



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ
ΜΠΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ
ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ
ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ 2007
ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΦΙΛΙΠΠΑΣ

96

ΘΕΜΑ: INDEX FUNDS

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	
ΑΡ. ΕΙΣ.	54086
COMP.	36080
ΤΑΞΗ	332/6397 ΤΑΣ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ	



00154086

ΤΑΣΟΠΟΥΛΟΥ ΔΗΜΗΤΡΑ
ΜΧΑΝ/0534

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

A/A	ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ	ΣΕΛΙΔΑ
	ΠΡΟΛΟΓΟΣ	4
	ΕΙΣΑΓΩΓΗ	5
1.0	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο : ΠΑΘΗΤΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ – ΔΕΙΚΤΟΠΟΙΗΣΗ	
1.1	Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΠΑΘΗΤΙΚΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ	6
1.2	ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΠΑΘΗΤΙΚΗΣ ΕΝΑΝΤΙ ΕΝΕΡΓΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ	7
1.3	ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΠΑΘΗΤΙΚΗΣ ΕΝΑΝΤΙ ΕΝΕΡΓΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ	8
1.4	ΟΙ ΔΥΟ ΒΑΣΙΚΕΣ ΙΔΕΕΣ ΤΗΣ ΔΕΙΚΤΟΠΟΙΗΣΗΣ	9
1.5	ΚΟΣΤΗ & ΠΡΟΜΗΘΕΙΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	12
1.6	ΜΕΛΕΤΗ ΓΙΑ ΤΑ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΑ ΚΟΣΤΗ ΤΩΝ ΕΝΕΡΓΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	15
2.0	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο : Η ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΩΝ INDEX FUNDS: 1975-1997	
2.1	ΑΦΕΤΗΡΙΑ ΤΩΝ INDEX FUNDS	17
2.2	Η ΙΔΡΥΣΗ ΤΗΣ VANGUARD GROUP	18
2.3	Η ΣΥΣΤΑΣΗ ΤΟΥ ΠΡΩΤΟΥ INDEX FUND	20
2.4	Η ΑΡΧΙΚΗ ΠΟΡΕΙΑ ΤΟΥ ΠΡΩΤΟΥ INDEX FUND: 1977-1982	22
2.5	Η ΣΥΝΕΧΕΙΑ ΤΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΤΩΝ INDEX FUNDS : 1983-1986	23
2.6	Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΩΝ INDEX FUNDS: 1987-1990	24
2.7	Η ΕΠΑΝΑΣΤΑΣΗ ΤΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΤΩΝ INDEX FUNDS: 1991-1993	26
2.8	Ο ΘΡΙΑΜΒΟΣ ΤΗΣ ΔΕΙΚΤΟΠΟΙΗΣΗΣ:1994-1996	27
2.9	Ο ΔΕΙΚΤΗΣ S&P 500	29
3.0	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο : ΚΛΑΣΣΙΚΗ ΚΑΙ ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΔΕΙΚΤΟΠΟΙΗΣΗ	
3.1	ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΜΕΤΑΞΥ ΚΛΑΣΣΙΚΗΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΡΟΝΗΣ ΔΕΙΚΤΟΠΟΙΗΣΗΣ	30
3.2	ΕΝΣΤΑΣΕΙΣ ΤΟΥ JOHN C. BOGLE ΓΙΑ ΤΗΝ ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΔΕΙΚΤΟΠΟΙΗΣΗ	31
3.3	ΖΗΤΗΣΗ ΓΙΑ EXCHANGE-TRADED FUNDS ΚΑΙ INDEX MUTUAL FUNDS	33

3.4	ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΤΩΝ INDEX FUNDS ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟ ΤΟΥΣ ΣΚΟΠΟ (1993-2006)	36
3.5	ΚΑΘΑΡΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ, ΝΕΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΜΕΡΙΔΙΩΝ ΓΙΑ ETFs ΚΑΙ ΝΕΕΣ ΚΑΘΑΡΕΣ ΤΑΜΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΣΤΑ IMFs (1993- 2006)	38
3.6	ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΠΑΘΗΤΙΚΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ	41
4.0	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο :ΜΕΛΕΤΕΣ ΕΠΑΝΑΛΗΠΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΕΝΕΡΓΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	
4.1	ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΣΕ ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΠΟ ΤΟ 1966 ΜΕΧΡΙ ΤΟ 2000	44
4.2	ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ-ΑΝΑΔΥΟΜΕΝΗ ΑΓΟΡΑ TESTING FOR MUTUAL FUNDS PERFORMANCE PERSISTENCE TO	48
4.2.1	RESOLVE THE EX POST VERIFICATION PROBLEM: EVIDENCE FROM A SMALL EUROPEAN MARKET, 2006	49
4.2.2	ON PERFORMANCE PERSISTENCE IN THE GREEK EQUITY FUND MARKET, 2004	50
4.3	ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΣΤΗΝ ΑΜΕΡΙΚΗ - ΩΡΙΜΗ ΑΓΟΡΑ	51
4.3.1	PORTFOLIO MANAGER OWNERSHIP AND FUND PERFORMANCE, 2006	51
4.3.2	MUTUAL FUND FLOWS, PERFORMANCE PERSISTENCE AND MANAGER SKILL, 2006	52
4.3.3	ΤΟ ΔΙΛΗΜΜΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΠΑΘΗΤΙΚΗΣ Ή ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΣΤΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ, 2004	52
4.3.4	ON THE PERFORMANCE OF MUTUAL FUND MANAGERS, 2003	54
4.4	ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ Α/Κ ΤΗΣ EFG ΑΕΔΑΚ ΜΕ ΤΟΥΣ ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΝΑΦΟΡΑΣ ΤΟΥΣ (2002-2006)	56
	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ	59
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	61

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Τα αμοιβαία κεφάλαια ως μορφή επένδυσης έχουν εξαπλωθεί πολύ ειδικά τα τελευταία χρόνια εφόσον η παγκοσμιοποίηση των αγορών χρήματος και κεφαλαίου δίνει την δυνατότητα στους επενδυτές για διεθνική διαφοροποίηση, και αυτό έχει ως αποτέλεσμα την παράλληλη αύξηση του ενδιαφέροντος των ερευνητών για την αξιολόγηση της απόδοσης των διαχειριστών, η οποία παρουσιάζει τεράστιο ενδιαφέρον τόσο σε μικρό όσο και σε μακρο- επίπεδο. Από κοινωνικής άποψης πρέπει να γνωρίζουμε εάν οι διαχειριστές ως ομάδα προσθέτουν αξία στα χαρτοφυλάκια που διαχειρίζονται ή απλά προκαλούν σπατάλες πόρων μέσω του υψηλού κόστους συναλλαγών που δημιουργεί η συνεχής επαγγελματική διαχείριση που ακολουθούν.

Ένα από τα πλέον σημαντικά κεφάλαια στην βιομηχανία των αμοιβαίων κεφαλαίων αφορά την επιλογή παθητικής ή ενεργητικής διαχείρισης, και την δυνατότητα ή μη επίτευξης αποδόσεων μεγαλύτερων των μέσων αγοραίων αποδόσεων, οι οποίες αποτελούν την καθαρή αμοιβή των επενδυτών μετά την αφαίρεση των εξόδων που σχετίζονται με την λειτουργία και την διαχείριση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου.

Ως παθητική χαρακτηρίζεται η διαχείριση κατά την οποία στόχος είναι η κατά το δυνατόν πληρέστερη τοποθέτηση στους τίτλους που συνθέτουν ένα δείκτη αναφοράς (benchmark), κατά το ποσοστό συμμετοχής τους σε αυτόν, χωρίς να είναι απαραίτητο να προβαίνουν οι διαχειριστές σε αναθεωρήσεις του χαρτοφυλακίου βάσει των δικών τους επιλογών και αναλύσεων. Δηλαδή η δεικτοποίηση ακολουθεί την απόδοση της αγοράς. Οι όποιες οριακές ανακατατάξεις στην σύνθεση του χαρτοφυλακίου σχετίζονται με τυχόν μεταβολές στον υποκείμενο δείκτη αναφοράς με στόχο την πιστή αναπαραγωγή του. Τα δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια ονομάζονται **index funds**.

Οι δείκτες στους οποίους επενδύουν τα παθητικώς διαχειριζόμενα αμοιβαία κεφάλαια απαρτίζονται συνήθως από μετοχές, ομολογίες ή εμπορεύματα. Επιπλέον, οι δείκτες μπορεί να αφορούν συγκεκριμένους τομείς της αγοράς όπως είναι η βιομηχανία, η ενέργεια κ.τ.λ. ή συγκεκριμένα εμπορεύματα όπως χρυσό, σιτηρά, έλαια κ.α.

Σε αντίθεση με την παθητική διαχείριση, η ενεργητική διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου στοχεύει στην επίτευξη αποδόσεων μεγαλύτερων από αυτές που

επιτυγχάνει η αγορά, όπως αυτή ορίζεται από έναν δείκτη που αντιπροσωπεύει κατά το μέγιστο δυνατό το σημαντικότερο εύρος των μετοχών, των ομολογιών ή των εμπορευμάτων που αποτελούν την αγορά.

Οι διαχειριστές είναι υποχρεωμένοι να πραγματοποιούν συνεχείς αναλύσεις και να επαναπροσδιορίζουν την στρατηγική τους με στόχο την ανακάλυψη και την αξιοποίηση των κατάλληλων επενδυτικών ευκαιριών.

Η ικανότητα επιλογής χρεογράφων (**stock picking**) και χρονικής τοποθέτησης στην αγορά (**market timing**) κρίνεται από την ικανότητα των διαχειριστών να επιτυγχάνουν υψηλότερες από τις αποδόσεις της αγοράς με κόστος που δεν θα ξεπερνά τις επιπλέον αποδόσεις που θα δημιουργούν.

Το ζήτημα της καταλληλότητας της παθητικής ή της ενεργητικής διαχείρισης και της δυνατότητας επίτευξης μεγαλύτερης απόδοσης από την αγορά έχει απασχολήσει έντονα την διεθνή βιβλιογραφία, στην οποία παρατηρούνται διστάμενες απόψεις σχετικά με την ικανότητα των διαχειριστών να πετυχαίνουν τον στόχο τους και να «νικούν» την αγορά.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στο πρώτο κεφάλαιο αναλύεται η έννοια της δεικτοποίησης και οι διαφορές της από την ενεργή διαχείριση, καθώς επίσης και οι βασικές ιδέες που την στηρίζουν. Στο δεύτερο κεφάλαιο περιγράφεται η πορεία των κλασικών δεικτοποιημένων αμοιβαίων κεφαλαίων από το 1976 όπου δημιουργείται το πρώτο index fund μέχρι το 1997 όπου παρατηρείται ο θρίαμβος της δεικτοποίησης. Το τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζει τις δύο βασικές κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων παθητικής διαχείρισης και τέλος το τέταρτο κεφάλαιο πραγματεύεται μελέτες που αφορούν την αποτελεσματικότητα των διαχειριστών ενεργών αμοιβαίων κεφαλαίων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο : ΠΑΘΗΤΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ - ΔΕΙΚΤΟΠΟΙΗΣΗ

1.1 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΠΑΘΗΤΙΚΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ

Είναι μια οικονομική στρατηγική στην οποία ο «fund manager» (διαχειριστής αμοιβαίων κεφαλαίων) δεν υποχρεώνεται να αναθεωρεί την σύνθεση του χαρτοφυλακίου με βάση τις προσωπικές του εκτιμήσεις και παίρνει πολύ λίγες αποφάσεις σχετικά με την διαχείριση του χαρτοφυλακίου. Τη παθητική διαχείριση την πετυχαίνουμε μέσω των *index funds* (δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια) τα οποία είναι αμοιβαία κεφάλαια όπου ο στόχος τους είναι να ακολουθούν την πορεία κάποιου δείκτη δηλαδή έχουν αντικειμενικό σκοπό να πετύχουν την επίδοση μιας υποκείμενης αγοράς ή μέρους της αγοράς αυτής.

Ο δείκτης είναι ένα ποσοτικό μέτρο της απόδοσης που έχει επιτευχθεί από κάποιο υποκείμενο σύνολο αξιογράφων (μετοχών ή ομολόγων) σε μία καθορισμένη χρονική περίοδο. Οι περισσότεροι δείκτες είναι σταθμισμένοι με βάση την χρηματιστηριακή αξία των υποκείμενων ενεργητικών.

Κατά συνέπεια ο διαχειριστής φροντίζει να εξασφαλίσει την εξυπηρέτηση των σκοπών αυτών και προβαίνει σε αναγκαίες οριακές αναθεωρήσεις του χαρτοφυλακίου ώστε να μην παραβιάζονται τα κριτήρια που έχει θέσει.

Ένα κοινό μετοχικό δεικτοποιημένο αμοιβαίο κεφάλαιο είναι εκείνο που προσπαθεί να αντικατοπτρίσει την επίδοση ενός δείκτη. Αν το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι μεγάλο μπορεί να αγοράσει μερίδια από όλες τις εταιρείες που απαρτίζουν τον δείκτη που θέλει να ακολουθήσει. Αν όμως το ενεργητικό δεν επαρκεί για να προβεί στην παραπάνω αγορά μπορεί να αγοράσει μερίδια από αυτές που έχουν την πλειοψηφία της χρηματιστηριακής αξίας του δείκτη. Ο στόχος πάντως είναι να έχει την ίδια απόδοση κάθε χρόνο με τον δείκτη που ακολουθεί. Σύμφωνα με τον νόμο που διέπουν τα αμοιβαία κεφάλαια για να ονομάζεται ένα αμοιβαίο κεφάλαιο δεικτοποιημένο πρέπει να ακολουθεί τον δείκτη που έχει επιλέξει κατά τουλάχιστον 95% και το υπόλοιπο 5% μπορεί να το επενδύσει οπουδήποτε αλλού επιθυμεί ο διαχειριστής.

1.2 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΠΑΘΗΤΙΚΗΣ ΕΝΑΝΤΙ ΕΝΕΡΓΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ

Η ενεργή διαχείριση αναφέρεται στην επαγγελματική διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων, δηλαδή στις στρατηγικές στις οποίες προβαίνουν οι «fund managers» λαμβάνοντας συγκεκριμένες επενδυτικές αποφάσεις έχοντας ως στόχο να πετύχουν μεγαλύτερες αποδόσεις από τον δείκτη αναφοράς (benchmark index) ο οποίος είναι γνωστός ως «beta return». Ο διαχειριστής αναθεωρεί την σύνθεση του χαρτοφυλακίου με βάση τις δικές του εκτιμήσεις, αναλύσεις και επιλογές. Προσπαθεί να επιτύχει όσο το δυνατόν μεγαλύτερη απόδοση σε σχέση με αυτή της αγοράς όπου επενδύει το συγκεκριμένο χαρτοφυλάκιο. Πολλές φορές μάλιστα ο διαχειριστής προβαίνει σε αγοραπωλησία μετοχών όχι μόνο με στόχο την επίτευξη μεγαλύτερης απόδοσης αλλά και την προσπάθεια μείωσης δυνητικών ζημιών.

Η υπερβάλλουσα αυτή απόδοση είναι γνωστή ως συντελεστής alpha ή «alpha return», και υπολογίζεται σύμφωνα με την μέθοδο της διαφορικής απόδοσης του Jensen (Jensen's performance index).

Λόγω του ότι η επενδυτική στρατηγική ενός παθητικού χαρτοφυλακίου συνίσταται στην πιστή αναπαραγωγή της σύνθεσης του δείκτη, δεν απαιτείται ιδιαίτερος χρόνος αλλά και κόστος έρευνας, πληροφόρησης και εκπόνησης αναλύσεων από την πλευρά των διαχειριστών. Το γεγονός αυτό συνεπάγεται χαμηλότερα διαχειριστικά έξοδα και μεγαλύτερες αποδόσεις στην διάθεση των επενδυτών.

Μία άλλη πηγή εξοικονόμησης κόστους προέρχεται από το ότι δεν απαιτούνται συνεχείς αναθεωρήσεις στην σύσταση του χαρτοφυλακίου με αποτέλεσμα το χαμηλό εύρος πράξεων αγοραπωλησίας τίτλων που συνεπάγεται χαμηλές προμήθειες συναλλαγών. Επίσης, ένας επενδυτής αγοράζοντας μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων δεικτών αποκτά πρόσβαση σε ένα μεγάλο τμήμα της αγοράς με κόστος σαφώς μικρότερο σε σχέση με την αγορά μεγάλου πλήθους μεμονωμένων μετοχών.

Η απόδοση του χαρτοφυλακίου εξαρτάται από την απόδοση της αγοράς και όχι από τις ικανότητες των διαχειριστών. Κατά συνέπεια εξαλείφεται ουσιαστικά ο κίνδυνος ανάληψης εσφαλμένων επενδυτικών επιλογών και ελαχιστοποιείται ο βαθμός εξάρτησης των επενδυτών από τους διαχειριστές.

Ένα από τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα της παθητικής διαχείρισης είναι η υψηλή διαφοροποίηση του μη συστηματικού κινδύνου που επιτυγχάνεται από την τοποθέτηση κεφαλαίων στο πλήθος των μετοχών ή άλλων τίτλων που απαρτίζουν ένα δείκτη. Αυτό λοιπόν συνεπάγεται μείωση του συνολικού κινδύνου του

χαρτοφυλακίου παθητικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Όμως, ο βαθμός διασποράς του μη συστηματικού κινδύνου των ενεργητικών χαρτοφυλακίων εξαρτάται σαφώς από την ικανότητα των διαχειριστών να αναλαμβάνουν ορθές επενδυτικές πρωτοβουλίες και να επιλέγουν τις κατάλληλες τοποθετήσεις κεφαλαίων. Ταυτόχρονα, η δυνατότητα επίτευξης σημαντικής διαφοροποίησης από την πλευρά των διαχειριστών των ενεργητικών αμοιβαίων κεφαλαίων περιορίζεται λόγω του κόστους και του χρόνου που απαιτείται για την απόκτηση μεγάλου πλήθους μετοχών ή άλλων χρεογράφων.

1.3 ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΠΑΘΗΤΙΚΗΣ ΕΝΑΝΤΙ ΕΝΕΡΓΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ

Ένα από τα σημαντικότερα μειονεκτήματα της παθητικής διαχείρισης σε σχέση με την ενεργητική είναι η εξ' ορισμού δυσκαμψία που την χαρακτηρίζει για την εξάσκηση φιλόδοξων επενδυτικών στρατηγικών, αφού ο πρωταρχικός στόχος της είναι η πιστή παρακολούθηση της σύνθεσης και της απόδοσης ενός υποκειμενικού αγοραίου δείκτη. Αυτό φυσικά συνεπάγεται την αδυναμία εκμετάλλευσης αξιολογών επιλογών, οι οποίες δεν ανήκουν στα όρια της επενδυτικής σύστασης του ακολουθούμενου δείκτη.

Το πρόβλημα της ακαμψίας της επενδυτικής στρατηγικής είναι ακόμα πιο έντονο σε καθοδικές περιόδους των δεικτών των αγορών, όπου και οι αποδόσεις των παθητικών χαρτοφυλακίων μοιραία κατέρχονται, χωρίς να υπάρχει η δυνατότητα θωράκισης με την λήψη πιο ενεργητικών και εύκαμπτων επιλογών.

Τα παθητικά χαρτοφυλάκια χαρακτηρίζονται από περιορισμένη δυνατότητα αξιοποίησης πιθανών ιδιαίτερων ικανοτήτων των διαχειριστών τους ή της τυχόν κατοχής εσωτερικής πληροφόρησης, με συνέπεια την επίτευξη περιορισμένου βαθμού οικονομικών κλίμακας ανεξαρτήτως του χρόνου και του ύψους των διαχειριζόμενων κεφαλαίων. Δηλαδή, η παθητική διαχείριση πιθανόν να αποτελεί τροχοπέδη στην ανάπτυξη ιδιαίτερων ικανοτήτων και εμπειρίας από την πλευρά των διαχειριστών.

Από την πλευρά των ατομικών επενδυτών, η παθητική διαχείριση περιορίζει την δυνατότητα τους να απευθύνονται και να απολαμβάνουν ενεργητική διαχείριση από εξειδικευμένους επαγγελματίες του είδους, οι οποίοι στον βαθμό που κατέχουν σημαντικές διαχειριστικές δυνατότητες, μπορούν να επιτύχουν υψηλότερες υπεραποδόσεις προς όφελος των μεριδιούχων.

Ένα τελευταίο στοιχείο που σχετίζεται με την παθητική διαχείριση είναι ο κίνδυνος επίτευξης από την πλευρά ενός παθητικού χαρτοφυλακίου απόδοσης

υποδεέστερης αυτής του υποκείμενου δείκτη αναφοράς. Το στοιχείο της απόκλισης των αποδόσεων μεταξύ των παθητικών χαρτοφυλακίων και των αντίστοιχων δεικτών τους χαρακτηρίζεται ως «tracking error» και έχει απασχολήσει ιδιαίτερα την διεθνή βιβλιογραφία.

1.4 ΟΙ ΔΥΟ ΒΑΣΙΚΕΣ ΙΔΕΕΣ ΤΗΣ ΔΕΙΚΤΟΠΟΙΗΣΗΣ

Ο θρίαμβος της δεικτοποίησης είχε εκπλήσσει τους σκεπτόμενους παρατηρητές της οικονομικής σκηνής, όμως υπήρχαν κάποιοι σχολιαστές που είχαν αναγνωρίσει ότι η ίδρυση της παθητικής διαχείρισης διαμορφώθηκε από 2 ξεχωριστές και διακριτές διανοητικές ιδέες.

1. **EMH «efficient market hypothesis-η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς»**

2. **CMH «cost matters hypothesis-η υπόθεση της σημασίας του κόστους»**

1. **EMH:** Οι ακαδημαϊκοί της αγοράς στηρίζονται στην EMH η οποία αναφέρεται στο αν οι οικονομικές αγορές είναι αποτελεσματικές, δηλαδή κατά πόσο οι τιμές των αξιόγραφων που διαπραγματεύονται καθημερινά σε όλα τα χρηματιστήρια του κόσμου (π.χ. μετοχές, ομόλογα), αντανακλούν όλη την διαθέσιμη πληροφόρηση, τις πεποιθήσεις και προσδοκίες όλων των επενδυτών σχετικά με τις μελλοντικές τάσεις και προοπτικές της χρηματιστηριακής αγοράς. Θεωρούν λοιπόν ότι όταν οι αγορές είναι αποτελεσματικές από πλευράς πληροφόρησης οι μετοχές αποτιμώνται στην δίκαιη τους τιμή και δεν αφήνουν το περιθώριο στους συμμετέχοντες στην αγορά να επιτύχουν μη φυσιολογικές αποδόσεις. Επομένως κανείς δεν μπορεί έχοντας διαθέσιμη πληροφόρηση να επιτύχει κέρδη εις βάρος των υπολοίπων επενδυτών. Όμως Η EMH στηρίζεται στην υπόθεση ότι οι διαχειριστές και οι μεμονωμένοι επενδυτές έχουν ορθολογικές απαιτήσεις.

Η υπόθεση αυτή αρχικά αναπτύχθηκε από τον καθηγητή Eugene Fama στο Chicago Graduate School of Business σαν μία ακαδημαϊκή ιδέα για την μελέτη του διδακτορικού του που εκδόθηκε στις αρχές του 1960 στο ίδιο πανεπιστήμιο. Ουσιαστικά την έννοια της αποτελεσματικής αγοράς την εισήγαγε ο Fama το 1970 με το πρωτοποριακό άρθρο «*A review of theory and empirical work*»

Οι τιμές στις ανταγωνιστικές αγορές πρέπει να ακολουθούν ένα τυχαίο περίπατο (random walk). Ο όρος αυτός έγινε γνωστός από τον Burton Malkiel, (καθηγητή «Economics and Finance» στο Princeton University) με την έκδοση του βιβλίου του το 1973 «*A Random Walk Down Wall Street*». Η υπόθεση του τυχαίου

περιπάτου, «*random walk hypothesis*», είναι μία οικονομική θεωρία η οποία δηλώνει ότι οι τιμές των μετοχών των αγορών εξελίσσονται σύμφωνα με τον τυχαίο περίπατο και γι' αυτό τον λόγο οι τιμές αυτές δεν μπορούν να προβλεφθούν. Η θεωρία αυτή έχει άμεση σχέση με την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς. Επενδυτές, οικονομολόγοι και άλλοι οικονομικοί συμπεριφοριστές έχουν αποδεχθεί την υπόθεση του τυχαίου περιπάτου εδώ και πολλά χρόνια. Έχουν γίνει διάφορες δοκιμές και συνεχίζουν να πιστεύουν ότι οι τιμές των μετοχών είναι τυχαίες εξαιτίας της ΕΜΗ.

2 CMH: Δεν χρειάζεται όμως να στηριχτούμε στην πεποίθηση της ΕΜΗ για να υποστηρίξουμε την παθητική διαχείριση. Υπάρχει λοιπόν και ένας δεύτερος λόγος που οδήγησε στην επιτυχία της δεικτοποίησης ο οποίος είναι αναμφισβήτητα πιο πιστικός. Είναι η CMH η οποία είναι απαραίτητη για να εξηγήσουμε γιατί η δεικτοποίηση πρέπει και μπορεί να έχει αποτέλεσμα και μας επιτρέπει να ποσοτικοποιούμε με αρκετή ακρίβεια το πόσο καλά δουλεύει.

Ενώ η εγκυρότητα της ΕΜΗ βρίσκεται υπό συζήτηση και οι υποστηρικτές της ενεργητικής διαχείρισης δεν την παραδέχονται γιατί θεωρούν ότι είναι μόνο μία ακαδημαϊκή ιδέα αφού οι αγορές τις περισσότερες φορές είναι αναποτελεσματικές δίνοντας την δυνατότητα στους επαγγελματίες διαχειριστές να το εκμεταλλευτούν και να επιτύχουν υπεραποδόσεις, κανείς δεν μπορεί να αμφισβητήσει την εγκυρότητα της CMH. Η CMH αναφέρεται στην απόδοση που τελικά εισπράττει ο επενδυτής λαμβάνοντας υπόψη τα κόστη των αμοιβαίων κεφαλαίων (*αμοιβές διαχειριστών, κόστη χρηματιστηριακών συναλλαγών, κόστη μεταφορών, έξοδα διαφήμισης, προμήθειες εισόδου και εξόδου, προμήθειες θεματοφυλακής, λειτουργικά κόστη κ.α.*).

Οι αποδόσεις των μεριδιούχων λοιπόν ισούνται με την μέση απόδοση της αγοράς μειωμένη κατά τις προμήθειες και τα κόστη. Η πραγματική απόδοση μειώνεται ακόμα περισσότερο όταν λάβουμε υπόψη τους φόρους και τον πληθωρισμό και αν εξετάσουμε την απόδοση σε βάθος χρόνου χρησιμοποιώντας την δύναμη του ανατοκισμού. Η διαφορά μικτής και πραγματικής απόδοσης μεγαλώνει ακόμα περισσότερο. Είναι πολύ σημαντικό το γεγονός ότι ο επενδυτής επιβαρύνεται κάθε χρόνο με τα κόστη της επένδυσής του σε τρέχουσα ονομαστική αξία ενώ η μακροχρόνια επιτυχία της επένδυσής μετριέται σε πραγματική αξία η οποία διαβρώνεται από τον πληθωρισμό. Όταν κερδίζουμε ονομαστική μακροχρόνια απόδοση της τάξεως π.χ. του 10% από μετοχές, καταλήγουμε να καρπωνόμαστε περίπου 6.5% σε όρους πραγματικής αξίας.

Άσχετα αν οι αγορές είναι αποτελεσματικές ή όχι, η δύναμη της CMH υπάρχει. Για να εξηγήσουμε λοιπόν τις έσχατες πιθανότητες που αντιμετωπίζουν οι επενδυτές στην αναζήτηση της νίκης της αγοράς δεν χρειαζόμαστε την EMH αλλά μόνο την CMH.

Στον παρακάτω πίνακα, (πίνακας 1.1) ο John C. Bogle συγκρίνει την απόδοση ενός μέσου αμοιβαίου κεφαλαίου ενεργητικής διαχείρισης και ενός δεικτοποιημένου α/κ που ακολουθεί τον δείκτη S&P 500 για το χρονικό διάστημα 1983-2003. Και τα δύο αμοιβαία κεφάλαια ξεκινάνε με την ίδια μικτή απόδοση της τάξεως του 13%. Θεωρητικά φαίνεται ότι έχουν την ίδια απόδοση. Όταν όμως αφαιρέσουμε τις προμήθειες και τον φόρο βλέπουμε ότι το index fund έχει καλύτερη απόδοση (11,9%) έναντι της απόδοσης του μέσου ενεργητικού αμοιβαίου κεφαλαίου (7,8%). Τέλος, για να υπολογίσουμε την πραγματική απόδοση που καρπώνεται ο επενδυτής πρέπει να αφαιρέσουμε και το πληθωρισμό.

Από την μικτή απόδοση του 13% καταλήγουμε να έχουμε από το index fund πραγματική απόδοση 8,9% και από το α/κ επαγγελματικής διαχείρισης 4,8%.

ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΕΝΟΣ ΜΕΣΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ Α/Κ ΚΑΙ ΕΝΟΣ S&P 500 INDEX FUND (1983-2003)		
	ΜΕΣΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ Α/Κ	S&P 500 INDEX FUND
ΜΙΚΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	13,0%	13,0%
ΚΟΣΤΗ Α/Κ	-3,0%	-0,2%
ΑΠΟΔΟΣΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	10,0%	12,8%
ΦΟΡΟΙ	-2,2%	-0,9%
ΑΠΟΔΟΣΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ	7,8%	11,9%
ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ	-3,0%	-3,0%
ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	4,8%	8,9%

(πίνακας 1.1)

Λαμβάνοντας υπόψη ότι στην βιομηχανία των αμοιβαίων κεφαλαίων τα κόστη διαμεσολάβησης είναι κατά μέσο όρο τουλάχιστον 2,5% ετησίως, η ιστορική πραγματική απόδοση μειώνεται εξαιτίας τους κατά 40% περίπου και όταν αφαιρέσουμε και το φορολογικό κόστος που πληρώνουν οι επενδυτές σε όρους ονομαστικής αξίας μειώνεται κατά 75%.

Η CMH έρχεται να φωτίσει το πρόβλημα αυτό και να αφυπνίσει τους επενδυτές ώστε να δίνουν βαρύτητα στην πραγματική απόδοση που καρπώνονται και όχι σε αυτή που ανακοινώνουν οι διαχειριστές.

Το 1976, Ο αρχικός δείκτης συνολικών εξόδων (Δ.Σ.Ε.) του πρώτου index fund, «Vanguard 500», ήταν 0.43% ενώ ο αντίστοιχος του μέσου ενεργητικού αμοιβαίου κεφαλαίου 1.40%. Μετά από περίπου 30 χρόνια η δεικτοποίηση πέτυχε περαιτέρω μείωση του Δ.Σ.Ε. φτάνοντας στο 0.18% ενώ αντίστροφα η ενεργητική διαχείριση παρουσίασε αύξηση φτάνοντας στο 1.58%. Αν προσθέσουμε και τα κόστη εναλλαγής χαρτοφυλακίου καθώς και τις προμήθειες εισόδου-εξόδου, η ενεργητική διαχείριση αγγίζει το 2.3% ετησίως. (πίνακας 1.2)

ΤΟ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑ ΤΗΣ ΔΕΙΚΤΟΠΟΙΗΣΗΣ			
ΧΡΟΝΟΣ	Ο ΔΣΕ ΤΟΥ ΜΕΣΟΥ Α/Κ	Ο ΔΣΕ ΤΟΥ INDEX FUND	ΤΟ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑ ΤΟΥ INDEX FUND
1976	1.40%	0.43%	0.97%
2004	1.58%	0.18%	1.40%

(πίνακας 1.2)

1.5 ΚΟΣΤΗ & ΠΡΟΜΗΘΕΙΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

(α) Βασικές κατηγορίες σε κόστη-προμήθειες αμοιβαίων κεφαλαίων

Τα κόστη και οι προμήθειες α/κ χωρίζονται σε 2 βασικές κατηγορίες, τα έμμεσα και τα άμεσα :

- **ΑΜΕΣΑ ΚΟΣΤΗ: (sales loads):** είναι προμήθειες που οι επενδυτές πληρώνουν άμεσα και εφάπαξ, όπως είναι η προμήθεια εισόδου (*frond load*) όταν αγοράζουμε μερίδια και η προμήθεια εξόδου (*back-end load*) όταν εξαγοράζουμε.
- **ΕΜΜΕΣΑ ΚΟΣΤΗ: (ongoing expenses-expense ratio):** είναι έξοδα που οι επενδυτές πληρώνουν έμμεσα γιατί ικανοποιούνται σε ετήσια βάση μέσω του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου και μειώνουν την τελική απόδοση που καρπώνεται ο επενδυτής. Ο Δ.Σ.Ε (δείκτης συνολικών εξόδων), του αμοιβαίου κεφαλαίου υπολογίζεται κάθε χρόνο με βάση την ετήσια διαχειριστική του χρήση και ορίζεται ως το πηλίκο του συνολικού του κόστους προς τον μέσο όρο του καθαρού ενεργητικού του, αρχής γινόμενης για την χρήση που έληξε την 31.12 του κάθε χρόνου.

Τα κόστη που συνθέτουν τον *Δείκτη Συνολικών Εξόδων* των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι τα παρακάτω:

1. **ΑΜΟΙΒΕΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ: (investment advisory fee-management fee):** είναι η προμήθεια που πληρώνει ο επενδυτής για τη ενεργητική διαχείριση που του παρέχει ο διαχειριστής αφού αφιερώνει κόπο, γνώση και χρόνο προκειμένου να προβεί στις κατάλληλες επενδυτικές αποφάσεις και να επιτύχει ικανοποιητικές αποδόσεις για τον μεριδιούχο. Κατά μέσο όρο η προμήθεια αυτή κυμαίνεται μεταξύ 0,5% και 1%.
2. **ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΑ ΚΟΣΤΗ: (administrative costs):** τα κόστη αυτά αναφέρονται στην διοίκηση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου όπως π.χ. είναι κόστη παροχής υπηρεσιών και ενημέρωσης των επενδυτών. Τα κόστη αυτά κυμαίνονται από 0,2% μέχρι 0,4%.
3. **12b-1 ΚΟΣΤΗ ΔΙΑΝΟΜΗΣ: (12b-1 distribution fee):** τα κόστη αυτά αφορούν την διαφήμιση, το μάρκετινγκ και τα κανάλια διανομής των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ουσιαστικά ο επενδυτής επιβαρύνεται με την προσπάθεια της εταιρείας διαχείρισης να προωθήσει τα αμοιβαία κεφάλαια της και να προσελκύσει επενδυτές. Τα κόστη αυτά κυμαίνονται από 0,25% μέχρι 1%.
4. **ΆΛΛΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΟΣΤΗ: (operating expenses):** Αφορούν την καθημερινή λειτουργία ενός αμοιβαίου κεφαλαίου ενεργητικής ή παθητικής διαχείρισης, τα έξοδα χρηματιστηριακών συναλλαγών, την αγορά εξοπλισμού, μηχανημάτων κ.τ.λ.

(β) Διαφορές παθητικής και ενεργητικής διαχείρισης

Αναφορικά με τα κόστη των αμοιβαίων κεφαλαίων, η μεγαλύτερη διαφορά μεταξύ ενεργής και παθητικής διαχείρισης επικεντρώνεται στις αμοιβές διαχειριστών και στα έξοδα χρηματιστηριακών συναλλαγών.

1. **ΑΜΟΙΒΕΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ:** Οι αμοιβές των διαχειριστών ενεργών χαρτοφυλακίων είναι πολύ μεγαλύτερες από εκείνες της παθητικής διαχείρισης. Αυτό είναι προφανές από την στιγμή που οι επαγγελματίες διαχειριστές χρησιμοποιούν γνώση, κόπο, χρόνο και έρευνα για να διαχειριστούν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο. Είναι λογικό λοιπόν να απαιτούν και μια καλύτερη αμοιβή από ότι οι διαχειριστές των δεικτοποιημένων αμοιβαίων κεφαλαίων όπου απλά ακολουθούν κάποιο δείκτη και η απόδοση τους εξαρτάται από την πορεία του δείκτη και μόνο.

Οι επαγγελματίες διαχειριστές κοστίζουν από 100.000\$ μέχρι και 1εκ \$ τον χρόνο. Από την άλλη πλευρά το index fund απλά αγοράζει όλες ή σχεδόν όλες (95%) τις μετοχές του δείκτη που αντικατοπτρίζει άρα δεν υπάρχει λόγος να πληρώσουμε κάποιον επαγγελματία για να χρησιμοποιήσει τις ικανότητες του προκειμένου να προβεί σε έρευνα για να αποφασίσει ποιες τελικά μετοχές θα συμπεριλάβει στο χαρτοφυλάκιο. Το θέμα είναι αν αξίζουν οι διαχειριστές αυτό το υπέρογκο ποσό των αμοιβών που καταναλώνουν αφού έρευνες έχουν αποδείξει ότι δεν έχουν καταφέρει να παρουσιάζουν επαναληπτικότητα στην απόδοση των ενεργών αμοιβαίων κεφαλαίων.

Οπότε το συμπέρασμα είναι ότι οι επαγγελματίες διαχειριστές κοστίζουν στους μεριδιούχους ενός ενεργά διαχειριζόμενου α/κ από 1% μέχρι 3% των χρημάτων που επενδύονται και τελικά τα συνολικά έξοδα των ενεργών χαρτοφυλακίων είναι ετησίως γύρω στο 1.44% ενώ στα index fund είναι από 0.2% μέχρι 1% του ενεργητικού. Έτσι λοιπόν, ο επαγγελματίας διαχειριστής δεν πρέπει απλά να είναι ικανός στο market timing και στο stock selectivity ώστε να πετύχει την απόδοση της αγοράς, (του δείκτη αναφοράς) αλλά πρέπει να αποδώσει ακόμα καλύτερα από τον δείκτη ώστε να καλύψει όλα αυτά τα έξοδα και να επιτύχει θετική απόδοση για τον μεριδιούχο. Αυτό είναι ένα πολύ δύσκολο έργο και όχι πάντα εφαρμόσιμο.

2. ΤΑ ΕΞΟΔΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ: Τα έξοδα χρηματιστηριακών συναλλαγών είναι μεγαλύτερα στην ενεργή από ότι στην παθητική διαχείριση. Αυτό είναι λογικό εφόσον οι διαχειριστές πρέπει συνεχώς να προβαίνουν σε αγοραπωλησίες μετοχών ανάλογα με τις τάσεις που επικρατούν προσπαθώντας να επιτύχουν όσο το δυνατόν μεγαλύτερη απόδοση από την αγορά δηλαδή να νικήσουν την αγορά (beat the market).

Έχει αποδειχθεί ότι οι διαχειριστές ενεργής διαχείρισης αγοράζουν και πωλούν από το 10% μέχρι και το 100% των κοινών μετοχών του χαρτοφυλακίου τους ετησίως. Δηλαδή μπορεί μέσα σε ένα χρόνο να έχουν αγοράσει και πουλήσει ακόμα και όλες τις μετοχές που συμμετείχαν στο χαρτοφυλάκιο στην αρχή του έτους. Κατά μέσο όρο, κάθε χρόνο προβαίνουν σε αλλαγές στο 80% του χαρτοφυλακίου και αυτό βέβαια σημαίνει ότι αυξάνονται κατά πολύ τα έξοδα συναλλαγών δηλαδή τα χρηματιστηριακά έξοδα. Ενώ τα δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια προβαίνουν σε τέτοιες αγοραπωλησίες μόνο όταν έχουν εισροές ή εκροές από το ενεργητικό ή όταν έχουν γίνει αναθεωρήσεις των μετοχών που απαρτίζουν τον δείκτη που ακολουθούν

και πρέπει να προβούν σε είσοδο ή έξοδο κάποιων μετοχών από το χαρτοφυλάκιο τους.

Τα έξοδα χρηματιστηριακών συναλλαγών είναι άμεσα συσχετισμένα με τον δείκτη εναλλαγής χαρτοφυλακίου (Δ.Ε.Χ.). Ο δείκτης αυτός ουσιαστικά παρουσιάζει πόσες φορές γίνονται αγοραπωλησίες των στοιχείων του χαρτοφυλακίου του αμοιβαίου κεφαλαίου. Ο Δ.Ε.Χ. υπολογίζεται ως το άθροισμα των αγορών και πωλήσεων κινητών αξιών μείον το άθροισμα της αξίας των διατεθέντων και εξαγορασθέντων μεριδίων προς το μέσο όρο του καθαρού ενεργητικού του Α/Κ στην διάρκεια της χρήσης.

Όταν κάποιος επενδυτής επιλέγει την ενεργητική διαχείριση έχει την πεποίθηση να κερδίσει την αγορά και να επιτύχει υπεραποδόσεις. Το θέμα όμως είναι αν τα κόστη που χρεώνουν οι επαγγελματίες διαχειριστές δικαιολογούν τις αποδόσεις που τελικά πετυχαίνουν και κατά πόσο ξεκάθαρες είναι στον επενδυτή οι επιβαρύνσεις που αναλαμβάνει συμμετέχοντας σε ενεργά διαχειριζόμενα αμοιβαία κεφάλαια.

1.6 ΜΕΛΕΤΗ ΓΙΑ ΤΑ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΑ ΚΟΣΤΗ ΤΩΝ ΕΝΕΡΓΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Σύμφωνα με την μελέτη του *Ross M. Miller*, «**Measuring the True Cost of Active Management by Mutual Funds**», το 2005, τα αμοιβαία κεφάλαια ενεργής διαχείρισης είναι πιο ακριβά από όσο έχει γίνει αντιληπτό. Εμφανίζονται να παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες με σχετικά λογικό δείκτη συνολικών εξόδων επειδή οι διαχειριστές δένουν την παθητική με την ενεργητική διαχείριση με ένα τρόπο που υποβιβάζουν το πραγματικό κόστος της ενεργής διαχείρισης. Πιο συγκεκριμένα, υπήρχαν αμοιβαία κεφάλαια που ενώ προσέφεραν επενδυτικές υπηρεσίες λίγο καλύτερες από την δεικτοποίηση βαπτιζόντουσαν από τους διαχειριστές τους ως ενεργητικά με τα ανάλογα κόστη. Ακόμα και το μέσο αμοιβαίο κεφάλαιο που φαινομενικά παρέχει μόνο ενεργητική διαχείριση, έμοιαζε με την παθητική διαχείριση εφόσον το 90% περίπου της απόδοσης και της διακύμανσης του μπορούσε να ερμηνευτεί από τον δείκτη αναφοράς του.

Η μελέτη αυτή παράγει μία μέθοδο που κατανείμει τα έξοδα των αμοιβαίων κεφαλαίων μεταξύ ενεργής και παθητικής διαχείρισης και κατασκευάζει μία απλή φόρμουλα που εντοπίζει τα κόστη της επαγγελματικής διαχείρισης. Στόχος λοιπόν της μελέτης είναι να εντοπίσει τα πραγματικά κόστη και οφέλη των ενεργών αμοιβαίων κεφαλαίων. Ενώ οι περισσότεροι αναλυτές έχουν συγκεντρώσει το ενδιαφέρον τους

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο : Η ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΩΝ INDEX FUNDS: 1975-1997

2.1 ΑΦΕΤΗΡΙΑ ΤΩΝ INDEX FUNDS

Σύμφωνα με τον John C. Bogle, το έναυσμα για την αφετηρία της ιδέας της δεικτοποίησης ξεκίνησε το Δεκέμβριο του 1949 με ένα άρθρο που διάβασε στο περιοδικό Fortune με τίτλο «Big money in Boston». Ήταν η πρώτη φορά που προβληματίστηκε για την βιομηχανία των αμοιβαίων κεφαλαίων και για τις δυνατότητες που παρουσίαζε.

Μετά από ενάμιση χρόνο έρευνας και μελέτης, κατέληξε στην πρόταση ότι η ανάπτυξη της μελλοντικής βιομηχανίας των αμοιβαίων κεφαλαίων θα μπορούσε να αυξηθεί περισσότερο μέσω της μείωσης των διαχειριστικών εξόδων και των προμηθειών διάθεσης και εξαγοράς. Θα έπρεπε να απλοποιηθεί ο αντικειμενικός σκοπός της επένδυσης, δηλαδή τα αμοιβαία κεφάλαια θα έπρεπε να αποφεύγουν την δημιουργία προσδοκιών για «θαύματα» και να μην στηρίζουν και τονίζουν την υπεροχή τους έναντι των αγορών. Πολλοί είχαν μεταφράσει τις ιδέες αυτές του Bogle σαν το ξεκίνημα του μεταγενέστερου του ενδιαφέροντος να ταιριάζει την αγορά με κάποιο δεικτοποιημένο αμοιβαίο κεφάλαιο.

Η βασική ιδέα ξεκίνησε λίγα χρόνια αργότερα. Στο χρονικό διάστημα 1969-1971, η «Wells Fargo Bank» δούλεψε κάποια ακαδημαϊκά μοντέλα για να αναπτύξει τις αρχές και τις τεχνικές που θα οδηγούσαν στην δεικτοποίηση. Ο John A. McQuown και ο William L. Fouse άρχισαν την προσπάθεια η οποία κατέληξε το 1971 στην δημιουργία ενός δεικτοποιημένου λογαριασμού με ενεργητικό ύψους 6εκ \$ για το συνταξιοδοτικό αμοιβαίο κεφάλαιο (pension fund) της εταιρείας Samsonite. Ουσιαστικά χρησιμοποίησαν μία στρατηγική βασισμένη στους ίσους συντελεστές στάθμισης του μετοχικού δείκτη «New York Stock Exchange», η οποία χαρακτηρίστηκε ως «εφιάλτης» και γι' αυτό, το 1976 εγκαταλείφθηκε δίνοντας την σκυτάλη σε μία στρατηγική στάθμισης της αγοράς με βάση την χρηματιστηριακή αξία που χρησιμοποιούσε τον δείκτη «Standard & Poor's 500 Composite Stock Price».

Το 1971, ο Jeremy Grantham και ο Dean LeBaron, ιδρυτές της εταιρείας Batterymarch Financial Management της Βοστώνης, αποφάσισαν να ακολουθήσουν την ιδέα της δεικτοποίησης. Ο Grantham, το 1971 περιέγραψε την ιδέα σε ένα

στο πως η διακύμανση του χαρτοφυλακίου κατανέμεται μεταξύ των επενδύσεων, η τεχνική που αναπτύσσεται στην μελέτη αυτή επικεντρώνει την προσοχή της στο να κατανείμει τα μερίδια των αμοιβαίων κεφαλαίων σε ενεργά και παθητικά.

Απομονώνοντας λοιπόν τα ενεργά στοιχεία του χαρτοφυλακίου, μπορούμε να προσαρμόσουμε τα μέτρα απόδοσης του, όπως είναι ο συντελεστής “*alpha*” και να αφαιρέσουμε όποια επίδραση προκαλείται από την παθητική διαχείριση. Ουσιαστικά, πρέπει να υπολογίσουμε τον πραγματικό συνολικό δείκτη εξόδων ο οποίος έχει την δυνατότητα να παρέχει ένα μέτρο του πραγματικού κόστους της επαγγελματικής διαχείρισης σε ένα μόνο νούμερο. Ο δείκτης αυτός μπορεί να χρησιμοποιηθεί όχι μόνο στα αμοιβαία κεφάλαια, αλλά στις περισσότερες επενδύσεις που έχουν και κάποιο παθητικό στοιχείο.

Για τον υπολογισμό λοιπόν του πραγματικού δείκτη συνολικών εξόδων ενεργής διαχείρισης (*active expense ratio*) χρειαζόμαστε τα παρακάτω:

1. τον Δ.Σ.Ε. (δείκτη συνολικών εξόδων) που δημοσιεύει ο διαχειριστής
2. τον συντελεστή προσδιορισμού (R^2) σχετικά με τον δείκτη αναφοράς
3. τον Δ.Σ.Ε. από ένα ανταγωνιστικό αμοιβαίο κεφάλαιο που ακολουθεί τον ίδιο δείκτη

Στα τέλη του 2004, ο μέσος «*active expense ratio*» για τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια μεγάλης κεφαλαιοποίησης που παρακολουθούσε η Morningstar ήταν 7%, δηλαδή εξαπλάσιος από εκείνον που ανακοίνωνε ο διαχειριστής, 1.15%. Γενικότερα, τα αμοιβαία κεφάλαια είχαν μέσο «*active expense ratio*» 5.2% ενώ τα μεγαλύτερα αμοιβαία κεφάλαια κατά μέσο όρο 1 ή 2% λιγότερο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο : Η ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΩΝ INDEX FUNDS: 1975-1997

2.1 ΑΦΕΤΗΡΙΑ ΤΩΝ INDEX FUNDS

Σύμφωνα με τον John C. Bogle, το έναυσμα για την αφετηρία της ιδέας της δεικτοποίησης ξεκίνησε το Δεκέμβριο του 1949 με ένα άρθρο που διάβασε στο περιοδικό Fortune με τίτλο «Big money in Boston». Ήταν η πρώτη φορά που προβληματίστηκε για την βιομηχανία των αμοιβαίων κεφαλαίων και για τις δυνατότητες που παρουσίαζε.

Μετά από ενάμιση χρόνο έρευνας και μελέτης, κατέληξε στην πρόταση ότι η ανάπτυξη της μελλοντικής βιομηχανίας των αμοιβαίων κεφαλαίων θα μπορούσε να αυξηθεί περισσότερο μέσω της μείωσης των διαχειριστικών εξόδων και των προμηθειών διάθεσης και εξαγοράς. Θα έπρεπε να απλοποιηθεί ο αντικειμενικός σκοπός της επένδυσης, δηλαδή τα αμοιβαία κεφάλαια θα έπρεπε να αποφεύγουν την δημιουργία προσδοκιών για «θαύματα» και να μην στηρίζουν και τονίζουν την υπεροχή τους έναντι των αγορών. Πολλοί είχαν μεταφράσει τις ιδέες αυτές του Bogle σαν το ξεκίνημα του μεταγενέστερου του ενδιαφέροντος να ταιριάξει την αγορά με κάποιο δεικτοποιημένο αμοιβαίο κεφάλαιο.

Η βασική ιδέα ξεκίνησε λίγα χρόνια αργότερα. Στο χρονικό διάστημα 1969-1971, η «Wells Fargo Bank» δούλεψε κάποια ακαδημαϊκά μοντέλα για να αναπτύξει τις αρχές και τις τεχνικές που θα οδηγούσαν στην δεικτοποίηση. Ο John A. McQuown και ο William L. Fouse άρχισαν την προσπάθεια η οποία κατέληξε το 1971 στην δημιουργία ενός δεικτοποιημένου λογαριασμού με ενεργητικό ύψους δεκ \$ για το συνταξιοδοτικό αμοιβαίο κεφάλαιο (pension fund) της εταιρείας Samsonite. Ουσιαστικά χρησιμοποίησαν μία στρατηγική βασισμένη στους ίσους συντελεστές στάθμισης του μετοχικού δείκτη «New York Stock Exchange», η οποία χαρακτηρίστηκε ως «εφιάλτης» και γι' αυτό, το 1976 εγκαταλείφθηκε δίνοντας την σκυτάλη σε μία στρατηγική στάθμισης της αγοράς με βάση την χρηματιστηριακή αξία που χρησιμοποιούσε τον δείκτη «Standard & Poor's 500 Composite Stock Price».

Το 1971, ο Jeremy Grantham και ο Dean LeBaron, ιδρυτές της εταιρείας Batterymarch Financial Management της Βοστώνης, αποφάσισαν να ακολουθήσουν την ιδέα της δεικτοποίησης. Ο Grantham, το 1971 περιέγραψε την ιδέα σε ένα

σεμινάριο στο Harvard και το 1972 η εταιρεία κέρδισε βραβείο για τις προσπάθειες της. Τον Δεκέμβριο του 1974 κατάφεραν να προσελκύσουν τον πρώτο τους πελάτη.

Επιπλέον, το 1974, η «*American National Bank*» του Σικάγο, δημιούργησε ένα κοινό trust fund το οποίο στηριζόταν στον δείκτη S&P 500.

Μετά από όλα αυτά, ο τύπος ξεκίνησε να αναφέρεται στην δεικτοποίηση. Τα πιο σημαντικά άρθρα που δημοσιεύθηκαν και υποστήριζαν την παθητική έναντι της ενεργητικής διαχείρισης είναι τα εξής τρία:

1. **1974:** «*Challenge to Judgment*», από τον Paul A. Samuelson, καθηγητή χρηματοοικονομικών στο Ινστιτούτο Τεχνολογίας της Μασαχουσέτης, ο οποίος δήλωσε ότι οι ακαδημαϊκοί αδυνατούσαν να αναγνωρίσουν ικανούς διαχειριστές και προκαλούσε όσους διαφωνούσαν να παρουσιάσουν αποδείξεις. Επιπλέον υποστήριζε ένθερμα την δεικτοποίηση και παρότρυνε την ίδρυση ενός index fund.
2. **1975:** «*The losers game*», από τον Charles D. Ellis, πρόεδρο της Greenwich Associates, ο οποίος δήλωσε ότι η βιομηχανία των επενδύσεων βασιζόταν στην λανθασμένη αντίληψη ότι οι επαγγελματίες διαχειριστές μπορούν να κερδίσουν την αγορά. Τόνισε ότι την δεκαετία 1965-1975, το 85% των θεσμικών επενδυτών είχαν μικρότερη απόδοση από τον δείκτη S&P 500, μετατρέποντας το παιχνίδι των νικητών σε παιχνίδι ηττημένων.
3. **1975:** «*Some Kinds of Mutual Funds Make Sense*», από τον A.F. Ehrbar, έναν από τους εκδότες του περιοδικού «*FORTUNE*», ο οποίος κατέληξε σε κάποια συμπεράσματα τα οποία πλέον φαίνονται εμφανή. Εφόσον τα αμοιβαία κεφάλαια ενεργητικής διαχείρισης δεν μπορούν να ξεπερνούν κατ' επανάληψη την αγορά, προκαλούν υποαποδόσεις εξαιτίας των υπερβολικών διαχειριστικών και χρηματιστηριακών εξόδων τους. Κατέληξε στο συμπέρασμα ότι τα αμοιβαία κεφάλαια αποδίδουν χειρότερα από την αγορά, και παρότρυνε τους επενδυτές να δίνουν ιδιαίτερη προσοχή στα κόστη που χρεώνουν οι διαχειριστές πριν αποφασίσουν σε ποιο αμοιβαίο κεφάλαιο θα επενδύσουν.

2.2 Η ΙΔΡΥΣΗ ΤΗΣ VANGUARD GROUP

Τον Μάιο του 1975, ο Bogle ιδρύει την Vanguard Group, μία αμερικάνικη εταιρεία που διαχειριζόταν αμοιβαία κεφάλαια και άλλα χρηματοοικονομικά προϊόντα τα οποία προοριζόντουσαν για ιδιώτες και θεσμικούς επενδυτές όχι μόνο στην αμερικάνικη αγορά αλλά και σε όλο τον κόσμο.

Αρχικά τα κεφάλαια της Vanguard ήταν «load funds» τα οποία προωθούνταν αποκλειστικά μέσω χρηματιστών (brokers) και συγκεκριμένα κατάφερε να εξασφαλίσει την συνεργασία με 4 από τους πιο δυνατούς και γνωστούς χρηματιστές αμοιβαίων κεφαλαίων της Walt Street:

1. Bache Halsey Stuart (σημερινή Prudential Securities)
2. Paine Webber Jackson & Curtis
3. Reynolds Securities
4. Dean Witter & Company

Πλέον, η πλειοψηφία των αμοιβαίων κεφαλαίων της Vanguard είναι «no load funds». Η Vanguard Group ουσιαστικά αντιπροσώπευε μια μοναδική μετάβαση από την τυπική μορφή οργάνωσης της βιομηχανίας των αμοιβαίων κεφαλαίων (ιδιωτική ή δημόσια εταιρεία διαχείρισης α/κ) όπου τα άτομα που κατείχαν την εταιρία καρπώνονταν τα κέρδη από τις αμοιβές που επιβαρύνονταν οι μεριδιούχοι, σε μία οργάνωση αμοιβαίου τύπου στην οποία οι μέτοχοι του αμοιβαίου κεφαλαίου κατείχαν την εταιρία και τα κέρδη που προέκυπταν επέστρεφαν στους ίδιους τους μετόχους. Μια τέτοια δομή θα επέτρεπε την μείωση των λειτουργικών και διαχειριστικών εξόδων.

Αρχικά, η Vanguard Group ξεκίνησε με ένα περιοριστικό χαρακτήρα, δηλαδή θα αναλάμβανε να οργανώσει τις καθημερινές διοικητικές, χρηματοοικονομικές και νομικές λειτουργίες ενώ η επενδυτική διοίκηση και οι στρατηγικές του marketing θα παρέμεναν στις αρμοδιότητες της «Wellington Management Company». Η Vanguard λοιπόν είχε κάποιο όραμα για το μέλλον και ανεξαρτήτως του μικρού της αρχικά μεγέθους είχε την διάθεση και την επιθυμία να το πραγματοποιήσει.

Διαπίστωσε λοιπόν ότι είχε μια αξιοθαύμαστη ευκαιρία να δημιουργήσει ένα χαμηλού κόστους και χωρίς διαχείριση index fund και να μονοπωλήσει την αγορά για αρκετά χρόνια εφόσον εκείνη την εποχή κανείς δεν είχε την πρόθεση να ξεκινήσει ένα τέτοιου είδους αμοιβαίο κεφάλαιο. Εξάλλου, σύμφωνα με τον αμερικάνικη νοοτροπία που επικρατούσε στην βιομηχανία αμοιβαίων κεφαλαίων, όταν κάποιος διαχειριστής αποφάσιζε να σχηματίζει ένα αμοιβαίο κεφάλαιο είχε ως αντικειμενικό σκοπό να αυξήσει το ενεργητικό που είχε υπό την διοίκηση και διαχείρισή του αυξάνοντας τις αμοιβές που χρέωνε και αποκομίζοντας περισσότερα κέρδη.

Ουσιαστικά το προσωπικό της Vanguard αποτελούσαν τρία μόνο άτομα:

1. **John C. Bogle**, ιδρυτή της Vanguard Group

2. **James S. Riepe**, ο οποίος σήμερα είναι ένας από τους πιο καταξιωμένους επαγγελματίες στην βιομηχανία των αμοιβαίων κεφαλαίων, πρώην πρόεδρος του Investment Company Institute και νυν managing director της T. Rowe Price.
3. **Jan M. Twardowski**, ο οποίος σήμερα είναι πρόεδρος της Frank Russell Securities Company.

2.3 Η ΣΥΣΤΑΣΗ ΤΟΥ ΠΡΩΤΟΥ INDEX FUND

Στις 18 Σεπτεμβρίου του 1975, οι τρεις οραματιστές, John C. Bogle, James S. Riepe, Jan M. Twardowski έκαναν την επίσημη πρόταση στο Διοικητικό Συμβούλιο και στις 31 Δεκεμβρίου του 1975 ο Bogle ξεκίνησε το πρώτο retail index fund το οποίο ονομαζόταν «*First Index Investment Trust*» και το οποίο μετονομάστηκε σε «*Vanguard Index Fund 500*» τον Μάρτιο του 1980. Το συνολικό κόστος του πρώτου index fund προβλεπόταν να είναι 0.5% ετησίως, δηλαδή 0.3% για λειτουργικά έξοδα και 0.2% για κόστη συναλλαγών, ενώ την ίδια χρονική στιγμή ένα αμοιβαίο κεφάλαιο ενεργητικής διαχείρισης παρουσίαζε συνολικό κόστος περίπου 2%. Ο Bogle κατέληξε λοιπόν στο συμπέρασμα ότι index fund αναμενόταν να αποφέρει λογικά μία ετήσια απόδοση 1.5% μεγαλύτερη από το αμοιβαίο κεφάλαιο ενεργής διαχείρισης.

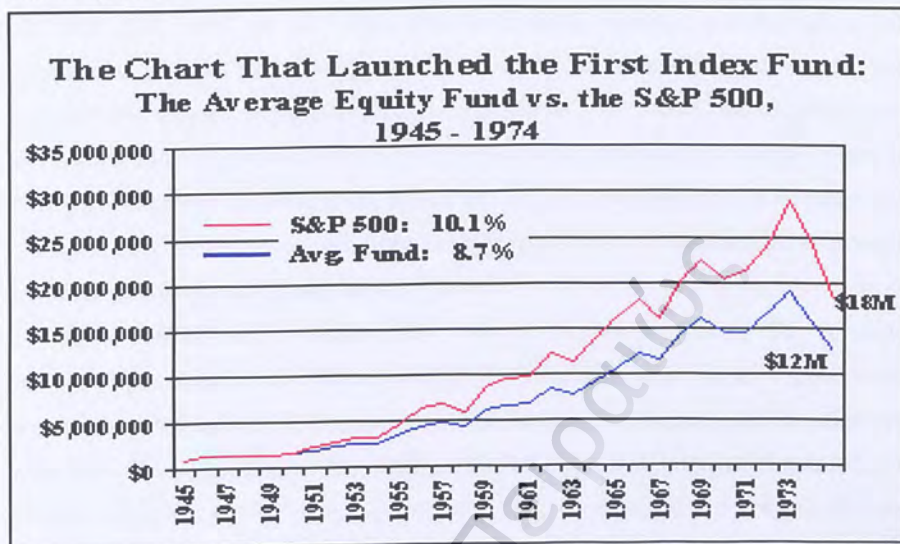
Σε μελέτη που παρουσίασε ο Bogle για την 30ετία 1945-1974, πριν δηλαδή την δημιουργία του Vanguard 500, υπολόγισε τις μέσες ετήσιες αποδόσεις που πέτυχαν τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια και τις συνέκρινε με την απόδοση του δείκτη S&P 500. Το αποτέλεσμα της μελέτης ήταν :

- **8.7%:** ετήσια απόδοση του μέσου μετοχικού αμοιβαίου ενεργής διαχείρισης
- **10.1%:** ετήσια απόδοση του δείκτη S&P 500

Η διαφορά της τάξεως του 1.4% μπορεί να φαίνεται μικρή αλλά έχει τεράστιες επιπτώσεις στην υπεραξία που τελικά καρπώνεται ο επενδυτής σε βάθος χρόνου. Η διαφορά αυτή (1.4%) αντιπροσωπεύει το μεγαλύτερο πλεονέκτημα της κλασσικής δεικτοποίησης.

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ: Έστω ότι το 1945 είχαμε μία υποθετική επένδυση της τάξεως του 1εκ \$ σε ένα μέσο μετοχικό αμοιβαίο κεφάλαιο ενεργητικής διαχείρισης και 1εκ \$ αντίστοιχα στον δείκτη S&P 500. Σύμφωνα με τις ετήσιες αποδόσεις που προέκυψαν από την παραπάνω μελέτη, το 1975, μετά από 30 χρόνια θα είχαμε συγκεντρώσει 12 και 18εκ. \$ από το μέσο μετοχικό α/κ και τον δείκτη αντίστοιχα.

Παρακάτω, (διάγραμμα 2.1) παρουσιάζεται η διαγραμματική απεικόνιση του παραδείγματος.



(διάγραμμα 2.1)

Τελικά το «First Index Investment Trust» ξεκίνησε την λειτουργία του στις 31 Αυγούστου του 1976, με 11.4εκ \$ αν και ο αντικειμενικός στόχος ήταν να καταφέρουν να συγκεντρώσουν 150εκ \$

Αρχικά οι ανταγωνιστές του Bogle χλεύαζαν την πρωτοτυπία του και έκριναν την ιδέα του ως αντιαμερικανική και θεωρούσαν ότι το δεικτοποιημένο αμοιβαίο κεφάλαιο ήταν μία τρέλα και συγκεκριμένα το χαρακτήριζαν «*Bogle's Folley*».

Ο Edward Johnson, πρόεδρος της Fidelity, δεν μπορούσε να πιστέψει ότι οι επενδυτές θα μπορούσαν να αρκεστούν στην μέση απόδοση της αγοράς. (Σήμερα η Fidelity διαχειρίζεται 38 δις \$ σε δεικτοποιημένα προϊόντα).

Τον Νοέμβριο του 1999, Το «Vanguard Index Fund» είχε ξεπεράσει τα 100 δις \$ γεγονός που αποδείκνυε την συνεχώς αυξανόμενη προθυμία των επενδυτών να τοποθετήσουν τα χρήματά τους στην κλασική δεικτοποίηση. Τον Ιανουάριο του 1992 ο Bogle προέβλεψε ότι το «Vanguard 500 index fund» θα κατάφερε να ξεπεράσει το «Magellan Fund» πριν το 2001, γεγονός που επαληθεύτηκε το 2000 όπου κατάφερε να γίνει το μεγαλύτερο αμοιβαίο κεφάλαιο με ενεργητικό 100δις \$.

2.4 Η ΑΡΧΙΚΗ ΠΟΡΕΙΑ ΤΟΥ ΠΡΩΤΟΥ INDEX FUND: 1977-1982

Ο στόχος ήταν να επενδυθεί αμέσως το δεικτοποιημένο α/κ σε όλες τις μετοχές του S&P 500 Index με τις ίδιες αναλογίες. Όμως εξαιτίας του περιορισμένου ενεργητικού του και του κόστους συναλλαγών που θα απαιτούσε η αγορά και των 500 μετοχών, αρχικά το χαρτοφυλάκιο του αμοιβαίου κεφαλαίου περιορίστηκε στο να περιέχει 280 μετοχές, τις 200 μεγαλύτερης κεφαλαιοποίησης που αποτελούσαν το 80% της στάθμησης του δείκτη και ακόμα 80 οι οποίες επιλέχθηκαν βάσει διαφόρων μοντέλων (π.χ. χρηματιστηριακή αξία, δείκτης p/e) για να ταιριάζουν με το προφίλ των εναπομεινάντων 220 μετοχών του δείκτη.

Στην πρώτη ετήσια έκθεση του index fund για το έτος 1976, η οποία δημοσιεύθηκε στις 30 Ιανουάριου του 1977, ήταν ξεκάθαρο ότι το «first index investment trust» ήταν η πρώτη και μοναδική εταιρεία επενδύσεων που παρείχε ένα index fund που ακολουθούσε τον δείκτη S&P 500 και αποτελούσε μεγάλη πρόκληση για επαγγελματίες και ερασιτέχνες επενδυτές. Με το πέρασμα του χρόνου όλο και περισσότεροι επενδυτές ασπάζονταν την δεικτοποίηση και τοποθετούσαν τα χρήματά τους σε αμοιβαία κεφάλαια παθητικής διαχείρισης.

Αρχικά, η υποδοχή του Vanguard Index Fund ήταν απογοητευτική, η οποία διοχετεύθηκε και στην αποδοχή του από την αγορά. Εξαιτίας των περιορισμένων προμηθειών πωλήσεων που είχε το πρώτο «Index Investment Trust», τον Φεβρουάριο του 1977, οι επενδυτές που το στήριζαν εναποθέτοντας τα κεφάλαια τους θα έπρεπε να του δώσουν χρόνο για να προλάβει να αποδώσει. Στα μέσα του 1977, το ενεργητικό του άρχισε να φθίνει φτάνοντας στο επίπεδο των 17εκ. \$, γεγονός που απαιτούσε άμεση δραστηριοποίηση για την αύξηση του. Το πρόβλημα αυτό τακτοποιήθηκε με την συγχώνευση του «Index Investment Trust» με κάποιο άλλο αμοιβαίο κεφάλαιο που διαχειριζόταν η Vanguard, το «Exeter Fund» το οποίο είχε ενεργητικό 58εκ \$. Έτσι λοιπόν, το πρώτο index fund είχε πλέον την δυνατότητα να επενδύσει σε όλες τις μετοχές του δείκτη S&P, εφόσον το ενεργητικό του είχε σχεδόν τετραπλασιαστεί.

Στο χρονικό διάστημα 1977-1979 κατάφερε να ξεπεράσει μόνο το ¼ των αμοιβαίων κεφαλαίων όμως ερχόταν μία νέα δεκαετία όπου το δεικτοποιημένο αμοιβαίο κεφάλαιο θα κατάφερνε να δείξει την πραγματική του αξία. Στο διάστημα 1980-1982 πέτυχε καλύτερες αποδόσεις από το ½ των παραδοσιακά ενεργά διαχειριζόμενων αμοιβαίων κεφαλαίων. Το 1982 το ενεργητικό του έφτασε τα 100εκ

\$ και στο τέλος της χρονιάς άγγιξε τα 110εκ \$ και είχε κατάταξη 104^η θέση από τα 263 μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια.

2.5 Η ΣΥΝΕΧΕΙΑ ΤΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΤΩΝ INDEX FUNDS : 1983-1986

Στα τέλη του 1982 ξεκίνησε η άνοδος στις μετοχικές αγορές, η οποία συνεχίστηκε για 15 περίπου χρόνια. Στο διάστημα 1983-1986, το «Vanguard index fund» κατάφερε να ξεπεράσει τα $\frac{3}{4}$ όλων των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων.

Το 1984 η Wells Fargo ξεκίνησε το δεύτερο index mutual fund, «**Stagecoach Corporate Stock Fund**», το οποίο δεν κατάφερε να επιβιώσει στην αγορά εφόσον είχε δείκτη συνολικών εξόδων 1% ετησίως.

Το 1985 σχεδιάστηκαν 2 ακόμα δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια, τα οποία όμως αφορούσαν θεσμικούς παρά ιδιώτες επενδυτές. Το 1986 ξεκίνησαν ακόμα 9 index funds, 2 εκ των οποίων επένδυναν σε μετοχές μικρών εταιριών στην Ιαπωνία και Αγγλία. Το κυριότερο όμως δεικτοποιημένο αμοιβαίο κεφάλαιο που κυκλοφόρησε αυτή την χρονιά, ήταν το «**Colonial Index Trust**» το οποίο είχε δείκτη συνολικών εξόδων 1.5% και προμήθειες εισόδου-εξόδου της τάξεως του 4.75%. Δεν κατάφερε λοιπόν να συγκεντρώσει το ενδιαφέρον και τα κεφάλαια αρκετών επενδυτών με αποτέλεσμα να καταργηθεί το 1993.

Ανεξάρτητα από όλους τους προάγγελους επιτυχίας η δεικτοποίηση συνέχισε να έχει μικρή αναλογία του συνολικού ενεργητικού των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων, δηλαδή λιγότερο από το $\frac{1}{2}$ μέχρι το τέλος της χρονιάς.

Λίγο πριν το 1987 η δεικτοποίηση έκανε ένα πολύ σημαντικό βήμα προχωρώντας στην δημιουργία του πρώτου *bond index fund* για ιδιώτες επενδυτές καθώς τον προηγούμενο χρόνο είχε ήδη συσταθεί για τους θεσμικούς.

Η επιτυχία ενός bond index fund ήταν βέβαιη εφόσον ερχόταν να καλύψει ένα μεγάλο κενό που υπήρχε στην αγορά των ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων εξαιτίας των υψηλών προμηθειών εισόδου-εξόδου, εξόδων και της υπερτίμησής τους.

Η Vanguard κατάφερε και πάλι να φανεί πρωτοπόρος με την σύσταση του «**Vanguard bond market fund**», το οποίο δεν επέτρεπε η SCE να ονομαστεί Bond Index Fund γιατί η επιτροπή δεν θα δεχόταν την θεώρηση ότι ένα δεικτοποιημένο α/κ θα μπορούσε να περιέχει ένα σχετικά μικρό αριθμό ομολογιών με την προσδοκία να προσομοιώνει έναν δείκτη που θα περιλάμβανε 4.000 ομόλογα.

Στο τέλος του 1986, το πρώτο μετοχικό index fund είχε καταφέρει να πενταπλασιάσει το ενεργητικό του μέσα σε 4 μόνο χρόνια, φτάνοντας σε κατάταξη την 71^η θέση ανάμεσα σε 423 μετοχικά α/κ.

2.6 Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΩΝ INDEX FUNDS: 1987-1990

Κατά την διάρκεια της τριετίας 1987-1990 η σύλληψη της ιδέας της δεικτοποίησης από την οικογένεια των δεικτοποιημένων αμοιβαίων κεφαλαίων της Vanguard Group είχε ήδη επικυρωθεί και η στρατηγική προώθησης και εκπλήρωσης της ιδέας αυτής είχε ξεκινήσει. Στις αρχές του 1987 ο Bogle κατέληξε στο συμπέρασμα ότι δεν ήταν αρκετό ένα index fund που έχει ως σκοπό να προσομοιώσει τον δείκτη S&P 500 γιατί οι 500 μετοχές που απάρτιζαν τον δείκτη αντιπροσώπευαν μόλις το 75% όλης της αμερικανικής αγοράς μετοχών. Σκοπός πλέον ήταν να δημιουργηθεί ένα index fund που θα παρείχε ακόμα μεγαλύτερη διαφοροποίηση και διασπορά στον επενδυτή αντιπροσωπεύοντας μακροχρόνια την απόδοση ολόκληρης της αγοράς περιλαμβάνοντας όλες τις μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης.

Τον Αύγουστο του 1988 συστήθηκε το 3^ο μέλος της οικογένειας δεικτοποιημένων αμοιβαίων κεφαλαίων της Vanguard, το «**Extended Market Portfolio**» που θα προσομοίωνε τον μετοχικό δείκτη Wilshire 4.500. Αρχικά, ήταν αδύνατον από άποψης κόστους να περιλαμβάνει και τις 4.500 μετοχές, γι' αυτό αποφασίστηκε να περιέχει σε πρώτη φάση τις 2.000 μεγαλύτερες εταιρείες και επιπρόσθετα 800 οι οποίες επιλεχθήκαν βάσει κάποιων μοντέλων που βασίστηκαν σε διάφορα κριτήρια όπως η βιομηχανική διαφοροποίηση, ο δείκτης p/e κ.τ.λ.

Το 1989 η Vanguard μετέτρεψε το αμοιβαίο κεφάλαιο ενεργητικής διαχείρισης «**Stock Capitalization Fund**» σε δεικτοποιημένο και το ονόμασε «**Small Cap index fund**», το οποίο ξεκίνησε με ενεργητικό 30εκ \$ και ακολουθούσε τον δείκτη μικρών εταιρειών Russell 2.000.

Κατά την διάρκεια του 1990 η Vanguard ενεργοποιήθηκε και πάλι στον χώρο της δεικτοποίησης. Ήθελε να προχωρήσει στην σύσταση ενός διεθνικού αμοιβαίου κεφαλαίου που θα ήταν βασισμένο στον μετοχικό δείκτη Morgan Stanley Capital International Europe, Australia, Far East (EAFE) αλλά υπήρχε ο προβληματισμός εξαιτίας της σημαντικής «φούσκας» που υπήρχε στην ιαπωνική μετοχική αγορά. Τον Ιούνιο της ίδιας χρονιάς αντιμετωπίστηκε το δίλλημα και η Vanguard ξεκίνησε 2 διεθνή αμοιβαία κεφάλαια, όπου το ένα θα ακολουθούσε τον δείκτη EAFE από την πλευρά της Ευρώπης και το άλλο από την πλευρά του Ειρηνικού. Τελικά οι φόβοι

επαληθεύτηκαν είτε από τύχη είτε από ικανότητα πρόβλεψης της αγοράς και η πτώση που ξεκίνησε το 1989 κράτησε μέχρι και το 1997. Όμως τα δεικτοποιημένα α/κ κατάφεραν να πετύχουν πιστή αναπαράσταση του δείκτη, εφόσον μπόρεσαν να τον ακολουθήσουν με ιδιαίτερη ακρίβεια ανεξάρτητα τα σημαντικά κόστη εναλλαγής χαρτοφυλακίου και της περιορισμένης ρευστότητας σε πολλές ξένες αγορές αναφορικά με την αμερικάνικη.

Τον Ιούλιο του 1990 η Vanguard προχώρησε ακόμα ένα βήμα με σκοπό να συνεχίσει να είναι ανταγωνιστική στον μικρό ακόμα χώρο της δεικτοποίησης (κατείχε μόλις το 1% του συνολικού ενεργητικού των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων). Συστήθηκε ένα νέο δεικτοποιημένο α/κ που ακολουθούσε τον δείκτη S&P 500 το οποίο ονομαζόταν «**Vanguard Institutional Index Fund**» και απευθυνόταν σε θεσμικούς επενδυτές με ελάχιστο ποσό αρχικής επένδυσης τα 10εκ \$ ανά λογαριασμό. Ο ετήσιος δείκτης συνολικών εξόδων του νέου α/κ ήταν μόλις 0.07%, πολύ χαμηλότερος από το 0.20% που ίσχυε για το «**Vanguard Index Fund 500**», όταν ο αντίστοιχος για τον μέσο όρο των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων κυμαινόταν στο 1.30%. Με αυτό το επίπεδο εξόδων, η Vanguard μπορούσε να είναι ένας σκληρός ανταγωνιστής στον χώρο των θεσμικών επενδυτών της τάξεως των 10-75εκ \$. Μέσα στα επόμενα χρόνια ξεχώρισε και έκανε αισθητή την παρουσία του καταλήγοντας να έχει ενεργητικό ύψους 16εκ \$ μέσα σε 7 χρόνια.

Το 1990 η Vanguard αποκτά έναν δυνατό ανταγωνιστή, την Fidelity, η οποία παρά την μακροχρόνια δέσμευση που είχε στην επιθετική διαχείριση και τα αρνητικά σχόλια που είχε αρχικά δηλώσει ο πρόεδρός της όταν ο Bogle έκανε τα πρώτα του βήματα στην δεικτοποίηση, δημιούργησε 3 index funds. Τα 2 από αυτά ήταν μετοχικά και ακολουθούσαν τον δείκτη S&P 500 ενώ το 3^ο ήταν ένα αμερικάνικο ομολογιακό. Το ένα εκ των 2 μετοχικών απευθυνόταν σε εύπορους επενδυτές αφού είχε ελάχιστο αρχικό ποσό επένδυσης τα 25.000\$ και τα άλλα 2 σε θεσμικούς με ελάχιστο ποσό συμμετοχής το 1εκ \$.

Μέχρι το τέλος του 1990 τα index funds αριθμούσαν 43 αλλά όμως πολλά από αυτά απευθύνονταν σε θεσμικούς επενδυτές, ενώ οι ιδιώτες δεν είχαν ακόμα γνωρίσει καλά την παθητική διαχείριση. Μερικά από αυτά δεν ήταν ξεκάθαρα δεικτοποιημένα απλά λειτουργούσαν σε ιδιαίτερα και ξεχωριστά τμήματα της αγοράς όπως π.χ. σε ιαπωνικές μετοχές μικρών εταιριών.

Στα τέλη λοιπόν του 1990, το Vanguard 500 Index Fund, βρίσκεται 14^ο στην κατάταξη των 663 μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων με ενεργητικό ύψους 2δισ \$ παραμένοντας το μεγαλύτερο δεικτοποιημένο α/κ της εποχής.

Κατά την χρονική διάρκεια 1987-1990 το S&P 500 Index Fund κατάφερε και πάλι να ξεπεράσει τα ¾ της μετοχικής αγοράς, συνεχίζοντας την εντυπωσιακή πορεία που διάνυσε στην προηγούμενη 3ετία 1983-1986.

2.7 Η ΕΠΑΝΑΣΤΑΣΗ ΤΗΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΤΩΝ INDEX FUNDS: 1991-1993

Στις αρχές του 1991 ο ανταγωνισμός παρέμενε μικρός για την Vanguard αν και είχαν εισχωρήσει κάποιοι ανταγωνιστές στον χώρο της δεικτοποίησης. Όμως η Vanguard συνέχιζε να διατηρεί καλύτερο προνόμιο από πλευράς δείκτη συνολικών εξόδων αφού το «Vanguard Index Fund 500» είχε μόλις 0.20% έναντι των υπολοίπων που κατά μέσο όρο είχαν 0.50%. Τον Απρίλιο του 1992 η Vanguard ξεκίνησε ένα νέο index fund που είχε αντικειμενικό σκοπό να ακολουθήσει τον μετοχικό δείκτη Wilshire 5000 και ονομαζόταν «Vanguard Total Stock Market Portfolio». Λίγους μήνες αργότερα η Vanguard δημιούργησε το 9^ο index fund της οικογένειας, το «Vanguard Balanced Index Fund» το οποίο βασιζόταν κατά 60% στον Wilshire 5.000 και κατά 40% στον ομολογιακό δείκτη Lehman Brothers Aggregate.

Τέλη του 1992 τα index funds είχαν φτάσει να είναι συνολικά 78. Το 1993 η Vanguard ξεκίνησε την ανάπτυξη της ιδέας ενός νέου index fund που θα εκμεταλλευόταν το πιο σημαντικό πλεονέκτημα της δεικτοποίησης που είναι το φορολογικό. Ένα χαρτοφυλάκιο παθητικής διαχείρισης, ένα index fund, τείνει να έχει χαμηλό δείκτη εναλλαγής χαρτοφυλακίου διατηρώντας μη ρευστοποιήσιμα κεφαλαιακά κέρδη αντί να τα ρευστοποιεί και να τα διανείμει στους επενδυτές υποβάλλοντας τους σε σημαντική φορολογία. Σύμφωνα με μία μελέτη 15 χρόνων των οικονομολόγων John B. Shoven και Joel M. Dickson του πανεπιστημίου Stanford αναφορικά με την απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων, το Vanguard Index Fund ξεπέρασε το 92% όλων των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων μετά φόρων, ακόμα πιο θετικό αποτέλεσμα από την ανωτερότητα της παθητικής διαχείρισης που ξεπερνούσε το 80% όλων των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων προ φόρων. Σε περίπτωση όμως που υπήρχαν μεγάλα ποσά εξαγορών, θα ήταν υποχρεωτική η ρευστοποίηση κερδών, γι' αυτό η Vanguard είχε ενδοιασμούς για το αν έπρεπε να δώσει έμφαση σε αυτό το πλεονέκτημα ή όχι.

Η Vanguard λοιπόν σχεδίασε 3 αμοιβαία κεφάλαια προσανατολισμένα στην δεικτοποίηση τα οποία θα επιβάρυναν τους επενδυτές με προμήθειες εξαγοράς, για τον 1^ο χρόνο 2% και μέχρι τον 6^ο 1%, με απώτερο σκοπό να προσελκύσει επενδυτές με μακροχρόνιο ορίζοντα και να αποφύγει τους βραχυπροθέσμους ή αλλιώς κερδοσκόπους :

1. «**Growth and income portfolio**», ακολουθούσε τον δείκτη S&P 500
2. «**A Capital Appreciation Portfolio**», ακολουθούσε τον δείκτη Russell 1.000
3. «**Balanced portfolio**»

Το χρονικό διάστημα της 3ετίας 1991-1993 δεν ευνόησε τον δείκτη S&P 500. Τα αμοιβαία κεφάλαια μικρής κεφαλαιοποίησης πέτυχαν πολύ καλές αποδόσεις ενώ ο δείκτης μεγάλης κεφαλαιοποίησης S&P 500 κατάφερε να ξεπεράσει μόνο κατά 45% τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια ενεργής διαχείρισης, ενώ ο μετοχικός δείκτης Wilshire 5.000 κατά 55%, ο οποίος αποτελεί πιο αντιπροσωπευτικό δείκτη των μετοχικών α/κ λόγω της σύνθεσης του και της ευρείας βάσης του αφού έχει 5000 μετοχές έναντι των 500 του δείκτη S&P.

Το διάστημα αυτό αυξήθηκε αισθητά το μερίδιο της παθητικής διαχείρισης σε σχέση με την ενεργητική εφόσον τα index funds αντιπροσώπευαν πλέον το 3,5% από το 2,5% που αντιπροσώπευαν την προηγούμενη τριετία. Στα τέλη του 1993 το ενεργητικό της οικογένειας δεικτοποιημένων α/κ της Vanguard έφτασε στα 18δισ \$ και του Vanguard Index Fund 500 τετραπλασιάστηκε αγγίζοντας τα 8.3δισ \$ και κατατάχτηκε 8^ο μεταξύ των μεγαλύτερων μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων.

2.8 Ο ΘΡΙΑΜΒΟΣ ΤΗΣ ΔΕΙΚΤΟΠΟΙΗΣΗΣ: 1994-1996.

Κατά την διάρκεια του 1994 οι μετοχικές αγορές αντιμετώπισαν προβλήματα. Ενώ το μέσο μετοχικό αμοιβαίο κεφάλαιο παρουσίασε μειωμένες αποδόσεις, το Vanguard 500 πέτυχε θετική απόδοση της τάξεως του 1.3% και στο τέλος της χρονιάς κατάφερε να ξεπεράσει το 78% όλων των μετοχικών α/κ. Το 1995 η ανοδική αγορά (bull market) επέστρεψε και ο δείκτης S&P 500 παρουσίασε μία θεαματική απόδοση (+37%) ξεπερνώντας το 85% όλων γενικά των μετοχικών α/κ. Κατά την διάρκεια της επόμενης χρονιάς οι αγορές συνέχισαν να είναι ανοδικές και ο δείκτης πετυχαίνοντας +23% έφτασε να ξεπερνάει το 75% της μετοχικής αγοράς. Μέσα σε αυτά τα 3 χρόνια, το 91% των α/κ ενεργής διαχείρισης επιβραδύνθηκαν και έμειναν πίσω από τα index funds.

Στα τέλη του 1993 η Vanguard αποφάσισε να προσθέσει ένα χαρτοφυλάκιο αναδυόμενων αγορών για να ολοκληρώσει την είσοδο της στο χώρο των διεθνών αγορών αλλά προχώρησε στην επίσημη σύσταση του τον Μάιο του 1994 (ήταν το 15 δεικτοποιημένο χαρτοφυλάκιο) για να αποφύγει τους κινδύνους που παραμόνευε η «φούσκα» που είχε δημιουργηθεί στις αναδυόμενες αγορές. Ο βασικός σκοπός της σύστασης αυτής ήταν η χρησιμότητα που θα πρόσδιδε ένα τέτοιο χαρτοφυλάκιο με μακροχρόνιο ορίζοντα.

Στα τέλη του 1995 εγκρίθηκαν ακόμα 2 index funds από την Vanguard. Τον Απρίλιο του 1996 ξεκίνησε το «**Total International Portfolio**» σαν ένα fund of fund (καλάθι αμοιβαίων κεφαλαίων), το οποίο ήταν ένα σύνθετο χαρτοφυλάκιο που περιείχε υποκειμένους τίτλους από την Ευρώπη, τον Ειρηνικό και άλλες αναδυόμενες αγορές. Το δεύτερο, που συστήθηκε τον Μάιο του 1996, ήταν ένα REIT (Real estate investment trust) αμοιβαίο κεφάλαιο που θα παρείχε την δυνατότητα στους επενδυτές να επενδύσουν με μεγάλη διαφοροποίηση, διασπορά και χαμηλό κόστος σε ενεργητικό του real estate. Η οικογένεια δεικτών της Vanguard έφτασε στον αριθμό των 26 δεικτοποιημένων αμοιβαίων κεφαλαίων, περιλαμβάνοντας 21 κανονικά index funds και 5 βασισμένα σε δείκτες asset allocation funds.

Κατά την διάρκεια της τριετίας 1994-1996 η ιδέα της δεικτοποίησης είχε αποκτήσει μεγάλη απήχηση στο ευρύ κοινό και όλο και περισσότεροι επενδυτές την εμπιστευόντουσαν και είχε κερδίσει και την προσοχή του τύπου εφόσον όλο και περισσότερα άρθρα αναφερόντουσαν στα index funds και τις δυνατότητες τους. Πλέον είχε γίνει εμφανής η σχετική επιμονή της απόδοσης των δεικτών. Είχαν περάσει 20 χρόνια από την δημιουργία του πρώτου δεικτοποιημένου α/κ (Vanguard 500 Index Trust). Κατά την διάρκεια του 1996 η Morningstar το είχε ταξινομήσει 7 φορές στο πρώτο quartile ανάμεσα σε όλα τα αμοιβαία κεφάλαια, 5 φορές στο δεύτερο και 7 φορές στο τρίτο και μόνο 1 φορά στο τέταρτο, το 1997 όπου ήταν η πρώτη χρονιά κυκλοφορίας του.

Τον Ιανουάριο του 1997 η αποδοχή της δεικτοποίησης είχε επιταχυνθεί.

2.9 Ο ΔΕΙΚΤΗΣ S&P 500

Υπάρχουν πάνω από 8.000 διαθέσιμα στους επενδυτές αμοιβαία κεφάλαια και όλα είναι διαφορετικά μεταξύ τους στο μέγεθος, στον αντικειμενικό σκοπό τους, στις υπηρεσίες που παρέχουν στους επενδυτές και προφανώς στις προμήθειες και στα

έξοδα που χρεώνουν. Η ποικιλία στα index funds πάνω στον δείκτη S&P 500 αναδεικνύει αυτή την διαφοροποίηση που υπάρχει μεταξύ της πληθώρας των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Ο δείκτης S&P 500 της αμερικάνικης κεφαλαιαγοράς που ακολούθησε το πρώτο δεικτοποιημένο αμοιβαίο κεφάλαιο, το Vanguard 500 Index Fund, παρέμεινε για πολλά χρόνια ένας από τους πιο συνήθεις δείκτες αναφοράς της παθητικής διαχείρισης. Το 1993 αποτελούσε το 55% περίπου από το συνολικό αριθμό των IMFs και το 67% περίπου του καθαρού ενεργητικού τους (19,2 δις). Μέσα στο πέρασμα των χρόνων συνεχώς αυξανόταν ο αριθμός των κλασσικών δεικτοποιημένων αμοιβαίων κεφαλαίων αλλά ο δείκτης έχανε έδαφος φτάνοντας να αποτελεί τέλη του 2006 το 32% των συνολικών IMFs και περίπου το 47% του καθαρού ενεργητικού τους. (πίνακας 2.1)

ΧΡΟΝΟΣ	ΣΥΝΟΛΙΚΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ IMFs	ΑΡΙΘΜΟΣ IMFs ΜΕ ΔΕΙΚΤΗ ΤΟΝ S&P 500	ΠΟΣΟΣΤΟ	ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΚΑΘΑΡΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ IMFs (ΣΕ δις \$)	ΚΑΘΑΡΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ IMFs ΜΕ ΔΕΙΚΤΗ ΤΟΝ S&P 500 (ΣΕ δις \$)	ΠΟΣΟΣΤΟ
1993	66	36	54,55%	28,7	19,2	67,06%
1994	79	39	49,37%	33,3	21,9	65,72%
1995	87	44	50,57%	58,4	40,0	68,58%
1996	104	57	54,81%	99,6	70,8	71,06%
1997	131	67	51,15%	173,0	124,4	71,91%
1998	156	80	51,28%	268,7	194,0	72,19%
1999	195	90	46,15%	392,4	273,9	69,80%
2000	271	114	42,07%	388,9	261,1	67,15%
2001	290	118	40,69%	375,0	238,2	63,53%
2002	320	122	38,13%	331,3	191,7	57,87%
2003	327	117	35,78%	460,8	260,2	56,46%
2004	336	117	34,82%	560,1	300,8	53,71%
2005	330	109	33,03%	625,0	315,0	50,40%
2006	342	110	32,16%	748,8	354,7	47,36%

ΠΗΓΗ: investment company (πίνακας 2.1)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο : ΚΛΑΣΣΙΚΗ ΚΑΙ ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΔΕΙΚΤΟΠΟΙΗΣΗ

3.1 ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΜΕΤΑΞΥ ΚΛΑΣΣΙΚΗΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΡΟΝΗΣ ΔΕΙΚΤΟΠΟΙΗΣΗΣ

Η δεικτοποίηση αποτελείται από 2 βασικές κατηγορίες παθητικών αμοιβαίων κεφαλαίων, τα «ETFs» (exchange trade funds) και τα «IMFs» (index mutual funds, κλασσικά-παραδοσιακά δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια) τα οποία αποτελούνται από αξιόγραφα του υποκείμενου δείκτη που ακολουθούν. Τα ETFs τα προσφέρουν εταιρίες επενδύσεων σε μονάδες των 50.000 και 100.000 μεριδίων

Η κλασσική δεικτοποίηση έχει μεγάλη ιστορία, σχεδόν 30 χρόνων. Το πρώτο IMF συστήθηκε από την Vanguard Group με ιδρυτή τον John C. Bogle το 1976 και ονομαζόταν «Vanguard 500 Index Fund». Ακολουθούσε τον μετοχικό δείκτη S&P 500.

Τα ETFs αποτελούν σχετικά πρόσφατη ανακάλυψη στον χώρο της παθητικής διαχείρισης. Το πρώτο ETF συστήθηκε το 1993, ονομαζόταν Spiders, ήταν ευρείας βάσης και ακολουθούσε τον δείκτη S&P 500. Μέσα σε λίγα χρόνια κατάφερε η ιδέα αυτή να εξαπλωθεί πολύ και στο τέλος του 2006 το καθαρό ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων της μοντέρνας δεικτοποίησης είχε φτάσει τα 423δισ \$ και αριθμούσαν 359 ETFs.

Όταν ένας σπόνσορας αποφάσιζε να δημιουργήσει ένα ETF έπρεπε πρώτα να διαλέξει τον δείκτη στόχο, να επιλέξει τα αξιόγραφα του δείκτη που θα εισάγει στο χαρτοφυλάκιο και τέλος να αποφασίσει πόσα μερίδια θα προσφέρει στους επενδυτές. Υπάρχουν όμως κάποιες βασικές διαφορές μεταξύ ETFs και IMFs :

- 1. ΑΓΟΡΑ-ΠΩΛΗΣΗ ΜΕΡΙΔΙΩΝ:** οι επενδυτές μπορούν να αγοράσουν και να πουλήσουν μερίδια των IMFs μέσω διαφόρων καναλιών διανομής δηλαδή μέσω μιας εταιρίας διαχείρισης ή ενός χρηματιστή (broker dealer). Σε αντίθεση με τα IMFs, οι εταιρίες επενδύσεων των ETFs δεν επιτρέπουν στους μεριδιούχος να συναλλάσσονται μαζί τους, αλλά μόνο μέσω χρηματιστών.
- 2. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ:** Σε αντίθεση με τα IMFs, τα ETFs αποτιμώνται κατά την διάρκεια ολόκληρης της ημέρας διαπραγμάτευσης στο αντίστοιχο χρηματιστήριο που σημαίνει ότι οι επενδυτές μπορούν να παίρνουν θέση πώλησης ή αγοράς σε ETF οποιαδήποτε στιγμή το θελήσουν. Η τιμή αγοράς ή πώλησης ενός ETF διαμορφώνεται από τις δυνάμεις προσφοράς και ζήτησης. Αυτό δίνει την

δυνατότητα στα ETFs να είναι πιο ευέλικτα αφού ο επενδυτής μπορεί να θέτει όρια στις συναλλαγές του. Σε αντίθεση, τα IMF's αποτιμώνται μόνο μία φορά την ημέρα και μόνο στη τιμή κλεισίματος μπορεί κάποιος να προβεί σε εξαγορά ή αγορά μεριδίων. Δηλαδή ο επενδυτής ενός IMF μπορεί να προβεί σε αγοραπωλησία μεριδίων μόνο στην αξία του καθαρού του ενεργητικού.

- 3. ARBITRAGE:** Επειδή τα ETFs διαπραγματεύονται συνεχώς στην δευτερογενή αγορά παρέχουν την δυνατότητα στους θεσμικούς επενδυτές να τα χρησιμοποιήσουν για arbitrage, σε αντίθεση με τα IMF's.
- 4. ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟ ΟΦΕΛΟΣ:** Μία σημαντική διαφορά μεταξύ ETFs και IMF's είναι η φορολογική αποτελεσματικότητα που παρέχουν τα σύγχρονα έναντι των κλασικών δεικτοποιημένων αμοιβαίων κεφαλαίων, η οποία προέρχεται από τον τρόπο δημιουργίας των ETFs και του μηχανισμού εξαγοράς τους, αφού μεσολαβεί κάποιος θεματοφύλακας στην συναλλαγή των μεριδίων τους. Όταν ο επενδυτής προβαίνει σε αγορά, οι μετοχές κατατίθενται στον θεματοφύλακα και όταν επιθυμεί την πώληση τους εξαγοράζονται από τον θεματοφύλακα. Με αυτή την διαδικασία δεν περιλαμβάνεται χρέμα εκτός από τα συσσωρευμένα μερίσματα. Επομένως, τα ETFs αποδίδουν μικρότερα κεφαλαιακά κέρδη στους επενδυτές από ότι τα IMF's, προσφέροντας μεγαλύτερα έσοδα μετά φόρων.

3.2 ΕΝΣΤΑΣΕΙΣ ΤΟΥ JOHN C. BOGLE ΓΙΑ ΤΗΝ ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΔΕΙΚΤΟΠΟΙΗΣΗ

Ο John Bogle, ιδρυτής της Vanguard και του πρώτου κλασικού δεικτοποιημένου αμοιβαίου κεφαλαίου, ανησυχεί για την τάση που υπάρχει να κυριαρχούν όλο και περισσότερο τα ETFs έναντι της κλασικής δεικτοποίησης.

Ο κλασικός τρόπος παθητικής διαχείρισης αντικαθίσταται με γρήγορους ρυθμούς από τον νέο τρόπο που αντιπροσωπεύουν τα ETFs, τα οποία κατάφεραν να είναι πολύ ανταγωνιστικά απέναντι στα παραδοσιακά δεικτοποιημένα κεφάλαια.. Το πρώτο ETF που δημιουργήθηκε φαινόταν ακίνδυνο και φάνταζε σαν μία φανταστική ιδέα. Όμως τελικά, οι περισσότεροι από τους διαχειριστές ή απλούς επενδυτές που ασχολήθηκαν με τα ETFs κατέληξαν να συμπεριφέρονται σαν διαχειριστές χαρτοφυλακίων ενεργής διαχείρισης, επαγγελματίες traders και αντισταθμιστές κινδύνου για κερδοσκοπικούς λόγους, δηλαδή σαν βραχυπρόθεσμοι κερδοσκόποι. Σήμερα, περίπου 65 εκατ. μετοχές, αξίας 8.8 δις\$ του spiders διαπραγματεύονται

καθημερινά με ετησιοποιημένο δείκτη γυρίσματος μετοχών 3.600%. Έτσι λοιπόν το «Spiders», με ενεργητικό περίπου 80δισ \$, παραμένει το μεγαλύτερο από όλα.

Πριν μία δεκαετία τα ETFs αποτελούσαν μόνο το 3% των αμοιβαίων κεφαλαίων παθητικής διαχείρισης, το 2000 το 9% και το 2006 το 36%, δηλαδή σε αξία 340δισ \$ από το σύνολο των 900δισ\$. Ουσιαστικά είναι index funds τα οποία απλά διαπραγματεύονται συνεχώς.

Η ραγδαία αύξηση που έχει το ποσοστό τους σίγουρα στέλνει κάποιο μήνυμα για την ενέργεια των επιχειρήσεων στην Wall Street, την «μαρκετίστικη» δύναμη των χρηματιστηριακών εταιρειών και την προθυμία των επενδυτών να προτιμούν τις πιο σύνθετες επενδύσεις από τις απλοποιημένες, την δράση από την αδράνεια με την ελπίδα ότι μπορούν να νικήσουν την αγορά (beat the market).

Ο Bogle λοιπόν θεωρεί ότι έχουμε απομακρυνθεί από την κλασσική διαφοροποίηση και η τάση αυτή καθώς και οι γρήγοροι ρυθμοί αλλαγών τον ανησυχούν.

Πριν 30 χρόνια που σχεδίασε την παραδοσιακή δεικτοποίηση ο επενδυτικός χαρακτήρας ήταν μακροχρόνιος. Όμως όταν κάποιος χρησιμοποιεί την δεικτοποίηση σαν μέσο trading (διαπραγμάτευσης) τότε αλλάζει τον χαρακτήρα του σε κερδοσκοπικό και βραχυχρόνιο.

Το δεύτερο βασικό χαρακτηριστικό που είχαν τα κλασσικά index funds είναι η δυνατότητα μεγάλης διασποράς ακολουθώντας δείκτες ευρείας βάσης. Όμως σύμφωνα με τα στοιχεία του 2006, από το σύνολο των ETFs (359) που κυκλοφορούν στις αγορές, τα 85 είναι διεθνή όπως το Spiders, ενώ τα 135 ειδικεύονται σε συγκεκριμένο επενδυτικό προφίλ (τομείς η βιομηχανίες), 133 βασίζονται σε τομείς της μετοχικής αγοράς και 56 συγκεντρώνουν το ενεργητικό τους σε συγκεκριμένες χώρες του εξωτερικού. Παρατηρούμε λοιπόν ότι τα ETFs δεν παρουσιάζουν μεγάλη διασπορά κινδύνου συνεπώς εμπεριέχουν μεγαλύτερο ρίσκο αφού είναι πιο στενής βάσης.

Όσον αφορά το κόστος, αυξάνονται κατά πολύ οι χρηματιστηριακές συναλλαγές εφόσον οι διαχειριστές πλέον συνεχώς προβαίνουν σε αγοραπωλησίες μετοχών.

Με το απλό δικτυοποιημένο α/κ ο επενδυτής γνώριζε ότι θα πετύχει την απόδοση της αγοράς, είτε θετική είτε αρνητική, όμως με τα ETFs, και ειδικά με τα εταιρικά αυτό δεν είναι εύκολο. Ο επενδυτής πλέον δεν γνωρίζει τί απόδοση θα του

αποφέρει η επένδυσή του σε σχέση με την απόδοση που μπορεί να επιτύχει η αγορά από μόνη της.

3.3 ΖΗΤΗΣΗ ΓΙΑ EXCHANGE-TRADE FUNDS ΚΑΙ INDEX MUTUAL FUNDS

(α) **ETFs:** Η ζήτηση για τα Exchange Trade Funds έχει αυξηθεί πολύ από την στιγμή που οι ιδιώτες επενδυτές και οι χρηματοοικονομικοί τους σύμβουλοι έγιναν γνώστες αυτού του χρηματοοικονομικού οχήματος. Οι θεσμικοί επενδυτές έχουν ιδιαίτερα υποστηρίξει τα ETFs τα οποία τείνουν να τα χρησιμοποιούν και για αντιστάθμιση κινδύνου στις κινήσεις της μετοχικής αγοράς.

Καθώς η ζήτηση για την σύγχρονη δεικτοποίηση αυξανόταν, οι διαχειριστές προσέφεραν όλο και περισσότερα προϊόντα με μεγαλύτερη ποικιλία επενδυτικών σκοπών. Στα μέσα της δεκαετίας του '90 συστήθηκαν πολλά ETFs τα οποία επένδυναν σε ξένες μετοχικές αγορές και πιο πρόσφατα δημιουργήθηκαν και κάποια που επένδυναν σε συγκεκριμένους τομείς και βιομηχανίες. Οι εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων εισήγαγαν στην αγορά 67 τέτοιου είδους ETFs των οποίων το ενεργητικό ανέρχεται πάνω από 58δισ \$. Περίπου το 1/3 της αύξησης του ενεργητικού των ETFs σε τομείς και βιομηχανίες κατά την διάρκεια των 2 τελευταίων χρόνων αποδίδεται σε ETFs που ακολουθούν δείκτες εμπορευμάτων (commodities).

Το ενεργητικό αυτών των μη εγγεγραμμένων ETFs αυξάνεται με έντονους ρυθμούς από περίπου 1,3δισ \$ το 2004 σε σχεδόν 15δισ \$ το 2006. Το 2006 περίπου το 70% των μη καταγεγραμμένων ενεργητικών των ETFs ακολουθούν την τιμή του χρυσού μέσω της spot και future αγοράς. Μια μεγάλη και πρόσφατη καινοτομία είναι η δημιουργία ETFs που ακολουθούν πολύ εξειδικευμένους δείκτες. Αυτά τα ETFs αποτελούν σχεδόν το 10% των συνολικών εκδόσεων μεριδίων κατά την διάρκεια του 2006 και λιγότερο από το 3% του συνολικού ενεργητικού στο τέλος του χρόνου.

Το ενεργητικό των ETFs έχει αυξηθεί με ραγδαίους ρυθμούς από τα τέλη της δεκαετίας του '90 εφόσον παρουσιάστηκε καθαρή έκδοση νέων ETFs μεριδίων που συνείσφερε σε μεγάλο βαθμό σε αυτή την αύξηση. Από τα τέλη του 1998 μέχρι το 2006, τα σύγχρονα δεικτοποιημένα α/κ εξέδωσαν 334δισ \$ σε νέα καθαρά μερίδια και οι επενδυτές προσανατολίστηκαν περισσότερο προς τα broad-based εγχώρια μετοχικά κεφάλαια από ότι προς τα growth.

(β) IMFs: Τα Index Mutual Funds είναι επίσης πολύ δημοφιλή στους επενδυτές. Στα τέλη του 2006 υπήρχαν 342 IMFs με καθαρό ενεργητικό περίπου 749δισ \$. Από το 2000 και μετά η ζήτηση για τα κλασσικά δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια έχει παραμείνει σταθερή, προσελκύνοντας περίπου 25-40δισ \$ σε καθαρές νέες ταμειακές ροές κάθε χρόνο. Το 2006 οι επενδυτές προσθέσανε 31δισ στα IMFs και τα περισσότερα χρήματα επενδύθηκαν σε μετοχικά δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια που ακολουθούσαν εγχώριους μετοχικούς δείκτες παρά στον S&P 500 ο οποίος σημείωσε εκροές της τάξεως των 8δισ \$. Όπως παρατηρήθηκε και στα ETFs, η ζήτηση για παγκόσμια και διεθνή index funds ήταν πολύ ισχυρή, εφόσον οι επενδυτές εκχώρησαν 10δισ \$ σε καθαρές νέες ροές σε αυτά τα α/κ. Το μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού των index funds αποτελείται από μετοχικά δεικτοποιημένα α/κ. Περίπου το 90% του ενεργητικού των IMFs είναι επενδυμένο σε IMFs που ακολουθούν είτε το δείκτη S&P 500 (47%) ή άλλους εγχώριους και διεθνείς μετοχικούς δείκτες. Κατά την διάρκεια των 5 τελευταίων χρόνων το ποσοστό του ενεργητικού που είναι επενδυμένο σε μετοχικά index funds σε σχέση με το ενεργητικό όλων των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων έχει παραμείνει σχεδόν σταθερό μεταξύ 12 και 13%

Στους παρακάτω 2 πίνακες φαίνεται το καθαρό ενεργητικό των ETFs και των IMFs (πίνακας 3.1) και ο αριθμός τους (πίνακας 3.2) από το 1993 μέχρι και το 2006 δηλαδή από την χρονιά που πρωτοεμφανίστηκαν τα ETFs.

Παρατηρούμε λοιπόν τον έντονο ρυθμό ανάπτυξης των σύγχρονων δεικτοποιημένων αμοιβαίων κεφαλαίων. Από το 1993 που δημιουργήθηκε το πρώτο ETF (Spiders) συνεχώς αυξάνεται ο αριθμός τους καθώς και το ενεργητικό τους σε σύγκριση με τα παραδοσιακά IMFs. Το 1993 υπήρχαν 66 IMFs και το 1 ETF με ενεργητικό 28,7δισ και 464εκ \$ αντίστοιχα. Στο τέλος του 2006 τα IMFs και τα ETFs αριθμούν 342 και 359 αντίστοιχα με ενεργητικό περίπου 749 και 426δισ \$ αντίστοιχα.

ΑΡΙΘΜΟΣ IMFs ΚΑΙ ETFs ΑΠΟ ΤΟ 1993-2006

ΕΤΟΣ	ΣΥΝΟΛΙΚΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ Α/Κ ΠΑΘΗΤΙΚΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ INDEX MUTUAL FUNDS	ΠΟΣΟΣΤΟ ΤΩΝ INDEX MUTUAL FUNDS ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΟ ΣΥΝΟΛΟ	ΑΡΙΘΜΟΣ EXCHANGE TRADE FUNDS	ΠΟΣΟΣΤΟ ΤΩΝ EXCHANGE TRADE FUNDS ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΟ ΣΥΝΟΛΟ
1993	67	66	98,51%	1	1,49%
1994	80	79	98,75%	1	1,25%
1995	89	87	97,75%	2	2,25%
1996	123	104	84,55%	19	15,45%
1997	150	131	87,33%	19	12,67%
1998	185	156	84,32%	29	15,68%
1999	225	195	86,67%	30	13,33%
2000	351	271	77,21%	80	22,79%
2001	392	290	73,98%	102	26,02%
2002	433	320	73,90%	113	26,10%
2003	446	327	73,32%	119	26,68%
2004	488	336	68,85%	152	31,15%
2005	534	330	61,80%	204	38,20%
2006	701	342	48,79%	359	51,21%

ΠΗΓΗ: investment company (πίνακας 3.1)

ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ETFs ΚΑΙ IMFs ΣΕ ΕΚ. \$ ΑΠΟ ΤΟ 1993-2006

ΕΤΟΣ	ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΚΑΘΑΡΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ Α/Κ ΠΑΘΗΤΙΚΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ	ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΚΑΘΑΡΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ INDEX MUTUAL FUNDS	ΠΟΣΟΣΤΟ INDEX MUTUAL FUNDS	ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΚΑΘΑΡΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ EXCHANGE TRADE FUNDS	ΠΟΣΟΣΤΟ EXCHANGE TRADE FUNDS
1993	29.155	28.691	98,41%	464	1,59%
1994	33.723	33.299	98,74%	424	1,26%
1995	59.429	58.377	98,23%	1.052	1,77%
1996	102.033	99.622	97,64%	2.411	2,36%
1997	179.678	172.971	96,27%	6.707	3,73%
1998	284.296	268.728	94,52%	15.568	5,48%
1999	426.275	392.402	92,05%	33.873	7,95%
2000	454.463	388.878	85,57%	65.585	14,43%
2001	457.975	374.982	81,88%	82.993	18,12%
2002	433.439	331.296	76,43%	102.143	23,57%
2003	611.832	460.849	75,32%	150.983	24,68%
2004	787.686	560.146	71,11%	227.540	28,89%
2005	925.866	625.046	67,51%	300.820	32,49%
2006	1.171.373	748.823	63,72%	422.550	36,07%

ΠΗΓΗ: investment company (πίνακας 3.2)

3.4 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΤΩΝ INDEX FUNDS ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΤΟΥΣ ΣΚΟΠΟ (1993-2006)

(α) **EXCHANGE TRADE FUNDS (ETFs):** Παρατηρούμε (πίνακας 3.3) ότι υπάρχουν πολύ λίγα ETFs σε ομόλογα. Ξεκίνησαν με 8 το 2002 και στα τέλη του 2006 έχουν μειωθεί και είναι μόλις 6. Αυτά που παρουσιάζουν μεγάλη ανάπτυξη είναι τα ETFs σε συγκεκριμένους τομείς ή βιομηχανίες. Εμφανίστηκαν το 1998 και αριθμούσαν 9 και μέσα σε 8 χρόνια (2006) έφτασαν τα 135 δηλαδή το 37,6% περίπου του συνόλου των συγχρόνων δεικτοποιημένων α/κ. Τα διεθνή επίσης αυξάνονται με σταθερούς ρυθμούς από το 1997 που πρωτοεμφανίστηκαν. Τέλος, μεγάλη ανάπτυξη αποτελούν και τα εγχώρια μετοχικά που ακολουθούν δείκτες ευρείας βάσης καταλήγοντας να αποτελούν περίπου το 37% του συνόλου των ETFs.

		EXCHANGE TRADE FUNDS (ETFs)					
		ΑΡΙΘΜΟΣ ETFs ΑΝΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ					
		ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ			ΝΟΜΙΚΗ ΔΟΜΗ		
ΧΡΟΝΟΣ	ΣΥΝΟΛΟ	ΕΓΧΩΡΙΑ, ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΕΥΡΕΙΑΣ ΒΑΣΗΣ ETFs	ΕΓΧΩΡΙΑ ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΣΕ ΤΟΜΕΙΣ-ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΕΣ ETFs	ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ/ΔΙΕΘΝΗ ΜΕΤΟΧΙΚΑ ETFs	ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ETFs	ΕΓΚΕΓΡΑΜΜΕΝΑ ETFs	ΜΗ ΕΓΚΕΓΡΑΜΜΕΝΑ ETFs
1993	1	1	-	-	-	1	-
1994	1	1	-	-	-	1	-
1995	2	2	-	-	-	2	-
1996	19	2	-	-	17	19	-
1997	19	2	-	-	17	19	-
1998	29	3	9	17	-	29	-
1999	30	4	9	17	-	30	-
2000	80	27	28	25	-	80	-
2001	102	34	34	34	-	102	-
2002	113	34	32	39	8	113	-
2003	119	39	33	41	6	119	-
2004	152	60	43	43	6	151	1
2005	204	81	68	49	6	201	3
2006	359	133	135	85	6	343	16

ΠΗΓΗ: investment company (πίνακας 3.3)

(β) INDEX MUTUAL FUNDS (IMFs): Είναι φανερό (πίνακας 3.4) ότι επικρατούν τα αμοιβαία κεφάλαια που ακολουθούν τον δείκτη S&P 500 και τα λοιπά εγχώρια μετοχικά καταλήγοντας να αριθμούν στα τέλη του 2006 110 και 172 αντίστοιχα. Παρατηρούμε ότι από το 1993 μέχρι περίπου το 1998 τα IMFs πάνω στον δείκτη S&P 500 αυξανόντουσαν με πιο γρήγορους ρυθμούς από τα λοιπά μετοχικά όμως στην συνέχεια τα δεύτερα σημειώνουν μεγαλύτερη ανάπτυξη. Το 2001 ισοβαθμούν σε αριθμό (118) και στην συνέχεια τα δεύτερα επιταχύνουν την ανάπτυξη τους. Ο S&P 500 το 1993 αποτελούσε το 55% σχεδόν του συνόλου έναντι των λοιπών που έφταναν το 25% αλλά με το πέρασμα του χρόνου ο S&P 500 έμεινε λίγο πίσω με ποσοστό 32% έναντι των δεύτερων που είχαν φτάσει να αποτελούν την πλειοψηφία με 50%. Η πορεία των διεθνών είναι επίσης ικανοποιητική αφού το 1993 ήταν μόλις 3 και τέλη του 2006 αριθμούσαν τα 32. Τα μικτά δεν παρουσίασαν προφανώς ιδιαίτερο ενδιαφέρον εφόσον ξεκίνησαν με 2 και κατέληξαν να είναι μόνο 4. Τα ομολογιακά με σταθερούς ρυθμούς ανάπτυξης από 8 έγιναν 24.

INDEX MUTUAL FUND (IMFs)						
ΑΡΙΘΜΟΣ IMFs ΑΝΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ						
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ						
ΧΡΟΝΟΣ	ΣΥΝΟΛΟ	S&P 500	ΛΟΙΠΑ ΕΓΧΩΡΙΑ ΜΕΤΟΧΙΚΑ IMFs	ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ/ ΔΙΕΘΝΗ ΜΕΤΟΧΙΚΑ IMFs	ΜΙΚΤΑ IMFs	ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ IMFs
1993	66	36	17	3	2	8
1994	79	39	20	5	2	13
1995	87	44	21	6	2	14
1996	104	57	23	6	2	16
1997	131	67	30	11	2	21
1998	156	80	42	14	2	18
1999	195	90	64	18	3	20
2000	271	114	105	24	3	25
2001	290	118	118	25	4	25
2002	320	122	136	30	4	28
2003	327	117	146	32	5	27
2004	336	117	159	30	4	26
2005	330	109	161	31	4	25
2006	342	110	172	32	4	24

ΠΗΓΗ: investment company (πίνακας 3.4)

3.5 ΚΑΘΑΡΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ, ΝΕΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΜΕΡΙΔΙΩΝ ΓΙΑ ETFs ΚΑΙ ΝΕΕΣ ΚΑΘΑΡΕΣ ΤΑΜΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΣΤΑ IMFs (1993- 2006)

(α) **EXCHANGE TRADE FUNDS (ETFs):** Το καθαρό ενεργητικό των ETFs (πίνακας 3.5) αυξάνεται με γρήγορους ρυθμούς εφόσον ξεκίνησε το 1993 με 464εκ. \$ και μέσα σε 13 χρόνια κατάφερε να φτάσει τα 422,5δισ. \$. Παρατηρείται ότι τα ευρείας βάσης μετοχικά που ήταν και τα πρώτα που συστηθήκαν διατηρούν την πρωτιά καταλήγοντας να έχουν τέλη του 2006 232,4δισ \$, δηλαδή το 55% περίπου του συνόλου. Τα μετοχικά τομέων και βιομηχανιών μέσα σε 8 χρόνια παρουσίασαν τεραστία αύξηση από 484εκ \$ σε 58,3δισ \$. Τα διεθνή επίσης συνεχώς αυξάνονται, από 252εκ \$ το 1996 σε 111δισ \$ το 2006 και έρχονται δεύτερα αποτελώντας το 48% περίπου του συνόλου.

Οι καθαρές εκδόσεις μεριδίων των ETFs (πίνακας 3.6) ξεκίνησαν το 1993 με 442εκ \$, μόνο το 1994 ήταν αρνητικά (-28δισ) και στην συνέχεια κάθε χρόνο αυξανόντουσαν με ραγδαίους ρυθμούς καταλήγοντας σε έκδοση 74δισ \$ μέσα στο 2006.

EXCHANGE TRADE FUNDS (ETFs)							
ΚΑΘΑΡΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΣΕ ΕΚ. \$ ΑΝΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ							
		ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ				ΝΟΜΙΚΗ ΔΟΜΗ	
ΧΡΟΝΟΣ	ΣΥΝΟΛΟ (ΣΕ ΕΚ.\$)	ΕΓΧΩΡΙΑ, ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΕΥΡΕΙΑΣ ΒΑΣΗΣ ETFs	ΕΓΧΩΡΙΑ ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΣΕ ΤΟΜΕΙΣ-ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΕ Σ ETFs	ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ/ ΔΙΕΘΝΗ ΜΕΤΟΧΙΚΑ ETFs	ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ETFs	ΕΓΚΕΓΡΑΜΜΕΝΑ ETFs	ΜΗ ΕΓΚΕΓΡΑΜΜΕΝΑ ETFs
1993	464	464	-	-	-	464	-
1994	424	424	-	-	-	424	-
1995	1.052	1.052	-	-	-	1.052	-
1996	2.411	2.159	-	252	-	2.411	-
1997	6.707	6.200	-	506	-	6.707	-
1998	15.568	14.058	484	1.026	-	15.568	-
1999	33.873	29.374	2.507	1.992	-	33.873	-
2000	65.585	60.530	3.015	2.041	-	65.585	-
2001	82.993	74.752	5.224	3.016	-	82.993	-
2002	102.143	86.985	5.919	5.324	3.915	102.143	-
2003	150.983	120.430	11.901	13.984	4.667	150.983	-
2004	227.540	163.730	21.650	33.644	8.516	226.205	1.335
2005	300.820	186.832	33.774	65.210	15.004	296.022	4.798
2006	422.550	232.487	58.355	111.194	20.514	407.805	14.699

ΠΗΓΗ: investment company (πίνακας 3.5)

EXCHANGE TRADE FUNDS (ETFs)							
ΚΑΘΑΡΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΜΕΡΙΔΙΩΝ ETFs ΣΕ ΕΚ. \$							
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ					ΝΟΜΙΚΗ ΔΟΜΗ		
ΧΡΟΝΟΣ	ΣΥΝΟΛΟ (ΣΕ ΕΚ.\$)	ΕΓΧΩΡΙΑ, ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΕΥΡΕΙΑΣ ΒΑΣΗΣ ETFs	ΕΓΧΩΡΙΑ ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΣΕ ΤΟΜΕΙΣ- ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΕΣ ETFs	ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ/ ΔΙΕΘΝΗ ΜΕΤΟΧΙΚΑ ETFs	ΟΜΟΛΟ- ΓΙΑΚΑ ETFs	ΕΓΚΕΓΡΑΜ- ΜΕΝΑ ETFs	ΜΗ ΕΓΚΕΓΡΑΜ ΜΕΝΑ ETFs
1993	442	442	-	-	-	442	-
1994	-28	-28	-	-	-	-28	-
1995	443	443	-	-	-	443	-
1996	1.108	842	-	266	-	1.108	-
1997	3.466	3.160	-	306	-	3.466	-
1998	6.195	5.158	484	553	-	6.195	-
1999	11.929	10.221	1.596	112	-	11.929	-
2000	42.508	40.591	1.033	884	-	42.508	-
2001	31.012	26.911	2.735	1.366	-	31.012	-
2002	45.302	35.477	2.304	3.792	3.729	45.302	-
2003	15.810	5.737	3.587	5.764	721	15.810	-
2004	56.375	29.084	7.867	15.645	3.778	55.021	1.353
2005	56.729	16.941	9.577	23.455	6.756	53.871	2.859
2006	73.987	21.580	18.255	28.423	5.729	65.512	8.475

ΠΗΓΗ: investment company (πίνακας 3.6)

(β) **INDEX MUTUAL FUNDS (IMFs):** Το 1993, (πίνακας 3.7) το συνολικό καθαρό ενεργητικό των IMFs ήταν 28,7δισ \$ και τέλη του 2006 φτάνει περίπου στα 749δισ \$. Τα δεικτοποιημένα προϊόντα πάνω στον S&P 500 ήταν μόλις 19,2δισ \$ το 1993 και αποτελούσαν το 67% του συνόλου, ενώ το 2006 φτάνουν τα 354,7δισ \$ και αποτελούν μόλις το 47% του συνολικού καθαρού ενεργητικού. Μέσα σε αυτά τα χρόνια ο S&P 500 έχασε την πρωτιά του καθώς αναπτύχθηκαν ιδιαίτερα τα λοιπά μετοχικά που φτάνουν να έχουν το 32% του συνόλου που αντιστοιχεί σε 249δισ \$. Μεγάλη ανάπτυξη σε ενεργητικό παρατηρείται και στα διεθνή και ομολογιακά, όχι όμως ιδιαίτερη στα μικτά.

Το 1993 (πίνακας 3.8) υπήρχαν νέες καθαρές ταμειακές ροές του ύψους των 6,3δισ \$ ενώ κατά την διάρκεια του 2006 31δισ \$. Το 2005 και το 2006 τα IMFs που ακολουθούν τον S&P 500 εμφανίζουν αρνητικές καθαρές ροές ύψους 1,2δισ και 8 δισ \$ αντίστοιχα .

INDEX MUTUAL FUND (IMFs)						
ΚΑΘΑΡΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΣΕ ΕΚ. \$ ΑΝΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ						
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ						
ΧΡΟΝΟΣ	ΣΥΝΟΛΟ (ΕΚ.\$)	S&P 500	ΕΓΧΩΡΙΑ ΜΕΤΟΧΙΚΑ IMFs	ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ/ ΔΙΕΘΝΗ ΜΕΤΟΧΙΚΑ IMFs	ΜΙΚΤΑ IMFs	ΟΜΟΛΟ- ΓΙΑΚΑ IMFs
1993	28.691	19.241	4.959	1.095	856	2.540
1994	33.299	21.883	5.736	1.818	1.008	2.855
1995	58.377	40.037	9.517	2.642	1.561	4.620
1996	99.622	70.787	16.213	3.932	2.540	6.151
1997	172.971	124.392	29.276	5.177	4.050	10.077
1998	268.728	193.998	46.209	7.813	5.036	15.672
1999	392.402	273.910	78.641	12.777	7.152	19.922
2000	388.878	261.147	87.590	12.218	4.096	23.827
2001	374.982	238.210	88.382	10.656	4.229	33.505
2002	331.296	191.722	81.360	10.649	4.314	43.251
2003	460.849	260.173	130.319	17.709	5.829	46.819
2004	560.146	300.844	170.163	27.133	7.357	54.649
2005	625.046	315.047	196.673	41.082	8.047	64.197
2006	748.823	354.679	248.807	61.923	8.930	74.484

ΠΗΓΗ: investment company (πίνακας 3.7)

INDEX MUTUAL FUND (IMFs)						
ΚΑΘΑΡΕΣ ΝΕΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΣΕ ΕΚ. \$ ΣΤΑ IMFs						
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ						
ΧΡΟΝΟΣ	ΣΥΝΟΛΟ (ΕΚ.\$)	S&P 500	ΛΟΙΠΑ ΕΓΧΩΡΙΑ ΜΕΤΟΧΙΚΑ IMFs	ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ/ ΔΙΕΘΝΗ ΜΕΤΟΧΙΚΑ IMFs	ΜΙΚΤΑ IMFs	ΟΜΟΛΟ- ΓΙΑΚΑ IMFs
1993	6.308	3.768	1.123	437	403	577
1994	3.172	1.586	703	358	168	357
1995	11.847	8.320	1.561	533	250	1.183
1996	24.990	17.465	4.381	1.059	687	1.399
1997	35.067	23.979	6.565	862	852	2.809
1998	46.575	29.750	9.873	1.596	797	4.559
1999	62.120	36.753	17.674	2.238	1.114	4.341
2000	25.856	10.052	11.765	1.401	969	1.670
2001	26.761	7.741	10.149	1.007	265	7.599
2002	25.404	4.235	12.700	1.711	537	6.220
2003	36.078	13.071	18.317	2.330	653	1.707
2004	40.183	9.936	18.338	5.194	907	5.807
2005	28.004	-1.278	13.249	8.103	341	7.589
2006	31.219	-8.097	21.710	10.068	-6	7.545

ΠΗΓΗ: investment company (πίνακας 3.8)

3.6 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΠΑΘΗΤΙΚΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ

Η αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων των ΗΠΑ παραμένει η μεγαλύτερη στον κόσμο, έχοντας το 2006 καθαρό ενεργητικό 10,4τρς \$ αποτελώντας το 48% περίπου από το ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων παγκοσμίως το οποίο κατανέμεται στις διάφορες κατηγορίες ως εξής:

- 44% εγχώρια μετοχικά
- 13% διεθνή μετοχικά
- 23% διαχείρισης διαθεσίμων
- 14% ομολογιακά
- 6% μικτά

Προφανώς λοιπόν, η αγορά των ΗΠΑ είναι αντιπροσωπευτική ώστε να μπορέσουμε να χρησιμοποιήσουμε τα στοιχεία της και να συγκρίνουμε την ενεργητική με την παθητική διαχείριση.

(α) Στον παρακάτω πίνακα (πίνακας 3.9) παρουσιάζεται ο συνολικός αριθμός αμοιβαίων κεφαλαίων στην αγορά των ΗΠΑ καθώς και ο αριθμός παθητικών αμοιβαίων κεφαλαίων από το 1993 που συστήθηκε το πρώτο σύγχρονο δεικτοποιημένο αμοιβαίο κεφάλαιο μέχρι τέλη του 2006

ΧΡΟΝΟΣ	(ΗΠΑ) ΑΡΙΘΜΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ		
	ΣΥΝΟΛΙΚΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ Α/Κ	ΑΡΙΘΜΟΣ Α/Κ ΠΑΘΗΤΙΚΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ	%ΑΡΙΘΜΟΥ ΠΑΘΗΤΙΚΩΝ ΑΚ/ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΑΡΙΘΜΟΣ ΑΚ
1993	4.534	67	1,48%
1994	5.325	80	1,50%
1995	5.725	89	1,55%
1996	6.248	123	1,97%
1997	6.684	150	2,24%
1998	7.314	185	2,53%
1999	7.791	225	2,89%
2000	8.155	351	4,30%
2001	8.305	392	4,72%
2002	8.244	433	5,25%
2003	8.126	446	5,49%
2004	8.041	488	6,07%
2005	7.975	534	6,70%
2006	8.120	701	8,63%

ΠΗΓΗ: investment company (πίνακας 3.9)

(β) Στον παρακάτω πίνακα (πίνακας 3.10) παρουσιάζεται το συνολικό καθαρό ενεργητικό όλων των αμοιβαίων κεφαλαίων της αγοράς των ΗΠΑ καθώς και των παθητικών αμοιβαίων κεφαλαίων της από το 1993 μέχρι το 2006.

Στα τέλη του 2006 το καθαρό ενεργητικό των εγγεγραμμένων αμοιβαίων κεφαλαίων παθητικής διαχείρισης (IMFs και ETFs) είχε φτάσει πάνω από 1,1τρις \$ και αποτελούσε το 10% των αμοιβαίων κεφαλαίων όλων των καταγεγραμμένων εταιριών διαχείρισης. Την περασμένη δεκαετία το ενεργητικό των δεικτοποιημένων προϊόντων είχε αυξηθεί πάνω από το δεκαπλάσιο, όμως η μεγαλύτερη ανάπτυξη είχε παρατηρηθεί σε κεφάλαια που ακολουθούσαν ευρύς δείκτες της αγοράς τονίζοντας την επιθυμία των επενδυτών για μεγάλη διασπορά και μείωση του μη συστηματικού κινδύνου.

(ΗΠΑ) ΚΑΘΑΡΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΣΕ ΔΙΣ \$					
ΧΡΟΝΟΣ	EXCHANGE TRADE FUNDS	INDEX MUTUAL FUNDS	Α/Κ ΠΑΘΗΤΙΚΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ	ΣΥΝΟΛΟ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	% Α/Κ ΠΑΘΗΤΙΚΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΠΡΟΣ ΣΥΝΟΛΟ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ
1993	0,464	28,691	29,155	2.069,96	1,41%
1994	0,424	33,299	33,723	2.155,32	1,56%
1995	1,052	58,377	59,429	2.811,29	2,11%
1996	2,411	99,622	102,033	3.525,80	2,89%
1997	6,707	172,971	179,678	4.468,20	4,02%
1998	15,568	268,728	284,296	5.525,21	5,15%
1999	33,873	392,402	426,275	6.846,34	6,23%
2000	65,585	388,878	454,463	6.964,63	6,53%
2001	82,993	374,982	457,975	6.974,91	6,57%
2002	102,143	331,296	433,439	6.390,36	6,78%
2003	150,983	460,849	611,832	7.414,40	8,25%
2004	227,540	560,146	787,686	8.106,94	9,72%
2005	300,820	625,046	925,866	8.904,82	10,40%
2006	422,550	748,823	1.171,373	10.413,62	11,25%

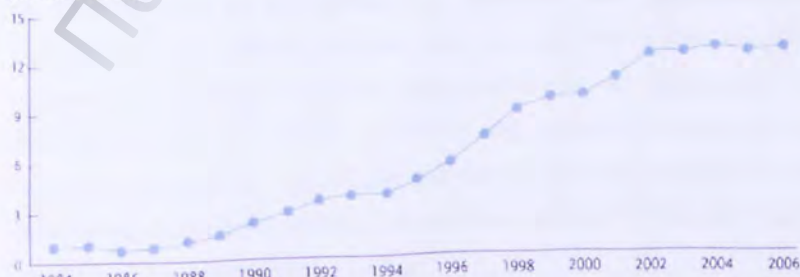
ΠΗΓΗ: investment company (πίνακας 3.10)

Τα IMFs και τα ETFs έχουν εισχωρήσει στις περισσότερες κατηγορίες α/κ αλλά τα α/κ δεικτοποίησης που ακολουθούν large-blend εγχώριους μετοχικούς δείκτες, όπως ο S&P 500, έχουν προσελκύσει μεγαλύτερο ενδιαφέρον από τους επενδυτές. Διαχειρίζονται σχεδόν το 40% του συνολικού ενεργητικού όλων των αμοιβαίων κεφαλαίων. Στον παρακάτω πίνακα (πίνακας 3.11) αναφέρονται αναλυτικά όλες οι κατηγορίες α/κ καθώς και το ενεργητικό των α/κ παθητικής και ενεργητικής διαχείρισης της κάθε κατηγορίας με στοιχεία του 2006.

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ Α/Κ 2006	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΣΕ ΔΙΣ \$ ΤΟΥ 2006			
	ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΠΑΘΗΤΙΚΗΣ& ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΕΓΚΕΓΡΑΜΕΝΩΝ Α/Κ ΠΑΘΗΤΙΚΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ (ETFs ΚΑΙ IMFs)	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ Α/Κ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΠΑΘΗΤΙΚΗΣ/ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ
LARGE-BLEND DOMESTIC EQUITY	1.245	497	748	39,92%
OTHER LARGE- CAP DOMESTIC EQUITY	2.041	98	1.943	4,80%
OTHER DOMESTIC EQUITY	1.588	285	1.303	17,95%
GLOBAL/ INTERNATIONAL	1.425	173	1.252	12,14%
HYBRID	653	9	644	1,38%
BOND	1.515	95	1.420	6,27%

ΠΗΓΗ: investment company (πίνακας 3.11)

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ INDEX MUTUAL FUNDS ΩΣ ΠΟΣΟΣΤΟ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (% 1984–2006)



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο :ΜΕΛΕΤΕΣ ΕΠΑΝΑΛΗΠΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΕΝΕΡΓΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

4.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΣΕ ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΠΟ ΤΟ 1966 ΜΕΧΡΙ ΤΟ 2000

Η μέτρηση της επαναληπτικότητας της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι στόχος πολλών ακαδημαϊκών μελετών τις τελευταίες 3 δεκαετίες. Οι διαχειριστές ενεργών χαρτοφυλακίων, για να έχει νόημα η ύπαρξή τους, αναμένεται να καταφέρνουν με επανάληψη να ξεπερνούν την απόδοση του δείκτη αναφοράς (benchmark). Για να μπορέσουν να επιδείξουν την ικανότητά τους στην αναπαραγωγή υπερβάλλουσας απόδοσης (π.χ. θετικό alpha), οι fund managers πρέπει να μπορούν να στηριχτούν στις παρελθούσες αποδόσεις τους. Οι επενδυτές που εναποθέτουν τα κεφάλαιά τους σε αυτούς τους διαχειριστές για επένδυση, καθώς και οι άνθρωποι που εκτιμούν και αξιολογούν την ικανότητα των διαχειριστών (π.χ. Morningstar), πρέπει να στηριχτούν στις αποδόσεις του παρελθόντος και στις διακυμάνσεις και αποκλίσεις που παρουσιάζουν, θετικές ή αρνητικές. Το σημαντικό ερώτημα όμως είναι, αν οι παρελθούσες αποδόσεις έχουν δύναμη προβλεψιμότητας σχετικά με τις μελλοντικές αποδόσεις. Αν η απάντηση σε αυτό το ερώτημα είναι αρνητική τότε πρέπει να βρεθούν άλλες πηγές πληροφοριών για να χρησιμοποιηθούν για την επιλογή και αξιολόγηση των καλύτερων και πιο επιτυχημένων διαχειριστών. Αν όμως η απάντηση είναι θετική και μπορεί να αποδειχθεί ότι οι αποδόσεις του παρελθόντος μπορούν να προβλέψουν σε κάποιο βαθμό τις μελλοντικές, τότε τα χαρτοφυλάκια που διαχειρίζονται οι επιτυχημένοι managers οφείλουν να παρουσιάζουν κατ' επανάληψη υπεραποδόσεις, ξεπερνώντας εκείνες των αντίστοιχων δεικτών αναφοράς τους.

Η χρηματοοικονομική βιομηχανία ξοδεύει υπέρογκα ποσά στην προσπάθεια της να μετρήσει και να ταξινομήσει τις αποδόσεις των χαρτοφυλακίων ενεργής διαχείρισης. Ένας αριθμός μελετών έχει αποδείξει ότι η σχετική απόδοση των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων επαναλαμβάνεται με διαφορετική συχνότητα ανάλογα την χρονική περίοδο στην βάση της οποίας εξετάζεται. Η επιμονή της απόδοσης φαίνεται να εμφανίζεται πιο ισχυρή για τους καλύτερους (25%) και χειρότερους διαχειριστές (25%), ενώ για τους μέτριους (50%), δεν παρουσιάζεται επαναληπτικότητα στην απόδοσή τους.

Μέσα στο πέρασμα του χρόνου έχουν πραγματοποιηθεί πολλές μελέτες και έρευνες που αναφέρονται στην επαναληπτικότητα της απόδοσης των α/κ. Η προηγούμενη δεκαετία έχει πολλές τέτοιου είδους μελέτες στο ιστορικό της οι οποίες κατά κύριο λόγο αναλύουν την συμπεριφορά κυρίως των μετοχικών αγορών καθώς οι βάσεις δεδομένων και ιστορικών στοιχείων των περισσότερων ασχολούνται με την αμερικάνικη αγορά.

Οι πρώτες μελέτες που ασχολήθηκαν με την επαναληπτικότητα της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων κατέληξαν σε αντικρουόμενες απόψεις.

Το 1966 ο Sharpe χρησιμοποίησε τον δείκτη που πήρε το όνομά του, Sharpe Ratio, για να μετρήσει την απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ταξινόμησε λοιπόν τα α/κ σύμφωνα με αυτόν τον δείκτη για το χρονικό διάστημα 1944-1953 και 1954-1963 και διαπίστωσε ότι υπήρχε αρκετά θετική όχι απόλυτη βέβαια σχέση ανάμεσα στις δύο χρονικές περιόδους που εξέτασε. Κατέληξε λοιπόν στο συμπέρασμα ότι οι διαφορές στις αποδόσεις μπορούν να προβλεφθούν όχι όμως τέλεια. Όμως η έρευνα που έκανε δεν μας έδειξε τις πηγές των διαφορών αυτών.

Ο Jensen το 1968, χρησιμοποιώντας το alpha κατέληξε ότι η πρόβλεψη της απόδοσης ενός μεμονωμένου α/κ δεν είναι πολύ διαφορετική από την πρόβλεψη από απλή τύχη. Η έρευνα του αφορούσε το χρονικό διάστημα μεταξύ 1945-1964 και χρησιμοποίησε το alpha για να υπολογίσει τις υπερβάλλουσες προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις των α/κ.

Το 1970 ο Carlson μελέτησε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια για το διάστημα 1948-1967 και διαπίστωσε ότι δεν υπάρχει καμία επαναληπτικότητα για αποδόσεις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο 10 χρόνων ενώ μερική επαναληπτικότητα για 5 χρόνια.

Ο Grinblatt και ο Titman μελέτησαν μετοχικά α/κ από το 1974-1984 με περίοδο αξιολόγησης ανά πενταετία και κατέληξαν στην μερική επαναληπτικότητα η οποία έβρισκε εξήγηση στα έξοδα των α/κ.

Σε μεταγενέστερή τους μελέτη, το 1992, Ο Grinblatt και ο Titman, ανέλυσαν την σχέση μεταξύ των alpha του Jensen σε δύο μεταγενέστερες χρονικές περιόδους για ένα δείγμα 279 αμερικάνικων α/κ από το 1974 μέχρι το 1984 (10 χρόνια). Διαπίστωσαν μία σημαντικά θετική σχέση και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι τα

α/κ που πραγματοποιούσαν 1% μη φυσιολογική απόδοση σε μία πενταετία αναμενόταν να πετύχουν 0,28% μη φυσιολογική απόδοση στα επόμενα 5 χρόνια.

Ο Brown το 1992 διαπίστωσε ότι κατά τις πενταετίες 1976-1981 και 1982-1987 υπήρχε μεγάλη επαναληπτικότητα στις αποδόσεις σε σύγκριση με την περίοδο 1979-1984 η οποία δεν παρουσίασε ιδιαίτερη επιμονή.

Ο Hendricks, το 1993 χρησιμοποίησε ένα δείγμα 165 αμερικάνικων ανοιχτού τύπου no-load α/κ και συμπέρανε ότι υπήρχε μεγάλη συσχέτιση στις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων, μόνο όμως για βραχυπρόθεσμο ορίζοντα μέχρι έτους. Ενώ για μεγαλύτερες χρονικά περιόδους, από 2 χρόνια και πάνω η συσχέτιση γινόταν αρνητική και ασήμαντη.

Γενικά, οι μελέτες έχουν αποδείξει ότι υπήρχε περισσότερη επαναληπτικότητα στην δεκαετία του 70 σε σύγκριση με του 80.

Το 1994, ο Goetzmann και ο Ibbotson εξέτασαν τις αποδόσεις αμοιβαίων κεφαλαίων από το 1976-1988. Η μεθοδολογία αυτής της έρευνας έμοιαζε με αυτή που είχαν χρησιμοποιήσει σε προηγούμενη μελέτη αλλά σε αυτή παρακολουθούσαν τις αποδόσεις με βάση ένα έτος και δύο. Στόχος τους ήταν να μελετήσουν αν η επαναληπτικότητα της απόδοσης διαρκούσε για ένα μόνο χρόνο ή παραπάνω.

Ο Baouman και ο Miller, το 1994 μελέτησαν την συμπεριφορά των ενεργής διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων από το 1972 μέχρι το 1992 (20 χρόνια). Ταξινομήσαν τα αμοιβαία κεφάλαια σύμφωνα με την συνολική τους απόδοση στη μία περίοδο και μετά μελέτησαν την απόδοση για τα μεταγενέστερα χρόνια. Το ποσοστό της απόδοσης των α/κ που είχαν ταξινομηθεί στα καλύτερα 25% στην προηγούμενη περίοδο ήταν 18,6% ενώ των αμοιβαίων κεφαλαίων που είχαν ταξινομηθεί στα χειρότερα 25% ήταν 14,4%. Οι συγγραφείς διαπίστωσαν ότι τα κορυφαία απόδοσης α/κ δεν είχαν απόλυτη ομοιογένεια και γι' αυτό προχώρησαν σε περαιτέρω ταξινομήσεις σύμφωνα με τις διακυμάνσεις των ετησίων αποδόσεων τους.

Ο Volkman και ο Wohar το 1995 έχοντας ως δείγμα 332 διεθνικά αμοιβαία κεφάλαια κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι κατά κύριο λόγο τα μεσαίου μεγέθους παρουσιάζουν επαναληπτικότητα. Επίσης, το 1992 ο Milkiel έρχεται να υποστηρίξει την προηγούμενη άποψη αποδεικνύοντας ότι την μικρότερη επαναληπτικότητα παρουσίαζαν τα μικρής και μεγάλης κεφαλαιοποίησης α/κ σε αντίθεση με εκείνα της μεσαίας, δηλώνοντας ότι τα μικρά σε μέγεθος α/κ μπορούν να αποβούν πολύ επικίνδυνα όταν πρωτοσυσταθούν ενώ τα μεγάλα μπορεί να αποδειχθούν ανεπαρκή.

Το 1996, ο Elton μελετώντας ένα δείγμα 188 μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων καταλήγει στο γεγονός ότι οι νικητές του παρελθόντος καταφέρνουν να παραμένουν στο βάθρο τους, διατηρώντας καλύτερες αποδόσεις από τους ηττημένους για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα που φτάνει έως τα 3 χρόνια. Παρόμοια συμπεράσματα έχουμε και όταν αποκλείονται από τις μελέτες μας α/κ με υψηλά έξοδα και προμήθειες.

Ο Garhart το 1997 μελετώντας για 30 χρόνια ένα μεγάλο δείγμα αμερικάνικων μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων, καταλήγει στο συμπέρασμα ότι ένα μεγάλο μέρος της επαναληπτικότητας της απόδοσης τους οφείλεται στην επιμονή των αποδόσεων των μετοχών και στη διαφοροποίηση των εξόδων, κοστών, προμηθειών. Επίσης, θεωρεί ότι η παρελθούσα απόδοση μπορεί να βοηθήσει στην πρόβλεψη της μελλοντικής ακόμα και αν έχουμε λάβει υπόψη δείκτες εξόδων και γυρισμάτων μετοχών καθώς και το μέγεθος στο συνολικό καθαρό ενεργητικό.

Ο Fletcher, το 1997 παρουσίασε μία έρευνα που έκανε σε δείγμα 101 βρετανικών αμοιβαίων κεφαλαίων στο χρονικό διάστημα 1981-1989, μέσα από την οποία κατέληξε στην άποψη ότι μακροχρόνιες αποδόσεις των α/κ, δηλαδή από 2 μέχρι 5 χρόνια δεν παρουσιάζουν επαναληπτικότητα.

Το 1998, ο Quigley και ο Sinquefield, χρησιμοποιώντας διάφορα μέτρα αποδόσεων προσαρμοσμένα στον κίνδυνο σε μία βάση δεδομένων και στοιχείων 20 χρόνων (1978-1997), παρατήρησαν ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική επαναληπτικότητα μόνο σε α/κ χαμηλής αποδόσεως.

Ο Blake και ο Timmermann, το 1998 βρίσκουν τελικά αποδείξεις για την επαναληπτικότητα της απόδοσης των α/κ. Εξετάζοντας βρετανικά αμοιβαία κεφάλαια για το χρονικό διάστημα 1972-1995 παρατήρησαν σημαντική επαναληπτικότητα ιδιαίτερα ανάμεσα σε μετοχικά α/κ μικρών εταιρειών.

Το 1999, ο Allen και ο Tan χρησιμοποίησαν ένα μεγάλο αριθμό τεστς σε ένα δείγμα βρετανικών μετοχικών α/κ ανάμεσα στο 1989 και 1995. Κατέληξαν λοιπόν στο συμπέρασμα ότι η απόδοση επαναλαμβάνεται για μακροπρόθεσμους ορίζοντες, δηλαδή πάνω από 2 χρόνια ακόμα και μετά την προσαρμογή της με τον κίνδυνο.

Μελέτες τέτοιου είδους έχουν γίνει και για χώρες της Ευρώπης. Ο Dermine και ο Roller, το 1992 για την Γαλλία, ο Wittrock και ο Steiner το 1995 και ο Otten και ο Schweitzer το 1999 για την Γερμανία, ο Ter Horst το 1998 για την Ολλανδία, ο Casarin το 2001 για την Ιταλία. Γενικά αυτές οι μελέτες διαπίστωσαν ότι υπάρχει

ασυνέπεια στην επαναληπτικότητα απόδοσης ή και καθόλου επαναληπτικότητα για τις αγορές των χωρών τους.

Όμως, η μελέτη των Grunbichler και Pleschiutschnig, το 1999 παρουσίασε αντίθετα αποτελέσματα χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 333 αμοιβαίων κεφαλαίων τα οποία διατηρούσαν διαφοροποιημένα ευρωπαϊκά μετοχικά χαρτοφυλάκια από 8 ευρωπαϊκές χώρες. Βρήκαν λοιπόν ότι υπήρχε σημαντική επαναληπτικότητα.

Ανάμεσα σε πιο σύγχρονες μελέτες είναι του Wermers, ο οποίος το 2000 ανακάλυψε ότι το μέσο εγχώριο αμερικάνικο μετοχικό αμοιβαίο κεφάλαιο είχε απόδοση χαμηλότερη από το δείκτη αναφοράς κατά 1,2% ετησίως για το χρονικό διάστημα 1975-1994. Αυτά τα αποτελέσματα συμπεραίνουν ότι οι επενδυτές μπορούν να επιτύχουν καλύτερες αποδόσεις αν τοποθετήσουν τα κεφάλαια τους σε α/κ παθητικής διαχείρισης (index funds). Αναφορικά με έρευνες που έχουν γίνει για τις ικανότητες των διαχειριστών (stock picking- market timing), οι ερευνητές έχουν χρησιμοποιήσει αμέτρητα μοντέλα, οικονομετρικές στρατηγικές, βάσεις δεδομένων και περιοδικότητα. Ένα μεγάλο μέρος της αποδοτικότητας και επαναληπτικότητας που έχει παρατηρηθεί στα αμοιβαία κεφάλαια ενεργής διαχείρισης οφείλεται πιθανόν στην επαναληπτικότητα των χαρακτηριστικών μεμονωμένων μετοχών.

O Droms και ο Walker, το 2001 συμφωνούν με την μελέτη του Hendricks, ότι η επαναληπτικότητα στην απόδοση των α/κ είναι σημαντική για τον πρώτο χρόνο μόνο, δηλαδή για βραχυπρόθεσμο διάστημα, ενώ καθώς ο χρονικός ορίζοντας διευρύνεται από το 2^ο χρόνο και μετά δεν διαπιστώνεται κάποια επιμονή στις αποδόσεις.

4.2 ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ - ΑΝΑΔΥΟΜΕΝΗ ΑΓΟΡΑ

Η Ελλάδα αποτελεί μία μικρή αναδυόμενη ευρωπαϊκή αγορά και παρουσιάζει μεγάλο ενδιαφέρον για ανάλυση καθώς η βιομηχανία αμοιβαίων κεφαλαίων είναι ολιγοπωλιακή και ο Γ.Δ.Χ.Α.Α. χαρακτηρίζεται από μικρή σχετικά κεφαλαιοποίηση και παρουσιάζει σχετικό πρόβλημα ρευστότητας. Επιπλέον η Ελλάδα καθοδηγείται από έναν μικρό αριθμό εταιριών διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων και από μερικούς βασικούς «παίχτες» που επηρεάζουν την πορεία των επενδύσεων. Είναι γεγονός ότι σε τέτοιου είδους αγορές το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης είναι πιο έντονο από ότι στις ώριμες αγορές, με αποτέλεσμα να υπάρχει η δυνατότητα κάποιοι διαχειριστές να εκμεταλλευτούν εσωτερική πληροφόρηση προς το όφελος τους. Επίσης πολλές φορές εμφανίζονται υψηλοί δείκτες εξόδων εξαιτίας της έλλειψης του ανταγωνισμού μεταξύ των διαχειριστών. Επιπλέον, σε μικρές αγορές το νομικό

πλαίσιο είναι ανεπαρκή και οι επενδυτές στερούν της επενδυτικής παιδείας που απαιτείται για να προβαίνουν σε κατάλληλες επιλογές.

Η Ελλάδα ήταν μία αναδυόμενη χώρα με προοπτικές να εισαχθεί στον χώρο των ώριμων αγορών αλλά πλέον αντιμετωπίζει σοβαρά προβλήματα και απειλείται να βρεθεί εκτός αν δεν λάβει σοβαρά μέτρα και δεν μπορέσει να πληρεί τις απαραίτητες προϋποθέσεις.

4.2.1 TESTING FOR MUTUAL FUNDS PERFORMANCE PERSISTENCE TO RESOLVE THE EX POST VERIFICATION PROBLEM: EVIDENCE FROM A SMALL EUROPEAN MARKET, 2006

Η μελέτη του κ. Φίλιππα, καθηγητή Πανεπιστημίου Πειραιώς σε συνεργασία με τον κ. Μπάμπαλο Βασίλειο και τον κ. Κωστάκη Αλέξανδρο έχει σκοπό να εξετάσει την υπόθεση επαναληπτικότητας της απόδοσης όλων των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων ενεργητικής διαχείρισης στην Ελλάδα για το χρονικό διάστημα από 1/1/1998 μέχρι 31/12/2004. Τα index funds δεν περιλαμβάνονται στην μελέτη για να μην επηρεάσουν τα αποτελέσματα καθώς κρίνεται η ικανότητα των διαχειριστών για επαναληπτικότητα της επίδοσης των επαγγελματικά διαχειριζομένων αμοιβαίων κεφαλαίων. Το γεγονός ότι στην μελέτη χρησιμοποιούνται όλα τα υπάρχοντα αμοιβαία κεφάλαια δεν αφήνει περιθώρια για μεροληπτικά λάθη.

Το χρονικό διάστημα της μελέτης είναι αρκετά μεγάλο ώστε να είναι τα συμπεράσματα που προκύπτουν από την μελέτη αντιπροσωπευτικά και αντικειμενικά καθώς περιέχει διάφορες φάσεις της αγοράς. Χωρίζεται σε 2 περιόδους, της ανοδικής (1998-2001) και της καθοδικής αγοράς (2002-2004), γεγονός που αποτελεί πρωτοτυπία καθώς οι περισσότερες μελέτες εξετάζουν περιόδους με ανοδικές τάσεις επιτρέποντας αμφιβολία για τα αποτελέσματα τους.

Από τις αρχές του 1998 μέχρι τέλος του 2001 παρατηρήθηκαν μικρές ενδείξεις για επαναληπτικότητα, ενώ από το 2002 μέχρι το τέλος του 2004 η επαναληπτικότητα ήταν απύσχα. Είναι ενδιαφέρον να τονίσουμε ότι στην 3ετία 1998-2001 ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα σχεδόν διπλασιάστηκε. Οπότε αποδεικνύεται ότι οι αποδείξεις για την επιμονή απόδοσης ξεθωριάζουν όταν οι αποδόσεις αυτές προσαρμόζονται στον κίνδυνο που αναλαμβάνει το κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο. Οι αποδείξεις για την επιμονή επίδοσης που βρέθηκαν αφορούσαν συγκεκριμένες

περιόδους και δεν μπορούν να θεωρηθούν σημαντικές για όλο το δείγμα και το διάστημα που μελετήθηκε.

4.2.2. ON PERFORMANCE PERSISTENCE IN THE GREEK EQUITY FUND MARKET, 2004

Η μελέτη του κου Δράκου Κώστα και του κου Ζαχούρη Πάρη αναφέρεται στην επαναληπτικότητα της ελληνικής αγοράς μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων χρησιμοποιώντας παραμετρικά και μη στατιστικά μοντέλα.

Το χρονικό διάστημα της μελέτης είναι 8,5 χρόνια, (31/12/1994-30/06/2003) όπου η ελληνική μετοχική αγορά έγινε μάρτυρας μίας μεγάλης αναπτυξιακής πορείας ειδικά μεταξύ 1995-2001. Κατά την διάρκεια του χρονικού της μελέτης συστηθήκαν 70 νέα αμοιβαία κεφάλαια και καταργηθήκαν λόγω συγχωνεύσεων 18.

Χρησιμοποιήθηκε η αξία του καθαρού ενεργητικού σε 4μηνιαία βάση απαλλαγμένη από τα διαχειριστικά έξοδα για το σύνολο των 88 εγχωρίων μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η επιμονή της επίδοσης των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων ενεργής διαχείρισης είναι βραχυχρόνια και σποραδική. Πιο συγκεκριμένα, όσο ο χρονικός ορίζοντας αυξάνεται παρατηρείται ασθενέστερη επαναληπτικότητα. Με άλλα λόγια, σε μακροχρόνιο ορίζοντα, η κατάταξη που έχει ένα αμοιβαίο κεφάλαιο σύμφωνα με την απόδοση του, κατά μέσο όρο δεν προδίδει κάποια πληροφόρηση για την θέση που θα κατέχει σε μεταγενέστερες περιόδους.

Επιπλέον, η επιμονή της απόδοσης είναι πιο εμφανής όταν η απόδοση δεν είναι προσαρμοσμένη στον κίνδυνο που έχει αναλάβει το κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο. Σε αντίθεση, σε βραχυχρόνιο ορίζοντα, οι αποδόσεις του παρελθόντος περιέχουν κάποια πληροφόρηση για την μελλοντική απόδοση.

Τέλος, θα πρέπει να επισημανθεί ότι τα ευρήματα της μελέτης καταλήγουν στο γεγονός ότι η ελληνική μετοχική αγορά χαρακτηρίζεται από ικανότητα με την έννοια ότι η επιμονή όποτε συμβαίνει είναι βραχυχρόνια, δίνοντας προσοχή σε συγκεκριμένες χρονικές περιόδους και δεν επιτρέπει να σχηματιστούν καθαρά υποδείγματα.

4.3 ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΣΤΗΝ ΑΜΕΡΙΚΗ- ΩΡΙΜΗ ΑΓΟΡΑ

4.3.1.PORTFOLIO MANAGER OWNERSHIP AND FUND PERFORMANCE, 2006

Η μελέτη πραγματοποιήθηκε από τους, Ajay Khorana, Henri Servaes, Lei Wedge και μελετάει τον βαθμό ιδιοκτησίας των χαρτοφυλακίων που διαχειρίζονται οι επαγγελματίες διαχειριστές και εξετάζει κατά πόσο σχετίζεται το μεγαλύτερο ποσοστό ιδιοκτησίας με τις βελτιωμένες μελλοντικές αποδόσεις. Ως δείγμα η μελέτη χρησιμοποιεί τις αποδόσεις αμοιβαίων κεφαλαίων του 2005 και το ποσοστό ιδιοκτησίας στα τέλη του 2004.

Αποδεικνύεται ότι όσο αυξάνεται το ποσοστό τόσο μεγαλύτερο κίνητρο έχουν οι διαχειριστές να προσπαθήσουν να πετύχουν θετικό alpha για τους επενδυτές και κατ' επέκταση και για τους ίδιους. Επίσης η μελέτη καταλήγει στο συμπέρασμα ότι στα α/κ που έχουν ποσοστό ιδιοκτησίας οι διαχειριστές έχουν και μεγαλύτερες πληρωμές στα μέλη του συμβουλίου.

Συγκεκριμένα, για κάθε μονάδα βάσης του ποσοστού ιδιοκτησίας η υπερβάλλουσα απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου βελτιώνεται κατά περίπου 3 ή 5 μονάδες βάσης. Επιπλέον, η ιδιοκτησία αυξάνεται σε α/κ:

- Που παρουσιάζουν ικανοποιητικές παρελθούσες αποδόσεις
- Είναι μικρά σε μέγεθος
- Ανήκουν σε μικρές οικογένειες α/κ
- Έχουν χαμηλές προμήθειες εισόδου
- Είναι μετοχικά
- Διαχειρίζονται από τους ίδιους διαχειριστές για μακροχρόνιο διάστημα
- Έχουν υψηλότερες αμοιβές – αποζημιώσεις

Όμως ταυτόχρονα δίνεται η δυνατότητα στους διαχειριστές, έχοντας εσωτερική πληροφόρηση να επιλέγουν τα αμοιβαία κεφάλαια που πιστεύουν ότι θα αποφέρουν υπεραποδόσεις στο μέλλον.

4.3.2. MUTUAL FUND FLOWS, PERFORMANCE PERSISTENCE AND MANAGER SKILL, 2006

Η μελέτη του Yan (Albert) Wang εξετάζει την επαναληπτικότητα απόδοσης και την ικανότητα των διαχειριστών. Ως δείγμα χρησιμοποιεί αμερικάνικα εγχώρια ενεργητικά μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια από το 1990 μέχρι το 2004. Στην μελέτη αυτή αντιμετωπίζει τα δεδομένα της αποτελεσματικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων και τις ροές τους με ένα μοντέλο που είχαν χρησιμοποιήσει οι Berk και Green το 2004. Προχωρώντας σε εμπειρική εφαρμογή καταλήγει στο συμπέρασμα ότι όντως το μοντέλο αυτό παρέχει τις παρακάτω 3 εκφράσεις στα δεδομένα:

1. τη παρουσία σημαντικής μεταβολής στην ικανότητα των διαχειριστών
2. την έλλειψη επαναληπτικότητας απόδοσης ανεξάρτητα από τις διαφορές στις ικανότητες των διαχειριστών
3. μία ισορροπητική ροή κεφαλαίων στα αμοιβαία κεφάλαια

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της εμπειρικής μελέτης προκύπτει ότι ο μέσος διαχειριστής δεν παρουσιάζει κάποια ιδιαίτερη ικανότητα, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι δεν υπάρχουν και ικανοί διαχειριστές. Επιπλέον, έχει παρατηρηθεί ότι οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων μικρής κεφαλαιοποίησης παρουσιάζουν περισσότερες ικανότητες από τους διαχειριστές α/κ μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Η ικανότητα των διαχειριστών σχετίζεται με το επενδυτικό προφίλ και στόχο του κάθε α/κ, ίσως επειδή το επίπεδο ρίσκου, η διαφάνεια και η ρευστότητα του κάθε υποκείμενου αμοιβαίου διαφέρουν. Επιπλέον η σχέση μεταξύ ροών κεφαλαίων και της άμεσης μελλοντικής απόδοσης είναι αρνητική.

4.3.3. ΤΟ ΔΙΛΗΜΜΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΠΑΘΗΤΙΚΗΣ Ή ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΣΤΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ, 2004

Η μελέτη του κου Ρομποτή Γερασίμου, ερευνητή στο Τμήμα Οικονομικών Επιστημών του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών, ασχολείται με το ζήτημα της επιλογής επενδυτικής στρατηγικής τόσο από την πλευρά των διαχειριστών κεφαλαίων και όσο από την σκοπιά των ατομικών επενδυτών.

Με την βοήθεια ενός δείγματος 30 ενεργών και 30 παθητικών διαχειριζόμενων αμερικάνικων αμοιβαίων κεφαλαίων, κατά το χρονικό διάστημα 1997-2003, υπάρχουν ενδείξεις ότι τα ενεργά χαρτοφυλάκια επιτυγχάνουν καλύτερες μέσες αποδόσεις από τα παθητικά επιβαρύνοντας όμως ταυτόχρονα τους επενδυτές με

υψηλότερες διαχειριστικές και λειτουργικές δαπάνες, όπως αυτές εκφράζονται από τον ετήσιο δείκτη εξόδων. Το χρονικό διάστημα της μελέτης περιλαμβάνει τόσο την έντονα ανοδική πορεία των κεφαλαιαγορών ως τα τέλη περίπου του 1999 όσο και την έντονα πτωτική πορεία που ακολούθησε. Για το λόγο αυτό θεωρείται ότι το δείγμα δεν παρουσιάζει χρονική εξάρτηση από την κυκλική φάση της αγοράς.

Το βασικό κοινό χαρακτηριστικό των αμοιβαίων κεφαλαίων που εξετάζει η μελέτη είναι ότι επενδύουν πλήρως ή σε μεγάλο βαθμό σε μετοχές που συνθέτουν το δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης S&P 500. Τα παθητικά ή αμοιβαία κεφάλαια δεικτών επενδύουν στο σύνολο τους στην σύνθεση του δείκτη S&P 500, και τα ενεργητικά αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος επενδύουν επαρκώς σε μετοχές του παραπάνω δείκτη προκειμένου να είναι συγκρίσιμα με τα δεικτοποιημένα.

Με βάση τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της παθητικής διαχείρισης προκύπτει το συμπέρασμα ότι τα παθητικά χαρτοφυλάκια απευθύνονται κυρίως σε επενδυτές με προφίλ μεσαίου επενδυτικού ρίσκου, οι οποίοι ενδιαφέρονται κατά κύριο λόγο για την τοποθέτηση σε καλά διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια και την πρόσβαση σε μεγάλο τμήμα της αγοράς με χαμηλό κόστος. Από την άλλη πλευρά οι επενδυτές που επιλέγουν να τοποθετούνται σε χαρτοφυλάκια ενεργητικής διαχείρισης χαρακτηρίζονται από την διάθεση ανάληψης υψηλού επενδυτικού κινδύνου με στόχο την επίτευξη καλύτερων αποδόσεων από την αγορά και είναι πρόθυμοι να επιβαρυνθούν τα κόστη της επαγγελματικής διαχείρισης.

Από την εμπειρική διερεύνηση των 60 α/κ διαπιστώθηκε μία συγκριτική υπεροχή των ενεργητικών, τα οποία κατά μέσο όρο πέτυχαν καλύτερες αποδόσεις από τα αντίστοιχα παθητικά. (πίνακας 4.1). Το συμπέρασμα όμως αυτό δεν είναι ενδεικτικό και δεν μπορεί να γενικευθεί λόγω του περιορισμένου εύρους του δείγματος, τόσο από την πλευρά του αριθμού των αμοιβαίων κεφαλαίων όσο από το μέγεθος της εξεταζόμενης περιόδου.

Στο ζήτημα των εξόδων επιβεβαιώθηκε το σαφώς πλεονέκτημα χαμηλού κόστους των παθητικών α/κ καθώς ο μέσος δείκτης εξόδων τους κινήθηκε σε πολύ χαμηλά επίπεδα συγκριτικά με αυτόν των ενεργητικών (πίνακας 4.2).

Τέλος, παρατηρήθηκε μία αρνητική σχέση μεταξύ των αποδόσεων και δεικτών δαπανών των α/κ ενεργητικής διαχείρισης, η οποία όμως δεν επαναλαμβάνεται στην περίπτωση των παθητικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Με άλλα λόγια, στα παθητικά α/κ το χαμηλό ύψος των λειτουργικών και διαχειριστικών δαπανών δεν επιδρά σημαντικά στην απόδοσή τους.

**ΟΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ 30 ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ 30 ΠΑΘΗΤΙΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ, ΚΑΘΩΣ ΚΑΙ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ ΑΝΑΦΟΡΑΣ ΤΟΥΣ S&P 500
ΓΙΑ ΤΟ ΔΙΑΣΤΗΜΑ 1997-2003.**

ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ

ΕΤΟΣ	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΑ Α/Κ	ΠΑΘΗΤΙΚΑ Α/Κ	S&P 500
1997	24,87	32,93	33,35
1998	12,22	28,31	28,58
1999	11,99	20,59	21,04
2000	9,56	-9,3	-9,1
2001	-5,17	-12,17	-11,88
2002	-18,04	-22,29	-22,09
2003	33,02	26,39	28,67
<u>ΜΕΣΗ ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ</u>			
1997-2003	9,78	9,21	9,8

(πίνακας 4.1)

**ΟΙ ΜΕΣΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΕΞΟΔΩΝ (%) ΤΩΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΩΝ ΚΑΙ
ΠΑΘΗΤΙΚΩΝ Α/Κ**

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΑ Α/Κ	ΠΑΘΗΤΙΚΑ Α/Κ
0,82	0,33

(πίνακας 4.2)

4.3.4 ON THE PERFORMANCE OF MUTUAL FUND MANAGERS, 2003

Η μελέτη του Klaas P. Baks, καθηγητή στο «Emory University», εξετάζει την απόδοση των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων χρησιμοποιώντας μία καινούργια βάση δεδομένων που περιλαμβάνει 2.086 διαχειριστές διαφοροποιημένων μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων κατά την διάρκεια της καριέρας τους από το 1992 μέχρι το 1999. Οι περισσότερες προηγούμενες μελέτες στην απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν διαφοροποιούνται μεταξύ των διαχειριστών και των οργανισμών στους οποίους απασχολούνται.

Η μελέτη αυτή αναγνωρίζει ότι δεν πρέπει να παρατηρούμε το αποτέλεσμα της απόδοσης των διαχειριστών και των αμοιβαίων κεφαλαίων ξεχωριστά αλλά από κοινού.

Στο πρώτο μέρος της μελέτης εξετάζεται η σχέση μεταξύ της απόδοσης του διαχειριστή και του αμοιβαίου κεφαλαίου. Στο δεύτερο μέρος εξετάζει μία

λογαριθμική-γραμμική συνάρτηση όπου η μία μεταβλητή σχετίζεται με τον διαχειριστή και η άλλη με το αμοιβαίο κεφάλαιο.

Η εμπειρική μελέτη καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η συνάρτηση της μη-φυσιολογικής απόδοσης αποδίδεται στο αμοιβαίο κεφάλαιο σε ποσοστό 90 με 50%. Το εναπομείναντα ποσοστό της τάξεως του 10 με 50% οφείλεται στον διαχειριστή. Αυτό σημαίνει ότι όταν ένας νέος διαχειριστής αναλάβει κάποιο αμοιβαίο κεφάλαιο και είναι κατά 50% λιγότερο παραγωγικός από τον προηγούμενο, τότε για να μπορέσει να διατηρηθεί ο συντελεστής α στο ίδιο επίπεδο πρέπει το αμοιβαίο κεφάλαιο να γίνει πιο παραγωγικό μόνο κατά 5 με 50%.

Τα συμπεράσματα της μελέτης αυτής λοιπόν ξαφνιάζουν και ουσιαστικά δηλώνουν ότι οι αποδόσεις καθοδηγούνται κυρίως από τα ίδια τα αμοιβαία κεφάλαια.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

4.4 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ Α/Κ ΤΗΣ ΕFG ΑΕΔΑΚ ΜΕ ΤΟΥΣ ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΝΑΦΟΡΑΣ ΤΟΥΣ (2002-2006)

Θα συγκρίνουμε τις ετήσιες αποδόσεις των ενεργών μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων της ΕFG ΑΕΔΑΚ με τις αντίστοιχες αποδόσεις των δεικτών αναφοράς τους για το χρονικό διάστημα 2002-2006. Σκοπός της σύγκρισης αυτής είναι να διαπιστώσουμε αν καταφέρνει η ενεργή διαχείριση να πετύχει τον στόχο της, δηλαδή να ξεπερνάει κατ' επανάληψη τον δείκτη αναφοράς που έχει το κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο.

Τα αποτελέσματα είναι δυστυχώς απογοητευτικά για το χρονικό διάστημα 2002-2006. (πίνακας 4.3).

ΕFG ΑΕΔΑΚ									
ΕΤΟΣ	ΕΤΗΣΙΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ Α/Κ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΩΝ ΑΝΑΦΟΡΑΣ ΤΟΥΣ								
	EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ		EUROBANK ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΕΥΡΩΠΑΙΚΟ		EUROBANK US GROWTH		INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ		
	Α/Κ	Δ/Α	Α/Κ	Δ/Α	Α/Κ	Δ/Α	Α/Κ	Δ/Α	
2002	-	-	-27,9%	-29,5%	-37,9%	-31,6%	-27,6%	-32,5%	
2003	20,6%	29,5%	19,3%	24,5%	3,1%	-2,0%	16,7%	29,5%	
2004	20,2%	23,1%	17,1%	18,5%	-3,9%	-2,6%	22,9%	23,1%	
2005	30,9%	31,5%	21,6%	28,3%	17,5%	28,5%	27,3%	31,5%	
2006	22,6%	19,9%	19,4%	27,7%	-4,8%	-2,4%	21,1%	19,9%	
	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ		INTERAMERICAN US ΜΕΤΟΧΙΚΟ		INTERAMERICAN ΕΥΡΩΠΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ		INTERAMERICAN ΔΙΕΘΝΩΝ ΕΥΚΑΙΡΙΩΝ		
	Α/Κ	Δ/Α	Α/Κ	Δ/Α	Α/Κ	Δ/Α	Α/Κ	Δ/Α	
2002	-26,5%	-32,8%	-36,8%	-35,0%	-31,7%	-34,5%	-7,4%	-12,8%	
2003	11,9%	26,8%	-0,2%	5,7%	12,0%	18,1%	34,7%	38,4%	
2004	2,4%	-2,8%	-4,6%	1,0%	5,0%	9,9%	17,6%	23,6%	
2005	22,5%	47,1%	13,6%	14,8%	18,4%	21,3%	58,2%	69,1%	
2006	41,8%	54,4%	0,2%	4,2%	14,4%	15,1%	22,0%	18,0%	

ΠΗΓΗ: www.eurobank.gr (πίνακας 4.3)

Σε κάθε ετήσια παρατήρηση της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων και του δείκτη αναφοράς τους το μπλε χρώμα αντιπροσωπεύει την απόδοση που υπερέχει έναντι του κόκκινου που εκφράζει την απόδοση που υστερεί. Χωρίς να χρειαστεί να αναλύσουμε τον πίνακα γίνεται αμέσως αντιληπτό ότι λίγες φορές καταφέρνει ο διαχειριστής να ξεπεράσει τον δείκτη αναφοράς. Συγκεκριμένα από τις 38

παρατηρήσεις, μόνο 10 φορές η απόδοση των ενεργών αμοιβαίων κεφαλαίων υπερέρχει. Αυτό λοιπόν είναι ένα έμπρακτο παράδειγμα που οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η ενεργητική διαχείριση συνήθως δεν καταφέρνει να είναι αντάξια των προμηθειών που επιβαρύνει τον επενδυτή.

Στον παρακάτω πίνακα (πίνακας 4.4) εμφανίζονται οι σωρευτικές αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων και των δεικτών αναφοράς τους σε Ζετία και Σετία.

EFG ΑΕΔΑΚ								
ΕΤΟΣ	ΣΩΡΕΥΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ Α/Κ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΩΝ ΑΝΑΦΟΡΑΣ ΤΟΥΣ ΖΕΤΙΑΣ ΚΑΙ ΣΕΤΙΑΣ							
	EUROBANK ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ		EUROBANK ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΕΥΡΩΠΑΙΚΟ		EUROBANK US GROWTH		INTERAMERICAN ΔΥΝΑΜΙΚΟ	
	Α/Κ	Δ/Α	Α/Κ	Δ/Α	Α/Κ	Δ/Α	Α/Κ	Δ/Α
3 έτη	99,7%	106,2%	70,9%	88,2%	9,9%	25,4%	89,5%	94,1%
5 έτη	-	-	73,3%	99,5%	0,4%	15,4%	60,1%	69,6%
	INTERAMERICAN ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΩΝ		INTERAMERICAN US ΜΕΤΟΧΙΚΟ		INTERAMERICAN ΕΥΡΩΠΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟ		INTERAMERICAN ΔΙΕΘΝΩΝ ΕΥΚΑΙΡΙΩΝ	
	Α/Κ	Δ/Α	Α/Κ	Δ/Α	Α/Κ	Δ/Α	Α/Κ	Δ/Α
3 έτη	77,9%	120,7%	8,6%	20,8%	42,4%	53,5%	126,9%	146,5%
5 έτη	46,2%	87,9%	-31,5%	-17,0%	8,9%	18,7%	183,0%	197,5%

ΠΗΓΗ: www.eurobank.gr (πίνακας 4.4)

Όταν επενδύουμε σε μετοχικά α/κ ο προτεινόμενος ορίζοντας είναι 3 με 5 χρόνια. Παρατηρούμε λοιπόν ότι σε βάθος χρόνου κανένα μετοχικό α/κ ενεργής διαχείρισης από τα 8 παραπάνω δεν κατάφερε να ξεπεράσει την απόδοση του δείκτη αναφοράς του και μάλιστα η αρνητική τους απόκλιση είναι ιδιαίτερα μεγάλη.

Αν συγκρίνουμε ενδεικτικά την σωρευτική απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου «Eurobank Δυναμικό Ευρωπαϊκό με την απόδοση του δείκτη του DJ Stoxx Mid Index, θα παρατηρήσουμε ότι η το ενεργό αμοιβαίο κεφάλαιο υστερεί σε μεγάλο βαθμό από τον δείκτη. Τον Ιανουάριο του 2007 έχει σωρευτική απόδοση περίπου 40% ενώ ο δείκτης σχεδόν 70%. (διάγραμμα 4.1.).



(διάγραμμα 4.1).

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Έρευνες έχουν αποδείξει ότι οι επαγγελματίες διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων δεν καταφέρνουν να έχουν επαναληπτικότητα σε καλές αποδόσεις και μακροχρόνια συμφέρει τον επενδυτή να καταφεύγει στην παθητική διαχείριση του χαρτοφυλακίου του. Με το πέρασμα του χρόνου μόνο ένα μικρό ποσοστό των επαγγελματιών διαχειριστών καταφέρνουν να πετυχαίνουν αποδόσεις που να ξεπερνούν τον δείκτη ώστε να συμφέρει τους επενδυτές να επωμιστούν τα μεγαλύτερα κόστη που έχει η ενεργή διαχείριση αποσκοπώντας σε μια καλύτερη απόδοση από τον δείκτη αναφοράς.

Διαπιστώνουμε λοιπόν, από όλες αυτές τις μελέτες που αναφέραμε ότι παρά το γεγονός ότι έχουν χρησιμοποιηθεί διαφορετικές μεθοδολογίες, διαφορετικά δεδομένα και έχουν αναλυθεί σε διαφορετικές χρονικές περιόδους, καταλήγοντας κάποιες φορές σε αντικρουόμενα συμπεράσματα, οι περισσότερες συγκλίνουν στο γεγονός ότι οι παρελθούσες αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων εμπεριέχουν κάποιες πληροφορίες σχετικά με την μελλοντική τους πορεία και ότι η επαναληπτικότητα των αποδόσεων αυτών δεν μπορεί να ερμηνευθεί μόνο βάσει των δεικτών εξόδων, προμηθειών και κοστών που επιβαρύνουν τα αμοιβαία κεφάλαια.

Τα βασικά λοιπόν συμπεράσματα των ανωτέρω μελετών συνοψίζονται στα ακόλουθα:

1. ο βαθμός επαναληπτικότητας της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων διαφέρει ανάλογα την χρονική περίοδο και τις μεθόδους που έχουν χρησιμοποιηθεί για την μέτρησή του.
2. η επαναληπτικότητα έχει συγκεντρωθεί κυρίως ανάμεσα στους χαμηλής απόδοσης διαχειριστές παρά στους καλούς
3. η επαναληπτικότητα της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων, ιδιαίτερα όταν αναλύουμε τα μετοχικά, τείνει να είναι πιο ισχυρή για βραχυπρόθεσμες χρονικές περιόδους. Όμως αυτό μπορεί να ευνοήσει μόνο έναν κερδοσκοπό ο οποίος έχει απώτερο σκοπό να επιτύχει γρήγορη απόδοση στα χρήματα του, αλλά όταν αναφερόμαστε σε επενδυτές είναι αυτονόητο ότι ο χρονικός ορίζοντας είναι μακροπρόθεσμος.

Η παθητική διαχείριση έχει κερδίσει δικαίως μεγάλο μερίδιο της βιομηχανίας αμοιβαίων κεφαλαίων και προβλέπεται να συνεχίσει με δυνατούς ρυθμούς. Σε καμιά περίπτωση δεν μηδενίζεται η ενεργή διαχείριση απλά τίθεται υπό αμφισβήτηση.

Παρ' όλα αυτά υπάρχουν 4 βασικές εξαιρέσεις περιπτώσεων σύμφωνα με τις οποίες μακροχρόνια θα έχει καλύτερο αποτέλεσμα η ενεργή διαχείριση.

- Όταν κάποιος διαχειριστής έχει την δυνατότητα να έχει πρόσβαση σε κάποια πληροφόρηση λόγω των διασυνδέσεών του, τότε δημιουργείται ευκαιρία για την ενεργή διαχείριση.
- Μια ακόμα περίπτωση όπου η ενεργή διαχείριση πρέπει να προτιμηθεί είναι όταν έχουν εμφανιστεί στην χρηματιστηριακή αγορά οι λεγόμενες <φούσκες>, καταστάσεις δηλαδή όπου κάποια στοιχεία του ενεργητικού βρίσκονται υπερβολικά υπερτιμημένα.
- Ένας τρίτος λόγος να ακολουθήσουμε τον δρόμο της ενεργούς διαχείρισης είναι όταν θέλουμε να επενδύσουμε σε υποκείμενους τίτλους για τους οποίους δεν υπάρχουν ακόμα δείκτες ή όταν προβλέπουμε ότι κάποιοι συγκεκριμένοι τομείς της αγοράς θα έχουν υπεραποδόσεις και θέλουμε μέσω της ενεργής διαχείρισης να τοποθετήσουμε κεφάλαιά μας σε αυτούς.
- Ο πιο σημαντικός λόγος να διαλέξουμε την ενεργή έναντι της παθητικής διαχείρισης είναι αν πραγματικά πιστεύουμε ότι έχουμε βρει κάποιον διαχειριστή ο οποίος είναι πραγματικά ικανός και κατέχει και τα δύο κριτήρια που χρίζουν έναν fund manager ως επιτυχημένο δηλαδή το market timing και το stock selectivity.

ΜΕΛΕΤΕΣ:

ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΦΙΛΙΠΠΑΣ, ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ ΜΠΑΜΠΙΛΑΟΣ, ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΣ ΚΩΣΤΑΚΗΣ, 2006 «TESTING FOR MUTUAL FUNDS PERFORMANCE PERSISTENCE TO RESOLVE THE EX POST VERIFICATION PROBLEM: EVIDENCE FROM A SMALL EUROPEAN MARKET»

YAN (ALBERT) WANG, 2006 «MUTUAL FUND FLOWS, PERFORMANCE PERSISTENCE AND MANAGER SKILL»

AJAY KHORANA, HENRI SERVAES, LEI WEDGE, 2006 «PORTFOLIO MANAGER OWNERSHIP AND FUND PERFORMANCE»

ROSS M. MILLER, 2005 «MEASURING THE TRUE COST OF ACTIVE MANAGEMENT BY MUTUAL FUNDS»,

ΚΩΣΤΑΣ ΔΡΑΚΟΣ, ΠΑΡΗΣ ΖΑΧΟΥΡΗΣ, 2004 «ON PERFORMANCE PERSISTENCE IN THE GREEK EQUITY FUND MARKET»,

ΓΕΡΑΣΙΜΟΣ ΠΟΜΠΟΤΗΣ, 2004 «ΤΟ ΔΙΛΗΜΜΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΠΑΘΗΤΙΚΗΣ Ή ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΣΤΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ,

KLAAS P. BAKS, 2003 «ON THE PERFORMANCE OF MUTUAL FUND MANAGERS»,

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΔΙΕΥΘΥΝΣΕΙΣ:

www.activeinvesting.com

www.cfapubs.org

www.eurobank.gr

www.euro2day.gr

www.fool.com

www.ici.org

www.indexfunds.com

www.indexinvestor.com

www.moneychimp.com

www.morningstar.com

www.vanguard.com

www.usatoday.com

ΑΡΘΡΑ:

JONOTHAN BURTON, 2007 «FIVE QUESTIONS FOR PUTTING ETFs IN THEIR PLACE»

ΚΕΡΔΟΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ ΑΕ, 2007 «ΟΙ ΤΕΣΣΕΡΙΣ ΒΑΣΙΚΟΙ ΚΑΝΟΝΕΣ ΣΤΗΝ ΕΠΙΛΟΓΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ»

ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΦΙΛΙΠΠΑΣ, 2006 «ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ ΑΠΟΔΟΤΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ»

ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ, 2006 «ΠΡΟΜΗΘΕΙΕΣ ΚΑΙ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ»

BRIAN BLOCH, 2006 «WHY FUND MANAGERS RISK TOO MUCH»

JOHN WAGGONER, 2005 «PUT YOUR FUND MANAGER TO THE TEST»

ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΦΙΛΙΠΠΑΣ, 2005 «ΤΑ ΚΑΛΥΤΕΡΑ ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΤΗΣ ΔΕΚΑΕΤΙΑΣ»

SHAUNA CROOME, 2003 «SHOULD YOU FOLLOW YOUR FUND MANAGER»

STEVEN R THORLEY.. 2002 «.BEATING THE ODDS :ACTIVE VERSUS PASSIVE INVESTING»

ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΦΙΛΙΠΠΑΣ, 2002 «ΟΙ ΕΠΙΔΟΣΕΙΣ ΣΤΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ Α/Κ»

ΟΜΙΛΙΕΣ ΤΟΥ JOHN C. BOGLE, ΙΔΡΥΤΗ ΚΑΙ ΠΡΩΗΝ ΠΡΟΕΔΡΟ ΤΗΣ "VANGUARD GROUP":

«WHAT'S HAPPENED TO THE MUTUAL FUND INDUSTRY», 2006

«IN INVESTING, YOU GET WHAT YOU DON'T PAY FOR», 2005

«THE ARITHMETIC OF MUTUAL FUND INVESTING IS MORE IMPORTANT THAN EVER», 2005

«THE MUTUAL FUND INDUSTRY SIXTY YEARS LATER», 2005

«AS THE INDEX FUND MOVES FROM HERESY TO DOGMA. WHAT MORE DO WE NEED TO KNOW?», 2004

«THE FIRST INDEX MUTUAL FUND: A HISTORY OF VANGUARD INDEX TRUST AND THE VANGUARD INDEX STRATEGY», 1997

ΒΙΒΛΙΑ:

ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΦΙΛΙΠΠΑΣ, 2005 «ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ»

Πανεπιστήμιο Πειραιώς