσωτερικού ή εξωτερικού. Στο τέλος αυτής της ενότητας, παρατίθεται πίνακας με τα κριτήρια κατηγοριοποίησης και ονοματολογίας των A/K στην Ελλάδα.

2.3.2 A/K Διαχείρισης Διαθεσίμων

Τα A/K αυτού του είδους κατευθύνουν τις επενδύσεις τους σε διάφορες επιλογές στην αγορά χρήματος, που απαρτίζονται από επενδυτικά εργαλεία που έχουν πολύ μικρή διάρκεια. Τέτοια είναι τα γeros, τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, τα πιστοποιητικά καταθέσεων, οι καταθέσεις προθεσμίας και άλλα. Αυτού του είδους οι τοποθετήσεις αποδίδουν μια θετική και κατά το πλείστον σταθερή απόδοση που προσδιορίζεται από τα ισχύοντα επιτόκια της αγοράς. Τα A/K αυτού του είδους προορίζονται για επενδυτές με βραχυπρόθεσμους επενδυτικούς ορίζοντες, που επιθυμούν να έχουν πρόσβαση στα μετρητά τους με το πλεονέκτημα όμως να επιτυγχάνουν αποδόσεις μεγαλύτερες των απλών καταθέσεων (Μυλωνάς, 1999, σελ. 69).

2.3.3 Ομολογιακά Α/Κ

Τα Α/Κ που ανήκουν σε αυτή την κατηγορία τοποθετούν τις επενδύσεις τους ως επί το πλείστον σε ομόλογα και ομολογίες, όπως για παράδειγμα ομόλογα δημοσίου, ομόλογα κρατικών τραπεζών καθώς και ομολογίες επιλεγμένων ελληνικών ή και ξένων εταιριών ή ομολογίες και ομόλογα ξένων κρατών. Η απόδοση αυτών των τίτλων γίνεται υπό τη μορφή κάποιου τόκου που καταβάλλεται από την εκδότρια εταιρία ή χώρα στον ομολογιούχο, που στη συγκεκριμένη περίπτωση καταλήγουν να είναι οι μεριδιούχοι αυτού του είδους Α/Κ. Ωστόσο, η συνολική απόδοση των Ομολογιακών Α/Κ εξαρτάται εν πολλοίς και από την υπεραξία ή ζημιά που πραγματοποιείται από τις μεταβολές των τιμών των ομολόγων και των ομολογιών, ως αποτέλεσμα μεταβολής άλλων παραγόντων, όπως είναι το επίπεδο των επιτοκίων, ο πληθωρισμός, η πιστοληπτική ικανότητα του εκδότη και άλλα. Τα Ομολογιακά Α/Κ προορίζονται για επενδυτές που έχουν μεσοπρόθεσμο ή και μακροπρόθεσμο ορίζοντα και επιθυμούν να αναλάβουν υψηλότερο κίνδυνο από αυτούς που επενδύουν σε Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων προσβλέποντας βέβαια και σε υψηλότερες αποδόσεις (Μυλωνάς, 1999, σελ. 69 – 70).

2.3.4 Μετοχικά Α/Κ

Μετοχικά είναι τα Α/Κ που επενδύουν τα κεφάλαιά τους σε μετοχές. Το είδος αυτό των Α/Κ είναι συνυφασμένο με αρκετά μεγάλους κινδύνους, καθώς οι μετοχικοί τίτλοι ενέχουν μεγαλύτερους κινδύνους από ομολογιακούς τίτλους ή άλλες επενδύσεις σταθερού εισοδήματος. Αυτό συμβαίνει, γιατί οι μετοχές δεν προσφέρουν σταθερό και βέβαιο μέρισμα εκτός από ένα ελάχιστο

υποχρεωτικό και μόνο εφ' όσον οι εταιρίες επιτυγχάνουν κέρδη. Επιπλέον, η συνολική απόδοση των Μετοχικών Α/Κ εξαρτάται εν πολλοίς και από την υπεραξία ή ζημιά που πραγματοποιείται από τις μεταβολές των τιμών των μετοχών, ως αποτέλεσμα της διαπραγμάτευσής τους στα χρηματιστήρια. Βασικός παράγοντας για τον προσδιορισμό του κινδύνου που ενυπάρχει σε ένα Μετοχικό Α/Κ είναι ο επενδυτικός του χαρακτήρας. Αναφέραμε πρωτίτερα, χάριν παραδείγματος, κάποιες υποκατηγορίες από Μετοχικά Α/Κ, τα οποία είναι προσανατολισμένα είτε σε μερισματικές αποδόσεις είτε σε αποδόσεις που προέρχονται από κεφαλαιακή υπεραξία είτε σε συνδυασμό των δύο παραπάνω, ενώ άλλα «προσδένονται» σε κάποιον κλάδο ή σε κάποιον δείκτη ενός χρηματιστηρίου. Τα Μετοχικά Α/Κ προορίζονται για επενδυτές που είναι πρόθυμοι να αναλάβουν ιδιαίτερα αυξημένο κίνδυνο με σκοπό να επιτύχουν ιδιαίτερα αυξημένη απόδοση και έχουν έναν μακροπρόθεσμο ή τουλάχιστον μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, ενώ δεν ενδείκνυνται για επενδυτές με πολύ βραχυπρόθεσμο ορίζοντα (Μυλωνάς, 1999, σελ. 70).

2.3.5 Μικτά Α/Κ

Τα Μικτά Α/Κ πραγματοποιούν επενδύσεις τόσο σε προϊόντα της χρηματαγοράς όσο και σε ομολογιακούς τίτλους και σε μετοχές και επιδιώκουν να συνδυάσουν διάφορα χαρακτηριστικά από τα Α/Κ των προηγούμενων κατηγοριών. Με αυτό τον τρόπο, επιτυγχάνουν μια συνολική διαφοροποίηση, που περιορίζει τον κίνδυνο σε ανεκτά επίπεδα. Αυτά τα χαρακτηριστικά κινδύνου και απόδοσης τα καθιστούν ιδιαίτερα ελκυστικά στους νέους επενδυτές που θέλουν να επενδύσουν σε μετοχικούς τίτλους αλλά δεν έχουν την εμπειρία και «ψυχολογία» να επενδύσουν σε αμιγή

Μετοχικά Α/Κ. Έτσι, απευθύνονται σε πιο συντηρητικούς επενδυτές από τους επενδυτές των Μετοχικών Α/Κ (Μυλωνάς, 1999, σελ. 70).

2.3.6 Α/Κ Ειδικού Τύπου

Σε αυτή την κατηγορία περιλαμβάνονται αρκετά εξειδικευμένα Α/Κ. Τέτοια είναι τα option-income funds, τα fund-of-funds, τα exchange traded funds (ETFs) και άλλα. Τα option-income funds είναι Α/Κ που περιλαμβάνουν επενδύσεις σε δικαιώματα (options). Δηλαδή, οι διαχειριστές των συγκεκριμένων Α/Κ αγοράζουν και πωλούν δικαιώματα αγοράς και πώλησης πάνω σε μετοχές. Τα fund-of-funds είναι Α/Κ των οποίων τα κεφάλαια είναι επενδυμένα σε μερίδια άλλων Α/Κ, ενώ τα ETFs έχουν ως κύριο χαρακτηριστικό το γεγονός ότι τα μερίδιά τους είναι αντικείμενα διαπραγμάτευσης σε χρηματιστηριακές αγορές, όπως ακριβώς και οι μετοχές. Τα Α/Κ Ειδικού Τύπου απευθύνονται σε επενδυτές με πολύ εξειδικευμένες επενδυτικές ανάγκες και δεν είναι ιδιαίτερα δημοφιλή (Καραθανάσης – Λυμπερόπουλος, 2002, σελ. 137 – 139).

Πίνακας 1

Κριτήρια κατηγοριοποίησης και ονοματολογίας των Α/Κ στην Ελλάδα

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ		ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	Επενδύουν κυρίως σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς, ενώ δεν επιτρέπεται να επενδύουν σε μετοχές	Επενδύουν κυρίως σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς εσωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς εξωτερικού
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	Επενδύουν κυρίως σε ομόλογα και ομολογίες και όχι άνω του 10% του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχές	Επενδύουν κυρίως σε ομόλογα και ομολογίες εσωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε ομόλογα και ομολογίες εξωτερικού
ΜΕΤΟΧΙΚΑ	Επενδύουν κυρίως σε μετοχές	Επενδύουν κυρίως σε μετοχές εσωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε μετοχές εξωτερικού
ΜΙΚΤΑ	Επενδύουν υποχρεωτικά από 10% έως 65% του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχές και από 10% έως 65% του καθαρού ενεργητικού τους σε ομόλογα και ομολογίες	Επενδύουν κατά κύριο λόγο σε μετοχές, ομόλογα και ομολογίες εσωτερικού	Επενδύουν κατά κύριο λόγο σε μετοχές, ομόλογα και ομολογίες εξωτερικού

Σημείωση: Η έννοια του «κυρίως» στον παραπάνω πίνακα αναφέρεται σε ποσοστό μεγαλύτερο του 65% του καθαρού ενεργητικού των Α/Κ.

2.4 Η ΕΞΑΠΛΩΣΗ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

2.4.1 Τα Α/Κ στο Εξωτερικό

Εντυπωσιακή πορεία έχει διαγράψει ο επενδυτικός θεσμός των Α/Κ στις διεθνείς αγορές από την εμφάνισή του έως σήμερα, ενώ η ευρεία αποδοχή του από τους επενδυτές αποτελεί επιβεβαίωση των πλεονεκτημάτων που παρουσιάζει ως επενδυτική επιλογή. Ειδικότερα, κατά τα τελευταία έτη, ο ρόλος του θεσμού ενισχύθηκε λόγω παραγόντων, όπως οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης των ανεπτυγμένων οικονομικά χωρών, οι πολιτικές απελευθέρωσης των αγορών και οι ιδιωτικοποιήσεις, εξελίξεις που ενίσχυσαν σε σημαντικό βαθμό το ρόλο των κεφαλαιαγορών και του χρηματοπιστωτικού συστήματος στις περισσότερες οικονομίες του πλανήτη (www.intertrust.gr).

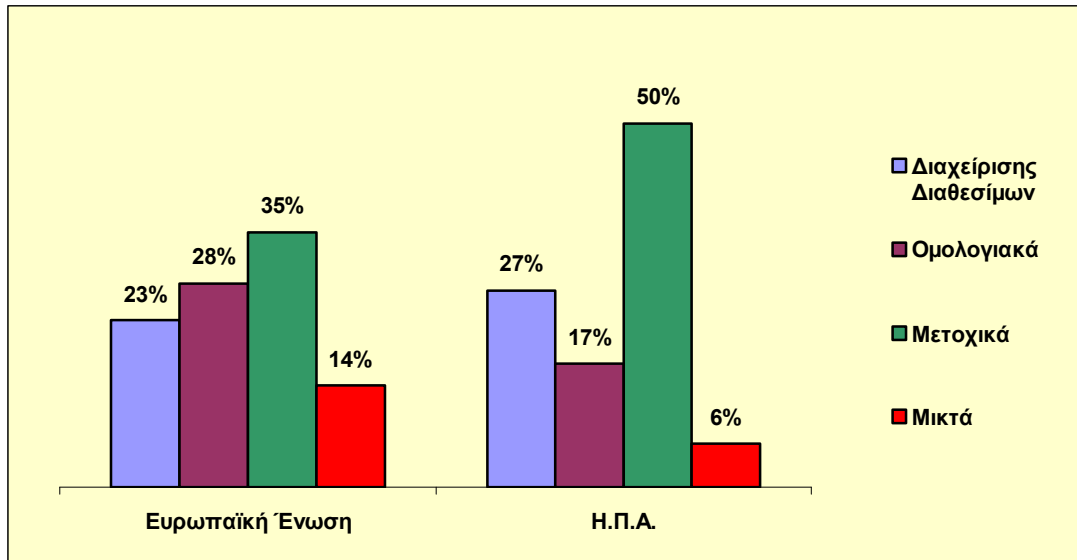
2.4.1.1 Τα Α/Κ στις Η.Π.Α.

Η υψηλή ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος των Η.Π.Α. καθώς και μια σειρά ιστορικών και οικονομικών παραγόντων, όπως οι υψηλότεροι ρυθμοί ανάπτυξης, τα υψηλά εισοδήματα, τα χαμηλά επιτόκια, ο χαμηλός κρατικός προστατευτισμός αλλά και τα εξαιρετικά φορολογικά κίνητρα, ευνόησαν τη μεγάλη ανάπτυξη του θεσμού των Α/Κ κατά τις τελευταίες δεκαετίες. Οι αριθμοί είναι αποκαλυπτικοί, καθώς στις 31/03/2004, στην αγορά των Η.Π.Α. δραστηριοποιούνταν πάνω από 8.000 διαφορετικά Α/Κ, τα οποία κάλυπταν ένα ευρύ φάσμα επενδυτικών επιλογών, ενώ το σύνολο των υπό διαχείριση ενεργητικών ξεπερνούσε τα 7,6 τρις δολάρια. Η διάρθρωση

της αμερικανικής αγοράς A/K κάνει έκδηλη και την προτίμηση των επενδυτών για τοποθετήσεις υψηλού ρίσκου, καθώς το 50% της αγοράς καλύπτουν τα μετοχικά A/K, ενώ η αμέσως επόμενη κατηγορία, αυτή των A/K διαχειρίσεως διαθεσίμων, καλύπτει μικρότερο ποσοστό (27% της αγοράς) (www.intertrust.gr).

2.4.1.2 Τα A/K στην Ευρωπαϊκή Ένωση

Ο θεσμός των A/K είναι εξαιρετικά διαδεδομένος και στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Ε.Ε.). Ωστόσο, εδώ η αγορά διαφοροποιείται σημαντικά από τα αμερικανικά δεδομένα τόσο ως προς τα μεγέθη όσο και ως προς τη διάρθρωσή της. Παρά το γεγονός ότι τα A/K τα οποία δραστηριοποιούνται στην αγορά ξεπερνούν τα 27.000, το ύψος των συνολικών ενεργητικών τους, το οποίο είναι περίπου 3,9 τρις ευρώ, είναι σημαντικά μικρότερο από το αντίστοιχο των Η.Π.Α. Οι παραδοσιακά «προστατευτικές» οικονομίες των ευρωπαϊκών χωρών και οι συγκρατημένοι ρυθμοί ανάπτυξης αποτέλεσαν τις βασικές αιτίες για τις οποίες οι Ευρωπαίοι επενδυτές εμφανίζονται περισσότερο συντηρητικοί σε σχέση με τους Αμερικανούς. Έτσι, το ποσοστό των μετοχικών A/K στην Ε.Ε., αν και υψηλό (35%), είναι μικρότερο από το αντίστοιχο των Η.Π.Α. Αποκαλυπτικό είναι το διάγραμμα που ακολουθεί (www.intertrust.gr).



(Πηγή: www.intertrust.gr)

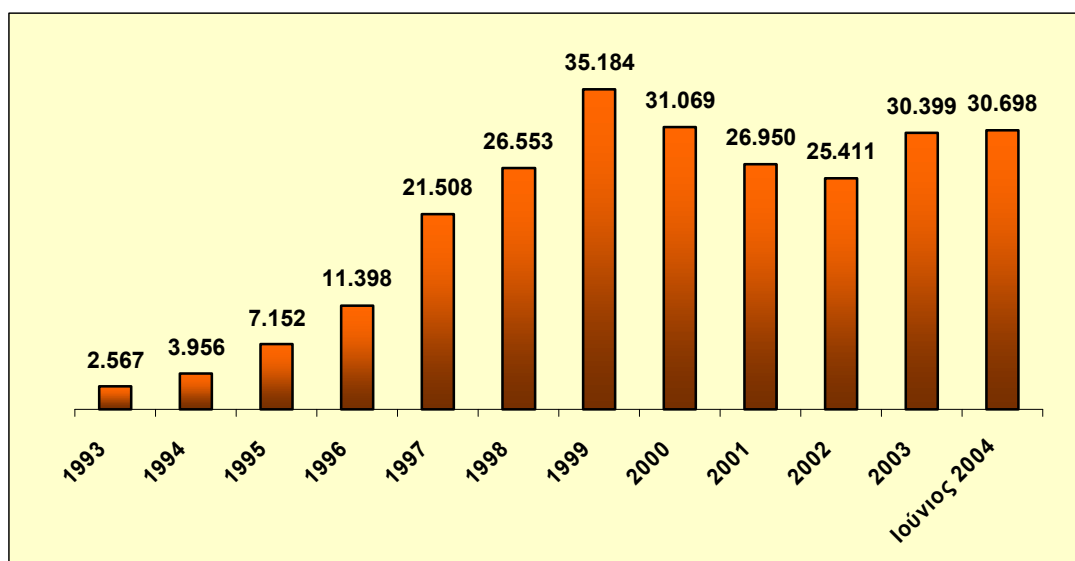
Διάγραμμα 1

Η διάρθρωση των ενεργητικών των Α/Κ στις Η.Π.Α. και στην Ε.Ε. (Στοιχεία 31/03/2004)

2.4.2 Τα Α/Κ στην Ελλάδα

Παρά το γεγονός ότι τα πρώτα Α/Κ έκαναν την εμφάνισή τους στην ελληνική αγορά στα τέλη του 1972, ο επενδυτικός αυτός θεσμός γνώρισε ουσιαστική ανάπτυξη κατά την δεκαετία του 1990. Η δεκαετία ξεκίνησε με μια μόνο κατηγορία Α/Κ, αυτή των μικτών. Στη συνέχεια, εντός του 1990 σχηματίστηκαν τα μετοχικά και τα ομολογιακά Α/Κ, ενώ το 1991 προστέθηκαν τα διεθνή και τα Α/Κ διαχειρίσεως διαθεσίμων. Με την εμφάνιση των ομολογιακών αλλά κυρίως των Α/Κ διαχειρίσεως διαθεσίμων, ξεκίνησε και η ποσοτική εξάπλωση των Α/Κ. Στα τέλη της δεκαετίας, με την ενίσχυση του ρόλου του ελληνικού χρηματιστηρίου, το ενδιαφέρον των επενδυτών στράφηκε και στην κατηγορία των μετοχικών Α/Κ (www.intertrust.gr).

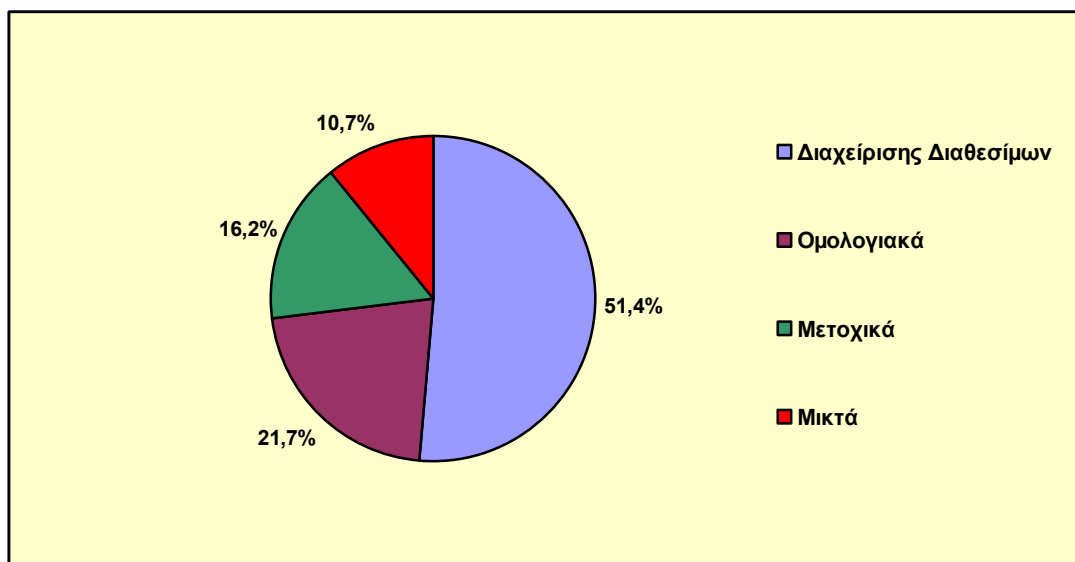
Σήμερα, η αγορά Α/Κ βρίσκεται πλέον σε υψηλά επίπεδα τόσο από άποψη συνολικών υπό διαχείριση ενεργητικών όσο και από πλευράς αριθμού διαφορετικών προϊόντων και εταιριών διαχείρισης. Συγκεκριμένα, το πρώτο εξάμηνο του 2004, το συνολικό ύψος των υπό διαχείριση ενεργητικών ξεπερνούσε τα 30 δις ευρώ, ενώ συνολικά στην αγορά δραστηριοποιούνταν 29 Α.Ε.Δ.Α.Κ. και 262 Α/Κ όλων των κατηγοριών. Τα δύο διαγράμματα που ακολουθούν παρουσιάζουν την εξέλιξη των ενεργητικών της ελληνικής αγοράς Α/Κ καθώς και την διάρθρωση αυτών (www.intertrust.gr).



(Πηγή: www.intertrust.gr)

Διάγραμμα 2

Η εξέλιξη των ενεργητικών της ελληνικής αγοράς Α/Κ (εκ. ευρώ) (Στοιχεία 30/06/2004)



(Πηγή: www.intertrust.gr)

Διάγραμμα 3

Η διάρθρωση των ενεργητικών της ελληνικής αγοράς Α/Κ (Στοιχεία 30/06/2004)

2.5 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Ο θεσμός των Α/Κ, όπως άλλωστε είδαμε και στην προηγούμενη παράγραφο, έχει γνωρίσει τεράστια ανάπτυξη τόσο στις πολύ αναπτυγμένες αγορές του εξωτερικού όσο και στην Ελλάδα και σε άλλες χώρες. Το γεγονός αυτό οφείλεται αναμφισβήτητα στα πολλά και σημαντικά πλεονεκτήματα που προσφέρουν τα Α/Κ παρά τα όποια μειονεκτήματά τους.

2.5.1 Πλεονεκτήματα των Α/Κ

Τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα των Α/Κ με μια σύντομη περιγραφή καθενός από αυτά αναφέρονται παρακάτω και είναι τα εξής (Καραθανάσης - Λυμπερόπουλος, 2002, σελ. 109 - 116):

✓ *Οι ανταγωνιστικές αποδόσεις των επενδυσόμενων κεφαλαίων*

Τα Α/Κ αποτελούν μέσο για την επίτευξη ικανοποιητικών αποδόσεων με την ταυτόχρονη πραγματοποίηση ευρύτερων οικονομικών στόχων. Μάλιστα, οι αποδόσεις τους συχνά ξεπερνούν αυτές της αγοράς (beat the market).

✓ *Η επαγγελματική διαχείριση των κεφαλαίων*

Η διαχείριση των χρημάτων του μεριδιούχου ενός Α/Κ από ομάδες επαγγελματιών με μεγάλη εμπειρία και υψηλό επίπεδο γνώσεων είναι ίσως το σημαντικότερο πλεονέκτημα που προσφέρουν τα Α/Κ, κυρίως για τα άτομα που δεν έχουν τις

γνώσεις ή και το χρόνο να ασχοληθούν με την επένδυση των κεφαλαίων τους.

✓ *Δεν απαιτούνται μεγάλα κεφάλαια για επένδυση*

Σήμερα, τα περισσότερα Α/Κ έχουν ως κατώτατο όριο χρημάτων που μπορεί να επενδύσει κάποιος σε αυτά, ένα ποσό που είναι προσιτό σε οποιονδήποτε θέλει να λέγεται επενδυτής.

✓ *Ποικίλοι τρόποι αγοράς μεριδίων*

Ένα χαρακτηριστικό κάθε προϊόντος, που σε μεγάλο βαθμό καθορίζει την επιτυχία αυτού, είναι το δίκτυο διανομής του και γενικότερα η ευκολία με την οποία μπορούν να το αποκτήσουν οι πελάτες. Σε σύγκριση με άλλα μεμονωμένα επενδυτικά στοιχεία (μετοχές ή ομόλογα), τα Α/Κ σήμερα διαθέτουν πολύ ευρύ δίκτυο πώλησης.

✓ *Μικρές προμήθειες και έξοδα*

Ο έντονος ανταγωνισμός που υπάρχει τα τελευταία χρόνια στον κλάδο έχει μειώσει σημαντικά τα επίπεδα των προμηθειών και των εξόδων, κάτι που αυξάνει τις καθαρές αποδόσεις για τους μεριδιούχους.

✓ *Μείωση του επενδυτικού κινδύνου μέσω της διασποράς των επενδύσεων*

Πρόκειται για την εφαρμογή της σοφής λαϊκής ρήσης: «Μην κρατάς ποτέ όλα τα αυγά σου στο ίδιο καλάθι». Το ρητό αυτό αποτελεί και την πεμπτουσία της επενδυτικής φιλοσοφίας των Α/Κ και θεωρείται ένα από τα μεγαλύτερα πλεονεκτήματά τους. Αυτό που κάνουν οι διαχειριστές των Α/Κ είναι να επενδύουν τα χρήματα που τους εμπιστεύονται οι μεριδιούχοι σε διάφορες κινητές αξίες (μετοχές, ομόλογα, γερós και άλλα) επιτυγχάνοντας με αυτόν τον τρόπο μεγάλη διασπορά.

Δημιουργούν, δηλαδή, ένα χαρτοφυλάκιο επενδυτικών στοιχείων, μέσω του οποίου ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος μειώνεται.

✓ *Ευρύ πεδίο επενδυτικών επιλογών*

Λόγω της μεγάλης γκάμας των υπαρχόντων Α/Κ στις μέρες μας, μπορεί να καλυφθεί μια μεγάλη ποικιλία επενδυτικών αναγκών με την επιλογή του κατάλληλου ή των κατάλληλων Α/Κ χρησιμοποιώντας σε κάθε περίπτωση τα κατάλληλα κριτήρια, που θα εξετάσουμε σε επόμενο κεφάλαιο.

✓ *Δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης των μεριδίων*

Το γεγονός ότι ο επενδυτής δε δεσμεύει τα χρήματά του για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα αλλά μπορεί οποιαδήποτε στιγμή να ρευστοποιήσει τα μερίδιά του, αποτελεί ένα σημαντικό πλεονέκτημα των Α/Κ.

✓ *Εύκολη παρακολούθηση της επένδυσης*

Η παρακολούθηση της πορείας των επενδύσεων σε Α/Κ είναι αρκετά απλή. Δεν απαιτούνται ειδικές γνώσεις ή ιδιαίτερη προσπάθεια, μιας και η καθαρή αξία των μεριδίων δημοσιεύεται καθημερινά στις περισσότερες πολιτικές και οικονομικές εφημερίδες, ενώ και οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. αποστέλλουν σε τακτά χρονικά διαστήματα ειδικά ενημερωτικά δελτία στους μεριδιούχους.

✓ *Είσπραξη ετήσιου μερίσματος με δυνατότητα επανεπένδυσης*

Τα έσοδα των Α/Κ προέρχονται από τα μερίσματα των μετοχών που έχουν στο χαρτοφυλάκιο τους καθώς και από τους τόκους που πληρώνουν τα ομόλογα, τα έντοκα γραμμάτια και τα λοιπά χρεόγραφα που εμπεριέχονται σε αυτά. Μια άλλη πηγή εσόδων για τα Α/Κ είναι τα κεφαλαιακά κέρδη που καταγράφουν από την

πώληση των αξιόγραφων και των χρεογράφων σε τιμή μεγαλύτερη από την τιμή κτήσης αυτών. Από τα έσοδα αυτά, η Α.Ε.Δ.Α.Κ. αποφασίζει κάθε χρόνο να διανείμει ένα ποσοστό ως μέρισμα. Οι μεριδιούχοι έχουν την επιλογή είτε να εισπράξουν το μέρισμα είτε να το επανεπενδύσουν σε μερίδια του Α/Κ.

✓ *Πλήρης διαφάνεια στις συναλλαγές και ασφάλεια από κινδύνους πτώχευσης*

Τα Α/Κ θεωρούνται από τις πλέον ασφαλείς επενδύσεις. Αυτό οφείλεται στη φύση του θεσμού, στην ολοκληρωμένη νομοθεσία που διέπει τη λειτουργία του και στην ύπαρξη του Θεματοφύλακα, ο οποίος εξασφαλίζει την ομαλή λειτουργία του και την απόλυτη φερεγγυότητά του.

✓ *Ευέλικτοι τρόποι απόκτησης και χρησιμοποίησης των μεριδίων*

Οι επενδυτές μπορούν να αποκτήσουν μερίδια Α/Κ ακόμα και μέσω ανταλλαγής αξιόγραφων ή και χρεογράφων, εφόσον η Α.Ε.Δ.Α.Κ. αποδεχθεί κάτι τέτοιο. Επίσης, βάσει της ισχύουσας νομοθεσίας, οι μεριδιούχοι Α/Κ μπορούν να δανειοδοτηθούν με ενεχυρίαση των μεριδίων τους.

2.5.2 Μειονεκτήματα των Α/Κ

Τα σημαντικότερα μειονεκτήματα των Α/Κ με μια σύντομη περιγραφή καθενός από αυτά αναφέρονται παρακάτω και είναι τα εξής (Καραθανάσης - Λυμπερόπουλος, 2002, σελ. 117 - 118):

- *Μη χρήσιμα σε επενδυτές πεπειραμένους στην επιλογή τίτλων και στη δημιουργία χαρτοφυλακίων*

Υπάρχουν αρκετοί επενδυτές που διαθέτουν και τις γνώσεις και την εμπειρία που χρειάζεται για να δημιουργήσουν οι ίδιοι το δικό τους χαρτοφυλάκιο και συνεπώς δεν χρειάζεται να αποταθούν σε κάποιο A/K.

○ *Μη χρήσιμα σε επενδυτές που αποστρέφονται εντελώς τον κίνδυνο*

Υπάρχουν άτομα που χαρακτηρίζονται ως risk avoiders και δεν είναι διατεθειμένα να αναλάβουν κανέναν κίνδυνο, όποια και αν είναι η ανταμοιβή, δηλαδή η αναμενόμενη απόδοση. Τα άτομα αυτά τοποθετούν τα κεφάλαιά τους σε επενδυτικά προϊόντα που έχουν μια συγκεκριμένη, γνωστή εκ των προτέρων, ονομαστική απόδοση και συνεπώς είναι απαλλαγμένη του επενδυτικού κινδύνου. Όπως γίνεται αντιληπτό, για αυτά τα άτομα, δεν ενδείκνυνται ως μορφή επένδυσης τα A/K.

○ *Μη χρήσιμα σε επενδυτές που έχουν πολύ εξειδικευμένες επενδυτικές ανάγκες*

Με την ύπαρξη μεγάλης ποικιλίας A/K στις μέρες μας, μπορούν να καλυφθούν πολλές και διαφορετικές επενδυτικές ανάγκες. Ωστόσο, είναι πιθανή και η ύπαρξη εξειδικευμένων επενδυτικών αναγκών, τις οποίες τα A/K δεν μπορούν να καλύψουν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Λόγω του τεράστιου αριθμού Α/Κ που υπάρχουν στις μέρες μας, ένα πρόβλημα που αντιμετωπίζει ο σημερινός επενδυτής, ο οποίος πλέον λειτουργεί σε ένα παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον, δεν είναι απλά η αγορά ενός Α/Κ αλλά η επιλογή εκείνου του συνδυασμού των Α/Κ που θα ταιριάζει καλύτερα σε αυτόν. Η επιλογή του κατάλληλου ή καλύτερα του άριστου συνδυασμού των καταλληλότερων Α/Κ για έναν επενδυτή είναι μια διαδικασία πολύπλοκη, πολυσύνθετη και πολυδιάστατη και ονομάζεται Fund Picking (Η Καθημερινή, 02-04-2003, σελ. 40 – 41).

Η διαδικασία αυτή μπορεί να χωριστεί σε δύο μεγάλα βήματα. Στο πρώτο βήμα, ο επενδυτής θα πρέπει να καθορίσει τι θέλει να πετύχει επιλέγοντας να επενδύσει σε ένα Α/Κ, δηλαδή πρέπει να συγκεκριμενοποιήσει ποιες είναι οι οικονομικές του ανάγκες και ποια τα επενδυτικά του χαρακτηριστικά. Στο δεύτερο βήμα, βάσει των συμπερασμάτων του πρώτου βήματος, ο υποψήφιος μεριδιούχος θα πρέπει να αναζητήσει το συγκεκριμένο ή τα συγκεκριμένα Α/Κ που θα του καλύψουν αυτές τις ανάγκες. Για να γίνει αυτό, πρέπει να

εφαρμόσει μια σειρά από κριτήρια αξιολόγησης (Καραθανάσης –
Λυμπερόπουλος, 2002, σελ. 143 – 144).

3.2 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΑΝΑΓΚΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΩΝ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΗ

Βασικό σημείο στην όλη διαδικασία είναι ο από πλευράς του επενδυτή καθορισμός των οικονομικών αναγκών του αλλά και των επενδυτικών χαρακτηριστικών του. Αν ο επενδυτής παραβλέψει αυτό το πολύ σημαντικό βήμα και επικεντρωθεί αμέσως και αποκλειστικά στο ποια είναι τα Α/Κ με τις καλύτερες αποδόσεις ή αξιολογήσεις, είναι αρκετά πιθανό να επιλέξει κάποιο Α/Κ το οποίο δεν θα τον ικανοποιεί, διότι δεν θα ταιριάζει με τις ανάγκες και τους στόχους του (Καραθανάσης - Λυμπερόπουλος, 2002, σελ. 144). Τρία είναι τα βασικά ερωτήματα που θα πρέπει να απαντήσει ο επενδυτής σε αυτό το στάδιο της διαδικασίας επιλογής και είναι τα εξής (Καραθανάσης - Λυμπερόπουλος, 2002, σελ. 144):

1. Ποιοι είναι οι στόχοι του επενδυτή, δηλαδή τι ύψους και τι είδους αποδόσεις ζητάει;
2. «Πόσο» κίνδυνο είναι διατεθειμένος να αναλάβει;
3. Ποιος είναι ο επενδυτικός του ορίζοντας;

3.2.1 Στόχοι - ανάγκες του επενδυτή

Πρώτο μέλημα κάθε επενδυτή είναι ο καθορισμός των στόχων του και των αναγκών του όχι μόνο σε όρους ύψους επιθυμητών αποδόσεων αλλά και σε όρους είδους επιθυμητών αποδόσεων. Για παράδειγμα, αν στόχος του είναι η όσο το δυνατόν μεγαλύτερη αύξηση των επενδυσόμενων κεφαλαίων, θα πρέπει να επενδύσει σε Α/Κ που προσανατολίζονται σε καταγραφή κεφαλαιακών

υπεραξιών, όπως είναι τα μετοχικά και κυρίως τα μετοχικά αναπτυξιακά. Αν ο επενδυτής προσμένει από τα κεφάλαια που θα επενδύσει να έχει κάποιο εισόδημα, μπορεί να επενδύσει σε ομολογιακά Α/Κ, που εξασφαλίζουν στους μεριδιούχους τους μια σταθερή χρηματική ροή μέσω των τόκων που εισπράττουν από τις επενδύσεις τους σε ομόλογα. Μπορεί, επίσης, να επενδύσει σε μικτά Α/Κ, τα οποία συνδυάζουν χρηματικές ροές προς τους μεριδιούχους που προέρχονται από τόκους ομολόγων, τόκους άλλων τίτλων, τόκους καταθέσεων και μερίσματα μετοχών. Φυσικά, υπάρχουν και τα Α/Κ διαχείρισης διαθεσίμων για αυτούς που πρώτιστο μέλημα αποτελεί η εξασφάλιση της ονομαστικής αξίας των επενδύμενων κεφαλαίων, ενώ η ύπαρξη κάποιου εισοδήματος και η αύξηση του κεφαλαίου έρχονται σε δεύτερη μοίρα (Καραθανάσης – Λυμπερόπουλος, 2002, σελ. 145).

3.2.2 Βαθμός κινδύνου που είναι διατεθειμένος να αναλάβει ο επενδυτής

Ο υποψήφιος μεριδιούχος θα πρέπει να αποφασίσει «πόσο» κίνδυνο επιθυμεί να αναλάβει. Είδαμε κατά την παρουσίαση των διαφόρων κατηγοριών Α/Κ ότι κάθε κατηγορία Α/Κ αλλά και κάθε Α/Κ ξεχωριστά ενέχει ουσιαστικά και διαφορετικό κίνδυνο. Συνεπώς, ανάλογα με το πόσο ριψοκίνδυνος (risk lover) ή όχι (risk averter) είναι ένας επενδυτής, μπορεί να στρέψει το ενδιαφέρον του προς συγκεκριμένες κατηγορίες ή και υποκατηγορίες Α/Κ (Καραθανάσης – Λυμπερόπουλος, 2002, σελ. 145 – 146). Ο κίνδυνος που είναι διατεθειμένος να αναλάβει ένας επενδυτής είναι σε γενικές γραμμές συνάρτηση των εξής παραγόντων (Καραθανάσης – Λυμπερόπουλος, 2002, σελ. 146):

- Ηλικία επενδυτή
- Ιδιοσυγκρασία επενδυτή
- Ύψος εισοδήματος επενδυτή σε συνάρτηση με το μέγεθος της οικογένειάς του
- Γενικότερη οικονομική κατάσταση επενδυτή
- Τρέχουσες οικονομικές συνθήκες και προσδοκίες επενδυτή σχετικά με την μελλοντική τους εξέλιξη

Αν ο επενδυτής επιθυμεί όσο το δυνατόν υψηλότερες αποδόσεις, τότε θα πρέπει να είναι προετοιμασμένος να αποδεχτεί και λιγότερη ασφάλεια για τα κεφάλαιά του, δηλαδή μεγαλύτερο κίνδυνο. Από την άλλη πλευρά, το τίμημα για την εξασφάλιση των κεφαλαίων του είναι η χαμηλή απόδοση αυτών. Υπάρχει δηλαδή ένα αντιστάθμισμα μεταξύ απόδοσης και ασφάλειας. Έτσι, ο υποψήφιος μεριδιούχος θα πρέπει να αποφασίσει ποιο είναι εκείνο το μίγμα απόδοσης – κινδύνου που εξυπηρετεί καλύτερα τις ανάγκες του και τους σκοπούς του, πριν προχωρήσει στο επόμενο στάδιο της διαδικασίας επιλογής Α/Κ και ασφαλώς πριν κάνει την οποιαδήποτε επιλογή Α/Κ στο οποίο θα τοποθετήσει τα κεφάλαιά του (Καραθανάσης – Λυμπερόπουλος, 2002, σελ. 146).

3.2.3 Χρονικός ορίζοντας του επενδυτή

Ένα ακόμα σημαντικό θέμα που θα πρέπει να αποσαφηνίσει ο κάθε επενδυτής είναι για πόσο χρονικό διάστημα σκοπεύει να επενδύσει τα χρήματά του. Η διάσταση του χρόνου είναι πολύ σημαντική για τον καθορισμό του είδους των Α/Κ που αρμόζουν καλύτερα σε κάθε επενδυτή κατά περίπτωση. Για παράδειγμα, ιστορικά στοιχεία έχουν δείξει ότι σε μακροχρόνια διαστήματα

(άνω των πέντε ετών) τα μετοχικά A/K επιτυγχάνουν καλύτερες αποδόσεις έναντι των A/K των άλλων κατηγοριών. Εξ' αιτίας όμως του υψηλότερου κινδύνου που ενέχουν τα μετοχικά A/K, όταν ο χρονικός ορίζοντας της επένδυσης είναι μεσοπρόθεσμος και πολύ περισσότερο βραχυπρόθεσμος, η συγκεκριμένη κατηγορία A/K δεν ενδείκνυται. Σε αυτές τις περιπτώσεις, είναι καλύτερο να προτιμώνται A/K άλλων κατηγοριών, όπως τα A/K διαχείρισης διαθεσίμων ή τα ομολογιακά A/K (Καραθανάσης - Λυμπερόπουλος, 2002, σελ. 146 - 147).

3.3 ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

3.3.1 Εισαγωγή

Από τη στιγμή που το άτομο προσδιορίζει τους αντικειμενικούς του σκοπούς και ανάγκες και καθορίσει το επενδυτικό του προφίλ, θα πρέπει να αναζητήσει και να επιλέξει εκείνο το Α/Κ ή εκείνον τον συνδυασμό Α/Κ που ικανοποιεί τις ανάγκες του αυτές και ταιριάζει καλύτερα στον επενδυτικό του χαρακτήρα. Για να το πετύχει όμως αυτό, θα πρέπει να αξιολογήσει τα διάφορα Α/Κ που του προσφέρονται ως επιλογή. Η αξιολόγηση και η επιλογή, εν τέλει, των Α/Κ μπορεί να γίνει με συγκεκριμένα κριτήρια, τα οποία χωρίζονται σε ποσοτικά και ποιοτικά και θα αναπτύξουμε παρακάτω. Ευνόητο είναι ότι η τελική επιλογή Α/Κ δεν πρέπει να γίνεται με βάση ένα μόνο κριτήριο αλλά πρέπει οι επενδυτές να λαμβάνουν υπόψη πολλά κριτήρια, αν όχι όλα. Η χρήση πολλών κριτηρίων, με την ανάλογη βαρύτητα που πρέπει να δίνεται στο καθένα από αυτά, είναι ο καταλληλότερος τρόπος για τη σωστή επιλογή Α/Κ.

3.3.2 Ποσοτικά κριτήρια

Τα ποσοτικά κριτήρια για την αξιολόγηση και επιλογή Α/Κ είναι τεσσάρων ειδών και είναι η παρελθούσα απόδοση του Α/Κ, ο κίνδυνος που ενέχει το Α/Κ, η αξιολόγηση της επίδοσης του Α/Κ και τα έξοδα που βαρύνουν το Α/Κ.

3.3.2.1 Παρελθούσα απόδοση του Α/Κ

Αξιολογώντας την παρελθούσα απόδοση ενός Α/Κ, είναι ουσιώδες να εξετάζει ο επενδυτής την σωρευτική απόδοση που αυτό είχε από της ιδρύσεώς του μέχρι και σήμερα. Ως σωρευτική απόδοση, ονομάζουμε το ποσό των χρημάτων που θα είχαμε σήμερα, αν είχαμε επενδύσει ένα ευρώ στο Α/Κ την ημέρα της ιδρύσεως του και υπολογίζεται από το λόγο της καθαρής τιμής του μεριδίου σήμερα προς την καθαρή τιμή του μεριδίου την ημέρα της ιδρύσεως του Α/Κ. Περισσότερο ίσως σημαντικό είναι να εξετάζει ο επενδυτής την απόδοση που το Α/Κ είχε το τελευταίο χρονικό διάστημα, συνήθως τα τελευταία τρία ή πέντε έτη, σε κάθε περίπτωση όμως σε διάστημα πάνω από ένα έτος. Η απόδοση αυτή υπολογίζεται, αν αφαιρέσουμε την καθαρή τιμή του μεριδίου στην αρχή της περιόδου από την καθαρή τιμή του μεριδίου στο τέλος της περιόδου (σήμερα) και την διαφορά τη διαιρέσουμε με την καθαρή τιμή του μεριδίου στην αρχή της περιόδου. Στον υπολογισμό βέβαια πρέπει να συμπεριληφθούν και τα μερίσματα που τυχόν διανεμήθηκαν κατά τη διάρκεια όλης της υπό εξέταση περιόδου.

Αυτό όμως που θα πρέπει να έχει συνεχώς στο νου του ο επενδυτής είναι ότι οι αποδόσεις αυτές που πέτυχε το Α/Κ αφορούν το παρελθόν και σε καμία περίπτωση δεν εγγυώνται για το τι θα συμβεί στο μέλλον. Έτσι, μόνο ως ενδεικτικά στοιχεία σε κάποια πρόβλεψη για το μέλλον μπορούν να χρησιμοποιηθούν και σε καμία περίπτωση ως εχέγγυα. Άλλωστε, οι Α.Ε.Δ.Α.Κ., βάσει νόμου, είναι υποχρεωμένες να αναγράφουν σε κάθε διαφημιστικό έντυπο για Α/Κ ότι «τα Αμοιβαία Κεφάλαια δεν έχουν εγγυημένη απόδοση και οι προηγούμενες δεν διασφαλίζουν τις μελλοντικές».

3.3.2.2 Κίνδυνος που ενέχει το A/K

Ο κίνδυνος ορίζεται ως η διακύμανση που παρουσιάζουν οι αποδόσεις του A/K. Οι παράγοντες που σε γενικές γραμμές επηρεάζουν την μεταβλητότητα (διακύμανση) των αποδόσεων του A/K είναι οι εξής (Καραθανάσης - Λυμπερόπουλος, 2002, σελ. 153):

- το είδος των κινητών αξιών που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο του A/K. Για παράδειγμα, οι τιμές των μετοχών συνήθως παρουσιάζουν μεγαλύτερη μεταβλητότητα από τις τιμές των ομολόγων.
- ο βαθμός διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου του A/K. Για παράδειγμα, ένα A/K που το χαρτοφυλάκιο του περιλαμβάνει μικρό αριθμό κινητών αξιών θα παρουσιάζει μεγαλύτερη μεταβλητότητα από κάποιο άλλο A/K που το χαρτοφυλάκιο του περιλαμβάνει μεγάλο αριθμό κινητών αξιών. Επίσης, καθοριστικής σημασίας είναι και η συνδιακύμανση μεταξύ των διαφόρων κινητών αξιών, δηλαδή αν και αν ναι, σε ποιο βαθμό, οι τιμές των κινητών αξιών μεταβάλλονται προς την ίδια κατεύθυνση. Όσο μεγαλύτερη είναι η συνδιακύμανση μεταξύ των κινητών αξιών που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο ενός A/K τόσο μεγαλύτερος θα είναι ο κίνδυνος αυτού του A/K.

Δύο είναι κυρίως οι τρόποι που χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό και την ποσοτικοποίηση του κινδύνου που παρουσιάζει ένα A/K. Οι δύο βασικοί εκτιμητές του κινδύνου είναι ο *Συστηματικός Κίνδυνος (Beta)* και η *Τυπική Απόκλιση (Standard Deviation)*. Όσο μεγαλύτεροι είναι αυτοί οι δύο εκτιμητές τόσο μεγαλύτερος είναι και ο κίνδυνος που ενέχει το A/K. Ο Συστηματικός Κίνδυνος εκφράζει τη διακύμανση, εντός μιας περιόδου, της αξίας ενός A/K σχετικά με έναν δείκτη που αντιπροσωπεύει μια αγορά στην

οποία επενδύει κυρίως τα κεφάλαιά του το A/K. Συνήθως, όμως, χρησιμοποιείται ο δείκτης που αντιπροσωπεύει τη χρηματιστηριακή αγορά, προκειμένου για τη χώρα μας ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Η Τυπική Απόκλιση εκφράζει την απόκλιση όλων των αποδόσεων μιας περιόδου του A/K από τη μέση απόδοση που έχει το A/K στη συγκεκριμένη περίοδο (Καραθανάσης – Λυμπερόπουλος, 2002, σελ. 154).

3.3.2.3 Αξιολόγηση της επίδοσης του A/K

Για την αξιολόγηση της επίδοσης A/K, χρησιμοποιούνται τα παραδοσιακά μέτρα αξιολόγησης, που υιοθετούν την προσαρμοσμένη στον κίνδυνο απόδοση, και άλλα εναλλακτικά μέτρα, που υιοθετούν διάφορες προσεγγίσεις.

➤ Παραδοσιακά μέτρα αξιολόγησης της επίδοσης του A/K

Ένα εργαλείο που χρησιμοποιείται ευρέως για την αξιολόγηση και επιλογή A/K ονομάζεται προσαρμοσμένη (τροποποιημένη) στον κίνδυνο απόδοση. Στην ουσία, πρόκειται για κάποιους δείκτες οι οποίοι κατά τον υπολογισμό τους χρησιμοποιούν, μαζί και με κάποια άλλα στοιχεία, στοιχεία παρελθούσας απόδοσης του A/K αλλά και στοιχεία κινδύνου που ενέχει το A/K. Δηλαδή, συνδυάζουν κατά κάποιο τρόπο τα δύο προηγούμενα ποσοτικά κριτήρια που αναφέραμε και οδηγούνται σε ένα νέο, επίσης ποσοτικό κριτήριο, το οποίο και τελικά παρουσιάζουν και χρησιμοποιούν για την αξιολόγηση του A/K. Μάλιστα, αυτοί οι δείκτες έχουν πλέον τόσο μεγάλη απήχηση στους επενδυτές που χρησιμοποιούνται σχεδόν αποκλειστικά για την επιλογή A/K, παρ' όλο που, όπως τονίσαμε και νωρίτερα, η χρήση ενός μόνο κριτηρίου για την αξιολόγηση και επιλογή A/K μπορεί να οδηγήσει σε πολύ κακές επιλογές

και για αυτό το λόγο πρέπει να αποφεύγεται. Οι γνωστότεροι από αυτούς τους δείκτες - κριτήρια είναι ο δείκτης του Sharpe, ο δείκτης του Treynor και ο δείκτης του Jensen. Τους δείκτες αυτούς, που αποτελούν τα παραδοσιακά μέτρα αξιολόγησης της επίδοσης A/K, θα δούμε αναλυτικά στο επόμενο κεφάλαιο.

➤ Εναλλακτικές προσεγγίσεις στην αξιολόγηση της επίδοσης του A/K

Στους παραπάνω δείκτες, έρχονται να προστεθούν και άλλες εναλλακτικές προσεγγίσεις στον χώρο της αξιολόγησης της επίδοσης A/K. Τέτοιες είναι το υπόδειγμα των Treynor - Mazuy, το υπόδειγμα των Henriksson - Merton, η μεθοδολογία του M² και αυτή του Style Analysis. Όλα τα παραπάνω και ασφαλώς τη μεθοδολογία της αμερικάνικης εταιρίας Morningstar θα εξετάσουμε αναλυτικά σε επόμενα κεφάλαια, όπου θα δούμε και τις διαφοροποιήσεις της τελευταίας από τα ευρέως αποδεχτά προαναφερόμενα παραδοσιακά μέτρα αλλά και από τις άλλες εναλλακτικές προσεγγίσεις στην αξιολόγηση της επίδοσης A/K.

3.3.2.4 Έξοδα που βαρύνουν το A/K

Ένα ακόμα κριτήριο αξιολόγησης που θα πρέπει να λάβει υπόψη του ο επενδυτής, προτού αποφασίσει αν θα τοποθετήσει τα χρήματά του σε κάποιο A/K, είναι τα έξοδα που επιβαρύνουν το A/K. Αυτά μπορούν να παρακολουθούνται μέσω του δείκτη εξόδων (expense ratio), που υπολογίζεται συνήθως σε ετήσια βάση και προκύπτει από το λόγο του συνόλου των δαπανών προς το μέσο όρο της καθαρής αξίας του ενεργητικού του A/K (Καραθανάσης - Λυμπερόπουλος, 2002, σελ. 81). Τέσσερα είναι τα

βασικά σημεία που θα πρέπει να έχουν κατά νου οι υποψήφιοι μεριδιούχοι αναφορικά με τον δείκτη εξόδων και είναι τα εξής (Καραθανάσης – Λυμπερόπουλος, 2002, σελ. 81 – 82):

- Τα μικρότερα Α/Κ τείνουν να εμφανίζουν υψηλότερο δείκτη εξόδων από τα μεγαλύτερα, γιατί τα τελευταία επωφελούνται από την ύπαρξη οικονομικών κλίμακας.
- Τα Α/Κ που επενδύουν στο εξωτερικό εμφανίζουν συνήθως υψηλότερο δείκτη εξόδων λόγω των υψηλότερων εξόδων έρευνας που συνεπάγεται η επένδυση σε αγορές του εξωτερικού.
- Τα Α/Κ που επενδύουν κυρίως σε μετοχές έχουν υψηλότερο δείκτη εξόδων από αυτά που επενδύουν ως επί το πλείστον σε ομόλογα ή έντοκα γραμμάτια δημοσίου.
- Τα έξοδα ενός Α/Κ αυξάνονται καθώς αυξάνεται ο αριθμός των μεριδιούχων και συνεπώς και τα έξοδα εξυπηρέτησης αυτών.

Τέλος, θα πρέπει να τονιστεί ότι κατά τον υπολογισμό του δείκτη εξόδων δεν συμπεριλαμβάνονται οι προμήθειες διάθεσης και εξαγοράς που εισπράττει η Α.Ε.Δ.Α.Κ. και έτσι ο επενδυτής θα πρέπει να κάνει ξεχωριστό υπολογισμό για αυτές, μιας και οι προμήθειες αυτές περιορίζουν περαιτέρω την απόδοση των επενδύομένων κεφαλαίων και συρρικνώνουν την καθαρή απόδοση για τους μεριδιούχους. Συνεπώς, είναι πολύ βασικό για έναν επενδυτή να γνωρίζει πέρα από το ύψος των εξόδων και το ύψος των προμηθειών διάθεσης και εξαγοράς του Α/Κ, προτού πάρει την οποιαδήποτε απόφαση για επένδυση των χρημάτων του σε αυτό (Καραθανάσης – Λυμπερόπουλος, 2002, σελ. 82).

3.3.3 Ποιοτικά κριτήρια

Τα ποιοτικά κριτήρια για την αξιολόγηση και επιλογή Α/Κ είναι, όπως και τα ποσοτικά, τέσσερα και είναι η επενδυτική φιλοσοφία – στρατηγική του Α/Κ, η οργάνωση της Α.Ε.Δ.Α.Κ. που διαχειρίζεται το Α/Κ, η επενδυτική διαδικασία που ακολουθείται από αυτήν και η ποιότητα των υπηρεσιών που αυτή παρέχει.

3.3.3.1 Επενδυτική φιλοσοφία – στρατηγική του Α/Κ

Ο επενδυτής, πριν αγοράσει μερίδια του Α/Κ, θα πρέπει να γνωρίζει για το πώς η Α.Ε.Δ.Α.Κ. που το διαχειρίζεται προτίθεται να επενδύσει τα χρήματα που αυτός θα της εμπιστευτεί. Δηλαδή, θα πρέπει να γνωρίζει σε τι είδους κινητές αξίες πρόκειται να κατευθυνθούν τα κεφάλαιά του και με τι ποσοστό σε κάθε κατηγορία κινητών αξιών. Αν πρόκειται κυρίως για μετοχικούς τίτλους, οφείλει ο επενδυτής να γνωρίζει, για παράδειγμα, αν θα είναι μετοχές μικρών εταιριών ή μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης ή μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση. Αν πρόκειται κυρίως για ομολογιακούς τίτλους, θα πρέπει ο επενδυτής να γνωρίζει ποιου εκδότη και ποιας χρονικής διάρκειας. Επίσης, θα πρέπει να γνωρίζει, αν θα επενδυθούν χρήματα σε κινητές αξίες εσωτερικού ή εξωτερικού. Τέτοιας μορφής διευκρινίσεις από μέρους της Α.Ε.Δ.Α.Κ. που διαχειρίζεται το Α/Κ είναι απαραίτητες, διότι επιτρέπουν στον επενδυτή να εξακριβώσει κατά πόσο η στρατηγική που ακολουθείται από το Α/Κ εναρμονίζεται με τις δικές του συγκεκριμένες ανάγκες. Επιπλέον, του δίνεται η ευκαιρία να σχηματίσει μια, έστω, γενική εικόνα για το ποια θα αναμένει να είναι η απόδοση του Α/Κ κάτω από συγκεκριμένες συνθήκες. Για παράδειγμα, αν το Α/Κ έχει επενδύσει μεγάλο

μέρος κεφαλαίων σε μετοχές και η χρηματιστηριακή αγορά είναι ανοδική, τότε ο επενδυτής δικαιολογημένα θα αναμένει θετική απόδοση από το Α/Κ. Με λίγα λόγια, θα πρέπει το Α/Κ να έχει μια ξεκάθαρη επενδυτική φιλοσοφία και στρατηγική, την οποία να γνωστοποιεί με όσο το δυνατόν μεγαλύτερη λεπτομέρεια και ακρίβεια στους επενδυτές (Καραθανάσης – Λυμπερόπουλος, 2002, σελ. 147 – 148).

3.3.3.2 Οργάνωση της Α.Ε.Δ.Α.Κ. που διαχειρίζεται το Α/Κ

Η οργάνωση της Α.Ε.Δ.Α.Κ. που διαχειρίζεται το Α/Κ έχει ασφαλώς αντίκτυπο και στο ίδιο το Α/Κ, καθώς πιθανή κακή οργάνωση της Α.Ε.Δ.Α.Κ. οδηγεί αναπόφευκτα εκτός όλων των άλλων και σε κακή διαχείριση των προς επένδυση κεφαλαίων. Για την αξιολόγησή της, απαιτείται από μέρους του επενδυτή άμεση και προσωπική συζήτηση – έρευνα με το προσωπικό της εταιρίας (Η Καθημερινή, 02-04-2003, σελ. 40 – 41). Με αυτόν τον τρόπο, θα μπορέσει ο επενδυτής να την αξιολογήσει καλύτερα έχοντας παράλληλα ως κριτήρια τα εξής (Η Καθημερινή, 02-04-2003, σελ. 40 – 41):

- ❖ Την ποιότητα και την σταθερότητα στην οργάνωση της Α.Ε.Δ.Α.Κ.
- ❖ Την διάρθρωση της ιδιοκτησίας της Α.Ε.Δ.Α.Κ.
- ❖ Την εταιρική φιλοσοφία που τη διέπει
- ❖ Την εκπαίδευση και την ποιότητα της ομάδας των διαχειριστών του Α/Κ
- ❖ Την προσωπική ηθική και ακεραιότητα των ανθρώπων – κλειδιά της Α.Ε.Δ.Α.Κ.

3.3.3.3 Επενδυτική διαδικασία που ακολουθείται

Για να είναι όσο το δυνατόν καλύτερη και αποτελεσματικότερη η διαχείριση του Α/Κ από την Α.Ε.Δ.Α.Κ., θα πρέπει η επενδυτική διαδικασία που ακολουθείται να είναι διαρθρωμένη με ξεκάθαρους κανόνες και αντίστοιχες ευθύνες. Η διατήρηση ξεκάθαρης επενδυτικής φιλοσοφίας χωρίς πολλές και συχνές αλλαγές «πλεύσης» και η ύπαρξη ξεκάθαρων κανόνων για τη λήψη αποφάσεων είναι ιδιαίτερης σπουδαιότητας τόσο για τον επενδυτή όσο και για την ίδια την Α.Ε.Δ.Α.Κ., μιας και αυτά θα πρέπει να έχουν τεθεί από μέρους της Α.Ε.Δ.Α.Κ. με συνέπεια και με έναν πειθαρχημένο τρόπο ώστε η αποτελεσματική εφαρμογή τους να φανεί τελικά στην επίδοση του Α/Κ (Η Καθημερινή, 02-04-2003, σελ. 40 – 41).

3.3.3.4 Ποιότητα παρεχόμενων υπηρεσιών

Με τον όρο «ποιότητα παρεχόμενων υπηρεσιών», εννοούμε την έγκαιρη και λεπτομερή παραγωγή από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. εύκολα κατανοήσιμων αναφορών και αναλύσεων, οι οποίες αποστέλλονται στους μεριδιούχους και τους ενημερώνουν σχετικά με την κατάσταση των επενδύσεών τους. Επιπλέον, αποτελεί θετικό στοιχείο η ενημέρωση των μεριδιούχων για τις τρέχουσες εγχώριες και διεθνείς οικονομικές εξελίξεις. Άλλος ένας παράγοντας που βελτιώνει την ποιότητα των παρεχόμενων υπηρεσιών είναι η ύπαρξη οικογένειας Α/Κ από μια Α.Ε.Δ.Α.Κ. που προσφέρει διαφορετικού τύπου Α/Κ. Η διευκόλυνση στη μεταφορά των προς επένδυση κεφαλαίων από ένα Α/Κ σε ένα άλλο της ίδιας οικογένειας, μέσω μειωμένων προμηθειών για παράδειγμα, είναι από τα θετικά εκείνα στοιχεία που πρέπει να λαμβάνει ο επενδυτής υπόψη στην επιλογή ενός Α/Κ (Η Καθημερινή, 02-04-2003, σελ. 40 – 41).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Όπως αναφέραμε στο προηγούμενο κεφάλαιο, υπάρχουν ποσοτικά και ποιοτικά κριτήρια για την αξιολόγηση και την τελική επιλογή Α/Κ. Παλιότερα, οι επενδυτές αξιολογούσαν τις επιδόσεις των χαρτοφυλακίων και των Α/Κ βασιζόμενοι σχεδόν αποκλειστικά στο ποσοστό της απόδοσης που αυτά είχαν πετύχει σε κάποιο χρονικό διάστημα. Βέβαια, για να γίνει σωστή αξιολόγηση και σύγκριση, θα πρέπει, πέραν της απόδοσης, να υπολογισθεί και μια δεύτερη παράμετρος, αυτή του κινδύνου της απόδοσης. Δεν είναι αρκετό να γνωρίζει κανείς το μέγεθος της απόδοσης, αν δεν γνωρίζει σε ποιο κίνδυνο ήταν εκτεθειμένη η απόδοση. Κατά τη βασική αρχή της χρηματοοικονομικής, επενδύσεις που έχουν μεγάλο κίνδυνο πρέπει να προσφέρουν μεγαλύτερες αποδόσεις από επενδύσεις με μικρότερο κίνδυνο ώστε να γίνουν ελκυστικές. Έτσι, η μέτρηση του κινδύνου είναι απαραίτητο να συνοδεύει την απόδοση επί της οποίας υπολογίζεται ώστε να αξιολογηθεί η επιτυχία της ανάλογα. Με την ανάπτυξη της θεωρίας του χαρτοφυλακίου στις αρχές του 1960, κατέστη εφικτή η μέτρηση και η ποσοτικοποίηση του κινδύνου σε όρους μεταβλητότητας των αποδόσεων, όπως έχουμε αναφέρει.

Η γνώση του επιπέδου του κινδύνου κάθε Α/Κ μας επιτρέπει τη χρήση κατάλληλων μέτρων αξιολόγησης της επίδοσής τους. Τα μέτρα αυτά, που είναι πολύ διαδεδομένα και αποτελούν το τρίτο κατά σειρά ποσοτικό κριτήριο αξιολόγησης και επιλογής Α/Κ του προηγούμενου κεφαλαίου, λαμβάνουν υπόψη τους την προσαρμογή της απόδοσης του Α/Κ σε τυχούσες διαφορές στον κίνδυνο τον οποίο ενσωματώνουν χρησιμοποιώντας όμως διαφορετικές προσεγγίσεις το καθένα.

4.2 ΠΑΡΑΔΟΣΙΑΚΑ ΜΕΤΡΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Στη διεθνή βιβλιογραφία, έχουν προταθεί διάφορες μέθοδοι για τον υπολογισμό της προσαρμοσμένης στον κίνδυνο απόδοσης, πάνω στην οποία στηρίζονται τα παραδοσιακά μέτρα αξιολόγησης της επίδοσης των Α/Κ. Οι κυριότερες από αυτές είναι (Φίλιππας, 2000, σελ. 180):

- η μέθοδος της απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου (return per unit of risk)
- η μέθοδος της διαφορικής απόδοσης (differential return)

4.2.1 Η μέθοδος της απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου

Η προσέγγιση της απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου συσχετίζει το απόλυτο επίπεδο της απόδοσης του Α/Κ που επιτεύχθηκε μέσα σε μια χρονική περίοδο με το επίπεδο του κινδύνου που ενσωματώνεται σε αυτό. Δύο είναι τα μέτρα της προσαρμοσμένης στον κίνδυνο απόδοσης αυτής της μεθόδου που χρησιμοποιούνται ευρέως από τους επενδυτές στην αξιολόγηση και στην επιλογή Α/Κ. Το ένα είναι ο λόγος του Sharpe και το άλλο είναι ο λόγος του Treynor (Φίλιππας, 2000, σελ. 180 – 181).

4.2.1.1 Ο λόγος του Sharpe

Ο λόγος του Sharpe υπολογίζεται ως εξής (Sharpe, 1966, σελ. 119 – 138):

$$\text{Sharpe ratio (SR)} = (r_p - r_f) / \sigma_p$$

όπου,

r_p = η πραγματοποιηθείσα απόδοση του A/K μιας περιόδου

r_f = το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο της ίδιας περιόδου

σ_p = ο συνολικός κίνδυνος (τυπική απόκλιση) του A/K

Ο λόγος του Sharpe εκφράζει την υπερβάλλουσα απόδοση του A/K προσαρμοσμένη στην μεταβλητότητα των αποδόσεων του A/K. Η υπερβάλλουσα απόδοση του A/K προκύπτει, αν από την πραγματοποιηθείσα απόδοση του A/K μιας περιόδου αφαιρέσουμε την απόδοση που θα μπορούσε να είχε πετύχει ο επενδυτής τοποθετώντας τα χρήματά του σε κάποια ακίνδυνη επένδυση την ίδια περίοδο, συνήθως τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου. Η μεταβλητότητα των αποδόσεων του A/K προσεγγίζεται μέσω του συνολικού κινδύνου (τυπική απόκλιση) των αποδόσεων του A/K. Επειδή και ο αριθμητής και ο παρονομαστής του δείκτη του Sharpe υπολογίζονται σε ποσοστά, ο λόγος του δείκτη είναι τελικά ένας καθαρός αριθμός. Για την αξιολόγηση της επίδοσης των A/K με τον δείκτη του Sharpe, τα A/K που παρέχουν τη μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου κρίνονται ως αυτά με την καλύτερη διαχείριση, ενώ τα A/K που παρέχουν τη χαμηλότερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου κρίνονται ως αυτά με τη χειρότερη διαχείριση.

4.2.1.2 Ο λόγος του Treynor

Ο λόγος του Treynor υπολογίζεται ως εξής (Treynor, 1965, σελ. 63 – 75):

$$\text{Treynor ratio (TR)} = (r_p - r_f) / \beta_p$$

όπου,

r_p = η πραγματοποιηθείσα απόδοση του A/K μιας περιόδου

r_f = το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο της ίδιας περιόδου

β_p = ο συστηματικός κίνδυνος (συντελεστής βήτα) του A/K

Ο λόγος του Treynor εκφράζει και αυτός την υπερβάλλουσα απόδοση του A/K προσαρμοσμένη στην μεταβλητότητα των αποδόσεων του A/K. Η υπερβάλλουσα απόδοση του A/K υπολογίζεται όπως ακριβώς και στον λόγο του Sharpe, ενώ διαφορά υπάρχει στην μεταβλητότητα των αποδόσεων του A/K, η οποία εδώ προσεγγίζεται μέσω του συστηματικού κινδύνου (συντελεστής βήτα) του A/K. Επειδή ο αριθμητής του λόγου αυτού εκφράζεται σε ποσοστό και ο παρονομαστής σε καθαρό αριθμό, ο δείκτης του Treynor εκφράζεται τελικά σε ποσοστό. Για την αξιολόγηση της επίδοσης των A/K με τον δείκτη του Treynor, όπως συμβαίνει και με τον δείκτη του Sharpe, τα A/K που παρέχουν τη μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου κρίνονται ως αυτά με την καλύτερη διαχείριση, ενώ τα A/K που παρέχουν τη χαμηλότερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου κρίνονται ως αυτά με τη χειρότερη διαχείριση.

4.2.1.3 Σύγκριση των δύο δεικτών

Όπως είναι φανερό, η μόνη διαφορά των δύο προαναφερθέντων δεικτών βρίσκεται στην προσέγγιση του κινδύνου του A/K. Ο δείκτης του Sharpe θεωρεί ως κατάλληλο μέτρο του κινδύνου τον συνολικό κίνδυνο (τυπική απόκλιση) του A/K, ενώ αυτός του Treynor εκτιμά ως καταλληλότερο μέτρο του κινδύνου τον συστηματικό κίνδυνο (συντελεστής βήτα) του A/K. Πρέπει να σημειώσουμε ότι η τυπική απόκλιση ως μέτρο κινδύνου είναι κατάλληλη, όταν τα χαρτοφυλάκια ή τα A/K που εξετάζουμε είναι καλά διαφοροποιημένα. Όταν όμως αυτά δεν είναι καλά διαφοροποιημένα ή αναλύουμε μεμονωμένους

μετοχικούς ή άλλους τίτλους, το κατάλληλο μέτρο είναι ο συντελεστής βήτα (Φίλιππας, 2000, σελ. 181 - 182). Φυσικά, αν τα A/K είναι πλήρως διαφοροποιημένα, δεν αναμένεται σοβαρή διαφορά στην κατάταξη των A/K μεταξύ των δύο δεικτών. Διαφορά θα παρουσιασθεί, αν τα A/K δεν είναι καλά διαφοροποιημένα, οπότε ο δείκτης του Sharpe θα συμπεριλάβει και τον μη συστηματικό κίνδυνο που εισάγει η ατελής διαφοροποίηση με αποτέλεσμα την απόκλιση του από τον δείκτη του Treynor. Έτσι, με τη χρήση και των δύο δεικτών για την ίδια περίοδο, εξετάζεται έμμεσα και ο βαθμός διαφοροποίησης που επιτυγχάνουν τα A/K. Αν οι διαφορές κατάταξης των A/K μεταξύ των δύο δεικτών είναι ελάχιστες, τότε θεωρείται ότι τα A/K έχουν πετύχει μεγάλο βαθμό διαφοροποίησης και αντιστρόφως (Μυλωνάς, 1999, σελ. 133).

Βέβαια, στο βαθμό που εξετάζονται ιστορικές τιμές, προσωρινά γεγονότα μπορεί να έχουν επιφέρει κάποιες αποκλίσεις στις αποδόσεις που δεν εξηγούνται από τον συστηματικό κίνδυνο αλλά αντικατοπτρίζονται στον συνολικό κίνδυνο με μεγαλύτερη ακρίβεια. Έτσι, ο συνολικός κίνδυνος και κατά συνέπεια ο δείκτης του Sharpe επιδεικνύει μεγαλύτερη ικανότητα μέτρησης του κινδύνου σε ιστορικές τιμές. Αντίθετα, ο συστηματικός κίνδυνος και κατά συνέπεια ο δείκτης του Treynor έχει μεγαλύτερη ικανότητα να προβλέπει μελλοντικές τιμές και επομένως είναι καταλληλότερος στην πρόβλεψη της αποδοτικότητας των A/K (Μυλωνάς, 1999, σελ. 133).

4.2.2 Η μέθοδος της διαφορικής απόδοσης

Οι δείκτες του Sharpe και του Treynor κατατάσσουν χαρτοφυλάκια και A/K αλλά δεν μας αναφέρουν σε όρους αποδόσεων πόσο ένα συγκεκριμένο

χαρτοφυλάκιο ή A/K υπερείχε ή όχι από ένα άλλο παθητικής διαχείρισης. Είναι πράγματι δύσκολο να δοθεί μια ερμηνεία σε μια τιμή του δείκτη, για παράδειγμα, του Treynor, 7,5%. Υπάρχει όμως μια άλλη προσέγγιση, η οποία μας επιτρέπει να απαντήσουμε στην ερώτηση πόσο μεγαλύτερη ή μικρότερη ήταν η απόδοση ενός A/K σε σχέση με αυτήν που αναμέναμε με βάση τον συστηματικό του κίνδυνο. Αυτή η προσέγγιση είναι γνωστή ως δείκτης επίδοσης του Jensen ή μέθοδος της διαφορικής απόδοσης και είναι βασισμένη στις νέες θεωρήσεις της διαφοροποίησης του κινδύνου μέσω της επιλογής του χαρτοφυλακίου και του υποδείγματος αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων, το οποίο χρησιμοποιείται ως σημείο αναφοράς (Φίλιππας, 2000, σελ. 182).

Η μέθοδος της διαφορικής απόδοσης παρουσιάστηκε από τον Jensen και εφαρμόζεται ως εξής (Jensen, 1968, σελ. 389 – 416):

Βασικός σκοπός της προσέγγισης αυτής είναι ο υπολογισμός της απόδοσης που θα έπρεπε να έχει το A/K με βάση τον συστηματικό κίνδυνο τον οποίο εμπεριέχει. Η απόδοση αυτή ονομάζεται «φυσιολογική απόδοση» (normal return). Στη συνέχεια, υπολογίζεται η διαφορά της πραγματοποιηθείσας από τη φυσιολογική απόδοση. Η απόδοση αυτή ονομάζεται «μη φυσιολογική απόδοση» (abnormal return). Τα παραπάνω συνοψίζονται στις εξής δύο εξισώσεις:

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

$$a_p = r_p - N(r_p)$$

όπου,

$N(r_p)$ = η φυσιολογική απόδοση του A/K

r_p = η πραγματοποιηθείσα απόδοση του A/K μιας περιόδου

r_f = το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο της ίδιας περιόδου

r_m = η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς της ίδιας περιόδου

a_p = η μη φυσιολογική απόδοση του A/K

β_p = ο συστηματικός κίνδυνος (συντελεστής βήτα) του A/K

Για την αξιολόγηση της επίδοσης των A/K με τη μέθοδο της διαφορικής απόδοσης, τα A/K που παρέχουν την υψηλότερη θετική μη φυσιολογική απόδοση κρίνονται ως αυτά με την καλύτερη διαχείριση, ενώ τα A/K που παρέχουν τη χαμηλότερη αρνητική μη φυσιολογική απόδοση κρίνονται ως αυτά με τη χειρότερη διαχείριση.

Εναλλακτικά, η μέθοδος της διαφορικής απόδοσης προτείνει την εκτίμηση της παρακάτω παλινδρόμησης:

$$r_p - r_f = \hat{a}_p + \hat{b}_p * (r_m - r_f) + e_p$$

όπου,

τα σύμβολα r_p , r_f και r_m έχουν ήδη επεξηγηθεί παραπάνω.

Ο συντελεστής \hat{a}_p εκφράζει τον δείκτη του Jensen και μετρά την ικανότητα των διαχειριστών των A/K να πετύχουν αποδόσεις οι οποίες υπερβαίνουν την αναμενόμενη απόδοση για τον κίνδυνο που εμφανίζουν και τα επιτόκια που επικρατούν, ενώ ο συντελεστής \hat{b}_p μετρά τον συστηματικό κίνδυνο του A/K. Το e_p εκφράζει τα κατάλοιπα από την παλινδρόμηση. Αν ο συντελεστής \hat{a}_p είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός, τότε πράγματι το υπό εξέταση A/K πέτυχε καλύτερη απόδοση από αυτήν που αναμενόταν με βάση το συστηματικό κίνδυνο που είχε αναλάβει. Αν ο συντελεστής αυτός είναι στατιστικά ίσος με το μηδέν, τότε το A/K πέτυχε την αναμενόμενη απόδοση με βάση το συστηματικό κίνδυνο που είχε αναλάβει, ενώ, τέλος, αν ο συντελεστής αυτός είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός, τότε το A/K πέτυχε χειρότερη απόδοση από αυτήν που αναμενόταν με βάση το

συστηματικό κίνδυνο που είχε αναλάβει. Δηλαδή, το πρόσημο του συντελεστή \hat{a}_p υποδηλώνει την επιτυχημένη (θετικό πρόσημο) ή αποτυχημένη (αρνητικό πρόσημο) διαχείριση που γίνεται στο A/K και η στατιστική σημαντικότητα του συντελεστή \hat{a}_p είναι το απαραίτητο στοιχείο που πιστοποιεί ή όχι την επιτυχία ή την αποτυχία των διαχειριστών και κατ' επέκταση του A/K. Η ανυπαρξία στατιστικής σημαντικότητας του συντελεστή αυτού οδηγεί στο συμπέρασμα ότι το A/K απλά επιτυγχάνει την αναμενόμενη απόδοση.

4.2.3 Κριτική για τα παραδοσιακά μέτρα απόδοσης προσαρμοσμένης στον κίνδυνο

Τα παραδοσιακά μέτρα απόδοσης προσαρμοσμένης στον κίνδυνο, παρά τα πολλά και αναμφισβήτητα πλεονεκτήματα που εμφανίζουν, έχουν υποστεί κριτική σε αρκετά σημεία, τα κυριότερα εκ των οποίων παρουσιάζονται παρακάτω. Όμως, θα πρέπει να τονίσουμε ότι η κριτική αυτή σε καμία περίπτωση δεν ακυρώνει τη χρησιμότητα αυτών των μέτρων και την αξία της πληροφόρησης που παρέχουν.

4.2.3.1 Χρησιμοποίηση προσεγγιστικής μεταβλητής για το χαρτοφυλάκιο της αγοράς

Τα παραδοσιακά μέτρα απόδοσης προσαρμοσμένης στον κίνδυνο, εκτός από αυτό του Sharpe, απαιτούν τη χρησιμοποίηση μιας μεταβλητής που να προσεγγίζει το θεωρητικό χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Το χαρτοφυλάκιο αυτό αποτελείται αυστηρά από όλα τα περιουσιακά στοιχεία που υπάρχουν σε μια

οικονομία (μετοχές, ομόλογα, προθεσμιακά συμβόλαια αλλά και ακίνητα, διαμάντια, χρυσός και άλλα). Είναι προφανές ότι το χαρτοφυλάκιο αυτό είναι θεωρητικό και ότι μόνο εκτιμήσεις αυτού μπορούμε να έχουμε. Στην πράξη, λοιπόν, η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς προσεγγίζεται από την απόδοση του Γενικού Δείκτη του χρηματιστηρίου της υπό εξέταση αγοράς. Ως εκ τούτου, η χρησιμοποίηση οποιασδήποτε προσεγγιστικής μεταβλητής μπορεί να υποστεί κριτική και να χαρακτηριστεί ανεπαρκής, μιας και έχει αποδειχθεί ότι η χρησιμοποίηση διαφορετικών προσεγγιστικών μεταβλητών για το χαρτοφυλάκιο της αγοράς μπορεί να οδηγήσει σε σημαντικές διαφορές στην κατάταξη των εξεταζόμενων χαρτοφυλακίων ή των A/K (Φίλιππας, 2000, σελ. 191).

4.2.3.2 Διαχωρισμός της ικανότητας από την τύχη

Η σωστή αξιολόγηση της επίδοσης ενός A/K απαιτεί τη μακροχρόνια παρακολούθησή του και όχι την αξιολόγηση αυτής με βάση μικρά χρονικά διαστήματα. Ο λόγος είναι προφανής. Θα πρέπει να αποσαφηνίσουμε αν η επίδοσή του οφείλεται στην ικανότητα (ή ανικανότητα) των διαχειριστών του ή αν οφείλεται στην τύχη. Αυτό είναι ιδιαίτερης σημασίας, στο βαθμό που στην πρώτη περίπτωση μπορούμε να αναμένουμε να επαναληφθούν παρόμοιες επιδόσεις και στο μέλλον, ενώ στη δεύτερη περίπτωση όχι. Τα παραδοσιακά μέτρα απόδοσης προσαρμοσμένης στον κίνδυνο αδυνατούν από μόνα τους να διαχωρίσουν τα παραπάνω χαρακτηριστικά (ικανότητα ή τύχη). Για να γίνει αυτό, απαιτείται η ανάλυση των στοιχείων για αρκετά έτη και στη συνέχεια η χρήση άλλων μεθόδων, όπως για παράδειγμα του συντελεστή του Spearman, προκειμένου να ευρεθεί αν υπάρχει κάποια συσχέτιση μεταξύ των διαχρονικών επιδόσεων των A/K (Φίλιππας, 2000, σελ. 192, 207).

4.2.3.3 Μέτρηση του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου

Όλα τα παραδοσιακά μέτρα απόδοσης προσαρμοσμένης στον κίνδυνο χρησιμοποιούν τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου για τη μέτρηση του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου. Πρέπει να σημειώσουμε όμως ότι ακόμα και αυτά δεν αποδίδουν με ακριβή τρόπο το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου, γιατί ναί μεν έχουν εξαλείψει τον κίνδυνο αδυναμίας πληρωμής τόκων και χρεολυσίων (και αυτόν όχι απόλυτα) αλλά εξακολουθούν να ενέχουν τον κίνδυνο του πληθωρισμού καθώς και τον κίνδυνο επανεπένδυσης, μιας και δεν ξέρουμε τι συνθήκες θα επικρατούν, όταν λήξει η επένδυση σε αυτά. Έτσι, μόνο προσεγγιστικά μπορούμε να χρησιμοποιούμε το επιτόκιο των εντόκων γραμματίων του δημοσίου ως επιτόκιο μηδενικού κινδύνου.

4.2.3.4 Δημιουργία ψευδών εντυπώσεων σε ορισμένες περιπτώσεις

Τα παραδοσιακά μέτρα απόδοσης προσαρμοσμένης στον κίνδυνο λειτουργούν πολύ καλά στις περιπτώσεις που έχουμε θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις. Πρόβλημα όμως εμφανίζεται στους δείκτες των Sharpe και Treynor σε περιόδους που έχουμε αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις (υποεπιδόσεις) λόγω του τρόπου υπολογισμού των. Ας υποθέσουμε ότι έχουμε δύο A/K που έχουν πετύχει την ίδια ακριβώς υποεπίδοση για μια συγκεκριμένη περίοδο, έχουν, δηλαδή, τον ίδιο, αρνητικό αριθμητή στον λόγο του υπολογισμού των δύο παραπάνω δεικτών. Το A/K που έχει υψηλότερο κίνδυνο και άρα μεγαλύτερο παρονομαστή θα βαθμολογηθεί με καλύτερο βαθμό (λιγότερο αρνητικό) από το A/K που έχει χαμηλότερο κίνδυνο και άρα μικρότερο παρονομαστή. Έτσι, θα καταταγεί σε καλύτερη θέση. Το γεγονός αυτό, παρ' όλο που είναι σύμφωνο με τη θεωρία χαρτοφυλακίου, φαίνεται λίγο παράλογο

στους επενδυτές, οι οποίοι αποφεύγουν να χρησιμοποιούν τους δύο παραπάνω δείκτες σε περιόδους αρνητικών υπερβαλλουσών αποδόσεων (datalab.morningstar.com).

4.2.3.5 Μέτρηση της παρελθούσας επίδοσης των A/K

Όλα τα παραδοσιακά μέτρα απόδοσης προσαρμοσμένης στον κίνδυνο μετρούν την παρελθούσα επίδοση των A/K και άρα την παρελθούσα ικανότητα των διαχειριστών αυτών. Όμως, το βασικό ενδιαφέρον των επενδυτών βρίσκεται στο πώς τα A/K που τους ενδιαφέρουν θα συμπεριφερθούν στο μέλλον. Η σχέση μεταξύ της παρελθούσας και της μελλοντικής επίδοσης σε μη αποτελεσματικές αγορές είναι ίσως ισχυρή. Σε αποτελεσματικές αγορές, όμως, η σχέση αυτή είναι ανίσχυρη με αποτέλεσμα η παρεχόμενη πληροφόρηση από τους δείκτες αξιολόγησης, δηλαδή από τα μέτρα απόδοσης προσαρμοσμένης στον κίνδυνο, να μην μπορεί να αξιοποιηθεί σε μεγάλο βαθμό για σκοπούς πρόβλεψης (Φίλιππας, 2000, σελ. 193).

4.2.3.6 Αγνόηση παραγόντων που διαμορφώνουν την επίδοση των A/K

Πολύ σημαντικοί παράγοντες που διαμορφώνουν την επίδοση των A/K είναι ο συγχρονισμός και η επιλεκτικότητα των διαχειριστών των A/K. *Συγχρονισμός (market timing)* είναι η ικανότητα του διαχειριστή να προβλέπει τις μελλοντικές κινήσεις της αγοράς και να κάνει τις κατάλληλες ενέργειες (τοποθέτηση κεφαλαίων ή ρευστοποίηση θέσεων) την κατάλληλη χρονική στιγμή. *Επιλεκτικότητα (selectivity)* είναι η ικανότητα του διαχειριστή να τοποθετεί τα κεφάλαια προς επένδυση σε τέτοιους τίτλους που ο συνδυασμός

τους μεγιστοποιεί και τη διαφοροποίηση του διαχειριζόμενου χαρτοφυλακίου αλλά και την απόδοσή του. Είναι πολύ σημαντικό να γνωρίζουμε και τις δύο προϋποθέσεις που πρέπει να πληροί ένας διαχειριστής Α/Κ. Τα παραδοσιακά μέτρα απόδοσης προσαρμοσμένης στον κίνδυνο παρέχουν πληροφόρηση απλά για το πώς πήγε ένα Α/Κ σε σχέση με άλλα, χωρίς να παρέχουν πληροφόρηση για τους δύο παραπάνω παράγοντες. Έτσι, απαιτείται η χρήση άλλων μεθόδων, όπως είναι το υπόδειγμα των Treynor - Mazuy ή αυτό των Henriksson - Merton, ώστε να καταστεί εφικτή η αξιολόγηση της ικανότητας των διαχειριστών στο συγχρονισμό και στην επιλεκτικότητα (Φίλιππας, 2000, σελ. 193).

4.2.3.7 Εγκυρότητα του Υποδείγματος Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Στοιχείων

Τα παραδοσιακά μέτρα απόδοσης προσαρμοσμένης στον κίνδυνο που χρησιμοποιούν τον συντελεστή βήτα, δηλαδή τα κριτήρια του Treynor και του Jensen, βασίζονται εν πολλοίς στην εγκυρότητα του Υποδείγματος Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model), η οποία πολλές φορές αμφισβητείται. Ο λόγος είναι ότι κάποιοι παράγοντες του υποδείγματος και ιδιαίτερα η μεταβλητή για το χαρτοφυλάκιο της αγοράς χρησιμοποιούνται λίγο αυθαίρετα και κατά την κρίση του κάθε αξιολογητή. Έτσι, το υπόδειγμα χάνει την αντικειμενικότητά του και υπόκειται σε υποκειμενικές υποθέσεις και παραδοχές κάθε φορά. Ένα άλλο υπόδειγμα που χρησιμοποιείται για την τιμολόγηση των αξιόγραφων είναι το Υπόδειγμα Αποτίμησης Εξισορροπητικής Αγοραπωλησίας (Arbitrage Pricing Theory). Όμως, και εδώ εμφανίζεται το μειονέκτημα της υποκειμενικότητας, κυρίως στην επιλογή των παραγόντων που θα συμπεριληφθούν στο υπόδειγμα. Παρ'

όλα αυτά, αποτελεί μία καλή εναλλακτική προσέγγιση στον τομέα της τιμολόγησης των αξιόγραφων και κατ' επέκταση στον τομέα της αξιολόγησης της επίδοσης χαρτοφυλακίων και A/K. Πρέπει να σημειωθεί εδώ ότι η παραπάνω κριτική για το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Στοιχείων αφορά λιγότερο τον δείκτη του Sharpe, ο οποίος χρησιμοποιεί το συνολικό κίνδυνο ως μέτρο του κινδύνου και έτσι βασίζεται λιγότερο στην εγκυρότητα του εν λόγω υποδείγματος (Haugen, 2001, σελ. 281 – 290).

4.3 ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Μετά τα παραδοσιακά μέτρα στην αξιολόγηση της επίδοσης των Α/Κ, έκαναν την εμφάνισή τους άλλες πιο σύγχρονες προσεγγίσεις στο χώρο αυτό, σε μια προσπάθεια να διερευνηθούν καλύτερα οι ικανότητες των διαχειριστών των Α/Κ. Μερικές από αυτές τις εναλλακτικές προσεγγίσεις, που θα αναπτύξουμε εν συντομία παρακάτω, είναι το υπόδειγμα των Treynor - Mazuy, το υπόδειγμα των Henriksson - Merton, η μέθοδος του M^2 και η μέθοδος του Style Analysis. Σε ξεχωριστή παράγραφο, θα περιγραφεί, επίσης εν συντομία, η μεθοδολογία της Morningstar.

4.3.1 Το υπόδειγμα των Treynor - Mazuy

Η ικανότητα των διαχειριστών, εφόσον υπάρχει και άσχετα με τον τρόπο που εκφράζεται στο πλαίσιο της εφαρμογής της επενδυτικής επιλογής, αποτυπώνεται στην αποδοτικότητα των Α/Κ. Μπορεί, όμως, να διακριθεί σε δύο βασικές διαστάσεις, που είναι η ικανότητα επιλογής αξιόγραφων (selectivity) και η ικανότητα επιλογής χρονικής τοποθέτησης (market timing). Η δυνατότητα διάκρισης μεταξύ των δύο ικανοτήτων επιτρέπει την αξιολόγηση των διαχειριστών των Α/Κ με βάση τις υπηρεσίες που προσφέρουν. Τα παραδοσιακά μέτρα αξιολόγησης της επίδοσης των Α/Κ δεν παρέχουν αυτή την δυνατότητα και για το λόγο αυτό έχουν υποστεί κριτική. Οι Treynor και Mazuy δημιούργησαν ένα υπόδειγμα με το οποίο αποδίδουν

την απόδοση των A/K, πέραν αυτής που εξηγείται από τη μεταβολή του χαρτοφυλακίου της αγοράς, στην ικανότητα των διαχειριστών να επιλέγουν τα κατάλληλα αξιόγραφα και στην ικανότητά τους να επιλέγουν τον κατάλληλο χρόνο για να τοποθετηθούν στην αγορά (Μυλωνάς, 1999, σελ. 148 – 149).

Το υπόδειγμα αυτό είναι μια παραλλαγή του υποδείγματος του Jensen και βασίζεται στην εκτίμηση της παρακάτω παλινδρόμησης (Treyner – Mazuy, 1966, σελ. 131 – 136):

$$r_p - r_f = \hat{a}_p + \hat{b}_p * (r_m - r_f) + \hat{c}_p * (r_m - r_f)^2 + e_p$$

όπου,

r_p = η πραγματοποιηθείσα απόδοση του A/K μιας περιόδου

r_f = το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο της ίδιας περιόδου

r_m = η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς της ίδιας περιόδου

Η διαφορά από το υπόδειγμα του Jensen είναι ότι έχει προστεθεί ένας δεύτερος παράγοντας, αυτός του τετραγώνου της επιπλέον απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Ο συντελεστής \hat{a}_p αντιπροσωπεύει την ικανότητα των διαχειριστών να επιλέγουν τα κατάλληλα αξιόγραφα στο χαρτοφυλάκιο του A/K, ο συντελεστής \hat{b}_p μετρά το συστηματικό κίνδυνο του A/K και ο συντελεστής \hat{c}_p αντιπροσωπεύει την ικανότητα των διαχειριστών να επιλέγουν τις κατάλληλες χρονικές στιγμές για να τοποθετηθούν στην αγορά, εν μέσω των απρόβλεπτων μεταπτώσεων που αυτή εμφανίζει. Το e_p εκφράζει τα κατάλοιπα από την παλινδρόμηση. Θετικές τιμές των συντελεστών \hat{a}_p και \hat{c}_p υποδηλώνουν αντίστοιχη ικανότητα των διαχειριστών, ενώ αρνητικές τιμές υποδηλώνουν την ύπαρξη ανικανότητας. Τέλος, τιμές των συντελεστών που δεν είναι στατιστικά διαφορετικές από το μηδέν υποδηλώνουν έλλειψη ικανότητας.

4.3.2 Το υπόδειγμα των Henriksson – Merton

Ένα άλλο υπόδειγμα, που προτάθηκε από τους Henriksson και Merton για την αξιολόγηση των ικανοτήτων των διαχειριστών ως προς την επιλεκτικότητα και τον συγχρονισμό, υποθέτει ότι αν ο διαχειριστής είναι ικανός να προβλέψει με επιτυχία την πορεία της αγοράς, τότε θα τροποποιήσει τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου του ως εξής:

- Αν η αγορά βρίσκεται σε ανοδική φάση, τότε ο διαχειριστής μειώνει τα διαθέσιμά του και αυξάνει το ποσοστό των μετοχών στο χαρτοφυλάκιο του αυξάνοντας παράλληλα και τον συστηματικό του κίνδυνο.
- Αν η αγορά βρίσκεται σε καθοδική φάση, τότε ο διαχειριστής περιορίζει το ποσοστό των μετοχών του αυξάνοντας τα διαθέσιμά του ή τα χρεόγραφα σταθερής απόδοσης και μειώνει παράλληλα το συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου.

Με αυτό τον τρόπο, θεωρείται ένας διαχειριστής πετυχημένος ως προς την ικανότητά του στον συγχρονισμό (Φίλιππας, 2000, σελ. 189).

Για τον έλεγχο της ικανότητας του συγχρονισμού, προτάθηκε ένα υπόδειγμα, το οποίο βασίζεται στην εκτίμηση της παρακάτω παλινδρόμησης (Henriksson – Merton, 1981, σελ. 513 – 534):

$$r_p - r_f = \alpha_p + \beta_p * (r_m - r_f) + \gamma_p * (r_m - r_f) * D + \epsilon_p$$

όπου,

r_p = η πραγματοποιηθείσα απόδοση του A/K μιας περιόδου

r_f = το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο της ίδιας περιόδου

r_m = η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς της ίδιας περιόδου

D = μια ψευδομεταβλητή που παίρνει την τιμή 1, αν η αγορά είναι ανοδική, δηλαδή αν $r_m - r_f > 0$, ενώ παίρνει την τιμή 0, αν η αγορά είναι καθοδική, δηλαδή αν $r_m - r_f < 0$.

Όπως και στο υπόδειγμα των Treynor – Mazuy, έτσι και εδώ, ο συντελεστής \hat{a}_p αντιπροσωπεύει την ικανότητα των διαχειριστών να επιλέγουν τα κατάλληλα αξιόγραφα στο χαρτοφυλάκιο του A/K, ο συντελεστής \hat{b}_p μετρά το συστηματικό κίνδυνο του A/K και ο συντελεστής \hat{c}_p αντιπροσωπεύει την ικανότητα των διαχειριστών να επιλέγουν τις κατάλληλες χρονικές στιγμές για να τοποθετηθούν στην αγορά, ενώ το e_p εκφράζει τα κατάλοιπα από την παλινδρόμηση. Πρέπει να σημειώσουμε ότι ο συντελεστής \hat{b}_p μετρά το συστηματικό κίνδυνο του A/K για καθοδική αγορά, ενώ για ανοδική αγορά ο συστηματικός κίνδυνος ισούται με το άθροισμα των συντελεστών \hat{b}_p και \hat{c}_p . Θετικές τιμές των συντελεστών \hat{a}_p και \hat{c}_p υποδηλώνουν αντίστοιχη ικανότητα των διαχειριστών, ενώ αρνητικές τιμές υποδηλώνουν την ύπαρξη ανικανότητας. Τιμές των συντελεστών που στατιστικά προσεγγίζουν το μηδέν υποδηλώνουν έλλειψη ικανότητας. Ιδιαίτερα, μια στατιστικά σημαντική θετική τιμή του \hat{c}_p σημαίνει ότι ο διαχειριστής άλλαξε τη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου του με αποτέλεσμα αυτό να έχει μεγαλύτερο κίνδυνο στις ανοδικές αγορές και λιγότερο στις καθοδικές αγορές. Έτσι, ο διαχειριστής κρίνεται θετικά. Στην αντίθετη περίπτωση, που ο συντελεστής \hat{c}_p είναι αρνητικός ή ισούται με το μηδέν, σημαίνει ότι ο διαχειριστής δεν έλαβε υπόψη του τις μεταβολές της αγοράς και η διάρθρωση του χαρτοφυλακίου του παρέμεινε η ίδια ή ακόμα χειρότερα ήταν σε αντίθετη κατεύθυνση από αυτήν της αγοράς. Έτσι, ο διαχειριστής κρίνεται αρνητικά.

4.3.3 Η μέθοδος του M²

Μια εναλλακτική μέθοδος για την αξιολόγηση της επίδοσης A/K προτάθηκε από τους Graham και Harvey και διαδόθηκε περισσότερο από την Leah Modigliani και τον παππού της Franco Modigliani, γι' αυτό και ονομάστηκε

M^2 . Η μέθοδος αυτή είναι μια παραλλαγή του κριτηρίου του Sharpe. Όπως και στον δείκτη του Sharpe, έτσι και εδώ, χρησιμοποιείται ο συνολικός κίνδυνος ως μέτρο κινδύνου αλλά εδώ η προσαρμοσμένη στον κίνδυνο απόδοση που εξάγεται έχει την εύκολη ερμηνεία της διαφορικής απόδοσης σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς (Franco Modigliani – Leah Modigliani, 1997, σελ. 45 – 54).

Για τον υπολογισμό του M^2 , ακολουθείται η εξής διαδικασία (Franco Modigliani – Leah Modigliani, 1997, σελ. 45 – 54):

Υποθέτουμε ότι το χαρτοφυλάκιο του εξεταζόμενου A/K έχει «αναμειχθεί» με έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, έτσι ώστε το προσαρμοσμένο χαρτοφυλάκιο πλέον να έχει τον ίδιο συνολικό κίνδυνο με αυτόν που έχει ένας δείκτης αναφοράς που εκφράζει το χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Για παράδειγμα, αν το χαρτοφυλάκιο του A/K έχει τυπική απόκλιση 1,5 φορές αυτήν του δείκτη, τότε θεωρούμε ότι το προσαρμοσμένο χαρτοφυλάκιο θα έχει επενδύσει τα $2/3$ των κεφαλαίων του στο πραγματικό χαρτοφυλάκιο του A/K και το $1/3$ αυτών σε έντοκα γραμμάτια του δημοσίου. Έτσι, το προσαρμοσμένο χαρτοφυλάκιο θα έχει την ίδια τυπική απόκλιση με αυτήν του δείκτη. Επειδή ο συνολικός κίνδυνος του προσαρμοσμένου χαρτοφυλακίου ισούται πλέον με αυτόν του χαρτοφυλακίου της αγοράς, μπορούμε να συγκρίνουμε την επίδοσή τους με το να συγκρίνουμε απλά τις αποδόσεις τους. Έτσι, έχουμε την παρακάτω σχέση:

$$M^2 = r_{p^*} - r_M$$

όπου,

r_{p^*} = η απόδοση του προσαρμοσμένου χαρτοφυλακίου

r_M = η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς

Ευνόητο είναι ότι για τον υπολογισμό της απόδοσης του προσαρμοσμένου χαρτοφυλακίου πρέπει να λάβουμε υπόψη ότι θεωρήσαμε ότι μόνο ένα ποσοστό των κεφαλαίων επενδύθηκαν στο πραγματικό χαρτοφυλάκιο του A/K, ενώ τα υπόλοιπα κεφάλαια θεωρήσαμε ότι επενδύθηκαν σε έντοκα γραμμάτια του δημοσίου. Δηλαδή, στο παραπάνω παράδειγμα, η απόδοση του προσαρμοσμένου χαρτοφυλακίου ισούται με τα $2/3$ της απόδοσης του πραγματικού χαρτοφυλακίου του A/K συν το $1/3$ της απόδοσης των εντόκων γραμματίων του δημοσίου.

Θετικές τιμές του M^2 δείχνουν ότι αναλαμβάνοντας, θεωρητικά, ίδιο συνολικό κίνδυνο, το υπό διαχείριση A/K ξεπέρασε σε απόδοση το χαρτοφυλάκιο της αγοράς και γι' αυτό το λόγο οι διαχειριστές του πρέπει να κρίνονται θετικά. Μάλιστα, όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του M^2 τόσο καλύτερη θεωρείται ότι ήταν η διαχείριση που του έγινε. Αρνητικές τιμές του M^2 δείχνουν ότι οι διαχειριστές δεν τα πήγαν και τόσο καλά και γι' αυτό το λόγο πρέπει να επικρίνονται για τη διαχείριση που έκαναν στο A/K.

4.3.4 Η μέθοδος του Style Analysis

Πολύ αργότερα από την παρουσίαση του δείκτη του Sharpe, παρουσιάστηκε, επίσης από τον Sharpe, η μέθοδος του Style Analysis, που αποτελεί και αυτή μια εναλλακτική μέθοδο για την αξιολόγηση της επίδοσης A/K. Η μέθοδος αυτή έχει ως εξής (Sharpe, 1992, σελ. 7 - 19):

Η μέθοδος του Style Analysis θεωρεί ότι υπάρχουν 12 κατηγορίες (στυλ) επενδύσεων. Αυτές είναι τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου και διάφορα είδη ομολόγων και μετοχών, όπως μακροχρόνιες ομολογίες, εταιρικά ομόλογα,

μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης, μετοχές χαμηλής κεφαλαιοποίησης, μετοχές ευρωπαϊκών εταιριών καθώς και κάποια άλλα. Κάθε κατηγορία επενδύσεων εκφράζεται μέσα από έναν δείκτη ως προς την πορεία των αποδόσεων της για μια χρονική περίοδο.

Το επόμενο βήμα της μεθόδου είναι η παλινδρόμηση των αποδόσεων του εξεταζόμενου A/K «πάνω» σε αυτούς τους δείκτες ώστε να ευρεθεί κατά πόσο αυτό σχετίζεται με κάθε στυλ επενδύσεων. Το άθροισμα των συντελεστών από την παλινδρόμηση θα πρέπει να ισούται με 100%. Το R^2 της παλινδρόμησης δείχνει σε τι ποσοστό η κατανομή των κεφαλαίων που έγινε στα διάφορα στυλ επενδύσεων «ευθύνεται» για την απόδοση που πέτυχε το A/K. Το ποσοστό που δεν εξηγεί την απόδοση του A/K με βάση την κατανομή των κεφαλαίων που έγινε και ισούται με $100\% - R^2$ αποδίδεται στην επιλεκτικότητα που επέδειξαν οι διαχειριστές του στις διάφορες μετοχές ή ομόλογα.

Στη συνέχεια, υπολογίζονται τα κατάλοιπα από την παλινδρόμηση. Πιο συγκεκριμένα, υπολογίζεται για κάθε μήνα η διαφορά της πραγματοποιηθείσας απόδοσης από την απόδοση που θα έπρεπε να είχε πετύχει το A/K με βάση την κατανομή των κεφαλαίων που έκανε στα διάφορα στυλ επενδύσεων. Υπολογίζεται, δηλαδή, για κάθε μήνα η υπερβάλλουσα απόδοση ή η υποαπόδοση που αυτό είχε σε σχέση με ένα παθητικό χαρτοφυλάκιο που ακολούθησε ακριβώς την ίδια κατανομή κεφαλαίων με το A/K. Η απόδοση αυτού του παθητικού χαρτοφυλακίου βρίσκεται από το άθροισμα των σταθμισμένων αποδόσεων κάθε δείκτη για κάθε στυλ επένδυσης. Η στάθμιση γίνεται με τους αντίστοιχους συντελεστές παλινδρόμησης που υπολογίστηκαν αρχικά για κάθε στυλ επένδυσης. Αφού βρεθεί η υπερβάλλουσα απόδοση ή η υποαπόδοση για κάθε μήνα, υπολογίζεται ο μέσος όρος για όλη την

εξεταζόμενη περίοδο και έτσι εξάγεται η μέση υπερβάλλουσα απόδοση ή υποαπόδοση. Όσο μεγαλύτερη και στατιστικά σημαντική μέση υπερβάλλουσα απόδοση είχε ένα A/K τόσο καλύτερη ήταν η διαχείριση που του έγινε. Αντίστοιχα, όσο μεγαλύτερη και στατιστικά σημαντική μέση υποαπόδοση είχε ένα A/K τόσο χειρότερη ήταν η διαχείριση που του έγινε. Επίσης, αξία έχει να υπολογιστεί και η σωρευτική υπερβάλλουσα απόδοση ή υποαπόδοση που είχε το A/K την εξεταζόμενη περίοδο σε σχέση με το παθητικό χαρτοφυλάκιο.

4.4 Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ MORNINGSTAR

4.4.1 Φιλοσοφία της μεθόδου και σύντομη περιγραφή της

Η αμερικάνικη εταιρία παροχής χρηματοοικονομικών συμβουλών, Morningstar, εφαρμόζει μια άλλη μέθοδο αξιολόγησης της επίδοσης των Α/Κ. Η μέθοδος αυτή, όπως και αυτές που παρουσιάστηκαν παραπάνω, συνδυάζει στοιχεία απόδοσης και κινδύνου των Α/Κ και υπολογίζει και αυτή απόδοση προσαρμοσμένη στον κίνδυνο για κάθε Α/Κ. Αυτό γίνεται όμως με έναν πολύ διαφορετικό τρόπο, που την διαφοροποιεί σημαντικά από τις άλλες μεθόδους.

Η διαδικασία ξεκινά με τον διαχωρισμό των Α/Κ σε κατηγορίες ανάλογα με τη στρατηγική που ακολουθούν και τον επενδυτικό χαρακτήρα που έχουν. Η επίδοση κάθε Α/Κ αξιολογείται σύμφωνα με την κατηγορία στην οποία το Α/Κ ανήκει και όχι γενικά. Δηλαδή, συγκρίνεται με επιδόσεις άλλων Α/Κ της ίδιας όμως κατηγορίας. Η προσέγγιση της Morningstar διαμορφώνεται μέσα από τον υπολογισμό των μεταβλητών κινδύνου κατά Morningstar (Morningstar Risk), απόδοσης κατά Morningstar (Morningstar Return) και, τέλος, της βαθμολόγησης προσαρμοσμένης στον κίνδυνο κατά Morningstar (Morningstar Risk Adjusted Rating). Η βαθμολόγηση αυτή γίνεται μέσα από έναν συνδυασμό της απόδοσης και του κινδύνου κατά Morningstar του κάθε Α/Κ. Κατά τον υπολογισμό των παραπάνω μεταβλητών, η νέα αυτή μέθοδος λαμβάνει υπόψη τις παρελθούσες επιδόσεις που αφορούν την απόδοση και τον κίνδυνο κάθε Α/Κ. Αυτό γίνεται για περιόδους 3, 5 και 10 ετών σταθμίζοντας όμως με διαφορετικά ποσοστά κάθε περίοδο και δίνοντας μεγαλύτερο ειδικό βάρος στα πιο μακροχρόνια στοιχεία. Μάλιστα, όπως η Morningstar αναφέρει

χαρακτηριστικά, για A/K «ηλικίας» κάτω από 3 χρόνια, η μέθοδος δεν εφαρμόζεται, αφού θεωρείται πως η παρατήρηση της συμπεριφοράς αυτών των A/K δεν μπορεί να κριθεί επαρκώς λόγω του πολύ μικρού χρονικού διαστήματος (Bodie – Kane – Marcus, 2001, σελ. 833 – 834).

Η απόδοση κατά Morningstar υπολογίζεται ως το πηλίκο της υπερβάλλουσας απόδοσης του υπό εξέταση A/K είτε δια του μέσου όρου των υπερβαλλουσών αποδόσεων των A/K της ίδιας πάντοτε κατηγορίας είτε δια της απόδοσης των εντόκων γραμματίων του δημοσίου (όποιο είναι μεγαλύτερο). Η υπερβάλλουσα απόδοση υπολογίζεται με τον ίδιο τρόπο που υπολογίζεται και με τους δείκτες του Sharpe και του Treynor. Όσο μεγαλύτερο είναι αυτό το πηλίκο τόσο πιο αξιόλογο θεωρείται το A/K και τόσο καλύτερη η διαχείρισή του (Ο Μέτοχος, 12-07-2002, σελ. 46 - 47).

Ο υπολογισμός του κινδύνου κατά Morningstar είναι ιδιαίτερα αναλυτικός, καθώς εξετάζεται η απόδοση του A/K για κάθε μήνα της υπό εξέταση περιόδου (3, 5 ή 10 έτη). Κάθε μήνα που η απόδοση ήταν κατώτερη της απόδοσης των εντόκων γραμματίων του δημοσίου υπολογίζεται το ποσοστό απόκλισης και το σύνολο των αποκλίσεων αθροίζεται. Κατόπιν, το άθροισμα διαιρείται με το σύνολο των μηνών (συμπεριλαμβανομένων και αυτών που η απόδοση του A/K ξεπέρασε αυτήν των εντόκων γραμματίων του δημοσίου) και προκύπτει η μέση μηνιαία υποαπόδοση του A/K. Ο κίνδυνος κατά Morningstar υπολογίζεται από τη διαίρεση της μέσης μηνιαίας υποαπόδοσης του υπό εξέταση A/K με τον μέσο όρο της μέσης μηνιαίας υποαπόδοσης των A/K της κατηγορίας του. Όσο μικρότερο είναι το αυτό το πηλίκο τόσο πιο αξιόλογο θεωρείται το A/K και τόσο καλύτερη η διαχείρισή του. Εκείνο που αξίζει να σημειωθεί αναφορικά με τη μέθοδο μέτρησης του κινδύνου είναι η μη χρήση στατιστικών μέτρων, όπως η τυπική απόκλιση ή ο συντελεστής

βήτα, αλλά η έμφαση σε περιόδους στις οποίες η απόδοση του A/K υπολείπεται αυτή του εντόκου γραμματίου του δημοσίου. Η επιλογή του τελευταίου ως «μοντέλου» βάσης και αναφοράς στην μέτρηση του κινδύνου έγινε, διότι οι βραχυπρόθεσμοι δανειακοί τίτλοι του δημοσίου αποτελούν τοποθετήσεις που προσφέρουν καταφύγιο στους επενδυτές και θεωρούνται ιδιαίτερα ασφαλείς (Ο Μέτοχος, 12-07-2002, σελ. 46 - 47).

Αφού έχουν υπολογισθεί η απόδοση και ο κίνδυνος κατά Morningstar, υπολογίζεται η βαθμολόγηση προσαρμοσμένη στον κίνδυνο κατά Morningstar για κάθε A/K. Αυτό γίνεται με την αφαίρεση του κινδύνου από την απόδοση κατά Morningstar και όλα τα A/K της κατηγορίας κατατάσσονται σύμφωνα με αυτήν την βαθμολόγηση ξεκινώντας από το A/K με την υψηλότερη βαθμολόγηση. Τα A/K που συγκαταλέγονται στο 10% αυτών με την υψηλότερη βαθμολόγηση αξιολογούνται ως A/K 5 αστέρων, ενώ τα A/K που συγκαταλέγονται στο 10% αυτών με την χαμηλότερη βαθμολόγηση αξιολογούνται ως A/K 1 αστέρα. Ενδιάμεσα, υπάρχουν τα A/K που με παρόμοιο τρόπο αξιολογούνται ως A/K 4, 3 και 2 αστέρων (Bodie - Kane - Marcus, 2001, σελ. 833 - 834).

4.4.2 Πλεονεκτήματα της μεθόδου της Morningstar

Η βασική καινοτομία της μεθόδου της Morningstar στην αξιολόγηση της επίδοσης των A/K έγκειται στο γεγονός ότι, ενώ και αυτή υπολογίζει, στην ουσία, απόδοση προσαρμοσμένη στον κίνδυνο, συγκρίνει την επίδοση κάθε A/K όχι ως προς έναν δείκτη αναφοράς, όπως κάνουν τα κριτήρια του Sharpe, του Treynor και του Jensen, αλλά ως προς τον μέσο όρο των A/K της κατηγορίας που αυτό ανήκει (Η Καθημερινή, 07-12-2002, σελ. 24). Αυτό

κρίθηκε αναγκαίο από την Morningstar, γιατί είχε παρατηρηθεί ότι οι δείκτες των Sharpe, Treynor και Jensen λειτουργούσαν αποπροσανατολιστικά για τους επενδυτές, αφού τους παρότρυναν να επιλέγουν A/K με κριτήριο αποκλειστικά την βαθμολογία που αυτοί οι δείκτες έδιναν στα A/K και αγνοώντας τον επενδυτικό χαρακτήρα και τη στρατηγική που το καθένα ακολουθούσε. Έτσι, η Morningstar υποβάθμισε, χωρίς όμως βέβαια να εξαλείψει, τη σημασία των παραδοσιακών δεικτών του Sharpe, του Treynor και του Jensen (Ο Μέτοχος, 12-07-2002, σελ. 46 - 47).

Ένα άλλο σημαντικό πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι ότι το σύστημα αξιολόγησης της Morningstar είναι απλό και αξιόπιστο. Απλό, γιατί οι επενδυτές δεν μπερδεύονται με αριθμούς των οποίων τη σημασία δεν καταλαβαίνουν αλλά απλά κοιτάνε τον αριθμό των αστερίσκων που έχει δοθεί στα A/K που τους ενδιαφέρουν. Αξιόπιστο, μιας και ασκεί καθοριστική επιρροή στις επιλογές του επενδυτικού κοινού στις Η.Π.Α., αφού ο κύριος όγκος των κεφαλαίων που επενδύονται σε A/K στη χώρα αυτή αφορούν αυτά που η Morningstar έχει κατατάξει στις δύο υψηλότερες βαθμολογικά κατηγορίες της, αυτές δηλαδή των 5 και των 4 αστερών (Η Καθημερινή, 07-12-2002, σελ.24).

Στο επόμενο κεφάλαιο, που θα περιγραφεί αναλυτικά η μεθοδολογία της Morningstar, θα γίνουν περισσότερο εμφανή και κατανοητά αυτά τα πλεονεκτήματα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Η ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΤΗΣ MORNINGSTAR

5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ο Θεσμός των Α/Κ έχει γνωρίσει τεράστια άνθηση τόσο σε εγχώριο όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο. Σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Ένωσης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (FEFSI), στα τέλη του 2004, ο αριθμός των Α/Κ ανά τον κόσμο είχε ξεπεράσει τις 54.000, ενώ τα κεφάλαια που αυτά διαχειρίζονταν είχαν ξεπεράσει τα 11,8 τρις ευρώ (www.fefsi.org).

Η τεράστια εξάπλωση του Θεσμού οφείλεται αποκλειστικά στα μοναδικά πλεονεκτήματα που προσφέρουν τα Α/Κ, όπως είναι αυτά της επαγγελματικής διαχείρισης, της ελαχιστοποίησης του επενδυτικού κινδύνου μέσω της διαφοροποίησης, της άμεσης ρευστότητας, της εύκολης μεταφοράς των χρημάτων από το ένα Α/Κ σε άλλο της ίδιας οικογένειας αλλά και άλλα που αναφέραμε σε προηγούμενο κεφάλαιο. Η εξάπλωση αυτή των Α/Κ είχε ως αποτέλεσμα την παράλληλη αύξηση του ενδιαφέροντος των ερευνητών για την αξιολόγηση της επίδοσης των διαχειριστών αλλά και την διερεύνηση άλλων πτυχών της λειτουργίας του Θεσμού.

Η ταχεία διεύρυνση των επενδυτικών επιλογών και στο χώρο των Α/Κ προσφέρει σημαντικές ευκαιρίες στο ευρύ επενδυτικό κοινό, του δημιουργεί όμως και ορισμένα προβλήματα στην επιλογή του κατάλληλου και πιο

αποτελεσματικού Α/Κ. Το κενό αυτό ήλθαν να καλύψουν εξειδικευμένες εταιρίες αξιολόγησης Α/Κ, οι οποίες προσφέρουν στο ευρύ επενδυτικό κοινό, σε θεσμικούς επενδυτές αλλά και σε κάθε άλλο ενδιαφερόμενο μια σειρά από πληροφορίες, με πιο σημαντική αυτή της αξιολόγησης της επίδοσης των Α/Κ. Οι γνωστότερες εταιρίες αξιολόγησης Α/Κ στις Η.Π.Α. είναι η Morningstar Inc., η Value Line Inc., η Standard & Poor's και η Lipper.

Στην Ελλάδα, παρά την ραγδαία αύξηση των κεφαλαίων που κατευθύνονται στα Α/Κ την τελευταία δεκαετία, δεν υπάρχει ακόμα ένας φορέας ο οποίος να αξιολογεί την επίδοση των εγχώριων διαχειριστών. Σκοπός αυτού του κεφαλαίου είναι να παρουσιάσει με πολύ αναλυτικό τρόπο την μεθοδολογία της Morningstar όσον αφορά την αξιολόγηση της επίδοσης των Α/Κ, ενώ στο επόμενο κεφάλαιο θα παρουσιασθούν τα αποτελέσματα της αξιολόγησης της επίδοσης των ελληνικών μετοχικών Α/Κ εσωτερικού με βάση την μεθοδολογία αυτή. Μάλιστα, θα παρουσιασθούν αντίστοιχα αποτελέσματα αξιολόγησης τα οποία προέκυψαν με βάση την προσέγγιση του Sharpe έτσι ώστε να καταστεί εφικτή η σύγκριση μεταξύ των αποτελεσμάτων των δύο μεθόδων.

5.2 ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ MORNINGSTAR

5.2.1 Ιστορικά στοιχεία

Η Morningstar, με έδρα το Σικάγο, αποτελεί σήμερα την μεγαλύτερη εταιρία παροχής πληροφοριών και αναλύσεων για Α/Κ, μετοχές και επενδυτικά ασφαλιστικά προϊόντα. Ως ανεξάρτητη εταιρία, δεν έχει συμφέρον σε κάποιο Α/Κ, μετοχή ή ασφαλιστικό προϊόν. Για αυτό το λόγο, τόσο οι πληροφορίες όσο και οι αναλύσεις είναι αμερόληπτες και οι σχολιασμοί των αναλυτών αντικειμενικοί (corporate.morningstar.com).

Η Morningstar ιδρύθηκε το 1984 από τον Joe Mansueto. Η ίδρυση της Morningstar και η έκδοση του «Mutual Fund Sourcebook» από τον Mansueto πραγματοποιήθηκαν, όταν η αγορά των Α/Κ αναπτυσσόταν με πρωτοφανείς ρυθμούς. Την περίοδο αυτή, οι επενδυτές δεν μπορούσαν να έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες για τις αποδόσεις των Α/Κ είτε επειδή αυτές δεν υπήρχαν είτε επειδή η πρόσβαση ήταν πολύ ακριβή. Έτσι, το μεγαλύτερο μέρος των επενδυτών δεν διέθετε τα απαραίτητα εργαλεία για να επιλέξει, να αναλύσει και να επενδύσει σε Α/Κ (corporate.morningstar.com).

Ο Joe Mansueto πίστευε ότι αυτές οι πληροφορίες θα έπρεπε να είναι διαθέσιμες στο ευρύ επενδυτικό κοινό, κυρίως επειδή τα Α/Κ δημιουργήθηκαν ακριβώς για να παρέχουν στον απλό επενδυτή οφέλη που μέχρι τότε καρπώνονταν επενδυτές με μεγάλο διαθέσιμο κεφάλαιο, όπως είναι για παράδειγμα η επαγγελματική διαχείριση του κεφαλαίου, η

τοποθέτησή του σε ευρεία βάση περιουσιακών στοιχείων και κατ' επέκταση η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Η φιλοσοφία αυτή οδήγησε την Morningstar στη δημιουργία ευρείας κλίμακας προϊόντων και υπηρεσιών, πέρα από τα Α/Κ, με μοναδικό σκοπό τον «εκδημοκρατισμό», θα μπορούσε να πει κανείς, των επενδυτικών πληροφοριών (corporate.morningstar.com).

Η εταιρία, σήμερα, έχει αντάξια κερδίσει την φήμη της έμπιστης πηγής επενδυτικών πληροφοριών και αναλύσεων. Με προσωπικό περισσότερο των 100 επαγγελματιών αναλυτών διεθνώς, προσφέρει δεδομένα για διάφορα Α/Κ, μετοχές και ασφαλιστικά προϊόντα διεθνώς ξεπερνώντας σε μέγεθος ετήσιου κύκλου εργασιών τα 100 εκατομμύρια δολάρια Αμερικής (corporate.morningstar.com).

5.2.2 Πελάτες

Η Morningstar αποτελεί επιλογή πολλών ιδιωτών, επαγγελματιών και θεσμικών επενδυτών για πρόσβαση σε αντικειμενικές και ολοκληρωμένες επενδυτικές αναλύσεις και πληροφορίες. Οι ιδιώτες επενδυτές χρησιμοποιούν τα προϊόντα και τις υπηρεσίες της Morningstar με σκοπό να λάβουν σωστές και εμπειριστατωμένες επενδυτικές αποφάσεις. Χρησιμοποιούν όλες τις σχετικές πληροφορίες για τις επενδυτικές τους επιλογές και βασίζονται στην αμεροληψία των παρεχόμενων αναλύσεων. Οι επαγγελματίες διαχειριστές εκμεταλλεύονται πολλά από τα εργαλεία της Morningstar προκειμένου να αναλύσουν, να παρουσιάσουν και να υποστηρίξουν τις επενδυτικές τους επιλογές. Οι θεσμικοί επενδυτές, όπως είναι οι εταιρίες διαχείρισης Α/Κ, οι ασφαλιστικές εταιρίες και οι μεγάλες χρηματιστηριακές εταιρίες, αξιοποιούν τα ειδικά σχεδιασμένα προϊόντα και

υπηρεσίες της Morningstar βελτιώνοντας ακόμη και τα δικά τους προϊόντα. Οι εκδότες οικονομικών εφημερίδων και περιοδικών καθώς και οι ιστοσελίδες οικονομικού περιεχομένου δημοσιεύουν σχολιασμούς αναλυτών της Morningstar για Α/Κ και μετοχές. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι συνδρομητές της Morningstar είναι οι εξής εταιρίες: CNN, CNBC, The New York Times, The Wall Street Journal, The Money Magazine, AOL, Yahoo! (corporate.morningstar.com).

5.2.3 Προϊόντα

Η Morningstar παρέχει πληροφορίες και στοιχεία για περισσότερα από 17.000 Α/Κ, 5.700 μετοχές και 41.000 επενδυτικά και ασφαλιστικά προϊόντα και συνολικά περίπου 100.000 εναλλακτικές επενδύσεις διεθνώς. Προσφέρει σε μέσα ενημέρωσης αναλύσεις και σχολιασμούς τόσο για έντυπες εκδόσεις όσο και για υπηρεσίες on-line. Όλα τα προϊόντα είναι διαθέσιμα σε έντυπο αλλά και σε ηλεκτρονικό υλικό (corporate.morningstar.com).

5.2.4 Καινοτομίες

Η Morningstar έχει καινοτομήσει ήδη στο χώρο της αξιολόγησης των Α/Κ με τη μέθοδο αξιολόγησης της επίδοσης των Α/Κ με τη χρήση αστεριών, το *investment style box* και τα μέτρα σύγκρισης ενός Α/Κ σε σχέση με την ευρεία επενδυτική του κατηγορία. Ήταν η πρώτη που αξιολόγησε τους διαχειριστές των Α/Κ, που έκανε θεμελιώδη ανάλυση των μετοχών που περιλαμβάνονταν στα Α/Κ και που υπολόγισε τους λόγους P/E και P/BV για

A/K. Πέραν αυτών, ήταν η πρώτη που κατηγοριοποίησε τα A/K σύμφωνα με την πραγματική διάρθρωση του χαρτοφυλακίου τους σε σύγκριση με το ενημερωτικό δελτίο και τον κανονισμό τους (corporate.morningstar.com).

5.2.5 Επενδυτική προσέγγιση

Η Morningstar αναλύει και αξιολογεί τα A/K αλλά και τα διάφορα επενδυτικά και ασφαλιστικά προϊόντα με βάση τα περιουσιακά στοιχεία και τα αξιόγραφα που αυτά περιέχουν στα χαρτοφυλάκιά τους. Όσον αφορά τις μετοχές, η εταιρία θεωρεί ότι η τιμή της κάθε μετοχής προσδιορίζεται κυρίως από την χρηματοοικονομική απόδοση της επιχείρησης (corporate.morningstar.com).

Φιλοσοφία της Morningstar είναι ότι οι ιδιώτες επενδυτές θα πρέπει να εκτιμούν προσωπικά, όσο αυτό είναι δυνατόν, τα A/K, τις μετοχές και τα οποιαδήποτε επενδυτικά προϊόντα έχουν στα χαρτοφυλάκιά τους. Έτσι, θα τους δίνεται η δυνατότητα να γνωρίζουν πόσο καλά διαφοροποιημένο είναι το χαρτοφυλάκιο τους αλλά και πόσο η σύστασή του είναι σύμφωνη με τις επενδυτικές τους προτιμήσεις και στόχους (corporate.morningstar.com).

5.3 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑΣ ΤΗΣ MORNINGSTAR

5.3.1 Εισαγωγή

Βασικός σκοπός της μεθοδολογίας της Morningstar είναι ο υπολογισμός της προσαρμοσμένης στον κίνδυνο βαθμολογίας (Risk Adjusted Rating -RAR-) κάθε A/K που αξιολογείται. Αυτή υπολογίζεται με την αφαίρεση ενός μέτρου σχετικού κινδύνου του A/K (Relative Risk -RRisk-) από ένα μέτρο της σχετικής απόδοσής του (Relative Return -RRet-) (Η Καθημερινή, 07-12-2002, σελ.24). Έτσι, υπολογίζονται τα στοιχεία της παρακάτω σχέσης (datalab.morningstar.com):

$$RAR_i = RRet_i - RRisk_i$$

Καθένα από τα σχετικά μέτρα για κάθε A/K (σχετικής απόδοσης και σχετικού κινδύνου) υπολογίζεται διαιρώντας το αντίστοιχο μέτρο για το A/K με έναν παρονομαστή που είναι κοινός για μια ορισμένη ομάδα A/K. Συγκεκριμένα, η Morningstar τοποθετεί κάθε A/K σε μία και μόνο κατηγορία και μετά ακολουθεί ο υπολογισμός του σχετικού κινδύνου και της σχετικής απόδοσής του. Από αυτά, εξάγεται η βαθμολογία για κάθε A/K του οποίου η επίδοση αξιολογείται (Ο Μέτοχος, 12-07-2002, σελ. 46 - 47).

Η Morningstar υιοθετεί δύο κριτήρια αξιολόγησης: α) το Morningstar Star Rating και β) το Morningstar Category Rating. Και τα δύο συνδυάζουν την απόδοση και τον κίνδυνο ενός A/K σε σχέση με την συγκεκριμένη κατηγορία στην οποία η Morningstar τα τοποθετεί αρχικά (datalab.morningstar.com).

5.3.2 Morningstar Star Rating

Για την αξιολόγηση της επίδοσης των A/K με βάση το Morningstar Star Rating, ακολουθείται όλη η διαδικασία που περιγράφεται στις παρακάτω τρεις ενότητες και αρχίζει ως εξής (datalab.morningstar.com):

Το Star Rating στηρίζεται σε μία μαθηματική μέτρηση της παρελθούσας απόδοσης τροποποιημένης για τον κίνδυνο, κάτι που το καθιστά ιδιαίτερα αντικειμενικό και αξιόπιστο. Η διαδικασία ξεκινάει με τον διαχωρισμό του συνόλου των A/K σε 4 ευρείες κατηγορίες, που είναι οι εξής:

1. Τα μετοχικά A/K εσωτερικού
2. Τα διεθνή μετοχικά A/K
3. Τα φορολογήσιμα ομολογιακά A/K
4. Τα ομολογιακά A/K που εκπίπτουν της φορολογίας

Για να περιληφθεί κάποιο A/K σε μία από τις παραπάνω κατηγορίες, πρέπει να λειτουργεί για τουλάχιστον 3 συνεχόμενα έτη. Οι βαθμοί υπολογίζονται για περιόδους 3, 5 και 10 ετών ξεχωριστά και στη συνέχεια συνδυάζονται και σταθμίζονται ώστε να προκύψει μία συνολική βαθμολογία. Η βαθμολογία κάθε A/K προκύπτει από την διαφορά μεταξύ της απόδοσής του και του κινδύνου του, όπως αυτά υπολογίζονται από την Morningstar.

5.3.2.1 Εξαγωγή του Relative Morningstar Risk ($RRisk_i$)

Το $RRisk_i$ προκύπτει ως το πηλίκο του κινδύνου του A/K προς μία σχετική βάση κινδύνου, η οποία είναι κοινή για όλα τα A/K της ίδιας κατηγορίας. Αν $g(i)$ είναι η κατηγορία στην οποία εντάσσεται το υπό εξέταση A/K i , ο

σχετικός κίνδυνός του κατά την Morningstar υπολογίζεται από την σχέση (1) (datalab.morningstar.com):

$$RRisk_i = Risk_i / BRisk_{g(i)} \quad (1)$$

όπου,

$$Risk_i = - \text{mean}_t [\min_t (ER)_{it}, 0] \quad (2)$$

$$BRisk_{g(i)} = \text{mean}_{i \text{ in } g(i)} (Risk_i) \quad (3)$$

ER = Excess Return ή αλλιώς η Υπερβάλλουσα Απόδοση που σημειώνει το υπό εξέταση A/K i σε σχέση με το τρίμηνο T-bill για μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο t, συνήθως για έναν μήνα

Αναλυτικότερα, οι σχέσεις (2) και (3) προκύπτουν ως ακολούθως:

➤ Υπολογισμός του κινδύνου (Risk) $Risk_i$

Αρχικά, υπολογίζονται οι μηνιαίες αποδόσεις για όλα τα A/K καθώς και για τα τρίμηνα T-bills. Οι αποδόσεις αυτές υπολογίζονται με τον τύπο:

$$(P_{t1} - P_{t0}) / P_{t0}$$

όπου,

P_{t1} = η τιμή του A/K ή του T-bill στο τέλος του μήνα

P_{t0} = η τιμή του A/K ή του T-bill στην αρχή του μήνα

Έπειτα, για κάθε A/K υπολογίζονται οι υπερβάλλουσες αποδόσεις (excess return) ή οι υποαποδόσεις (underperformance) που σημειώνει σε σχέση με το T-bill για κάθε μήνα. Με άλλα λόγια, υπολογίζεται για κάθε συγκεκριμένο μήνα της περιόδου που εξετάζεται αν η ποσοστιαία μεταβολή του A/K ήταν μικρότερη ή μεγαλύτερη της αντίστοιχης του T-bill. Όποτε η απόδοση του A/K είναι μικρότερη από την απόδοση του T-bill (underperformance), μετράται το μέγεθος αυτής της υποαπόδοσης του A/K.

Το επόμενο βήμα είναι να αντιστραφεί το αρνητικό πρόσημο όλων των υποαποδόσεων σε θετικό, να αθροιστούν όλες οι υποαποδόσεις για κάθε A/K και να διαιρεθεί το άθροισμα που προκύπτει από τον αριθμό των χρονικών παρατηρήσεων ώστε να προκύψει η μέση μηνιαία υποαπόδοση (*Average Monthly Underperformance*) για κάθε A/K. Δεν λαμβάνονται καθόλου υπόψη οι περιπτώσεις που τα A/K ξεπέρασαν σε απόδοση τα T-bills. Οι θετικές διαφορές που προκύπτουν σε αυτές τις περιπτώσεις συμμετέχουν στην εξαγωγή της μέσης μηνιαίας υποαπόδοσης σαν να ήταν μηδενικοί όροι. Έτσι, η μέση μηνιαία υποαπόδοση συνοψίζεται στον τύπο:

$$\text{Risk}_i = - \text{mean}_t [\min_t (\text{ER})_{it}, 0]$$

Η μέση μηνιαία υποαπόδοση είναι ένα μέτρο του κόστους ευκαιρίας (opportunity cost), όπου η χαμένη ευκαιρία είναι η επένδυση σε T-bills, με τις περιόδους που υπήρξε κέρδος ευκαιρίας (opportunity gain) να μετρώνται σαν περίοδοι μηδενικού κόστους ευκαιρίας.

➤ Υπολογισμός της σχετικής βάσης κινδύνου (*Relative Risk Base*)

$$\underline{BRisk}_{g(i)}$$

Ως βάση για τον υπολογισμό του σχετικού κινδύνου της Morningstar χρησιμοποιείται απλά ο μέσος όλων των κινδύνων (υποαποδόσεων Risk_i) των A/K που βρίσκονται στην ίδια κατηγορία. Δηλαδή, έχουμε τον εξής τύπο:

$$\text{BRisk}_{g(i)} = \text{mean}_{i \text{ in } g(i)} (\text{Risk}_i)$$

Έτσι, ο κίνδυνος κατά Morningstar θα προκύψει ως το πηλίκο της μέσης μηνιαίας υποαπόδοσης του εν λόγω A/K δια την μέση μηνιαία υποαπόδοση των A/K της κατηγορίας του.

5.3.2.2 Εξαγωγή του Relative Morningstar Return (RRet_i)

Το RRet_i προκύπτει ως το ηλίκο της απόδοσης του A/K προς μία σχετική βάση απόδοσης, η οποία είναι κοινή για όλα τα A/K της ίδιας κατηγορίας. Αν g(i) είναι η κατηγορία στην οποία εντάσσεται το υπό εξέταση A/K i, η σχετική απόδοσή του κατά την Morningstar υπολογίζεται από την σχέση (4) (datalab.morningstar.com):

$$RRet_i = Ret_i / BRet_{g(i)} \quad (4)$$

όπου,

$$Ret_i = VR_i - VR_b \quad (5)$$

$$BRet_{g(i)} = \max [\text{mean}_{i \in g(i)} (Ret_i), VR_b - 1] \quad (6)$$

VR_i = η σωρευτική απόδοση που θα είχε 1 ευρώ, αν είχε επενδυθεί στο υπό εξέταση A/K i για όλη την διάρκεια της χρονικής περιόδου που εξετάζεται

VR_b = η σωρευτική απόδοση που θα είχε 1 ευρώ, αν είχε επενδυθεί σε τρίμηνα T-bills για όλη την διάρκεια της χρονικής περιόδου που εξετάζεται

Αναλυτικότερα, οι σχέσεις (5) και (6) προκύπτουν ως ακολούθως:

➤ Υπολογισμός της απόδοσης (Return) Ret_i

Αρχικά, υπολογίζονται οι σωρευτικές αποδόσεις που θα είχε 1 ευρώ, αν είχε επενδυθεί σε καθένα από τα A/K για όλη την διάρκεια των εξεταζόμενων περιόδων. Οι αποδόσεις αυτές (VR_i) υπολογίζονται με τον γνωστό τύπο:

$$VR_i = P_{t1} / P_{t0}$$

όπου,

P_{t1} = η τιμή του μεριδίου του A/K i στο τέλος κάθε εξεταζόμενης περιόδου

P_{t0} = η τιμή του μεριδίου του A/K i στην αρχή κάθε εξεταζόμενης περιόδου

Έπειτα, υπολογίζεται η σωρευτική απόδοση που θα είχε 1 ευρώ, αν είχε επενδυθεί σε τρίμηνα T-bills από την έναρξη μέχρι την λήξη των υπό εξέταση διαστημάτων. Η απόδοση αυτή (VR_b) υπολογίζεται από τον τύπο:

$$VR_b = (1+r_1)^*(1+r_2)^*...*(1+r_n)$$

όπου,

r_1 = το επιτόκιο των T-bills για τον πρώτο μήνα

r_2 = το επιτόκιο των T-bills για τον δεύτερο μήνα

r_n = το επιτόκιο των T-bills για τον μήνα n

Τέλος, αφαιρείται από την απόδοση του A/K η απόδοση των T-bills και προκύπτει η απόδοση ως εξής:

$$Ret_i = VR_i - VR_b$$

Πρέπει να σημειωθεί σε αυτό το σημείο ότι η Morningstar λαμβάνει υπόψη στον υπολογισμό των αποδόσεων όλα τα έξοδα διαχείρισης ή τις προμήθειες που χρεώνεται ο επενδυτής κατά την αγορά ή πώληση μεριδίων. Έτσι, παραπάνω που κάναμε λόγο για αποδόσεις εννοούσαμε καθαρές αποδόσεις, από τις οποίες έχουν αφαιρεθεί τα οποιαδήποτε έξοδα ή προμήθειες.

➤ Υπολογισμός της σχετικής βάσης απόδοσης (Relative Return Base)

$$\underline{BRet}_{g(i)}$$

Το πρώτο βήμα για τον υπολογισμό της σχετικής βάσης απόδοσης είναι η εξαγωγή του μέσου όρου όλων των αποδόσεων (Ret_i) των A/K της ίδιας κατηγορίας. Αν το αποτέλεσμα είναι μεγαλύτερο από την ποσοστιαία αύξηση στην αξία που θα προέκυπτε από τα T-bills, τότε χρησιμοποιείται ο μέσος της κατηγορίας. Στην αντίθετη περίπτωση, χρησιμοποιείται η ποσοστιαία

αύξηση στην αξία των T-bills, δηλαδή η συνολική απόδοσή τους στην διάρκεια της περιόδου. Συνεπώς, ισχύει ο εξής τύπος:

$$BRet_{g(i)} = \max [\text{mean}_{i \text{ in } g(i)} (Ret_i), VR_b - 1]$$

Για να χρησιμοποιηθεί ο μέσος των Ret_i , πρέπει όλα τα A/K να έχουν σημειώσει συνολική απόδοση τουλάχιστον διπλάσια σε σχέση με την ποσοστιαία αύξηση των T-bills, δηλαδή πρέπει να ισχύει η εξής σχέση:

$$\text{mean}_{i \text{ in } g(i)} (VR_i - 1) > 2 * (VR_b - 1)$$

Έτσι, η απόδοση κατά Morningstar θα προκύψει ως το ηλίκο της υπερβάλλουσας απόδοσης του εν λόγω A/K είτε δια την μέση υπερβάλλουσα απόδοση των A/K της κατηγορίας του είτε δια την συνολική απόδοση των T-bills στη διάρκεια της περιόδου.

5.3.2.3 Τελική βαθμολόγηση A/K σύμφωνα με την Morningstar

Όπως προαναφέρθηκε, η τελική βαθμολογία του A/K για μια περίοδο προκύπτει από την αφαίρεση του Relative Morningstar Risk του από το Relative Morningstar Return του, όπως αυτά ορίστηκαν παραπάνω. Στη συνέχεια, προκύπτει ο τελικός βαθμός και η τελική αξιολόγηση της επίδοσης κάθε A/K σύμφωνα με την εξής διαδικασία (datalab.morningstar.com):

Ο τελικός βαθμός της Morningstar δίνεται μετά από στάθμιση των επιμέρους βαθμολογιών για τις περιόδους που έχουν βαθμολογηθεί. Έτσι, για τα A/K με ιστορία κάτω των 5 ετών, το τελικό Risk Adjusted Rating θα είναι το συνολικό τους Risk Adjusted Rating για την τελευταία 3ετή περίοδο. Για τα A/K με ιστορία μεγαλύτερη, οι επιμέρους βαθμολογήσεις σταθμίζονται με

κάποια ποσοστά προκειμένου να παράγουν το τελικό, σταθμισμένο Risk Adjusted Rating. Η στάθμιση αυτή γίνεται σύμφωνα με τον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 2

Συντελεστές στάθμισης για τον υπολογισμό του τελικού Risk Adjusted Rating

Ηλικία A/K	Σταθμισμένο Risk Adjusted Rating
Πάνω από 3 έτη και κάτω από 5 έτη	100% ο βαθμός της 3ετούς περιόδου
Πάνω από 5 έτη και κάτω από 10 έτη	60% ο βαθμός της 5ετούς περιόδου 40% ο βαθμός της 3ετούς περιόδου
Πάνω από 10 έτη	50% ο βαθμός της 10ετούς περιόδου 30% ο βαθμός της 5ετούς περιόδου 20% ο βαθμός της 3ετούς περιόδου

Μετά από την εύρεση του τελικού Risk Adjusted Rating, τα A/K κάθε κατηγορίας κατατάσσονται βάση αυτού του μέτρου με φθίνουσα σειρά ξεκινώντας δηλαδή από το A/K με τον μεγαλύτερο βαθμό και καταλήγοντας στο A/K με το μικρότερο βαθμό. Αυτό γίνεται για να βρεθεί το Risk Adjusted Star Rating για κάθε A/K. Ανάλογα με την κατάταξη που θα έχει προκύψει, προσδίδεται σε κάθε A/K από ένας έως πέντε αστέρισκοι σύμφωνα με τον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 3

Υπολογισμός του Star Rating

Ανώτατο 10%	☆ ☆ ☆ ☆ ☆
Επόμενο 22,5%	☆ ☆ ☆ ☆
Μέση 35%	☆ ☆ ☆
Επόμενο 22,5%	☆ ☆
Κατώτατο 10%	☆

Πρόκειται για μια κανονική κατανομή A/K, όπου η υψηλότερη βαθμολόγηση που μπορεί να λάβει ένα A/K είναι 5 αστερίσκοι, ενώ η χειρότερη είναι 1 αστερίσκος. Σύμφωνα με αυτήν την κατανομή, στα A/K που βρίσκονται στο ανώτατο 10% των A/K με την υψηλότερη βαθμολογία, θα αποδοθούν 5 αστερίσκοι, ενώ στα A/K που βρίσκονται στο επόμενο 22,5% των A/K με την αμέσως καλύτερη βαθμολογία, θα αποδοθούν 4 αστερίσκοι. Στη συνέχεια, στα A/K που βρίσκονται στο μεσαίο 35% των A/K που ακολουθούν στη βαθμολογία, θα αποδοθούν 3 αστερίσκοι και στα A/K που βρίσκονται στο επόμενο 22,5% των A/K που έπονται στη βαθμολογία, θα αποδοθούν 2 αστερίσκοι, ενώ, τέλος, στα A/K που βρίσκονται στο κατώτατο 10% των A/K με την χειρότερη βαθμολογία, θα αποδοθεί 1 αστερίσκος.

Έτσι, γίνεται εμφανές για μία ακόμη φορά ότι, σύμφωνα με τη μεθοδολογία της Morningstar και προκειμένου να αξιολογηθεί η επίδοση των A/K αρτιότερα, τα A/K πρώτα χωρίζονται σε κατηγορίες και στη συνέχεια τα A/K κάθε κατηγορίας συγκρίνονται μεταξύ τους για να αποδοθεί το Star Rating σε κάθε ένα από αυτά.

5.3.3 Morningstar Category Rating

Για την αξιολόγηση της επίδοσης των A/K με βάση το Morningstar Category Rating, ακολουθείται η εξής διαδικασία (datalab.morningstar.com):

Η λογική και η διαδικασία αυτού του συστήματος βαθμολόγησης της Morningstar, που καλείται Category Rating, είναι ίδιες με αυτές του Morningstar Star Rating. Υπάρχουν όμως κάποιες εξαιρέσεις, που αναφέρονται παρακάτω.

Η κυριότερη είναι ότι το Morningstar Category Rating επιτρέπει στους επενδυτές να κάνουν συγκρίσεις A/K σε σχέση με μία πολύ πιο συγκεκριμένη κατηγορία από αυτήν που χρησιμοποιείται στο Star Rating. Πιο συγκεκριμένα, εδώ η κατηγοριοποίηση και άρα η σύγκριση των A/K γίνεται ανάμεσα σε πολλές ομάδες αντί μόλις 4 στο προηγούμενο σύστημα βαθμολόγησης. Στο Category Rating, κάθε μία από τις 4 μεγάλες κατηγορίες του Star Rating υποδιαιρείται σε μικρότερες κατηγορίες, που η καθεμιά τους αποτελεί το μέτρο σύγκρισης για όσα A/K εμπεριέχονται σε αυτήν. Η διαίρεση των 4 κύριων κατηγοριών σε πολύ περισσότερες κατηγορίες βασίζεται σε χαρακτηριστικά, όπως για παράδειγμα η κεφαλαιοποίηση και ο κλάδος δραστηριότητας των εταιριών, ο χρονικός ορίζοντας και ο εκδότης των ομολόγων και η γεωγραφική προέλευση των μετοχών και των ομολόγων του εξωτερικού.

Άλλη διαφορά στο Category Rating σε σχέση με το Star Rating είναι ότι οι αποδόσεις των A/K δεν τροποποιούνται για τα έξοδα και τις προμήθειες αγοράς και πώλησης μεριδίων.

Τέλος, χρησιμοποιούνται μόνο 3ετείς περίοδοι αποδόσεων των A/K και συνεπώς δεν υπάρχει καμία στάθμιση για να εξαχθεί το Risk Adjusted Rating.

5.4 ΚΡΙΤΙΚΗ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑΣ ΤΗΣ MORNINGSTAR

5.4.1 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του Morningstar Rating

Ένα σημαντικό πλεονέκτημα των βαθμολογιών που προτείνει η Morningstar είναι η εύκολη κατανόησή τους. Αρκεί μία και μόνο ματιά για να καταλάβει ο επενδυτής πώς συμπεριφέρθηκε ένα A/K σε σχέση με άλλα της κατηγορίας του. Είναι πολύ σημαντικό αν λάβει κανείς υπόψη του πως τα παραδοσιακά κριτήρια, όπως οι δείκτες των Sharpe, Treynor και Jensen, είναι δύσκολο να ερμηνευτούν, γιατί αποτελούν απόλυτα νούμερα, τα οποία απευθύνονται σε κοινό εξοικειωμένο με τις στατιστικές και οικονομετρικές έννοιες που εκφράζουν αυτοί οι δείκτες παρά σε απλούς επενδυτές. Βέβαια, η ευκολία της ερμηνείας του Star Rating οδηγεί πολλές φορές στην εξαγωγή λανθασμένων συμπερασμάτων από επενδυτές που υπερεκτιμούν τη σημασία του. Ένα A/K «βραβευμένο» με 5 αστερίσκους σημαίνει απλά ότι βρίσκεται στο ανώτατο 10% της κατηγορίας του (Η Καθημερινή, 07-12-2002, σελ.24).

Ένα άλλο πολύ σημαντικό πλεονέκτημα αυτής της μεθοδολογίας είναι ότι συγκρίνει A/K που βρίσκονται στην ίδια κατηγορία, όπως αυτές έχουν καθορισθεί από την Morningstar. Το αποτέλεσμα είναι να μην αποπροσανατολίζονται οι επενδυτές επιλέγοντας κάποιο A/K με κριτήριο αποκλειστικά την κατάταξή του και αγνοώντας την κατηγορία που αυτό βρίσκεται, όπως συμβαίνει με τα παραδοσιακά κριτήρια, αλλά μπορούν, αφού έχουν επιλέξει την κατηγορία των A/K που θα επενδύσουν, να επιλέξουν στη συνέχεια κάποιο A/K με βάση την κατάταξή του (Ο Μέτοχος, 12-07-2002, σελ. 46 - 47).

Μειονέκτημα της μεθοδολογίας που εφαρμόζει η Morningstar είναι το γεγονός ότι, ενώ υπολογίζει και αυτή προσαρμοσμένη στον κίνδυνο απόδοση, δεν παρέχει στους επενδυτές καμία πληροφόρηση σχετική με τις ικανότητες των διαχειριστών των Α/Κ στον συγχρονισμό και στην επιλεκτικότητα. Έτσι, θα μπορούσε να πει κανείς ότι «αγνοεί» δύο πολύ σημαντικές προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούν οι διαχειριστές των Α/Κ, αν θέλουν να χαρακτηρίζεται ως επιτυχής η διαχείριση που κάνουν στα Α/Κ. Αυτό το μειονέκτημα δεν το εμφανίζουν κάποιες άλλες σύγχρονες προσεγγίσεις στον χώρο της αξιολόγησης της επίδοσης των Α/Κ, όπως είναι το υπόδειγμα των Treynor – Mazuy ή αυτό των Henriksson – Merton, που αναπτύξαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο.

5.4.2 Αρχές αξιολόγησης και επιμέρους θέματα του Morningstar Rating

Στην προσπάθειά της να αναλύσει πληρέστερα τον κίνδυνο και την απόδοση, η Morningstar θεώρησε τις εξής δύο παραδοχές (Ο Μέτοχος, 12-07-2002, σελ. 46 - 47):

- Οι επενδυτές σε Α/Κ, εκτός από εξαιρετικές περιπτώσεις, προτιμούν να «παραχωρήσουν» κάποιο τμήμα των πιθανών αποδόσεών τους με «αντάλλαγμα» μικρές αποκλίσεις από τις παρελθούσες αποδόσεις.
- Οι επενδυτές σε Α/Κ ενδιαφέρονται περισσότερο για σταθερούς ρυθμούς αποδόσεων παρά για υπερβάλλουσες αποδόσεις, διότι αυτό θεωρείται «βαθμός αστάθειας».

Όσον αφορά το ζήτημα της στρατηγικής που ακολουθεί το κάθε A/K, αυτό αντιμετωπίζεται από την Morningstar εν μέρει μέσω της ενδελεχούς κατηγοριοποίησής του, αφού το εντάσσει σε συγκεκριμένη κατηγορία A/K, τα οποία παρουσιάζουν ίδια χαρακτηριστικά, επενδύουν στην αγορά αντιμετωπίζοντας ίδιο περιβάλλον και ίδιες συνθήκες ανταγωνισμού και παρουσιάζουν εν γένει παρόμοια στρατηγική (Ο Μέτοχος, 12-07-2002, σελ. 46 - 47).

Ο διαχειριστής, η πιθανή αντικατάστασή του και το πώς επηρεάζονται η πορεία και οι αποδόσεις του κάθε A/K σε σχέση με τα παραπάνω είναι θέματα για τα οποία η Morningstar δεν επιδεικνύει ιδιαίτερο ζήλο θεωρώντας πως αφορούν ζητήματα που ελάχιστοι επενδυτές γνωρίζουν και πως εν πάση περιπτώσει σχετίζονται και με την γενική επιστασία που έχει η εταιρία που διαχειρίζεται το κάθε A/K (Ο Μέτοχος, 12-07-2002, σελ. 46 - 47).

5.4.3 Χρήση του Morningstar Rating

Είναι αξιοσημείωτο το γεγονός ότι στις Η.Π.Α., όπου η αξιολόγηση της επίδοσης των A/K από την Morningstar έχει πολύ μεγάλη απήχηση, πάνω από το 90% των κεφαλαίων που επενδύονται σε A/K επενδύονται σε εκείνα που έχουν λάβει 5 ή 4 αστερίσκους (Η Καθημερινή, 07-12-2002, σελ.24). Ωστόσο, η μέθοδος Morningstar Rating πρέπει να θεωρηθεί ως ένα βασικό σημείο εκκίνησης στην διαδικασία επιλογής A/K και όχι ως ο μοναδικός παράγοντας για την επιλογή A/K. Είναι εύλογο ότι, όταν οι σημερινοί επενδυτές βρίσκονται ενώπιον μιας τεράστιας προσφοράς A/K, η μέθοδος μπορεί να αποδειχθεί πολύ χρήσιμη στον περιορισμό αυτής της γκάμας σε

έναν πιο πρακτικό αριθμό για τον επενδυτή που πρέπει να επιλέξει. Τα Α/Κ που έχουν λάβει υψηλή βαθμολόγηση από την Morningstar (5 ή 4 αστερίσκοι) έχουν σίγουρα ένα ισχυρό παρελθόν τροποποιημένων για τον κίνδυνο αποδόσεων αλλά χρειάζεται επιπλέον θεώρηση στοιχείων, όπως για παράδειγμα ποια η οργάνωση της Α.Ε.Δ.Α.Κ. που διαχειρίζεται το Α/Κ, ποια η δομή των εξόδων, ποια η ποιότητα των υπηρεσιών της συγκεκριμένης Α.Ε.Δ.Α.Κ. καθώς και άλλα που αναφέρθηκαν σε προηγούμενο κεφάλαιο. Ένα καλό χαρτοφυλάκιο Α/Κ πρέπει να αποτελείται από Α/Κ που παρέχουν καλή διαφοροποίηση και ικανοποιούν τους επενδυτικούς στόχους, τον χρονικό ορίζοντα και την ανοχή στον κίνδυνο κάθε επενδυτή. Κάποια από αυτά τα Α/Κ μπορεί να είναι 4 ή 5 αστέρων αλλά αυτή η βαθμολόγηση δεν πρέπει να περιλαμβάνει αυτομάτως ένα Α/Κ στο επιθυμητό χαρτοφυλάκιο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ

6.1 ΔΕΙΓΜΑ ΕΡΕΥΝΑΣ

Στην προσπάθεια εφαρμογής της μεθοδολογίας της Morningstar στην ελληνική αγορά A/K, έγιναν κάποιες μικρές αποκλίσεις από την ακριβή μεθοδολογία της για λόγους πρακτικότητας, συντομίας, κατανόησης και προσαρμογής της στα πλαίσια της ελληνικής αγοράς A/K, χωρίς ωστόσο να χάνεται η ουσία της. Παρακάτω, περιγράφεται αναλυτικά η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε και αναφέρονται οι αποκλίσεις από αυτήν της Morningstar.

Καταρχήν, επιλέχτηκε να εφαρμοστεί στα ελληνικά A/K ο δείκτης Star Rating έναντι του Category Rating. Η επιλογή έγινε προκειμένου να προκύψουν τα καλύτερα και τα χειρότερα A/K μεταξύ πολλών άλλων και όχι μεταξύ μιας πολύ περιορισμένης ομάδας, όπως επιβάλλει το Category Rating. Εξάλλου, το πιο διάσημο κριτήριο της εταιρίας είναι το Star Rating.

Αποκλείστηκαν από την ανάλυση, σύμφωνα με την μεθοδολογία της Morningstar, A/K που έχουν διάρκεια ζωής μικρότερη των 3 ετών. Έτσι, τα A/K ABN AMRO BLUE CHIPS MET. ΕΣ., ALICO MET. ΕΣ., ALICO MET. ΕΣ. ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛ., ALPHA ΕΠΙΘΕΤΙΚΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ MET. ΕΣ., ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST MET. ΕΣ., EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ MET. ΕΣ., ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ και

PROBANK ΕΛΛΑΣ ΜΕΤ. ΕΣ. δεν πήραν μέρος στην ανάλυση, καθώς έχουν διάρκεια ζωής μικρότερη των 3 ετών.

Οι περίοδοι εξέτασης και βαθμολόγησης της Morningstar είναι 3, 5 και 10 έτη. Στην ανάλυσή μας, χρησιμοποιούνται στοιχεία της τριετίας 2001 – 2003, της πενταετίας 1999 – 2003 και της δεκαετίας 1994 – 2003. Τα στοιχεία αυτά, δηλαδή οι ημερήσιες καθαρές τιμές των μεριδίων των υπό εξέταση Α/Κ, ελήφθησαν από την ηλεκτρονική διεύθυνση της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών Ελλάδος στο διαδίκτυο (www.agii.gr).

Για καθένα από τα 59 Α/Κ που πήραν μέρος στην ανάλυση, χρησιμοποιήθηκαν οι καθαρές τιμές των μεριδίων τους στο τέλος κάθε μήνα προκειμένου να υπολογιστούν οι μηνιαίες αποδόσεις. Στο σημείο αυτό πρέπει όμως να διευκρινιστεί ότι η Morningstar για να υπολογίσει το Star Rating για κάθε Α/Κ χρησιμοποιεί τις τιμές μεριδίων λαμβάνοντας υπόψη, όπως αναφέραμε στο προηγούμενο κεφάλαιο, και τις προμήθειες αγοράς και πώλησης αυτών. Στην αναπτυσσόμενη αγορά των Η.Π.Α., οι προμήθειες αυτές μπορεί να συνιστούν σημαντική διαφοροποίηση εξ' αιτίας δύο γεγονότων: α) των μεγάλων αποκλίσεων που παρατηρούνται στις προμήθειες Α/Κ της ίδιας κατηγορίας και β) την διάκριση των Α/Κ σε Α/Κ επιβάρυνσης (load funds) και Α/Κ μη επιβάρυνσης (non load funds). Επειδή στην ελληνική αγορά, τέτοιες αποκλίσεις σε προμήθειες είναι ασήμαντες και η διάκριση από πλευράς επιβάρυνσης δεν υφίσταται, χρησιμοποιήθηκαν οι καθαρές τιμές των μεριδίων θεωρώντας ότι δεν αλλάζει το πραγματικό αποτέλεσμα.

Ελήφθησαν, επίσης, και οι αποδόσεις των ετήσιων εντόκων γραμματίων του ελληνικού δημοσίου (ελληνικά T-bills), τα οποία εκπροσωπούν την επένδυση μηδενικού κινδύνου. Οι αποδόσεις αυτές ελήφθησαν από την ηλεκτρονική

διεύθυνση της Τράπεζας της Ελλάδος στο διαδίκτυο (www.bankofgreece.gr) και αντιστοιχούν στις ίδιες ημερομηνίες και καλύπτουν τα ίδια χρονικά διαστήματα με τις αποδόσεις των Α/Κ. Πρέπει να σημειώσουμε στο σημείο αυτό ότι η Morningstar στη μεθοδολογία της χρησιμοποιεί τρίμηνα T-bills. Ωστόσο, η χρήση ετήσιων αντί τρίμηνων T-bills ελάχιστα έως καθόλου αλλοιώνει τα αποτελέσματα της ανάλυσης και την ουσία αυτής.

6.2 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΙ

Στους πίνακες που ακολουθούν, παρουσιάζονται κάποια βασικά αποτελέσματα κατά την διαδικασία υπολογισμού της τελικής βαθμολογίας για κάθε Α/Κ με βάση την μεθοδολογία της Morningstar. Τα Α/Κ παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες με αλφαβητική σειρά.

Πίνακας 4

Return και Risk για τα Α/Κ με διάρκεια ζωής κάτω των 5 ετών

A/A	A/K	Ret	Risk
1.	ALLI ANZ ΕΠΙΘΕΤ. ΣΤΡΑΤΗΓ. ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,5281	3,84%
2.	CITI FUND EQUITY ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,4281	3,52%
3.	EUROBANK GENESIS ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,4137	3,19%
4.	HSBC ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛ. ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,1744	2,56%
5.	ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,5092	3,45%
6.	INTERAMERICAN ΟΛΥΜΠΙΟΝΙΚΗΣ		
	3ετία	-0,4231	3,31%
7.	INTERNATIONAL ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,4428	3,36%
8.	INTERNATIONAL Ε.Δ.Ε.Γ. (REAL ESTATE) ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,3334	3,53%
9.	MARFIN MAXIMUM ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,4028	3,67%
10.	MARFIN MEDIUM ΜΕΤ. ΕΣ.		

	3ετία	-0,2670	3,08%
11.	MARFIN PREMIUM MET. ΕΣ.		
	3ετία	-0,4171	3,44%
12.	NOVABANK BLUE CHIPS		
	3ετία	-0,3357	3,01%
13.	NOVABANK SMALL CAP		
	3ετία	-0,3155	3,07%
14.	ΑΚΡΟΠΟΛΙΣ ΜΙD CAP		
	3ετία	-0,4125	3,19%
15.	ΑΣΠΙΣ 21ος ΑΙΩΝ ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,4232	2,87%
16.	ΑΣΠΙΣ ΒΟΡΕΙΟΥ ΕΛΛΑΔΟΣ		
	3ετία	-0,5486	3,90%
17.	ΑΤΕ ΜΕΤ. ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,3717	2,90%
18.	ΑΤΤΙΚΗΣ ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,4539	3,19%
19.	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,6855	4,38%
20.	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,5557	4,22%
21.	ΔΗΛΟΣ TOP-30		
	3ετία	-0,3799	3,15%
22.	ΔΗΛΟΣ ΠΛΗΡΟΦ. & ΤΕΧΝΟΛ.		
	3ετία	-0,6160	4,18%
23.	ΔΗΛΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ		
	3ετία	-0,0335	2,30%
24.	ΕΓΝΑΤΙΑ-ΑΘΗΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,0633	2,69%
25.	ΕΓΝΑΤΙΑ-ΘΗΣΣΑΣ FTSE ASE-20		
	3ετία	-0,3295	2,92%
26.	ΕΡΜΗΣ ΠΡΩΤΟΠΟΡΟΣ		

	3ετία	-0,3541	3,23%
27.	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΣ. ΕΠΙΧ.		
	3ετία	-0,3986	3,04%
28.	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ΝΕΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ		
	3ετία	-0,3916	2,97%
29.	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΦΛΟΓΑ		
	3ετία	-0,3366	2,87%
30.	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,2409	2,88%
31.	ΛΑΪΚΗ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΑΞΙΩΝ ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,4117	3,05%

Πίνακας 5

Return και Risk για τα Α/Κ με διάρκεια ζωής κάτω των 10 ετών

A/A	A/Κ	Ret	Risk
1.	ABN AMRO ΕΛΛΗΝ. ΑΝΑΠΤ.		
	3ετία	-0,5372	3,36%
	5ετία	-0,5646	3,70%
2.	ALLIANZ ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,5035	3,76%
	5ετία	-0,4087	3,89%
3.	ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,3984	3,48%
	5ετία	-0,3819	3,51%
4.	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,4516	3,32%
	5ετία	-0,1273	3,59%
5.	ALPHA TRUST ΥΠΟΔΟΜΗΣ ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,4331	3,07%
	5ετία	-0,0069	3,38%
6.	EUROBANK VALUE INDEX ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,3384	2,90%
	5ετία	0,0548	2,88%
7.	HSBC ΜΕΤ. ΕΣ. FTSE ASE-20		
	3ετία	-0,3409	3,12%
	5ετία	-0,3389	2,93%
8.	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ		
	3ετία	-0,4971	3,32%
	5ετία	-0,4332	3,68%
9.	INTERNATIONAL ΑΝΑΠΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,4616	3,29%
	5ετία	-0,6409	4,05%
10.	METROLIFE ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,4357	3,53%

	5ετία	-0,3322	3,79%
11.	ΓΕΝΙΚΗ ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,6227	4,08%
	5ετία	-0,7160	4,15%
12.	ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ & ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,3200	2,84%
	5ετία	-0,2176	3,16%
13.	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,3502	2,96%
	5ετία	-0,4693	3,63%
14.	ΛΑΪΚΗ ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,4612	3,32%
	5ετία	-0,2503	3,71%
15.	ΠΤ&Κ ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,3719	3,53%
	5ετία	-0,3866	3,74%

Πίνακας 6

Return και Risk για τα Α/Κ με διάρκεια ζωής άνω των 10 ετών

A/A	A/Κ	Ret	Risk
1.	ALPHA BLUE CHIPS MET. ΕΣ.		
	3ετία	-0,4070	3,27%
	5ετία	-0,1703	3,08%
	10ετία	0,1829	2,70%
2.	ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,5418	3,82%
	5ετία	-0,3697	4,09%
	10ετία	0,7353	3,18%
3.	ALPHA ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,4016	3,36%
	5ετία	-0,1647	3,53%
	10ετία	0,5284	3,07%
4.	HSBC ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,2934	2,77%
	5ετία	0,1184	3,06%
	10ετία	4,5640	2,45%
5.	ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,4459	3,20%
	5ετία	-0,3340	3,35%
	10ετία	0,2515	2,97%
6.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ		
	3ετία	-0,4734	3,16%
	5ετία	-0,3749	3,18%
	10ετία	0,4361	2,75%
7.	ΑΣΤΙΣ ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,6695	3,60%
	5ετία	-0,7761	3,61%
	10ετία	-1,5545	2,79%
8.	ΑΤΕ ΜΕΤ. ΕΣ.		

	3ετία	-0,4919	3,62%
	5ετία	-0,4049	3,48%
	10ετία	-0,8691	3,01%
9.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,4706	3,49%
	5ετία	-0,4173	3,55%
	10ετία	-0,2417	3,10%
10.	ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,2409	2,77%
	5ετία	0,0676	3,24%
	10ετία	1,2588	2,88%
11.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ		
	3ετία	-0,4738	3,64%
	5ετία	-0,3048	3,73%
	10ετία	-0,5190	3,18%
12.	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,4063	3,19%
	5ετία	-0,2903	3,31%
	10ετία	-0,4601	3,00%
13.	ΩΜΕΓΑ INVEST ΜΕΤ. ΕΣ.		
	3ετία	-0,4077	3,05%
	5ετία	-0,1383	3,22%
	10ετία	0,1526	2,69%

Πίνακας 7

Relative Return Bases και Relative Risk Bases

	BRet	BRisk
3ετία	0,1045	3,28%
5ετία	0,2823	3,51%
10ετία	1,5555	2,90%

Πίνακας 8

Relative Return, Relative Risk, Risk Adjusted Rating περιόδου και τελικό
Risk Adjusted Rating για τα Α/Κ με διάρκεια ζωής κάτω των 5 ετών

A/A	A/Κ	RRet	RRisk	RAR περιόδου	RAR τελικό
1.	ALLIANZ ΕΠΙΘΕΤ. ΣΤΡΑΤΗΓ. ΜΕΤ. ΕΣ.				-6,22
	3ετία	-5,06	1,17	-6,22	
2.	CI TI FUND EQUITY ΜΕΤ. ΕΣ.				-5,17
	3ετία	-4,10	1,07	-5,17	
3.	EUROBANK GENESIS ΜΕΤ. ΕΣ.				-4,93
	3ετία	-3,96	0,97	-4,93	
4.	HSBC ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛ. ΜΕΤ. ΕΣ.				-2,45
	3ετία	-1,67	0,78	-2,45	
5.	ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΕΤ. ΕΣ.				-5,92
	3ετία	-4,87	1,05	-5,92	
6.	INTERAMERICAN ΟΛΥΜΠΙΟΝΙΚΗΣ				-5,06
	3ετία	-4,05	1,01	-5,06	
7.	INTERNATIONAL ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤ. ΕΣ.				-5,26
	3ετία	-4,24	1,02	-5,26	
8.	INTERNATIONAL Ε.Δ.Ε.Γ. (REAL ESTATE) ΜΕΤ. ΕΣ.				-4,27
	3ετία	-3,19	1,08	-4,27	
9.	MARFIN MAXIMUM ΜΕΤ. ΕΣ.				-4,97
	3ετία	-3,86	1,12	-4,97	
10.	MARFIN MEDIUM ΜΕΤ. ΕΣ.				-3,49
	3ετία	-2,56	0,94	-3,49	
11.	MARFIN PREMIUM ΜΕΤ. ΕΣ.				-5,04
	3ετία	-3,99	1,05	-5,04	
12.	NOVABANK BLUE CHIPS				-4,13
	3ετία	-3,21	0,92	-4,13	
13.	NOVABANK SMALL CAP				-3,96

	3ετία	-3,02	0,94	-3,96	
14.	ΑΚΡΟΠΟΛΙΣ MID CAP				-4,92
	3ετία	-3,95	0,97	-4,92	
15.	ΑΣΠΙΣ 21ος ΑΙΩΝ ΜΕΤ. ΕΣ.				-4,92
	3ετία	-4,05	0,87	-4,92	
16.	ΑΣΠΙΣ ΒΟΡΕΙΟΥ ΕΛΛΑΔΟΣ				-6,44
	3ετία	-5,25	1,19	-6,44	
17.	ΑΤΕ ΜΕΤ. ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛ. ΕΣ.				-4,44
	3ετία	-3,56	0,88	-4,44	
18.	ΑΤΤΙΚΗΣ ΜΕΤ. ΕΣ.				-5,32
	3ετία	-4,35	0,97	-5,32	
19.	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤ. ΕΣ.				-7,90
	3ετία	-6,56	1,33	-7,90	
20.	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP ΜΕΤ. ΕΣ.				-6,60
	3ετία	-5,32	1,28	-6,60	
21.	ΔΗΛΟΣ TOP-30				-4,60
	3ετία	-3,64	0,96	-4,60	
22.	ΔΗΛΟΣ ΠΛΗΡΟΦ. & ΤΕΧΝΟΛ.				-7,17
	3ετία	-5,90	1,27	-7,17	
23.	ΔΗΛΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ				-1,02
	3ετία	-0,32	0,70	-1,02	
24.	ΕΓΝΑΤΙΑ-ΑΘΗΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤ. ΕΣ.				-1,42
	3ετία	-0,61	0,82	-1,42	
25.	ΕΓΝΑΤΙΑ-ΘΗΣΣΕΑΣ FTSE ASE-20				-4,04
	3ετία	-3,15	0,89	-4,04	
26.	ΕΡΜΗΣ ΠΡΩΤΟΠΟΡΟΣ				-4,37
	3ετία	-3,39	0,98	-4,37	
27.	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΣ. ΕΠΙΧ.				-4,74
	3ετία	-3,82	0,92	-4,74	
28.	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ΝΕΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ				-4,65

	3ετία	-3,75	0,90	-4,65	
29.	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΦΛΟΓΑ				-4,10
	3ετία	-3,22	0,87	-4,10	
30.	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤ. ΕΣ.				-3,18
	3ετία	-2,31	0,88	-3,18	
31.	ΛΑΪΚΗ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΑΞΙΩΝ ΜΕΤ. ΕΣ.				-4,87
	3ετία	-3,94	0,93	-4,87	

Πίνακας 9

Relative Return, Relative Risk, Risk Adjusted Rating περιόδου και τελικό
Risk Adjusted Rating για τα Α/Κ με διάρκεια ζωής κάτω των 10 ετών

A/A	A/Κ	RRet	RRisk	RAR περιόδου	RAR τελικό
1.	ABN AMRO ΕΛΛΗΝ. ΑΝΑΠΤ.				-4,30
	3ετία	-5,14	1,02	-6,16	
	5ετία	-2,00	1,05	-3,05	
2.	ALLI ANZ ΜΕΤ. ΕΣ.				-3,92
	3ετία	-4,82	1,15	-5,97	
	5ετία	-1,45	1,11	-2,56	
3.	ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤ. ΕΣ.				-3,36
	3ετία	-3,81	1,06	-4,87	
	5ετία	-1,35	1,00	-2,35	
4.	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΕΤ. ΕΣ.				-3,02
	3ετία	-4,32	1,01	-5,33	
	5ετία	-0,45	1,02	-1,48	
5.	ALPHA TRUST ΥΠΟΔΟΜΗΣ ΜΕΤ. ΕΣ.				-2,63
	3ετία	-4,15	0,94	-5,08	
	5ετία	-0,02	0,96	-0,99	
6.	EUROBANK VALUE INDEX ΜΕΤ. ΕΣ.				-2,03
	3ετία	-3,24	0,88	-4,12	
	5ετία	0,19	0,82	-0,63	
7.	HSBC ΜΕΤ. ΕΣ. FTSE ASE-20				-2,91
	3ετία	-3,26	0,95	-4,21	
	5ετία	-1,20	0,83	-2,03	
8.	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ				-3,86
	3ετία	-4,76	1,01	-5,77	
	5ετία	-1,53	1,05	-2,58	
9.	INTERNATIONAL ΑΝΑΠΤ. ΕΣ.				-4,22

	3ετία	-4,42	1,00	-5,42	
	5ετία	-2,27	1,16	-3,43	
10.	METROLIFE ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤ. ΕΣ.				-3,45
	3ετία	-4,17	1,07	-5,25	
	5ετία	-1,18	1,08	-2,26	
11.	ΓΕΝΙΚΗ ΜΕΤ. ΕΣ.				-5,11
	3ετία	-5,96	1,24	-7,20	
	5ετία	-2,54	1,18	-3,72	
12.	ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ & ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ ΜΕΤ. ΕΣ.				-2,58
	3ετία	-3,06	0,87	-3,93	
	5ετία	-0,77	0,90	-1,67	
13.	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤ. ΕΣ.				-3,32
	3ετία	-3,35	0,90	-4,25	
	5ετία	-1,66	1,03	-2,70	
14.	ΛΑΪΚΗ ΜΕΤ. ΕΣ.				-3,34
	3ετία	-4,41	1,01	-5,43	
	5ετία	-0,89	1,06	-1,94	
15.	Π&Κ ΜΕΤ. ΕΣ.				-3,32
	3ετία	-3,56	1,08	-4,64	
	5ετία	-1,37	1,07	-2,44	

Πίνακας 10

Relative Return, Relative Risk, Risk Adjusted Rating περιόδου και τελικό
Risk Adjusted Rating για τα Α/Κ με διάρκεια ζωής άνω των 10 ετών

A/A	A/Κ	RRet	RRisk	RAR περιόδου	RAR τελικό
1.	ALPHA BLUE CHIPS ΜΕΤ. ΕΣ.				-1,83
	3ετία	-3,90	1,00	-4,89	
	5ετία	-0,60	0,88	-1,48	
	10ετία	0,12	0,93	-0,81	
2.	ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤ. ΕΣ.				-2,32
	3ετία	-5,19	1,16	-6,35	
	5ετία	-1,31	1,17	-2,47	
	10ετία	0,47	1,09	-0,62	
3.	ALPHA ΜΕΤ. ΕΣ.				-1,81
	3ετία	-3,84	1,02	-4,87	
	5ετία	-0,58	1,01	-1,59	
	10ετία	0,34	1,06	-0,72	
4.	HSBC ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤ. ΕΣ.				0,18
	3ετία	-2,81	0,84	-3,65	
	5ετία	0,42	0,87	-0,45	
	10ετία	2,93	0,84	2,09	
5.	ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΜΕΤ. ΕΣ.				-2,12
	3ετία	-4,27	0,97	-5,24	
	5ετία	-1,18	0,95	-2,14	
	10ετία	0,16	1,02	-0,86	
6.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ				-2,10
	3ετία	-4,53	0,96	-5,49	
	5ετία	-1,33	0,91	-2,23	
	10ετία	0,28	0,95	-0,67	
7.	ΑΣΠΙΣ ΜΕΤ. ΕΣ.				-3,61
	3ετία	-6,41	1,10	-7,50	
	5ετία	-2,75	1,03	-3,78	

	10ετία	-1,00	0,96	-1,96	
8.	ΑΤΕ ΜΕΤ. ΕΣ.				-2,69
	3ετία	-4,71	1,10	-5,81	
	5ετία	-1,43	0,99	-2,43	
	10ετία	-0,56	1,04	-1,60	
9.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS ΜΕΤ. ΕΣ.				-2,47
	3ετία	-4,51	1,06	-5,57	
	5ετία	-1,48	1,01	-2,49	
	10ετία	-0,16	1,07	-1,22	
10.	ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤ. ΕΣ.				-0,93
	3ετία	-2,31	0,84	-3,15	
	5ετία	0,24	0,92	-0,68	
	10ετία	0,81	0,99	-0,18	
11.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ				-2,49
	3ετία	-4,54	1,11	-5,64	
	5ετία	-1,08	1,06	-2,14	
	10ετία	-0,33	1,09	-1,43	
12.	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤ. ΕΣ.				-2,23
	3ετία	-3,89	0,97	-4,86	
	5ετία	-1,03	0,94	-1,97	
	10ετία	-0,30	1,03	-1,33	
13.	ΩΜΕΓΑ INVEST ΜΕΤ. ΕΣ.				-1,80
	3ετία	-3,90	0,93	-4,83	
	5ετία	-0,49	0,92	-1,41	
	10ετία	0,10	0,93	-0,83	

6.3 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Από την εφαρμογή της προσέγγισης της Morningstar, προέκυψαν τα αποτελέσματα που απεικονίζονται στον πίνακα 11. Τα καλύτερα Α/Κ της εξεταζόμενης περιόδου ήταν τα εξής: HSBC ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤ. ΕΣ., EUROBANK VALUE INDEX ΜΕΤ. ΕΣ., ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ & ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ ΜΕΤ. ΕΣ., ΔΗΛΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ, ΕΓΝΑΤΙΑ-ΑΘΗΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤ. ΕΣ. και HSBC ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛ. ΜΕΤ. ΕΣ.

Για λόγους σύγκρισης των αποτελεσμάτων, εφαρμόσθηκε και η προσέγγιση του Sharpe. Έτσι, στον πίνακα 12 απεικονίζονται τα αποτελέσματα της αξιολόγησης της επίδοσης των ίδιων Α/Κ με το κριτήριο του Sharpe για την 3ετή περίοδο 2001 – 2003, ενώ στον πίνακα 13 παρουσιάζονται ταυτόχρονα οι κατατάξεις που έλαβαν τα ίδια Α/Κ με τα δύο παραπάνω διαφορετικά κριτήρια αξιολόγησης. Σε γενικές γραμμές, τα αποτελέσματα συμφωνούν, σε μερικές όμως περιπτώσεις, υπάρχουν σαφείς διαφοροποιήσεις στις σχετικές κατατάξεις των Α/Κ. Αυτές οι διαφοροποιήσεις, πρέπει να επισημάνουμε, οφείλονται εν μέρει και στο γεγονός ότι η προσέγγιση της Morningstar εφαρμόστηκε για μια 10ετή περίοδο, ενώ αυτή του Sharpe εφαρμόστηκε μόνο για την τελευταία 3ετή περίοδο προκειμένου να μην δημιουργηθεί πρόβλημα από την διαφορετική διάρκεια ζωής των υπό εξέταση Α/Κ. Άσχετα όμως από τον βαθμό συμφωνίας των αποτελεσμάτων των δύο κριτηρίων, πρέπει να διευκρινίσουμε ότι οι πληροφορίες που μας παρέχουν αυτά είναι συμπληρωματικές και σε καμία περίπτωση αντικρουόμενες, μιας και χρησιμοποιούν διαφορετικές μεθοδολογίες. Συνεπώς, συνίσταται η παράλληλη

χρήση και των δύο, μαζί και με άλλα κριτήρια, προκειμένου οι επενδυτές να οδηγηθούν σε ασφαλέστερα συμπεράσματα και να κάνουν καλύτερες επιλογές A/K.

Πάντως, ανεξάρτητα από την απόλυτη συμφωνία ή όχι των αποτελεσμάτων των δύο παραπάνω κριτηρίων, το γεγονός παραμένει ότι η απήχηση των αποτελεσμάτων της αξιολόγησης της επίδοσης των A/K από την Morningstar είναι μεγάλη και στους απλούς αλλά και στους θεσμικούς επενδυτές. Αυτό οφείλεται στην αδιαμφισβήτητη πρακτικότητά τους. Με άλλα λόγια, είναι απλά, αξιόπιστα και ερμηνεύονται με ευκολία. Αξίζει δε να τονισθεί για μία ακόμη φορά ότι οι βαθμολογήσεις των A/K από την Morningstar ασκούν καθοριστική επιρροή στις επιλογές του επενδυτικού κοινού για τα A/K στις Η.Π.Α. Σύμφωνα με αποτελέσματα ερευνών που διεξήχθησαν το έτος 1995, πάνω από το 90% των κεφαλαίων που επενδύονται σε A/K στις Η.Π.Α. αφορούν A/K που η Morningstar έχει κατατάξει στις δύο υψηλότερες βαθμολογικά κατηγορίες της, αυτές δηλαδή των 5 και των 4 αστερίσκων (Η Καθημερινή, 07-12-2002, σελ.24).

Πίνακας 11

Αξιολόγηση της επίδοσης των μετοχικών Α/Κ εσωτερικού με βάση την
μεθοδολογία της Morningstar

A/A	<u>Αμοιβαία Κεφάλαια</u>	<u>Risk Adjusted Star Rating</u>
1.	HSBC ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤ. ΕΣ.	* * * * *
	EUROBANK VALUE INDEX ΜΕΤ. ΕΣ.	* * * * *
	ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ & ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ ΜΕΤ. ΕΣ.	* * * * *
	ΔΗΛΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ	* * * * *
	ΕΓΝΑΤΙΑ-ΑΘΗΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤ. ΕΣ.	* * * * *
	HSBC ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛ. ΜΕΤ. ΕΣ.	* * * * *
2.	ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤ. ΕΣ.	* * * *
	ΩΜΕΓΑ INVEST ΜΕΤ. ΕΣ.	* * * *
	ALPHA ΜΕΤ. ΕΣ.	* * * *
	ALPHA TRUST ΥΠΟΔΟΜΗΣ ΜΕΤ. ΕΣ.	* * * *
	HSBC ΜΕΤ. ΕΣ. FTSE ASE-20	* * * *
	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΕΤ. ΕΣ.	* * * *
	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤ. ΕΣ.	* * * *
	MARFIN MEDIUM ΜΕΤ. ΕΣ.	* * * *
	NOVABANK SMALL CAP	* * * *
	ΕΓΝΑΤΙΑ-ΘΗΣΕΑΣ FTSE ASE-20	* * * *
	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΦΛΟΓΑ	* * * *
	NOVABANK BLUE CHIPS	* * * *
	INTERNATIONAL Ε.Δ.Ε.Γ. (REAL ESTATE) ΜΕΤ. ΕΣ.	* * * *
3.	ALPHA BLUE CHIPS ΜΕΤ. ΕΣ.	* * *
	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ	* * *
	ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΜΕΤ. ΕΣ.	* * *
	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤ. ΕΣ.	* * *
	ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤ. ΕΣ.	* * *
	Π&Κ ΜΕΤ. ΕΣ.	* * *
	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤ. ΕΣ.	* * *
	ΛΑΪΚΗ ΜΕΤ. ΕΣ.	* * *

	ALPHA ATHENS I NDEX FUND ΜΕΤ. ΕΣ.	* * *
	METROLI FE ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤ. ΕΣ.	* * *
	ΕΡΜΗΣ ΠΡΩΤΟΠΟΡΟΣ	* * *
	ΑΤΕ ΜΕΤ. ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛ. ΕΣ.	* * *
	ΔΗΛΟΣ TOP-30	* * *
	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ΝΕΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ	* * *
	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΣ. ΕΠΙΧ.	* * *
	ΛΑΪΚΗ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΑΞΙΩΝ ΜΕΤ. ΕΣ.	* * *
	ΑΚΡΟΠΟΛΙΣ ΜΙ D CAP	* * *
	ΑΣΠΙΣ 21ος ΑΙΩΝ ΜΕΤ. ΕΣ.	* * *
	EUROBANK GENESI S ΜΕΤ. ΕΣ.	* * *
	MARFI N MAXI MUM ΜΕΤ. ΕΣ.	* * *
	MARFI N PREMI UM ΜΕΤ. ΕΣ.	* * *
4.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHI PS ΜΕΤ. ΕΣ.	* *
	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	* *
	ΑΤΕ ΜΕΤ. ΕΣ.	* *
	I NTERAMERI CAN ΑΝΑΠΤΥΣ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ	* *
	ALLI ANZ ΜΕΤ. ΕΣ.	* *
	I NTERNATI ONAL ΑΝΑΠΤ. ΕΣ.	* *
	I NTERAMERI CAN ΟΛΥΜΠΙΟΝΙΚΗΣ	* *
	CI TI FUND EQUI TY ΜΕΤ. ΕΣ.	* *
	I NTERNATI ONAL ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤ. ΕΣ.	* *
	ΑΤΤΙΚΗΣ ΜΕΤ. ΕΣ.	* *
	I NG ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΕΤ. ΕΣ.	* *
	ALLI ANZ ΕΠΙΘΕΤ. ΣΤΡΑΤΗΓ. ΜΕΤ. ΕΣ.	* *
	ΑΣΠΙΣ ΒΟΡΕΙΟΥ ΕΛΛΑΔΟΣ	* *
5.	ΑΣΠΙΣ ΜΕΤ. ΕΣ.	*
	ABN AMRO ΕΛΛΗΝ. ΑΝΑΠΤ.	*
	ΓΕΝΙΚΗ ΜΕΤ. ΕΣ.	*
	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP ΜΕΤ. ΕΣ.	*
	ΔΗΛΟΣ ΠΛΗΡΟΦ. & ΤΕΧΝΟΛ.	*
	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤ. ΕΣ.	*

Πίνακας 12

Αξιολόγηση της επίδοσης των μετοχικών Α/Κ εσωτερικού με βάση τον δείκτη του Sharpe

A/A	<u>Αμοιβαία Κεφάλαια</u>	<u>Sharpe 01/2001 - 12/2003</u>
1.	ΔΗΛΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ	-0,56
2.	ΕΓΝΑΤΙΑ-ΑΘΗΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤ. ΕΣ.	-0,90
3.	HSBC ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛ. ΜΕΤ. ΕΣ.	-2,74
4.	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤ. ΕΣ.	-3,23
5.	MARFIN MEDIUM ΜΕΤ. ΕΣ.	-3,64
6.	ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤ. ΕΣ.	-3,78
7.	INTERNATIONAL Ε.Δ.Ε.Γ. (REAL ESTATE) ΜΕΤ. ΕΣ.	-4,08
8.	NOVABANK SMALL CAP	-4,20
9.	Π&Κ ΜΕΤ. ΕΣ.	-4,54
10.	HSBC ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤ. ΕΣ.	-4,68
11.	MARFIN MAXIMUM ΜΕΤ. ΕΣ.	-4,81
12.	ΕΡΜΗΣ ΠΡΩΤΟΠΟΡΟΣ	-4,87
13.	HSBC ΜΕΤ. ΕΣ. FTSE ASE-20	-4,95
14.	NOVABANK BLUE CHIPS	-4,96
15.	ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ & ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ ΜΕΤ. ΕΣ.	-5,08
16.	ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤ. ΕΣ.	-5,25
17.	ΕΓΝΑΤΙΑ-ΘΗΣΕΑΣ FTSE ASE-20	-5,29
18.	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΦΛΟΓΑ	-5,34
19.	EUROBANK VALUE INDEX ΜΕΤ. ΕΣ.	-5,38
20.	ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤ. ΕΣ.	-5,44
21.	ALPHA ΜΕΤ. ΕΣ.	-5,44
22.	ΔΗΛΟΣ TOP-30	-5,64
23.	CITI FUND EQUITY ΜΕΤ. ΕΣ.	-5,71
24.	MARFIN PREMIUM ΜΕΤ. ΕΣ.	-5,79
25.	EUROBANK GENESIS ΜΕΤ. ΕΣ.	-5,87
26.	ALPHA BLUE CHIPS ΜΕΤ. ΕΣ.	-5,89
27.	ΑΚΡΟΠΟΛΙΣ MID CAP	-5,94

28.	METROLIFE ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤ. ΕΣ.	-5,95
29.	INTERAMERICAN ΟΛΥΜΠΙΟΝΙΚΗΣ	-6,02
30.	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤ. ΕΣ.	-6,04
31.	INTERNATIONAL ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤ. ΕΣ.	-6,04
32.	ΑΤΕ ΜΕΤ. ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛ. ΕΣ.	-6,11
33.	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΕΤ. ΕΣ.	-6,19
34.	ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	-6,21
35.	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΣ. ΕΠΙΧ.	-6,22
36.	ΔΗΛΟΣ SMALL CAP ΜΕΤ. ΕΣ.	-6,24
37.	ΩΜΕΓΑ INVEST ΜΕΤ. ΕΣ.	-6,28
38.	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ΝΕΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ	-6,40
39.	ALPHA TRUST ΥΠΟΔΟΜΗΣ ΜΕΤ. ΕΣ.	-6,45
40.	ALLIANZ ΜΕΤ. ΕΣ.	-6,47
41.	ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS ΜΕΤ. ΕΣ.	-6,52
42.	ΛΑΪΚΗ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΑΞΙΩΝ ΜΕΤ. ΕΣ.	-6,56
43.	ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΕΤ. ΕΣ.	-6,68
44.	ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΜΕΤ. ΕΣ.	-6,71
45.	ALLIANZ ΕΠΙΘΕΤ. ΣΤΡΑΤΗΓ. ΜΕΤ. ΕΣ.	-6,85
46.	ΛΑΪΚΗ ΜΕΤ. ΕΣ.	-6,86
47.	INTERNATIONAL ΑΝΑΠΤ. ΕΣ.	-6,88
48.	ΑΤΕ ΜΕΤ. ΕΣ.	-6,89
49.	ΑΣΠΙΣ 21ος ΑΙΩΝ ΜΕΤ. ΕΣ.	-7,05
50.	ΑΤΤΙΚΗΣ ΜΕΤ. ΕΣ.	-7,11
51.	ΑΣΠΙΣ ΒΟΡΕΙΟΥ ΕΛΛΑΔΟΣ	-7,11
52.	ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤ. ΕΣ.	-7,15
53.	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ	-7,19
54.	ΔΗΛΟΣ ΠΛΗΡΟΦ. & ΤΕΧΝΟΛ.	-7,32
55.	INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ	-7,50
56.	ΓΕΝΙΚΗ ΜΕΤ. ΕΣ.	-8,03
57.	ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤ. ΕΣ.	-8,28
58.	ABN AMRO ΕΛΛΗΝ. ΑΝΑΠΤ.	-8,39
59.	ΑΣΠΙΣ ΜΕΤ. ΕΣ.	-11,20

Πίνακας 13

Παράλληλη κατάταξη των μετοχικών Α/Κ εσωτερικού με βάση τον δείκτη του Sharpe και την μεθοδολογία της Morningstar

<u>Αμοιβαία Κεφάλαια</u>	<u>Sharpe</u>	<u>Morningstar</u>
ΔΗΛΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ	1.	* * * * *
ΕΓΝΑΤΙΑ-ΑΘΗΝΑ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤ. ΕΣ.	2.	* * * * *
HSBC ΜΕΣΑΙΑΣ ΚΕΦΑΛ. ΜΕΤ. ΕΣ.	3.	* * * * *
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΜΕΤ. ΕΣ.	4.	* * * *
MARFI N MEDIUM ΜΕΤ. ΕΣ.	5.	* * * *
ΕΓΝΑΤΙΑ-ΟΛΥΜΠΙΑ ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤ. ΕΣ.	6.	* * * *
INTERNATIONAL Ε.Δ.Ε.Γ. (REAL ESTATE) ΜΕΤ. ΕΣ.	7.	* * * *
NOVABANK SMALL CAP	8.	* * * *
Π&Κ ΜΕΤ. ΕΣ.	9.	* * *
HSBC ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤ. ΕΣ.	10.	* * * * *
MARFI N MAXIMUM ΜΕΤ. ΕΣ.	11.	* * *
ΕΡΜΗΣ ΠΡΩΤΟΠΟΡΟΣ	12.	* * *
HSBC ΜΕΤ. ΕΣ. FTSE ASE-20	13.	* * * *
NOVABANK BLUE CHIPS	14.	* * * *
ΔΗΛΟΣ ΥΠΟΔΟΜΗΣ & ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ ΜΕΤ. ΕΣ.	15.	* * * * *
ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤ. ΕΣ.	16.	* * *
ΕΓΝΑΤΙΑ-ΘΗΣΕΑΣ FTSE ASE-20	17.	* * * *
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΦΛΟΓΑ	18.	* * * *
EUROBANK VALUE INDEX ΜΕΤ. ΕΣ.	19.	* * * * *
ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΤ. ΕΣ.	20.	* * *
ALPHA ΜΕΤ. ΕΣ.	21.	* * * *
ΔΗΛΟΣ TOP-30	22.	* * *
CITI FUND EQUITY ΜΕΤ. ΕΣ.	23.	* *
MARFI N PREMIUM ΜΕΤ. ΕΣ.	24.	* * *
EUROBANK GENESIS ΜΕΤ. ΕΣ.	25.	* * *
ALPHA BLUE CHIPS ΜΕΤ. ΕΣ.	26.	* * *
ΑΚΡΟΠΟΛΙΣ MID CAP	27.	* * *
METROLIFE ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤ. ΕΣ.	28.	* * *

INTERAMERICAN ΟΛΥΜΠΙΟΝΙΚΗΣ	29.	* *
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤ. ΕΣ.	30.	* * *
INTERNATIONAL ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤ. ΕΣ.	31.	* *
ΑΤΕ ΜΕΤ. ΜΕΣΑΙΑΣ & ΜΙΚΡΗΣ ΚΕΦΑΛ. ΕΣ.	32.	* * *
ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΕΤ. ΕΣ.	33.	* * * *
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ	34.	* *
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ΑΝΑΠΤΥΣ. ΕΠΙΧ.	35.	* * *
ΔΗΛΟΣ SMALL CAP ΜΕΤ. ΕΣ.	36.	*
ΩΜΕΓΑ INVEST ΜΕΤ. ΕΣ.	37.	* * * *
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ΝΕΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ	38.	* * *
ALPHA TRUST ΥΠΟΔΟΜΗΣ ΜΕΤ. ΕΣ.	39.	* * * *
ALLIANZ ΜΕΤ. ΕΣ.	40.	* *
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS ΜΕΤ. ΕΣ.	41.	* *
ΛΑΪΚΗ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΑΞΙΩΝ ΜΕΤ. ΕΣ.	42.	* * *
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΔΥΝΑΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧ. ΜΕΤ. ΕΣ.	43.	* *
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΜΕΤ. ΕΣ.	44.	* * *
ALLIANZ ΕΠΙΘΕΤ. ΣΤΡΑΤΗΓ. ΜΕΤ. ΕΣ.	45.	* *
ΛΑΪΚΗ ΜΕΤ. ΕΣ.	46.	* * *
INTERNATIONAL ΑΝΑΠΤ. ΕΣ.	47.	* *
ΑΤΕ ΜΕΤ. ΕΣ.	48.	* *
ΑΣΤΙΣ 21ος ΑΙΩΝ ΜΕΤ. ΕΣ.	49.	* * *
ΑΤΤΙΚΗΣ ΜΕΤ. ΕΣ.	50.	* *
ΑΣΤΙΣ ΒΟΡΕΙΟΥ ΕΛΛΑΔΟΣ	51.	* *
ALPHA TRUST ΑΝΑΠΤ. ΜΕΤ. ΕΣ.	52.	* * *
INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ	53.	* *
ΔΗΛΟΣ ΠΛΗΡΟΦ. & ΤΕΧΝΟΛ.	54.	*
INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ	55.	* * *
ΓΕΝΙΚΗ ΜΕΤ. ΕΣ.	56.	*
ΓΕΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤ. ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕΤ. ΕΣ.	57.	*
ABN AMRO ΕΛΛΗΝ. ΑΝΑΠΤ.	58.	*
ΑΣΤΙΣ ΜΕΤ. ΕΣ.	59.	*

6.4 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ

Όπως διαπιστώσαμε παραπάνω, η κατάταξη των A/K με βάση την μεθοδολογία της Morningstar δεν παρουσιάζει μεγάλου βαθμού αποκλίσεις από την κατάταξη των A/K με βάση το κριτήριο του Sharpe, αν και σε ορισμένες περιπτώσεις υπάρχουν σημαντικές διαφοροποιήσεις. Ο Sharpe αποδεικνύει σε ένα άρθρο του τον Ιανουάριο του 1998 στο Πανεπιστήμιο του Stanford ότι αν τα A/K μιας κατηγορίας είχαν μέση απόδοση μεγαλύτερη από την διπλάσια των T-bills κατά την εξεταζόμενη περίοδο, τότε τα αποτελέσματα με βάση την μεθοδολογία της Morningstar και το κριτήριο του Sharpe θα συγκλίνουν. Αυτό συμβαίνει, γιατί σε αυτή την περίπτωση, στην μεθοδολογία της Morningstar θα χρησιμοποιηθεί ως σχετική βάση απόδοσης η μέση υπερβάλλουσα απόδοση της κατηγορίας και όχι η απόδοση των T-bills και η χρήση αυτού του μέτρου ως σχετική βάση απόδοσης σε συνδυασμό με την χρήση του μέσου κινδύνου της κατηγορίας ως σχετική βάση κινδύνου οδηγούν, σύμφωνα με τον Sharpe, στην εξ' ορισμού σύγκλιση των αποτελεσμάτων των δύο μεθόδων. Αντίθετα, σε περιόδους «φτωχής» απόδοσης των A/K μιας κατηγορίας, τα αποτελέσματα μπορεί να αποκλίνουν σημαντικά, σύμφωνα πάντα με τον Sharpe, λόγω της χρήσης της απόδοσης των T-bills ως σχετική βάση απόδοσης. Έτσι, λοιπόν, θα είχε ενδιαφέρον να ερευνηθεί κατά πόσο αυτή η θεώρηση του Sharpe βρίσκει εφαρμογή στα μετοχικά A/K της ελληνικής αγοράς. Μάλιστα, η περίοδος 1997 - 2002 προσφέρεται για μια τέτοια έρευνα, καθώς η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά ήταν έντονα ανοδική στο πρώτο μισό αυτής της περιόδου και έντονα πτωτική στο δεύτερο μισό της.

Σε αυτή την μελέτη, παρουσιάστηκαν τα συγκριτικά αποτελέσματα της αξιολόγησης της επίδοσης των Α/Κ με βάση την μεθοδολογία της Morningstar και το κριτήριο του Sharpe. Όμως, θα ήταν ιδιαίτερα χρήσιμο να γινόταν σύγκριση των αποτελεσμάτων της μεθοδολογίας της Morningstar και με τα αντίστοιχα αποτελέσματα του κριτηρίου του Treynor ή του κριτηρίου του Jensen αλλά και με τα αντίστοιχα αποτελέσματα του υποδείγματος των Treynor – Mazuy ή του υποδείγματος των Henriksson – Merton. Περισσότερο ίσως χρήσιμο θα ήταν να γινόταν σύγκριση των αποτελεσμάτων από την χρήση της μεθοδολογίας της Morningstar με τα αντίστοιχα αποτελέσματα από την χρήση της μεθόδου του M^2 ή αυτής του Style Analysis, μιας και αυτές οι μέθοδοι αξιολόγησης της επίδοσης των Α/Κ δεν είναι ιδιαίτερα διαδεδομένες. Ωστόσο, μεγάλοι επενδυτικοί οίκοι τις χρησιμοποιούν στις αναλύσεις τους, όπως για παράδειγμα η εταιρία Morgan Stanley που χρησιμοποιεί την μέθοδο του M^2 , οπότε θα είχε ενδιαφέρον μια σύγκριση των αποτελεσμάτων των δύο μεθόδων.

Η αξιολόγηση της επίδοσης των Α/Κ με βάση την μεθοδολογία της Morningstar έγινε για την περίοδο 1994 – 2003 σε αυτή την μελέτη. Πολύ σημαντικό θα ήταν να γίνει αξιολόγηση της επίδοσης των ίδιων Α/Κ, με την ίδια μεθοδολογία αλλά για μια άλλη, μεταγενέστερη περίοδο ώστε να ευρεθεί αν τα καλύτερα Α/Κ της μιας περιόδου παρέμειναν τα καλύτερα Α/Κ και την άλλη περίοδο ή είχαμε σημαντικές διαφορές στις κατατάξεις των Α/Κ από περίοδο σε περίοδο. Μάλιστα, καλό θα ήταν να υπολογιστεί και ο βαθμός συσχέτισης των σχετικών κατατάξεων των Α/Κ με τη χρήση διάφορων μεθόδων, όπως για παράδειγμα του συντελεστή του Spearman. Έτσι, θα μπορούσε να ερευνηθεί κατά πόσο τα αποτελέσματα από την αξιολόγηση της επίδοσης των Α/Κ με την μεθοδολογία της Morningstar μπορούν να

χρησιμοποιηθούν, τουλάχιστον στην ελληνική αγορά A/K, για σκοπούς πρόβλεψης της μελλοντικής επίδοσής τους.

Τέλος, αποτελέσματα αξιολόγησης της επίδοσης των A/K σαν αυτά που κατέληξε αυτή η μελέτη θεωρούμε ότι είναι ιδιαίτερα χρήσιμα και για αυτό το λόγο θα έπρεπε να είναι εύκολα προσβάσιμα στο ευρύ επενδυτικό κοινό της χώρας μας, όπως ακριβώς γίνεται στις αναπτυγμένες αγορές του εξωτερικού. Αυτό το γεγονός μας οδηγεί στην πρόταση για ίδρυση κάποιου φερέγγυου οργανισμού και στη χώρα μας, ο οποίος θα παρέχει αξιόπιστες υπηρεσίες αξιολόγησης της επίδοσης των A/K. Όμως, θα πρέπει αρχικά να ερευνηθεί αν έχουν διαμορφωθεί στην Ελλάδα οι συνθήκες που θα επιτρέψουν μια τέτοια κίνηση και θα εγγυηθούν την επιτυχία της. Θα πρέπει, δηλαδή, να ερευνηθεί αν οι συνθήκες που έχουν πρόσφατα διαμορφωθεί και εξακολουθούν να διαμορφώνονται στην ελληνική αγορά A/K μπορούν να χαρακτηρίσουν την αγορά αυτή αρκετά αναπτυγμένη και το επενδυτικό της κοινό αρκετά ώριμο για μια τέτοια κίνηση.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Καραθανάσης Α. Γεώργιος – Λυμπερόπουλος Δ. Γεώργιος, Αμοιβαία Κεφάλαια, Εκδόσεις Γ. Μπένου, Αθήνα, 2002
2. Μυλωνάς Θ. Νικόλαος, Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια: Θεωρία και πρακτική, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα, 1999
3. Φίλιππας Δ. Νικόλαος, Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον, Εκδόσεις Globus Invest, Αθήνα, 2000

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Bodie Z. – Kane A. – Marcus A., Investments, Mc Graw – Hill, 2001
2. Haugen R., Modern Investment Theory, Prentice – Hall, 2001
3. Henriksson Roy D. – Merton R. E., On Market Timing and Investment Performance II: Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills, Journal of Business, Vol. 54, 1981
4. Jensen Michael C., The Performance of Mutual Funds in the Period 1945 – 1964, Journal of Finance, Vol. 23, 1968
5. Modigliani Franco – Modigliani Leah, Risk Adjusted Performance, Journal of Portfolio Management, Winter 1997
6. Sharpe William F., Mutual Fund Performance, Journal of Business, Vol. 39, 1966

7. Sharpe William F., Asset Allocation: Management Style and Performance Evaluation, Journal of Portfolio Management, Winter 1992
8. Treynor Jack L., How to Rate Management of Investment Funds, Harvard Business Review, Vol. 43, 1965
9. Treynor Jack L. – Mazuy Kay K., Can Mutual Funds Outguess the Market?, Harvard Business Review, Vol. 44, 1966

ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

1. Δαμουλάκης Άρης, «Morningstar: νέες μέθοδοι αξιολόγησης για τα Α/Κ», Ο Μέτοχος, 12-07-2002
2. Φίλιππος Δ. Νικόλαος, «Τποια είναι τα καλύτερα μετοχικά αμοιβαία της τελευταίας διετίας», Η Καθημερινή, 07-12-2002
3. Φίλιππος Δ. Νικόλαος, «Ο σωστός συνδυασμός για ένα επιτυχημένο αμοιβαίο κεφάλαιο», Η Καθημερινή, 02-04-2003

ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ ΣΤΟ ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ

1. <http://www.intertrust.gr>
2. <http://www.fefsi.org>
3. <http://corporate.morningstar.com>
4. <http://datalab.morningstar.com>
5. <http://www.agii.gr>
6. <http://www.bankofgreece.gr>