

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<i>Εισαγωγή</i>	3
Α' ΜΕΡΟΣ: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΟΥ ΚΥΚΛΩΜΑΤΟΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΚΑΙ ΤΑ ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ – ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ	7
A1: Ορολογία Αμοιβαίων Κεφαλαίων	7
<i>Τι Είναι Αμοιβαίο Κεφάλαιο</i>	7
<i>Καθαρό Ενεργητικό Αμοιβαίου Κεφαλαίου</i>	8
<i>Μερίδιο Αμοιβαίου Κεφαλαίου</i>	8
<i>Καθαρή Τιμή Μεριδίου Αμοιβαίου Κεφαλαίου</i>	9
<i>Τιμή Διάθεσης Μεριδίου Αμοιβαίου Κεφαλαίου</i>	9
<i>Τιμή Εξαγοράς Μεριδίου Αμοιβαίου Κεφαλαίου</i>	9
<i>Απόδοση Αμοιβαίων Κεφαλαίων</i>	9
<i>Κίνδυνος Αμοιβαίων Κεφαλαίων</i>	10
A2: Μορφές Επένδυσης και Κατηγορίες των Αμοιβαίων Κεφαλαίων	11
<i>Πού Επενδύουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια</i>	11
<i>Κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων</i>	11
A3: Νομική Διάσταση Αμοιβαίων Κεφαλαίων	14
<i>Κανονισμός Αμοιβαίου Κεφαλαίου</i>	14
<i>Ο Ρόλος του Θεματοφύλακα (Custodian)</i>	14
A4: Ανασκόπηση των Εξελίξεων της Ιστορίας των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα και Διεθνώς και Σημερινή Εικόνα	15
<i>Η Ιστορία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων</i>	15
<i>Οι Σημερινές Εξελίξεις στην Παγκόσμια Αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων</i>	16
<i>Η Σημερινή Εικόνα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ευρωπαϊκή Ένωση</i>	19
<i>Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα</i>	23
<i>Κατανομή του Ενεργητικού στα Διαφορετικά Είδη Αμοιβαίων Κεφαλαίων</i>	25
<i>Η Σημερινή Κατάσταση στην Ελληνική Αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων</i>	28
A5: Κριτική των Αμοιβαίων Κεφαλαίων	30
<i>Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων</i>	30
Β' ΜΕΡΟΣ: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	34
B1: Ανασκόπηση Σχετικής Βιβλιογραφίας και Αποτελέσματα Προγενέστερων Εμπειρικών Εργασιών	34
B2: Μέθοδοι Αξιολόγησης της Απόδοσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων	37

B3: Σκοποί της Εργασίας – Μεθοδολογία – Βάση Δεδομένων	40
B4: Ανάλυση και Παρουσίαση Εμπειρικών Αποτελεσμάτων	45
B4A: Ταξινόμηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων Βάσει Κινδύνου	45
<i>Εκτίμηση των Κινδύνων των Α/Κ</i>	45
<i>Ανάλυση Συστηματικού Κινδύνου</i>	53
<i>Ανάλυση του Συνολικού Κινδύνου</i>	56
<i>Ανάλυση του Ειδικού Κινδύνου</i>	60
<i>Σύγκριση Απόδοσης Αμοιβαίων Κεφαλαίων και Απόδοσης Αγοράς</i>	62
B4B: Μέτρηση της Επίδοσης Βάσει Δεικτών Αξιολόγησης	64
<i>Ανάλυση του Δείκτη Treynor (TR)</i>	65
<i>Ανάλυση του Δείκτη Sharpe (SR)</i>	68
<i>Ανάλυση του Δείκτη Jensen (α)</i>	71
<i>Συνδυαστική Αξιολόγηση Αμοιβαίων Βάσει και των Τριών Δεικτών</i>	74
Γ' ΜΕΡΟΣ: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	77
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ	81

Εισαγωγή

Η παρούσα εργασία ασχολείται με το θεσμό των αμοιβαίων κεφαλαίων (Α/Κ) στην Ελλάδα, ο οποίος την τελευταία δεκαπενταετία γνώρισε ραγδαία αύξηση και αποτελεί μία από τις βασικότερες επιλογές των επενδυτών για την επένδυση των αποταμιεύσεών τους.

Το βασικό θέμα που μελετά η εργασία είναι η αξιολόγηση της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων που διαπραγματεύονται στην ελληνική Κεφαλαιαγορά, ώστε να εξετάσει κατά πόσο οι αποδόσεις τους είναι ικανοποιητικές ή όχι.

Στην εργασία μελετάται επίσης και η σχέση που υπάρχει ανάμεσα στους κινδύνους που αναλαμβάνει κάποιος αγοράζοντας μερίδια ενός Α/Κ και στα χαρακτηριστικά σύνθεσης της κατηγορίας στην οποία ανήκει το αμοιβαίο. Ένα άλλο σημαντικό θέμα που ερευνάται είναι η διαφοροποίηση των Α/Κ και η σχέση ανάμεσα στην κατηγορία του αμοιβαίου και της διαφοροποίησής του, καθώς επίσης η σύγκριση ανάμεσα στην απόδοση των Α/Κ και της απόδοσης της αγοράς.

Για τη διερεύνηση των παραπάνω θεμάτων, μελετήθηκε ένα δείγμα αποτελούμενο από 32 αμοιβαία κεφαλαία, που υπήρχαν στην ελληνική Κεφαλαιαγορά τη χρονική περίοδο 2001 – 2002 και τα οποία ανήκουν στις κατηγορίες των μετοχικών, μικτών και ομολογιακών. Η περίοδος που επιλέξαμε να αναλύσουμε συμπίπτει με τις επιπτώσεις που είχε στην Κεφαλαιαγορά η κρίση του 1999 και μας ενδιαφέρει να δούμε ποιες ήταν οι συνέπειες της κρίσης στα ελληνικά αμοιβαία κεφάλαια.

Για την αξιολόγηση της αποδοτικότητας χρησιμοποιήθηκαν δύο μέθοδοι που χρησιμοποιούνται διεθνώς, και είναι οι:

i. Η μέθοδος της απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου (return per unit of risk)

Για την μέτρηση της απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου χρησιμοποιούνται, ως επί το πλείστον δύο δείκτες, αυτοί των Treynor και του Sharpe, οι οποίοι υπολογίζουν την απόδοση του Α/Κ συνδυάζοντας και τον κίνδυνο, αφού από την απόδοση του Α/Κ αφαιρεί την απόδοση που θα πετύχαινε ο επενδυτής αν τοποθετούσε τα χρήματά του σε μία ακίνδυνη επένδυση και αυτή η

επιπλέον απόδοση προσαρμόζεται ανάλογα με το συστηματικό και το συνολικό κίνδυνο στους οποίους εκτίθενται αντίστοιχα.

ii. Η μέθοδος της διαφορικής απόδοσης (*differential return or Jensen's performance index*) Η μέθοδος αυτή υπολογίζει την απόδοση που θα έπρεπε κανονικά να έχει το Α/Κ, ανάλογα με το συστηματικό κίνδυνο που εμπεριέχει και ονομάζεται «φυσιολογική απόδοση» (*normal return*). Έπειτα, υπολογίζεται η «μη φυσιολογική απόδοση» (*abnormal return*), η οποία είναι η διαφορά μεταξύ της απόδοσης που πέτυχε το Α/Κ και της «φυσιολογικής απόδοσης». Εάν η «μη φυσιολογική απόδοση» ενός Α/Κ είναι θετική και υψηλότερη άλλων Α/Κ, τότε το συγκεκριμένο Α/Κ χαρακτηρίζεται από καλύτερη διαχείριση.

Η εκτίμηση των κινδύνων των Α/Κ έγινε βάσει του συστηματικού και του συνολικού κινδύνου, ο οποίος είναι η τυπική απόκλιση των αποδόσεων κάθε αμοιβαίου. Ο έλεγχος της διαφοροποίησης των αμοιβαίων κεφαλαίων έγινε με δύο τρόπους. Μέσω του ειδικού κινδύνου, ο οποίος είναι το τμήμα του συνολικού κινδύνου και που προκύπτει από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της κάθε επένδυσης και αναμένεται σε καλά διαφοροποιημένα αμοιβαία να τείνει στο μηδέν. Ο έλεγχος της διαφοροποίησης έγινε επίσης συγκρίνοντας τη σειρά κατάταξης των Α/Κ βάσει των δεικτών Treynor και Sharpe, όπου σε καλά διαφοροποιημένα αμοιβαία αναμένεται να είναι η ίδια.

Τα απαραίτητα στοιχεία για την ολοκλήρωση της εργασίας αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών, από το Πρόγραμμα Παροχής Βάσης Χρηματιστηριακών Δεδομένων (EFFECT) και από την Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ) της Τράπεζας της Ελλάδος.

Τα κυριότερα συμπεράσματα που προέκυψαν από την ανάλυση των 32 αμοιβαίων κεφαλαίων για την περίοδο 2001 – 2002, είναι τα ακόλουθα:

- Το βασικότερο αποτέλεσμα της έρευνας είναι η αρνητική επίδοση των αμοιβαίων και για τα δύο έτη.
- Ο θεσμός των αμοιβαίων πέρασε μια κρίση την περίοδο που εξετάσαμε.
- Αλλαγή της κατανομής του συνολικού ενεργητικού στις διάφορες κατηγορίες αμοιβαίων.
- Τα αμοιβαία κεφάλαια ακολούθησαν αμυντική επενδυτική πολιτική.

- Τα Α/Κ που είχαν μεγάλο συστηματικό κίνδυνο είχαν και τις χειρότερες αποδόσεις.
- Τα μετοχικά Α/Κ είχαν μεγάλο συνολικό κίνδυνο και άρα ήταν τα πιο επικίνδυνα.
- Η εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά είναι πιο επικίνδυνη από ότι οι χρηματιστηριακές αγορές άλλων χωρών.
- Τα μετοχικά αμοιβαία, είναι η πιο επικίνδυνη κατηγορία Α/Κ, ακολουθούμενα από τα μιστά, ενώ η πιο ασφαλής κατηγορία είναι των ομολογιακών.
- Η πλειοψηφία των Α/Κ δεν είναι καλά διαφοροποιημένα.

Η εργασία αποτελείται από τρία μέρη. Στο πρώτο μέρος γίνεται η παρουσίαση του κυκλώματος λειτουργίας των αμοιβαίων και των βασικών χαρακτηριστικών τους. Αρχικά, δίνεται ο ορισμός τους, καθώς και κάποιοι άλλοι συμπληρωματικοί ορισμοί, όπως το καθαρό ενεργητικό Α/Κ, το μερίδιο Α/Κ, η καθαρή τιμή μεριδίου, η τιμή διάθεσης μεριδίου, η τιμή εξαγοράς μεριδίου, η απόδοση Α/Κ και οι κίνδυνοι που αναλαμβάνει κάποιος επενδύοντας σε Α/Κ. Στη συνέχεια, παραθέτονται οι κινητές αξίες και τα ακίνητα, όπου επενδύουν τα αμοιβαία και τα χαρακτηριστικά της κάθε κατηγορίας. Έπειτα, υπάρχει η νομική διάσταση των Α/Κ, που είναι ο Κανονισμός και ο Θεματοφύλακας και υπάρχουν κάποια ιστορικά στοιχεία των Α/Κ και οι σημερινές εξελίξεις, τόσο στην παγκόσμια αγορά Α/Κ, όσο και στην Ευρωπαϊκή, ενώ στη συνέχεια υπάρχουν τα ιστορικά στοιχεία για την ανάπτυξη του κλάδου στην Ελλάδα και η σημερινή εικόνα των ελληνικών Α/Κ. Το πρώτο μέρος της εργασίας τελειώνει με τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των αμοιβαίων.

Στο δεύτερο μέρος υπάρχουν τα εμπειρικά αποτελέσματα που προέκυψαν από την επεξεργασία των δεδομένων. Αρχικά, γίνεται ανασκόπηση της ξένης και ελληνικής βιβλιογραφία σχετική με την αξιολόγηση Α/Κ και αναλύονται οι μέθοδοι αξιολόγησης της επίδοσης. Έπειτα, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα εκτίμησης των κινδύνων και γίνεται η κατάταξη των Α/Κ ανάλογα με τους κινδύνους. Στη συνέχεια, μελετάται η διαφοροποίηση των αμοιβαίων και γίνεται η σύγκριση μεταξύ των κινδύνων και των χαρακτηριστικών σύνθεσης της κάθε κατηγορίας Α/Κ.

Μετά, ακολουθεί η αξιολόγηση της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων, η οποία γίνεται με τη βοήθεια των δεικτών αξιολόγησης και κατατάσσονται τα Α/Κ ξεχωριστά για κάθε δείκτη, βάσει των τιμών που λαμβάνουν και ακολουθεί ανάλυση ανάμεσα σε αυτές τις τιμές και τα χαρακτηριστικά σύνθεσης της κάθε κατηγορίας που μελετάμε. Στο τελευταίο τμήμα του

δεύτερου μέρους της εργασίας γίνεται μια συνδυαστική αξιολόγηση των αμοιβαίων, βάσει και των τριών δεικτών, η οποία αποβλέπει στην τελική κατάταξη των Α/Κ ανάλογα με την αποδοτικότητα που πέτυχαν. Στο τρίτο και τελευταίο μέρος της εργασίας υπάρχουν τα συμπεράσματα που προέκυψαν από την έρευνα.

Α' ΜΕΡΟΣ: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΟΥ ΚΥΚΛΩΜΑΤΟΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΚΑΙ ΤΑ ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ – ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

Α1: Ορολογία Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Τι Είναι Αμοιβαίο Κεφάλαιο

Το Α/Κ αποτελεί διεθνώς, εδώ και δεκαετίες, μία από τις πιο αποτελεσματικές μορφές επένδυσης και, σύμφωνα με το νόμο, είναι η ομάδα περιούσιας που αποτελείται από κινητές αξίες και μετρητά, της οποίας τα επί μέρους στοιχεία ανήκουν εξ αδιαίρετου σε περισσότερα πρόσωπα. Βασίζεται, δηλαδή, στην ιδέα ότι πολλοί επενδυτές, οι οποίοι έχουν την ίδια επενδυτική φιλοσοφία και κοινούς στόχους και αντί να επενδύουν τα χρήματά τους ανεξάρτητα, τα συνενώνουν δημιουργώντας ένα μεγάλο και ισχυρό κεφάλαιο, το οποίο μοιράζεται σε μερίδια ίσης αξίας.

Το Α/Κ, δηλαδή, είναι μια μορφή εταιρείας επενδύσεων (Investment Company), η οποία έχει ως κύριο μέλημά της τη συγκέντρωση των αποταμιεύσεων των επενδυτών και την τοποθέτησή τους σε ένα μεγάλο αριθμό προσεκτικά επιλεγμένων αξιόγραφων (ομόλογα, μετοχές, τοκοφόρες καταθέσεις, προϊόντα χρηματαγοράς κ.ά.), στην Ελλάδα και το εξωτερικό, ανάλογα με την κατηγορία του Α/Κ. Την "κοινή" περιουσία του αναλαμβάνει να επενδύσει για λογαριασμό των επενδυτών μια εξειδικευμένη εταιρεία, η οποία διαθέτει την κατάλληλη εμπειρία αλλά και τις απαιτούμενες γνώσεις στο χώρο των επενδύσεων. Στην Ελλάδα, το Α/Κ διαχειρίζεται από την επονομαζόμενη Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.), η οποία έχει ως αποκλειστικό σκοπό τη λειτουργία και τη διαχείριση Α/Κ. Μόνο οι εγκεκριμένες από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Α.Ε.Δ.Α.Κ. μπορούν να συγκροτούν αμοιβαία κεφάλαια, αφού αποδείξουν την ικανότητά τους στις επενδύσεις και την ύπαρξη ειδικών υποστηρικτικών υπηρεσιών. Κύριοι μέτοχοι σε μία Α.Ε.Δ.Α.Κ., με ποσοστό όχι άνω του 50%, πρέπει απαραίτητα να είναι Τράπεζες, Ασφαλιστικές Εταιρείες ή άλλες ανώνυμες εταιρείες με κεφάλαια ίσα με αυτά των τραπεζών.

Τα εξειδικευμένα στελέχη της εταιρείας, λοιπόν, διαλέγουν τους τίτλους που θεωρούν πιο ελκυστικούς, με σκοπό τη μεγιστοποίηση της απόδοσής των Α/Κ, για συγκεκριμένο επίπεδο

κινδύνου, και την ελαχιστοποίηση του επενδυτικού κινδύνου, εξαιτίας της διασποράς των κεφαλαίων σε μεγάλο αριθμό τίτλων.

Το Α/Κ, λοιπόν, είναι ένας απλός και σύγχρονος τρόπος επένδυσης των χρημάτων των επενδυτών, με δυνατότητες υψηλών αποδόσεων και τον περιορισμό του αναλαμβανόμενου επενδυτικού κινδύνου. Τα κύρια χαρακτηριστικά ενός Α/Κ είναι ότι το κεφάλαιό του είναι μεταβλητό (open – end fund), δηλαδή έχει απεριόριστο αριθμό μεριδίων και η εταιρεία που το διαχειρίζεται μπορεί να εκδώσει νέα μερίδια ανά πάσα στιγμή και ότι στερείται νομικής προσωπικότητας. Η αποδοχή τους από τους επενδυτικές ως μέσο ασφαλούς και ικανοποιητικής επένδυσης, είχε ως αποτέλεσμα τη ραγδαία εξάπλωσή τους στις χρηματοοικονομικές αγορές όλου του κόσμου.

Καθαρό Ενεργητικό Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Καθαρό ενεργητικό ονομάζεται η συνολική περιουσία του Α/Κ σε τρέχουσες τιμές. Δηλαδή, καθημερινά υπολογίζονται και αθροίζονται οι τιμές των ομολόγων, οι τόκοι, τα μετρητά, οι μετοχές, το συνάλλαγμα κ.λπ. και αφαιρούνται οι υποχρεώσεις, όπως οι αμοιβές του Θεματοφύλακα, αμοιβές χρηματιστών και χρηματιστηριακών εταιρειών κ.λπ., και προκύπτει το ενεργητικό. Η αξία του ενεργητικού μεταβάλλεται τόσο από την διακύμανση της αξίας των επενδύσεων, όσο και από τις συμμετοχές και εξαγορές της κάθε ημέρας.

Μερίδιο Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Το καθαρό ενεργητικό του Α/Κ διαιρείται σε ισάξια μερίδια ή κλάσματα μεριδίων και όχι σε μετοχές ή ομολογίες. Όταν συμμετέχει κανείς σε ένα Α/Κ, το ποσό που καταθέτει μετατρέπεται σε μερίδια (συνήθως κλασματικό αριθμό) τα οποία δεν αλλάζουν αν δεν προσθέσει ή αφαιρέσει χρήματα. Έτσι, αν κανείς θέλει να μάθει την αξία του κεφαλαίου του σήμερα, πρέπει να πολλαπλασιάσει τον αριθμό μεριδίων που κατέχει με την τιμή εξαγοράς που γράφεται στις εφημερίδες. Λόγω των διακυμάνσεων των τιμών των αξιόγραφων, στα οποία είναι επενδυμένο το καθαρό ενεργητικό, μεταβάλλεται καθημερινά και η τιμή του μεριδίου.

Καθαρή Τιμή Μεριδίου Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Η καθαρή τιμή προκύπτει από τη διαίρεση της αξίας του ενεργητικού του Α/Κ κάθε ημέρας με το συνολικό αριθμό μεριδίων εκείνης της ημέρας. Η καθαρή τιμή (που αναγράφεται στις εφημερίδες καθημερινά) χρησιμοποιείται για να υπολογιστεί η απόδοση των επενδύσεων αλλά και οι τιμές διάθεσης και εξαγοράς.

Τιμή Διάθεσης Μεριδίου Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Η τιμή διάθεσης του μεριδίου προκύπτει από την πρόσθεση στην καθαρή τιμή του μεριδίου την προμήθεια διάθεσης, η οποία είναι ένα μικρό ποσοστό του κατατιθέμενου κεφαλαίου που παρακρατείται κατά τη συμμετοχή στο Α/Κ και το οποίο καλύπτει διάφορα έξοδα διάθεσης. Κυμαίνεται ανάλογα με την κατηγορία του Α/Κ και το ύψος της καθορίζεται στον Κανονισμό του Α/Κ και αναγράφεται στην αίτηση συμμετοχής.

Τιμή Εξαγοράς Μεριδίου Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Η τιμή εξαγοράς του μεριδίου προκύπτει από την αφαίρεση στην καθαρή τιμή του μεριδίου την προμήθεια εξαγοράς, η οποία είναι ένα ποσοστό του ρευστοποιούμενου ποσού το οποίο παρακρατείται κατά την έξοδο από το Α/Κ και ποικίλει ανάλογα με την κατηγορία του. Καθορίζεται από τον Κανονισμό του αμοιβαίου και αναγράφεται στην αίτηση συμμετοχής.

Απόδοση Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Τα Α/Κ είναι μία μορφή επένδυσης, η οποία δε δίνει κάποιον τόκο στους επενδυτές, αλλά κέρδος, που μετριέται σαν απόδοση και η οποία προκύπτει εάν από την τιμή εξαγοράς του μεριδίου και των μερισμάτων που τυχόν διανεμήθηκαν κατά την περίοδο που θέλουμε να υπολογίσουμε την απόδοση, αφαιρέσουμε την τιμή διάθεσης του μεριδίου και διαιρέσουμε με την τιμή διάθεσης.

$$r_{A/K} = \frac{T\varepsilon + M - T\delta}{T\delta}$$

όπου:

$r_{A/K}$: η απόδοση του Α/Κ

T_e : η τιμή εξαγοράς του μεριδίου

M : τα μερίσματα που διανεμήθηκαν

T_d : η τιμή διάθεσης του μεριδίου

Κίνδυνος Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Τα Α/Κ, όπως και όλες οι επενδύσεις, εμπεριέχουν κάποιο κίνδυνο, ο οποίος ορίζεται ως η αβεβαιότητα του επενδυτή να επιτύχει τους στόχους του σε μία επένδυση. Για να υπολογιστεί η επικινδυνότητα των Α/Κ, χρησιμοποιούνται κυρίως ο συνολικός κίνδυνος του Α/Κ, ο οποίος δεν είναι άλλος από την τυπική απόκλιση των αποδόσεων του και ο συστηματικός κίνδυνος ή συντελεστής βήτα, που αποτελεί ένα μέτρο της ευαισθησίας της καθαρής τιμής του Α/Κ στις μεταβολές του χαρτοφυλακίου της αγοράς, το οποίο, τις περισσότερες φορές, προσεγγίζεται από το γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου. Δηλαδή, εάν ο συντελεστής βήτα ενός Α/Κ είναι 1,1, μία αύξηση του γενικού δείκτη κατά 10%, θα επιφέρει μία αύξηση στην τιμή του Α/Κ κατά 11% και το αντίστροφο. Αμοιβαία κεφάλαια με συντελεστή β μεγαλύτερο της μονάδας χαρακτηρίζονται ως επιθετικά, αφού ο κίνδυνος των αποδόσεων του είναι μεγαλύτερος από τον κίνδυνο που έχουν οι αποδόσεις του χαρτοφυλακίου της αγοράς, ενώ αυτά με μικρότερο της μονάδας, ως αμυντικά. Όσο μεγαλύτερος είναι ο συντελεστής αυτός ενός Α/Κ, τόσο πιο επικίνδυνο καθίσταται αυτό.

Οι δύο διαφορετικές μέθοδοι υπολογισμού του κινδύνου συνδέονται με τη σχέση:

Συνολικός Κίνδυνος Α/Κ = (Συντελεστής Βήτα Α/Κ)² x Διακύμανση της αγοράς + Ειδικός Κίνδυνος

Ο συστηματικός κίνδυνος ή συντελεστής βήτα οφείλεται στους μακροοικονομικούς παράγοντες που επιδρούν σε μία επένδυση και είναι ένα μέτρο της σχετικής επικινδυνότητας του Α/Κ ως προς τη χρηματιστηριακή αγορά, ενώ ο ειδικός κίνδυνος είναι το τμήμα του συνολικού κινδύνου που οφείλεται στους μικροοικονομικούς παράγοντες τις κάθε επένδυσης και σε καλά διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια αναμένεται να τείνει στο μηδέν.

Η διαφορά των δύο μεθόδων εκτίμησης του κινδύνου έγκειται στο εάν ο επενδυτής έχει τοποθετήσει όλα τα χρήματα προς επένδυση μόνο σε ένα Α/Κ ή και σε άλλες επενδύσεις. Έτσι, λοιπόν, εάν ο επενδυτής έχει τοποθετηθεί μόνο σε ένα Α/Κ, καταλληλότερος τρόπος αξιολόγησης του κινδύνου είναι η τυπική απόκλιση των αποδόσεών του. Εάν, όμως, έχει επενδύσει και σε άλλους τίτλους, τότε ο συστηματικός κίνδυνος προσεγγίζει καλύτερα τον κίνδυνο του Α/Κ, γιατί δεν ενδιαφέρει τον επενδυτή ο συνολικός κίνδυνος του Α/Κ που προστίθεται στο χαρτοφυλάκιό του, αλλά πως το προστιθέμενο Α/Κ θα επηρεάσει τη συνολική απόδοση του χαρτοφυλακίου του.

A2: Μορφές Επένδυσης και Κατηγορίες των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Πού Επενδύουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια

Τα Α/Κ, σύμφωνα με το νόμο που ισχύει στην Ελλάδα, μπορούν να επενδύσουν σε κινητές αξίες και σε ακίνητα και όχι σε προϊόντα και σε έργα τέχνης. Μπορούν, δηλαδή, να επενδύσουν σε:

- i. Αξιόγραφα που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (μετοχές, ομόλογα, ομολογίες)
- ii. Αξιόγραφα που διαπραγματεύονται στα διεθνή χρηματιστήρια ή μετοχές ξένων Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου ή μερίδια ξένων Α/Κ
- iii. Μετρητά και καταθέσεις σε τράπεζες
- iv. Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου
- v. Ακίνητα που βρίσκονται στην Ελλάδα, στον Ευρωπαϊκό χώρο και σε τρίτο κράτος.

Κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Στην Ελλάδα τα Α/Κ διαχωρίζονται ανάλογα με την επιλογή και τη στάθμιση των αξιών που περιλαμβάνουν στο χαρτοφυλάκιό τους, με αποτέλεσμα οι κατηγορίες των Α/Κ να ενσωματώνουν και διαφορετικό επίπεδο κινδύνου, καθώς επίσης και με τον προσανατολισμό τους. Ανάλογα με την επιλογή των κινητών αξιών διακρίνονται σε:

- i. *Αμοιβαία Κεφάλαια Χρηματαγοράς ή Διαχείρισης Διαθεσίμων*

Ο τύπος αυτός των Α/Κ είναι ο πιο απλός και επενδύει σε βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα που πωλούνται στη χρηματαγορά. Τα χρεόγραφα αυτά, είναι τα πιο ασφαλή και έχουν τη μικρότερη διάρκεια λήξης, συνήθως μικρότερη του έτους, και είναι κυρίως τα Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου, τα εμπορικά γραμμάτια και τα πιστοποιητικά καταθέσεων μεγάλων τραπεζών. Τα πλεονεκτήματά τους είναι ότι προσφέρουν ασφάλεια, ρευστότητα και ελάχιστο κίνδυνο, αφού είναι τα λιγότερα μεταβλητά στις μεταβολές των επιτοκίων.

ii. Αμοιβαία Κεφάλαια Ομολογιών

Τα Α/Κ της κατηγορίας αυτής προσανατολίζονται στην αγορά κυρίως ομολογιών, οι οποίες έχουν εκδοθεί από το κράτος, από δημόσιες εταιρείες και από μεγάλες ιδιωτικές εταιρείες. Η διάρκεια λήξης τους είναι συνήθως μεγαλύτερη του έτους και από πλευράς κινδύνου θεωρούνται και αυτά χαμηλού κινδύνου. Ο σκοπός τους είναι η παροχή σταθερού εισοδήματος στους επενδυτές.

iii. Αμοιβαία Κεφάλαια Μετοχών

Τα μετοχικά Α/Κ επενδύουν κυρίως σε μετοχές και χαρακτηρίζονται από τον υψηλό κίνδυνο που αναλαμβάνουν, αφού δεν υπάρχουν εγγυήσεις για τις τιμές των μετοχών στο μέλλον. Συνάρτηση του υψηλού κινδύνου που αναλαμβάνουν οι επενδυτές, τοποθετώντας τις αποταμιεύσεις τους σε αυτό το είδος των Α/Κ, είναι και η μεγαλύτερη υπεραξία που παρέχουν αυτά σε σύγκριση με τις άλλες κατηγορίες. Για να μειώσουν τον υψηλό κίνδυνο οι διαχειριστές των μετοχικών Α/Κ διαφοροποιούν το χαρτοφυλάκιό τους αγοράζοντας πολλές μετοχές. Ανάλογα με το βαθμό κινδύνου, τα Α/Κ του τύπου αυτού, διακρίνονται διεθνώς στις ακόλουθες κατηγορίες:

- επιθετικά υπεραξίας (aggressive growth funds)
- αναπτυξιακά ή επιθετικά Α/Κ (growth funds)
- Α/Κ εισοδήματος (income funds)
- Α/Κ υπεραξίας και εισοδήματος (growth and income funds)
- κλαδικά Α/Κ (sector funds)
- δεικτοποιημένα Α/Κ (index funds)

iv. Αμοιβαία Κεφάλαια Μικτού Τύπου

Οι διαχειριστές των μικτών Α/Κ επενδύουν το ενεργητικό του σε προϊόντα και των τριών προηγούμενων κατηγοριών και έχουν ως σκοπό την ελαχιστοποίηση του κινδύνου, μέσω της

μεγάλης διαφοροποίησης που πετυχαίνουν. Τα Α/Κ της κατηγορίας αυτής προτιμούνται από συντηρητικούς επενδυτές, οι οποίοι επιθυμούν μέσα από αυτά να διατηρήσουν το αρχικό εισόδημά τους, να αποκτήσουν ένα εισόδημα από τα μερίσματα και τη μακροπρόθεσμη αύξηση του κεφαλαίου τους.

Σχετικά με τον προσανατολισμό τους, οι διάφοροι τύποι Α/Κ διακρίνονται σε εσωτερικού, εξωτερικού και διεθνή, ανάλογα με την αγορά στην οποία κυρίως επενδύουν. Έτσι, λοιπόν, τα Α/Κ εσωτερικού επενδύουν σε χρηματιστηριακά προϊόντα της εγχώριας αγοράς, τα εξωτερικού σε κινητές αξίες ενός άλλου κράτους – μέλους της Ε.Ε. και χωρών εκτός Ε.Ε., με την προϋπόθεση ότι η αγορά του κράτους είναι αναγνωρισμένη, ανοικτή στο κοινό και λειτουργεί κανονικά, ενώ τα διεθνή επενδύουν σε προϊόντα τόσο του εσωτερικού όσο και του εξωτερικού. Σύμφωνα με τις αποφάσεις 79/1996 και 129/1998 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς τα Αμοιβαία Κεφάλαια κατατάσσονται σε κατηγορίες, έτσι ώστε να υπάρξει αντιστοιχία μεταξύ της ονομασίας κάθε Α/Κ, του σκοπού που αναφέρεται στον Κανονισμό του και της σύνθεσης του ενεργητικού του και οι κατηγορίες των Α/Κ παρουσιάζονται στον πίνακα 1.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1: Κατηγορίες και Ονοματολογία Αμοιβαίων Κεφαλαίων				
	ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	ΜΕΤΟΧΙΚΑ	ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	ΜΙΚΤΑ
	Επενδύουν κυρίως* σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος και όχι άνω του 10% σε μετοχές	Επενδύουν κυρίως σε μετοχές	Επενδύουν κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος και όχι άνω του 10% σε μετοχές	Συνδυασμός επενδύσεων προηγούμενων κατηγοριών
ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	Επενδύουν κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος εσωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε μετοχές εσωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος εσωτερικού	Επενδύουν κατά κύριο λόγο το ενεργητικό τους στο εσωτερικό
ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	Επενδύουν κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος εξωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε μετοχές εξωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος εξωτερικού	Επενδύουν κατά κύριο λόγο το ενεργητικό τους στο εξωτερικό
ΔΙΕΘΝΗ	Επενδύουν κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος εσωτερικού– εξωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε μετοχές εσωτερικού – εξωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος εσωτερικού – εξωτερικού	Επενδύουν κατά κύριο λόγο το ενεργητικό τους εσωτερικό και εξωτερικό
*Η έκφραση "κυρίως" στον πίνακα υπονοεί ποσοστό τουλάχιστον 65% επί του συνολικού ενεργητικού του Α/Κ, το οποίο υπολογίζεται κατά μέσο όρο τριμηνίας και θα πρέπει να είναι επενδυμένο στην αντίστοιχη κατηγορία τίτλων/μέσων.				

Πηγή: www.agii.gr

A3: Νομική Διάσταση Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Κανονισμός Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Ο Κανονισμός του Α/Κ είναι το κείμενο που περιγράφει τους επενδυτικούς σκοπούς του κάθε αμοιβαίου, τις υποχρεώσεις, τον τρόπο λειτουργίας και οτιδήποτε αφορά το αμοιβαίο κεφάλαιο. Ρυθμίζει και δεσμεύει τις σχέσεις των μεριδιούχων, του Θεματοφύλακα και της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και πρέπει πάντα να διαβάζεται με προσοχή από τους υποψήφιους μεριδιούχους. Ο Κανονισμός συντάσσεται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και το Θεματοφύλακα, εγκρίνεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και πρέπει να περιέχει τουλάχιστον τα ακόλουθα στοιχεία:

- i. Την ονομασία του Α/Κ, την επωνυμία της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και του Θεματοφύλακα.
- ii. Το σκοπό του Α/Κ, από τον οποίο πρέπει να προκύπτουν οι επενδυτικοί στόχοι του, η επενδυτική πολιτική του και οι μέθοδοι δανειοδότησής του.
- iii. Το είδος και τις κατηγορίες των στοιχείων στα οποία επιτρέπεται να επενδύεται το ενεργητικό του Α/Κ.
- iv. Την τιμή των μεριδίων κατά το χρόνο σύστασής του.
- v. Τις προμήθειες και τις λοιπές αμοιβές που καταβάλει ο μεριδιούχος στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. και το Θεματοφύλακα, καθώς και τον τρόπο υπολογισμού αυτών.
- vi. Το χρόνο και τη διαδικασία διανομής των κερδών στους μεριδιούχους.
- vii. Τους όρους διάθεσης και εξαγοράς μεριδίων του Α/Κ.

Ο Ρόλος του Θεματοφύλακα (Custodian)

Θεματοφύλακας του Α/Κ είναι μία τράπεζα που λειτουργεί στην Ελλάδα (ελληνική ή ξένη), η οποία διενεργεί ελέγχους για την ασφάλεια των χρημάτων των επενδυτών από κακή διαχείριση εκ μέρους της εταιρείας, καθώς επίσης και για κάθε ζήτημα που αφορά τη νομιμότητα της διαχείρισης, την αποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού του Α/Κ και την τήρηση του Κανονισμού.

Ο Θεματοφύλακας, ακόμα, επιτελεί και καθήκοντα ταμία, μιας και εισπράττει τους τόκους, τα μερίσματα κ.λπ., είναι υπεύθυνος για τη φύλαξη της περιουσίας, για τις και πληρωμές και για τη σωστή εκτέλεση των συναλλαγών. Επίσης, προβαίνει σε αγορές και πωλήσεις χρεογράφων ή μετοχών εκτελώντας τις εντολές της Εταιρείας Διαχείρισης και συνυπογράφει

τις εξαμηνιαίες και ετήσιες εκθέσεις του Α/Κ, καθώς και τις εξαμηνιαίες καταστάσεις επενδύσεων του Α/Κ. Για τις υπηρεσίες αυτές, εισπράττει αμοιβή, η οποία αναγράφεται στον Κανονισμό και είναι συνυπεύθυνος με την Εταιρεία Διαχείρισης για κάθε παρατυπία ή κακή διαχείριση.

A4: Ανασκόπηση των Εξελίξεων της Ιστορίας των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα και Διεθνώς και Σημερινή Εικόνα

Η Ιστορία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Σε αντίθεση με αυτό που πιστεύουν οι περισσότεροι, η εφεύρεση του θεσμού των Α/Κ δεν είναι αμερικάνικη, αλλά ευρωπαϊκή και δεν είναι δημιουργία των οικονομολόγων του 20^{ου} αιώνα, αλλά έχει πάνω από 150 χρόνια ζωής. Το πρώτο Α/Κ δημιουργήθηκε στην Ολλανδία το 1822 και το δεύτερο στην Ελβετία το 1849. Αρχικά, τα Α/Κ ονομάζονταν Investment Trusts και το κεφάλαιό τους ήταν κλειστό και το πρώτο αμερικάνικο ήταν το New York Stock Trust, το οποίο δημιουργήθηκε το 1889. Το πρώτο επίσημο Α/Κ, με τη σημερινή τους μορφή, δηλαδή με μεταβλητό κεφάλαιο (open – end fund) δημιουργήθηκε στις 21 Μαρτίου 1924, όταν τρεις χρηματιστές από τη Βοστώνη αποφάσισαν να επενδύσουν από κοινού τα χρήματά τους και ονομάστηκε Massachusetts Investors Trust (M.I.T.). Μέσα σε ένα χρόνο η ανάπτυξή του ήταν σημαντική, αφού το ενεργητικό του από \$50.000 αυξήθηκε στα \$392.000 και αριθμούσε περίπου 200 μεριδιούχους. Έως το 1929, στις Η.Π.Α., είχαν δημιουργηθεί 19 Α/Κ με συνολικό ενεργητικό \$140 εκατ., αλλά το κραχ στις χρηματαγορές του '29 είχε σαν αποτέλεσμα την καθυστέρηση της ανάπτυξης του θεσμού των Α/Κ.

Τα πρώτα 30 χρόνια επίσημης ζωής των Α/Κ χαρακτηρίζονται από αργή ανάπτυξη, η οποία οφείλεται στις επιπτώσεις του κραχ, αλλά και του 2^{ου} Παγκόσμιου Πόλεμου. Από τα μέσα της δεκαετίας του '50, από όπου οι χρηματαγορές ξανάρχισαν να αναπτύσσονται και ο κόσμος να τις ξαναεμπιστεύεται, ξεκίνησε και η ανοδική πορεία των Α/Κ.

Αποτέλεσμα της ανοδικής πορείας του θεσμού των αμοιβαίων ήταν και η δημιουργία νέων προϊόντων, στα οποία πλέον θα μπορούν να τοποθετήσουν τα χρήματά τους οι επενδυτές. Έτσι, λοιπόν, τη δεκαετία του '70 δημιουργήθηκαν τα μη επιβάρυνσης Α/Κ (non load funds), τα οποία δεν έχουν προμήθεια αρχικής εισόδου, δηλαδή, ο ενδιαφερόμενος μπορεί να

αγοράσει τα μερίδια που επιθυμεί στην αρχική τους τιμή. Το 1976, ο John C. Bogle δημιουργεί το πρώτο δεικτοποιημένο Α/Κ, το First Index Investment Trust.

Το 1974 ιδρύεται ο FEFSI (Federation Europeenne des Fonds et Societes d' Investissement), ο οποίος είναι ο πανευρωπαϊκός οργανισμός της βιομηχανίας αμοιβαίων κεφαλαίων και σήμερα αποτελείται εκτός από τα 15 μέλη της Ε.Ε., τη Δημοκρατία της Τσεχίας, την Ουγγαρία, τη Νορβηγία, το Λιχτενστάιν, την Πολωνία, τη Σλοβακία και την Ελβετία. Εκπροσωπεί πάνω από 900 Εταιρείες Διαχείρισης στην Ευρώπη με πάνω από 41.000 Α/Κ, τα οποία έχουν €4,5 τρις συνολικό ενεργητικό.

Η επόμενη μεγάλη αλλαγή στη βιομηχανία των Α/Κ έγινε το 1981, όταν το Αμερικάνικο Κογκρέσο δημιούργησε τον Ατομικό Συνταξιοδοτικό Λογαριασμό (Individual Retirement Account I.R.A.), όπου επιτρέπεται στον καθένα, ακόμα και σε αυτούς που είχαν ήδη κάποιο συνταξιοδοτικό πρόγραμμα, να καταβάλλουν ένα ποσό το χρόνο, ώστε να έχουν ένα νέο συνταξιοδοτικό πρόγραμμα, βασισμένο στα Α/Κ. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα, πολλοί επενδυτές να στρέψουν την προσοχή τους στα Α/Κ και πολλά νέα κεφάλαια εισέλθουν στο χώρο.

Η επόμενη αλλαγή αφορά και πάλι το χώρο της Ευρώπης, όπου το 1985 με την οδηγία 85/611/EEC, “Undertaking for a Collective Investment in Transferable Securities” (UCITS), γίνεται η εναρμόνιση των νόμων, των κανονισμών και των διοικητικών διατάξεων, που έχουν σχέση με τις δεσμεύσεις των συλλογικών επενδύσεων των χωρών – μελών της Ε.Ε. και της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Ζώνης.

Οι Σημερινές Εξελίξεις στην Παγκόσμια Αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Σε γενικές γραμμές, η παγκόσμια αγορά Α/Κ από το 1999 μέχρι και σήμερα (έως το τέλος του 2^{ου} τριμήνου του 2003) μπορεί να χαρακτηριστεί ως σταθερή, όπως φαίνεται και από τους πίνακες 2 και 3, αφού τόσο το καθαρό ενεργητικό όσο και ο αριθμός των προσφερόμενων Α/Κ δεν είχαν πολύ μεγάλες διακυμάνσεις. Οι επενδυτές προτιμούν κυρίως στα μετοχικά Α/Κ, τα οποία λαμβάνουν και τη μερίδα του λέοντος, όσο αφορά το καθαρό ενεργητικό και τον αριθμό των Α/Κ, μιας και το δεύτερο τρίμηνο του 2003, τα κεφάλαια που ήταν επενδυμένα σε αυτά (€4,143 τρις), αποτελούσαν περίπου το 40% των συνολικών κεφαλαίων των Α/Κ (€10,820 τρις) και τα μετοχικά (22.462) αποτελούσαν το 52% του

συνολικού αριθμού Α/Κ (53.532). Πάντως, τα τελευταία δύο έτη παρατηρείται μια στροφή των επενδυτών από τα Α/Κ με το μεγαλύτερο κίνδυνο, μετοχικά και μικτά, προς αυτά με το μικρότερο, που είναι τα ομολογιακά και τα διαχείρισης διαθεσίμων.

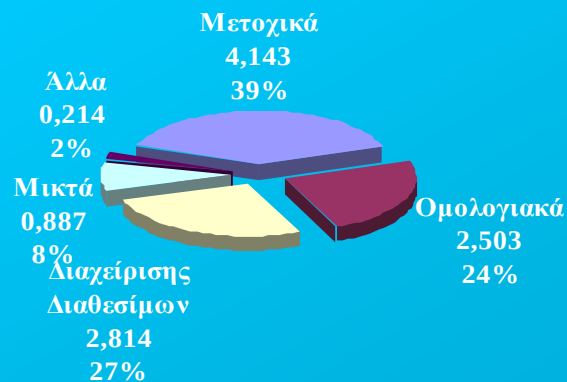
ΠΙΝΑΚΑΣ 2: Παγκόσμιο Συνολικό Καθαρό Ενεργητικό σε τρις € ανά Κατηγορία Α/Κ						
	1998	1999	2000	2001	2002	Q2* 2003
Μετοχικά	3,530	5,838	6,326	5,757	4,011	4,143
Ομολογιακά	1,855	2,090	2,204	2,471	2,397	2,503
Διαχείρισης Διαθεσίμων	1,767	2,272	2,632	3,345	3,039	2,814
Μικτά	0,391	0,964	1,084	1,052	0,874	0,887
Άλλα	0,49	0,55	0,201	0,212	0,217	0,214
Σύνολο	7.935	11.314	12.592	13.051	11.077	10.820
*Εως 30/6/2003						

Πηγή: www.fefsi.org

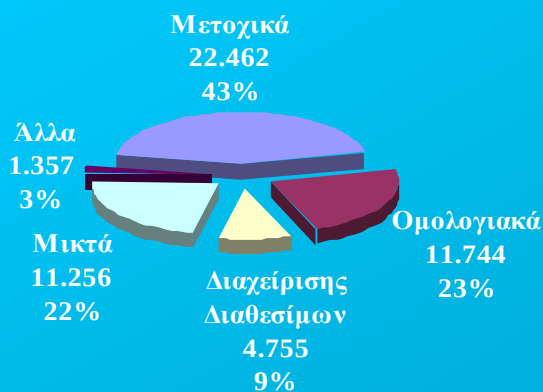
ΠΙΝΑΚΑΣ 3: Παγκόσμιος Αριθμός Α/Κ						
	1998	1999	2000	2001	2002	Q2* 2003
Μετοχικά	15.465	22.463	20.337	22.329	22.845	22.462
Ομολογιακά	11.261	15.491	13.113	12.012	11.503	11.744
Διαχείρισης Διαθεσίμων	3.050	6.739	4.648	4.188	4.346	4.755
Μικτά	5.754	6.375	11.110	11.110	11.183	11.256
Άλλα	514	312	968	1.259	1.258	1.357
Σύνολο	50.365	52.767	51.557	52.589	53.720	53.532
*Εως 30/6/2003						

Πηγή: www.fefsi.org

Σύνθεση Παγκόσμιας Αγοράς Α/Κ με βάση το Ενεργητικό

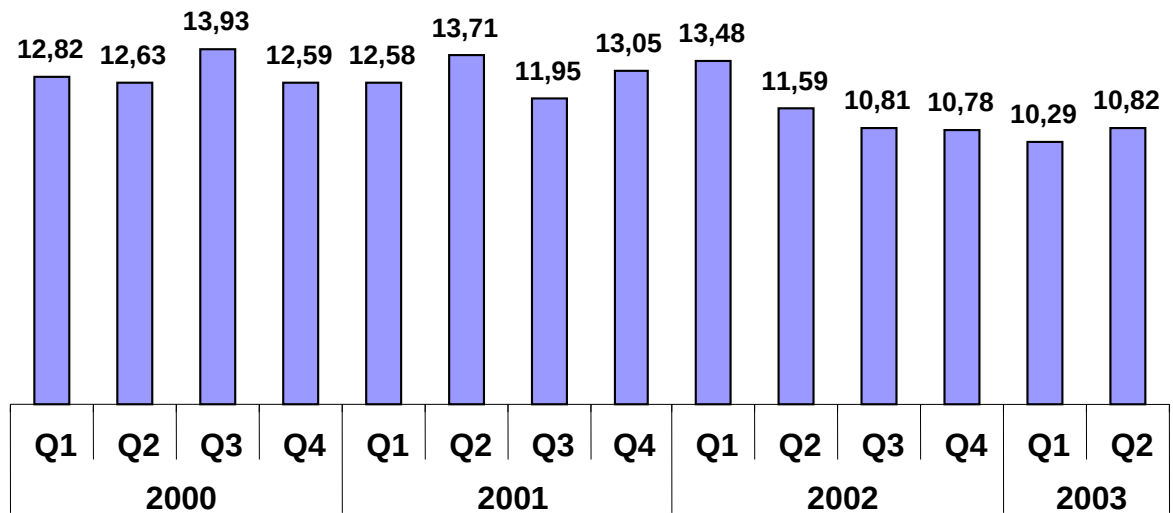


Σύνθεση Παγκόσμιας Αγοράς Α/Κ με βάση τον Αριθμό των Α/Κ



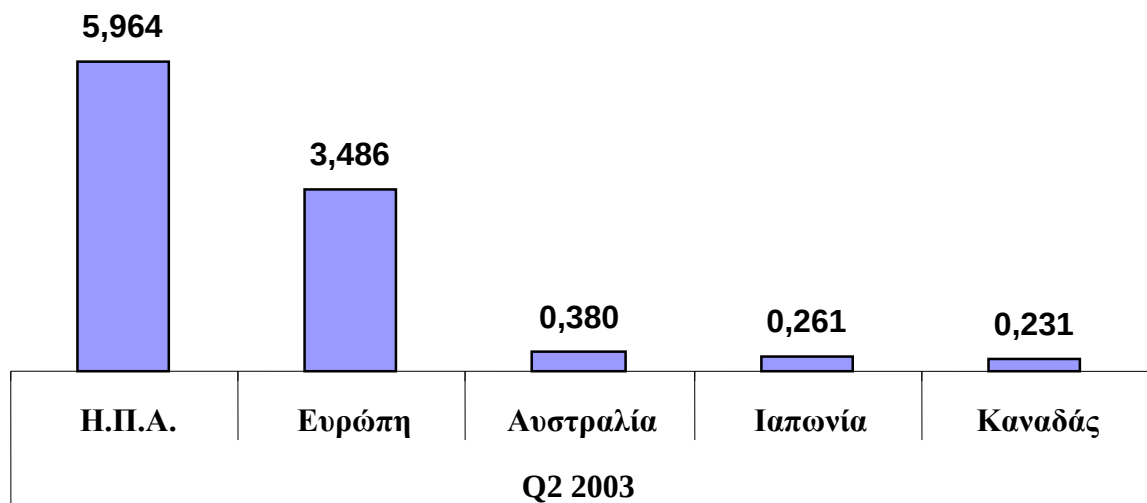
Αναλυτικότερα, όσον αφορά τις εξελίξεις στην παγκόσμια αγορά Α/Κ, τα τελευταία τρεισήμισι χρόνια παρατηρούμε ότι από το πρώτο τρίμηνο του 2002 το καθαρό ενεργητικό μειωνόταν συνεχώς, μέχρι και το πρώτο τρίμηνο του 2003, όπου και το ενεργητικό ήταν το μικρότερο των τελευταίων τριών ετών με €10,29 τρις. Το δεύτερο, όμως, τρίμηνο του 2003 η συνεχιζόμενη πτώση σταματάει και το ενεργητικό αυξάνεται στα €10,82 τρις, διαγράφοντας μια αύξηση του 5,2%. Η αύξηση αυτή, οφείλεται κατά κύριο λόγο στην αναθέρμανση του ενδιαφέροντος των επενδυτών για μετοχικά και ομολογιακά Α/Κ, η οποία προήλθε, ως ένα βαθμό, από την ανάκαμψη των μεγάλων χρηματιστηριακών αγορών.

Καθαρό Ενεργητικό (σε τρις €)



Η παγκόσμια αγορά Α/Κ χαρακτηρίζεται από μεγάλο συγκεντρωτισμό σε δύο αγορές. Η μεγαλύτερη αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων είναι αυτή των Η.Π.Α., στην οποία επενδύεται το 55,1% του συνολικού ενεργητικού, ήτοι €5,964 τρις. Η δεύτερη, με μεγάλη διαφορά από την αμερικάνικη, είναι αυτής της Ευρώπης με €3,486 τρις και μερίδιο αγοράς 32,2%, ενώ από τις υπόλοιπες αγορές ξεχωρίζουν αυτές της Αυστραλίας, της Ιαπωνίας και του Καναδά.

Γεωγραφική Κατανομή του Ενεργητικού (σε τρις €)



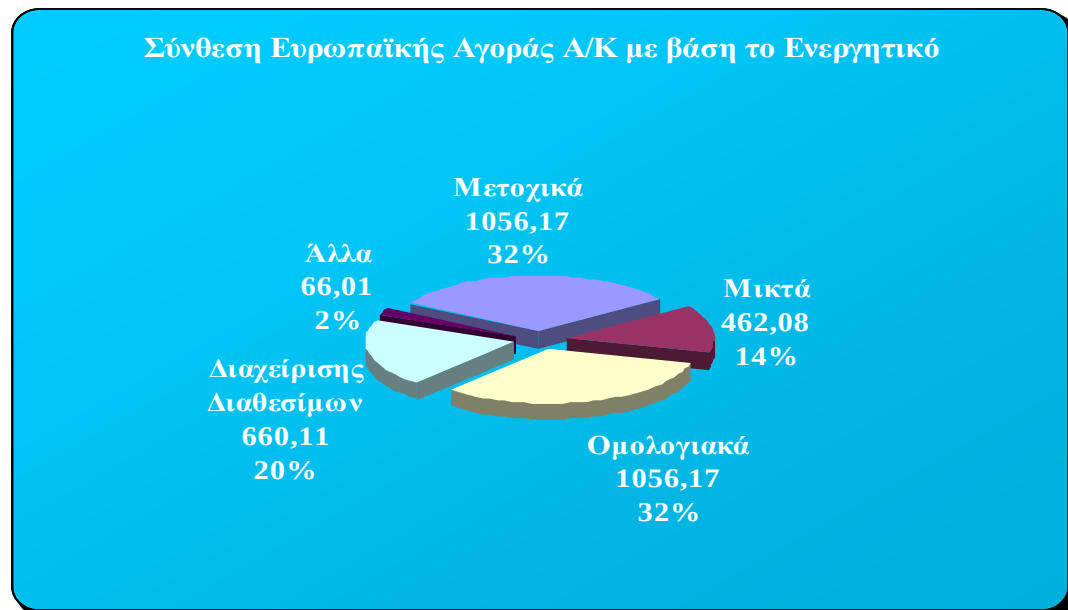
Η Σημερινή Εικόνα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ευρωπαϊκή Ένωση

Αν θεωρήσουμε την ευρωπαϊκή αγορά Α/Κ σαν μια ενιαία, τότε διαπιστώνουμε ότι από το 1999 έως το 2001 υπήρξε μια συνεχής αύξηση του συνολικού καθαρού ενεργητικού, από €3.222,69 σε €3.611,25 δις, ενώ το 2002 παρατηρήθηκε σημαντική πτώση, της τάξεως του 9,4%, με αποτέλεσμα το ενεργητικό να μειωθεί στα €3.300,25 δις, η οποία οφείλεται στην πτώση των τιμών των μετοχών, που είχε ως συνέπεια την μείωση της ζήτησης για μετοχικά Α/Κ. Πάντως, η σημερινή εικόνα δείχνει ότι η αγορά ανακάμπτει, αφού στις 30/6/2003 το ενεργητικό ήταν €3.479,35 δις, αυξημένο κατά 5%.

Όσον αφορά την κατανομή του ενεργητικού στις κατηγορίες των Α/Κ το 2002, (πίνακας 4) παρατηρούμε ότι παρά τη μείωση της ζήτησης για μετοχικά Α/Κ, η οποία από το 2001 μειώθηκε κατά 25,9%, οι ευρωπαίοι επενδυτές εξακολουθούν να προτιμούν τα μετοχικά και μετά τα ομολογιακά Α/Κ, τα οποία συνολικά λαμβάνουν το 64% του συνόλου, από το 32% η κάθε κατηγορία, ενώ ακολουθούν τα διαχείρισης διαθεσίμων με 20%, τα οποία είχαν σημαντική αύξηση από το 2001, της τάξεως του 19,2%, και τα μικτά με 14%, τα οποία είχαν και αυτά σημαντική μείωση κατά 15,7%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4:			
Σύνθεση Ευρωπαϊκής Αγοράς Α/Κ με Βάση το Ενεργητικό			
	2002		% μεταβολής από 2001
	Δις €	Μερίδιο %	
Μετοχικά	1056,17	32%	-25,9%
Ομολογιακά	1056,17	32%	5,9%
Διαχείρισης Διαθεσίμων	660,11	20%	19,2%
Μικτά	462,08	14%	-15,7%
Άλλα	66,01	2%	-0,4%

Πηγή: www.fefsi.org



Στην αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ευρώπη, τον πρωτεύοντα ρόλο έχουν τρεις χώρες, η Γαλλία, το Λουξεμβούργο και η Ιταλία (πίνακας 5), οι οποίες στο τέλος του 2^{ου} τριμήνου το 2003 κατείχαν το 58,9% (€2.046,43 δις) του συνολικού ενεργητικού της Ε.Ε. (€3.479,35 δις), ενώ τις ακολουθούν το Ηνωμένο Βασίλειο και η Ιρλανδία. Η χώρα μας, βρίσκεται στη 14^η θέση σε σύνολο 20 χωρών, με καθαρό ενεργητικό €29,23 δις, το οποίο αντιστοιχεί στο 0,8% του συνολικού. Η χώρα, στην οποία διαπραγματεύονται τα περισσότερα Α/Κ είναι η Γαλλία με 7.848 και έπεται το Λουξεμβούργο με 6.715 Α/Κ. Στην Ελλάδα, τα διαθέσιμα προς επένδυση Α/Κ είναι 263, 0,9% του συνόλου, που την κατατάσσουν στη 16^η θέση. Τα στοιχεία αυτά καταμαρτυρούν ότι ο θεσμός των Α/Κ δεν είναι τόσο αναπτυγμένος στη χώρα μας, όσο είναι σε άλλες χρηματαγορές της Ε.Ε.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5: Οι Εξελίξεις στην Αγορά Α/Κ στην Ε.Ε.												
	1999		2000		2001		2002		Q2 2003		Α/Κ	
	εκατ. €	%	εκατ. €	%	εκατ. €	%	εκατ. €	%	εκατ. €	%		%
Ελλάδα	36,12	1,12%	30,88	0,90%	26,79	0,70%	25,38	0,77%	29,23	0,84%	263	0,93%
Αυστρία	75,21	2,33%	83,22	2,30%	61,93	1,70%	63,77	1,93%	68,00	1,95%	822	2,91%
Βέλγιο	65,01	2,02%	74,61	2,10%	77,01	2,10%	71,50	2,17%	73,25	2,11%	1.149	4,07%
Γαλλία	651,70	20,22%	766,10	21,50%	800,20	22,20%	805,90	24,42%	869,40	24,99%	7.848	27,80%
Γερμανία	235,70	7,31%	252,57	7,10%	239,66	6,60%	199,45	6,04%	209,79	6,03%	1.074	3,80%
Δανία	27,35	0,85%	34,43	1,00%	37,97	1,10%	38,28	1,16%	34,89	1,00%	398	1,41%
Δημοκρατία της Τσεχίας	1,46	0,05%	2,13	0,10%	2,05	0,10%	3,14	0,10%	3,60	0,10%	78	0,28%
Ελβετία	81,84	2,54%	87,84	2,50%	84,94	2,40%	78,78	2,39%	72,66	2,09%	390	1,38%
Ηνωμένο Βασίλειο	385,97	11,98%	415,46	11,70%	411,98	11,40%	275,47	8,35%	289,50	8,32%	1.705	6,04%
Ιρλανδία	94,49	2,93%	148,74	4,20%	212,65	5,90%	238,50	7,23%	260,21	7,48%	1.958	6,94%
Ισπανία	206,20	6,40%	182,97	5,10%	179,35	5,00%	170,81	5,18%	185,57	5,33%	2.494	8,83%
Ιταλία	472,44	14,66%	449,92	12,60%	403,67	11,20%	360,69	10,93%	378,28	10,87%	1.064	3,77%
Λουξεμβούργο	656,61	20,37%	792,78	22,30%	851,06	23,60%	766,53	23,22%	798,75	22,96%	6.715	23,79%
Νορβηγία	14,98	0,46%	17,27	0,50%	16,59	0,50%	14,75	0,45%	14,69	0,42%	390	1,38%
Ολλανδία	101,80	3,16%	101,80	2,90%	94,60	2,60%	88,80	2,69%	80,30	2,31%	680	2,41%
Ουγγαρία	1,71	0,05%	2,06	0,10%	2,52	0,10%	3,51	0,11%	3,98	0,11%	93	0,33%
Πολωνία	0,76	0,02%	1,66	0,05%	1,59	0,04%	5,21	0,16%	6,56	0,19%	107	0,38%
Πορτογαλία	20,43	0,63%	18,62	0,50%	18,64	0,50%	19,04	0,58%	19,76	0,57%	169	0,60%
Σουηδία	82,67	2,57%	83,16	2,30%	73,55	2,00%	55,29	1,68%	61,02	1,75%	513	1,82%
Φινλανδία	10,24	0,32%	13,47	0,40%	14,50	0,40%	15,74	0,48%	19,91	0,57%	321	1,14%
ΣΥΝΟΛΟ	3.222,69	100%	3.559,69	100%	3.611,25	100%	3.300,54	100%	3.479,35	100%	28.231	100%

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα

Μπορεί ο θεσμός των Α/Κ να υφίσταται στις διεθνείς χρηματαγορές για πάνω από έναν αιώνα, στην Ελλάδα όμως, η εισαγωγή του θεσμού καθυστέρησε αρκετά. Έτσι, λοιπόν, το πρώτο ελληνικό Α/Κ δημιουργήθηκε με πρωτοβουλία της Εμπορικής Τράπεζας, στα τέλη του 1972, η οποία ίδρυσε την «Ελληνική» Α.Ε.Δ.Α.Κ. και πρόσφερε στους επενδυτές ένα μικτό Α/Κ, το ΕΡΜΗΣ. Προηγουμένως, το 1970, είχε δημιουργηθεί το απαραίτητο νομοθετικό πλαίσιο, με το νομοθετικό διάταγμα 608/70. Τα βήματα της Εμπορικής ακολούθησε η Εθνική/ΕΤΕΒΑ, η οποία στις αρχές του 1973 ιδρύει την «Διεθνική» Α.Ε.Δ.Α.Κ. και προσφέρει και αυτή ένα Α/Κ μικτού τύπου, το ΔΗΛΟΣ.

Η ανάπτυξη του θεσμού δεν ήταν η αναμενόμενη, αφού η ύφεση της ελληνικής οικονομίας που επακολούθησε είχε αντίκτυπο και στην εγχώρια χρηματαγορά. Το επόμενο αμοιβαίο κεφάλαιο δημιουργήθηκε αρκετά χρόνια αργότερα, το 1989, και ήταν το INTERAMERICAN Ελληνικό, το οποίο ήταν και αυτό μικτό. Από το 1990 και μετά υπήρξε σημαντική αύξηση του αριθμού των Α.Ε.Δ.Α.Κ., όπου πλέον ιδρύονται και οι πρώτες ιδιωτικές Εταιρείες Διαχείρισης, και των προσφερόμενων Α/Κ, η οποία οφείλεται στις αλλαγές που έγιναν στην ελληνική οικονομία και στην ελληνική κεφαλαιαγορά. Παράλληλα, εκσυγχρονίζεται και το νομοθετικό πλαίσιο, το οποίο ευθυγραμμίστηκε με το κοινοτικό, με το νόμο 1969/91, το οποίο στη συνέχεια συμπληρώθηκε με το Προεδρικό Διάταγμα 433/1993 και με το νόμο 2533/1997.

Η ανάπτυξη του θεσμού των Α/Κ στην Ελλάδα μπορεί να καθυστέρησε, αλλά ήταν ραγδαία και μέσα στην τελευταία δεκαετία έγινε μία από τις κύριες επιλογές των επενδυτών. Έτσι, στα πρώτα χρόνια της δεκαετίας του '90, όπως φαίνεται και από τον πίνακα 6, ο αριθμός των Α.Ε.Δ.Α.Κ. τετραπλασιάστηκε, από 5 το 1990 σε 19 το 1993, ενώ ο αριθμός των προσφερόμενων Α/Κ από αυτές σχεδόν δωδεκαπλασιάστηκε, από 6 το 1990 σε 71 το 1993, και το συνολικό ενεργητικό τους εξαπλασιάστηκε, από €390,63 εκατ. σε €2435,97 εκατ. Στα χρόνια που ακολούθησαν μπορεί να μη δημιουργήθηκαν πολλές νέες Α.Ε.Δ.Α.Κ., όπως φαίνεται και από το διάγραμμα που ακολουθεί, φτάνοντας το 2003 στις 29, αλλά ο αριθμός των Α/Κ αυξήθηκε σημαντικά (265 το 2003), με συνολικό ενεργητικό €30.398,81 εκατ., δίνοντας τη δυνατότητα στους επενδυτές να μπορούν διαλέξουν το Α/Κ που τους ταιριάζει περισσότερο. Από το διάγραμμα συμπεραίνουμε ακόμα ότι όλη τη δεκαετία του '90 ο αριθμός των Α/Κ σημείωνε σταθερή αύξηση, ενώ τα τελευταία τέσσερα έτη

σταθεροποιήθηκε ο αριθμός τους, ανάμεσα στα 260 με 270 Α/Κ. Επίσης, ο ανταγωνισμός μεταξύ των Εταιρειών Διαχείρισης είχε σαν αποτέλεσμα να βελτιωθούν οι προσφερόμενες υπηρεσίες προς τους επενδυτές και να μειωθούν οι προμήθειες διάθεσης και εξαγοράς, κάνοντας ελκυστικότερα για τους επενδυτές τα Α/Κ.

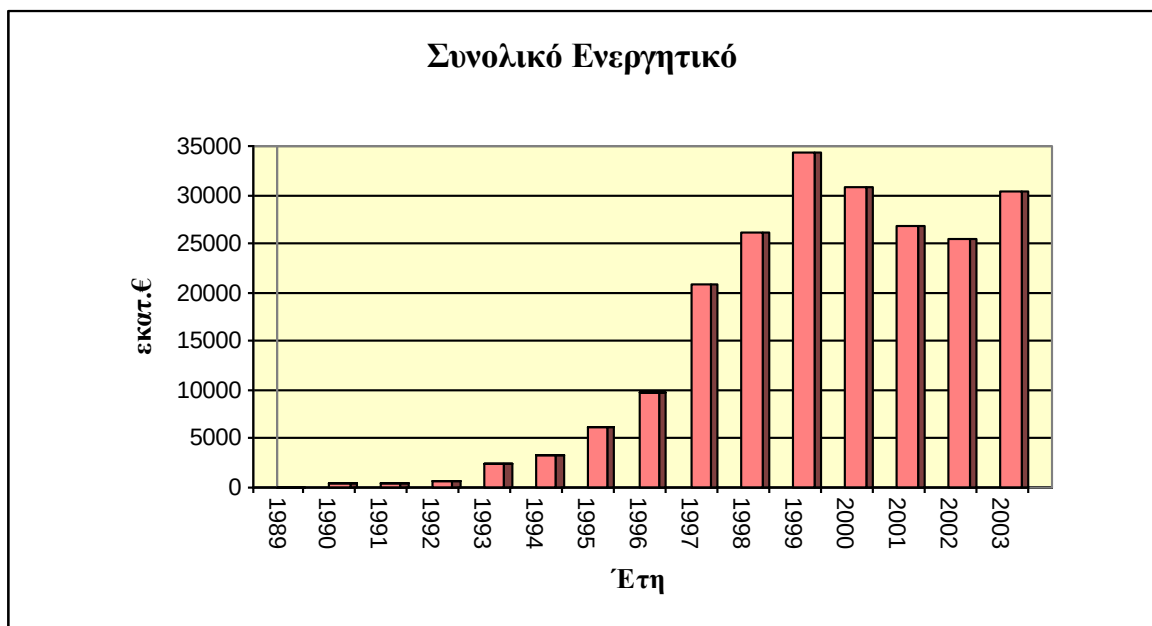
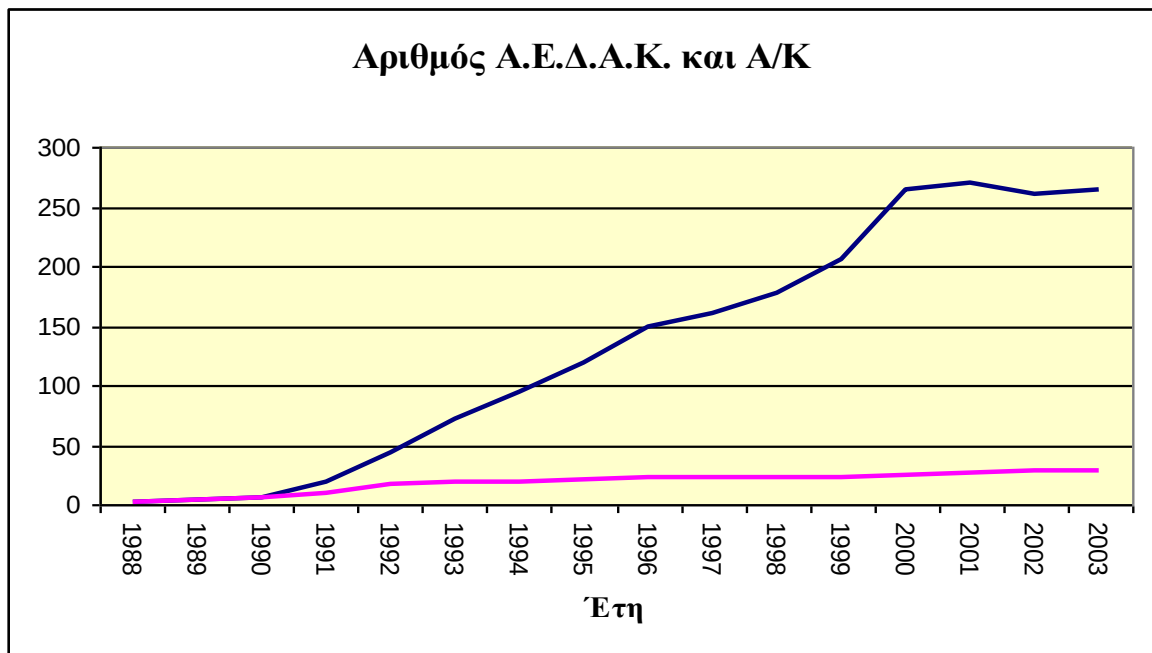
ΠΙΝΑΚΑΣ 6: Η Πορεία του Θεσμού των Α/Κ στην Ελλάδα				
	Α.Ε.Δ.Α.Κ.	Α/Κ	Συνολικό Ενεργητικό (σε εκατ. €)	Γ.Δ.Χ.Α.Α.
1988	2*	2	18,00	279,65
1989	3	3	41,76	459,43
1990	5	6	390,63	932,00
1991	9	18	482,97	809,71
1992	17	43	644,56	672,31
1993	19	71	2.435,97	958,66
1994	19	94	3.414,72	868,91
1995	20	118	6.106,34	914,15
1996	22	150	9.740,50	933,48
1997	22	161	20.839,04	1.479,63
1998	23	178	26.156,91	2.737,55
1999	23	205	34.421,72	5.535,09
2000	25	265	30.887,52	3.388,86
2001	26	269	26.794,90	2.591,56
2002	28	260	25.385,15	1.748,12
2003	29	265	30.398,81	2.263,58

*Όλες οι τιμές έχουν υπολογιστεί στις 31/12 κάθε έτους

Πηγή: www.agii.gr

Από τον πίνακα, διαπιστώνουμε επίσης, ότι στα έτη που παρατηρήθηκαν σημαντικές αυξήσεις στο γενικό δείκτη του Χρηματιστηρίου (1993 και 1997), ήταν και τα έτη όπου υπήρξε σημαντική αύξηση στην αγορά των Α/Κ, κυρίως από πλευρά συνολικού ενεργητικού.

Η τάση που επικρατεί τα τελευταία έτη, από το 1999 έως και το 2002, και που συμπίπτει με την πτώση του Χ.Α.Α., είναι να μειώνεται το συνολικό ενεργητικό κάθε έτος, ενώ το 2003, όπου παρατηρήθηκε ανάκαμψη του Χ.Α.Α. υπήρξε άνοδος του ενεργητικού του κλάδου των Α/Κ, γεγονός που φανερώνει ότι ο κλάδος των Α/Κ στην Ελλάδα διέρχεται μια κρίση και ότι είναι άρρηκτα συνδεδεμένος με την πορεία του Χρηματιστηρίου.



Κατανομή του Ενεργητικού στα Διαφορετικά Είδη Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Στον πίνακα 7 που ακολουθεί παρουσιάζεται η κατανομή του συνολικού ενεργητικού στα διαφορετικά είδη των Α/Κ, τόσο από πλευράς ποσών, σε εκατ. €, όσο και από πλευράς ποσοστών. Από το 1989 και πριν, τα 3 Α/Κ που υπήρχαν ήταν όλα μικτού τύπου, αλλά με την ανάπτυξη του θεσμού στην Ελλάδα δημιουργήθηκαν και Α/Κ άλλων κατηγοριών. Από τον πίνακα προκύπτει, ότι η εικόνα του κλάδου στα πρώτα χρόνια της ανάπτυξής του, ήταν

τα περισσότερα κεφάλαια να κατευθύνονται κατά κύριο λόγο στα μικτά και κατά δεύτερο στα μετοχικά και λιγότερο στα άλλα δύο είδη.

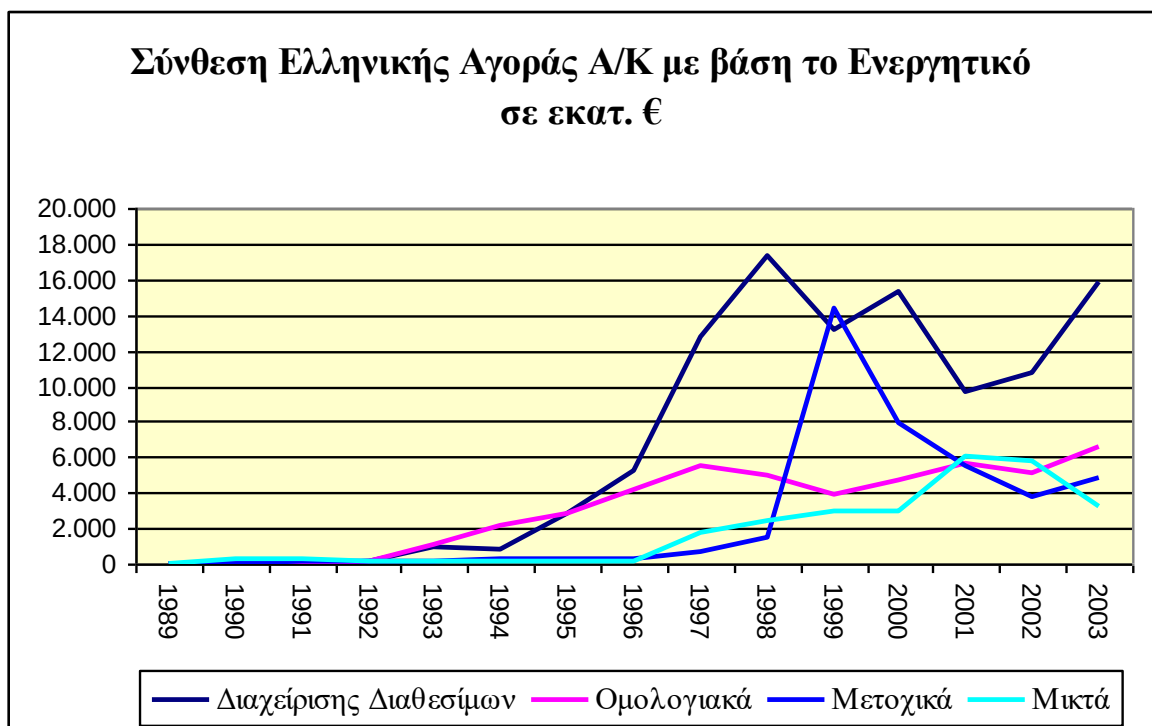
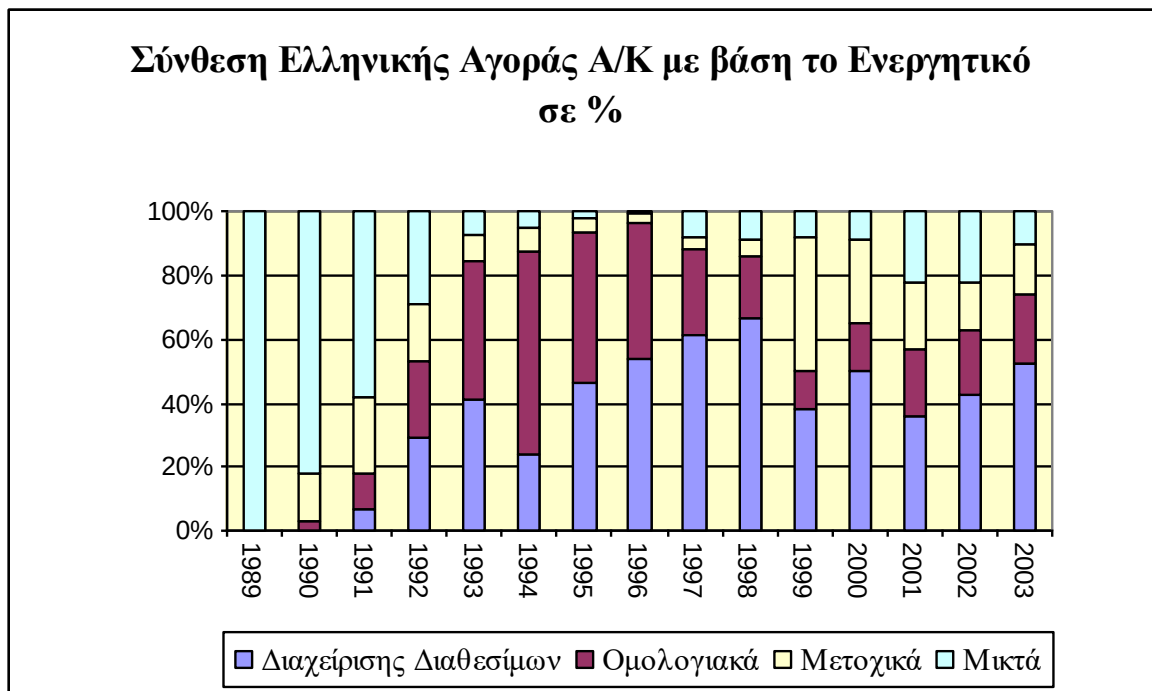
Από το 1992 όμως και μετά, υπήρξε μια αλλαγή στις προτιμήσεις των επενδυτών, οι οποίοι δείχνουν ενδιαφέρον κυρίως για τα Α/Κ με το χαμηλότερο επίπεδο κινδύνου, δηλαδή τα ομολογιακά και τα διαχείρισης διαθεσίμων, τα οποία κάποιες χρονιές μονοπωλούσαν την αγορά, με ποσοστά που ξεπερνούσαν το 80% του συνόλου. Οι αλλαγές αυτές, οφείλονται κατά κύριο λόγο, στην οικονομική κατάσταση που επικρατούσε εκείνη την περίοδο, με τα υψηλά επιτόκια, την επικινδυνότητα του Χ.Α.Α. και την πτωτική πορεία που ακολούθησαν οι μετοχές από τα μέσα του 1990 και έπειτα. Οι τάσεις αυτές της ελληνικής αγοράς Α/Κ είναι αντίθετες με αυτές που επικρατούν στην Ευρώπη, αλλά και στην παγκόσμια αγορά, όπου τα περισσότερα κεφάλαια και το μεγαλύτερο μερίδιο της αγοράς έχουν τα μετοχικά Α/Κ.

ΠΙΝΑΚΑΣ 7:								
Σύνθεση Ελληνικής Αγοράς Α/Κ με βάση το Ενεργητικό								
	Διαχείρισης Διαθεσίμων		Ομολογιακά		Μετοχικά		Μικτά	
	εκατ. €	%	εκατ. €	%	εκατ. €	%	εκατ. €	%
1989	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	41,76	100,00%
1990	0,00	0,00%	13,36	3,42%	58,05	14,86%	319,22	81,72%
1991	34,48	7,14%	52,98	10,97%	116,44	24,11%	279,06	57,78%
1992	188,40	29,23%	151,92	23,57%	113,38	17,59%	190,85	29,61%
1993	995,58	40,87%	1.060,38	43,53%	190,01	7,80%	190,01	7,80%
1994	811,00	23,75%	2.161,18	63,29%	252,01	7,38%	190,54	5,58%
1995	2.822,96	46,23%	2.868,15	46,97%	261,96	4,29%	153,27	2,51%
1996	5.219,94	53,59%	4.137,77	42,48%	243,51	2,50%	139,29	1,43%
1997	12.784,75	61,35%	5.568,19	26,72%	693,94	3,33%	1.792,16	8,60%
1998	17.318,49	66,21%	4.975,04	19,02%	1.470,02	5,62%	2.393,36	9,15%
1999	13.200,73	38,35%	3.958,50	11,50%	14.305,67	41,56%	2.956,83	8,59%
2000	15.341,83	49,67%	4.738,15	15,34%	7.870,14	25,48%	2.937,40	9,51%
2001	9.691,72	36,17%	5.586,74	20,85%	5.479,56	20,45%	6.036,89	22,53%
2002	10.748,07	42,34%	5.122,72	20,18%	3.711,31	14,62%	5.803,05	22,86%
2003	15.786,10	51,93%	6.541,82	21,52%	4.851,65	15,96%	3.219,23	10,59%

Πηγή: www.agii.gr

Όπως φαίνεται από το παρακάτω διάγραμμα, τα κεφάλαια που επενδύονταν στα μικτά και ομολογιακά Α/Κ είχαν μια σταθερή ανοδική πορεία κατά τη διάρκεια των ετών, ενώ αυτά

που κατευθύνονταν στα διαχείρισης διαθεσίμων και μετοχικά είχαν σημαντικές διαφορές από έτος σε έτος.



Η Σημερινή Κατάσταση στην Ελληνική Αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων

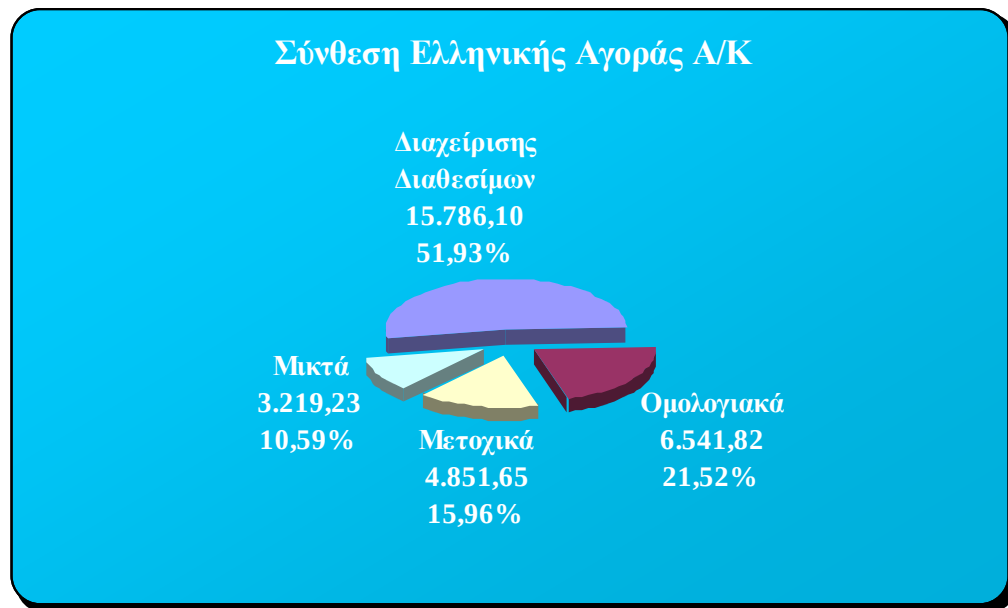
Στον ελληνικό χώρο, έως και το τέλος του 2003, υπήρχαν 29 Α.Ε.Δ.Α.Κ., οι οποίες πρόσφεραν στους επενδυτές 265 διαφορετικά Α/Κ, όπως φαίνεται και στον πίνακα 8. Από τα 265 Α/Κ, τα 40 ήταν διαχείρισης διαθεσίμων (36 εσωτερικού και 4 διεθνή), 65 ομολογιακά (32 εσωτερικού, 16 εξωτερικού και 17 διεθνή), 119 μετοχικά (69 εσωτερικού, 37 εξωτερικού και 13 διεθνή) και 41 μικτά (27 εσωτερικού, 4 εξωτερικού και 10 διεθνή). Από την κατανομή των Α/Κ στις διάφορες κατηγορίες παρατηρούμε ότι τα περισσότερα είναι μετοχικά, γεγονός που φανερώνει τη μεγάλη διαφοροποίηση που υπάρχει στην κατηγορία αυτή, όσον αφορά τα διαφορετικά επίπεδα κινδύνου που αναλαμβάνουν τα μετοχικά Α/Κ και η οποία οφείλεται στην προσπάθεια των Α.Ε.Δ.Α.Κ. να καλύψουν τις απαιτήσεις των επενδυτών.

Το συνολικό ενεργητικό των Α.Ε.Δ.Α.Κ. ήταν €30.398,81 εκατ., το οποίο σημείωσε σημαντική αύξηση, της τάξεως του 16,6%, από τις 31/12/2002. Η συγκέντρωση στον κλάδο των Εταιρειών Διαχείρισης είναι πολύ υψηλή, αφού οι τέσσερις μεγαλύτερες εταιρείες καταλαμβάνουν το 73,30% (€22.283,79 εκατ.) του συνολικού ενεργητικού και το 33,21% (88) των προσφερόμενων Α/Κ.

Όπως προκύπτει από τον πίνακα 7, το μεγαλύτερο μερίδιο εξακολουθούν να το λαμβάνουν τα Α/Κ διαχείρισης διαθεσίμων, τα οποία έως και το τέλος του 2003 αύξησαν το ποσοστό τους στην εγχώρια αγορά στο 51,93% και τα κεφάλαια που ήταν επενδυμένα σε αυτά ανέρχονταν στα €15.786,10 εκατ. Αξιοσημείωτη είναι η πτώση μέσα στο 2003 των μικτών Α/Κ, τα οποία από τη δεύτερη θέση στο τέλος του 2002 έπεσαν στην τελευταία με μόνο €3.219,23 εκατ. (10,59% του συνολικού ενεργητικού). Σε αντίθεση με τα μικτά, τα ομολογιακά αυξήθηκαν και καταλαμβάνουν το 21,52% της αγοράς με €6.541,82 εκατ., ενώ τα μετοχικά παρέμειναν στα ίδια επίπεδα με 15,96% του ενεργητικού, δηλαδή €4.851,65 εκατ. Από τη σύνθεση της ελληνικής αγοράς διαπιστώνουμε ότι το 2003 οι επενδυτές προτίμησαν να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους στα Α/Κ με τη μεγαλύτερη ασφάλεια, δηλαδή στα διαχείρισης διαθεσίμων και στα ομολογιακά.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8: Η σημερινή εικόνα του θεσμού των Α/Κ στην Ελλάδα		
Α.Ε.Δ.Α.Κ.	Ενεργητικό (σε εκατ. €)	Α/Κ
EFG	7.797,64	18
ΔΙΕΘΝΙΚΗ	7.678,89	20
ALPHA	4.573,79	27
INTERTRUST	2.233,47	23
ΕΡΜΗΣ	2.053,47	10
ΑΤΕ	945,60	9
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ	717,13	10
ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ	655,21	2
ΠΕΙΡΑΙΩΣ	582,34	3
ALICO AIG	563,24	14
ΚΥΠΡΟΥ	473,21	5
HSBC (ΕΛΛΑΣ)	402,13	10
ALLIANZ DRESNER	337,77	14
ALPHA TRUST	242,13	11
ΑΣΠΙΣ	220,51	6
ΓΕΝΙΚΗ	171,03	8
ΕΓΝΑΤΙΑ	141,20	7
INTERNATIONAL	131,90	8
ABN-AMRO	92,44	4
ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST	79,33	6
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ	71,50	11
ΩΜΕΓΑ	55,41	7
ΛΑΪΚΗ	48,18	4
MARFIN	27,50	11
T.T. ΕΛΤΑ	25,64	3
ΑΤΤΙΚΗ	23,75	4
PROFUND	19,92	3
Π&Κ	19,83	4
PROTON	14,52	3
ΣΥΝΟΛΟ	30.398,81	265

Πηγή: www.agii.gr



A5: Κριτική των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Μεγάλα ποσά επενδύονται κάθε χρόνο στον κλάδο των Α/Κ, τόσο στην Ελλάδα, όσο και στις υπόλοιπες χρηματαγορές της υφελίου, γεγονός που φανερώει τη σπουδαιότητα της επένδυσης αυτής, καθώς και των πολλών πλεονεκτημάτων που παρουσιάζουν τα αμοιβαία κεφάλαια. Τα σημαντικότερα πλεονεκτήματά τους είναι τα ακόλουθα:

- *Ελαχιστοποίηση του κινδύνου μέσα από τη διαφοροποίηση*

Η ελαχιστοποίηση του κινδύνου στα Α/Κ επιτυγχάνεται με την ταυτόχρονη επένδυση σε διαφορετικά προϊόντα, καθώς επίσης και της δυνατότητας επένδυσης σε διεθνείς χρηματαγορές, όπου ένας μεμονωμένος επενδυτής θα ήταν δύσκολο να αποκτήσει πρόσβαση σε αυτές και πολύ δύσκολο να παρακολουθεί τις εξελίξεις σε αυτές τις χρηματαγορές.

- *Άμεση ρευστοποίηση των χρημάτων*

Ένα από τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα είναι η δυνατότητα που παρέχουν τα Α/Κ στους επενδυτές να εξαγοράζουν τα μερίδιά τους, όποτε αυτοί το επιθυμούν, μιας και δεν υπάρχει ελάχιστο χρονικό όριο πώλησης και η εξαγορά τους γίνεται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. Η δυνατότητα για άμεση ρευστοποίηση αποκτά ιδιαίτερη βαρύτητα, ιδιαίτερα σε περιόδους

κρίσεων στις χρηματιστηριακές αγορές όταν οι επενδυτές “εγκλωβίζονται” και δε μπορούν να πωλήσουν τις μετοχές τους.

- *Η διαχείριση των χρημάτων των επενδυτών γίνεται από επαγγελματίες*

Οι διαχειριστές των Α/Κ είναι πεπειραμένα και εξειδικευμένα στελέχη στην επιλογή και διαχείριση επενδύσεων, οι οποίοι παρακολουθούν την αγορά συνεχώς με άμεση δυνατότητα πρόσβασης, τόσο στις εγχώριες, όσο και στις διεθνείς αγορές και έχουν όλες τις απαραίτητες γνώσεις και την εμπειρία για τη σωστή επιλογή τίτλων, με αποτέλεσμα κάθε επενδυτής, που έχει περιορισμένες επενδυτικές ικανότητες και όχι μόνο, μπορεί να αποκτήσει πρόσβαση σε επαγγελματική διαχείριση αγοράζοντας ένα Α/Κ.

- *Πρόσβαση σε επαγγελματική διαχείριση με μικρό αρχικό κεφάλαιο*

Συνήθως, δεν υπάρχει κάποιο κατώτατο όριο στον αριθμό των μεριδίων που πρέπει να αγοράσει ένας επενδυτής, και αν υπάρχει αυτό είναι μικρό, με συνέπεια οποιοδήποτε επιθυμεί μπορεί να έχει πρόσβαση σε επαγγελματική διαχείριση των χρημάτων του, ανεξάρτητα από το ύψος του κεφαλαίου του. Ακόμα, μέσω της μεγάλης αγοραστικής δύναμης του Α/Κ, η αγορά και πώληση των αξιόγραφων γίνεται σε καλύτερες τιμές.

- *Ευελιξία στη μεταφορά των χρημάτων από το ένα Α/Κ σε άλλο της ίδιας εταιρείας με ελάχιστο ή μηδαμινό κόστος*

Ο επενδυτής μπορεί, και όποτε αυτός κρίνει αναγκαίο, να μεταφέρει τα χρήματά του από μία κατηγορία Α/Κ σε μία άλλη της ίδιας εταιρείας, χωρίς κάποιο επιπλέον κόστος, με σκοπό να εκμεταλλευτεί τις συνθήκες που επικρατούν κάθε στιγμή στην αγορά και αποκτώντας συνδυασμούς Α/Κ να επιτύχει μεγαλύτερη διαφοροποίηση.

- *Απλουστευμένες διαδικασίες παρακολούθησης της επένδυσης*

Ο επενδυτής ενός Α/Κ μπορεί πολύ εύκολα να υπολογίσει τα χρήματα που έχει επενδυμένα σε αυτό, αρκεί να πολλαπλασιάσει την τιμή εξαγοράς, η οποία δημοσιεύεται καθημερινά στον τύπο, με τον αριθμό των μεριδίων που κατέχει. Επίσης, δε χρειάζεται να ασχοληθεί με τα γραφειοκρατικά θέματα, όπως είσπραξη τόκων και μερισμάτων κ.λπ., αφού οι διαδικασίες αυτές αναλαμβάνονται από την Εταιρεία Διαχείρισης.

- *Διαφάνεια διαχείρισεως*

Επενδύοντας σε ένα Α/Κ, ο επενδυτής μπορεί να είναι σίγουρος ότι τα χρήματά του θα είναι ασφαλή, αφού η σχετική νομοθεσία και οι έλεγχοι των επενδυτικών οργάνων εξασφαλίζουν τη διαφάνεια και τον προφυλάσσουν από οποιαδήποτε αυθαιρεσία της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και του Θεματοφύλακα.

- *Ευρύ πεδίο επενδυτικών επιλογών*

Χάρη στο μεγάλο αριθμό Α/Κ, τα οποία έχουν διαφορετικά χαρακτηριστικά και επενδύουν σε διαφορετικούς συνδυασμούς τίτλων και αγορών, ο επενδυτής έχει ανά πάσα στιγμή τη δυνατότητα να επενδύσει σε Α/Κ τα οποία συμβαδίζουν με το επενδυτικό του προφίλ, όσον αφορά, τόσο στο συνδυασμό απόδοσης και ρίσκου, όσο και το χρονικό ορίζοντα της επένδυσης.

- *Φορολογία*

Με την ισχύουσα νομοθεσία, επιβάλλεται φόρος σε ποσοστό 3% ετησίως επί του εξαμηνιαίου μέσου όρου ολόκληρου του ενεργητικού του Α/Κ. Ο φόρος υπολογίζεται καθημερινά και καταβάλλεται στην αρμόδια δημόσια οικονομική υπηρεσία, με ευθύνη της Α.Ε.Δ.Α.Κ. Με τη φορολογία αυτή, εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση του Α/Κ και των μεριδιούχων. Αποτέλεσμα αυτού είναι οι πιθανές υπεραξίες και τα μερίσματα (εφόσον διανέμονται) να μην έχουν πρόσθετη φορολογία. Επιπλέον, για την αγορά μεριδίων, το "πόθεν έσχες" δεν ισχύει.

Εκτός από τα πολύ σημαντικά πλεονεκτήματα και τις ευκαιρίες που παρουσιάζουν, τα Α/Κ δεν μπορούν να ανταποκριθούν στις απαιτήσεις του κάθε επενδυτή και παρουσιάζουν ορισμένα μειονεκτήματα, τα κυριότερα από τα οποία είναι τα εξής:

- *Οι προμήθειες διάθεσης και εξαγοράς*

Οι προμήθειες διάθεσης και εξαγοράς μεριδίων είναι σχετικά υψηλές, κυρίως για τους επενδυτές που ρευστοποιούν τα μερίδιά τους σε σύντομο χρονικό διάστημα, με αποτέλεσμα να μειώνεται η απόδοσή τους.

- *Η επιλογή του Α/Κ*

Μπορεί μέσω των Α/Κ η παρακολούθηση της επένδυσης να γίνεται πιο εύκολη, αλλά αρχικά θα πρέπει οι επενδυτές να επιλέξουν ανάμεσα από έναν μεγάλο αριθμό και διαφορετικών κατηγοριών Α/Κ, ώστε να διαλέξουν το ή τα Α/Κ που τους ταιριάζουν περισσότερο και αυτό απαιτεί κόπο και χρόνο από την πλευρά τους.

- *Η αξιολόγηση των διαχειριστών*

Οι επενδυτές μπορούν να έχουν πρόσβαση σε επαγγελματική διαχείριση των χρημάτων τους, αλλά αυτό δεν είναι πανάκεια, αφού οι διαχειριστές των Α/Κ θα πρέπει να αξιολογούνται σε τακτά χρονικά διαστήματα, μιας και όλοι δεν είναι αποτελεσματικοί.

- *Αβεβαιότητα στις αποδόσεις*

Οι αποδόσεις των Α/Κ δεν είναι εγγυημένες και οι προηγούμενες αποδόσεις δεν εξασφαλίζουν τις μελλοντικές, με αποτέλεσμα η σωστή επιλογή των Α/Κ να γίνεται ακόμα πιο δύσκολη και πάντα υπάρχει ο κίνδυνος να μειωθεί το κεφάλαιο των επενδυτών.

- *Η ανοικτή δομή των Α/Κ σε περιόδους έντονων ψυχολογικών κρίσεων*

Η δυνατότητα των μεριδιούχων να μπορούν να αποσύρουν τα κεφάλαια που έχουν επενδυμένα σε Α/Κ, όποτε αυτοί το κρίνουν σκόπιμο, έχει αρνητικές συνέπειες όταν η αγορά είναι καθοδική, γιατί προβαίνουν σε εξαγορές των μεριδίων τους, αναγκάζοντας τους διαχειριστές να ρευστοποιούν μέρος του χαρτοφυλακίου τους για να καλύψουν τις απαιτήσεις σε μετρητά. Αυτό έχει σαν συνέπεια να γίνεται η πώληση των αξιόγραφων σε χαμηλότερες τιμές από ότι αγοράστηκαν. Επίσης, οι διαχειριστές θα πρέπει να διατηρούν υψηλά ρευστά διαθέσιμα για να ανταποκρίνονται πάντα στις απαιτήσεις των επενδυτών, με αποτέλεσμα να μην μπορούν να διαμορφώσουν το χαρτοφυλάκιό τους, όπως αυτοί το επιθυμούν.

Β' ΜΕΡΟΣ: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Β1: Ανασκόπηση Σχετικής Βιβλιογραφίας και Αποτελέσματα Προγενέστερων Εμπειρικών Εργασιών

Η σημασία των Α/Κ στις διεθνείς χρηματαγορές είναι σημαντική και αποτελούν ένα μεγάλο κομμάτι του χρηματοοικονομικού κόσμου, γεγονός το οποίο φαίνεται, εκτός από τα πολλά κεφάλαια που επενδύονται σε αυτά, και από τις εκτενείς και πολυάριθμες έρευνες που έχουν γίνει γύρω από αυτά. Έτσι, λοιπόν, τα τελευταία σαράντα χρόνια έχουν διεξαχθεί πάρα πολλές μελέτες με θέμα τους την αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων, οι οποίες εστίαζαν σε θέματα, όπως ο συγχρονισμός, η επιλεκτικότητα, η απόδοση του Α/Κ και η σχέση ανάμεσα της απόδοσης του Α/Κ και του μεγέθους του, των εξόδων του, τις επιβαρύνσεις, των νέων εισροών και της αρχαιότητας του Α/Κ, καθώς επίσης και σε θέματα όπως η αξιολόγηση ολόκληρης της αγοράς Α/Κ, η σύγκριση μεταξύ των Α/Κ επιβάρυνσης και μη επιβάρυνσης και η διατήρηση της απόδοσης ενός Α/Κ για ορισμένο χρονικό διάστημα.

Μία από τις πρώτες μελέτες σχετικά με τα Α/Κ ήταν των Friend, et al. (1962). Στη μελέτη αυτή αναλύθηκε ολόκληρη η βιομηχανία των Α/Κ και ερευνήθηκε η σχέση ανάμεσα στην απόδοση και στις αμοιβές των διαχειριστών και στις χρεώσεις των πωλήσεων κατά την περίοδο από τον Ιανουάριο του 1953 έως το Σεπτέμβριο του 1958. Το συμπέρασμα από αυτή τη μελέτη ήταν ότι δεν υπήρχε σχέση ανάμεσα στην απόδοση και τους μισθούς των διαχειριστών.

Μία άλλη μελέτη ήταν αυτή του Sharpe (1966), ο οποίος ερεύνησε την απόδοση 34 Α/Κ το χρονικό διάστημα 1954 – 1963 και μέτρησε το δείκτη που ο ίδιος προτείνει και ονομάζεται δείκτης του Sharpe για αυτά τα Α/Κ και βρήκε ότι στην πλειοψηφία τους δεν ξεπέρασαν το δείκτη Dow Jones. Επίσης, βρήκε ότι τα Α/Κ με μικρότερα έξοδα αποδίδουν καλύτερα από ότι αυτά με μεγαλύτερα και ότι τα κέρδη δεν ήταν αρκετά, ώστε να αποζημιώνουν τους επενδυτές για τις χρεώσεις των Α/Κ.

Ο Jensen (1967) μελέτησε με τη σειρά του την απόδοση 115 Α/Κ για την περίοδο 1945 – 1964 για κάθε έτος και εφαρμόζοντας το δείκτη του, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι κατά μέσον όρο τα Α/Κ που μελέτησε δεν είναι ικανά να προβλέψουν τις τιμές των μετοχών, έτσι

ώστε να υπερισχύουν της πολιτικής «αγόρασε και κράτησε» και ότι δεν υπάρχουν ισχυρές αποδείξεις που να δείχνουν ότι οποιοδήποτε μεμονωμένο Α/Κ είχε σημαντικά καλύτερες αποδόσεις από ένα χαρτοφυλάκιο με τυχαία επιλεγμένες μετοχές. Ο Jensen, κατέληξε επίσης, και στο ίδιο συμπέρασμα με τον Sharpe, ότι τα κέρδη από τα Α/Κ δεν έφταναν για να καλύψουν τα έξοδα των Α/Κ.

Ο McDonald (1974) αξιολόγησε 123 Α/Κ, χρησιμοποιώντας όμως τις μηνιαίες αποδόσεις τους, για το χρονικό διάστημα από 1960 – 1969 με τη βοήθεια των δεικτών Sharpe και Treynor. Με το δείκτη του Sharpe βρήκε ότι 39 Α/Κ από το σύνολο των 123 ξεπέρασαν το μέσο όρο της αγοράς, ενώ με το δείκτη του Jensen τα 67 ξεπέρασαν το μέσο όρο της αγοράς.

Ο Ippolito (1989) εστίασε την έρευνά του στην αξιολόγηση όλης της βιομηχανίας Α/Κ και σύγκρινε την απόδοση από τυχαία επιλεγμένα Α/Κ με χρηματοοικονομικούς δείκτες και εξέτασε την απόδοση των Α/Κ σε σχέση με τις χρεώσεις. Τα δεδομένα της μελέτης του αποτελούνταν από 143 Α/Κ για την περίοδο 1965 – 1984. Τα αποτελέσματα της μελέτης αυτής έρχονται σε αντίθεση με τις προηγούμενες, αφού συμπέρανε ότι τα Α/Κ με μεγαλύτερα έξοδα και αμοιβές είχαν αρκετά έσοδα, ώστε να υπερκαλύψουν τις υψηλότερες χρεώσεις.

Ο Bogle (1992) μελέτησε τις αποδόσεις των συνταξιοδοτικών ταμείων για μια εικοσαετία και τα αποτελέσματα της έρευνάς του ήταν ότι οι αποδόσεις της πλειοψηφίας των ταμείων υπολείπεται συστηματικά του δείκτη S&P 500. Έτσι, λοιπόν, πρότεινε ότι μια στρατηγική η οποία να ακολουθεί παθητικά το δείκτη S&P 500, θα είχε καλύτερες προοπτικές.

Οι Volkman και Wohar (1995) εξέτασαν τη σχέση ανάμεσα στο μέγεθος, το σκοπό, τις χρεώσεις και τις αμοιβές των διαχειριστών και της απόδοσης των Α/Κ, καθώς επίσης και τη σχέση μεταξύ παλιών και μελλοντικών αποδόσεων. Τα αποτελέσματά τους συμφωνούν με προηγούμενες μελέτες, όπου οι επενδυτές δεν αποζημιώνονται αρκετά, ώστε καλύψουν τις επιβαρύνσεις. Επίσης, συμπέραναν ότι οι υψηλές αμοιβές των διαχειριστών έχουν σαν αποτέλεσμα αρνητική επίδραση πάνω στην απόδοση των Α/Κ, ενώ χαμηλές χρεώσεις έχουν θετική επίδραση στην απόδοση.

Σε αντίθεση με τη εκτενή διεθνή βιβλιογραφία γύρω από θέματα αξιολόγησης των αμοιβαίων κεφαλαίων, οι μελέτες που έχουν γίνει σχετικά με την απόδοση των ελληνικών

Α/Κ είναι περιορισμένες και αυτό οφείλεται, ως ένα βαθμό, στην καθυστερημένη ανάπτυξη του θεσμού στη χώρα μας. Έτσι, λοιπόν, με την ανάπτυξη των Α/Κ έγιναν και οι πρώτες μελέτες σχετικά με την αξιολόγησή τους.

Ο Hadjinikolaou (1980) ήταν ο πρώτος που μελέτησε την απόδοση για τα πρώτα Α/Κ (ΕΡΜΗΣ και ΔΗΛΟΣ) που είχαν δημιουργηθεί στην Ελλάδα. Η περίοδος που ερεύνησε ήταν το χρονικό διάστημα 1973 – 1976 και για αυτό το διάστημα τα Α/Κ είχαν διεθνή προσανατολισμό, με αποτέλεσμα να τροποποιήσει κατάλληλα τους δείκτες Sharpe, Jensen και Treynor. Τα αποτελέσματα της μελέτης αυτής ήταν ότι τα Α/Κ είχαν καλύτερη απόδοση από μια πολιτική «αγόρασε και κράτησε» σε αξιόγραφα του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Μπορεί τα Α/Κ να υπερείχαν της ελληνικής χρηματαγοράς, αλλά συγκρινόμενα με τις διεθνείς αγορές που επένδυσαν, η απόδοσή τους ήταν κατώτερη. Ο Hadjinikolaou μελέτησε, επιπλέον, και τη διαχρονική συνέπεια των αποδόσεων, χωρίζοντας το υπό εξέταση χρονικό διάστημα σε δύο υποπεριόδους, με αποτέλεσμα μόνο το ένα Α/Κ να έχει χρονική συνέπεια στην απόδοσή του.

Η επόμενη μελέτη, αναφορικά με την αξιολόγηση των Α/Κ, έγινε από το Φίλιππα (1991), ο οποίος εξέτασε την απόδοση τριών Α/Κ για το έτος 1990 με τη βοήθεια των κριτηρίων των Sharpe και Treynor. Τα αποτελέσματα της έρευνάς του ήταν ότι μόνο το ένα Α/Κ είχε σημαντικά καλύτερη απόδοση από το γενικό δείκτη του Χ.Α.Α. και ότι το συγκεκριμένο Α/Κ είχε ιδιωτικό προσανατολισμό, ενώ τα άλλα δύο είχαν δημόσιο.

Ο Μυλωνάς (1995) αξιολόγησε την απόδοση 36 Α/Κ για το χρονικό διάστημα 1/1/1990 – 31/12/1993, καθώς επίσης και την ικανότητα των διαχειριστών να μπορούν να διατηρήσουν τη σειρά κατάταξής τους από τη μία περίοδο στην άλλη. Τα εμπειρικά αποτελέσματα από αυτήν τη μελέτη, όσον αφορά την απόδοση των ελληνικών Α/Κ, ήταν ότι τα Α/Κ πετυχαίνουν καλύτερες αποδόσεις με λιγότερο κίνδυνο από το Γ.Δ.Χ.Α.Α., ενώ όσον αφορά τη διαχρονική συνέπεια των διαχειριστών, λίγοι ήταν αυτοί που κατάφεραν να διατηρήσουν τη σειρά κατάταξής τους σε δύο διαδοχικές διετίες.

Ο Φίλιππας (1998) μελέτησε την απόδοση 19 μικτών και μετοχικών Α/Κ για την περίοδο 1993 – 1996, χρησιμοποιώντας τα κριτήρια των Treynor, Sharpe και Jensen. Επίσης, ερεύνησε τη διαχρονική μεταβολή της σειράς επικινδυνότητας των Α/Κ, τον έλεγχο της διαχρονικής μεταβολής της κατάταξης στην απόδοση και τη σχέση ανάμεσα της απόδοσης

και κάποιων χαρακτηριστικών των Α/Κ. Τα αποτελέσματα της μελέτης αυτής, ήταν ότι για την εξεταζόμενη περίοδο, 5 από τα 19 Α/Κ είχαν καλύτερη απόδοση από το Γ.Δ.Χ.Α.Α. και πως οι διαχειριστές δεν άλλαξαν διαχρονικά την κατάταξη επικινδυνότητας των Α/Κ, ενώ θα έπρεπε, αφού η περίοδο αυτή περιλαμβάνει διαφορετικές χρηματιστηριακές περιόδους. Όσον αφορά τη διαχρονική μεταβολή της κατάταξης στην απόδοση, βρήκε ότι υπάρχει σημαντική συσχέτιση ανάμεσα στην επίδοση μιας περιόδου και της επόμενης, ενώ το μέγεθος και η αρχαιότητα του Α/Κ δεν επηρεάζουν τις αποδόσεις του.

Η Καρούζα (2002) εξέτασε την αποδοτικότητα 22 μετοχικών Α/Κ στην Ελλάδα το χρονικό διάστημα 1997 – 2001, με τη βοήθεια των δεικτών των Sharpe, Treynor και Jensen. Επίσης, μελέτησε τη σχέση ανάμεσα στα κόστη και στην απόδοση και πως οι νέες εισροές σχετίζονται με το μέγεθος, τα έξοδα, την απόδοση και τον κίνδυνο. Τα συμπεράσματα της μελέτης αυτής είναι ότι ο κίνδυνος στις αποδόσεις ήταν μικρότερος του κινδύνου των αποδόσεων του Χ.Α.Α., δηλαδή τα Α/Κ ακολούθησαν αμυντική πολιτική. Επίσης, η αποδοτικότητα των Α/Κ σχετίζεται αρνητικά με τα έξοδα και η αποδοτικότητα των μετοχικών Α/Κ ήταν κακή, ενώ το μέγεθος, τα έξοδα, η απόδοση και ο κίνδυνος δεν επιδρούν σημαντικά στη μεγέθυνση των Α/Κ.

Συμπερασματικά, παρατηρούμε ότι οι περισσότερες έρευνες που έγιναν στην Ελλάδα και σε άλλες χώρες, καταλήγουν στα ίδια συμπεράσματα, δηλαδή ότι:

- i. Οι αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν είναι αρκετά υψηλές, ώστε να καλύπτουν τα έξοδά τους και ότι δεν υπερισχύουν της πολιτικής «αγόρασε και κράτησε» τυχαίων επιλεγμένων μετοχών.
- ii. Τα αμοιβαία ακολούθησαν αμυντική επενδυτική πολιτική.
- iii. Το μέγεθος, η αρχαιότητα και οι επιδόσεις μιας χρονιάς δεν επηρεάζουν τις μελλοντικές αποδόσεις.

B2: Μέθοδοι Αξιολόγησης της Απόδοσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Στα πρώτα χρόνια λειτουργίας του θεσμού, οι επενδυτές αξιολογούσαν τα Α/Κ λαμβάνοντας υπ' όψιν τους μόνο της απόδοσή τους. Η μέθοδος αυτή, όμως, δεν ήταν η ενδεδειγμένη, αφού δεν περιελάμβανε και τον παράγοντα κίνδυνο που αναλάμβανε κάποιος επενδύοντας σε ένα Α/Κ. Έτσι, ένα σημαντικό πρόβλημα προέκυψε, που δεν ήταν άλλο από την αξιολόγηση της απόδοσης επικίνδυνων επενδύσεων. Στις αρχές, λοιπόν, της δεκαετίας του

’60 εμφανίστηκαν και οι πρώτοι μέθοδοι εκτίμησης της απόδοσης προσαρμοσμένες στον κίνδυνο, δηλαδή συσχετίζουν την απόδοση ενός Α/Κ με τον κίνδυνο που ενσωματώνεται σε αυτό. Οι κυριότερες των μεθόδων αυτών, και με τις οποίες θα ασχοληθούμε στην παρούσα μελέτη, είναι:

i. *Η μέθοδος της απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου (return per unit of risk)*

Η μέθοδος αυτή συσχετίζει το απόλυτο επίπεδο της απόδοσης του αμοιβαίου, το οποίο πραγματοποιήθηκε μέσα σε ένα δεδομένο χρονικό διάστημα, με το επίπεδο του κινδύνου που ενσωματώνεται σε αυτό. Για την μέτρηση της απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου χρησιμοποιούνται, ως επί το πλείστον, δύο δείκτες, οι δείκτες του Treynor και του Sharpe.

Ο δείκτης του Treynor (1965) υπολογίζει την απόδοση του Α/Κ συνδυάζοντας και τον κίνδυνο, αφού από την απόδοση του Α/Κ αφαιρεί την απόδοση που θα πετύχαινε ο επενδυτής αν τοποθετούσε τα χρήματά του σε μία ακίνδυνη επένδυση και αυτή η επιπλέον απόδοση προσαρμόζεται ανάλογα με το συστηματικό κίνδυνο στον οποίο εκτίθεται.

$$\text{Treynor Ratio (TR)} = \frac{r_{A/K} - r_f}{\beta_{A/K}}$$

όπου:

$r_{A/K}$: η απόδοση του Α/Κ

r_f : το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

$\beta_{A/K}$: ο συντελεστής συστηματικού κινδύνου ή συντελεστής β

Ο δείκτης του Treynor εκφράζεται σε ποσοστά, αφού ο αριθμητής του λόγου εκφράζεται σε ποσοστά και ο παρανομαστής σε καθαρό αριθμό.

Ο δείκτης του Sharpe (1966) υπολογίζει και αυτός την επιπλέον απόδοση που προκύπτει από τη διαφορά της απόδοσης του Α/Κ και μιας ακίνδυνης επένδυσης, αλλά σε αυτόν το δείκτη, η επιπλέον απόδοση προσαρμόζεται ανάλογα με τον συνολικό κίνδυνο του Α/Κ, δηλαδή την τυπική απόκλιση των αποδόσεων του.

$$\text{Sharpe Ratio (SR)} = \frac{r_{A/K} - r_f}{\sigma_{A/K}}$$

όπου:

$\sigma_{A/K}$: ο συνολικός κίνδυνος (τυπική απόκλιση των αποδόσεων) του Α/Κ

Ο δείκτης του Sharpe είναι καθαρός αριθμός, μιας και ο αριθμητής και ο παρανομαστής του λόγου εκφράζονται σε ποσοστά.

Οι δείκτες Treynor και Sharpe χαρακτηρίζουν ένα Α/Κ, αλλά θα πρέπει να συγκριθούν με τους αντίστοιχους δείκτες άλλων Α/Κ, ώστε να εξαχθούν συμπεράσματα για το συγκεκριμένο Α/Κ, δηλαδή εάν υπερείχε ή όχι άλλων Α/Κ, καθώς επίσης και με έναν αντιπροσωπευτικό δείκτη του χρηματιστηρίου, ώστε να δημιουργηθεί μία σειρά κατάταξης. Σε πλήρως διαφοροποιημένα Α/Κ, όπου αναμένεται ο ειδικός κίνδυνος να τείνει στο μηδέν, ο συνολικός κίνδυνος ισούται με το συστηματικό και οι δύο δείκτες δίνουν την ίδια κατάταξη στα Α/Κ, ενώ όποια διαφορά στην κατάταξη οφείλεται αποκλειστικά στη διαφοροποίηση.

ii. *Η μέθοδος της διαφορικής απόδοσης (differential return or Jensen's performance index)*

Η μέθοδος αυτή υπολογίζει την απόδοση που θα έπρεπε κανονικά να έχει το Α/Κ, ανάλογα με το συστηματικό κίνδυνο που περιέχει και ονομάζεται «φυσιολογική απόδοση» (normal return). Έπειτα, υπολογίζεται η «μη φυσιολογική απόδοση» (abnormal return), η οποία είναι η διαφορά μεταξύ της απόδοσης που πέτυχε το Α/Κ και της «φυσιολογικής απόδοσης». Εάν η «μη φυσιολογική απόδοση» ενός Α/Κ είναι θετική και υψηλότερη άλλων Α/Κ, τότε το συγκεκριμένο Α/Κ χαρακτηρίζεται από καλύτερη διαχείριση.

Ο Jensen (1968) προτείνει την εκτίμηση της ακόλουθης παλινδρόμησης:

$$r_{A/K} - r_f = \alpha_{A/K} + \beta_{A/K} (r_m - r_f) + e_{A/K}$$

όπου:

$r_{A/K}$: η απόδοση του Α/Κ

r_f : το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

r_m : η απόδοση του χαρτοφυλακίου αγοράς

Οι συντελεστές $\alpha_{A/K}$ και $\beta_{A/K}$ είναι σταθεροί για το Α/Κ που μελετάμε και την περίοδο ανάλυσης και εκτιμώνται από την παλινδρόμηση. Το $e_{A/K}$ συμβολίζει τις αποκλίσεις που έχει

η απόδοση από τη γραμμή παλινδρόμησης και η προσδοκώμενη τιμή του είναι ίση με το μηδέν και πληροί τις υποθέσεις του κλασσικού γραμμικού υποδείγματος. Ο συντελεστής $\beta_{A/K}$ φανερώνει το συστηματικό κίνδυνο, ενώ ο συντελεστής $\alpha_{A/K}$ αποτελεί το δείκτη του Jensen και μετρά την ικανότητα των διαχειριστών να επιλέγουν τίτλους για το χαρτοφυλάκιό τους, ώστε να επιτύχουν αποδόσεις μεγαλύτερες της αναμενόμενης για το συστηματικό κίνδυνο που ενσωματώνουν και για τα επιτόκια που υπάρχουν στην αγορά, δηλαδή είναι η «μη φυσιολογική απόδοση» του Α/Κ. Ο δείκτης αυτός είναι λοιπόν ένα μέτρο της ικανότητας των διαχειριστών να προβλέπουν τις τιμές και της επιλεκτικότητάς τους.

Εάν ο δείκτης του Jensen είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός, τότε η διαχείριση του Α/Κ ήταν πετυχημένη, ενώ εάν είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός, τότε η διαχείριση του Α/Κ ήταν αποτυχημένη. Σε περίπτωση που είναι στατιστικά ίσος με το μηδέν, τότε η απόδοση του Α/Κ ήταν η αναμενόμενη σε σχέση με το συστηματικό του κίνδυνο και σε μια απλή επενδυτική στρατηγική «αγόρασε και κράτησε» αναμένεται να είναι μηδέν. Η μη ύπαρξη στατιστικής σημαντικότητας υποδηλώνει ότι το Α/Κ επιτυγχάνει την αναμενόμενη απόδοση.

B3: Σκοποί της Εργασίας – Μεθοδολογία – Βάση Δεδομένων

Οι σκοποί της παρούσα εργασία είναι οι ακόλουθοι:

- i. *Η σχέση που υπάρχει ανάμεσα στους κινδύνους που αναλαμβάνει κάποιος αγοράζοντας μερίδια ενός Α/Κ και των χαρακτηριστικών σύνθεσης της κατηγορίας στην οποία ανήκει το Α/Κ που αγόρασε.*
- ii. *Η εξέταση της διαφοροποίησης των Α/Κ του δείγματος και η σχέση της κατηγορίας του αμοιβαίου και της διαφοροποίησής του.*
- iii. *Σύγκριση ανάμεσα στην απόδοση των Α/Κ και της απόδοσης της αγοράς.*
- iv. *Η αξιολόγηση της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων που διαπραγματεύονται στην ελληνική Κεφαλαιαγορά, ώστε να εξετάσει κατά το πόσο οι αποδόσεις που λαμβάνουν οι επενδυτές τοποθετώντας τις αποταμιεύσεις τους σε ένα ή περισσότερα Α/Κ είναι ανάλογη των κινδύνων που αναλαμβάνουν. Δηλαδή, να αξιολογήσει την ικανότητα των διαχειριστών Α/Κ να πετύχουν μεγάλες αποδόσεις, οι οποίες να είναι ικανές να καλύπτουν τον κίνδυνο, αλλά και τα έξοδά τους, όπως για παράδειγμα τους μισθούς των διαχειριστών, τα έξοδα ερευνών και την αμοιβή του Θεματοφύλακα.*

Για την διερεύνηση της σχέσης ανάμεσα στους κινδύνους και της κατηγορίας υπολογίστηκαν ο συνολικός κίνδυνος των αμοιβαίων, που είναι η τυπική απόκλιση των αποδόσεων τους, και ο συστηματικός κίνδυνος, που είναι ο συντελεστής $\beta_{A/K}$ της παλινδρόμησης του υποδείγματος της αγοράς και έγινε συσχέτιση των αποτελεσμάτων αυτών με τα χαρακτηριστικά της κατηγορίας στην οποία ανήκει το κάθε αμοιβαίο.

Για την εξέταση της διαφοροποίησης και τη σχέση της με τις κατηγορίες των A/K υπολογίστηκε ο ειδικός κίνδυνος των A/K, που είναι ένα μέτρο της διαφοροποίησης, αφού σε καλά διαφοροποιημένα αμοιβαία, θα πρέπει η τιμή του να τείνει στο μηδέν. Ο υπολογισμός του έγινε σύμφωνα με τον τύπο:

Συνολικός Κίνδυνος A/K = (Συντελεστής β A/K)² x Διακύμανση της αγοράς + Ειδικός Κίνδυνος

Ο έλεγχος της διαφοροποίησης έγινε επίσης συγκρίνοντας τη σειρά κατάταξης των A/K βάσει των δεικτών Treynor και Sharpe, όπου σε καλά διαφοροποιημένα αμοιβαία αναμένεται να είναι η ίδια.

Για τη σύγκριση ανάμεσα στην απόδοση των A/K και της απόδοσης της αγοράς υπολογίστηκε η συνολική απόδοση των αμοιβαίων για τη διετία 2001 – 2002 και η απόδοση της αγοράς για το ίδιο διάστημα, όπως αυτή προκύπτει από το Γ.Δ.Χ.Α.Α.

Για την αξιολόγηση της επίδοσης μελετήθηκαν 32 A/K, εκ των οποίων τα 13 ήταν μετοχικά, 12 ομολογιακά και 7 μικτά, ενώ δεν κρίθηκε σκόπιμο να εξεταστούν κάποια από την κατηγορία των διαχείρισης διαθεσίμων, αφού τα αμοιβαία αυτά δεν αναλαμβάνουν υψηλό κίνδυνο και οι αποδόσεις τους δεν παρουσιάζουν μεγάλη διακύμανση από έτος σε έτος. Η επιλογή των συγκεκριμένων αμοιβαίων έγινε γιατί υπήρχαν στοιχεία για αυτά στη βάση των διαθέσιμων στοιχείων. Τα A/K που μελετήθηκαν στην εργασία, καθώς και οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. στις οποίες ανήκουν, παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Πίνακας 9: Αμοιβαία Κεφάλαια του Δείγματος	
Όνομα	Α.Ε.Δ.Α.Κ.
ALICO Διεθνές Μικτό	Alico Aig
CitiFund Income (Ομολογιών Εσωτερικού)	Alico Aig
ALLIANZ Plus Μικτό Εσωτερικού	Allianz Dresdner
ALPHA Μικτό Α/Κ Εσωτερικού	Alpha
ALPHA Blue Chips Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	Alpha
ALPHA Ομολογιακό Α/Κ Εξωτερικού	Alpha
ALPHA Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	Alpha
ALPHA US Μετοχικό Εξωτερικού	Alpha
ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού)	Alpha Trust
ΑΣΠΙΣ Α/Κ (Μετοχών Εσωτερικού)	Ασπίς
ΑΣΠΙΣ Α/Κ (Ομολογιών Εσωτερικού)	Ασπίς
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού)	Διεθνική
ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Μετοχικό Εξωτερικού)	Διεθνική
ΔΗΛΟΣ (Εισοδήματος Ομολογιακού Εσωτερικού)	Διεθνική
ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού)	Διεθνική
ΔΗΛΟΣ (Μικτό Εσωτερικού)	Διεθνική
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ (Ομολογιών Εσωτερικού)	Εγνατία
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Μετοχών Εσωτερικού	Ερμής/Εμπορική
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Ομολογιών Εσωτερικού	Ερμής/Εμπορική
ΕΡΜΗΣ Μικτό Εσωτερικού	Ερμής/Εμπορική
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Εισοδήματος Ομολογιακό Εσωτερικού)	Ευρωπαϊκή Πίστη
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτερικού)	Ευρωπαϊκή Πίστη
HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτερικού)	HSBC (ΕΛΛΑΣ)
HSBC Εισοδήματος (Ομολογιών Εσωτερικού)	HSBC (ΕΛΛΑΣ)
INTERNATIONAL (Μικτό Εσωτερικού)	International
INTERNATIONAL (Ομολογιακό Εσωτερικού)	International
INTERAMERICAN Δυναμικό Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	Intertrust
INTERAMERICAN – F&C Α/Κ ΕΥΡΩ ΚΥΒΕΡΝΗΤΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ Ομολογιακό Διεθνές	Intertrust
INTERAMERICAN Ελληνικό Α/Κ Μικτό Εσωτερικού	Intertrust
INTERAMERICAN Σταθερό Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού	Intertrust
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	Ing Πειραιώς
ΩΜΕΓΑ – SOGEN INVEST Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	Ωμέγα

Για την αξιολόγηση των διαχειριστών των χαρτοφυλακίων εξετάσαμε τα 32 Α/Κ για τη διετία 2001 – 2002 και για το σκοπό αυτό χρησιμοποιήσαμε τους δείκτες των Sharpe, Treynor και Jensen. Ο υπολογισμός των δεικτών έγινε με δύο διαφορετικές μεθόδους. Αρχικά, υπολογίστηκαν οι δείκτες με βάση τις ημερήσιες αποδόσεις των Α/Κ και στη συνέχεια με βάση τις μέσες εβδομαδιαίες αποδόσεις.

Για τον υπολογισμό του δείκτη του Sharpe, με τον τύπο που αναλύθηκε προηγουμένως, υπολογίστηκαν αρχικά οι ετήσιες αποδόσεις των Α/Κ για κάθε έτος ξεχωριστά, σύμφωνα με το τύπο:

$$r_{A/K} = \frac{T\varepsilon + M - T\delta}{T\delta}$$

όπου έχει αναλυθεί στην αρχή της εργασίας.

- Οι τιμές διάθεσης και εξαγοράς, καθώς και τα μερίσματα των Α/Κ αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών και από το Πρόγραμμα Παροχής Βάσης Χρηματιστηριακών Δεδομένων (EFFECT).
- Ως απόδοση χωρίς κίνδυνο (r_f) θεωρήσαμε την μέση ετήσια απόδοση των δεκαετών κρατικών ομολόγων, τις οποίες πήραμε από την Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ) της Τράπεζας της Ελλάδος.
- Στη συνέχεια, υπολογίστηκε ο συνολικός κίνδυνος του κάθε Α/Κ, ως η τυπική απόκλιση των ημερήσιων ποσοστιαίων μεταβολών της καθαρής τιμής του.

Για τον υπολογισμό του δείκτη Sharpe με βάση τις μέσες εβδομαδιαίες τιμές, οι οποίες προκύπτουν από τον μέσο όρο των ημερήσιων ποσοστιαίων μεταβολών της καθαρής τιμής του Α/Κ για κάθε εβδομάδα, χρησιμοποιήθηκε πάλι ο ίδιος τύπος, αλλά ο συνολικός κίνδυνος ($\sigma_{A/K}$) υπολογίστηκε τώρα ως η τυπική απόκλιση των μέσων εβδομαδιαίων αποδόσεων.

Για τον υπολογισμό των δεικτών Treynor και Jensen σε ημερήσια βάση, για ένα έτος, εκτιμήθηκε το ακόλουθο υπόδειγμα, το οποίο είναι γνωστό και ως υπόδειγμα της αγοράς (Market Model) με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (Least Squares) στο οικονομετρικό πρόγραμμα Eviews.

$$r_{A/K} - r_f = \alpha_{A/K} + \beta_{A/K} (r_m - r_f) + e_{A/K}$$

όπου:

$\alpha_{A/K}$: ο δείκτης του Jensen για ημερήσιες αποδόσεις

$r_{A/K}$: η ημερήσια απόδοση του A/K, η οποία προκύπτει από την ποσοστιαία μεταβολή της καθαρής τιμής του A/K από μέρα σε μέρα

r_f : η ημερήσια ποσοστιαία μεταβολή της απόδοσης των δεκαετών κρατικών ομολόγων

r_m : η ημερήσια απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, όπως αυτή προκύπτει από το Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, δηλαδή η ημερήσια ποσοστιαία μεταβολή του κλεισίματος του δείκτη. Τα στοιχεία αυτά προήλθαν από την επίσημη βάση δεδομένων του Χ.Α.Α.

Για τον υπολογισμό του δείκτη Treynor χρησιμοποιήθηκε ο τύπος που αναλύθηκε προηγουμένως και όπου $r_{A/K}$ και r_f ίδια με αυτά του δείκτη Sharpe και $\beta_{A/K}$ ο συντελεστής συστηματικού κινδύνου του A/K, που υπολογίζεται από την παλινδρόμηση.

Με βάση τις μέσες εβδομαδιαίες τιμές, ο υπολογισμός των δύο δεικτών έγινε με την εκτίμηση του ίδιου υποδείγματος, αλλά όπου:

$r_{A/K}$: η μέση εβδομαδιαία απόδοση του A/K, η οποία προκύπτει από το μέσο όρο των ημερήσιων ποσοστιαίων μεταβολών της καθαρής τιμής του A/K για τη δεδομένη εβδομάδα

r_f : η μέση εβδομαδιαία ποσοστιαία μεταβολή της απόδοσης των δεκαετών κρατικών ομολόγων για την ίδια εβδομάδα

r_m : η μέση εβδομαδιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, που προκύπτει από το μέσο όρο των ημερήσιων ποσοστιαίων μεταβολών του Γενικού Δείκτη

$\alpha_{A/K}$: ο δείκτης του Jensen για μέσες εβδομαδιαίες αποδόσεις

και για τον υπολογισμό του δείκτη του Treynor χρησιμοποιήθηκε ο ίδιος τύπος, αλλά ως $\beta_{A/K}$, αυτή τη φορά χρησιμοποιήθηκε αυτό που προέκυψε από τη νέα παλινδρόμηση.

Οι λόγοι που επιλέχθηκε το συγκεκριμένο θέμα, καθώς και η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε, έγινε γιατί δεν υπάρχουν σύγχρονες ερευνητικές μελέτες στην Ελλάδα, οι οποίες να ασχολούνται με την εκτίμηση των κινδύνων των A/K, τη διαφοροποίησή τους και την αξιολόγηση της επίδοσής τους, ειδικά μετά την κρίση της Κεφαλαιαγοράς το 1999. Έτσι, λοιπόν, με ορόσημο το 1999 θέλουμε να δούμε τις εξελίξεις που έγιναν στον κλάδο των αμοιβαίων στην Ελλάδα και πως αντέδρασε η αγορά μετά την κρίση.

Η εργασία αυτή πιστεύεται ότι θα αξιολογήσει με τον καλύτερο δυνατό τρόπο το τμήμα της αγοράς χρήματος που απασχολείται με τα Α/Κ και θα δώσει μια πιο γενική και λεπτομερή εικόνα για τον τομέα των Α/Κ στην Ελλάδα, αφού εξετάζει τις 3 από τις 4 κατηγορίες Α/Κ και βασίζεται στις ημερήσιες και εβδομαδιαίες αποδόσεις των Α/Κ.

B4: Ανάλυση και Παρουσίαση Εμπειρικών Αποτελεσμάτων

B4A: Ταξινόμηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων Βάσει Κινδύνου

Εκτίμηση των Κινδύνων των Α/Κ

Στο τμήμα αυτό της εργασίας παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα εκτίμησης των κινδύνων των Α/Κ. Για αυτόν το σκοπό, εκτιμήθηκε το υπόδειγμα της αγοράς στο οικονομετρικό πρόγραμμα Eviews, τόσο για τις ημερήσιες, όσο και για τις μέσες εβδομαδιαίες αποδόσεις και τα αρχικά αποτελέσματα (οι τιμές των παραμέτρων α και β) που προέκυψαν από την ανάλυση παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες (10Α – 10Δ), όπου τα Α/Κ είναι ταξινομημένα ανά κατηγορία.

Εκτός από τις τιμές των παραμέτρων α και β , όπου αντίστοιχα είναι ο δείκτης του Jensen και ο συντελεστής συστηματικού κινδύνου, στους πίνακες παρουσιάζονται και οι πιθανότητες λάθους (Prob.) τους, που μας δείχνουν τη στατιστική σημαντικότητα των τιμών α και β . Όσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα λάθους μιας παραμέτρου, τόσο μεγαλύτερη είναι και η πιθανότητα, η τιμή που λαμβάνουμε για αυτήν από την εκτίμηση του υποδείγματος, να μην είναι αντιπροσωπευτική της πραγματικής της τιμής.

ΠΙΝΑΚΑΣ 10Α:				
Τιμές των α και β, υπολογισμένες Βάσει Ημερήσιων Αποδόσεων για το 2001				
ΜΕΤΟΧΙΚΑ	α		β	
	Τιμή	Prob.	Τιμή	Prob.
ALPHA Blue Chips Α/Κ Εσωτερικού	-0,0070	0,0000	0,8710	0,0000
ALPHA US Εξωτερικού	-0,0423	0,0000	0,2087	0,0000
ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Εσωτερικού)	0,0020	0,2443	1,0368	0,0000
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	-0,0158	0,0000	0,7144	0,0000
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Εσωτερικού)	-0,0039	0,0000	0,9324	0,0000
ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Εξωτερικού)	-0,0510	0,0000	0,0647	0,1141
ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Εξωτερικού)	-0,0499	0,0000	0,0770	0,0290
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Εσωτερικού	-0,0013	0,2253	0,9759	0,0000
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Εσωτερικού)	-0,0049	0,0000	0,9100	0,0000
HSBC Αναπτυξιακό Εσωτερικού	-0,0085	0,0000	0,8424	0,0000
INTERAMERICAN Δυναμικό Α/Κ Εσωτερικού	-0,0059	0,0000	0,8935	0,0000
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Εσωτερικού	-0,0006	0,3115	0,9936	0,0000
ΩΜΕΓΑ – SOGEN INVEST Α/Κ Εσωτερικού	-0,0105	0,0000	0,8305	0,0000
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	α		β	
	Τιμή	Prob.	Τιμή	Prob.
ALPHA Α/Κ Εξωτερικού	-0,0509	0,0000	0,0357	0,0050
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	-0,0519	0,0000	0,0177	0,0591
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	-0,0489	0,0000	0,0765	0,0000
CitiFund Income Εσωτερικού	-0,0518	0,0000	0,0201	0,0050
ΔΗΛΟΣ (Εισοδήματος Εσωτερικού)	-0,0505	0,0000	0,0435	0,0000
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ Εσωτερικού	-0,0508	0,0000	0,0377	0,0000
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Εσωτερικού	-0,0506	0,0000	0,0414	0,0000
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Εισοδήματος Εσωτερικού)	-0,0517	0,0000	0,0231	0,0053
HSBC Εισοδήματος Εσωτερικού	-0,0522	0,0000	0,0123	0,1757
INTERAMERICAN – F&C Α/Κ ΕΥΡΩ ΚΥΒΕΡ. ΟΜΟΛ. Διεθνές	-0,0515	0,0000	0,0246	0,0078
INTERAMERICAN Σταθερό Α/Κ Εσωτερικού	-0,0516	0,0000	0,0229	0,0060
INTERNATIONAL Εσωτερικού	-0,0511	0,0000	0,0333	0,0001
ΜΙΚΤΑ	α		β	
	Τιμή	Prob.	Τιμή	Prob.
ALICO Διεθνές	-0,0393	0,0000	0,2623	0,0000
ALLIANZ Plus Εσωτερικού	-0,0240	0,0000	0,5459	0,0000
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	-0,0250	0,0000	0,5281	0,0000
ΔΗΛΟΣ Εσωτερικού	-0,0234	0,0000	0,5650	0,0000
ΕΡΜΗΣ Εσωτερικού	-0,0200	0,0000	0,6212	0,0000
INTERAMERICAN Ελληνικό Α/Κ Εσωτερικού	-0,0212	0,0000	0,5999	0,0000
INTERNATIONAL Εσωτερικού	-0,0230	0,0000	0,5712	0,0000

ΠΙΝΑΚΑΣ 10B:				
Τιμές των α και β, υπολογισμένες Βάσει Ημερήσιων Αποδόσεων για το 2002				
ΜΕΤΟΧΙΚΑ	α		β	
	Τιμή	Prob.	Τιμή	Prob.
ALPHA Blue Chips A/K Εσωτερικού	-0,0094	0,0000	0,8246	0,0000
ALPHA US Εξωτερικού	-0,0255	0,0000	0,5145	0,0000
ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Εσωτερικού)	-0,0044	0,0002	0,9200	0,0000
ΑΣΠΙΣ A/K Εσωτερικού	-0,0193	0,0000	0,6350	0,0000
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Εσωτερικού)	-0,0075	0,0000	0,8553	0,0000
ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Εξωτερικού)	-0,0438	0,0000	0,1536	0,0004
ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Εξωτερικού)	-0,0438	0,0000	0,1517	0,0003
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Εσωτερικού	-0,0067	0,0000	0,8746	0,0000
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Εσωτερικού)	-0,0094	0,0000	0,8175	0,0000
HSBC Αναπτυξιακό Εσωτερικού	-0,0131	0,0000	0,7417	0,0000
INTERAMERICAN Δυναμικό A/K Εσωτερικού	-0,0116	0,0000	0,7739	0,0000
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ A/K Εσωτερικού	-0,0115	0,0000	0,7756	0,0000
ΩΜΕΓΑ – SOGEN INVEST A/K Εσωτερικού	-0,0118	0,0000	0,7692	0,0000
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	α		β	
	Τιμή	Prob.	Τιμή	Prob.
ALPHA A/K Εξωτερικού	-0,0487	0,0000	0,0443	0,0669
ALPHA A/K Εσωτερικού	-0,0500	0,0000	0,0151	0,4909
ΑΣΠΙΣ A/K Εσωτερικού	-0,0464	0,0000	0,0922	0,0000
CitiFund Income Εσωτερικού	-0,0481	0,0000	0,0557	0,0082
ΔΗΛΟΣ (Εισοδήματος Εσωτερικού)	-0,0490	0,0000	0,0382	0,0641
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ Εσωτερικού	-0,0500	0,0000	0,0161	0,4810
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Εσωτερικού	-0,0482	0,0000	0,0523	0,0082
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Εισοδήματος Εσωτερικού)	-0,0488	0,0000	0,0422	0,0356
HSBC Εισοδήματος Εσωτερικού	-0,0498	0,0000	0,0211	0,3354
INTERAMERICAN – F&C A/K ΕΥΡΩ ΚΥΒΕΡ. ΟΜΟΛ. Διεθνές	-0,0509	0,0000	0,0010	0,9648
INTERAMERICAN Σταθερό A/K Εσωτερικού	-0,0496	0,0000	0,0238	0,2649
INTERNATIONAL Εσωτερικού	-0,0495	0,0000	0,0275	0,2034
ΜΙΚΤΑ	α		β	
	Τιμή	Prob.	Τιμή	Prob.
ALICO Διεθνές	-0,0285	0,0000	0,4464	0,0000
ALLIANZ Plus Εσωτερικού	-0,0243	0,0000	0,5237	0,0000
ALPHA A/K Εσωτερικού	-0,0270	0,0000	0,4682	0,0000
ΔΗΛΟΣ Εσωτερικού	-0,0223	0,0000	0,5647	0,0000
ΕΡΜΗΣ Εσωτερικού	-0,0236	0,0000	0,5376	0,0000
INTERAMERICAN Ελληνικό A/K Εσωτερικού	-0,0270	0,0000	0,4731	0,0000
INTERNATIONAL Εσωτερικού	-0,0281	0,0000	0,4533	0,0000

ΠΙΝΑΚΑΣ 10Γ: Τιμές των α και β, υπολογισμένες Βάσει Μέσων Εβδομαδιαίων Αποδόσεων για το 2001				
ΜΕΤΟΧΙΚΑ	α		β	
	Τιμή	Prob.	Τιμή	Prob.
ALPHA Blue Chips Α/Κ Εσωτερικού	-0,0001	0,5528	0,9042	0,0000
ALPHA US Εξωτερικού	-0,0001	0,8969	0,3067	0,0010
ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Εσωτερικού)	0,0000	0,9557	1,0285	0,0000
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	-0,0006	0,0810	0,7634	0,0000
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Εσωτερικού)	-0,0002	0,3084	0,9815	0,0000
ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Εξωτερικού)	-0,0012	0,0944	0,1986	0,0164
ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Εξωτερικού)	-0,0007	0,3267	0,1914	0,0206
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Εσωτερικού	0,0000	0,9517	0,9971	0,0000
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Εσωτερικού)	-0,0001	0,5227	0,9278	0,0000
HSBC Αναπτυξιακό Εσωτερικού	-0,0001	0,7136	0,8757	0,0000
INTERAMERICAN Δυναμικό Α/Κ Εσωτερικού	-0,0001	0,4291	0,9579	0,0000
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Εσωτερικού	-0,0002	0,2224	1,0082	0,0000
ΩΜΕΓΑ – SOGEN INVEST Α/Κ Εσωτερικού	-0,0001	0,6332	0,8534	0,0000
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	α		β	
	Τιμή	Prob.	Τιμή	Prob.
ALPHA Α/Κ Εξωτερικού	0,0004	0,4588	0,1259	0,0489
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	0,0004	0,4943	0,1445	0,0410
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	0,0003	0,5781	0,1882	0,0021
CitiFund Income Εσωτερικού	0,0004	0,4772	0,1203	0,0419
ΔΗΛΟΣ (Εισοδήματος Εσωτερικού)	0,0004	0,4966	0,1623	0,0149
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ Εσωτερικού	0,0004	0,4875	0,1406	0,0243
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Εσωτερικού	0,0004	0,4451	0,1356	0,0183
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Εισοδήματος Εσωτερικού)	0,0004	0,5399	0,1300	0,0438
HSBC Εισοδήματος Εσωτερικού	0,0004	0,5066	0,1331	0,0461
INTERAMERICAN – F&C Α/Κ ΕΥΡΩ ΚΥΒΕΡ. ΟΜΟΛ. Διεθνές	0,0004	0,5218	0,1383	0,0442
INTERAMERICAN Σταθερό Α/Κ Εσωτερικού	0,0004	0,4704	0,1374	0,0312
INTERNATIONAL Εσωτερικού	0,0004	0,5395	0,1449	0,0236
ΜΙΚΤΑ	α		β	
	Τιμή	Prob.	Τιμή	Prob.
ALICO Διεθνές	0,0001	0,8810	0,4331	0,0000
ALLIANZ Plus Εσωτερικού	0,0002	0,4992	0,5969	0,0000
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	0,0001	0,6737	0,5950	0,0000
ΔΗΛΟΣ Εσωτερικού	-0,0002	0,4744	0,6450	0,0000
ΕΡΜΗΣ Εσωτερικού	0,0002	0,4523	0,6485	0,0000
INTERAMERICAN Ελληνικό Α/Κ Εσωτερικού	0,0001	0,6602	0,6640	0,0000
INTERNATIONAL Εσωτερικού	-0,0002	0,5627	0,6079	0,0000

ΠΙΝΑΚΑΣ 10Δ: Τιμές των α και β, υπολογισμένες Βάσει Μέσων Εβδομαδιαίων Αποδόσεων για το 2002				
ΜΕΤΟΧΙΚΑ	α		β	
	<i>Τιμή</i>	<i>Prob.</i>	<i>Τιμή</i>	<i>Prob.</i>
ALPHA Blue Chips Α/Κ Εσωτερικού	0,0000	0,7825	0,8412	0,0000
ALPHA US Εξωτερικού	-0,0007	0,2847	0,2273	0,0681
ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Εσωτερικού)	-0,0002	0,4344	0,8655	0,0000
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	-0,0004	0,1701	0,6583	0,0000
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Εσωτερικού)	0,0000	0,8223	0,8515	0,0000
ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Εξωτερικού)	0,0000	0,9545	0,0897	0,2686
ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Εξωτερικού)	0,0001	0,8774	0,0654	0,4156
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Εσωτερικού	-0,0002	0,1314	0,9013	0,0000
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Εσωτερικού)	0,0001	0,5061	0,8265	0,0000
HSBC Αναπτυξιακό Εσωτερικού	0,0002	0,3807	0,6913	0,0000
INTERAMERICAN Δυναμικό Α/Κ Εσωτερικού	0,0001	0,4496	0,8017	0,0000
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Εσωτερικού	0,0001	0,2672	0,7969	0,0000
ΩΜΕΓΑ – SOGEN INVEST Α/Κ Εσωτερικού	0,0002	0,3442	0,7675	0,0000
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	α		β	
	<i>Τιμή</i>	<i>Prob.</i>	<i>Τιμή</i>	<i>Prob.</i>
ALPHA Α/Κ Εξωτερικού	0,0008	0,0672	0,1348	0,1429
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	0,0012	0,0229	0,1718	0,0864
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	0,0007	0,0965	0,2129	0,0195
CitiFund Income Εσωτερικού	0,0009	0,0274	0,1444	0,0892
ΔΗΛΟΣ (Εισοδήματος Εσωτερικού)	0,0010	0,0380	0,1502	0,0987
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ Εσωτερικού	0,0011	0,0267	0,1795	0,0699
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Εσωτερικού	0,0010	0,0228	0,1573	0,0728
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Εισοδήματος Εσωτερικού)	0,0010	0,0294	0,1485	0,0938
HSBC Εισοδήματος Εσωτερικού	0,0011	0,0256	0,1648	0,0878
INTERAMERICAN – F&C Α/Κ ΕΥΡΩ ΚΥΒΕΡ. ΟΜΟΛ. Διεθνές	0,0011	0,0363	0,1487	0,1391
INTERAMERICAN Σταθερό Α/Κ Εσωτερικού	0,0011	0,0221	0,1570	0,0914
INTERNATIONAL Εσωτερικού	0,0010	0,0312	0,1631	0,0749
ΜΙΚΤΑ	α		β	
	<i>Τιμή</i>	<i>Prob.</i>	<i>Τιμή</i>	<i>Prob.</i>
ALICO Διεθνές	0,0002	0,4846	0,4069	0,0000
ALLIANZ Plus Εσωτερικού	0,0004	0,0699	0,5468	0,0000
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	0,0006	0,0162	0,5266	0,0000
ΔΗΛΟΣ Εσωτερικού	0,0002	0,3758	0,6247	0,0000
ΕΡΜΗΣ Εσωτερικού	0,0005	0,0380	0,6117	0,0000
INTERAMERICAN Ελληνικό Α/Κ Εσωτερικού	0,0004	0,1261	0,5750	0,0000
INTERNATIONAL Εσωτερικού	0,0003	0,3220	0,5188	0,0000

Από τη σύγκριση των αποτελεσμάτων για ημερήσιες και μέσες εβδομαδιαίες αποδόσεις παρατηρούμε ότι με τη μέθοδο ανάλυσης για μέσες εβδομαδιαίες τιμές δεν υπάρχει στατιστική σημαντικότητα του δείκτη του Jensen για την πλειοψηφία των Α/Κ και για τα δύο έτη. Η απουσία στατιστικής σημαντικότητας για το δείκτη του Jensen υποδηλώνει ότι ο διαχειριστής απλώς πέτυχε την απόδοση που αναμενόταν για το συστηματικό κίνδυνο που ανέλαβε. Επειδή, όμως, βάσει ημερησίων παρατηρήσεων για την πλειοψηφία των Α/Κ, ο δείκτης του Jensen είναι στατιστικά σημαντικός, άρα εμπιστευόμαστε τις τιμές που λαμβάνουμε για αυτόν, επιλέγουμε να συνεχίσουμε την αξιολόγηση των διαχειριστών των Α/Κ λαμβάνοντας υπ' όψιν μας μόνο τα αποτελέσματα που προκύπτουν από τον υπολογισμό των δεικτών με βάση τις ημερήσιες αποδόσεις.

Μια πιο λεπτομερής ανάλυση του κινδύνου των ελληνικών Α/Κ απεικονίζεται στους ακόλουθους πίνακες (ΠΙΝΑΚΕΣ 11Α και 11Β), όπου εκτός του συστηματικού κινδύνου β , παρουσιάζονται και ο συνολικός κίνδυνος, ο οποίος ως γνωστόν είναι η τυπική απόκλιση (σ) των αποδόσεων των Α/Κ και ο ειδικός κίνδυνος που είναι το τμήμα του συνολικού κινδύνου το οποίο οφείλεται σε παράγοντες που αφορούν την κάθε επένδυση και όχι τη χρηματιστηριακή αγορά και σε καλά διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια αναμένεται να τείνει στο μηδέν.

Επίσης, παρουσιάζεται και ο συντελεστής προσδιορισμού R^2 , ο οποίος είναι ένα μέτρο που μας φανερώνει πιο ποσοστό των διακυμάνσεων των τιμών της εξαρτημένης μεταβλητής ερμηνεύεται από τις διακυμάνσεις των τιμών της ανεξάρτητης μεταβλητής, δηλαδή μας δείχνει πιο ποσοστό των μεταβολών της καθαρής τιμής του Α/Κ οφείλεται στις διακυμάνσεις της χρηματιστηριακής αγοράς, η οποία είναι το Χρηματιστήριο Αθηνών. Ο συντελεστής προσδιορισμού παίρνει τιμές μεταξύ 0 – 1 και εκφράζεται σε ποσοστά.

Στους πίνακες, απεικονίζονται επίσης, και οι ετήσιες αποδόσεις των Α/Κ, οι οποίες χρησιμοποιούνται και για την κατάταξη των Α/Κ στους συγκεκριμένους πίνακες, καθώς και η τυπική απόκλιση του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. και η απόδοσή του. Εξ' ορισμού, ο συστηματικός κίνδυνος του Γ.Δ.Χ.Α.Α. ισούται με τη μονάδα και ο συντελεστής προσδιορισμού του είναι 100%, ενώ ο ειδικός κίνδυνος είναι μηδέν.

ΠΙΝΑΚΑΣ 11Α: Οι Κίνδυνοι των Α/Κ για το 2001

ΜΕΤΟΧΙΚΑ	β	Ειδικός Κίνδυνος	σ	R^2	Απόδοση
ALPHA US Εξωτερικού	0,2087	0,01132	0,0121	9,65%	-17,39%
ALPHA Blue Chips Α/Κ Εσ.	0,8710	0,00218	0,0159	97,29%	-25,17%
ΩΜΕΓΑ–SOGEN INVEST Α/Κ Εσ.	0,8305	0,00314	0,0156	91,15%	-25,18%
HSBC Αναπτυξιακό Εσωτερικού	0,8424	0,00278	0,0156	94,26%	-25,53%
ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Εξωτερικού)	0,0770	0,00998	0,0100	1,91%	-25,59%
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Εσ.	0,9759	0,00119	0,0184	91,75%	-26,05%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπ. Εσ.)	0,9100	0,00163	0,0166	97,87%	-27,02%
INTERAMERICAN Δυν. Α/Κ Εσ.	0,8935	0,00187	0,0163	97,48%	-27,56%
ALPHA TRUST (Αναπ. Εσ.)	1,0368	0,00121	0,0206	83,12%	-28,17%
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Εσωτερικού	0,9936	0,00036	0,0182	97,51%	-29,80%
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Εσωτερικού)	0,9324	0,00163	0,0173	94,06%	-30,44%
ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Εξωτερικού)	0,0647	0,01162	0,0117	1,00%	-31,44%
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	0,7144	0,01426	0,0143	81,37%	-31,73%
ΜΙΚΤΑ					
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	0,5281	0,00445	0,0095	96,24%	-14,35%
ALLIANZ Plus Εσωτερικού	0,5459	0,00467	0,0101	92,18%	-15,33%
ΕΡΜΗΣ Εσωτερικού	0,6212	0,00488	0,0115	92,93%	-15,50%
ALICO Διεθνές	0,2623	0,00455	0,0058	56,91%	-15,62%
INTERAMERICAN Ελ. Α/Κ Εσ.	0,5999	0,00444	0,0109	95,02%	-17,15%
INTERNATIONAL Εσωτερικού	0,5712	0,00472	0,0106	90,74%	-22,94%
ΔΗΛΟΣ Εσωτερικού	0,5650	0,00447	0,0102	95,31%	-23,27%
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ					
ALPHA Α/Κ Εξωτερικού	0,0357	0,00320	0,0032	3,13%	2,66%
INTERAMERICAN Στ. Α/Κ Εσ.	0,0229	0,00121	0,0012	3,00%	2,44%
CitiFund Income Εσωτερικού	0,0201	0,00055	0,0006	3,13%	2,36%
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	0,0177	0,00174	0,0017	1,43%	2,33%
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Εσ.	0,0414	0,00054	0,0006	12,58%	1,71%
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ Εσωτερικού	0,0377	0,00112	0,0011	8,23%	1,63%
HSBC Εισοδήματος Εσωτερικού	0,0123	0,00159	0,0016	0,74%	1,62%
INTERAMERICAN – F&C Α/Κ ΕΥΡΩ ΚΥΒΕΡ. ΟΜΟΛ. Διεθνές	0,0246	0,00175	0,0018	2,82%	1,38%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Εισ. Εσ.)	0,0231	0,00121	0,0012	3,09%	0,59%
ΔΗΛΟΣ (Εισ. Εσ.)	0,0435	0,00145	0,0015	9,41%	0,52%
INTERNATIONAL Εσωτερικού	0,0333	0,00140	0,0014	5,74%	-1,32%
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	0,0765	0,00165	0,0018	25,42%	-1,75%
Γ.Δ.Χ.Α.Α.	1	0	0,0181	100%	-23,54%

ΠΙΝΑΚΑΣ 11B: Οι Κίνδυνοι των Α/Κ για το 2002

ΜΕΤΟΧΙΚΑ	β	Ειδικός Κίνδυνος	σ	R^2	Απόδοση
ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Εξωτερικού)	0,1517	0,00674	0,0070	5,26%	-17,47%
ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Εξωτερικού)	0,1536	0,00703	0,0073	5,01%	-20,27%
HSBC Αναπτυξιακό Εσωτερικού	0,7417	0,00244	0,0084	87,06%	-28,73%
ΩΜΕΓΑ – SOGEN INVEST Α/Κ Εσωτερικού	0,7692	0,00244	0,0089	86,91%	-29,37%
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Εσωτερικού	0,7756	0,00191	0,0085	94,94%	-30,47%
INTERAMERICAN Δυναμικό Α/Κ Εσωτερικού	0,7739	0,00199	0,0085	94,43%	-31,20%
ALPHA Blue Chips Α/Κ Ε.	0,8246	0,00165	0,0091	96,77%	-32,04%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπ. Εσ.)	0,8175	0,00167	0,0090	96,63%	-33,11%
ALPHA US Εξωτερικού	0,5145	0,01271	0,0156	13,09%	-33,78%
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Εσωτερικού)	0,8553	0,00143	0,0094	96,69%	-34,10%
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	0,6350	0,00320	0,0076	79,61%	-36,19%
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Εσ.	0,8746	0,00131	0,0097	96,60%	-38,10%
ALPHA TRUST (Αναπ. Εσ.)	0,9200	0,00154	0,0108	87,66%	-40,90%
ΜΙΚΤΑ					
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	0,4682	0,00242	0,0048	84,12%	-15,39%
INTERAMERICAN Ελληνικό Α/Κ Εσωτερικού	0,4731	0,00257	0,0050	81,74%	-20,88%
ΕΡΜΗΣ Εσωτερικού	0,5376	0,00241	0,0056	90,22%	-21,98%
ALLIANZ Plus Εσωτερικού	0,5237	0,00249	0,0055	87,23%	-22,52%
ALICO Διεθνές	0,4464	0,00340	0,0056	60,61%	-23,61%
ΔΗΛΟΣ Εσωτερικού	0,5647	0,00279	0,0063	87,39%	-24,06%
INTERNATIONAL Εσωτερικού	0,4533	0,00255	0,0048	83,54%	-24,76%
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ					
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	0,0151	0,00167	0,0017	0,19%	5,92%
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ Εσωτερικού	0,0161	0,00191	0,0019	0,20%	4,61%
INTERAMERICAN Στ. Α/Κ Εσ.	0,0238	0,00150	0,0015	0,51%	4,34%
INTERAMERICAN – F&C Α/Κ ΕΥΡΩ ΚΥΒΕΡ. ΟΜΟΛ. Διεθνές	0,0010	0,00203	0,0020	0,00%	4,04%
HSBC Εισοδήματος Εσωτερικού	0,0211	0,00155	0,0016	0,38%	3,39%
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Εσ.	0,0523	0,00065	0,0007	2,82%	2,34%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Εισ. Εσ.)	0,0422	0,00090	0,0009	1,79%	1,64%
CitiFund Income Εσωτερικού	0,0557	0,00155	0,0016	2,82%	1,47%
ΔΗΛΟΣ (Εισ. Εσ.)	0,0382	0,00114	0,0012	1,39%	1,26%
ALPHA Α/Κ Εξωτερικού	0,0443	0,00263	0,0026	1,36%	1,21%
INTERNATIONAL Εσωτερικού	0,0275	0,00153	0,0015	0,66%	0,96%
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	0,0922	0,00126	0,0014	8,27%	-4,31%
Γ.Δ.Χ.Α.Α.	1	0	0,0109	100%	-32,55%

Η ανάλυση των κινδύνων που ενσωματώνονται στις επενδύσεις με Α/Κ βασίζεται πάνω στις διαφορετικές κατηγορίες των αμοιβαίων που μελετώνται σε αυτή την εργασία και των χαρακτηριστικών που εμπεριέχονται σε αυτές. Στους πίνακες όπου παρουσιάζονται οι κίνδυνοι, που αναλαμβάνει κάποιος επενδύοντας σε Α/Κ, τα συμπεράσματα που εξάγονται είναι πολύ χρήσιμα όσο αφορά τη σχέση ανάμεσα στα διαφορετικά είδη κινδύνων (συστηματικού και συνολικού κινδύνου) του κάθε αμοιβαίου και της κατηγορίας (μετοχικά, μικτά και ομολογιακά) στην οποία ανήκει. Επίσης, μελετάμε και τη σχέση μεταξύ της διαφοροποίησης (ειδικός κίνδυνος) των Α/Κ και των κατηγοριών τους και των αποδόσεών τους, καθώς και τη σχέση της απόδοσης και των κινδύνων του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. με αυτών των Α/Κ και των κατηγοριών στις οποίες κατατάσσονται.

Ανάλυση Συστηματικού Κινδύνου

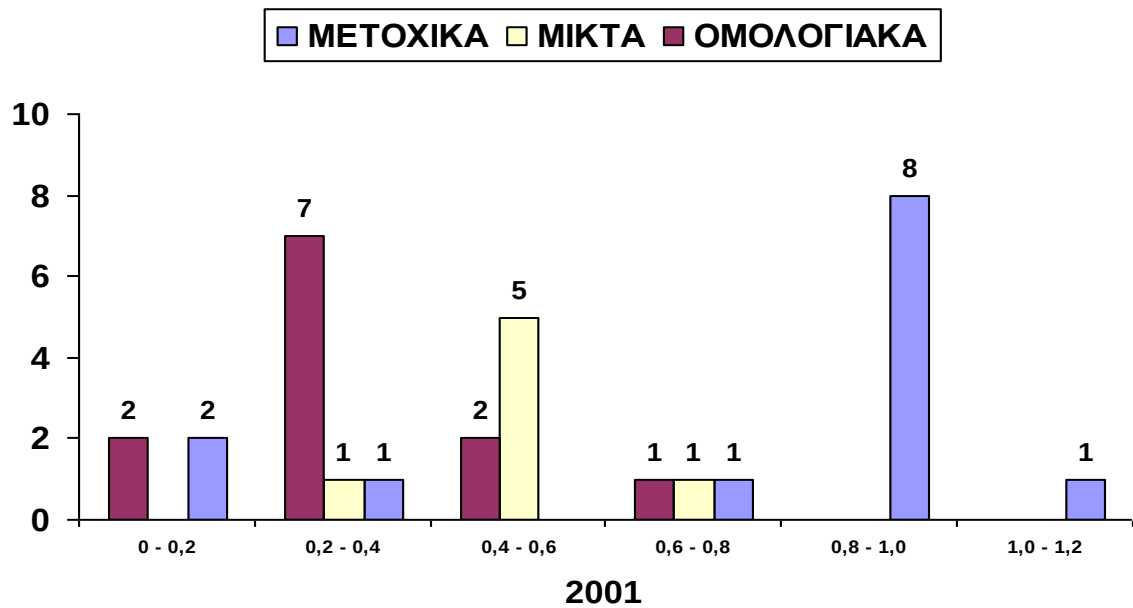
Αναλύοντας αρχικά το συστηματικό κίνδυνο ή συντελεστή β των αμοιβαίων, παρατηρούμε ότι τα Α/Κ της κατηγορίας των μετοχικών έχουν το μεγαλύτερο συντελεστή και για τα δύο έτη σε σχέση με τις άλλες δύο κατηγορίες, με αποτέλεσμα να είναι και τα πιο επικίνδυνα, αφού όσο μεγαλύτερος είναι ο συντελεστής αυτός ενός Α/Κ, τόσο πιο επισφαλές είναι αυτό. Το αποτέλεσμα αυτό ήταν αναμενόμενο, αφού τα μετοχικά Α/Κ αποτελούνται, βάσει του ισχύοντος νόμου, σε ποσοστό μεγαλύτερο του 65% από μετοχές, άρα είναι και τα αμοιβαία με τη μεγαλύτερη ευαισθησία στις μεταβολές του Γ.Δ.Χ.Α.Α. Εξαίρεση αποτελούν τα Α/Κ ALPHA US Εξωτερικού, ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Εξωτερικού) και ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Εξωτερικού), τα οποία έχουν πολύ μικρό συστηματικό κίνδυνο σε σχέση με τα άλλα μετοχικά. Το γεγονός αυτό δεν πρέπει να μας προξενεί καμία έκπληξη, αφού τα συγκεκριμένα αμοιβαία έχουν διεθνή προσανατολισμό και οι μετοχές στις οποίες έχουν επενδύσει, διαπραγματεύονται κυρίως σε ξένα χρηματιστήρια, με αποτέλεσμα οι αποδόσεις τους να μην επηρεάζονται πάρα πολύ από τις μεταβολές του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Δεύτερα στην κατάταξη έρχονται τα μικτά Α/Κ, τα οποία επιτρέπεται να επενδύουν σε όλες τις κατηγορίες αμοιβαίων, με αποτέλεσμα στο χαρτοφυλάκιό τους να περιλαμβάνονται και αρκετές μετοχές και έτσι να επηρεάζονται ως ένα βαθμό από τις μεταβολές του Γ.Δ.Χ.Α.Α. Το μικρότερο συντελεστή β σε αυτή την κατηγορία κατέχει και εδώ ένα Α/Κ με διεθνή προσανατολισμό, το ALICO Διεθνές. Τα ομολογιακά, όπως ήταν αναμενόμενο, έχουν το μικρότερο συστηματικό κίνδυνο, γεγονός που οφείλεται στη σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους, το οποίο δεν επιτρέπεται να περιλαμβάνει μετοχές σε ποσοστό μεγαλύτερο του 10%

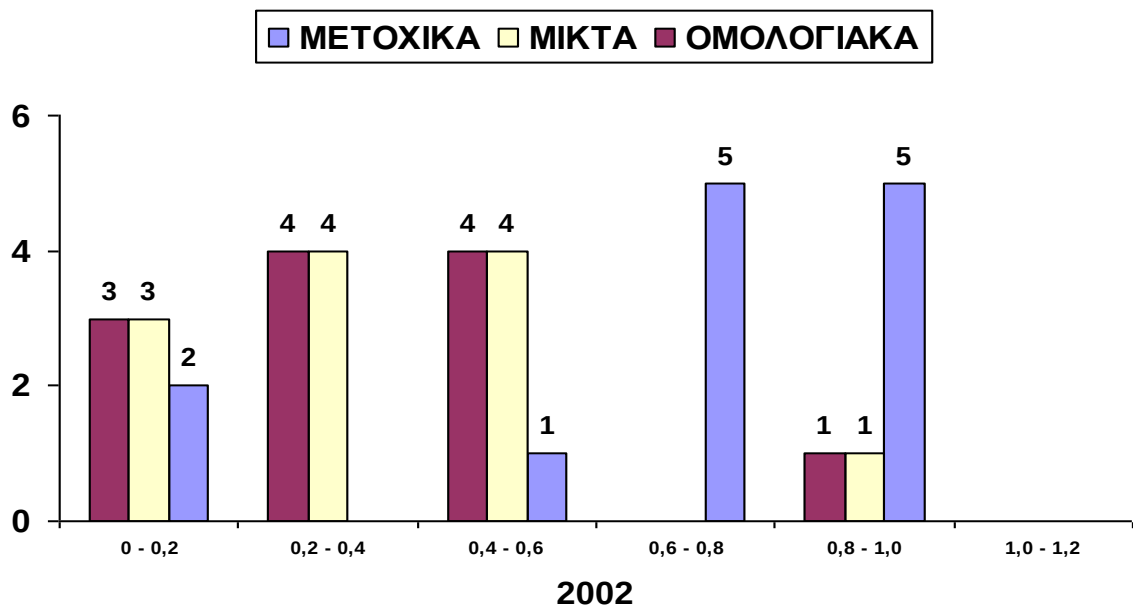
του συνολικού ενεργητικού τους, με συνέπεια να μην επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από το Γ.Δ.Χ.Α.Α.

ΠΙΝΑΚΑΣ12Α: Κατάταξη των Α/Κ Βάσει Συστηματικού Κινδύνου για το 2001	
ΜΕΤΟΧΙΚΑ	β
ALPHA TRUST (Αναπ. Εσ.)	1,0368
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Εσωτερικού	0,9936
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Εσ.	0,9759
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Εσωτερικού)	0,9324
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπ. Εσ.)	0,9100
INTERAMERICAN Δυν. Α/Κ Εσ.	0,8935
ALPHA Blue Chips Α/Κ Εσ.	0,8710
HSBC Αναπ. Εσ.	0,8424
ΩΜΕΓΑ – SOGEN INVEST Α/Κ Εσ.	0,8305
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	0,7144
ALPHA US Εξωτερικού	0,2087
ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Εξωτερικού)	0,0770
ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Εξωτερικού)	0,0647
ΜΙΚΤΑ	β
ΕΡΜΗΣ Εσωτερικού	0,6212
INTERAMERICAN Ελληνικό Α/Κ Εσ.	0,5999
INTERNATIONAL Εσωτερικού	0,5712
ΔΗΛΟΣ Εσωτερικού	0,5650
ALLIANZ Plus Εσωτερικού	0,5459
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	0,5281
ALICO Διεθνές	0,2623
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	β
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	0,0765
ΔΗΛΟΣ (Εισ. Εσ.)	0,0435
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Εσ.	0,0414
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ Εσ.	0,0377
ALPHA Α/Κ Εξωτερικού	0,0357
INTERNATIONAL Εσωτερικού	0,0333
INTERAMERICAN – F&C Α/Κ ΕΥΡΩ ΚΥΒΕΡ. ΟΜΟΛ. Διεθνές	0,0246
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Εισ. Εσ.)	0,0231
INTERAMERICAN Σταθ. Α/Κ Εσ.	0,0229
CitiFund Income Εσωτερικού	0,0201
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	0,0177
HSBC Εισοδήματος Εσωτερικού	0,0123

ΠΙΝΑΚΑΣ12Β: Κατάταξη των Α/Κ Βάσει Συστηματικού Κινδύνου για το 2002	
ΜΕΤΟΧΙΚΑ	β
ALPHA TRUST (Αναπ. Εσ.)	0,9200
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Εσ.	0,8746
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Εσ.)	0,8553
ALPHA Blue Chips Α/Κ Εσ.	0,8246
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπ. Εσ.)	0,8175
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Εσ.	0,7756
INTERAMERICAN Δυν. Α/Κ Εσ.	0,7739
ΩΜΕΓΑ – SOGEN INVEST Α/Κ Εσ.	0,7692
HSBC Αναπτυξιακό Εσ.	0,7417
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	0,6350
ALPHA US Εξωτερικού	0,5145
ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Εξ.)	0,1536
ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Εξ.)	0,1517
ΜΙΚΤΑ	β
ΔΗΛΟΣ Εσωτερικού	0,5647
ΕΡΜΗΣ Εσωτερικού	0,5376
ALLIANZ Plus Εσωτερικού	0,5237
INTERAMERICAN Ελ. Α/Κ Εσ.	0,4731
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	0,4682
INTERNATIONAL Εσ.	0,4533
ALICO Διεθνές	0,4464
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	β
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	0,0922
CitiFund Income Εσωτερικού	0,0557
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Εσ.	0,0523
ALPHA Α/Κ Εξωτερικού	0,0443
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Εισ. Εσ.)	0,0422
ΔΗΛΟΣ (Εισ. Εσ.)	0,0382
INTERNATIONAL Εσ.	0,0275
INTERAMERICAN Σταθ. Α/Κ Εσ.	0,0238
HSBC Εισοδήματος Εσωτερικού	0,0211
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ Εσ.	0,0161
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	0,0151
INTERAMERICAN – F&C Α/Κ ΕΥΡΩ ΚΥΒΕΡ. ΟΜΟΛ. Διεθνές	0,0010



Συχνότητα κατανομής του συστηματικού κινδύνου για το 2001



Συχνότητα κατανομής του συστηματικού κινδύνου για το 2002

Οι τιμές του συντελεστή β για το σύνολο των Α/Κ είναι μικρότερος της μονάδας, με εξαίρεση μόνο το ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Εσωτερικού) για το 2001 που ήταν 1,0368, γεγονός που υποδηλώνει ότι τα αμοιβαία ακολούθησαν αμυντική πολιτική, δηλαδή ο κίνδυνος των αποδόσεών τους είναι μικρότερος από τον κίνδυνο που ενέχουν οι αποδόσεις του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Πάντως, για τα μετοχικά που επενδύουν σε ελληνικές

μετοχές, είναι αρκετά υψηλός, με αποτέλεσμα να είναι και τα πιο επικίνδυνα, μετρώντας τον κίνδυνο με αυτό το συντελεστή.

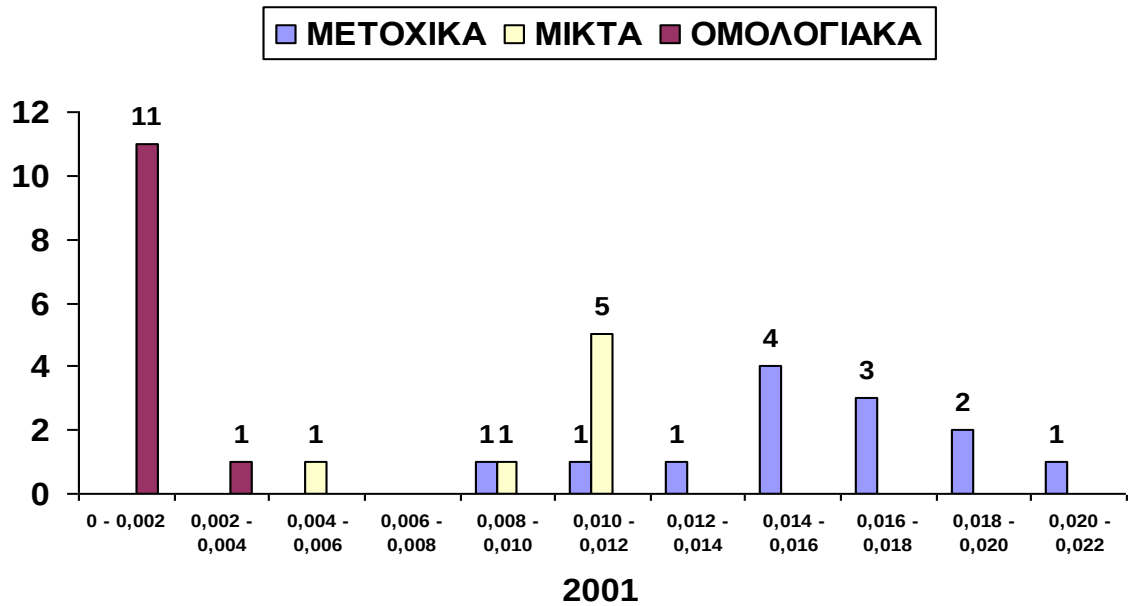
Από τους πίνακες 11Α και 11Β, συμπεραίνουμε ότι όσο μεγαλύτερος είναι ο συστηματικός κίνδυνος των Α/Κ, τόσο πιο πολύ προσεγγίζουν την απόδοση που επέτυχε το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Αυτό το συμπέρασμα είναι αναμενόμενο, γιατί εφ' όσον ο συστηματικός κίνδυνος ενός Α/Κ φανερώνει την ευαισθησία της καθαρής τιμής του μεριδίου στις μεταβολές του γενικού δείκτη, τότε όσο λαμβάνει τιμές κοντά στη μονάδα, τόσο η καθαρή τιμή του αμοιβαίου θα μεταβάλλεται ανάλογα με τις αλλαγές του δείκτη. Έτσι, λοιπόν τα Α/Κ με παρόμοιες αποδόσεις με του χρηματιστηρίου είναι τα μετοχικά, που έχουν και το μεγαλύτερο συστηματικό κίνδυνο και ακολουθούνται από τα μικτά. Το γεγονός αυτό, έχει ως αποτέλεσμα οι αποδόσεις των αμοιβαίων των κατηγοριών αυτών να έχουν αρνητικές αποδόσεις και για τα δύο έτη, ενώ τα ομολογιακά που έχουν μικρότερο συντελεστή β έχουν για την πλειοψηφία τους θετικές αποδόσεις. Το μόνο ομολογιακό Α/Κ που έχει αρνητικές αποδόσεις και τα δύο έτη είναι το ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού, το οποίο έχει και το μεγαλύτερο συστηματικό κίνδυνο, μαρτυρώντας τη σχέση ανάμεσα στο συντελεστή αυτόν και την επίδοση του Χ.Α.Α.

Ανάλυση του Συνολικού Κινδύνου

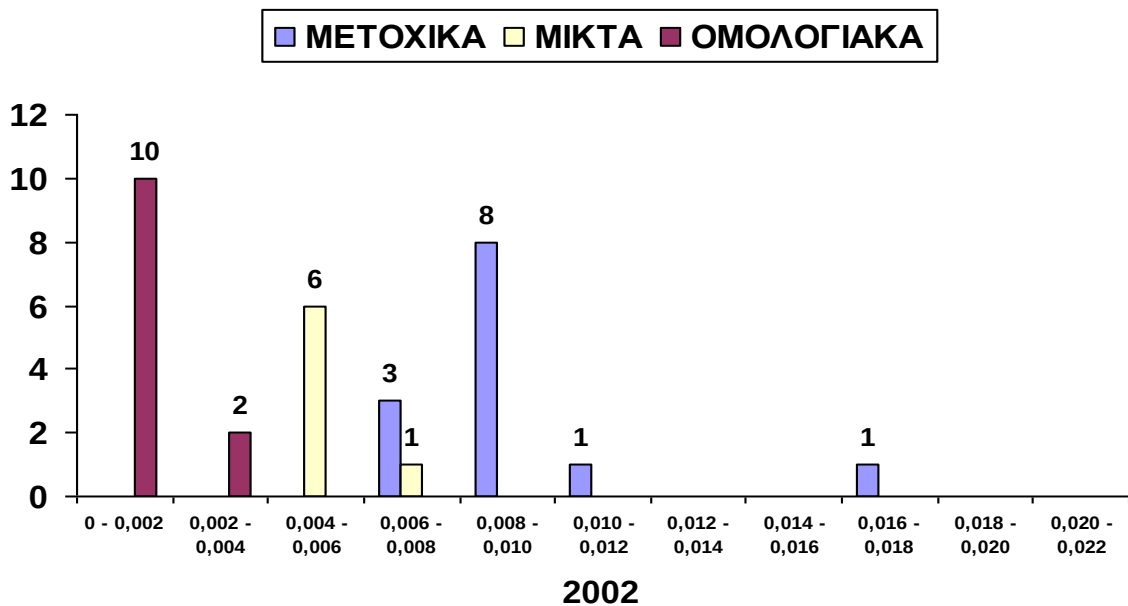
Ο συνολικός κίνδυνος ενός Α/Κ υπολογίζεται ως η τυπική απόκλιση των αποδόσεών του. Όσο μεγαλύτερη είναι η τυπική απόκλιση, τόσο πιο επικίνδυνη θεωρείται μία επένδυση, γιατί έχει σαν αποτέλεσμα οι ημερήσιες αποδόσεις να διαφέρουν μεταξύ τους, και έτσι δεν μπορούμε να προβλέψουμε με ακρίβεια τη μελλοντική απόδοση της επένδυσης. Πιο επικίνδυνα είναι τα μετοχικά Α/Κ, τα οποία έχουν και τα δύο έτη μεγαλύτερο συνολικό κίνδυνο από ότι οι άλλες δύο κατηγορίες που εξετάζουμε. Το συμπέρασμα αυτό, έρχεται σε πλήρη συμφωνία με τη θεωρία, που λέει ότι γενικά οι μελλοντικές τιμές των μετοχών είναι αβέβαιες και ότι οι μετοχές είναι από τους πιο επικίνδυνους τρόπους επένδυσης των χρημάτων.

ΠΙΝΑΚΑΣ12Γ: Κατάταξη των Α/Κ Βάσει Συνολικού Κινδύνου για το 2001	
ΜΕΤΟΧΙΚΑ	σ
ALPHA TRUST (Αναπ. Εσ.)	0,0206
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Εσωτερικού	0,0184
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Εσωτερικού	0,0182
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Εσωτερικού)	0,0173
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπ. Εσ.)	0,0166
INTERAMERICAN Δυναμικό Α/Κ Εσ.	0,0163
ALPHA Blue Chips Α/Κ Εσωτερικού	0,0159
HSBC Αναπ. Εσωτερικού	0,0156
ΩΜΕΓΑ – SOGEN INVEST Α/Κ Εσ.	0,0156
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	0,0143
ALPHA US Εξωτερικού	0,0121
ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Εξωτερικού)	0,0117
ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Εξ.)	0,0100
ΜΙΚΤΑ	σ
ΕΡΜΗΣ Εσωτερικού	0,0115
INTERAMERICAN Ελ. Α/Κ Εσ.	0,0109
INTERNATIONAL Εσωτερικού	0,0106
ΔΗΛΟΣ Εσωτερικού	0,0102
ALLIANZ Plus Εσωτερικού	0,0101
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	0,0095
ALICO Διεθνές	0,0058
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	σ
ALPHA Α/Κ Εξωτερικού	0,0032
INTERAMERICAN – F&C Α/Κ ΕΥΡΩ ΚΥΒΕΡ. ΟΜΟΛ. Διεθνές	0,0018
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	0,0018
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	0,0017
HSBC Εισοδήματος Εσωτερικού	0,0016
ΔΗΛΟΣ (Εισ. Εσ.)	0,0015
INTERNATIONAL Εσωτερικού	0,0014
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Εισ. Εσ.)	0,0012
INTERAMERICAN Σταθ. Α/Κ Εσ.	0,0012
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ Εσωτερικού	0,0011
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Εσ.	0,0006
CitiFund Income Εσωτερικού	0,0006

ΠΙΝΑΚΑΣ12Δ: Κατάταξη των Α/Κ Βάσει Συνολικού Κινδύνου για το 2002	
ΜΕΤΟΧΙΚΑ	σ
ALPHA US Εξωτερικού	0,0156
ALPHA TRUST (Αναπ. Εσ.)	0,0108
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Εσ.	0,0097
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Εσ.)	0,0094
ALPHA Blue Chips Α/Κ Εσ.	0,0091
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπ. Εσ.)	0,0090
ΩΜΕΓΑ – SOGEN INVEST Α/Κ Εσ.	0,0089
INTERAMERICAN Δυν. Α/Κ Εσ.	0,0085
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Εσωτερικού	0,0085
HSBC Αναπ. Εσ.	0,0084
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	0,0076
ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Εξωτερικού)	0,0073
ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Εξ.)	0,0070
ΜΙΚΤΑ	σ
INTERAMERICAN Ελ. Α/Κ Εσ.	0,0063
ΔΗΛΟΣ Εσωτερικού	0,0056
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	0,0056
ΕΡΜΗΣ Εσωτερικού	0,0055
INTERNATIONAL Εσωτερικού	0,0050
ALLIANZ Plus Εσωτερικού	0,0048
ALICO Διεθνές	0,0048
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	σ
ALPHA Α/Κ Εξωτερικού	0,0026
INTERAMERICAN – F&C Α/Κ ΕΥΡΩ ΚΥΒΕΡ. ΟΜΟΛ. Διεθνές	0,0020
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ Εσ.	0,0019
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	0,0017
CitiFund Income Εσωτερικού	0,0016
HSBC Εισοδήματος Εσωτερικού	0,0016
INTERNATIONAL Εσωτερικού	0,0015
INTERAMERICAN Σταθ. Α/Κ Εσ.	0,0015
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	0,0014
ΔΗΛΟΣ (Εισ. Εσ.)	0,0012
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Εισ. Εσ.)	0,0009
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Εσ.	0,0007



Συχνότητα κατανομής του συνολικού κινδύνου για το 2001



Συχνότητα κατανομής του συνολικού κινδύνου για το 2002

Αξιοσημείωτο είναι ότι τις τελευταίες θέσεις στην κατάταξη των μετοχικών Α/Κ καταλαμβάνουν για το 2001 τα αμοιβαία που έχουν διεθνή προσανατολισμό, ALPHA US Εξωτερικού, ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Εξωτερικού) και ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Εξωτερικού), ενώ για το 2002 στις τελευταίες θέσεις βρίσκονται τα ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Εξωτερικού) και ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Εξωτερικού), γεγονός που φανερώνει ότι η εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά είναι πιο επικίνδυνη από ότι οι χρηματιστηριακές αγορές άλλων χωρών, γιατί οι ελληνικές μετοχές έχουν μεγαλύτερη διακύμανση στις τιμές τους. Το 2002, όμως, το ALPHA US

Εξωτερικού καταλαμβάνει την πρώτη θέση στην κατάταξη του συνολικού κινδύνου. Αυτό οφείλεται εν μέρει στη σημαντική μείωση που παρατηρήθηκε στο συνολικό κίνδυνο από το 2001 στο 2002 για τα υπόλοιπα μετοχικά αμοιβαία, αλλά και στην αύξηση που σημείωσε το ίδιο το Α/Κ.

Όπως συμβαίνει στο συστηματικό κίνδυνο, έτσι και στο συνολικό, δεύτερα στην κατάταξη έρχονται τα μικτά αμοιβαία, τα οποία επενδύουν ένα ποσοστό σε μετοχές, με αποτέλεσμα να αυξάνεται ο συνολικός τους κίνδυνος. Και σε αυτή την κατηγορία, την τελευταία θέση κατέχει Α/Κ με διεθνή χαρακτήρα, το ALICO Διεθνές. Τις μικρότερες αποκλίσεις των αποδόσεων τους έχουν τα ομολογιακά αμοιβαία, όπως ήταν φυσικό, γιατί αφενός μεν δεν επενδύουν μεγάλο μέρος του ενεργητικού τους σε μετοχές, αφετέρου δε η κύρια αγορά που επενδύουν, και που είναι αυτή των ομολόγων, χαρακτηρίζεται από χαμηλό κίνδυνο και με σχετικά σταθερές αποδόσεις, όπου ο μόνος κίνδυνος που αναλαμβάνει κάποιος επενδύοντας σε ομόλογα είναι ο κίνδυνος των επιτοκίων.

Από τη σύγκριση των τιμών του συνολικού κινδύνου για τα δύο έτη, παρατηρούμε ότι οι τιμές τους μειώθηκαν σημαντικά για τα μετοχικά, με εξαίρεση το ALPHA US Εξωτερικού, όπου είχαμε αύξηση, από το 2001 στο 2002, ενώ το ίδιο συνέβη και για τα μικτά. Η μείωση αυτή οφείλεται στη μείωση που παρουσίασε ο συνολικός κίνδυνος του χρηματιστηρίου τα δύο αυτά έτη (από 0,0181 σε 0,0109), ενώ ο συνολικός κίνδυνος για τα ομολογιακά παρέμεινε περίπου ο ίδιος και για τα δύο έτη. Η ταυτόχρονη μείωση του συνολικού κινδύνου του Γενικού Δείκτη και των κατηγοριών Α/Κ που επενδύουν σε μετοχές, έρχεται να τονίσει το συμπέρασμα ότι τα αμοιβαία των κατηγοριών αυτών εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τις μεταβολές της χρηματιστηριακής αγοράς.

Η σχέση ανάμεσα στο συνολικό κίνδυνο των Α/Κ και στην απόδοσή τους, όπως αυτή προκύπτει από την ανάλυση των πινάκων 11Α και 11Β, είναι ότι τα Α/Κ με συνολικό κίνδυνο παρόμοιο με αυτόν του χρηματιστηρίου, έχουν και παρόμοιες αποδόσεις με του χρηματιστηρίου. Ο συνολικός κίνδυνος της αγοράς ήταν υψηλός και επειδή οι αποδόσεις του Γενικού Δείκτη τα δύο έτη που μελετάμε ήταν αρνητικές, αναμένουμε και τα αμοιβαία με υψηλό συνολικό κίνδυνο να έχουν αρνητικές αποδόσεις. Έτσι, τα μετοχικά και τα μικτά που έχουν μεγάλο συνολικό κίνδυνο έχουν και αρνητικές αποδόσεις και παρόμοιες με του χρηματιστηρίου, ενώ τα ομολογιακά που είχαν πολύ μικρότερο συνολικό κίνδυνο από της αγοράς, είχαν κατά πλειοψηφία θετική απόδοση.

Τα συμπεράσματα που προκύπτουν από την ανάλυση του συστηματικού και του συνολικού κινδύνου έρχονται σε πλήρη συμφωνία μεταξύ τους, όπου τα μετοχικά και με τους δύο τρόπους υπολογισμού του κινδύνου είναι η πιο επισφαλής κατηγορία Α/Κ, ακολουθούμενα από τα μικτά, ενώ η πιο ασφαλής κατηγορία για επένδυση είναι αυτή των ομολογιακών. Τα συμπεράσματα αυτά συμφωνούν και με τη θεωρία, που μας λέει ότι τα μετοχικά Α/Κ είναι τα πιο επικίνδυνα, τα ομολογιακά θεωρούνται χαμηλού κινδύνου, ενώ τα μικτά που μπορούν να επενδύσουν και στις τρεις κατηγορίες Α/Κ είναι ενδιάμεσου κινδύνου.

Ανάλυση του Ειδικού Κινδύνου

Ο ειδικός κίνδυνος είναι ένα μέτρο της διαφοροποίησης των Α/Κ, αφού είναι το τμήμα του συνολικού κινδύνου που οφείλεται στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της κάθε επένδυσης και αναμένεται σε καλά διαφοροποιημένα αμοιβαία να τείνει στο μηδέν. Από τη σύγκριση των τιμών του ειδικού κινδύνου για κάθε κατηγορία, δε μπορούμε να εξάγουμε κάποιο γενικό συμπέρασμα για τη σχέση μεταξύ του ειδικού κινδύνου και των κατηγοριών Α/Κ και κατά συνέπεια της διαφοροποίησής τους και των χαρακτηριστικών σύνθεσης της κάθε κατηγορίας.

Το μόνο αξιοσημείωτο συμπέρασμα που καταλήγουμε από την ανάλυση του ειδικού κινδύνου είναι ότι οι τιμές που λαμβάνει στις κατηγορίες των μετοχικών και ομολογιακών αμοιβαίων είναι αρκετά διαφορετικές μεταξύ τους για τα Α/Κ της κάθε κατηγορίας, ενώ τα μικτά αμοιβαία λαμβάνουν παρόμοιες τιμές, με αποτέλεσμα να έχουν όλα σχεδόν την ίδια διαφοροποίηση, ενώ η διαφοροποίηση των μετοχικών και ομολογιακών να ποικίλει από αμοιβαίο σε αμοιβαίο, με συνέπεια κάποια Α/Κ των δύο αυτών κατηγοριών να είναι καλύτερα διαφοροποιημένα από ό,τι κάποια άλλα. Ο ειδικός κίνδυνος των μικτών είναι συγκριτικά μεγάλος σε σχέση με τις άλλες κατηγορίες, με συνέπεια να μην είναι καλά διαφοροποιημένα τα αμοιβαία αυτής της κατηγορίας. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με αυτό που θα αναμέναμε, αφού τα μικτά μπορούν να επενδύουν σε όλες τις κατηγορίες και είναι τα καλύτερα διαφοροποιημένα.

ΠΙΝΑΚΑΣ12Ε: Κατάταξη των Α/Κ Βάσει Ειδικού Κινδύνου για το 2001	
ΜΕΤΟΧΙΚΑ	Ε. Κ.
ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Εξωτερικού)	0,01162
ALPHA US Εξωτερικού	0,01132
ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Εξωτερικού)	0,00988
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	0,00504
ΩΜΕΓΑ – SOGEN INVEST Α/Κ Εσ.	0,00314
HSBC Αναπτυξιακό Εσωτερικού	0,00278
ALPHA Blue Chips Α/Κ Εσωτερικού	0,00218
INTERAMERICAN Δυναμικό Α/Κ Εσ.	0,00187
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπ. Εσ.)	0,00163
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Εσωτερικού)	0,00163
ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Εσ.)	0,00121
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Εσωτερικού	0,00119
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Εσωτερικού	0,00036
ΜΙΚΤΑ	Ε. Κ.
INTERNATIONAL Εσωτερικού	0,00472
ALLIANZ Plus Εσωτερικού	0,00467
ALICO Διεθνές	0,00455
ΕΡΜΗΣ Εσωτερικού	0,00448
ΔΗΛΟΣ Εσωτερικού	0,00447
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	0,00445
INTERAMERICAN Ελληνικό Α/Κ Εσ.	0,00444
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	Ε. Κ.
ALPHA Α/Κ Εξωτερικού	0,00320
INTERAMERICAN – F&C Α/Κ ΕΥΡΩ	
ΚΥΒΕΡ. ΟΜΟΛ. Διεθνές	0,00176
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	0,00176
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	0,00174
HSBC Εισοδήματος Εσωτερικού	0,00159
ΔΗΛΟΣ (Εισ. Εσ.)	0,00149
INTERNATIONAL Εσωτερικού	0,00142
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Εισ. Εσ.)	0,00122
INTERAMERICAN Στ. Α/Κ Εσ.	0,00122
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ Εσωτερικού	0,00115
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Εσ.	0,00057
CitiFund Income Εσωτερικού	0,00056

ΠΙΝΑΚΑΣ12Ζ: Κατάταξη των Α/Κ Βάσει Ειδικού Κινδύνου για το 2002	
ΜΕΤΟΧΙΚΑ	Ε. Κ.
ALPHA US Εξωτερικού	0,01271
ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Εξωτερικού)	0,00703
ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Εξ.)	0,00674
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	0,00320
ΩΜΕΓΑ – SOGEN INVEST Α/Κ Εσ.	0,00244
HSBC Αναπτυξιακό Εσωτερικού	0,00244
INTERAMERICAN Δυν.Α/ΚΕσ.	0,00199
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Εσ.	0,00191
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπ. Εσ.)	0,00167
ALPHA Blue Chips Α/Κ Εσ.	0,00165
ALPHA TRUST (Αναπ. Εσ.)	0,00154
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Εσ.)	0,00143
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Εσ.	0,00131
ΜΙΚΤΑ	Ε. Κ.
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	0,00340
ALLIANZ Plus Εσωτερικού	0,00279
ΔΗΛΟΣ Εσωτερικού	0,00257
INTERNATIONAL Εσωτερικού	0,00255
INTERAMERICAN Ελ. Α/ΚΕσ.	0,00249
ΕΡΜΗΣ Εσωτερικού	0,00242
ALICO Διεθνές	0,00241
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	Ε. Κ.
ALPHA Α/Κ Εξωτερικού	0,00263
INTERAMERICAN – F&C Α/Κ	
ΕΥΡΩ ΚΥΒΕΡ. ΟΜΟΛ. Διεθνές	0,00203
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ Εσωτερικού	0,00191
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	0,00167
CitiFund Income Εσωτερικού	0,00157
HSBC Εισοδήματος Εσωτερικού	0,00155
INTERNATIONAL Εσωτερικού	0,00154
INTERAMERICAN Στ. Α/Κ Εσ.	0,00151
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	0,00135
ΔΗΛΟΣ (Εισ. Εσ.)	0,00116
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Εισ. Εσ.)	0,00092
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Εσ.	0,00068

Από τους πίνακες 12Α και 12Β παρατηρούμε πως η διαφοροποίηση ενός αμοιβαίου δεν επηρεάζει την απόδοσή του, μιας και Α/Κ που έχουν παρόμοιο ειδικό κίνδυνο αλλά ανήκουν σε διαφορετικές κατηγορίες, έχουν τελείως διαφορετικές αποδόσεις.

Η μη ύπαρξης σχέσης ανάμεσα στον ειδικό κίνδυνο του αμοιβαίου και της κατηγορίας στην οποία ανήκει, αλλά και της απόδοσης που επιτυγχάνει, είναι απολύτως φυσιολογική, αφού η διαφοροποίηση του κάθε αμοιβαίου εξαρτάται αποκλειστικά και μόνο από τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου που επιλέγει ο διαχειριστής του, δηλαδή από τους τίτλους που αποτελείται το αμοιβαίο και όχι από τα χαρακτηριστικά της κάθε κατηγορίας.

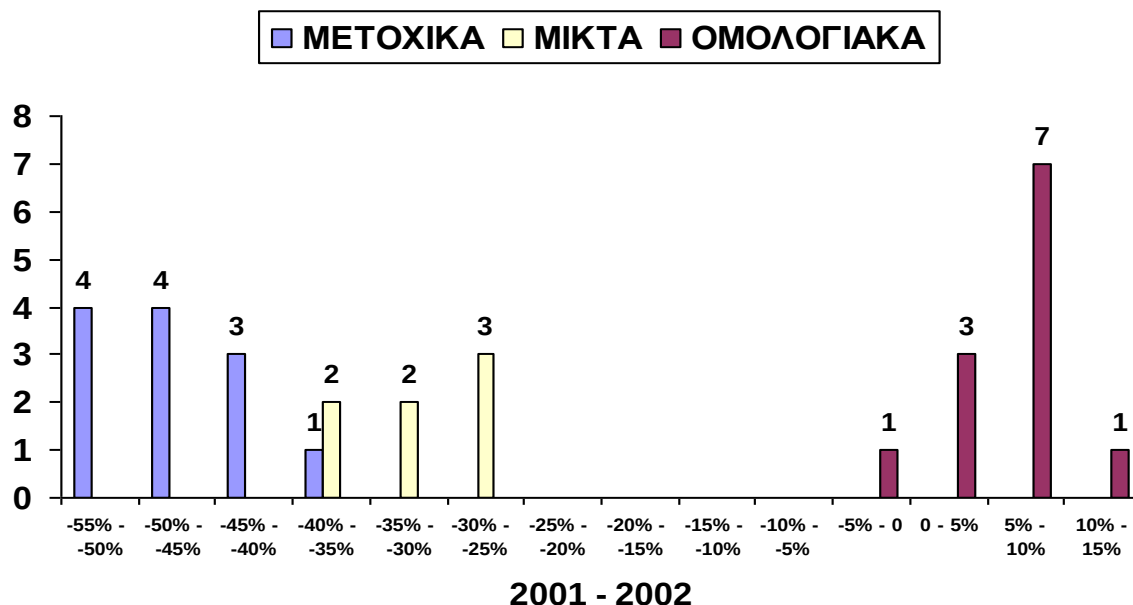
Σύγκριση Απόδοσης Αμοιβαίων Κεφαλαίων και Απόδοσης Αγοράς

Για να συγκρίνουμε την απόδοση που επέτυχαν τα Α/Κ το χρονικό διάστημα που μελετήσαμε, με αυτήν της αγοράς, την οποία θεωρήσαμε ως την απόδοση του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α., υπολογίσαμε τη συνολική απόδοση κάθε κεφαλαίου για τα δύο έτη, καθώς και τη διετή απόδοση του Γενικού Δείκτη και τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον πίνακα 13.

Από τον πίνακα παρατηρούμε πως τα μετοχικά Α/Κ είχαν κατά πλειοψηφία τη χειρότερη απόδοση, η οποία μάλιστα ήταν αρνητική. Αρνητική επίδοση για τη διετία είχαν επίσης και τα μικτά, ενώ η μόνη κατηγορία που είχε θετική απόδοση ήταν τα ομολογιακά, με εξαίρεση το ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού (-4,55%). Την καλύτερη επίδοση την επέτυχε το ομολογιακό ALPHA Α/Κ Εσωτερικού (10,51%), ενώ τη χειρότερη το μετοχικό ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού (-54,90%).

Σε σύγκριση με την απόδοση του Γ.Δ.Χ.Α.Α., που ήταν -47,99% για το υπό εξέταση διάστημα, συμπεραίνουμε ότι μόνο πέντε αμοιβαία, 15,6% του συνόλου, είχαν χειρότερη απόδοση από το δείκτη και ότι όλα τους ανήκαν στα μετοχικά. Από την κατάταξη των αμοιβαίων ανάλογα με την επίδοσή τους, καταλήγουμε πως όλα τα μετοχικά Α/Κ είχαν απόδοση παραπλήσια του Γενικού Δείκτη, γεγονός που τονίζει τη στενή σχέση μεταξύ του χρηματιστηρίου και αυτής της κατηγορίας. Οι αποδόσεις των μικτών αμοιβαίων, που είναι και αυτές αρνητικές, οφείλονται κατά ένα ποσοστό στην κακή πορεία του ελληνικού χρηματιστηρίου, αφού στη σύνθεσή τους περιλαμβάνουν και κάποιο ποσοστό μετοχών, ενώ οι αποδόσεις των ομολογιακών που δεν επενδύουν μεγάλο μέρος του ενεργητικού τους σε μετοχές, είναι θετικές, με εξαίρεση πάντα το ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού.

ΠΙΝΑΚΑΣ 13:	
Κατάταξη των Α/Κ Βάσει της Απόδοσής τους για την Περίοδο 2001 – 2002	
ΜΕΤΟΧΙΚΑ	r
ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Εξωτερικού)	-36,78%
HSBC Αναπτυξιακό Εσωτερικού	-43,33%
ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Εξωτερικού)	-43,41%
ALPHA US Εξωτερικού	-43,59%
ΩΜΕΓΑ – SOGEN INVEST Α/Κ Εσωτερικού	-44,24%
ALPHA Blue Chips Α/Κ Εσωτερικού	-47,25%
INTERAMERICAN Δυναμικό Α/Κ Εσωτερικού	-47,55%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Εσωτερικού)	-47,63%
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Εσωτερικού	-48,52%
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Εσωτερικού	-51,08%
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Εσωτερικού)	-51,16%
ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Εσωτερικού)	-54,07%
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	-54,90%
ΜΙΚΤΑ	
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	-25,22%
ΕΡΜΗΣ Εσωτερικού	-29,94%
ALLIANZ Plus Εσωτερικού	-29,98%
INTERAMERICAN Ελληνικό Α/Κ Εσωτερικού	-31,48%
ALICO Διεθνές	-31,83%
INTERNATIONAL Εσωτερικού	-38,00%
ΔΗΛΟΣ Εσωτερικού	-38,42%
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	10,51%
INTERAMERICAN Στ. Α/Κ Εσωτερικού	9,18%
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ Εσωτερικού	8,37%
HSBC Εισοδήματος Εσωτερικού	7,94%
INTERAMERICAN – F&C Α/Κ ΕΥΡΩ ΚΥΒΕΡ. ΟΜΟΛ. Διεθνές	7,81%
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Εσωτερικού	6,27%
CitiFund Income Εσωτερικού	5,48%
ALPHA Α/Κ Εξωτερικού	5,26%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Εισοδήματος Εσωτερικού)	4,43%
ΔΗΛΟΣ (Εισοδήματος Εσωτερικού)	3,92%
INTERNATIONAL Εσωτερικού	2,88%
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	-4,55%
Γ.Δ.Χ.Α.Α.	-47,99%



Συχνότητα κατανομής των αποδόσεων για τα έτη 2001 – 2002

B4B: Μέτρηση της Επίδοσης Βάσει Δεικτών Αξιολόγησης

Το τμήμα αυτό της εργασίας ασχολείται με την αξιολόγηση της αποδοτικότητας των αμοιβαίων με βάση τον κίνδυνο στον οποίο εκτίθενται αυτά, δηλαδή μελετάται κατά πόσο τα Α/Κ επέτυχαν καλύτερες αποδόσεις από αυτές που αναμέναμε, σε σύγκριση με τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν. Η αξιολόγηση βασίζεται στους τρεις κλασικούς δείκτες που χρησιμοποιούνται διεθνώς, αλλά και στις ελληνικές έρευνες με θέμα την αξιολόγηση των Α/Κ, ώστε να μπορεί να γίνει σύγκριση των αποτελεσμάτων που θα προκύψουν με αυτά προηγούμενων εργασιών, και οι οποίοι είναι οι δείκτες των Sharpe, Treynor και Jensen.

Για το σκοπό αυτόν, υπολογίστηκαν οι δείκτες με τη μεθοδολογία που αναλύθηκε σε προηγούμενο τμήμα της εργασίας και τα εμπειρικά αποτελέσματα της επεξεργασίας των στοιχείων παρατίθενται στους πίνακες 14Α, 14Β, 15Α, 15Β, 16Α και 16Β. Οι πίνακες κατατάσσουν τα Α/Κ ανά δείκτη και ανά κατηγορία αμοιβαίων, για κάθε έτος ξεχωριστά. Οι δείκτες είναι υπολογισμένοι μόνο για τις ημερήσιες αποδόσεις των Α/Κ και όχι και για τις μέσες εβδομαδιαίες, ώστε να υπάρχει αντιστοιχία με την ανάλυση των κινδύνων που προηγήθηκε.

Η ανάλυση της αξιολόγησης της αποδοτικότητας των Α/Κ θα γίνει αρχικά για το σύνολο των υπό εξέταση Α/Κ, για κάθε δείκτη ξεχωριστά, ανάλογα με την κατηγορία που ανήκει το κάθε

αμοιβαίο και των χαρακτηριστικών σύνθεσής της. Στη συνέχεια θα ακολουθήσει μία συνδυαστική αξιολόγηση για κάθε αμοιβαίο βάσει και των τριών δεικτών.

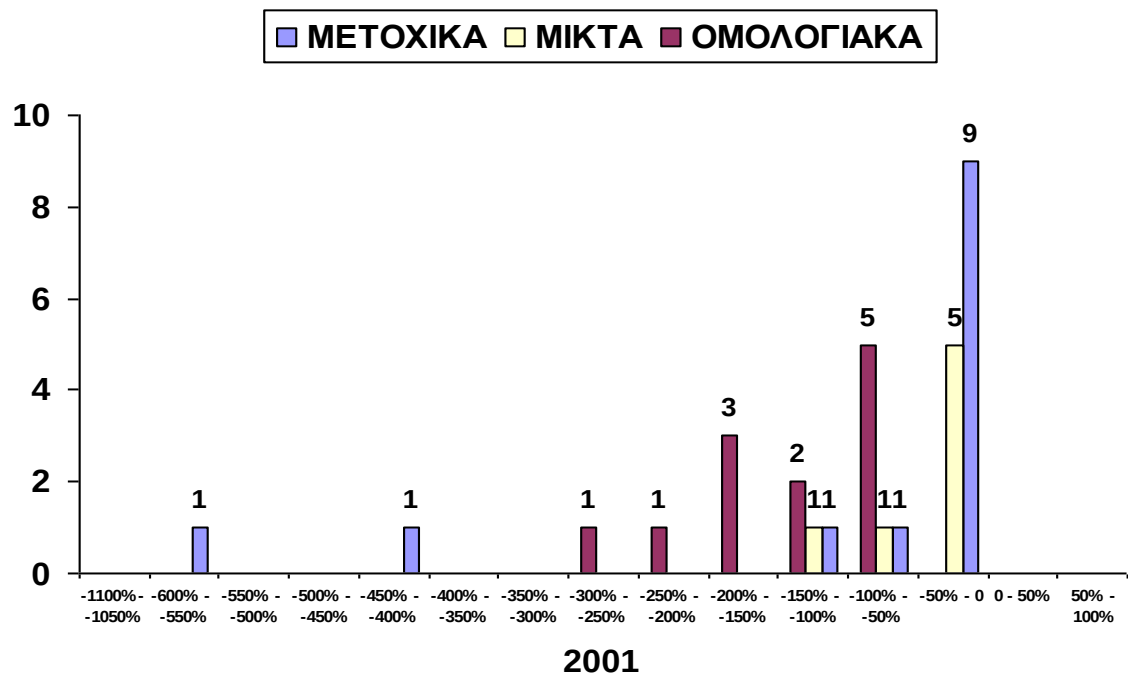
Ανάλυση του Δείκτη Treynor (TR)

Ο δείκτης του Treynor χρησιμοποιεί ως βάση υπολογισμού της αποδοτικότητας των Α/Κ το συστηματικό τους κίνδυνο ή συντελεστή β . Οι τιμές που προκύπτουν από την επεξεργασία των στοιχείων, φανερώνουν κακή διαχείριση για το διάστημα 2001 – 2002 εκ μέρους των διαχειριστών, μιας και οι τιμές του δείκτη είναι αρνητικές, εκτός του ALPHA Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού, το οποίο το 2002 είχε θετική τιμή (53,08%). Τα αποτελέσματα αυτά είναι απόρροια των αρνητικών αποδόσεων των μετοχικών και μικτών Α/Κ για το υπό εξέταση χρονικό διάστημα, καθώς επίσης και των μικρών θετικών αποδόσεων που είχαν τα ομολογιακά, οι οποίες δεν κατάφεραν να ξεπεράσουν τη μέση ετήσια απόδοση των δεκαετών κρατικών ομολόγων.

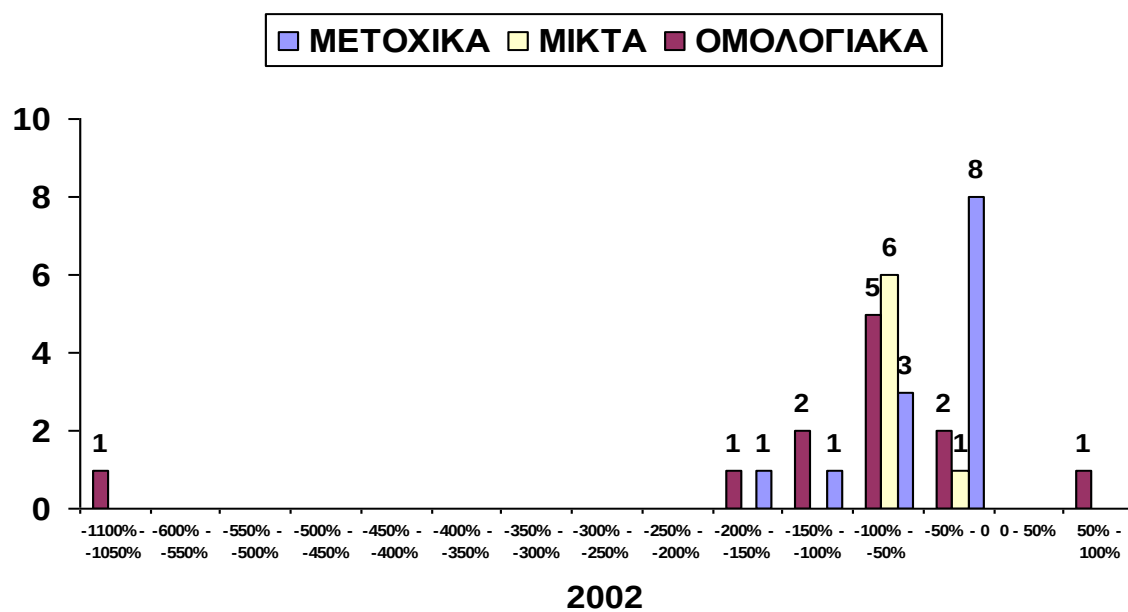
Οι αρνητικές τιμές των μετοχικών και μικτών Α/Κ οφείλονται στην κακή πορεία του ελληνικού χρηματιστηρίου τα τελευταία έτη, η οποία είχε αντίκτυπο στην απόδοση των αμοιβαίων αυτών των κατηγοριών, εξαιτίας του γεγονότος ότι τα μετοχικά αποτελούνται κυρίως από μετοχές, ενώ τα μικτά επενδύουν ένα σημαντικό μέρος του ενεργητικού τους σε μετοχές.

ΠΙΝΑΚΑΣ 14Α: Κατάταξη των Α/Κ Βάσει του Δείκτη Treynor για το 2001	
ΜΕΤΟΧΙΚΑ	TR
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Εσωτερικού	-32,13%
ALPHA TRUST (Αναπ. Εσ.)	-32,28%
ALPHA Blue Chips Α/Κ Εσ.	-34,99%
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Εσωτερικού	-35,33%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπ. Εσ.)	-35,52%
HSBC Αναπτυξιακό Εσωτερικού	-36,60%
ΩΜΕΓΑ-SOGEN INVEST Α/Κ Εσ.	-36,70%
INTERAMERICAN Δυν. Α/Κ Εσ.	-36,78%
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Εσωτερικού)	-38,33%
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	-51,84%
ALPHA US Εξωτερικού	-108,76%
ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Εξ.)	-401,32%
ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Εξ.)	-567,99%
ΜΙΚΤΑ	TR
ΕΡΜΗΣ Εσωτερικού	-33,49%
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	-37,21%
INTERAMERICAN Ελ. Α/Κ Εσ.	-37,43%
ALLIANZ Plus Εσωτερικού	-37,79%
INTERNATIONAL Εσωτερικού	-49,44%
ΔΗΛΟΣ Εσωτερικού	-50,57%
ALICO Διεθνές	-79,76%
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	TR
ΔΗΛΟΣ (Εισοδήματος Εσωτερικού)	-63,08%
ALPHA Α/Κ Εξωτερικού	-74,00%
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Εσ.	-86,80%
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	-92,16%
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ Εσωτερικού	-97,53%
INTERAMERICAN Σταθ. Α/Κ Εσ.	-124,80%
CitiFund Income Εσωτερικού	-146,51%
INTERAMERICAN – F&C Α/Κ ΕΥΡΩ ΚΥΒΕΡ. ΟΜΟΛ. Διεθνές	-159,00%
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	-168,20%
INTERNATIONAL Εσωτερικού	-198,67%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Εισ. Εσ.)	-204,29%
HSBC Εισοδήματος Εσ.	-299,42%

ΠΙΝΑΚΑΣ 14Β: Κατάταξη των Α/Κ Βάσει του Δείκτη Treynor για το 2002	
ΜΕΤΟΧΙΚΑ	TR
ΩΜΕΓΑ – SOGEN INVEST Α/Κ Εσωτερικού	-44,84%
ALPHA Blue Chips Α/Κ Εσ.	-45,07%
HSBC Αναπτυξιακό Εσ.	-45,64%
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Εσ.)	-45,86%
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Εσ.	-45,89%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπ. Εσ.)	-46,77%
INTERAMERICAN Δυν. Α/Κ Εσ.	-46,93%
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Εσ.	-49,42%
ALPHA TRUST (Αναπ. Εσ.)	-50,03%
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	-65,06%
ALPHA US Εξωτερικού	-75,61%
ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Εξ.)	-148,89%
ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Εξ.)	-165,33%
ΜΙΚΤΑ	TR
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	-43,81%
ΕΡΜΗΣ Εσωτερικού	-50,41%
ΔΗΛΟΣ Εσωτερικού	-51,68%
ALLIANZ Plus Εσωτερικού	-52,78%
INTERAMERICAN Ελ. Α/Κ Εσ.	-54,96%
ALICO Διεθνές	-64,36%
INTERNATIONAL Εσ.	-65,93%
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	TR
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	53,08%
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ Εσ.	-31,76%
INTERAMERICAN Σταθερό Α/Κ Εσωτερικού	-33,01%
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Εσ.	-53,26%
CitiFund Income Εσωτερικού	-65,71%
HSBC Εισοδήματος Εσ.	-82,13%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Εισ.Εσ.)	-82,58%
ALPHA Α/Κ Εξωτερικού	-88,41%
ΔΗΛΟΣ (Εισ. Εσ.)	-101,12%
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	-102,23%
INTERNATIONAL Εσ.	-151,52%
INTERAMERICAN – F&C Α/Κ ΕΥΡΩ ΚΥΒΕΡ. ΟΜΟΛ. Διεθνές	-1069,74%



Συχνότητα κατανομής του δείκτη Treynor για το 2001



Συχνότητα κατανομής του δείκτη Treynor για το 2002

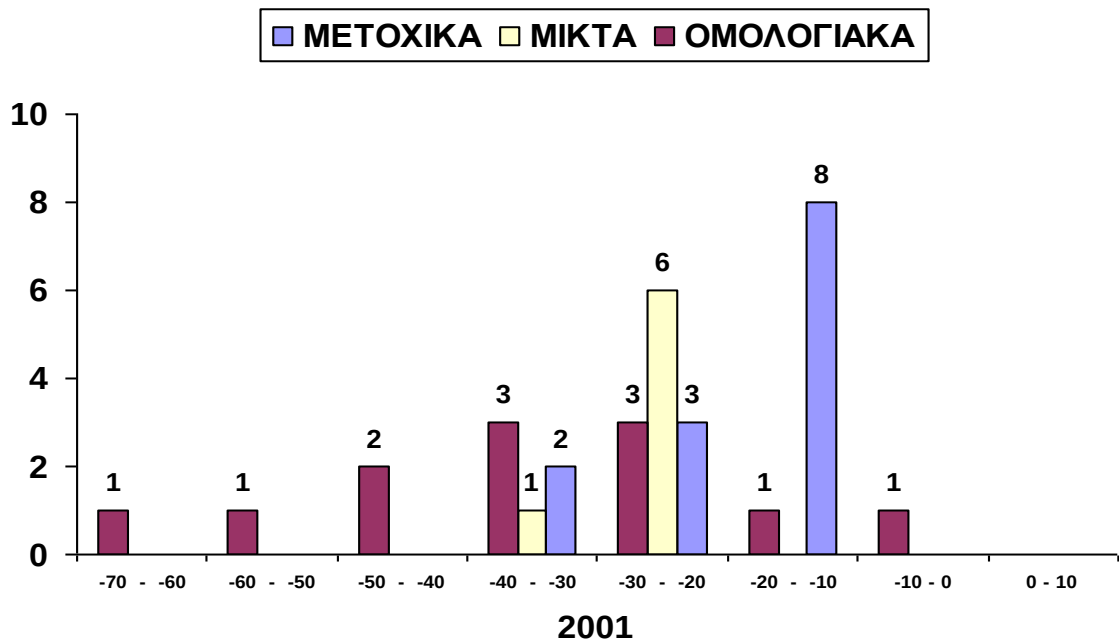
Ανάλυση του Δείκτη Sharpe (SR)

Ο δείκτης του Sharpe υπολογίζει την αποδοτικότητα των αμοιβαίων με βάση τις τυπικές αποκλίσεις των αποδόσεων τους, δηλαδή το συνολικό τους κίνδυνο. Από τους πίνακες 15Α και 15Β συμπεραίνουμε ότι το σύνολο των Α/Κ και για τα δύο έτη λάμβαναν αρνητικές τιμές για το δείκτη, με μοναδική εξαίρεση το ομολογιακό ALPHA Α/Κ Εσωτερικού, το οποίο το 2002 είχε θετική τιμή (4,80). Οι αρνητικές τιμές του δείκτη οφείλονται στις άσχημες αποδόσεις των αμοιβαίων, οι οποίες δεν κατάφεραν να υπερκαλύψουν την απόδοση χωρίς κίνδυνο, δηλαδή τη μέση ετήσια απόδοση των 10ετών κρατικών ομολόγων.

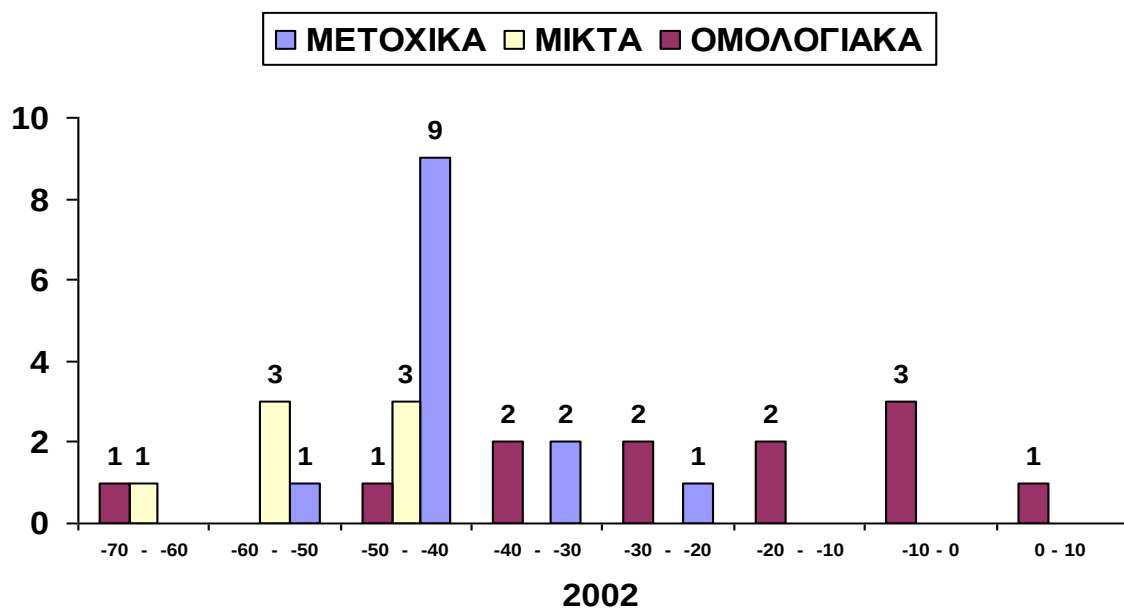
Από την ανάλυση του δείκτη παρατηρούμε, επίσης, πως οι τιμές που λάμβαναν τα αμοιβαία από έτος σε έτος και για τις τρεις κατηγορίες άλλαξε, με αποτέλεσμα να συμπεραίνουμε πως οι διαχειριστές δεν κατάφεραν να επιτύχουν την ίδια αποδοτικότητα σε δύο διαδοχικά έτη. Από τη μελέτη της διαχρονικής εξέλιξης των τιμών των αμοιβαίων για το δείκτη του Sharpe, παρατηρούμε ότι για τα μετοχικά και τα μικτά Α/Κ χειροτέρεψε η αποδοτικότητά τους το 2002, ενώ των ομολογιακών καλτέρεψε, για την πλειοψηφία τους, αλλά και πάλι ήταν αρνητική, δηλαδή έγινε λιγότερο κακή. Το γεγονός αυτό οφείλεται στη στενή σχέση μεταξύ του Χρηματιστηρίου, του οποίου η απόδοση μειώθηκε περισσότερο το 2002 (-32,55%) από ότι το 2001 (-23,54%) και των μετοχικών και μικτών Α/Κ, ενώ τα ομολογιακά που δεν εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τη χρηματιστηριακή αγορά, κατάφεραν να βελτιώσουν τη θέση τους.

ΠΙΝΑΚΑΣ 15Α: Κατάταξη των Α/Κ Βάσει του Δείκτη Sharpe για το 2001	
ΜΕΤΟΧΙΚΑ	SR
ALPHA TRUST (Αναπ. Εσ.)	-16,22
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Εσωτερικού	-17,04
ALPHA US Εξωτερικού	-18,74
ALPHA Blue Chips Α/Κ Εσωτερικού	-19,18
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Εσωτερικού	-19,29
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπ. Εσ.)	-19,47
ΩΜΕΓΑ – SOGEN INVEST Α/Κ Εσ.	-19,54
HSBC Αναπτυξιακό Εσωτερικού	-19,75
INTERAMERICAN Δυν. Α/Κ Εσ.	-20,16
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Εσωτερικού)	-20,61
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	-25,96
ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Εξωτερικού)	-30,91
ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Εξωτερικού)	-31,42
ΜΙΚΤΑ	SR
ΕΡΜΗΣ Εσωτερικού	-18,16
INTERAMERICAN Ελ. Α/Κ Εσ.	-20,51
ALLIANZ Plus Εσωτερικού	-20,52
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	-20,70
INTERNATIONAL Εσωτερικού	-26,59
ΔΗΛΟΣ Εσωτερικού	-27,91
ALICO Διεθνές	-36,08
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	SR
ALPHA Α/Κ Εξωτερικού	-8,19
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	-17,03
INTERAMERICAN – F&C Α/Κ ΕΥΡΩ ΚΥΒΕΡ. ΟΜΟΛ. Διεθνές	-22,22
HSBC Εισοδήματος Εσωτερικού	-23,11
INTERAMERICAN Σταθερό Α/Κ Εσ.	-23,48
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ Εσωτερικού	-31,99
ΔΗΛΟΣ (Εισοδήματος Εσωτερικού)	-32,16
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Εισ. Εσ.)	-38,57
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	-40,16
INTERNATIONAL Εσωτερικού	-46,81
CitiFund Income Εσωτερικού	-52,58
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Εσωτερικού	-63,08

ΠΙΝΑΚΑΣ 15Β: Κατάταξη των Α/Κ Βάσει του Δείκτη Sharpe για το 2002	
ΜΕΤΟΧΙΚΑ	SR
ALPHA US Εξωτερικού	-24,94
ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Εξωτερικού)	-32,32
ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Εξωτερικού)	-34,87
ΩΜΕΓΑ – SOGEN INVEST Α/Κ Εσωτερικού	-38,76
HSBC Αναπτυξιακό Εσωτερικού	-40,09
ALPHA Blue Chips Α/Κ Εσ.	-40,94
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Εσωτερικού)	-41,65
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Εσωτερικού	-42,00
INTERAMERICAN Δυν. Α/Κ Εσ.	-42,57
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπ. Εσ.)	-42,62
ALPHA TRUST (Αναπ. Εσ.)	-42,70
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Εσ.	-44,71
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	-54,32
ΜΙΚΤΑ	SR
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	-42,64
ΔΗΛΟΣ Εσωτερικού	-46,55
ΕΡΜΗΣ Εσωτερικού	-48,73
ALLIANZ Plus Εσωτερικού	-50,36
ALICO Διεθνές	-51,55
INTERAMERICAN Ελ. Α/Κ Εσ.	-51,89
INTERNATIONAL Εσωτερικού	-62,38
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	SR
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	4,80
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ Εσωτερικού	-2,68
INTERAMERICAN Σταθερό Α/Κ Εσωτερικού	-5,21
INTERAMERICAN – F&C Α/Κ ΕΥΡΩ ΚΥΒΕΡ. ΟΜΟΛ. Διεθνές	-5,33
HSBC Εισοδήματος Εσωτερικού	-11,16
ALPHA Α/Κ Εξωτερικού	-14,77
CitiFund Income Εσωτερικού	-23,35
INTERNATIONAL Εσωτερικού	-27,07
ΔΗΛΟΣ (Εισ. Εσ.)	-33,35
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Εισ. Εσ.)	-37,73
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Εσ.	-40,68
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	-69,63



Συχνότητα κατανομής του δείκτη Sharpe για το 2001



Συχνότητα κατανομής του δείκτη Sharpe για το 2002

Από τη συνδυαστική ανάλυση των αποτελεσμάτων που προέκυψαν από τους δύο δείκτες που αξιολογούν την απόδοση ανά μονάδα κινδύνου, καταλήγουμε στα ίδια συμπεράσματα. Πρώτο και βασικότερο, ότι η αποδοτικότητα μετρούμενη και με τους δύο δείκτες ήταν αρνητική και για τα δύο έτη, με μοναδική εξαίρεση το ALPHA Α/Κ Ομολογιακό Εσωτερικού, το οποίο το 2002 είχε θετικούς και τους δύο δείκτες. Ένα άλλο κοινό

συμπέρασμα είναι ότι οι τιμές των δεικτών για τα μετοχικά και μικτά A/K επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από την πορεία του Γενικού Δείκτη, καταμαρτυρώντας τη σχέση ανάμεσα των κατηγοριών αυτών και του χρηματιστηρίου, ενώ οι αποδόσεις των ομολογιακών δε συσχετίζονται σε μεγάλο βαθμό με τη χρηματιστηριακή αγορά, αφού μόνο ένα μικρό μέρος του συνολικού τους ενεργητικό επιτρέπεται να επενδύεται σε μετοχές.

Από τη σύγκριση της σειράς κατάταξης των A/K βάσει των δύο δεικτών για κάθε έτος ξεχωριστά, συμπεραίνουμε ότι είναι διαφορετική για κάθε δείκτη. Αυτό συνεπάγεται πως τα αμοιβαία του δείγματος δεν είναι διαφοροποιημένα, γιατί η θεωρία μάς λέει ότι σε καλά διαφοροποιημένα A/K, όπου ο ειδικός κίνδυνος τείνει στο μηδέν, η κατάταξη που παίρνουμε για τους δύο δείκτες είναι η ίδια. Το συμπέρασμα αυτό έρχεται σε συμφωνία με τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την ανάλυση του ειδικού κινδύνου που προηγήθηκε και που αποτελεί ένα μέτρο διαφοροποίησης των A/K, που μας έλεγε ότι στις κατηγορίες των μετοχικών και ομολογιακών η διαφοροποίηση ποικίλε από αμοιβαίο σε αμοιβαίο, με συνέπεια κάποια από αυτά να μην είναι καλά διαφοροποιημένα, και ότι τα μικτά στο σύνολό τους δεν είναι διαφοροποιημένα.

Ανάλυση του Δείκτη Jensen (α)

Ο δείκτης του Jensen υπολογίζει και αυτός την αποδοτικότητα των αμοιβαίων ανάλογα με το συστηματικό κίνδυνο που περιέχουν. Μεγάλη σημασία στην ανάλυση της αποδοτικότητας βάσει αυτού του δείκτη έχει η στατιστική σημαντικότητά του. Έτσι, λοιπόν, στους πίνακες που ακολουθούν, τα αμοιβαία, όπου είναι η τιμή του δείκτη με στατιστικά σημαντική για 5% επίπεδο σημαντικότητας, σημειώνονται με έναν αστερίσκο.

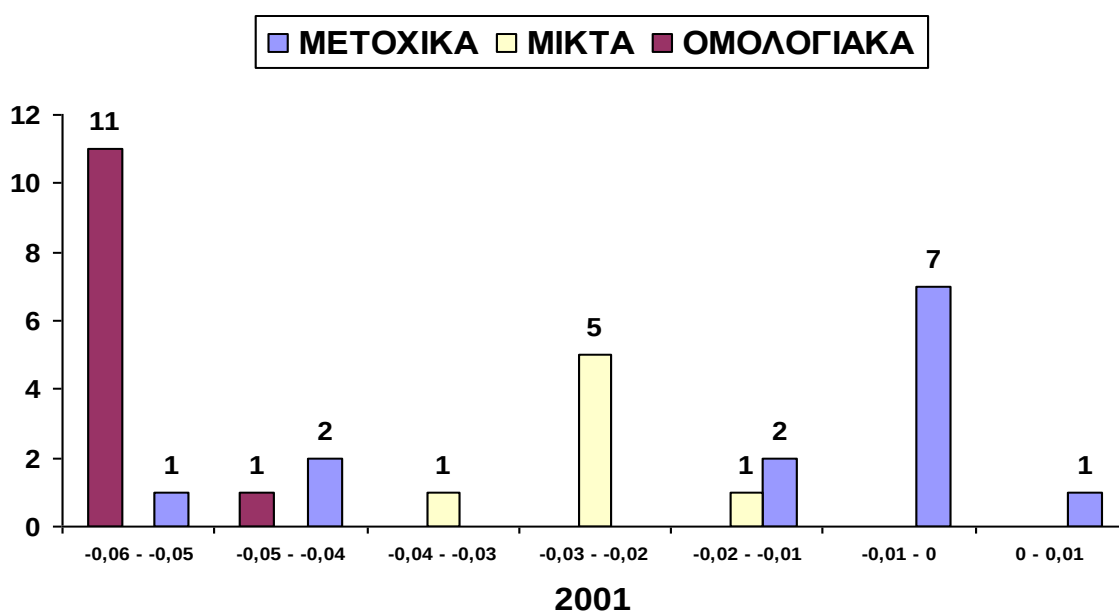
Από την ανάλυση των αποτελεσμάτων παρατηρούμε ότι οι τιμές όλων των αμοιβαίων είναι αρνητικές, εκτός του μετοχικού ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Εσωτερικού), το οποίο το 2001 είχε θετική τιμή, αλλά ήταν μη στατιστικά σημαντικό για 5% επίπεδο σημαντικότητας, με αποτέλεσμα να πέτυχε την αναμενόμενη απόδοση σε σχέση με τον κίνδυνο που ανέλαβε. Εκτός του συγκεκριμένου A/K, δύο ακόμα μετοχικά το 2001 είχαν μη στατιστικά σημαντικό α για 5% επίπεδο σημαντικότητας. Οι αρνητικές τιμές του δείκτη μαρτυρούν κακή διαχείριση εκ μέρους των διαχειριστών, αφού η απόδοση των αμοιβαίων ήταν χειρότερη από αυτή που αναμέναμε, δεδομένου του κινδύνου που ανέλαβαν τα A/K. Οι διαχειριστές

ΠΙΝΑΚΑΣ 16Α: Κατάταξη των Α/Κ Βάσει του Δείκτη Jensen για το 2001	
ΜΕΤΟΧΙΚΑ	α
ALPHA TRUST (Αναπ. Εσ.)	0,0020*
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Εσ.	-0,0006*
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Εσ.	-0,0013*
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Εσ.)	-0,0039
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπ. Εσ.)	-0,0049
INTERAMERICAN Δυν, Α/Κ Εσ.	-0,0059
ALPHA Blue Chips Α/Κ Εσ.	-0,0070
HSBC Αναπτυξιακό Εσωτερικού	-0,0085
ΩΜΕΓΑ–SOGEN INVEST Α/Κ Εσ.	-0,0105
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	-0,0158
ALPHA US Εξωτερικού	-0,0423
ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Εξ.)	-0,0499
ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Εξωτερικού)	-0,0510
ΜΙΚΤΑ	α
ΕΡΜΗΣ Εσωτερικού	-0,0200
INTERAMERICAN Ελ. Α/Κ Εσ.	-0,0212
INTERNATIONAL Εσωτερικού	-0,0230
ΔΗΛΟΣ Εσωτερικού	-0,0234
ALLIANZ Plus Εσωτερικού	-0,0240
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	-0,0250
ALICO Διεθνές	-0,0393
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	α
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	-0,0489
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Εσ.	-0,0505
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ Εσωτερικού	-0,0506
ALPHA Α/Κ Εξωτερικού	-0,0508
INTERNATIONAL Εσωτερικού	-0,0509
INTERAMERICAN – F&C Α/Κ	
ΕΥΡΩ ΚΥΒΕΡ. ΟΜΟΛ. Διεθνές	-0,0511
INTERAMERICAN Σταθ. Α/Κ Εσ.	-0,0515
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Εισ. Εσ.)	-0,0516
CitiFund Income Εσωτερικού	-0,0517
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	-0,0518
HSBC Εισοδήματος Εσωτερικού	-0,0519
ΔΗΛΟΣ (Εισοδήματος Εσωτερικού)	-0,0522

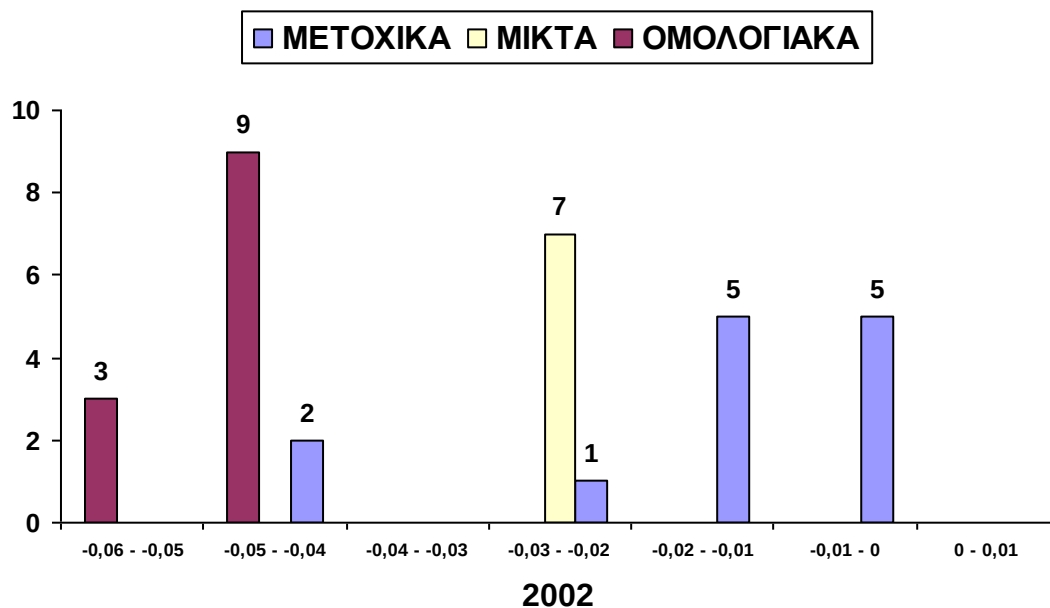
ΠΙΝΑΚΑΣ 16Β: Κατάταξη των Α/Κ Βάσει του Δείκτη Jensen για το 2002	
ΜΕΤΟΧΙΚΑ	α
ALPHA TRUST (Αναπ. Εσ.)	-0,0044
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Εσ.	-0,0067
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Εσ.)	-0,0075
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπ.Εσ.)	-0,0094
ALPHA Blue Chips Α/Κ Εσ.	-0,0094
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Εσωτερικού	-0,0115
INTERAMERICAN Δυν. Α/ΚΕσ.	-0,0116
ΩΜΕΓΑ–SOGEN INVEST Α/Κ Εσ.	-0,0118
HSBC Αναπτυξιακό Εσωτερικού	-0,0131
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	-0,0193
ALPHA US Εξωτερικού	-0,0255
ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Εξ.)	-0,0438
ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Εξωτερικού)	-0,0438
ΜΙΚΤΑ	α
ΔΗΛΟΣ Εσωτερικού	-0,0223
ΕΡΜΗΣ Εσωτερικού	-0,0236
ALLIANZ Plus Εσωτερικού	-0,0243
INTERAMERICAN Ελ. Α/Κ Εσ.	-0,0270
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	-0,0270
INTERNATIONAL Εσωτερικού	-0,0281
ALICO Διεθνές	-0,0285
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	α
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	-0,0464
CitiFund Income Εσωτερικού	-0,0481
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Εσ.	-0,0482
ALPHA Α/Κ Εξωτερικού	-0,0487
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Εισ. Εσ.)	-0,0488
ΔΗΛΟΣ (Εισ. Εσ.)	-0,0490
INTERNATIONAL Εσωτερικού	-0,0495
INTERAMERICAN Σταθ.Α/ΚΕσ.	-0,0496
HSBC Εισοδήματος Εσωτερικού	-0,0498
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ Εσωτερικού	-0,0500
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	-0,0500
INTERAMERICAN – F&C Α/Κ	
ΕΥΡΩ ΚΥΒΕΡ. ΟΜΟΛ. Διεθνές	-0,0509

επικρίνονται στο ότι δε μπορούν να προβλέψουν τις τιμές των αξιόγραφων που επενδύουν, με συνέπεια να μην επιλέγουν τα σωστά «χαρτιά» για το χαρτοφυλάκιό τους.

Τα ομολογιακά είναι η κατηγορία των αμοιβαίων που έχουν και τα δύο έτη το μικρότερο α , ακολουθούμενα από τα μικτά, ενώ τα μετοχικά έχουν τιμές που πλησιάζουν το μηδέν, με εξαίρεση τα τρία Α/Κ με διεθνή χαρακτήρα, τα οποία έχουν αρκετά μικρότερες τιμές από ότι τα άλλα αμοιβαία τις κατηγορίας τους. Το συμπέρασμα αυτό οφείλεται στο συστηματικό τους κίνδυνο, ο οποίος είναι πολύ μικρότερος από αυτόν που έχουν τα άλλα μετοχικά. Δηλαδή, συμπεραίνουμε ότι η τιμή του δείκτη α είναι ανάλογη με το συστηματικό κίνδυνο, άρα όσο μικρότερος ο συστηματικός κίνδυνος, τόσο μικρότερος ο δείκτης.



Συχνότητα κατανομής του δείκτη Jensen για το 2001



Συχνότητα κατανομής του δείκτη Jensen για το 2002

Συνδυαστική Αξιολόγηση Αμοιβαίων Βάσει και των Τριών Δεικτών

Στο τελευταίο κομμάτι της εργασίας συνδυάζουμε και τους τρεις δείκτες αξιολόγησης της αποδοτικότητας, με απώτερο σκοπό να βρούμε αυτά τα αμοιβαία που είχαν τις καλύτερες αποδόσεις, ή μάλλον πιο σωστά, αφού οι τιμές των δεικτών είναι αρνητικές, τα αμοιβαία με τις λιγότερο κακές αποδοτικότητες. Για το λόγο αυτό δημιουργήσαμε τον πίνακα 17, όπου παρουσιάζονται συγκεντρωτικά οι τιμές των δεικτών για όλα τα Α/Κ. Με αστερίσκο σημειώνονται οι τιμές του δείκτη Jensen, οι οποίες είναι μη στατιστικά σημαντικές για 5% επίπεδο σημαντικότητας.

Το πρώτο συμπέρασμα που προκύπτει είναι πως η αποδοτικότητα των μετοχικών Α/Κ χειροτέρευσε το 2002 σε σύγκριση με το 2001, μιας και, έκτος των αμοιβαίων που επενδύουν σε ξένες χρηματαγορές, οι τιμές των υπολοίπων και για τους τρεις δείκτες μειώθηκαν, κάνοντας λιγότερο ελκυστική την κατηγορία για τους επενδυτές. Το μετοχικό Α/Κ με τη λιγότερο κακή διαχείριση είναι το ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Εσωτερικού), το οποίο και τα δύο έτη είχε από τους μεγαλύτερους δείκτες.

Το ίδιο συμπέρασμα ισχύει και για τα μικτά αμοιβαία, όπου εάν εξαιρέσουμε το ALICO Διεθνές, τότε παρατηρούμε ότι οι τιμές των δεικτών μειώθηκαν από το 2001 στο 2002, με συνέπεια να μειώθηκε και η αποδοτικότητά τους. Το αμοιβαίο που είχε τους καλύτερους δείκτες είναι το ΕΡΜΗΣ Εσωτερικού, το οποίο είχε και τη δεύτερη λιγότερο κακή απόδοση της κατηγορίας για τη διετία με -29,94%.

Οι αρνητικές τιμές στους δείκτες των μετοχικών και μικτών Α/Κ οφείλονται στην κακή πορεία της ελληνικής χρηματαγοράς για τα δύο αυτά έτη, όπου υπήρξε μείωση του Γ.Δ.Χ.Α.Α. Το συμπέρασμα πως οι τιμές των δεικτών για τα μετοχικά και μικτά Α/Κ με προσανατολισμό την εγχώρια αγορά μειώθηκαν το 2002 σε σχέση με το 2001, εξηγείται από το γεγονός ότι η πορεία του χρηματιστηρίου το 2002 (-32,55%) ήταν χειρότερη του 2001 (-23,54%). Από τα δύο Α/Κ, που είχαν τους λιγότερο κακούς δείκτες, υπερισχύει το μετοχικό ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Εσωτερικού), το οποίο είχε τους μεγαλύτερους δείκτες.

Η συνδυαστική ανάλυση των τιμών και των τριών δεικτών για το χρονικό ορίζοντα της εργασίας, δε μας οδηγεί σε χρήσιμα συμπεράσματα, όσον αφορά τα ομολογιακά αμοιβαία, αφού οι τιμές τους ποικίλουν αρκετά από έτος σε έτος και από αμοιβαίο σε αμοιβαίο. Το

μόνο που μπορεί να ειπωθεί για αυτή την κατηγορία σε σχέση με τις άλλες δύο είναι ότι δεν εξαρτάται από τη χρηματαγορά, με αποτέλεσμα οι τιμές των δεικτών να μην ακολουθούν κάποιο πρότυπο.

ΠΙΝΑΚΑΣ 17: Δείκτες Αξιολόγησης Α/Κ για τα έτη 2001 – 2002						
ΜΕΤΟΧΙΚΑ	2001			2002		
	<i>Sharpe</i>	<i>Treynor</i>	<i>Jensen</i>	<i>Sharpe</i>	<i>Treynor</i>	<i>Jensen</i>
ALPHA Blue Chips Α/Κ Εσ.	-19,18	-34,99%	-0,0070	-40,94	-45,07%	-0,0094
ALPHA US Εξωτερικού	-18,74	-108,76%	-0,0423	-24,94	-75,61%	-0,0255
ALPHA TRUST (Αναπ. Εσ.)	-16,22	-32,28%	0,0020*	-42,70	-50,03%	-0,0044
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	-25,96	-51,84%	-0,0158	-54,32	-65,06%	-0,0193
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Εσ.)	-20,61	-38,33%	-0,0039	-41,65	-45,86%	-0,0075
ΔΗΛΟΣ (Διεθνές Εξωτερικού)	-31,42	-567,99%	-0,0510	-34,87	-165,33%	-0,0438
ΔΗΛΟΣ (Ευρωπαϊκό Εξωτερικού)	-30,91	-401,32%	-0,0499	-32,32	-148,89%	-0,0438
ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ Εσ.	-17,04	-32,13%	-0,0013*	-44,71	-49,42%	-0,0067
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπ. Εσ.)	-19,47	-35,52%	-0,0049	-42,62	-46,77%	-0,0094
HSBC Αναπ. Εσ.	-19,75	-36,60%	-0,0085	-40,09	-45,64%	-0,0131
INTERAMERICAN Δυν. Α/Κ Εσ.	-20,16	-36,78%	-0,0059	-42,57	-46,93%	-0,0116
ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α/Κ Εσ.	-19,29	-35,33%	-0,0006*	-42,00	-45,89%	-0,0115
ΩΜΕΓΑ – SOGEN INVEST Α/Κ Εσωτερικού	-19,54	-36,70%	-0,0105	-38,76	-44,84%	-0,0118
ΜΙΚΤΑ	2001			2002		
	<i>Sharpe</i>	<i>Treynor</i>	<i>Jensen</i>	<i>Sharpe</i>	<i>Treynor</i>	<i>Jensen</i>
ALICO Διεθνές	-36,08	-79,76%	-0,0393	-51,55	-64,36%	-0,0285
ALLIANZ Plus Εσωτερικού	-20,52	-37,79%	-0,0240	-50,36	-52,78%	-0,0243
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	-20,70	-37,21%	-0,0250	-42,64	-43,81%	-0,0270
ΔΗΛΟΣ Εσωτερικού	-27,91	-50,57%	-0,0234	-46,55	-51,68%	-0,0223
ΕΡΜΗΣ Εσωτερικού	-18,16	-33,49%	-0,0200	-48,73	-50,41%	-0,0236
INTERAMERICAN Ελ. Α/Κ Εσ.	-20,51	-37,43%	-0,0212	-51,89	-54,96%	-0,0270
INTERNATIONAL Εσ.	-26,59	-49,44%	-0,0230	-62,38	-65,93%	-0,0281
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	2001			2002		
	<i>Sharpe</i>	<i>Treynor</i>	<i>Jensen</i>	<i>Sharpe</i>	<i>Treynor</i>	<i>Jensen</i>
ALPHA Α/Κ Εξωτερικού	-8,19	-74,00%	-0,0509	-14,77	-88,41%	-0,0487
ALPHA Α/Κ Εσωτερικού	-17,03	-168,20%	-0,0519	4,80	53,08%	-0,0500
ΑΣΠΙΣ Α/Κ Εσωτερικού	-40,16	-92,16%	-0,0489	-69,63	-102,23%	-0,0464
CitiFund Income Εσ.	-52,58	-146,51%	-0,0518	-23,35	-65,71%	-0,0481
ΔΗΛΟΣ (Εισοδήματος Εσ.)	-32,16	-63,08%	-1,1001	-33,35	-101,12%	-0,0490
Εγνατία ΜΥΚΗΝΑΙ Εσ.	-31,99	-97,53%	-0,0508	-2,68	-31,76%	-0,0500
ΕΡΜΗΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ Εσ.	-63,08	-86,80%	-0,0506	-40,68	-53,26%	-0,0482
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Εισ. Εσ.)	-38,57	-204,29%	-0,0517	-37,73	-82,58%	-0,0488
HSBC Εισοδήματος Εσ.	-23,11	-299,42%	-0,0522	-11,16	-82,13%	-0,0498
INTERAMERICAN – F&C Α/Κ ΕΥΡΩ ΚΥΒΕΡ. ΟΜΟΛ. Διεθνές	-22,22	-159,00%	-0,0515	-5,33	1069,74%	-0,0509
INTERAMERICAN Στ. Α/Κ Εσ.	-23,48	-124,80%	-0,0516	-5,21	-33,01%	-0,0496
INTERNATIONAL Εσ.	-46,81	-198,67%	-0,0511	-27,07	-151,52%	-0,0495

Από τη σύγκριση των τιμών και των τριών δεικτών και για τα δύο έτη, συμπεραίνουμε ότι το ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Εσωτερικού) έχει τις μικρότερες τιμές και άρα είναι το αμοιβαίο με τη λιγότερο κακή απόδοση, σε σύγκριση με τους κινδύνους που ενσωματώνονται σε αυτό.

Γ' ΜΕΡΟΣ: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η παρούσα εργασία αποτελεί μία μελέτη των κινδύνων, της διαφοροποίησης και της αξιολόγησης της επίδοσης 32 ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων για την περίοδο 2001 – 2002, η οποία συμπίπτει με τις διορθωτικές αλλαγές που έγιναν στην ελληνική Κεφαλαιαγορά μετά την κρίση του 1999. Η μεθοδολογία και τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν είναι συγκρίσιμα με προηγούμενες έρευνες που πραγματοποιήθηκαν στον ελληνικό και διεθνή χώρο. Το δείγμα αποτελείται από αμοιβαία που ανήκουν στις τρεις από τις τέσσερις κατηγορίες Α/Κ (μετοχικά, μικτά και ομολογιακά) και η έρευνα βασίστηκε στις ημερήσιες αποδόσεις των Α/Κ, ενώ δεν μελετήθηκαν τα αμοιβαία διαχείρισης διαθεσίμων. Ο χρονικός ορίζοντας της εργασίας συμπίπτει με τις διορθωτικές τάσεις που καταγράφηκαν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, μετά την εκρηκτική άνοδό του έως και το 1999 και της κρίσης που ακολούθησε. Τα συμπεράσματα που προέκυψαν είναι τα ακόλουθα:

Το κυριότερο συμπέρασμα της εργασίας αφορά την επίδοση των αμοιβαίων, η οποία είναι αρνητική και για τα δύο έτη. Η επίδοση αξιολογήθηκε με τους κλασικούς δείκτες που χρησιμοποιούνται διεθνώς, αλλά και στην Ελλάδα, αυτών των Treynor, Sharpe και Jensen. Οι τιμές των δεικτών για την πλειοψηφία των Α/Κ ήταν αρνητικές, φανερώνοντας την αρνητική πορεία του κλάδου τα τελευταία χρόνια. Το συμπέρασμα αυτό είναι σύμφωνο με τα αποτελέσματα των περισσότερων προηγούμενων ερευνών, ελληνικών και ξένων. Η άσχημη εικόνα των Α/Κ τη διετία 2001 – 2002 οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στη γενικότερη κρίση της Κεφαλαιαγοράς μετά το 1999 και των επιπτώσεων που είχε αυτή, κυρίως στις κατηγορίες των μετοχικών και μικτών αμοιβαίων, οι οποίες επενδύουν ένα σημαντικό μέρος του συνολικού τους ενεργητικού σε μετοχές.

Ένα άλλο συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι ο θεσμός των αμοιβαίων πέρασε μια κρίση, αφού η αρνητική πορεία των αμοιβαίων το 2001 και το 2002 είχε ως αντίκτυπο τη μείωση του ενδιαφέροντος των επενδυτών για το εν λόγω χρηματοοικονομικό προϊόν, κάτι που φαίνεται από την μείωση του συνολικού ενεργητικού του κλάδου το 2002 σε σχέση με το 2001, αλλά και τη μείωση των προσφερόμενων Α/Κ από τις Εταιρείες Διαχείρισης. Έτσι, λοιπόν, παρατηρήθηκε μία μείωση της τάξεως του 5,2% του συνολικού ενεργητικού από €26.794,90 εκατ. σε €25.385,15 εκατ., ενώ τα προσφερόμενα αμοιβαία μειώθηκαν από 269 σε 260.

Οι αρνητικές τιμές στους δείκτες αξιολόγησης εξηγούν σε μεγάλο βαθμό την αλλαγή των προτιμήσεων των επενδυτών ανάμεσα στις διαφορετικές κατηγορίες αμοιβαίων. Παρατηρούμε, δηλαδή, αύξηση του ποσοστού του συνολικού ενεργητικού του κλάδου προς τα Α/Κ με το λιγότερο κίνδυνο και τα οποία είναι τα αμοιβαία διαχείρισης διαθεσίμων από 36,17% του συνολικού ενεργητικού το 2001 σε 42,34% το 2002, ενώ τα μετοχικά, τα αμοιβαία με τον υψηλότερο κίνδυνο, είχαν μείωση από 20,45% το 2001 σε 14,62% του συνολικού ενεργητικού το 2002.

Από τη συνδυαστική ανάλυση των τριών δεικτών αξιολόγησης της επίδοσης για κάθε αμοιβαίο και για τα δύο έτη, παρατηρούμε πως το μετοχικό ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Εσωτερικού) είχε και τα δύο έτη την καλύτερη ή σωστότερα τη λιγότερο κακή απόδοση, σε σχέση πάντα με τους κινδύνους που ενσωματώνονται σε αυτό, παρατήρηση στην οποία κατέληξε και η Καρπούζα, για το διάστημα που μελέτησε (1997 – 2001).

Από την ανάλυση του συστηματικού κινδύνου των Α/Κ καταδεικνύεται μια ακολουθούμενη αμυντική επενδυτική πολιτική, γεγονός το οποίο εκφράζεται από τις τιμές του συντελεστή β , οι οποίες ήταν μικρότερες της μονάδας. Το συμπέρασμα αυτό είναι σύμφωνο με προγενέστερες ελληνικές και ξένες μελέτες.

Το δεύτερο συμπέρασμα που εξάγεται από τη σύγκριση του συστηματικού κινδύνου και των αποδόσεων των αμοιβαίων, είναι ότι τα Α/Κ που είχαν μεγάλο συστηματικό κίνδυνο είχαν και τις χειρότερες αποδόσεις. Το γεγονός αυτό είναι αναμενόμενο, αφού ο συστηματικός κίνδυνος ενός Α/Κ είναι η ευαισθησία της καθαρής τιμής του μεριδίου στις μεταβολές του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. και όταν λαμβάνει τιμές κοντά στη μονάδα, τότε η καθαρή τιμή του αμοιβαίου θα μεταβάλλεται ανάλογα με τις μεταβολές του δείκτη. Έτσι, λοιπόν, τα Α/Κ με παρόμοιες αποδόσεις με του χρηματιστηρίου, του οποίου οι αποδόσεις ήταν αρνητικές και σημαντικά μεγάλες και τα δύο έτη, είναι τα μετοχικά, που έχουν και το μεγαλύτερο συστηματικό κίνδυνο και ακολουθούνται από τα μικτά. Τα ομολογιακά που έχουν συγκριτικά μικρότερο συντελεστή β από τις άλλες δύο κατηγορίες είχαν για την πλειοψηφία τους θετικές αποδόσεις.

Η ανάλυση του συνολικού κινδύνου, δηλαδή της τυπικής απόκλισης των ημερησίων αποδόσεων των αμοιβαίων, μας οδήγησε στα εξής συμπεράσματα. Πρώτον, ότι τα μετοχικά Α/Κ είναι τα πιο επικίνδυνα, μιας και είχαν και για τα δύο έτη μεγαλύτερο συνολικό κίνδυνο

από τις άλλες δύο κατηγορίες που εξετάζουμε. Το συμπέρασμα αυτό, έρχεται σε πλήρη συμφωνία με τη θεωρία που υποστηρίζει ότι οι μελλοντικές τιμές των μετοχών είναι αβέβαιες, με αποτέλεσμα να έχουν μεγάλο συνολικό κίνδυνο.

Δεύτερον, ότι η εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά είναι πιο επικίνδυνη από ότι οι χρηματιστηριακές αγορές άλλων χωρών. Αυτό φανερώνεται από το γεγονός ότι τις μικρότερες τυπικές αποκλίσεις στις κατηγορίες των μετοχικών και μικτών, είχαν A/K με διεθνή προσανατολισμό, δηλαδή οι μετοχές ξένων χρηματιστηριακών αγορών είχαν πιο σταθερές αποδόσεις σε σύγκριση με τις ελληνικές.

Τα συμπεράσματα που προκύπτουν από τη συνδυαστική ανάλυση του συστηματικού και του συνολικού κινδύνου έρχονται σε πλήρη συμφωνία μεταξύ τους, όπου τα μετοχικά αμοιβαία, και με τους δύο τρόπους υπολογισμού του κινδύνου, είναι η πιο επισφαλής κατηγορία A/K, ακολουθούμενα από τα μικτά, ενώ η πιο ασφαλής κατηγορία είναι των ομολογιακών. Η αγορά των ομολόγων χαρακτηρίζεται από χαμηλό κίνδυνο και με σχετικά σταθερές αποδόσεις, όπου ο μόνος κίνδυνος που αναλαμβάνει κάποιος επενδύοντας σε ομόλογα είναι ο κίνδυνος των επιτοκίων, με αποτέλεσμα τα ομολογιακά να έχουν τις μικρότερες αποκλίσεις των αποδόσεών τους, αλλά και τον μικρότερο συστηματικό κίνδυνο. Τα συμπεράσματα αυτά συμφωνούν με τη θεωρία και τα χαρακτηριστικά σύνθεσης της κάθε κατηγορίας, όπου τα μετοχικά A/K είναι τα πιο επικίνδυνα, τα ομολογιακά θεωρούνται χαμηλού κινδύνου, ενώ τα μικτά που μπορούν να επενδύσουν και στις τρεις κατηγορίες A/K είναι ενδιάμεσου κινδύνου.

Όσον αφορά τη διαφοροποίηση των αμοιβαίων κεφαλαίων, εκτιμώμενη με τον ειδικό κίνδυνο του κάθε αμοιβαίου, συμπεραίνουμε πως η πλειοψηφία τους δεν είναι καλά διαφοροποιημένα, αφού οι τιμές που λαμβάνουν δεν τείνουν στο μηδέν, όπως θα όφειλαν, εάν είχαν εξαλείψει το μη συστηματικό κίνδυνο, ο οποίος οφείλεται στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της κάθε επένδυσης.

Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγουμε και εάν μελετήσουμε τη διαφοροποίηση συγκρίνοντας τη σειρά κατάταξης των A/K με βάση τους δείκτες Treynor και Sharpe για κάθε έτος ξεχωριστά. Η θεωρία μάς λέει ότι σε καλά διαφοροποιημένα A/K, όπου ο ειδικός κίνδυνος τείνει στο μηδέν, η κατάταξη που παίρνουμε για τους δύο δείκτες θα πρέπει να είναι η ίδια. Επειδή, όμως, η κατάταξη είναι διαφορετική για κάθε δείκτη, συνεπάγεται πως τα αμοιβαία του δείγματος δεν είναι διαφοροποιημένα.

Συγκρίνοντας τη διαφοροποίηση των αμοιβαίων με την απόδοση που επέτυχαν, αλλά και με την κατηγορία στην οποία ανήκουν, συμπεραίνουμε πως η διαφοροποίηση ενός αμοιβαίου δεν επηρεάζεται από την κατηγορία που ανήκει. Η μη ύπαρξης σχέσης ανάμεσα στη διαφοροποίηση του αμοιβαίου και της κατηγορίας που ανήκει, είναι απολύτως φυσιολογική, αφού η διαφοροποίηση του κάθε αμοιβαίου εξαρτάται αποκλειστικά και μόνο από τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου που επιλέγει ο διαχειριστής του, δηλαδή από τους τίτλους που αποτελείται το αμοιβαίο και όχι από τα χαρακτηριστικά της κάθε κατηγορίας.

Εν ολίγοις, συμπεραίνουμε ότι τα αμοιβαία κεφάλαια δεν είχαν την επιθυμητή απόδοση, αφού ήταν αρνητική για την πλειονηφία των Α/Κ και η οποία οφείλεται στη γενικότερη κρίση της Κεφαλαιαγοράς από το 1999 και έπειτα. Τα πιο επικίνδυνα αμοιβαία είναι τα μετοχικά, ακολουθούμενα από τα μικτά και τα ομολογιακά. Μελετώντας τον ειδικό κίνδυνο και τη σειρά κατάταξης των Α/Κ βάσει των δεικτών Treynor και Sharpe, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι τα αμοιβαία δεν είναι καλά διαφοροποιημένα.

Εκτός των θεμάτων που μελετήθηκαν στην παρούσα εργασία, για περαιτέρω διερεύνηση του θέματος προτείνουμε να εξεταστούν και τα ακόλουθα ζητήματα για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα:

- Η συσχέτιση της αρχαιότητας των Α/Κ και της επίδοσής τους.
- Οι νέες εισροές και η σχέση τους με τις προηγούμενες αποδόσεις των αμοιβαίων.
- Τα έξοδα των Α/Κ και πόσο αυτά επηρεάζουν την απόδοσή τους.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

Ξενόγλωσση:

- Bogle, J., “Is a Long – Term Time Frame for Investing Affordable or Even Relevant?”, *The Investing For The Long Term Seminar Proceedings. Charlottesville*, (1992).
- Friend, I., et al, “A Study of Mutual Funds”, *Washington: U.S. Government Office*, (1962).
- Handjinikolaou, G., “The Performance of Greek Mutual Funds in the Period 1973 – 1976: A Case of Internationally Diversified Portfolios”, *Spoudai*, (1980), pp. 381 – 391.
- Houge, T., “Identifying Skilled Analysts”, *Department of Finance, University of Iowa*, (Nov. 2000).
- Ippolito, R. A., “Efficiency with Costly Information: A Study of Mutual Performance, 1965 – 1984”, *Quarterly Journal of Economics*, (1989), pp. 1 – 23.
- Jayadev, M., “Mutual Fund Performance: An Analysis of Monthly Returns”, *Finance India*, Vol. 10, No. 1, (Mar. 1996), pp. 73 – 84.
- Jensen, C. M., “The Performance of Mutual Funds in the Period 1945 – 1964”, *Journal of Finance*, (1968), pp. 389 – 416.
- Kuhle, L. J. and Pope, A. R., “A Comprehensive Long – Term Performance Analysis of Load VS. No – Load mutual Funds”, *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol. 13, No. 2, (Summer 2000).
- Markowitz, H.M., “Portfolio Selection”, *Journal of Finance*, Vol. 7, (1952), pp. 77 – 91.
- Mc Donald, J., “Objectives and Performance of Mutual Funds 1960 – 1969”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 9, No. 3, (1974), pp. 311 – 333.
- Moix, P. Y., “The performance of Hedge Funds VS. Mutual Funds: A Short and Long Term Perspective” *Alternative Investment Management Association (AIMA)*, (2001).
- Redman, L. A., Gullet, N. S. and Manakyan, H., “The Performance of Global and International Mutual Funds”, *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol. 13, No. 1, (Spring 2000), pp. 75 – 85.
- Volkman, D. and Wohar, E. M., “Determinants of Persistence in the Relative Performance of Mutual Funds”, *Journal of Financial Research*, Vol. 18, No. 4, (Winter 1995), pp. 415 – 430.
- Warther, A. V. and Wayne, E. F., “Evaluating Fund Performance in a Dynamic Market”, *Financial Analysts Journal*, Vol. 52, No. 6, (Nov/Dec 1996), pp. 20 – 28.

Ελληνόγλωσση:

Καρπούζα, Ε., “Οι Αποδόσεις, τα Κόστη και οι Νέες Εισροές στα Ελληνικά Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια”, (2002).

Μυλωνάς, Ν., “Τα Αμοιβαία Κεφάλαια στην Ελλάδα. Κίνδυνος, Απόδοση και Αξιολόγηση την Περίοδο 1990 – 1993”, *Έκδοση Alpha Τράπεζα Πίστεως*, (1995), σελ. 293 – 336.

Φίλιππας, Δ. Ν., “Αμοιβαία Κεφάλαια: Πόσο Αξίζουν Ποια;”, *Αγορά*, (Μαρ. 1991), σελ. 34 – 38.

Φίλιππας, Δ. Ν., “Η Αξιολόγηση της Επίδοσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα”, *Alpha Τράπεζα Πίστεως*, (Οκτ. 1998).

Φίλιππας, Δ. Ν., “Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον”, *Εκδόσεις Globus Invest*, (1999).