



**ΑΝΟΙΚΤΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΥΠΡΟΥ**

ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ
ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ»

ΔΙΑΤΡΙΒΗ ΕΠΙΠΕΔΟΥ ΜΑΣΤΕΡ

“ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ”

ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ ΑΛΕΞΙΑΔΗΣ

ΕΠΙΒΛΕΠΟΥΣΑ ΚΑΘΗΓΗΤΡΙΑ
Δρ. ΦΩΤΕΙΝΗ ΟΙΚΟΝΟΜΟΥ

ΛΕΥΚΩΣΙΑ, ΜΑΙΟΣ, 2018

Ανοικτό Πανεπιστήμιο Κύπρου

Σχολή Οικονομικών Επιστημών και Διοίκησης
Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών *Τραπεζική και
Χρηματοοικονομική*

Μεταπτυχιακή Διατριβή

“ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ
ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ”

Κωνσταντίνος Αλεξιάδης

Επιβλέπουσα Καθηγήτρια
Δρ. Φωτεινή Οικονόμου

Η παρούσα μεταπτυχιακή διατριβή υποβλήθηκε προς μερική εκπλήρωση των απαιτήσεων για απόκτηση μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών στην Τραπεζική και Χρηματοοικονομική από τη Σχολή Οικονομικών Επιστημών και Διοίκησης του Ανοικτού Πανεπιστημίου Κύπρου.

Μάιος 2018

Περίληψη

Κύριος σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η μελέτη και αξιολόγηση της επίδοσης των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων εσωτερικού για το συνολικό χρονικό διάστημα από 01.01.2012 έως 31.12.2016 καθώς και για τις υποπεριόδους 01.01.2012 έως 26.06.2015 και 03.08.2015 έως 31.12.2016. Το χρονικό αυτό διάστημα χαρακτηρίζεται από την προσπάθεια της παγκόσμιας αλλά και της ελληνικής χρηματαγοράς να επουλώσει τις πληγές της μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση και την ελληνική δημοσιονομική κρίση που είχε αφετηρία το 2008 και συνεχίζεται στην ελληνική χρηματαγορά μέχρι και σήμερα με αποκορύφωμα την επιβολή των capital controls στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα το 2015. Το γεγονός αυτό σχηματίζει ένα μοναδικό περιβάλλον για την ανάλυση.

Με στόχο να κατανοηθεί η λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων, αναλύονται βασικές έννοιες και λειτουργίες τους, παρουσιάζονται οι κατηγορίες τους και το θεσμικό τους πλαίσιο, καθώς και αξιολογούνται πλεονεκτήματα αλλά και τα μειονεκτήματα που ενέχει η επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια.

Στη συνέχεια επιχειρείται σε θεωρητικό επίπεδο η παρουσίαση των μεθόδων και των δεικτών βάσει των οποίων θα γίνει η αξιολόγηση των επιδόσεων των εξεταζόμενων αμοιβαίων κεφαλαίων. Για το σκοπό αυτό αναλύονται έννοιες όπως η απόδοση και ο κίνδυνος καθώς και οι τρόποι μέτρησής τους. Επιπλέον γίνεται παρουσίαση των δεικτών αξιολόγησης της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων ανά μονάδα κινδύνου που αυτά ενέχουν.

Στο τελευταίο κεφάλαιο παρουσιάζεται η εμπειρική μελέτη για τα 24 ελληνικά μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια που δραστηριοποιήθηκαν κατά την εξεταζόμενη περίοδο καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου. Παράλληλα χωρίζουμε και εκτιμούμε την εξεταζόμενη περίοδο σε περίοδο πριν από την επιβολή των capital controls στις τράπεζες και σε περίοδο μετά την επιβολή των capital controls. Κατά τη διενέργεια της εμπειρικής μελέτης της συνολικής περιόδου έγινε εκτίμηση της απόδοσης και του κινδύνου των αμοιβαίων κεφαλαίων και αξιολόγηση της αποδοτικότητάς τους με τη

χρήση των δεικτών Treynor και Sharpe, ενώ για την ίδια περίοδο αλλά και για τις δύο υποπεριόδους εφαρμόζεται το υπόδειγμα αξιολόγησης Jensen.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα που προκύπτουν για την συνολική περίοδο αποτυπώνουν την θετική σχέση μεταξύ της απόδοσης και του κινδύνου για ορισμένα αμοιβαία κεφάλαια ενώ διαπιστώνεται η σύγκλιση των αποτελεσμάτων (με μικρές αποκλίσεις) που παρουσιάζει η κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων τόσο με βάση τους δείκτες Sharpe και Treynor όσο και βάσει της μέσης ημερήσιας απόδοσης. Τέλος στα αποτελέσματα που προκύπτουν με βάση το υπόδειγμα Jensen κατά τη σύγκριση των υποπεριοδών, διαφαίνεται η αύξηση του συστηματικού κινδύνου που παρουσιάζουν τα περισσότερα αμοιβαία κεφάλαια μετά την επιβολή των capital controls, αλλά και η μείωση των αμοιβαίων κεφαλαίων που παρουσίαζαν θετική και στατιστικά σημαντική τιμή.

Summary

The main purpose of this paper is to study and evaluate the performance of equity mutual funds for the period from 01.01.2012 to 31.12.2016 and for two subperiods from 01.01.2012 to 26.06.2015 and 03.08.2015 to 31.12.2106. This period is characterized by the global and Greek money market efforts to heal its wounds after the global financial crisis and the Greek fiscal crisis that started in 2008 and continues in the Greek money market until today, that finally led to detrimental outcome of capital controls of the greek banking system in 2015. All these circumstances generate a unique environment for analysis.

In order to understand the functioning of the mutual funds, their basic concepts and functions are analyzed, their categories and their institutional framework are presented, as well as the advantages and disadvantages of investing in mutual funds are evaluated.

Then the methods and indicators that are used for evaluating the performance of the funds under review, are theoretically presented. For this purpose, concepts such as performance and risk as well as ways of measuring them, are analyzed. In addition, the performance indicators of the mutual fund's risk rating indicators are presented.

In the last chapter is presented the empirical study for the 24 Greek equity funds that were active during the period under review. At the same time, we divide and estimate the period under review in a period prior to capital controls imposing in banks and in a period after capital controls. During this empirical study of the total period, an assessment of the performance and risk of mutual funds was conducted as well as an assessment of their profitability with the use of Treynor and Sharpe indices, while for the same period and for the subperiods the Jensen evaluation model is applied.

The empirical results obtained reflect the positive relationship between return and risk for some mutual funds and identify the convergence of the results (with small deviations) showing the classification of funds with both Sharpe & Treynor ratios and the average daily performance. Finally, in the comparison of the sub-periods, the

Jensen model results show the increase in the systemic risk, posed by most mutual funds following the imposition of the capital controls, as well as the decrease of the fund with a positive and statistically significant value.

Ευχαριστίες

Για την εκπόνηση της παρούσας διπλωματικής εργασίας θα ήθελα να ευχαριστήσω την επιβλέπουσα καθηγήτρια μου Δρ. Φωτεινή Οικονόμου για την καθοδήγηση της στη διάρκεια της συγγραφής της εργασίας.

Επίσης ιδιαίτερες ευχαριστίες θα ήθελα να εκφράσω στους γονείς μου για την ηθική υποστήριξη και την συμπαράσταση που μου παρείχαν.

Τέλος θα ήθελα να ευχαριστήσω την αγαπημένη μου Ιουλιέτα, που με την κατανόηση, την υποστήριξη, την καθοδήγηση και τις πολύτιμες συμβουλές της μου έδωσε ώθηση να ολοκληρώσω τις μεταπτυχιακές μου σπουδές.

Πίνακας Περιεχομένων

Περίληψη	3
Summary	5
Ευχαριστίες	7
Κεφάλαιο 1	13
Εισαγωγή στη θεωρία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων	13
1.1 Βασικές έννοιες Αμοιβαίων Κεφαλαίων	13
1.2 Συστατικά Στοιχεία Αμοιβαίου Κεφαλαίου	14
1.3 Εταιρίες επενδύσεων και Διαχείρισης	15
1.4 Ενεργητικό Αμοιβαίου κεφαλαίου	16
1.5 Αποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού	17
1.6 Μεριδία / Μεριδιούχοι	17
1.7 Θεματοφύλακας	18
1.8 Η Ανώνυμη Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων	19
1.9 Φορολογία Αμοιβαίων Κεφαλαίων	20
1.10 Έξοδα αμοιβαίων κεφαλαίων	20
1.10.1 Προμήθειες	21
1.10.2 Αμοιβές Διαχείρισης	22
1.10.3 Λειτουργικές Δαπάνες	22
1.10.4 Αμοιβές και Προμήθειες θεματοφύλακα	22
1.11 Δείκτης εξόδων	23
1.12 Πλεονεκτήματα & Μειονεκτήματα	24
1.13 Κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων	28
Κεφάλαιο 2	36
Αμοιβαία Κεφάλαια: Παγκόσμια & Ελληνική πραγματικότητα	36
2.1 Σύντομη Παγκόσμια Ιστορική Διαδρομή	36
2.2 Η εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα	39
2.3 Η χρηματοπιστωτική κρίση και η ελληνική αγορά μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων	41
2.4 Διάρθρωση ελληνικής αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων	43
2.5 Νομοθεσία Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα	43
Κεφάλαιο 3	46
Σχέση απόδοσης – κινδύνου. Αξιολόγηση Χαρτοφυλακίου Α/Κ	46

3.1 Μορφές διαχείρισης χαρτοφυλακίου	46
3.1.1 Ενεργητική Διαχείριση Χαρτοφυλακίου	46
3.1.2 Παθητική Διαχείριση Χαρτοφυλακίου	47
3.2 Αξιολόγηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων	47
3.2.1 Αναμενόμενη Απόδοση	48
3.2.2 Επενδυτικοί Κίνδυνοι Αμοιβαίων Κεφαλαίων	49
3.2.3 Τρόποι μέτρησης του κινδύνου	50
3.2.4 Υπολογισμός του συντελεστή Βήτα (Beta)	52
3.2.5 Υπολογισμός της τυπικής απόκλισης (Standard Deviation)	53
3.2.6 Υπολογισμός συντελεστής μεταβλητότητας (Coefficient of Variation – CV)	54
3.2.7 Σχέση Απόδοσης – Κινδύνου	54
3.2.8 Απόδοση και συστηματικός κίνδυνος	55
3.2.9 Απόδοση Αγοράς	56
3.2.10 Απόδοση χωρίς κίνδυνο	56
3.3 Μέτρα Αξιολόγησης της Αποδοτικότητας των Αμοιβαίων Κεφαλαίων	57
3.3.1 Μέθοδος Treynor	57
3.3.2 Μέθοδος Sharpe	58
3.3.3 Σύγκριση των δεικτών Treynor και Sharpe	59
3.3.4 Μέθοδος Jensen	59
3.3.5 Μέθοδος του Treynor και Mazuy	60
Κεφάλαιο 4	64
Εμπειρική Διερεύνηση της επίδοσης Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά την περίοδο (2012-2016)	64
4.1 Μελέτες Επίδοσης Ελληνικών Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων (βιβλιογραφική αναφορά)	64
4.2 Εμπειρική Προσέγγιση	66
4.2.1 Δεδομένα και μεθοδολογία εμπειρικής μελέτης	66
4.2.2 Εκτίμηση απόδοσης	68
4.2.3 Εκτίμηση κινδύνου	72
4.2.4 Συστηματικός κίνδυνος με τη μέθοδο του Jensen	75
4.2.5 Αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων και κατάταξη βάσει των δεικτών Treynor και Sharpe	78

4.2.6 Η επιβολή των Capital Controls και οι επιδράσεις στα μετοχικά Α/Κ εσωτερικού	81
4.3 Συμπεράσματα	85
Βιβλιογραφία	88

Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 2.1: Η εξέλιξη του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων (δισ εκ. €).....	37
Πίνακας 2.2: Συνολικές πωλήσεις ανα κατηγορία παγκοσμίως (δισ εκ. €).....	37
Πίνακας 2.3: Αξία ενεργητικού Παγκοσμίως Year End 2016 (εκ. €).....	38
Πίνακας 2.4: Εξέλιξη του αριθμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων σε συνδιασμό με την πορεία του ΓΔ Χ.Α. 2000-2014.....	39
Πίνακας 2.5: Μεταβολή Γενικού Δείκτη Χρηματιστηρίου Αθηνών 2007-2016.....	41
Πίνακας 2.6: Κατανομή Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανα κατηγορία (εκ. €).....	42
Πίνακας 4.7: Το Συνολικό Ενεργητικό των Μετοχικών Α/Κ εσωτερικού την 31/8/2016.....	68
Πίνακας 4.8: Μέσες ημερήσιες και συνολικές αποδόσεις των Μετοχικών Α/Κ εσωτερικού και του ΓΔΧΑ για την περίοδο 2012-2016.....	70
Πίνακας 4.9: Τυπική αποκλιση, Συντελεστής Μεταβλητότητας και Συντελεστής Βήτα των Μετοχικών Α/Κ εσωτερικού και του ΓΔΧΑ για την περίοδο 2012-2016.....	72
Πίνακας 4.10: Εκτίμηση του Alpha του Jensen των μετοχικών Α/Κ εσωτερικού και του ΓΔΧΑ για την περίοδο 2012-2016.....	75
Πίνακας 4.11: Υπολογισμός δείκτη Sharpe και κατάταξη των μετοχικών Α/Κ εσωτερικού και του ΓΔΧΑ για την περίοδο 2012-2016.....	78
Πίνακας 4.12: Υπολογισμός δείκτη Treynor και κατάταξη των μετοχικών Α/Κ εσωτερικού και του ΓΔΧΑ για την περίοδο 2012-2016.....	79
Πίνακας 4.13: Εκτίμηση του Alpha του Jensen των μετοχικών Α/Κ εσωτερικού και του ΓΔΧΑ για την περίοδο 1/2012 - 6/2015 (pro capital controls).....	81
Πίνακας 4.14: Εκτίμηση του Alpha του Jensen των μετοχικών Α/Κ εσωτερικού και του ΓΔΧΑ για την περίοδο 8/2015 - 12/2016 (after capital controls).....	82

Κατάλογος Διαγραμμάτων

Διάγραμμα 2.1: Επενδύσεις στο ενεργητικό Αμοιβαίων Κεφαλαίων (EFAMA).....	37
Διάγραμμα 3.2: Αμοιβαία Κεφάλαια με σταθερή επικινδυνότητα (Φίλιππας 2010) ..	61
Διάγραμμα 3.3: Αμοιβαίο Κεφάλαιο (Φίλιππας 2010).....	62
Διάγραμμα 3.4: Αμοιβαίο Κεφάλαιο με σωστές και λάθος προβλέψεις με την ίδια συχνότητα (Φίλιππας 2010)	62

Κεφάλαιο 1

Εισαγωγή στη θεωρία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

1.1 Βασικές έννοιες Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια είναι ίσως το επενδυτικό μέσο με τη μεγαλύτερη ζήτηση στις σύγχρονες χρηματοπιστωτικές αγορές. Η μεγάλη τους επιτυχία οφείλεται στα πλεονεκτήματα που προσφέρουν στους επενδυτές, όπως η πρόσβαση στην επαγγελματική διαχείριση με ελάχιστο αρχικό κεφάλαιο και αποδοτική διαφοροποίηση των κινδύνων. Είναι μία περιουσία πολλών επενδυτών (μεριδιούχων) που δημιουργεί ένα χαρτοφυλάκιο κεφαλαίων με σκοπό την υπό κοινού διαχείριση και επένδυση αυτού (Νούλας 2016: 651-712). Με τον όρο «κεφάλαιο» εννοείται το συνολικό ποσό που συγκεντρώνεται για την επένδυση, ενώ με τον όρο «αμοιβαίο» χαρακτηρίζεται το γεγονός ότι οι μεριδιούχοι που συμμετέχουν στην δημιουργία αυτού του χαρτοφυλακίου, αναλαμβάνουν από κοινού τα κέρδη ή τις ζημιές που προκύπτουν, ανάλογα με το ποσό της συμμετοχής τους (Φίλιππας 2010). Κατά τη πραγματοποίηση μίας επένδυσης σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, το κεφάλαιο του επενδυτή συγκεντρώνεται μαζί με αυτά των άλλων επενδυτών, οι οποίοι έχουν επενδύσει στο ίδιο αμοιβαίο κεφάλαιο. Το συνολικό τελικό ποσό χρησιμοποιείται για τη δημιουργία ή την επέκταση του επενδυτικού χαρτοφυλακίου.

Το χαρτοφυλάκιο των αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί να απαρτίζεται από διάφορους τίτλους η ποσότητα των οποίων καθορίζεται από τον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου, εξασφαλίζοντας έτσι τη διασπορά των επενδύσεων. Μέσω της διασποράς γίνεται η κατανομή του κινδύνου έτσι ώστε αν προκληθεί ζημία σε κάποιον από τους

τίτλους του χαρτοφυλακίου να υπάρχει η δυνατότητα εξισορρόπησης της από τα κέρδη των υπόλοιπων τοποθετήσεων.

Ο ΟΣΕΚΑ που έχει τη μορφή Αμοιβαίου Κεφαλαίου δεν αποτελεί νομικό πρόσωπο, σύμφωνα με την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος. Η περιουσία - το ενεργητικό δηλαδή του Αμοιβαίου Κεφαλαίου - αποτελείται σύμφωνα με τις νομοθετικές διατάξεις από μετρητά, κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς. Ανήκει εξ' αδιαιρέτου στους συμμετέχοντες ανάλογα με τον αριθμό των μεριδίων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου που κατέχουν. Όσοι συμμετέχουν στη περιουσία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου ονομάζονται μεριδιούχοι. Μεριδιούχοι του Αμοιβαίου Κεφαλαίου μπορούν να είναι φυσικά αλλά και νομικά πρόσωπα (Εθνική Asset Management A.E.Δ.Α.Κ, 2018). Το ενεργητικό επενδύει σε χρηματοοικονομικά προϊόντα ανάλογα με το καταστατικό, όπως ομολογίες, μετοχές, προθεσμιακές καταθέσεις.

Το βασικό στοιχείο κάθε επιτυχημένου προϊόντος είναι η δυνατότά του να ικανοποιεί συγκεκριμένες αγοραστικές ανάγκες και δυνατότητες έτσι ώστε οι επενδυτές του να αποκομίζουν οφέλη. Η ικανότητα αυτή κάθε προϊόντος είναι συνέχεια μιας σειράς ιδιαίτερων χαρακτηριστικών που το καθιστούν ιδιαίτερο. Ακόμα και το ίδιο βασικό προϊόν δημιουργείται σε πολλές παραλλαγές έτσι ώστε να μπορεί να ικανοποιεί τις εξειδικευμένες ανάγκες των πελατών του. Αυτός είναι και ο λόγος που δικαιολογείται η ύπαρξη διαφόρων κατηγοριών των αμοιβαίων κεφαλαίων (Καραθανάσης, 1999). Το κριτήριο διάκρισης των διαφόρων αμοιβαίων κεφαλαίων είναι η επενδυτική πολιτική που ακολουθεί το κάθε αμοιβαίο καθώς και η τοποθέτηση των κεφαλαίων σε διαφόρων ειδών κινητές αξίες (Καραθανάσης, 1999).

1.2 Συστατικά Στοιχεία Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Τα κεφάλαια αυτά τα οποία διαχειρίζονται εταιρίες επενδύσεων και διαχείρισης πρέπει να διαθέτουν κάποια απαραίτητα συστατικά, χωρίς τα οποία δε θα μπορούσαν να υφίστανται. Αυτά είναι (Καραθανάσης 1999:36):

1. Ένας συγκεκριμένος επενδυτικός σκοπός
2. Μια ποικιλία μετοχών, ομολόγων, και άλλων αξιογράφων καθώς και μετρητών

3. Μια ομάδα ατόμων που ασκεί επαγγελματική διαχείριση του χαρτοφυλακίου
4. Ένας συγκεκριμένος τρόπος υπολογισμού της αξίας των επενδύσεων σε καθημερινή βάση
5. Ένας συγκεκριμένος τρόπος εισόδου και αποχώρησης των επενδυτών από το αμοιβαίο κεφάλαιο
6. Ένα συγκεκριμένο νομικό πλαίσιο που θα θεσμοθετεί τα παραπάνω.

1.3 Εταιρίες επενδύσεων και Διαχείρισης

Στον χρηματοοικονομικό τομέα ως εταιρία επενδύσεων θεωρείται η εταιρία που έχει ως κύρια δραστηριότητα την διαχείριση οργανισμών συλλογικών επενδύσεων (ΟΣΕΚΑ). Ως επένδυση χαρακτηρίζεται *«η δέσμευση κεφαλαίων στο τρέχον χρονικό διάστημα, η οποία αναμένεται να αποφέρει μια θετική (κανονική) απόδοση στο μέλλον για τον επενδυτή»* (Φίλιππας 2010).

Μια από τις πιο δημοφιλείς και αποτελεσματικές μορφές επένδυσης σε αξιόγραφα μεταβλητής απόδοσης αποτελούν οι «εταιρείες επενδύσεων» (Investment Companies) ή συλλογικές επενδύσεις, οι οποίες παίζουν το ρόλο του χρηματοπιστωτικού ενδιάμεσου στην έμμεση χρηματοδότηση των ελλειμματικών μονάδων (ελληνικό δημόσιο, ιδιωτικές επιχειρήσεις κλπ.) (Βασιλείου 2008:295). Είναι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων που εκδίδουν κινητές αξίες (μετοχές ή μερίδια) οι οποίες εισάγονται και διαπραγματεύονται στις αγορές του Χρηματιστηρίου Αξιών (Χ.Α.). Στην ουσία αντλούν κεφάλαια πουλώντας δικές τους μετοχές ή μερίδια στο κοινό, τα οποία στη συνέχεια επενδύουν σ' ένα χαρτοφυλάκιο από αξιόγραφα (πχ μετοχές, ομολογίες κλπ.). Τα επενδυτικά αυτά σχήματα απευθύνονται στο ευρύ επενδυτικό κοινό και διαχειρίζονται χαρτοφυλάκια άλλων κινητών αξιών εισηγμένων ή μη στο Χ.Α. (Φίλιππας 2008).

Στην Ελλάδα αρμόδια αρχή είναι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και η εταιρία διαχείρισης είναι η «Ανώνυμη Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων» (ΑΕΔΑΚ). Σήμερα στην Ελλάδα αλλά και σε ολόκληρο τον κόσμο υπάρχουν δύο βασικές μορφές συλλογικών επενδύσεων. Οι Ανοικτού Τύπου Επενδύσεις (Open-End Funds) και οι Κλειστού Τύπου Επενδύσεις (Close-End Funds). Το χαρακτηριστικό

των Open-end funds είναι ότι οι εταιρίες αυτές είναι υποχρεωμένες από τον νόμο να δημιουργούν νέα μερίδια όταν υπάρξουν επενδυτές που θέλουν να αγοράσουν, αλλά και να εξαγοράσουν τα μερίδια από τους επενδυτές-μεριδιούχους όταν αυτοί θέλουν να πουλήσουν. Οι τιμές τους διαμορφώνονται ανάλογα από τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης. Έτσι λοιπόν παίζουν πολύ σημαντικό ρόλο σε αυτού του τύπου τα funds η ρευστότητα αλλά και η τιμή του μεριδίου (Καραθανάσης 1999:38).

Σε αντίθεση με τις Ανοικτού Τύπου Επενδύσεις (Open-End Funds), οι Κλειστού Τύπου Επενδύσεις (Close-End Funds) έχουν ως χαρακτηριστικό ότι εκδίδουν ένα συγκεκριμένο αριθμό μετοχών-μεριδίων, οι οποίες αποτιμώνται και διαπραγματεύονται όπως ακριβώς και οι μετοχές οποιασδήποτε άλλης ανώνυμης εταιρίας που είναι εισηγμένη σε χρηματιστήριο. Επομένως προκειμένου να μπορέσει κάποιος επενδυτής να αγοράσει μετοχές-μερίδια μίας τέτοιας εταιρίας θα πρέπει κάποιος άλλος επενδυτής που κατέχουν ήδη μερίδια να επιθυμούν να τα πουλήσουν. Το αποτέλεσμα αυτού είναι ότι εξ 'αιτίας του συγκεκριμένου αριθμού μετοχών, η τιμή ανά μετοχή υπολογίζεται διαφορετικά απ' ότι η τιμή του μεριδίου ενός αμοιβαίου κεφαλαίου (Καραθανάσης 1999:39).

1.4 Ενεργητικό Αμοιβαίου κεφαλαίου

Ενεργητικό αμοιβαίου κεφαλαίου ονομάζεται η συνολική περιουσία του αμοιβαίου σε τρέχουσες τιμές. Το Καθαρό Ενεργητικό Α/Κ είναι η καθαρή περιουσία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου δηλαδή η συνολική αξία των κινητών αξιών στις οποίες είναι επενδεδυμένη η κοινή περιουσία των μεριδιούχων, συν τυχόν απαιτήσεις (προκαταβολές, δεδουλευμένοι τόκοι κλπ) μείον τυχούσες υποχρεώσεις (αμοιβές Θεματοφύλακα, Χρηματιστηριακών Εταιρειών, δάνεια κ.λ.π.). Ο υπολογισμός του Καθαρού Ενεργητικού σε τρέχουσες τιμές καλείται αποτίμηση και αποτελεί βασικό παράγοντα για τον προσδιορισμό της Καθαρής Τιμής Μεριδίου του Α/Κ. Η αξία του Καθαρού Ενεργητικού υπολογίζεται κάθε εργάσιμη ημέρα και αναρτάται στην ιστοσελίδα της Α.Ε.Δ.Α.Κ. (Περράτης 2007:138).

1.5 Αποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού

Η αξία των μετοχών και των υπολοίπων κινητών αξιών γενικότερα που διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια αξιών, προσδιορίζεται με βάση την τιμή κλεισίματος των χρηματιστηριακών συναλλαγών της ίδιας ημέρας. Εάν δεν έχει πραγματοποιηθεί χρηματιστηριακή συναλλαγή την ημέρα της αποτίμησης, λαμβάνεται υπόψη η τιμή της προηγούμενης συνεδρίασης. Η αποτίμηση της αξίας των κινητών αξιών που δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο γίνεται με βάση τους κανόνες που θεσπίζονται με απόφαση της επιτροπής κεφαλαιαγοράς. Προκειμένου να προσδιορισθεί η καθαρή αξία (τιμή) του ενεργητικού ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, από το ενεργητικό του αφαιρούνται οι αμοιβές Α.Ε. Διαχείρισης, του θεματοφύλακα και των μελών του χρηματιστηρίου, οι δαπάνες που βαρύνουν το κεφάλαιο, καθώς και τα κέρδη που διανέμονται στους μεριδιούχους. Θα πρέπει τέλος να επισημανθεί ότι κατά τον προσδιορισμό της καθαρής αξίας του ενεργητικού ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, δεν αφαιρούνται από το ενεργητικό οι προμήθειες διάθεσης/εξαγοράς των μεριδίων αυτού (Περράτης 2007:138).

1.6 Μεριδία / Μεριδιούχοι

Η περιουσία του αμοιβαίου κεφαλαίου διαιρείται σε ισάξια μερίδια ή κλάσματα μεριδίου. Οι κάτοχοι αυτών των μεριδίων ονομάζονται μεριδιούχοι. Ο αριθμός των μεριδίων ενός αμοιβαίου κεφαλαίου αυξάνεται καθώς νέοι επενδυτές αγοράζουν μερίδια και μειώνεται όταν μεριδιούχοι αποχωρούν από αυτό. Τα μερίδια αποτελούν ονομαστικούς τίτλους που εκδίδονται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. Οι τίτλοι μεριδίου μπορούν να εκδίδονται για ένα ή περισσότερα μερίδια, ή κλάσμα μεριδίου και θα πρέπει να περιέχουν:

- Την ονομασία του αμοιβαίου κεφαλαίου
- Τον αριθμό της άδειας σύστασης του αμοιβαίου κεφαλαίου
- Τις επωνυμίες της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και του θεματοφύλακα
- Τα στοιχεία του μεριδιούχου
- Βεβαίωση ότι καταβλήθηκε ολοσχερώς η αξία του μεριδίου

Το συνολικό καθαρό ενεργητικό διαιρεμένο με τον αριθμό των μεριδίων δίνει την τιμή ενός μεριδίου. Η τιμή αυτή ονομάζεται καθαρή αξία (τιμή) του μεριδίου. Ο νέος μεριδιούχος, όμως, ο οποίος θα καταθέσει το κεφάλαιο του σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο

θα αγοράσει το μερίδιο, όχι με τη καθαρή τιμή αλλά με την τιμή διάθεσης που δημοσιεύεται σε όλους τους πίνακες των αμοιβαίων κεφαλαίων. Η τιμή διάθεσης ισούται με την καθαρή τιμή προσαυξημένη με την προμήθεια διάθεσης. Ομοίως όταν στο μέλλον ο μεριδιούχος θελήσει να πουλήσει τα μερίδια του, θα εισπράξει όχι την καθαρή τιμή ανά μερίδιο, αλλά την τιμή εξαγοράς. Η τιμή εξαγοράς ισούται με την καθαρή τιμή μειωμένη κατά την προμήθεια εξαγοράς.

1.7 Θεματοφύλακας

Ο θεματοφύλακας επί της ουσίας εκτελεί τα καθήκοντα του ταμεία του αμοιβαίου κεφαλαίου και είναι συνήθως μία ανώνυμη τραπεζική εταιρία (Ελληνική ή ξένη) η οποία λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα, και φροντίζει για τη φύλαξη του ενεργητικού κεφαλαίου του αμοιβαίου, για τις εισπράξεις και πληρωμές και για τη σωστή εκτέλεση των συναλλαγών. Ο θεματοφύλακας ο οποίος συνυπογράφει τον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου, είναι εντεταλμένος για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο και έτσι εγγυάται τη διαφάνεια των χρηματικών συναλλαγών και την εξασφάλιση των τιμών των επενδυμένων χρημάτων, και έτσι εγγυείται ουσιαστικά την ασφάλεια των χρημάτων των μεριδιούχων. Χρέος του είναι λοιπόν η να αναλάβει την ευθύνη απέναντι στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. και τους μεριδιούχους για κάθε αμέλεια ως προς την εκπλήρωση των υποχρεώσεων τους. Υποχρέωση του θεματοφύλακα είναι να εκτελεί τις εντολές των Α.Ε.Δ.Α.Κ. εκτός αν είναι παράνομες ή αντιβαίνουν τον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου. Ταυτόχρονα η Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι υποχρεωμένη να παρακολουθεί το θεματοφύλακα για την ορθή εκτέλεση των εντολών της. Ομαδοποιώντας τα καθήκοντα του θεματοφύλακα θα καταλήγαμε στα παρακάτω (Φίλιππας 2010):

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

- Η συνυπογραφεί από κοινού με την Α.Ε.Δ.Α.Κ., των εκθέσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων

1.8 Η Ανώνυμη Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Μοναδικός σκοπός των ΑΕΔΑΚ είναι η διαχείριση των αμοιβαίων κεφαλαίων. Είναι εφικτό να διαχειρίζονται περισσότερα του ενός αμοιβαίου κεφαλαίου. Υπευθυνότητα των ΑΕΔΑΚ είναι η επένδυση κεφαλαίων συλλογικά σε κινητές αξίες, που συγκεντρώνουν από το κοινό, και των οποίων η λειτουργία βασίζεται στην αρχή κατανομής μεριδίων, και τα μερίδιά τους εξαγοράζονται ή εξοφλούνται με στοιχεία ενεργητικού των εταιριών αυτών. Οι δραστηριότητες τους ελέγχονται άμεσα από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς, και συγκαταλέγονται σε θεσμικούς επενδυτές, όπως και οι Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΕΕΧ) καθώς συγκεντρώνουν και διαχειρίζονται κεφάλαια από πολλούς διαφορετικούς επενδυτές. Επίσης οι ΑΕΔΑΚ εισπράττουν αμοιβή για την διαχείριση του αμοιβαίου κεφαλαίου, προμήθειες κατά την εξαγορά των μεριδίων οι οποίες ποικίλλουν αναλόγως την εταιρία διαχείρισης. Επιπλέον θα πρέπει να παρέχουν φερεγγυότητα αντικειμενικότητα και εμπιστοσύνη, και ευρύτατη κεφαλαιακή βάση. Το σύνολο της περιουσίας του αμοιβαίου κεφαλαίου κατατίθεται σε μία από τις νόμιμα λειτουργούσες τράπεζες της χώρας, η οποία και αναλαμβάνει χρέη θεματοφύλακα για την πλήρη εξασφάλιση του κεφαλαίου. Πολύ σημαντικός παράγοντας είναι και η λήψη άδειας σύστασης μιας ΑΕΔΑΚ, για την οποία υποβάλλει μία αίτηση στην επιτροπή κεφαλαιαγοράς. Τα στοιχεία που υποβάλλει είναι (Φίλιππας 2010):

- Αναλυτικό κατάλογο των στοιχείων του Ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου
- Δήλωση πιστοποιητικού ιδρύματος που λειτουργεί στην Ελλάδα ότι δέχεται να κατατίθενται σε αυτό τα στοιχεία του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και να ασκεί καθήκοντα θεματοφύλακα
- Κανονισμό του αμοιβαίου Κεφαλαίου υπογεγραμμένο από την ΑΕΔΑΚ και από τον θεματοφύλακα

1.9 Φορολογία Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Το φορολογικό καθεστώς που διέπει τα Α/Κ καθορίζεται από το άρθρο 103 του Νόμου 4099/2012. Σύμφωνα με αυτό, «η Α.Ε.Δ.Α.Κ. υποχρεούται σε καταβολή φόρου ο οποίος λογίζεται σε καθημερινή βάση επί του εξαμηνιαίου μέσου όρου του καθαρού ενεργητικού του Α/Κ και αποδίδεται στην αρμόδια Δημόσια Οικονομική Υπηρεσία με δήλωση που υποβάλλεται μέσα στο πρώτο δεκαπενθήμερο των μηνών Ιουλίου και Ιανουαρίου του επόμενου εξαμήνου από τον υπολογισμό του». Με την καταβολή του φόρου από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση του Α/Κ και των μεριδιούχων του.

Ο συντελεστής του φόρου ορίζεται σε δέκα τοις εκατό (10%) επί του εκάστοτε ισχύοντος επιτοκίου πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρώ-συστήματος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) προσαυξανόμενου αναλόγως της κατηγορίας κάθε Α/Κ ως ακολούθως:

- για Α/Κ χρηματαγοράς άνευ προσαυξήσεως,
- για ομολογιακά Α/Κ, κατά είκοσι πέντε εκατοστά της μονάδας (0,25)
- για μικτά Α/Κ, κατά πέντε δέκατα της μονάδας (0,5)
- για μετοχικά Α/Κ, και για κάθε άλλη κατηγορία Α/Κ πλην των αναφερόμενων πιο πάνω περιπτώσεων, κατά μία (1) μονάδα

Σύμφωνα με το νόμο προβλέπεται ότι πράξεις όπως η σύσταση Α/Κ, η εισφορά κεφαλαίου, η διάθεση και η εξαγορά μεριδίων απαλλάσσονται από κάθε είδους φόρο³⁵, τέλη, εισφορές ή άλλες επιβαρύνσεις υπέρ του Δημοσίου, εξαιρουμένων των τελών και εισφορών προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

1.10 Έξοδα αμοιβαίων κεφαλαίων

Ένα πολύ σημαντικό στοιχείο που σίγουρα θα πρέπει να ληφθεί υπόψη από κάθε επενδυτή είναι οι δαπάνες που επιβαρύνουν κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο. Τα σχετικά έξοδα αφαιρούνται από το ενεργητικό προκειμένου να προσδιοριστεί η καθαρή αξία του αμοιβαίου κεφαλαίου. Συμπερασματικά όσο υψηλότερα κρίνονται τα κόστη ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, τόσο μικρότερη θα είναι η καθαρή αξία αυτού και συνεπώς τόσο μικρότερη θα είναι η απόδοση των κεφαλαίων που έχει τοποθετήσει ένας επενδυτής. Οι κατηγορίες που βαρύνουν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο είναι οι ακόλουθες :

- Προμήθειες
- Αμοιβές Διαχείρισης
- Λειτουργικές Δαπάνες
- Αμοιβές και Προμήθειες Θεματοφύλακα

1.10.1 Προμήθειες

Όταν ένας επενδυτής συμμετέχει σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, παρακρατείται ένα ποσοστό που διαφέρει από αμοιβαίο σε αμοιβαίο, ακόμη και στην ίδια ΑΕΔΑΚ. Τα ποσοστά αυτά διαφέρουν αναλόγως το ποσό που επενδύεται και τον τύπο του αμοιβαίου. Για παράδειγμα τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθέσιμων, έχουν τις μικρότερες, αν όχι μηδενικές προμήθειες, ενώ τα μετοχικά συνήθως τις υψηλότερες. Με κριτήριο το εάν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο επιβαρύνει την τιμή των μεριδίων ή όχι, τα κεφάλαια αυτά διακρίνονται σε αυτά που δεν έχουν προμήθειες (No Load Funds) και σε αυτά που έχουν (Load Funds). Τα Load Funds διακρίνονται επιπλέον σε Front Load Funds, τα οποία επιβάλλουν μόνο προμήθειες διάθεσης, και σε Back End Loads τα οποία επιβάλλουν μόνο προμήθειες εξαγοράς.

Οι προμήθειες των αμοιβαίων κεφαλαίων με τη σειρά τους θα μπορούσαν να χωριστούν σε τρεις διαφορετικές κατηγορίες. Στη προμήθεια διάθεσης (συμμετοχής), στην προμήθεια εξαγοράς και σε άλλες προμήθειες. Όσον αφορά στη προμήθεια διάθεσης, πρόκειται για τη προμήθεια που πληρώνει ο υποψήφιος επενδυτής όταν αποφασίσει να αγοράσει μερίδια ενός συγκεκριμένου αμοιβαίου κεφαλαίου. Η προμήθεια εξαγοράς είναι ανάλογη με τη λογική της προμήθειας συμμετοχής, η οποία αναφέρεται στην προμήθεια ανά μερίδιο που πληρώνει ο μεριδιούχος όταν αποφασίσει να αποχωρήσει από το αμοιβαίο κεφάλαιο εξαγοράζοντας τα μερίδια που έχει στη κατοχή του. Τέλος οι άλλες προμήθειες αφορούν τα χρήματα που πληρώνει ο επενδυτής ως κόστος μεταφοράς μεριδίων ενός αμοιβαίου κεφαλαίου σε ένα άλλο της ίδιας ΑΕΔΑΚ. Επιπλέον ενδέχεται να συναντήσουμε προμήθειες όταν οι μεριδιούχοι επανεπενδύσουν τα μερίσματα που πρόκειται να εισπράξουν. Συνήθως βέβαια αυτά τα ποσοστά προμήθειας είναι μικρότερα των πιο πάνω και σε αρκετές περιπτώσεις δεν υφίστανται.

1.10.2 Αμοιβές Διαχείρισης

Όλα τα αμοιβαία κεφάλαια επιβαρύνονται με τις αμοιβές διαχείρισης. Πρόκειται για τις αμοιβές των ατόμων-επαγγελματιών που ασκούν την οργάνωση του αμοιβαίου και την επαγγελματική διαχείριση των χρημάτων των μεριδιούχων. Οι αμοιβές αυτές αποτελούν δαπάνες του αμοιβαίου κεφαλαίου και αφαιρούνται από το σύνολο του ενεργητικού κατά τον προσδιορισμό της καθαρής αξίας αυτού. Οι αμοιβές αυτές συνήθως ανέρχονται σε 1% με 1.5% της συνολικής αξίας του ενεργητικού κατ' έτος. Φυσικά οι αμοιβές αυτές διαφέρουν από αμοιβαίο σε αμοιβαίο.

1.10.3 Λειτουργικές Δαπάνες

Εκτός από τις προμήθειες που αναλύθηκαν παραπάνω και τις αμοιβές διαχείρισης, μια ακόμη σημαντική κατηγορία εξόδων που βαρύνουν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο είναι οι λειτουργικές δαπάνες. Τα διάφορα είδη που περιλαμβάνονται στις λειτουργικές δαπάνες είναι :

- Οι αμοιβές των χρηματιστών καθώς και όλες οι χρηματιστηριακές και τραπεζικές δαπάνες για το αμοιβαίο κεφάλαιο
- Οι δαπάνες αγοραπωλησίας κινητών αξιών στο εξωτερικό, οι δαπάνες συμβουλών για επενδύσεις στο εξωτερικό και οι δαπάνες μεταφοράς κεφαλαίων προς το εξωτερικό για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου
- Τα τηλεγραφικά, τηλεφωνικά τηλετυπικά έξοδα που αφορούν την καθημερινή ενημέρωση της εταιρείας, σχετικά με τις χρηματιστηριακές τιμές των τίτλων που περιλαμβάνονται στο ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου
- Τα έξοδα εκτύπωσης και δημοσίευσης στον τύπο των τριμηνιαίων, εξαμηνιαίων και ετήσιων εκθέσεων
- Οι δαπάνες αλληλογραφίας με τους μεριδιούχους
- Οι τόκοι των δανείων του αμοιβαίου κεφαλαίου που έχει συνάψει η ΑΕΔΑΚ
- Οι πάσης φύσεως προς τρίτους αμοιβές
- Τα έξοδα ελέγχου της διαχείρισης του αμοιβαίου κεφαλαίου από ορκωτούς Ελεγκτές

1.10.4 Αμοιβές και Προμήθειες θεματοφύλακα

Στις αμοιβές θεματοφύλακα περιλαμβάνονται οι παρακάτω αμοιβές :

- Αμοιβές Θεματοφυλακής , εκφράζονται ως ένα ποσοστό ετησίως επί των ημερήσιων αποτιμήσεων του καθαρού ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου
- Αμοιβή φύλαξης , την οποία συναντάμε ως αμοιβή της τράπεζας , η οποία τράπεζα ασκεί καθήκοντα θεματοφύλακα φυλάσσοντας τις κινητές αξίες του αμοιβαίου κεφαλαίου.
- Προμήθεια μεσολάβησης επί αγορών και πωλήσεων , είναι η προμήθεια που εισπράττεται από τον θεματοφύλακα για τη διαμεσολάβηση του στην αγοραπωλησία των κινητών αξιών.
- Προμήθεια είσπραξης, είναι η προμήθεια επί της αξίας των εισπραττόμενων μερισμάτων των μετοχών και ένα ποσοστό επί της αξίας των εισπραττόμενων μεριδίων. Εκτός από την προμήθεια είσπραξης, όλες οι υπόλοιπες αμοιβές είναι συνήθως πληρωτέες ανά μήνα ή ανα τρίμηνο.

1.11 Δείκτης εξόδων

Πηγές εξόδων ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι αρκετές και το μέγεθός τους εξαρτάται από το είδος του αμοιβαίου κεφαλαίου. Αυτό που θα πρέπει να είναι ευρέως γνωστό είναι ότι τα έξοδα μειώνουν την καθαρή αξία του ενεργητικού και συνεπώς την καθαρή τιμή του μεριδίου με αποτέλεσμα να περιορίζεται η απόδοση των κεφαλαίων που επενδύουν οι μεριδιούχοι. Ένας χρήσιμος δείκτης αναφορικά με τις δαπάνες είναι ο δείκτης εξόδων (expense ratio) που υπολογίζεται συνήθως σε ετήσια βάση και προκύπτει από το λόγο του συνόλου των δαπανών προς το μέσο όρο της καθαρής αξίας του ενεργητικού. Πέρα από τη σύγκριση του σχετικού δείκτη για μια σειρά αμοιβαίων που ενδιαφέρουν τον υποψήφιο μεριδιούχο, σημαντική είναι εξίσου και η παρακολούθηση του δείκτη αυτού για μια σειρά ετών , διότι έτσι φανερώνεται και πως εξελίσσεται διαχρονικά η αποτελεσματικότητα της διοίκησης του αμοιβαίου κεφαλαίου. Ο δείκτης θεωρείται ικανοποιητικός όταν προσεγγίζει τα επίπεδα του 1.5% με 2%. Οι υποψήφιοι επενδυτές θα πρέπει να έχουν κατά νου τέσσερα βασικά σημεία σχετικά με το δείκτη εξόδων:

- Τα μικρότερα αμοιβαία κεφάλαια τείνουν να εμφανίζουν υψηλότερο δείκτη εξόδων απ' ότι τα μεγαλύτερα , τα οποία επωφελούνται από την ύπαρξη οικονομικών κλίμακας.

- Τα αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν στο εξωτερικό εμφανίζουν συνήθως υψηλότερο δείκτη εξαιτίας των υψηλότερων εξόδων έρευνας που συνεπάγεται η επένδυση σε αγορές του εξωτερικού.
- Τα αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν κυρίως σε μετοχές έχουν υψηλότερο δείκτη εξόδων από αυτά που επενδύουν ως επί το πλείστον κυρίως σε ομόλογα.
- Με σταθερούς όλους τους άλλους παράγοντες, τα κόστη ενός αμοιβαίου κεφαλαίου αυξάνονται καθώς αυξάνεται ο αριθμός των μεριδιούχων και συνεπώς αυξάνεται και ο σχετικός δείκτης.

Θα πρέπει να θεωρηθεί ως δεδομένο ότι κατά τον υπολογισμό του δείκτη εξόδων, δε λαμβάνονται υπόψη οι προμήθειες διάθεσης και εξαγοράς που εισπράττει η ΑΕΔΑΚ (Καραθανάσης & Λυμπερόπουλος, 2002: 75-82).

1.12 Πλεονεκτήματα & Μειονεκτήματα

Για να κατανοήσουμε λίγο καλύτερα τη χρησιμότητα ή μη των αμοιβαίων κεφαλαίων θα ήταν φρόνιμο να αναλυθούν τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα επένδυσης σ' αυτά τα κεφάλαια. Έτσι θα γίνει περισσότερο κατανοητό να βρεθούν τα οφέλη επένδυσης αλλά και τα σημεία στα οποία υστερούν (Καραθανάσης & Λυμπερόπουλος, 2002)

Πλεονεκτήματα

1. Ανταγωνιστικές αποδόσεις επενδυόμενων κεφαλαίων.

Πολύ καλές προοπτικές για την επίτευξη ικανοποιητικών αποδόσεων προσφέρουν τα αμοιβαία κεφάλαια. Σε όλη την πορεία και την ιστορία των αμοιβαίων κεφαλαίων, διαφαίνεται ότι εάν ο υποψήφιος μεριδιούχος ήταν διατεθειμένος να αναλάβει τους κινδύνους και τα ρίσκα που ενέχει η τοποθέτηση κεφαλαίων σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, θα είχε ως αποτέλεσμα ικανοποιητικές πραγματικές (διψήφιου αριθμού) αποδόσεις. Παραδείγματα υπάρχουν πολλά τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό. Εάν από την άλλη ο επενδυτής, σαν πιο συγκρατημένος, επιθυμεί να έχει τακτικές απολαβές από την επένδυσή του, θα μπορούσε μέσα από τοποθέτηση κεφαλαίων σε σταθερού εισοδήματος και μικτού τύπου αμοιβαία κεφάλαια, να επιτύχει και πάλι πολύ

ικανοποιητικές αποδόσεις. Οι αποδόσεις αυτές μάλιστα θα είναι ανταγωνιστικές των ομολόγων και των λοιπών τραπεζικών σταθερών προϊόντων.

2. Επαγγελματική διαχείριση των κεφαλαίων

Ένα από τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα που προσφέρουν τα αμοιβαία κεφάλαια, είναι το γεγονός ότι η διαχείριση των κεφαλαίων γίνεται από καταρτισμένες ομάδες έμπειρων επαγγελματιών με πάρα πολύ υψηλό επίπεδο γνώσεων. Οι ομάδες αυτές είναι υπεύθυνες για την παρακολούθηση των αγορών, την ανάλυση των οικονομικών εξελίξεων, την έρευνα και ανάλυση εταιριών, την αναζήτηση ευκαιριών στην αγορά ομολόγων και μετοχών, και η λήψη αποφάσεων για κινητές αξίες που θα αγοραστούν ή θα πουληθούν. Μέρος της δουλειάς τους επίσης είναι η ανάλυση χρηματοοικονομικών δεδομένων των επιχειρήσεων και των επιχειρηματικών κλάδων της οικονομίας, καθώς και οι συναντήσεις με στελέχη εισηγμένων εταιριών στο χρηματιστήριο, αλλά και αναλυτών από την Ελληνική και διεθνή αγορά. Το γεγονός αυτό βοηθάει επενδυτές οι οποίοι δε διαθέτουν το απαραίτητο επενδυτικό προφίλ ώστε να διαχειριστούν τα κεφάλαιά τους.

3. Δεν απαιτούνται μεγάλα κεφάλαια για επένδυση

Ένα σύνηθες και εύλογο ερώτημα για τους επενδυτές έχει να κάνει σχετικά με το ελάχιστο ποσό που χρειάζεται να επενδυθεί ώστε να προχωρήσει σε οποιαδήποτε επένδυση. Συνήθως σταθερού εισοδήματος ομολογίες απαιτούν ελάχιστο ποσό επένδυσης μεγαλύτερο των 100'000.00 EUR. Με τα αμοιβαία κεφάλαια αυτό το πρόβλημα ξεπερνιέται καθώς πάγια τακτική των κεφαλαίων αυτών είναι να ακολουθούν προγράμματα συνεχούς επένδυσης στα οποία οι επενδυτές συμφωνούν να τοποθετούν ένα συγκεκριμένο ποσό χρημάτων ανάλογα με τις δυνατότητες τους.

4. Διάφοροι τρόποι αγοράς μεριδίων

Ένα πολύ σημαντικό χαρακτηριστικό κάθε προϊόντος το οποίο καθορίζει την επιτυχία αυτού είναι το δίκτυο διανομής του και γενικότερα η ευκολία με την οποία μπορούν να το αποκτήσουν οι πελάτες. Το γεγονός ότι η διάθεση των

αμοιβαίων κεφαλαίων γίνεται μέσω Α.Ε.Δ.Α.Κ. , μέσω των τραπεζών αλλά και μέσω ασφαλιστικών εταιριών στην Ελλάδα , βοηθάει τον επενδυτή να αγοράσει ευκολότερα τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων.

5. Λογικές προμήθειες και έξοδα

Τα έξοδα που βαραίνουν κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο ποικίλουν τόσο μεταξύ Α.Ε.Δ.Α.Κ. όσο και μεταξύ αμοιβαίων κεφαλαίων στην ίδια Α.Ε.Δ.Α.Κ. Ο έντονος ανταγωνισμός που υπάρχει έχει μειώσει σημαντικά τα επίπεδα προμηθειών. Σήμερα τα Ελληνικά αμοιβαία κεφάλαια χρεώνουν πολύ χαμηλές προμήθειες χωρίς να προσφέρουν υπηρεσίες χαμηλότερης ποιότητας. Το σημαντικό που πρέπει να κατανοήσει πάντως ο μεριδιούχος είναι ότι κάθε έξοδο που υφίσταται επιβαρύνει και μειώνει την καθαρή απόδοση της επένδυσής του. Γι' αυτό τον λόγο καλό είναι να αποφεύγονται πολύ συχνές αγορές και ρευστοποιήσεις μεριδίων. Θα πρέπει δηλαδή τα αμοιβαία κεφάλαια να θεωρηθούν μέσο-μακροχρόνια μορφή επένδυσης και όχι βραχυχρόνια.

6. Μείωση επενδυτικού κινδύνου μέσω της διασποράς των επενδύσεων

Ένα από τα πιο σημαντικά στοιχεία των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι η δυνατότητα των διαχειριστών να επιτύχουν μεγάλη διασπορά, επιλέγοντας διάφορες κινητές αξίες (μετοχές, ομόλογα, έντοκα κτλ.). Αυτό έχει ως αποτέλεσμα ο κίνδυνος για τον επενδυτή να μειώνεται, και ταυτόχρονα είναι πιθανό η άσχημη πορεία ενός επενδυτικού στοιχείου να αντισταθμίζεται και να καλύπτεται από τη θετική πορεία κάποιων άλλων επενδυτικών προϊόντων. Έτσι λοιπόν γίνεται αντιληπτό ότι και με ένα πολύ μικρό ποσό ο επενδυτής μπορεί να πραγματοποιήσει μια πολύ σημαντική διασπορά κεφαλαίου.

7. Ευρύ πεδίο επενδυτικών επιλογών

Ένα ακόμη πάρα πολύ σημαντικό πλεονέκτημα είναι το εύρος και η μεγάλη ποικιλία που μπορούν να καλύψουν σήμερα τα αμοιβαία κεφάλαια. Κάθε επενδυτής μπορεί να επιλέξει ανάμεσα στα χιλιάδες αμοιβαία κεφάλαια που διατίθενται σε ολόκληρο τον κόσμο. Αν επίσης συνυπολογιστεί η δυνατότητα των σύγχρονων επενδυτών να δημιουργήσουν χαρτοφυλάκια αμοιβαίων κεφαλαίων ,

γίνεται κατανοητό ότι είναι δυνατόν να ικανοποιηθούν οι επιθυμίες και οι ανάγκες και του πιο απαιτητικού επενδυτή.

8. Δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης των μεριδίων

Πολύ σημαντικό πλεονέκτημα είναι επίσης ότι ο επενδυτής μπορεί να ρευστοποιήσει οποιαδήποτε στιγμή τα μερίδια του, σε αντίθεση με άλλα προϊόντα στα οποία είναι αναγκασμένος να δεσμεύσει τα χρήματα του για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα.

9. Εύκολη παρακολούθηση της επένδυσης

Η παρακολούθηση της πορείας των αμοιβαίων κεφαλαίων στις μέρες μας είναι πολύ απλή. Γίνεται είτε μέσω του ηλεκτρονικού τύπου είτε μέσω του έντυπου. Παράλληλα οι υπάλληλοι του αμοιβαίου κεφαλαίου ή της κάθε Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι ή θα πρέπει να είναι στη διάθεση του κάθε επενδυτή για περαιτέρω επεξηγήσεις.

10. Είσπραξη ετήσιου μερίσματος

Σε πολλά αμοιβαία κεφάλαια τα έσοδα για τον επενδυτή προέρχονται από τα μερίσματα των μετοχών που έχουν στο χαρτοφυλάκιο τους, καθώς και από τους τόκους που πληρώνουν τα ομόλογα, τα έντοκα και τα λοιπά χρεόγραφα που εμπεριέχονται σε αυτό. Από τα έσοδα αυτά προκύπτει και η λεγόμενη μερισματική απόδοση των επενδύσεων.

11. Πλήρης διαφάνεια στις συναλλαγές και ασφάλεια από κινδύνους πτώχευσης

Τα αμοιβαία κεφάλαια θεωρούνται από τις πλέον ασφαλείς επενδύσεις, γεγονός το οποίο οφείλεται στην ολοκληρωμένη νομοθεσία που διέπει τη λειτουργία του θεσμού. Το θεσμικό πλαίσιο καθορίζεται τόσο από την Ευρωπαϊκή νομοθεσία, όσο και από τις σχετικές νομοθετικές ρυθμίσεις της κάθε χώρας που εκδίδονται τα αμοιβαία κεφάλαια (Καραθανάσης & Λυμπερόπουλος, 2002).

Μειονεκτήματα

1. Άτομα πεπειραμένα στην επιλογή μετοχών και τη δημιουργία χαρτοφυλακίων

Σαφώς και υπάρχουν επενδυτές οι οποίοι έχουν πείρα και γνώσεις στη δημιουργία του δικού τους χαρτοφυλακίου. Οπότε αν υπάρχουν τα παραπάνω στοιχεία σε συνδυασμό με τη θέληση και τον χρόνο ενασχόλησης , τότε σίγουρα θα ήταν προτιμότερο να αποφευχθούν επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια συγκεκριμένου επενδυτικού σκοπού, τα οποία θα είχαν και έξοδα.

2. Επιθυμία επένδυσης μόνο σε ομόλογα

Δεν είναι λίγοι οι επενδυτές οι οποίοι στη σύγχρονη οικονομική επιστήμη θα χαρακτηρίζονταν ως risk avoiders, δηλαδή επενδυτές που αποστρέφονται στον κίνδυνο και δεν είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν κανένα κίνδυνο όποια και να είναι ανταμοιβή. Οι επενδυτές αυτοί τοποθετούν τα κεφάλαια τους αποκλειστικά σε ομόλογα , ομολογίες, έντοκα γραμμάτια δημοσίου, καταθετικούς τραπεζικούς λογαριασμούς κ.α. Όπως γίνεται αντιληπτό , γι' αυτούς τους επενδυτές, τα αμοιβαία κεφάλαια δεν ενδείκνυνται ως μορφή επένδυσης.

3. Εξειδικευμένες οικονομικές ανάγκες

Κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο χαρακτηρίζεται από τον σκοπό του και την επενδυτική πολιτική που ακολουθεί. Τα δύο αυτά χαρακτηριστικά προσδίδουν στο αμοιβαίο κεφάλαιο την ικανότητα να ικανοποιεί συγκεκριμένες χρηματοοικονομικές ανάγκες και επιθυμίες μεριδιούχων. Δε μπορούμε όμως ποτέ να αποκλείσουμε περίπτωση ύπαρξης ατόμων που έχουν συγκεκριμένες εξειδικευμένες οικονομικές ανάγκες οι οποίες δεν μπορούν να καλυφθούν από τα αμοιβαία κεφάλαια που κυκλοφορούν στην επενδυτική αγορά (Καραθανάσης & Λυμπερόπουλος , 2002).

1.13 Κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων

Τα αμοιβαία κεφάλαια χωρίζονται στις εξής κατηγορίες (Καραθανάσης & Λυμπερόπουλος , 2002: 124-139).

1. Αμοιβαία Κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων ή χρηματαγορών (Money-Market Funds)

Πρόκειται για αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν κυρίως στην αγορά χρήματος και σε κάποιο μικρό ποσοστό σε σταθερά και μεγάλης πιστοληπτικής ικανότητας ομόλογα. Για να χαρακτηριστεί ένα αμοιβαίο κεφάλαιο ως διαχειριστής διαθεσίμων, θα πρέπει να επενδύει το 65% τουλάχιστον του ενεργητικού του σε προϊόντα της χρηματαγοράς και δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος. Τα αμοιβαία αυτού του τύπου θεωρούνται ως τα πιο ασφαλή, γιατί οι επενδύσεις τους έχουν ένα μέσο-βραχυχρόνιο χρονικό ορίζοντα, δηλαδή τα κεφάλαια βρίσκονται κάθε φορά επενδυμένα για σχετικά περιορισμένο χρονικό διάστημα. Λίγο πιο αναλυτικά τα συγκεκριμένα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων επενδύουν σε: έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού δημοσίου, τραπεζικές καταθέσεις, καταθέσεις repos, καταθέσεις σε συνάλλαγμα, κρατικά ομόλογα, ομόλογα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας κ.α.

2. Αμοιβαία Κεφάλαια ομολόγων ή αμοιβαία κεφάλαια σταθερού εισοδήματος (Bond Funds)

Τα αμοιβαία κεφάλαια αυτού του τύπου ονομάζονται σταθερού εισοδήματος διότι επενδύουν σε ομόλογα και καταφέρνουν να εξασφαλίζουν μία σταθερή ροή εισοδήματος στους επενδυτές-μεριδιούχους. Κατά κύριο λόγο επενδύουν σε ομόλογα Ελληνικού δημοσίου, ομόλογα κρατικών οργανισμών, ομόλογα τοπικής αυτοδιοίκησης, ομόλογα με “zero coupon”, ομολογίες ιδιωτικών επιχειρήσεων (Ελληνικών και ξένων), ομολογίες εταιριών υψηλού κινδύνου (Junk bonds). Συμπεραίνουμε λοιπόν με βάση τα παραπάνω προϊόντα ότι σε τέτοιας μορφής χαρτοφυλάκια δε μπορούμε να είμαστε σίγουροι για τις αποδόσεις. Η διακύμανση των αποδόσεων των συγκεκριμένων αμοιβαίων κεφαλαίων είναι αποτέλεσμα του ονομαζόμενου κινδύνου φερεγγυότητας (credit risk) και της διακύμανσης των επιτοκίων (interest-rate risk). Το καλό σενάριο είναι ότι επενδυτές αυτών των αμοιβαίων κεφαλαίων αποφεύγουν τους κινδύνους αυτούς, καθώς οι διαχειριστές των αμοιβαίων έχουν την εμπειρία να τους αποφύγουν. Αντίθετα όταν ο επενδυτής επενδύσει απευθείας σε ομόλογα, είναι σίγουρα δυσκολότερη η διαχείριση των κινδύνων αυτών.

Ο κίνδυνος φερεγγυότητας είναι πάρα πολύ σημαντικός και πρέπει να ληφθεί σοβαρά υπόψη από τον επενδυτή. Όταν ο επενδυτής αγοράζει ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια στην ουσία δανείζει στους εκδότες ομολόγων είτε αυτοί είναι κράτη είτε επιχειρήσεις. Είναι δηλαδή μία υπόσχεση του εκδότη ότι θα πραγματοποιεί περιοδικές πληρωμές και στη λήξη της ομολογίας θα αποπληρώσει την ονομαστική αξία της ομολογίας. Ο κίνδυνος φερεγγυότητας λοιπόν μετρά την πιθανότητα αθέτησης της υποχρέωσης του εκδότη. Ένα πολύ σημαντικό κριτήριο όπως είπαμε και παραπάνω που μπορεί να ληφθεί υπόψη σ αυτή τη περίπτωση είναι η πιστοληπτική ικανότητα του κράτους ή της εταιρίας που εκδίδει την ομολογία.

Ο δεύτερος κίνδυνος ο οποίος είναι πολύ σημαντικός επίσης αφορά τη μεταβολή του ύψους των επιτοκίων. Εκτός του πιστωτικού κινδύνου, οι αποδόσεις των ομολογιακών αμοιβαίων μεταβάλλονται καθώς μεταβάλλεται και το ύψος των επιτοκίων. Αύξηση του επιτοκίου πιθανότατα υποδηλώνει ότι οι εκδότες των νέων ομολογιών θα δανειστούν με επιτόκια υψηλότερα από των τρεχουσών ομολόγων. Συνεπώς οι κάτοχοι παλαιών ομολόγων (προ αύξησης επιτοκίων), θα προσφέρουν προς πώληση τα ομόλογα που κατέχουν με σκοπό την επένδυση των κεφαλαίων στα νέα που θα είναι υψηλότερου επιτοκίου. Αυτό βέβαια θα οδηγήσει και στη μείωση της τιμής των ομολόγων παλαιότερων εκδόσεων καθώς θα υπάρξουν μαζικές πωλήσεις. Αντίστροφα όταν τα επιτόκια θα μειωθούν, οι τιμές των ομολόγων θα αυξηθούν και μαζί θα αυξηθεί και το σύνολο του καθαρού ενεργητικού και η καθαρή αξία των μεριδίων. Η διάρκεια τέλος των ομολόγων διαδραματίζει εξίσου σημαντικό ρόλο καθώς όσο μεγαλύτερη είναι τόσο πιο έντονη θα είναι η μεταβολή της αξίας τους.

Συμπερασματικά, τα αμοιβαία κεφάλαια ομολόγων και σταθερού εισοδήματος είναι κατάλληλα για επενδυτές που επιθυμούν να έχουν κάποιο σταθερό εισόδημα. Από τη στιγμή που το μεγαλύτερο μέρος του χαρτοφυλακίου αποτελείται από ομόλογα που δίνουν τόκους, τότε οι μεριδιούχοι των συγκεκριμένων αμοιβαίων μπορούν να λαμβάνουν ακόμη και σε μηνιαία βάση μέρισμα. Τέλος η διακύμανση των αποδόσεων τους είναι σαφώς μικρότερη από αυτή των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Συνεπώς όταν πρόκειται σχετικά σύντομα τα επενδυμένα χρήματα να

χρησιμοποιηθούν για άλλους σκοπούς, ενδείκνυται η τοποθέτηση τους σε μερίδια ομολογιακών αμοιβαίων.

2.1 Αμοιβαία κεφάλαια κρατικών ομολόγων (Government bond funds)

Πρόκειται για αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν κατά κύριο λόγο σε ομόλογα που εκδίδονται από το κράτος των χωρών στις οποίες επενδύουν. Αυτά έχουν μεγαλύτερη ασφάλεια και μικρότερο πιστωτικό κίνδυνο, ωστόσο οι αποδόσεις τους είναι παραδοσιακά χαμηλότερες από αυτές των αμοιβαίων εισοδήματος που επενδύουν σε ομολογίες επιχειρήσεων.

2.2 Αμοιβαία κεφάλαια ομολογιών επιχειρήσεων (Corporate bond funds)

Αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια επενδύουν κατά κύριο λόγο σε ομολογίες που εκδίδονται από υψηλής ποιότητας επιχειρήσεις. Επίσης συνήθως επενδύουν ένα μικρό ποσοστό και σε κρατικά ομόλογα τα οποία θεωρούνται ασφαλή. Τα συγκεκριμένα αμοιβαία προσφέρουν αποδόσεις υψηλότερες από αυτές που μπορούν να προσφέρουν τα government bond funds.

2.3. Αμοιβαία Κεφάλαια υψηλής απόδοσης (High Yield Bond Funds)

Ένα μεγάλο μέρος του χαρτοφυλακίου των συγκεκριμένων αμοιβαίων τοποθετείται σε ομολογίες εταιριών υψηλού κινδύνου. Οι επιχειρήσεις αυτές έχουν περιορισμένη πιστοληπτική ικανότητα και ο κίνδυνος αθέτησης των υποχρεώσεων τους είναι μεγάλος. Από την άλλη πλευρά όμως, λόγω του υψηλού κινδύνου που ενέχουν, οι ομολογίες αυτές εκδίδονται με υψηλό ονομαστικό επιτόκιο προκειμένου οι επενδυτές να αποζημιωθούν για τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν.

3. Μετοχικά ή Αναπτυξιακά (Stock Funds)

Τα αμοιβαία κεφάλαια αυτού του τύπου θα πρέπει τουλάχιστον το 65% του ενεργητικού του, να είναι επενδυμένο σε μετοχές διαφόρων εταιριών, συνήθως εισηγμένων σε χρηματιστηριακές αγορές. Απευθύνονται κυρίως σε επενδυτές που επιθυμούν υψηλότερες αποδόσεις από αυτές των ομολογιακών αμοιβαίων αλλά και είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν συνήθως ένα υψηλότερο κίνδυνο. Ο λόγος υψηλότερου κινδύνου έγκειται στο γεγονός μεγαλύτερης μεταβλητότητας που παρουσιάζει σε σχέση με τις άλλες κατηγορίες αμοιβαίων. Και αυτό γιατί οι μετοχές

στις οποίες επενδύουν διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια αξιών και οι τιμές τους διαμορφώνονται αναλόγως τη προσφορά και τη ζήτηση. Φυσικά οι διαχειριστές των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων , ακολουθούν τις βασικές αρχές της σύγχρονης θεωρίας του χαρτοφυλακίου και καταφέρνουν να μετριάσουν τον ομολογουμένως υψηλότερο κίνδυνο.

3.1.Επιθετικά αμοιβαία κεφάλαια (Aggressive-growth funds)

Είναι γνωστά και ως “go-go funds” , και αποσκοπούν στην επίτευξη κεφαλαιακών κερδών. Επιδιώκουν όσο το δυνατόν μεγαλύτερη αύξηση της αξίας του καθαρού ενεργητικού και των μεριδίων. Γι’ αυτό το λόγο επενδύουν σε μετοχές εταιριών που επιτυγχάνουν σταθερά και για μεγάλα χρονικά διαστήματα υψηλούς ρυθμούς αύξησης των εσόδων και των κερδών τους.

3.2.Growth Funds

Τα συγκεκριμένα αμοιβαία κεφάλαια παρουσιάζουν μικρότερη διακύμανση από την προηγούμενη κατηγορία. Οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων κατευθύνουν τις επενδύσεις τους σε μετοχές εταιριών των οποίων τα κέρδη αυξάνονται με ρυθμούς συνήθως υψηλότερους από το μέσο όρο. Παρά τη μικρότερη διακύμανση πάντως τα κεφάλαια αυτά δεν ενδείκνυνται για επενδυτές που αναζητούν σταθερές αποδόσεις και έχουν βραχυχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα.

3.3.Growth and income Funds

Πρόκειται για αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν τόσο σε μετοχές εταιριών που έχουν καλές προοπτικές όσο και σε μετοχές που δίνουν μέρισμα. Επίσης ένα μικρό μέρος του ενεργητικού τους μπορεί να τοποθετηθεί σε μετατρέψιμες ομολογίες (convertible bonds). Θεωρούνται κατάλληλα για επενδυτές που επιθυμούν να έχουν κάποιο εισόδημα και επιπλέον δεν είναι διατεθειμένοι να δεχθούν τον κίνδυνο που ενέχουν τα Growth funds προηγούμενης κατηγορίας.

3.4.Equity-income funds

Η κατηγορία αυτή διαφέρει ελάχιστα από την προηγούμενη. Οι διαχειριστές των κεφαλαίων αυτών στοχεύουν στην εξασφάλιση κάποιου εισοδήματος για τους

μεριδιούχους χωρίς όμως να παραμελείται η προσπάθεια επίτευξης κεφαλαιακών κερδών.

4. Εξειδικευμένα αμοιβαία κεφάλαια

Σε αυτή τη κατηγορία ανήκουν μία περιουσία αποταμιευτικών κεφαλαίων , τα οποία είναι επενδυμένα αποκλειστικά σε τίτλους ή άλλα προϊόντα συγκεκριμένων παραγωγικών κλάδων. Κάποια παραδείγματα είναι:

4.1.Κλαδικά αμοιβαία κεφάλαια (Sector Funds)

Τα συγκεκριμένα αμοιβαία κεφάλαια επικεντρώνουν την προσοχή τους σε συγκεκριμένους τομείς μιας οικονομίας. Γι' αυτό το λόγο τα αμοιβαία αυτά μπορούν να πετύχουν ικανοποιητικές αποδόσεις όταν ο κλάδος στον οποίο έχουν επενδύσει πηγαίνει καλά. Αποτέλεσμα του γεγονότος ότι επιλέγεται ένας κλάδος, είναι ότι τα συγκεκριμένα αμοιβαία είναι περισσότερο ευμετάβλητα απ' ότι τα ευρύτερα διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια. Βέβαια επενδύοντας σε περισσότερες από μία επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου καταφέρνουν να εξαλείψουν σε μεγάλο βαθμό τον ειδικό κίνδυνο.

4.2.Utility Funds

Τα Utility Funds επενδύουν σε μετοχές επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας οι οποίες δίνουν ικανοποιητικό μέρισμα και επιπλέον οι αποδόσεις των αμοιβαίων αυτών παρουσιάζουν μεγαλύτερη σταθερότητα απ' ότι τα κλαδικά αμοιβαία κεφάλαια.

4.3 Precious-Metals Funds

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

4.4 Socially Responsible Funds

Πρόκειται για αμοιβαία των οποίων τα χαρτοφυλάκια αποτελούνται από μετοχές εταιριών που είναι κοινωνικά ευαισθητοποιημένες με αξιόλογη προσφορά στο κοινωνικό σύνολο.

4.5 Τοπικά αμοιβαία κεφάλαια

Τα χαρτοφυλάκια τους αποτελούνται από μετοχές επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε μία συγκεκριμένη γεωγραφική περιοχή.

5.Μικτά

Είναι αμοιβαία κεφάλαια με αρκετά μεγάλη ευελιξία στις επενδύσεις. Στόχος είναι η εξασφάλιση ενός ικανοποιητικού εισοδήματος για τους μεριδιούχους, και η πραγματοποίηση κεφαλαιακών κερδών. Η επένδυση γίνεται τόσο σε ομόλογα όσο και σε μετοχές. Από τη ποικιλία των επενδυτικών στοιχείων που περιλαμβάνονται σε αυτή τη κατηγορία, γίνεται αντιληπτό ότι αυτά επιτυγχάνουν ικανοποιητική διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους. Ως αποτέλεσμα αυτού, συνήθως παρουσιάζουν μικρότερες διακυμάνσεις από αυτές των μετοχικών αλλά και μεγαλύτερες από αυτές των ομολογιακών. Είναι κατάλληλα για μεσοπρόθεσμο ορίζοντα (2 με 3 έτη) και για άτομα που επιθυμούν να εισπράττουν από τις επενδύσεις τους κάποιο εισόδημα χωρίς σημαντικές διακυμάνσεις.

6. Ειδικού Τύπου

Πρόκειται για εξειδικευμένη κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων, τα οποία αναλύονται στις παρακάτω κατηγορίες :

6.1. Option-income funds

Τα χαρτοφυλάκια αυτών των αμοιβαίων περιλαμβάνουν επενδύσεις σε options (δικαιώματα). Οι διαχειριστές των συγκεκριμένων χαρτοφυλακίων αγοράζουν είτε πωλούν δικαιώματα αγοράς ή και πώλησης μετοχών. Τα συγκεκριμένα κεφάλαια θεωρούνται επικίνδυνα εξαιτίας των options, και της πιθανής περίπτωσης να αγοράσει ο διαχειριστής μία μετοχή σήμερα, να αγοράσει το δικαίωμα αγοράς της στο μέλλον σε συγκεκριμένη τιμή – πληρώνοντας σήμερα γι αυτό το δικαίωμα. Αν η τιμή της μετοχής μειωθεί σε επίπεδο που δεν συμφέρει, τότε αυτός δεν ασκεί το δικαίωμα και η ζημιά του περιορίζεται μόνο κατά το ποσό που είχε διαθέσει για να αγοράσει το δικαίωμα, ενώ αν είχε αγοράσει τη μετοχή η ζημιά θα ήταν πολύ ισχυρότερη.

6.2. Χρηματιστηριακών δεικτών (index funds)

Ένα Index Fund είναι ένα αμοιβαίο κεφάλαιο το οποίο «αντιγράφει σε μεγάλο βαθμό τη διάρθρωση των χρηματιστηριακών δεικτών. Η συγκρότηση δηλαδή των αμοιβαίων κεφαλαίων αυτών γίνεται από μετοχές εισηγμένων στα χρηματιστήρια εταιρών , οι οποίες με τη σειρά τους συγκροτούν το γενικό δείκτη των συγκεκριμένων αγορών. Πιο συγκεκριμένα λοιπόν στόχος του συγκεκριμένου αμοιβαίου είναι να επιτυγχάνει τις αποδόσεις του γενικού δείκτη με τον οποίο είναι συνδεδεμένος. Η διαφορά με τα αμοιβαία μετοχικά κεφάλαια είναι ότι τα μετοχικά επενδύουν στις συγκεκριμένες επιλογές των διαχειριστών, ενώ τα αμοιβαία χρηματιστηριακών δεικτών στην γενικότερη πορεία της αγοράς. Εξαιτίας του γεγονότος ότι όλα αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια έχουν έξοδα που τα επιβαρύνουν, οι αποδόσεις τους ενδέχεται να είναι μικρότερες από τις μεταβολές του δείκτη. Επενδύοντας σ αυτά τα αμοιβαία κάποιος επενδυτής, πιστεύει ότι η συγκεκριμένη χρηματιστηριακή αγορά θα έχει καλή απόδοση και παράλληλα θέλει να αποφύγει το άγχος της παρακολούθησης συγκεκριμένων μετοχών ή δεν έχει τις γνώσεις.

6.3 Fund of Funds

Τα κεφάλαια του συγκεκριμένου αμοιβαίου επενδύονται σε μερίδια άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων. Τέτοιου είδους αμοιβαία κεφάλαια δημιουργούνται συνήθως από μεγάλες εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων. Η συνήθης δομή του χαρτοφυλακίου αυτών των αμοιβαίων , περιλαμβάνει κατά 60% με 70% μερίδια μετοχικών αμοιβαίων και κατά το υπόλοιπο 40% με 30% μερίδια ομολογιών και χρηματαγορών. Όπως γίνεται εύκολα αντιληπτό η διαφοροποίηση που επιτυγχάνει το συγκεκριμένο αμοιβαίο είναι μεγαλύτερη από κάθε άλλο (Καραθανάσης & Λυμπερόπουλος , 2002: 124-139).

Κεφάλαιο 2

Αμοιβαία Κεφάλαια: Παγκόσμια & Ελληνική πραγματικότητα

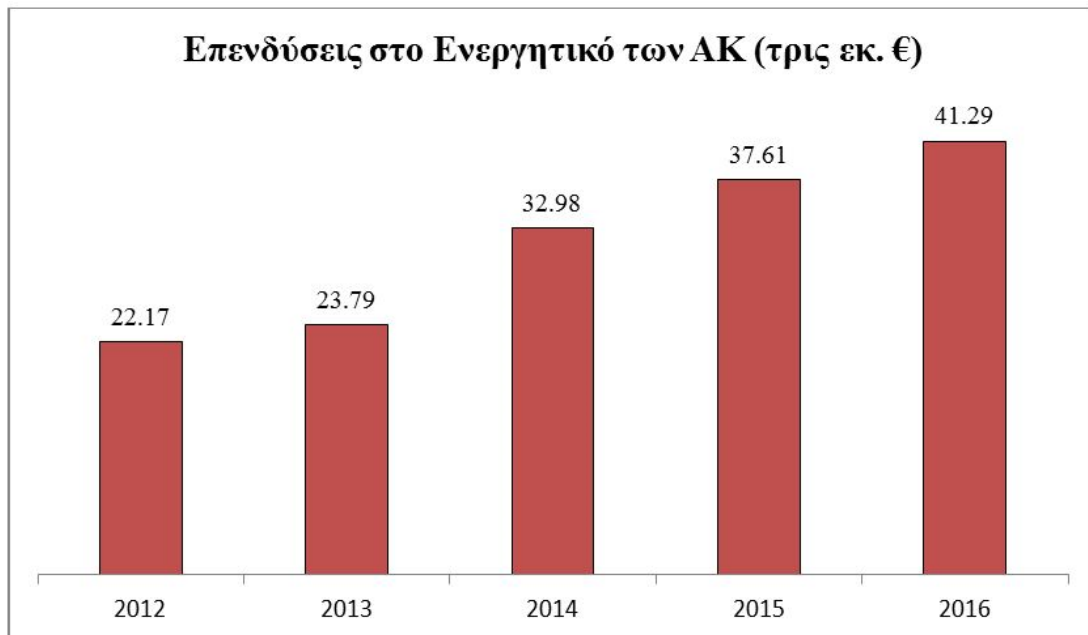
2.1 Σύντομη Παγκόσμια Ιστορική Διαδρομή

Τα πρώτα αμοιβαία κεφάλαια αναπτύχθηκαν στην Ολλανδία στα τέλη του 18^{ου} αιώνα και στη συνέχεια συναντάμε και στη Μ. Βρετανία. Σαν πολύ δημοφιλής επένδυση καθιερώνεται όμως στις ΗΠΑ στη δεκαετία του 20'. Εξαιτίας όμως της ύφεσης που παρουσιάζεται από το 1929 κ έπειτα χάνεται η εμπιστοσύνη στα κεφάλαια αυτά, με αποτέλεσμα να συναντήσουμε ζήτηση ξανά μετά το τέλος της ύφεσης στη δεκαετία του 40'.

Σημαντικό έτος 1940 όπου το αμερικανικό κογκρέσο θέσπισε νόμο για τους κανόνες και την λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων, όχι μόνο στις Η.Π.Α. αλλά και σε παγκόσμιο επίπεδο. Στις επόμενες δύο δεκαετίες παρατηρείται και πάλι ενδιαφέρον προς αυτή τη μορφή επενδύσεων, με πολύ καλές αποδόσεις για εκείνη την εποχή (Περράτης 2007).

Νέα χρηματιστηριακή ύφεση την περίοδο του 70' επηρεάζει τις χρηματιστηριακές αγορές και η ζήτηση για επενδύσεις σε προϊόντα αγοράς μειώνεται. Ταυτόχρονα παρατηρείται για πρώτη φορά η εμφάνιση αμοιβαίων κεφαλαίων διαχείρισης διαθέσιμων τα οποία επενδύουν σε χρηματαγορές , πετυχαίνοντας αποδόσεις υψηλότερες από αυτές των καταθέσεων σε τραπεζικά ιδρύματα. Παράλληλα έχουμε την δημιουργία και άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων προσαρμοσμένα κάθε φορά στις συνθήκες και στη ζήτηση που επικρατούν. Αποτέλεσμα αυτού είναι η δημιουργία αμοιβαίων κεφαλαίων που επενδύουν σε πολύτιμα μέταλλα , χρυσό και άλλα

προϊόντα. Από τη δεκαετία του 70' λοιπόν στην ουσία ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων έχει εδραιωθεί στις προτιμήσεις των επενδυτών και με την στροφή του προς όλες τις αγορές συνεχίζει την ανοδική του πορεία μέχρι σήμερα (Φίλιππας 2010). Σήμερα τα αμοιβαία κεφάλαια θεωρούνται από τους πιο πετυχημένους τρόπους επένδυσης και αυτό αποδεικνύεται από τα νούμερα παγκοσμίως. Στο τέλος του 2016 οι επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια ανήλθαν στα 41,29 τρισεκατομμύρια ευρώ, πετυχαίνοντας μία αύξηση 9,8% σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά. Στο διάγραμμα 2.1 φαίνεται η εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων στα έτη 2012-2016 και παρατηρείται η συνεχής ανοδική τους πορεία.



Διάγραμμα 2.1: Επενδύσεις στο ενεργητικό Αμοιβαίων Κεφαλαίων (EFAMA)

Παράλληλα παρατηρείται μεγάλη εξέλιξη του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων την τελευταία πενταετία στις έξι μεγαλύτερες αγορές χώρες/ηπείρους. Λογικά παρατηρείται στον πίνακα 2.1 ότι την πρωταρχική θέση κατέχει οι Η.Π.Α. και δεύτερη ακολουθεί η Ευρώπη, όπου στο τέλος του 2016 η αξία ανέρχεται σε 19.674 δισεκατομμύρια ευρώ για την πρώτη και 13.722 για τη δεύτερη αντίστοιχα.

Πίνακας 2.1: Η εξέλιξη του ενεργητικού 1 των αμοιβαίων κεφαλαίων (δισ εκ. €) (EFAMA)

Χώρα	2012	2013	2014	2015	2016
ΗΠΑ	10.859	12.045	14.472	17.887	19.674
Ευρώπη	6.925	6.866	7.979	12.253	13.722
Αυστραλία	1.264	1.178	1.319	1.397	1.530
Βραζιλία	1.220	1.108	1.233	1.043	1.544
Καναδάς	805	862	1.042	1.077	1.259
Ιαπωνία	764	758	889	1.220	1.385

Οι συνολικές πωλήσεις ανά κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων , δείχνουν ότι την μεγαλύτερη συνεισφορά στις πωλήσεις έχουν τα μακροπρόθεσμα αμοιβαία κεφάλαια. Στον πίνακα 2.2 παρατηρούμε ότι το σύνολο των πωλήσεων το 2016 ανήλθε σε 1,161 δισεκατομμύρια έχοντας μία μείωση σε σχέση με τον προηγούμενο χρόνο που ήταν στα 1,916 δισεκατομμύρια ευρώ. Τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια είναι αυτά που προσελκύουν τις περισσότερες πωλήσεις στο χρονικό διάστημα 2012-2016 , φτάνοντας τα μεγαλύτερα ποσά πωλήσεων στα έτη 2012 και 2016 με 609 και 563 δισεκατομμύρια ευρώ αντίστοιχα. Τα ποσά που αναγράφονται αφορούν τις πωλήσεις ετησίως.

Πίνακας 2.2: Συνολικές πωλήσεις ανά κατηγορία παγκοσμίως (δισ εκ. €) (EFAMA)

Έτος	Μετοχικά	Ομολογιακά	Μικτά	Χρηματαγοράς	Λοιπά	Σύνολα
2012	-52	609	116	2	27	702
2013	308	141	226	-53	51	673
2014	208	330	276	154	39	1007
2015	525	284	600	359	148	1916
2016	184	563	216	63	135	1161

Στον παρακάτω πίνακα 2.3 δίνεται η αξία του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων παγκοσμίως στις 31/12/2016. Σύμφωνα με την κατανομή του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων στις τέσσερις ηπείρους, παρατηρείται ότι τη πρωταρχική θέση

κατέχει η Αμερική με το μεγαλύτερο ποσοστό της τάξεως του 54,83% και ακολουθούν αντίστοιχα η Ευρώπη με 33,23%, η Ασία και οι χώρες του Ειρηνικού με 11,55% και η Αφρική με 0,4%.

Πίνακας 2.3: Αξία ενεργητικού παγκοσμίως Year End 2016 (εκ €) (EFAMA)*

Χώρα	Σύνολο Ενεργητικού	Σύνολο ενεργητικού (%)
Παγκοσμίως	41.294.736	100,00
Αμερική	22.641.222	54,83
Ευρώπη	13.721.616	33,23
Ασία και Χώρες Ειρηνικού	4.768.560	11,55
Αφρική	163.338	0,4

*Συμπεριλαμβανομένων των Fund of Funds

2.2 Η εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα

Οι συλλογικές επενδύσεις έχουν τις ρίζες τους στον αρχαίο ελληνικό πολιτισμό και συγκεκριμένα τον 5^ο π.Χ. αιώνα, στη Δήλο, με τη σύσταση κοινής περιουσίας για πολεμικούς ή θρησκευτικούς λόγους. Τα αμοιβαία κεφάλαια στην Ελλάδα εμφανίζονται για πρώτη φορά στις αρχές της δεκαετίας του 1970 με την θέσπιση του Ν.Δ. 608/1970. Τα δύο πρώτα αμοιβαία κεφάλαια που υπήρξαν για αρκετά χρόνια στην αγορά είναι το Ερμής από την Εμπορική Τράπεζα και το Δήλος από την Εθνική Τράπεζα. Μετά από δεκαπέντε χρόνια σχετικής αδράνειας σε επενδύσεις αμοιβαίων κεφαλαίων, το 1989 ιδρύεται από την ασφαλιστική εταιρία Intertrust το τρίτο αμοιβαίο κεφάλαιο που ονομάζεται Ελληνικό. Το 1990 δημιουργούνται άλλα έξι αμοιβαία κεφάλαια, τα τέσσερα από την Alpha Τράπεζα Πίστεως και τα άλλα δύο από τις ασφαλιστικές εταιρίες Ασπίς Πρόνοια και Ευρωπαϊκή Πίστη αντίστοιχα. Στα χρόνια που ακολούθησαν ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων άρχισε να κατέχει μεγαλύτερο έδαφος στην ελληνική αγορά λόγω των αποδόσεων που προσέφεραν. Σε αυτό φυσικά συντέλεσε και η ραγδαία ανάπτυξη της χρηματιστηριακής αγοράς κατά την δεκαετία του '90 με αποκορύφωμα το έτος 1999 όπου το συνολικό ενεργητικό ανήλθε στα 35 δισεκατομμύρια ευρώ. Η σύγκριση είναι τόσο μεγάλη που παρατηρούμε ότι έως το 1988 διαπραγματεύονταν μόνο 2 αμοιβαία κεφάλαια στην αγορά , ενώ δέκα χρόνια αργότερα έφταναν τα 178 , ενώ η μεγαλύτερη αύξηση του

αριθμού των αμοιβαίων κεφαλαίων σημειώθηκε το 2008 με 354 αμοιβαία κεφάλαια να δραστηριοποιούνται στην ελληνική αγορά.

Η πορεία των αμοιβαίων κεφαλαίων από τις αρχές του 2000 και μετέπειτα ακολουθεί συνεχώς καθοδική πορεία. Το ελάχιστο ποσό συνολικού ενεργητικού παρατηρείται το έτος 2011 στα 5 δισεκατομμύρια ευρώ. Στον πίνακα 2.4 παρουσιάζεται η διαχρονική εξέλιξη του αριθμού των αμοιβαίων κεφαλαίων, του αριθμού των ΑΕΔΑΚ των διαχειριζόμενων κεφαλαίων και της πορείας του Γενικού Δείκτη Χρηματιστηρίου Αθηνών (Γ.Δ.Χ.Α.).

Τα τελευταία έτη 2014, 2015, και 2016 παρατηρείται μία σταθερότητα όσον αφορά στον αριθμό των ΑΕΔΑΚ, στον αριθμό των Αμοιβαίων Κεφαλαίων αλλά και στο καθαρό Ενεργητικό. Αυτό μας δείχνει μία διακοπή της συνεχιζόμενης πτώσης των αμοιβαίων κεφαλαίων, η οποία ίσως είναι η αφετηρία μίας καλύτερης περιόδου για την αγορά των Α/Κ.

Πίνακας 2.4: Εξέλιξη του αριθμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων σε συνδυασμό με την πορεία του ΓΔ Χ.Α. 2000-2014 (ethe.org.gr)^{1 2}

Έτος	Αριθμός ΑΕΔΑΚ	Αριθμός Αμοιβαίων Κεφαλαίων	Καθαρό Ενεργητικό (εκ. €)	ΓΔΧΑ
31/12/2000	27	266	30.888,66	3.388,86
31/12/2001	27	269	26.794,90	2.591,56
31/12/2002	29	260	25.385,15	1.748,42
31/12/2003	28	265	30.398,91	2.263,58
31/12/2004	27	262	31.647,83	2.786,18
31/12/2005	25	258	27.943,97	3.663,90
31/12/2006	25	269	23.892,16	4.394,13
31/12/2007	22	330	24.528,81	5.178,83
31/12/2008	22	354	10.414,61	1.786,51
31/12/2009	22	305	10.679,19	2.196,16
31/12/2010	22	303	8.015,64	1.413,94
31/12/2011	20	310	5.229,08	680,42
31/12/2012	18	285	5.948,39	907,9

¹ http://www.ethe.org.gr/index.php?view=mfbreakdowndate&reportDate=2018-05-03&newmenu=Y&typecountry=&typeETF=&typeInst=&option=com_statistic&Itemid=21&lang=el

² http://www.ethe.org.gr/index.php?view=charts&year=2016&month=12&option=com_statistic&Itemid=21&lang=el

31/12/2013	18	279	6.252,59	1.162,68
31/12/2014	15	265	6.047,33	826,18
31/12/2015	14	269	7.238,50	618,79
31/12/2016	14	267	6.421,30	638,06

2.3 Η χρηματοπιστωτική κρίση και η ελληνική αγορά μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων

Η χρηματοοικονομική κρίση η οποία ξεκίνησε από την αγορά των στεγαστικών δανείων των ΗΠΑ το 2007, παρουσίασε ραγδαία εξάπλωση και έλαβε τεράστιες διαστάσεις βυθίζοντας στη δίνη τις παγκόσμιες αγορές χρήματος. Μία από τις χειρότερες παγκόσμιες χρηματοοικονομικές κρίσεις , ήταν γεγονός στα τέλη του 2008. Συνδυαστικοί παράγοντες, όπως παγκόσμιες οικονομικές ανισοροπίες, υπερβολική πιστωτική επέκταση και μόχλευση των ΗΠΑ και άλλων προηγμένων οικονομιών, και ασύμμετρη πληροφόρηση με προβλήματα εντολέα και εντολοδόχου σχετικά με τα δομημένα προϊόντα δημιούργησαν όλη αυτή τη παγκόσμια κρίση. Ο συνδυασμός όλων των παραπάνω με κραυγαλέα ρυθμιστικά κενά και την ελλιπή εποπτεία της εποχής, είχαν σαν αποτέλεσμα τη δημιουργία τεράστιας «φούσκας» στις αγορές φυσικού και χρηματοοικονομικού κεφαλαίου , με αποτέλεσμα τη κατάρρευση του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος.

Ο ελληνικός χρηματοοικονομικός τομέας πέρα από τη παγκόσμια οικονομική κρίση , επηρεάστηκε και από την ελληνική δημοσιονομική κρίση που ξεκίνησε το 2010. Το Χρηματιστήριο Αθηνών είναι μία σχετικά μικρή μη ρευστοποιήσιμη χρηματιστηριακή αγορά με χαμηλή κεφαλαιοποίηση. Επιπλέον κυριαρχείται από λίγους και μεγάλους τραπεζικούς ομίλους, οι οποίοι ελέγχουν κατά βάση τις κύριες εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων. Η παγκόσμια κρίση , σε συνδυασμό με τα μέτρα λιτότητας που εφαρμόζει η ελληνική κυβέρνηση , καθώς και η αυξημένη πολιτική αστάθεια και η αβεβαιότητα για μία πιθανή έξοδο της Ελλάδας από την Ευρωζώνη, οδήγησαν σε δραστική μείωση στην κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου Αθηνών , και σε σημαντικά κακή εκτίμηση των περιουσιακών

στοιχείων, καθοδηγούμενη κυρίως από την ψυχολογία και το συναίσθημα των επενδυτών, καθώς και την υπερβολική τους αντίδραση.

Ο Γενικός δείκτης Χρηματιστηρίου Αθηνών, γνώρισε μία δραματική μείωση από τις 5.178,83 μονάδες στο τέλος του 2007 όπως φαίνεται στον πίνακα 2.5, αντανακλώντας την αυξημένη αβεβαιότητα όσον αφορά τα κρίσιμα δημοσιονομικά προβλήματα, καθώς και την απαισιοδοξία των επενδυτών.

Πίνακας 2.5: Μεταβολή Γενικού Δείκτη Χρηματιστηρίου Αθηνών 2007-2016 (capital.gr)³

Έτος	ΓΔΧΑΑ	% μεταβολή
31/12/2007	5.178,83	
31/12/2008	1.786,51	-65,50%
31/12/2009	2.196,16	22,93%
31/12/2010	1.413,94	-35,62%
31/12/2011	680,42	-51,88%
31/12/2012	907,9	33,43%
31/12/2013	1.162,68	28,06%
31/12/2014	826,18	-28,94%
31/12/2015	618,79	-28,22%
31/12/2016	638,06	3,12%

Μετά από μία αξιοσημείωτη ανάπτυξη στα τέλη της δεκαετίας του 1990 και στις αρχές του 2000, η ελληνική αγορά μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων σημείωσε σημαντικές εκροές κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης. Στο παρακάτω πίνακα 2.6 μπορούμε να δούμε το ενεργητικό των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων από τις 31/12/2007 έως και 31/12/2016.

Πίνακας 2.6: Κατανομή Αμοιβαίων Κεφαλαίων ανα κατηγορία (εκ. €) (Ethe)⁴

Έτος	Χρηματαγοράς	Ομολογιακά	Μικτά	Μετοχικά	Fund of Funds	Λοιπά
------	--------------	------------	-------	----------	---------------	-------

³ <http://www.capital.gr/finance/quote/%CE%93%CE%94>

⁴ http://www.ethe.org.gr/index.php?view=charts&year=2016&month=12&option=com_statistic&Itemid=21&lang=el

2007	8.000,6	5.725,8	2.725,8	5.522,9	2.047,4	506,4
2008	2.524,9	3.333,1	1.295,2	2.125,7	644,5	491,2
2009	2.070,1	3.160,9	1.560,7	2.615,6	743,5	528,4
2010	1.206,2	2.466,3	1.181,3	1.932,1	781,3	448,6
2011	814,9	1.204,7	719,5	1.084,7	519,3	886,0
2012	1.061,3	1.293,2	871,4	1.304,6	505,0	912,3
2013	911,1	1.277,6	1.166,4	1.554,4	525,9	817,2
2014	1.031,2	1.286,3	1.051,8	1.171,4	728,6	778,2
2015	2.103,8	1.419,1	1.104,7	1.011,9	1.020,8	572,8
2016	1.556,6	1.465,5	1.107,1	951,1	885,6	455,4

2.4 Διάρθρωση ελληνικής αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Η διάρθρωση της ελληνικής αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων παρουσίασε αρκετές αλλαγές. Το μερίδιο της αγοράς των ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων μειώθηκε στο 26% έναντι 48,59% το 2007, ενώ το μερίδιο αγοράς των επιμέρους κατηγοριών ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων δεν εμφάνισε σημαντικές μεταβολές σε σχέση με το 2007. Το μερίδιο αγοράς των funds of funds αυξήθηκε στο 12,37% έναντι 2,9% το 2007. Ομοίως το μερίδιο αγοράς των μετοχικών αυξήθηκε στο 26,56% έναντι 21,45% το 2007. Το μερίδιο αγοράς των μικτών ήταν 10,42% στο τέλος του 2008 έναντι 9,39% του 2007, ενώ το μερίδιο αγοράς των αμοιβαίων κεφαλαίων διαχείρισης αυξήθηκε στο 24,65% έναντι 17,67% το 2007. Υπήρξε μία έντονη κινητικότητα δηλαδή και καταμερισμός του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Σχετικά με τους νόμους των αμοιβαίων κεφαλαίων, αυτά ρυθμιζόταν στη χώρα μας από τα άρθρα 10-29 του Νόμου 680/1970 περί Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Στη συνέχεια ψηφίστηκε ο Νόμος 1969/1991 και αργότερα ίσχυσε η τροποποίηση του τελευταίου με τον 3283/2004.

2.5 Νομοθεσία Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα

Στις 2 Νοεμβρίου 2004 ψηφίστηκε και τέθηκε σε εφαρμογή ο νέος νόμος 3283/ 2004 για τα αμοιβαία κεφάλαια και τις εταιρείες διαχείρισης των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα ο οποίος ενσωματώνει τις σχετικές Οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και αντικαθιστά στο σύνολο του τον παλαιότερο καταργούμενο νόμο 1969/1991 που ίσχυε έως τότε, καθώς και όλες τις τροποποιήσεις του (Φίλιππας 2010).

Με τον νέο νόμο δημιουργείται νέα δυναμική και νέες δυνατότητες για τα αμοιβαία κεφάλαια και τις εταιρείες που διαχειρίζονται τα αμοιβαία κεφάλαια, διευκολύνεται η κυκλοφορία προϊόντων και εταιριών στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, δημιουργούνται οι προϋποθέσεις για την ανάπτυξη νέων προϊόντων, ενισχύεται η διαφάνεια στην διαχείριση, αυξάνεται η πληροφόρηση των επενδυτών και παράλληλα προστατεύονται περισσότερο τα δικαιώματα τους.

Πιο συγκεκριμένα, οι εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, οι ΑΕΔΑΚ, όπως αναλύσαμε και παραπάνω, έχουν πλέον την δυνατότητα να διευρύνουν τις δραστηριότητες τους στην διαχείριση ιδιωτικών χαρτοφυλακίων και χαρτοφυλακίων ασφαλιστικών ταμείων, στην παροχή επενδυτικών συμβούλων, στην ανάληψη διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων άλλων ΑΕΔΑΚ κλπ.

Επιπλέον, έχουν την δυνατότητα να διαθέτουν τα προϊόντα τους σε άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης είτε με διασυνοριακή δράση, είτε με την ίδρυση υποκαταστημάτων στις χώρες αυτές. Σε σχέση με τα νέα προϊόντα εισάγονται στην αγορά τα funds of funds (Α/Κ που απαρτίζονται από μερίδια άλλων Α/Κ) και τα Index Funds (Α/Κ παθητικής διαχείρισης που ακολουθούν την πορεία ενός δείκτη). Στον τομέα της προστασίας των επενδυτών τίθενται νέα επενδυτικά όρια στις επενδύσεις αποσκοπώντας στην μεγαλύτερη διασπορά των κινδύνων και στην μικρότερη έκθεση σε αυτούς, καθώς και στην αποφυγή συγκέντρωσης επενδυτικών μέσων στην μητρική εταιρεία και στον Όμιλο που ανήκει η ΑΕΔΑΚ (Φίλιππας 2010). Σημαντικά στοιχεία για την προστασία των επενδυτών αποτελούν επίσης οι νέοι όροι που τίθενται για τους κανονισμούς των αμοιβαίων κεφαλαίων, τα στοιχεία που ορίζεται ότι πρέπει να περιέχουν τα ενημερωτικά δελτία και τα περιληπτικά ενημερωτικά δελτία για τα αμοιβαία κεφάλαια που διανέμονται στους υποψήφιους μεριδιούχους. Μετά την δημοσίευση του νέου νόμου το εποπτικό όργανο των

ΑΕΔΑΚ, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, που θα αναλυθεί παρακάτω ο ρόλος της, εξέδωσε ορισμένες κανονιστικές αποφάσεις με στόχο την καλύτερη λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων και την ακόμη μεγαλύτερη προστασία των επενδυτών.

Σύμφωνα με αυτές (Φίλιππας 2010):

- Καθιερώνεται νέα κατηγοριοποίηση των αμοιβαίων κεφαλαίων τα οποία διακρίνονται σε Εσωτερικού και Εξωτερικού και κάθε μια από αυτές τις κατηγορίες αποτελείται από υποκατηγορίες: Μετοχικά, Μικτά, Ομολογιακά και Διαχείρισης Διαθεσίμων (θα αναλυθούν παρακάτω).
- Καθορίζεται ότι τα Index Funds υπάγονται στις παραπάνω κατηγορίες ανάλογα με την σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους.
- Απαγορεύεται στα Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων να τοποθετούνται σε μετοχές.
- Επιβάλλεται στα Μικτά Α/Κ να τοποθετούν τουλάχιστον 10% του Ενεργητικού τους σε μετοχές και 10% σε ομόλογα.
- Οι ΑΕΔΑΚ είναι υποχρεωμένες στο τέλος κάθε ημερολογιακού τριμήνου και μέσα σε 10 ημερολογιακές μέρες από την λήξη του, να δημοσιεύουν αναλυτικούς και μέσους ποσοστιαίους πίνακες των χαρτοφυλακίων των αμοιβαίων κεφαλαίων που διαχειρίζονται και να τους θέτουν στην διάθεση των μεριδιούχων και εντός της ίδιας προθεσμίας να τους δημοσιεύουν στις ιστοσελίδες τους.
- Καθορίζονται επακριβώς στους κανονισμούς των Α/Κ οι κατηγορίες δαπανών και αμοιβών που επιτρέπεται να βαρύνουν τα Α/Κ.
- Στις τριμηνιαίες καταστάσεις λογαριασμού που αποστέλλονται στους μεριδιούχους πρέπει πλέον να αναγράφεται η προμήθεια διαχείρισεως της ΑΕΔΑΚ ως ποσοστό που επιβαρύνει το αμοιβαίο κεφάλαιο καθώς και η προμήθεια του Θεματοφύλακα (τράπεζα που φυλάσσονται οι τίτλοι της εταιρείας που επενδύει σε Α/Κ). Επίσης, πρέπει να αναφέρεται η απόδοση τριετίας του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Κεφάλαιο 3

Σχέση απόδοσης – κινδύνου. Αξιολόγηση Χαρτοφυλακίου Α/Κ

3.1 Μορφές διαχείρισης χαρτοφυλακίου

Δύο είναι οι μορφές διαχείρισης ενός χαρτοφυλακίου και η επιλογή αυτών εξαρτάται από το πόσο ενεργή είναι η συμμετοχή των διαχειριστών στη διαμόρφωση του χαρτοφυλακίου και το επενδυτικό στυλ που επιλέγουν. Οι κατηγορίες είναι (Νούλας 2016):

1. Ενεργητική Διαχείριση Χαρτοφυλακίου
2. Παθητική Διαχείριση Χαρτοφυλακίου

3.1.1 Ενεργητική Διαχείριση Χαρτοφυλακίου

Η ενεργητική διαχείριση είναι στρατηγική που επιλέγεται όταν σκοπός είναι να επιτευχθούν υψηλότερες αποδόσεις από αυτές ενός χαρτοφυλακίου αναφοράς. Οι τεχνικές εντάσσονται σε τρεις κατηγορίες (Νούλας 2016):

3.1.1.α Θεμελιώδης ανάλυση

Είναι η μορφή ανάλυσης αξιογράφων η οποία προσπαθεί να προσδιορίσει την σωστή αξία βασιζόμενη πάντα σε οικονομικούς παράγοντες. Χρησιμοποιεί δύο στρατηγικές, μία η οποία αποτιμά το μακροοικονομικό περιβάλλον και προβλέπει τις πιθανές εξελίξεις της οικονομίας, και μία δεύτερη η οποία επικεντρώνεται στην ανάλυση μεμονωμένων μετοχών και αξιογράφων.

3.1.1.β Τεχνική Ανάλυση

Είναι ανάλυση αξιογράφων που προβλέπει τις διακυμάνσεις στις τιμές των αξιογράφων χρησιμοποιώντας στοιχεία της αγοράς.

3.1.1.γ Διάφορες τεχνικές

Τεχνικές οι οποίες προσπαθούν να επωφεληθούν από τις ακραίες διακυμάνσεις της αγοράς ή από τα διάφορα χαρακτηριστικά των μετοχών.

3.1.2 Παθητική Διαχείριση Χαρτοφυλακίου

Όσον αφορά στην παθητική διαχείριση είναι μία μακροπρόθεσμη στρατηγική η οποία αποσκοπεί στη δημιουργία ενός χαρτοφυλακίου, του οποίου η απόδοση θα ακολουθεί έναν δείκτη διαχρονικά. Τρεις τεχνικές ξεχωρίζουν για τη δημιουργία παθητικού χαρτοφυλακίου (Νούλας 2016):

3.1.2.α Πλήρης αντιγραφή

Η απλή μέθοδος όπου όλες οι μετοχές περιλαμβάνονται σε ένα δείκτη αναφοράς αγοράζονται ανάλογα με τη βαρύτητα τους σε αυτόν, με αποτέλεσμα απόδοση ίδια με αυτή της απόδοσης του δείκτη αναφοράς.

3.1.2.β Τεχνική δειγματοληψίας

Με την τεχνική δειγματοληψίας ο διαχειριστής αγοράζει ένα δείγμα μετοχών του δείκτη και όχι όλες τις μετοχές τους.

3.1.2.γ Τετραγωνική βελτιστοποίησης

Η τεχνική αυτή χρησιμοποιεί εξειδικευμένα προγράμματα στα οποία εισάγονται διάφορα ιστορικά στοιχεία προκειμένου να καθοριστεί η σύνθεση του χαρτοφυλακίου.

3.2 Αξιολόγηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Οι λήψεις αποφάσεων και η σύνθεση των χαρτοφυλακίων από τους διαχειριστές των εκάστοτε αμοιβαίων κεφαλαίων κρίνονται από την αποδοτικότητα αυτών. Με γνώμονα τη κατεύθυνση αυτή, η αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων λαμβάνει

δύο διαστάσεις , αυτή της απόδοσης και του κινδύνου. Κατά τους Markowitz (1952 & 1959) και Sharpe (1963 & 1964) οι επενδυτές πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους και τις δύο αυτές διαστάσεις κατά τη διαδικασία αξιολόγησης των αμοιβαίων κεφαλαίων. Το ενδιαφέρον πάντα επικεντρώνεται στην καθαρή απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων , δηλαδή στην απόδοση απαλλαγμένη από λειτουργικά και διαχειριστικά έξοδα. Η υψηλή ή χαμηλή απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων , δεν επαρκούν ώστε να αξιολογηθούν τα αμοιβαία κεφάλαια , καθώς χρειάζεται να διακριθεί και η συνέπεια της απόδοσης, ώστε να αποδειχθεί ότι δεν οφείλεται σε τυχαίους παράγοντες. Η διαχείριση των αμοιβαίων κεφαλαίων οφείλει να προβλέπει ποια είναι η απόδοση που απαιτεί η αγορά του κεφαλαίου. Πιο συγκεκριμένα θα πρέπει να είναι γνωστό πως τιμολογεί τον κίνδυνο που ενέχουν τα επενδυτικά έργα διάφορων κατηγοριών κινδύνου. Με τον όρο τιμολόγηση νοείται η επιπλέον απόδοση, πάνω δηλαδή από το χωρίς κίνδυνο επιτόκιο, που θέλει η αγορά για κάθε μονάδα κινδύνου.

3.2.1 Αναμενόμενη Απόδοση

Η ικανότητα των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων αποδεικνύεται από την αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων. Η έννοια της αποδοτικότητας είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με αυτή της απόδοσης, η οποία στη περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων υπολογίζεται σε σχέση με την απόδοση ανάλογων δεικτών και αμοιβαίων κεφαλαίων που βρίσκονται στην ίδια κατηγορία. Για να προσδιορίσουμε με απλά λόγια την απόδοση ενός προϊόντος θα πρέπει να γνωστοποιηθεί η τιμή του προϊόντος στην αρχή της περιόδου , στο τέλος της περιόδου καθώς και το μέρισμα που δόθηκε στην υπό εξέταση περίοδο. Διάκριση μεταξύ της ιστορικής και της αναμενόμενης απόδοσης είναι πάντα υποχρεωτική. Θεωρητικά η αναμενόμενη απόδοση αποτελείται από το μέσο όρο όλων των πιθανών αποδόσεων που μπορούν διαζευκτικά να πραγματοποιηθούν στο τέλος της χρονικής περιόδου. Για να υπολογιστεί η αναμενόμενη απόδοση θα χρειαστούμε τη πορεία της οικονομίας, τη πορεία του κλάδου στον οποίο ανήκει η εταιρεία, και τις οικονομικές προοπτικές της εταιρείας (Καραθανάσης 1999). Για τον υπολογισμό της συνολικής επένδυσης μέσα σε μία χρονική περίοδο υπολογίζεται από τη παρακάτω σχέση :

$$\text{Απόδοση} = \frac{(\text{Τελική αξία επένδυσης} - \text{Αρχική αξία επένδυσης} + \text{Πρόσθετες ροές})}{\text{Αρχική Αξία επένδυσης}}$$

Στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων ως αρχική αξία λαμβάνεται η τιμή διάθεσης των μεριδίων τη χρονική στιγμή t-1 και ως τελική αξία η τιμή εξαγοράς τη χρονική στιγμή t, ενώ λαμβάνουμε υπόψη ότι τα μερίσματα επανα-επενδύονται. Συνεπώς ισχύει η παρακάτω σχέση :

$$\begin{aligned} \text{Απόδοση Αμοιβαίου} &= \frac{(\text{Τιμή εξαγοράς μεριδίου} - \text{Τιμή διάθεσης μεριδίου})}{\text{Τιμή διάθεσης μεριδίου}} \\ &= \frac{(\text{Καθαρή τιμή κλεισίματος μεριδίου} - \text{Καθαρή τιμή κλεισίματος μεριδίου})}{\text{Καθαρή τιμή κλεισίματος μεριδίου}} \end{aligned}$$

Από τις ανωτέρω σχέσεις προκύπτει η ονομαστική απόδοση της επένδυσης σε αμοιβαία κεφάλαια. Για την εύρεση της πραγματικής απόδοσης, αφαιρούμε από την ονομαστική απόδοση τον ρυθμό πληθωρισμού της εξεταζόμενης περιόδου.

3.2.2 Επενδυτικοί Κίνδυνοι Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Όπως είπαμε είναι πολύ βασική η ανάλυση των κινδύνων καθώς σε συνδυασμό με την απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων έχουμε πιο αποδοτική αξιολόγηση αυτών. Οποιαδήποτε επένδυση στις σύγχρονες χρηματαγορές συνεπάγονται ένα αντιστάθμισμα κινδύνου και απόδοσης. Το γνώρισμα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι ότι ελαχιστοποιούν τους επενδυτικούς κινδύνους καθώς η επένδυση τους γίνεται σε εναλλακτικά χρεόγραφα. Παρόλα αυτά ο κίνδυνος δε γίνεται να εξαλειφθεί. Πηγές κινδύνων επένδυσης σύμφωνα με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι οι παρακάτω (Φίλιππας 1999):

1. Κίνδυνος Αγοράς: Πτώση του επιπέδου των τιμών της συνολικής χρηματιστηριακής αγοράς ενδέχεται να προκαλέσει μεταβολή των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς ενδέχεται να επηρεαστεί η τιμή των μεριδίων και τα στοιχεία του ενεργητικού.
2. Πιστωτικός Κίνδυνος: Είναι ο κίνδυνος τον οποίο μπορεί να συναντήσουμε αν δεν εκπληρωθούν οι υποχρεώσεις του εκδότη.
3. Κίνδυνος Πληθωρισμού: Είναι πιθανή η μεταβολή των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων λόγω μείωσης της αγοραστικής δύναμης των κεφαλαίων.

4. Συναλλαγματικός Κίνδυνος: Σε αμοιβαία κεφάλαια τα οποία διαπραγματεύονται σε διαφορετικά νομίσματα από τα νόμισμα αναφοράς υφίσταται αβεβαιότητα στις αποδόσεις λόγω μεταβολών στις συναλλαγματικές ισοτιμίες των ξένων νομισμάτων.
5. Κίνδυνος κράτους: Ο κίνδυνος αυτός σχετίζεται με το θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο του κράτους στο οποίο επενδύονται στοιχεία του ενεργητικού.
6. Κίνδυνος ρευστότητας: Είναι ο κίνδυνος αδυναμίας ρευστοποίησης στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου έγκαιρα σε εύλογη τιμή.
7. Κίνδυνος διασποράς: Κίνδυνος λόγω περιορισμένης διασποράς των στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου.
8. Κίνδυνος διακανονισμού: Υπαρκτός είναι πάντα ο κίνδυνος μη διεκπεραίωσης του διακανονισμού συναλλαγών του επί χρηματιστηριακών μέσων.
9. Κίνδυνος θεματοφυλακής : Υπάρχει πάντα ο κίνδυνος απώλειας στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου λόγω πράξεων ή παραλείψεων του θεματοφύλακα.
10. Κίνδυνος αποδόσεως : Ο κίνδυνος αυτός σχετίζεται απλά με τη μεταβολή των αποδόσεων στοιχείων του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων.
11. Κίνδυνος μείωσης ενεργητικού : Πιθανή μείωση του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου μπορεί να σχετίζεται με την εξαγορά ή την ακύρωση μεριδίων.

3.2.3 Τρόποι μέτρησης του κινδύνου

Η εκτίμηση του κινδύνου όντας εξίσου σημαντική, καθορίζει εάν ο επενδυτής είναι διατεθειμένος να αναλάβει τον κίνδυνο που ενέχουν τα αμοιβαία κεφάλαια , καθορίζοντας την επιλογή επένδυσης στα συγκεκριμένα κεφάλαια. Δύο μέτρα επικινδυνότητας συναντάμε , ο πρώτος αυτός που υπολογίζεται από τη διακύμανση των αποδόσεων του ή τη τυπική απόκλιση, και ένας δεύτερος ο οποίος μετρά ένα τμήμα της συνολικής μεταβλητότητας του αμοιβαίου κεφαλαίου. Ο υπολογισμός του συστηματικού κινδύνου είναι μεγάλης σημασίας για τους επενδυτές καθώς παρέχεται η δυνατότητα να κατανοηθεί η σχέση κινδύνου απόδοσης στην αγορά των αμοιβαίων

κεφαλαίων και να επιλεγεί το πιο αποτελεσματικό αμοιβαίο κεφάλαιο ανάλογα το επενδυτικό προφίλ που επιθυμούν.

Πολύ σημαντικό ρόλο στη σύγχρονη μέτρηση του επενδυτικού κινδύνου διαδραματίζει ο συντελεστής beta ο οποίος βασίζεται σε δύο βασικούς άξονες. Ο πρώτος έχει να κάνει με τον επενδυτικό κίνδυνο σύμφωνα με τον οποίο οι περισσότεροι επενδυτές εννοούν την πιθανότητα απώλειας κεφαλαίου μέσω μιας καθοδικής κίνησης της τιμής του προϊόντος. Όσο μεγαλύτερο volatility (μεταβλητότητα) έχει η τιμή του προϊόντος τόσο μεγαλύτερη είναι η παραπάνω πιθανότητα, άρα είναι και πιο «επικίνδυνο» το προϊόν. Μπορεί να ποσοτικοποιηθεί ο κίνδυνος του προϊόντος, μετρώντας την τυπική απόκλιση των αποδόσεων του. Οι τιμές της τυπικής απόκλισης είναι πολύ χρήσιμες καθώς με μία ματιά μπορεί να προβλεφθεί το σημείο του φάσματος του επικίνδυνου κινδύνου καθώς και να διαπιστωθεί ότι όσο μεγαλύτερη είναι η τυπική απόκλιση τόσο πιο επικίνδυνο και το προϊόν. Επίσης η τυπική απόκλιση είναι μία απευθείας μέτρηση του κινδύνου διόρθωσης της τιμής του προϊόντος προς τα κάτω. Έχει παρατηρηθεί ότι κάθε έξι χρόνια πρέπει να περιμένουμε ότι η απόδοση ενός προϊόντος θα υπολείπεται της μέσης απόδοσης του, τουλάχιστον κατά το ποσό που αντιστοιχεί στην τυπική απόκλιση του. Με πιο απλά λόγια, μία φορά κάθε έξι χρόνια, το ίδιο προϊόν θα αποδίδει περισσότερο από τη μέση απόδοση του, κατά ποσό τουλάχιστον ίσο με την τυπική απόκλιση των αποδόσεων του.

Ο δεύτερος άξονας έχει να κάνει με τη διάκριση της τυπικής απόκλισης σε δύο σημαντικά μέρη: στον συστηματικό κίνδυνο και τον μη συστηματικό κίνδυνο. Ο πρώτος σχετίζεται με τις κινήσεις της αγοράς στο σύνολό της, ενώ ο δεύτερος αφορά ένα συγκεκριμένο προϊόν και ίσως και κάποια του κλάδου του. Ο συντελεστής beta μετράει την ευαισθησία και την εξάρτηση του προϊόντος στις κινήσεις της αγοράς. Έτσι για παράδειγμα ένα προϊόν με συντελεστή 1.5 θα μεταβάλλει την τιμή του κατά μέσο όρο 1.5% για κάθε 1% μεταβολή του χρηματιστηριακού δείκτη. Ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο με τέτοια προϊόντα θα είχε 1.5 φορές μεγαλύτερη μεταβλητότητα από αυτή του χρηματιστηριακού δείκτη. Κατά συνέπεια θα ήταν περισσότερο επιθετικό αποδίδοντας πολύ καλά σε ανοδικές φάσεις της αγοράς, από την άλλη όμως δημιουργώντας σημαντικές ζημιές στις καθοδικές της φάσεις.

Αντίστροφα ένα χαρτοφυλάκιο με συντελεστή 0.5 θα ήταν περισσότερο αμυντικό αποδίδοντας λιγότερο από τον χρηματιστηριακό δείκτη σε ανοδικές φάσεις της αγοράς, και θα περιόριζε τις ζημιές σε καθοδικές της φάσεις.

Ο μη συστηματικός κίνδυνος είναι το δεύτερο από τα δύο συστατικά της μεταβλητότητας, και βλέπουμε ότι υπάρχουν πιο ειδικοί παράγοντες που επηρεάζουν την αγορά. Για παράδειγμα μια πετυχημένη εξαγορά άλλης εταιρείας, η ανακοίνωση σημαντικής αύξησης της κερδοφορίας της, η επίτευξη στρατηγικής συνεργασίας, η είσοδος σε καινούριες αγορές εσωτερικού ή εξωτερικού και η αποτελεσματικότητα της διοίκησης της επιχείρησης είναι κάποιοι από τους λόγους που γενικά ευνοούν την άνοδο της τιμής. Όπως και η τυπική απόκλιση, έτσι και ο μη συστηματικός κίνδυνος μετριέται ως ετήσια ποσοστιαία μεταβολή. Όσο μεγαλύτερη είναι αυτή η τιμή τόσο μεγαλύτερος και ο μη συστηματικός κίνδυνος. Μέχρι στιγμής, το εύρος των τιμών για τον μη συστηματικό κίνδυνο στο Ελληνικό χρηματιστήριο είναι από 100% έως 25%. Αυτές οι τιμές εκφράζουν τη ποσοστιαία μεταβολή η οποία δεν οφείλεται στις μεταβολές του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου. Με πιο απλά λόγια, ακόμη κι αν η αγορά παραμένει στατική, η απόδοση μιας μετοχής μπορεί να είναι μικρότερη κατά μέγεθος του μη συστηματικού κινδύνου (Φίλιππας 2010).

3.2.4 Υπολογισμός του συντελεστή Βήτα (Beta)

Ο συντελεστής βήτα είναι ένα μέτρο ευαισθησίας των μεταβολών της καθαρής τιμής του αμοιβαίου κεφαλαίου στις μεταβολές της αξίας του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Με πιο απλά λόγια μετρά τη συσχέτιση των αποδόσεων ενός αμοιβαίου κεφαλαίου με αυτές του Γενικού Δείκτη της εγχώριας χρηματιστηριακής αγοράς. Ο υπολογισμός γίνεται από τη παρακάτω σχέση:

$$B = \text{cov}(R_i, R_m) / \sigma^2 R_m$$

Όπου :

- $\text{Cov}(R_i, R_m)$: η διακύμανση των αποδόσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου i με την απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς
- $\sigma^2 R_m$: η διακύμανση του χαρτοφυλακίου της αγοράς

Ο συντελεστής β είναι θετικός αριθμός. Όσο οι τιμές του πλησιάζουν το μηδέν διακρίνεται χαμηλή επικινδυνότητα, ενώ όσο ξεπερνούν τη μονάδα διακρίνεται υψηλή επικινδυνότητα. Τα αμοιβαία κεφάλαια με συντελεστή β μεγαλύτερο της μονάδας χαρακτηρίζονται ως επιθετικά, καθώς μεταβολές των αποδόσεων του δείκτη της αγοράς επιφέρουν μεγαλύτερες μεταβολές στις επιδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων, ενώ αν είναι μικρότερος από τη μονάδα θεωρούνται αμυντικά καθώς μεταβολές των αποδόσεων του δείκτη της αγοράς επιφέρουν μικρότερες μεταβολές στις αποδόσεις τους. Τέλος είναι παρατηρημένο ότι τη περίοδο που γίνεται μία πρόβλεψη για τον συντελεστή β , αν εκτιμηθεί μια πολύ υψηλή τιμή για τον συντελεστή β , τότε έχουμε αυξημένη πιθανότητα ότι προκύπτει θετικό σφάλμα δειγματοληψίας, ενώ αν εκτιμήσουμε μια πολύ χαμηλή τιμή, έχουμε αυξημένη πιθανότητα να προκύψει αρνητικό σφάλμα δειγματοληψίας (Μυλωνάς, 1998).

3.2.5 Υπολογισμός της τυπικής απόκλισης (Standard Deviation)

Η τυπική απόκλιση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου αναφέρεται στη διασπορά των αποδόσεων γύρω από τη μέση απόδοση σε απόλυτους όρους. Από τους υπολογισμούς της τυπικής απόκλισης προκύπτει ότι όσο μεγαλύτερη είναι η τυπική απόκλιση τόσο μεγαλύτερη είναι και η μεταβλητότητα του γύρω από τη μέση τιμή, άρα τόσο μεγαλύτερος είναι ο συνολικός κίνδυνος που ενέχει το εξεταζόμενο αμοιβαίο κεφάλαιο. Γενικότερα σε μία σύγκριση αμοιβαίων κεφαλαίων με ίδιες αποδόσεις, επιλέγουμε πάντα εκείνα με τη μικρότερη δυνατή τυπική απόκλιση, δηλαδή το μικρότερο κίνδυνο. Ένα σημαντικό πλεονέκτημα της τυπικής απόκλισης ως μέτρο κινδύνου, είναι ότι συμβάλλει στην άμεση σύγκριση εναλλακτικών επενδύσεων. Σε αντίθεση με τις επενδύσεις σε μεμονωμένα αμοιβαία κεφάλαια, βασικό χαρακτηριστικό είναι ότι οι τυπικές αποκλίσεις εμφανίζουν σταθερότητα διαχρονικά με αποτέλεσμα οι πραγματοποιηθείσες αποκλίσεις του παρελθόντος να είναι ενδεικτικές εκείνων που θα επικρατήσουν στο μέλλον (Φίλιππας 2010).

Η σχέση δίνεται από τον παρακάτω τύπο :

$$\sigma_{p,t} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N (R_{p,t} - \bar{R}_{p,t})^2}{N-1}}$$

Όπου :

- $R_{p,t}$: η ημερήσια απόδοση του A/K p στη χρονική περίοδο t
- N : ο αριθμός των παρατηρήσεων (ημερήσιων αποδόσεων)
- $\bar{R}_{p,t}$: η μέση ημερήσια απόδοση του A/K p στη χρονική περίοδο t .

3.2.6 Υπολογισμός συντελεστής μεταβλητότητας (Coefficient of Variation – CV)

Η χρησιμοποίηση ενός σχετικού μέτρου της απόκλισης της αναμενόμενης από την πραγματοποιηθείσα απόδοση πραγματοποιείται με το μέτρο που ονομάζεται συντελεστής μεταβλητότητας και εκφράζει τον κίνδυνο που αντιστοιχεί σε κάθε μονάδα απόδοσης. Αυτό το μέτρο το χρησιμοποιούμε όταν έχουμε εσφαλμένα συμπεράσματα, στις περιπτώσεις που συναντάμε σημαντικές διαφοροποιήσεις στις αναμενόμενες αποδόσεις των εξεταζόμενων επενδύσεων. Στη σχέση αυτή διαπιστώνουμε ότι όσο μεγαλύτερες είναι οι τιμές του συντελεστή μεταβλητότητας, τόσο μεγαλύτερο κίνδυνος ενέχει η επένδυση στο εξεταζόμενο αμοιβαίο κεφάλαιο.

Η σχέση δίνεται από τον παρακάτω τύπο :

$$CV = \sigma/R_{p,t}$$

Όπου :

- $R_{p,t}$: η μέση απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου p
- σ : η τυπική απόκλιση

3.2.7 Σχέση Απόδοσης – Κινδύνου

Μελέτες χρόνων έχουν δείξει ότι υπάρχει άμεση και θετική σχέση μεταξύ αναμενόμενης απόδοσης και κινδύνου. Είναι εμπειρικά διαπιστωμένο ότι όσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος της επένδυσης, τόσο υψηλότερες είναι οι αποδόσεις

ώστε να προτιμηθούν από τους επενδυτές. Συνοπτικά λοιπόν όσο μεγαλύτερο κίνδυνο αναλαμβάνει ένας επενδυτής τόσο μεγαλύτερη απόδοση αναμένεται να επιτύχει η επένδυση αυτή. Στην πράξη συχνά παρατηρείται ότι η θετική σχέση απόδοσης κινδύνου υφίσταται για μακροπρόθεσμες και όχι για βραχυπρόθεσμες επενδύσεις (Βασιλείου 2008). Η επικινδυνότητα ενός αμοιβαίου κεφαλαίου εξαρτάται κατά κύριο λόγο από τη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου, του είδους των μετοχών στις οποίες επενδύει αλλά και της αντιστάθμισης που ο διαχειριστής επιλέγει για τις ανωτέρω μετοχές (Φίλιππας 2010).

Έχοντας υπολογίσει τη μέση απόδοση αλλά και τη τυπική απόκλιση του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου, μέσω παλινδρόμησης βρίσκουμε τη σχέση μεταξύ κινδύνου και απόδοσης:

$$R_i = \alpha + \gamma * \sigma_i + e_i$$

Όπου :

- R_i = η μέση εβδομαδιαία απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου j
- σ_i = η τυπική απόκλιση του αμοιβαίου κεφαλαίου j
- α, γ = παράμετροι για υπολογισμό
- e_i = το σφάλμα της παλινδρόμησης

Η παράμετρος γ εκφράζει τη σχέση μεταξύ της μέσης απόδοσης R_i και της τυπικής απόκλισης σ_i :

-Αν το γ είναι θετικό ($\gamma > 0$) η σχέση μεταξύ απόδοσης και κινδύνου είναι θετική.

Δηλαδή, μεγαλύτερος κίνδυνος συνεπάγεται μεγαλύτερη απόδοση.

-Αν το γ είναι αρνητικό ($\gamma < 0$) η σχέση μεταξύ κινδύνου και απόδοσης είναι αρνητική. Δηλαδή, όταν αυξάνεται ο κίνδυνος η απόδοση μειώνεται.

3.2.8 Απόδοση και συστηματικός κίνδυνος

Ο υπολογισμός του συστηματικού κινδύνου υπολογίζεται σύμφωνα με τον συντελεστή β . Χρησιμοποιώντας ιστορικά στοιχεία ο υπολογισμός του β μπορεί να γίνει με το υπόδειγμα της αγοράς :

$$R_i = \alpha + \beta R_m + e_i$$

Όπου :

- R_i = η μέση απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου i
- R_m = η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς (απόδοση Γενικού Δείκτη)
- α, β = παράμετροι για υπολογισμό
- e_i = το σφάλμα της παλινδρόμησης

Η παράμετρος β εκφράζει τη σχέση μεταξύ της μέσης απόδοσης R_i και της απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς R_m .

-Αν $\beta > 1$ τότε οι μεταβολές του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι μεγαλύτερες από αυτές του Γενικού Δείκτη.

-Αν $\beta < 1$ τότε οι μεταβολές του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι μικρότερες από αυτές του Γενικού Δείκτη.

3.2.9 Απόδοση Αγοράς

Οι χρηματιστηριακοί δείκτες αποτελούν βαρόμετρα της συμπεριφοράς των αποδόσεων των μετοχών, οι οποίες είναι εισηγμένες στα αντίστοιχα χρηματιστήρια, ενώ κατασκευάζονται με αποδεκτά κριτήρια ώστε οι αποδόσεις τους να χρησιμοποιούνται ως υποκατάστατο της συνολικής αγοράς. Ο Γενικός Δείκτης Χρηματιστηρίου Αθηνών είναι ο επίσημος δείκτης απεικόνισης της αγοράς της Ελλάδας. Οι μετοχές που περιλαμβάνονται σε αυτό συνθέτουν ένα αριθμητικό μέσο, σταθμισμένο με βάση τη χρηματιστηριακή αξία τους. Ο δείκτης θεωρείται δείκτης κεφαλαιακών αποδόσεων, καθώς δε περιλαμβάνει τα μερίσματα που μοιράζονται από τις εισηγμένες εταιρίες. Σημαντικό γεγονός επίσης θεωρείται ότι ο δείκτης αυτός μεροληπτεί υπέρ των μετοχών υψηλής κεφαλαιοποίησης και εις βάρος των μεσαίων και μικρότερων εταιριών, καθώς δεν περιλαμβάνονται σε αυτόν (Βασιλείου 2008).

3.2.10 Απόδοση χωρίς κίνδυνο

Μία ακόμη πολύ σημαντική μεταβλητή αποτελεί η απόδοση της επένδυσης χωρίς κίνδυνο, (risk free rate). Κατά τη θεωρία της κεφαλαιαγοράς υπάρχει ένα περιουσιακό στοιχείο χωρίς κίνδυνο, στο οποίο μπορούν να επενδυθούν απεριόριστα ποσά και να εισπραχθεί μία απόδοση χωρίς κίνδυνο. Η αλήθεια είναι βέβαια ότι δεν

υπάρχει καμία επένδυση παγκοσμίως η οποία να είναι απαλλαγμένη από τον κίνδυνο και η υπόθεση αυτή ισχύει σε καθαρά θεωρητικό επίπεδο. Προϊόντα τα οποία θεωρούνται ακίνδυνες επενδύσεις είναι τα κρατικά ομόλογα ή τα έντοκα γραμμάτια δημοσίου, καθώς υπάρχει πολύ μικρή πιθανότητα να πτωχεύσει μία ολόκληρη χώρα. Στη χώρα μας, ως περιουσιακά στοιχεία μηδενικού κινδύνου θεωρούνται τα Έντοκα Γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου, τα οποία είναι τίτλοι βραχυπρόθεσμης διάρκειας (τριμηνιαία, εξαμηνιαία, ετήσια) που εκδίδονται από το κράτος με σκοπό την κάλυψη των αντίστοιχων βραχυπρόθεσμων αναγκών. Παρόλο που αυτά τα προϊόντα εμπεριέχουν κινδύνους όπως ο πληθωριστικός και ο κίνδυνος αύξησης ή μείωσης του επιτοκίου, χρησιμοποιούνται πάρα πολύ συχνά σε όλες τις εμπειρικές μελέτες για τη διερεύνηση των αποδόσεων των αξιολογούμενων που ενέχουν κίνδυνο.

3.3 Μέτρα Αξιολόγησης της Αποδοτικότητας των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Πολύ σημαντικό γεγονός είναι η αξιολόγηση της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων. Οι πρώτοι απλοί τρόποι αξιολόγησης εφαρμόστηκαν τη δεκαετία του 1960 και είχαν να κάνουν κυρίως με κάποιο μέτρο κινδύνου όπως είναι η τυπική απόκλιση. Αργότερα αναπτύχθηκαν πολύ πιο σύνθετα μέτρα τα οποία περιλαμβάνουν και τον κίνδυνο και την απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων. Τα μέτρα αυτά εντάσσονται στο πλαίσιο δύο προσεγγίσεων οι οποίες λαμβάνουν υπόψη τους την προσαρμογή της απόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου σε τυχούσες διαφορές του κινδύνου τον οποίο ενσωματώνουν. Οι προσεγγίσεις αυτές οι οποίες συχνά οδηγούν σε παρόμοια συμπεράσματα, είναι η προσέγγιση της απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου (return per unit of risk) και η προσέγγιση της διαφορικής απόδοσης (differential return).

3.3.1 Μέθοδος Treynor

Η μέθοδος Treynor (1965) προϋποθέτει ότι τα χαρτοφυλάκια είναι διαφοροποιημένα και ο μόνος κίνδυνος που υπάρχει είναι ο συστηματικός. Δηλαδή η προσέγγιση της απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου συσχετίζει την απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου

που επιτεύχθηκε μέσα σε μία χρονική περίοδο με το επίπεδο κινδύνου να ενσωματώνεται σ' αυτό. Ο τύπος είναι:

$$T_i = (R_i - RFR)/b_i$$

Όπου :

- R_i = η μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου
- RFR = το ακίνδυνο επιτόκιο που μπορεί κανείς να κερδίσει επενδύοντας στα Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου
- b_i = το beta του χαρτοφυλακίου

Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης Treynor , τόσο καλύτερο είναι το χαρτοφυλάκιο σε σχέση με άλλα χαρτοφυλάκια. (Treynor J , 1965)

3.3.2 Μέθοδος Sharpe

Η μέθοδος Sharpe (1966) λαμβάνει υπόψη πόσο καλή ήταν η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου κατά τη συγκεκριμένη περίοδο. Αλλιώς ονομάζεται και «δείκτης ανταμοιβής προς μεταβλητότητα» και εκφράζει την ανταμοιβή του κινδύνου του εξεταζόμενου αμοιβαίου κεφαλαίου ανά μονάδα του συνολικού κινδύνου. Για την αξιολόγηση του χαρτοφυλακίου χρησιμοποιείται ο εξής τύπος :

$$S_i = \frac{(R_i - RFR)}{\sigma_i}$$

Όπου :

- R_i = η μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου i
- RFR = το ακίνδυνο επιτόκιο που μπορεί κανείς να κερδίσει επενδύοντας στα Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου
- σ_i = η τυπική απόκλιση της απόδοσης

Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης Sharpe, τόσο καλύτερο είναι το χαρτοφυλάκιο σε σχέση με άλλα χαρτοφυλάκια (Sharpe F William ,1966).

3.3.3 Σύγκριση των δεικτών Treynor και Sharpe

Όπως γίνεται αντιληπτό η διαφορά μεταξύ των δύο δεικτών έγκειται στον τρόπο μέτρησης του εκάστοτε εξεταζόμενου χαρτοφυλακίου. Ο δείκτης Sharpe λαιπόν λαμβάνει υπόψη του το συνολικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου, ενώ ο δείκτης Treynor λαμβάνει υπόψη το συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου. Η σύγκριση βασίζεται σε δύο αρχές , η πρώτη αρχή έχει να κάνει με το αν το χαρτοφυλάκιο είναι πλήρως διαφοροποιημένο , τότε οι δύο δείκτες θα δώσουν ίδια αποτελέσματα. Η δεύτερη επιτάσσει ότι αν το χαρτοφυλάκιο δεν είναι πλήρως διαφοροποιημένο , τότε οι δύο δείκτες δε θα δώσουν ίδια αποτελέσματα , με το δείκτη Treynor να προηγείται του Sharpe. Σε αυτή τη περίπτωση η διαφορά που προκύπτει μεταξύ των δύο δεικτών είναι αποτέλεσμα ελλιπούς διαφοροποίησης.

Έτσι γίνεται αντιληπτό ότι η επιλογή του είδους του χαρτοφυλακίου που θέλουμε να αξιολογήσουμε, μας βοηθάει στην επιλογή του δείκτη αξιολόγησης. Αν το χαρτοφυλάκιο που τίθεται προς αξιολόγηση , αντιπροσωπεύει τη συνολική επένδυση του επενδυτή, τότε καταλληλότερος κρίνεται ο δείκτης Sharpe. Εάν από την άλλη αντικατοπτρίζει ένα υποσύνολο ενός μεγάλου χαρτοφυλακίου τότε καταλληλότερος για την αξιολόγηση του είναι ο δείκτης Treynor.

3.3.4 Μέθοδος Jensen

Στο υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων βασίζεται η μέθοδος αξιολόγησης Jensen (1968). Στη μέθοδο αυτή κυριαρχεί η υπόθεση ότι το επίπεδο κινδύνου που ενσωματώνει ένα χαρτοφυλάκιο είναι σταθερό στο χρόνο και δεν παίρνει υπόψη του την ικανότητα συγχρονισμού των διαχειριστών. Στόχος με τη μέθοδο αυτή , λαμβάνοντας υπόψη ιστορικές του μακροοικονομικού περιβάλλοντος , είναι ο προσδιορισμός ενός αξιόπιστου αμοιβαίου κεφαλαίου.

Για το συγκεκριμένο δείκτη πραγματοποιείται η ακόλουθη παλινδρόμηση :

$$R_{it} - RFR_t = a_i + b_i (R_{mt} - RFR_t) + U_{it}$$

Όπου :

- R_{it} = η μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου i για τη χρονική περίοδο t

- RFR_t = το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο τη χρονική περίοδο t
- a_i = είναι ο συντελεστής της εκτίμησης του οποίου γίνεται μέσω της παλινδρόμησης και εκφράζει το δείκτη Jensen
- b_i = το βήτα του χαρτοφυλακίου i
- R_{mt} = η μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς
- U_{it} = το τυχαίο λάθος

Με βάση τη μέθοδο του Jensen απαιτείται να εξεταστεί η αξία του άλφα. Οι υποθέσεις που προκύπτουν είναι οι εξής (Φίλιππας 2010):

-Αν a_i θετικό και στατιστικά σημαντικό, η απόδοση του χαρτοφυλακίου είναι μεγαλύτερη του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Άρα ο διαχειριστής πέτυχε καλύτερη απόδοση από αυτή που αναμενόταν με βάση το συστηματικό κίνδυνο.

-Αν a_i αρνητικό και στατιστικά σημαντικό, η απόδοση του χαρτοφυλακίου είναι μικρότερη από αυτή της αγοράς. Ο διαχειριστής τότε ασκεί αποτυχημένη διαχείριση.

-Αν a_i δεν είναι στατιστικά σημαντικό (όταν $a_i=0$), η απόδοση του χαρτοφυλακίου με αυτή της αγοράς είναι ίδια.

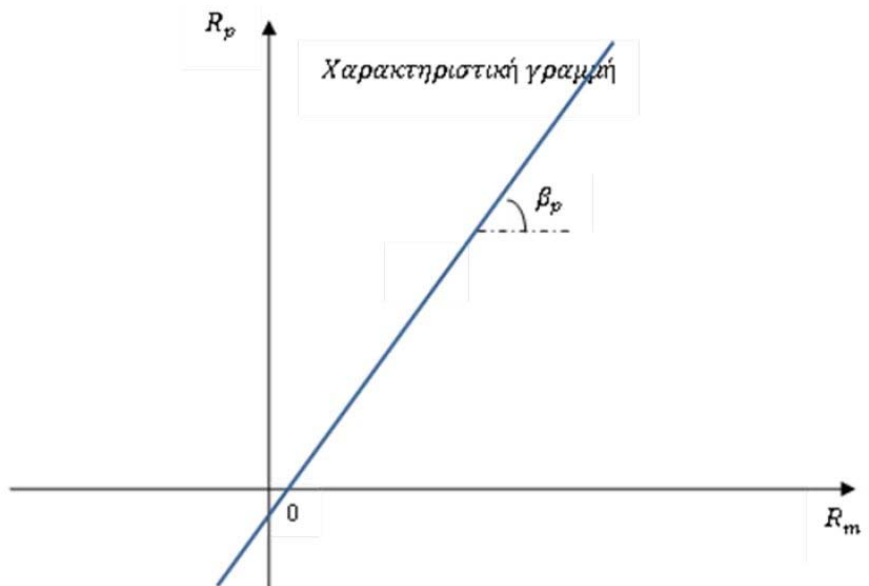
3.3.5 Μέθοδος του Treynor και Mazuy

Σε περιόδους κρίσης και αβεβαιότητας στις αγορές πολλές φορές παρουσιάζεται υπερβολική αντίδραση και κακή ψυχολογική αντιμετώπιση των αγορών από τους επενδυτές. Οι ιδανικοί διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων θα πρέπει να είναι σε θέση να επιλέξουν υποτιμημένα περιουσιακά στοιχεία προκειμένου να επωφεληθούν από τις παρατηρούμενες αναποτελεσματικές της αγοράς δημιουργώντας με αυτόν τον τρόπο θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για τους επενδυτές.

Η πρόβλεψη των μεταβολών της αγοράς θα πρέπει να οδηγούν τους διαχειριστές να μετασχηματίζουν τη σύνθεση των χαρτοφυλακίων τους, μεταβάλλοντας το επίπεδο κινδύνου των κεφαλαίων τους σε ανατιμητικές και υποτιμητικές αγορές αντίστοιχα. Στις περιπτώσεις αυτές οι συντελεστές βήτα των χαρτοφυλακίων έχουν τη τάση να μεταβάλλονται, προκειμένου να προσαρμόσουν το επίπεδο κινδύνου τους ανάλογα με τις συνθήκες της αγοράς.

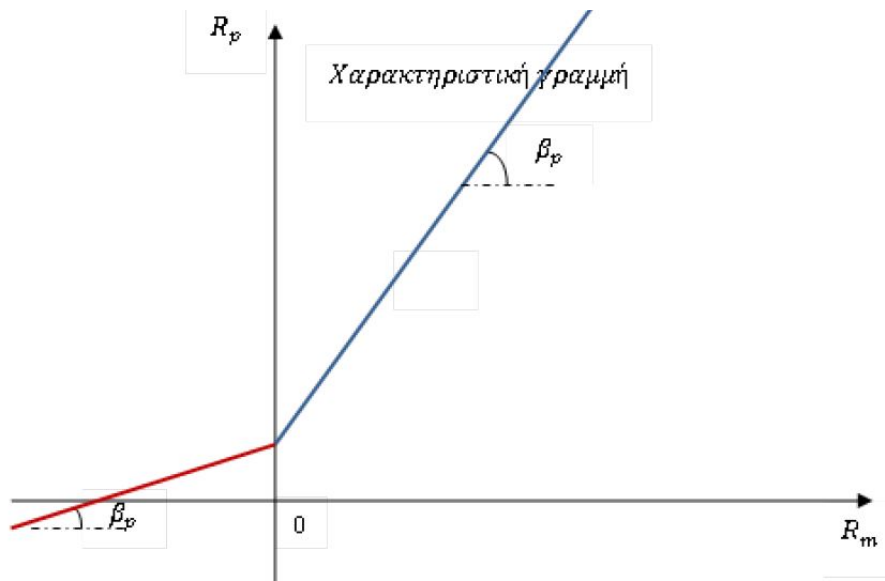
Ένας τρόπος μέτρησης του συγχρονισμού ενός διαχειριστή , είναι η απευθείας σύγκριση των αποδόσεων του αμοιβαίου κεφαλαίου που διαχειρίζεται με τις αποδόσεις του σχετικού χαρτοφυλακίου της αγοράς (benchmark). Έτσι οι Treynor και Mazuy (1966) ανέπτυξαν ένα υπόδειγμα σύμφωνα με το οποίο είναι δυνατή η μέτρηση της ικανότητας συγχρονισμού ενός διαχειριστή αμοιβαίου, μέσω της απευθείας σύγκρισης των αποδόσεων του διαχειριζόμενου αμοιβαίου κεφαλαίου , με τις αποδόσεις του σχετικού χαρτοφυλακίου της αγοράς, η οποία αποτυπώνεται με τη βοήθεια της χαρακτηριστικής γραμμής. (Treynor J & Mazuy J , 1966)

Για το λόγο αυτό οι Treynor και Mazuy το παρουσίασαν διαγραμματικά τον τρόπο με τον οποίο μεταβάλλεται η χαρακτηριστική γραμμή του αμοιβαίου κεφαλαίου , αναλόγως με τη σύνθεσή του. Εάν ο διαχειριστής δε μεταβάλλει την επικινδυνότητα του χαρτοφυλακίου του είτε στις ανοδικές είτε στις καθοδικές , τότε η κλίση της γραμμής είναι σταθερή για όλη την εξεταζόμενη περίοδο και η χαρακτηριστική γραμμή είναι ευθεία (Φίλιππας 2010).

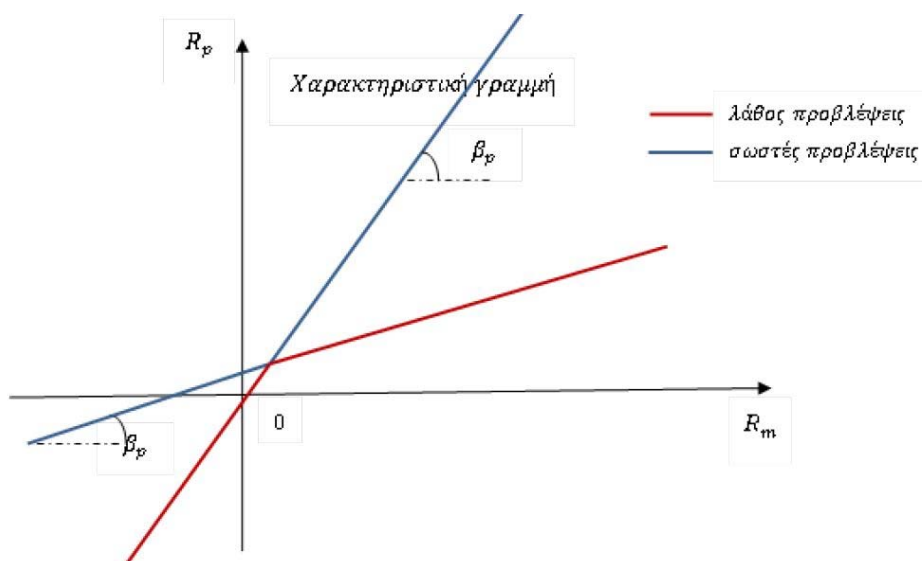


Διάγραμμα 3.2: Αμοιβαία Κεφάλαια με σταθερή επικινδυνότητα (Φίλιππας 2010)

Οι προβλέψεις του διαχειριστή όμως είναι γεγονός πως δεν είναι πάντα αληθείς. Κατά τη περίπτωση αυτή η επίδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων συναντά λανθασμένες προβλέψεις, καθώς δεν είναι δυνατόν να είναι συνεχώς άριστες, δεχόμαστε σαν αποτελεσματικό και χρήσιμο διαχειριστή αυτόν που έχει κατά πλειοψηφία σωστές προβλέψεις. Τότε αντιλαμβανόμαστε ότι η χαρακτηριστική γραμμή δεν είναι πλέον ευθεία, αλλά καμπύλη. Ο βαθμός καμπυλότητας εξαρτάται από το βαθμό προσαρμογής της επικινδυνότητας του χαρτοφυλακίου ανάλογα με τις προβλέψεις για την πορεία της αγοράς, οι οποίες δεν είναι απαραίτητο να είναι όλες προς τη σωστή κατεύθυνση.



Διάγραμμα 3.3: Αμοιβαίο Κεφάλαιο (Φίλιππας 2010)



Διάγραμμα 3.4: Αμοιβαίο Κεφάλαιο με σωστές και λάθος προβλέψεις με την ίδια συχνότητα (Φίλιππας 2010)

Η εκτίμηση των Treynor και Mazuy βασίζεται στη παρακάτω σχέση (Treynor & Mazuy 1966):

$$R_{pt} - R_i = a_p + b_p (R_m - R_f) + c_p (R_m - R_f)^2 + \varepsilon_{pt}$$

Όπου:

- R_{pt} είναι η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου p κατά τη χρονική περίοδο t
- R_{mt} είναι η απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς κατά τη χρονική περίοδο t
- R_f είναι η απόδοση της επένδυσης μηδενικού κινδύνου κατά τη χρονική περίοδο t
- ε_{pt} είναι μία τυχαία μεταβλητή (σφάλμα)
- a_p , b_p , c_p είναι παράμετροι που πρόκειται να εκτιμηθούν από το υπόδειγμα

Κεφάλαιο 4

Εμπειρική Διερεύνηση της επίδοσης Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά την περίοδο (2012-2016)

4.1 Μελέτες Επίδοσης Ελληνικών Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων (βιβλιογραφική αναφορά)

Αντικείμενο μελέτης της παρούσας εργασίας αποτελεί η αξιολόγηση των ελληνικών μετοχικών κεφαλαίων. Θεωρείται λοιπόν ενδεδειγμένο προτού προβούμε στην εμπειρική προσέγγιση του θέματος να μελετήσουμε τις αξιολογήσεις των αποδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων, εξετάζοντας μελέτες της βιβλιογραφίας.

Στη διεθνή βιβλιογραφία συναντάμε πληθώρα μελετών σχετικά με την αξιολόγηση της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων. Η πιο ολοκληρωμένη μελέτη συναντάται με τον τίτλο “A study of mutual funds” και πραγματοποιήθηκε από τους Friend, Brown και Vickers το 1962. Στην Ελλάδα βέβαια εμφανίστηκαν πολύ αργότερα με αποτέλεσμα οι μελέτες αναφορικά με την επίδοση των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων να είναι περιορισμένες.

Η πρώτη μελέτη παρατηρείται το 1980 από τον Γ. Χατζηνικολάου, ο οποίος εφάρμοσε τους παραδοσιακούς δείκτες των Treynor, Sharpe και Jensen για την αξιολόγηση της αποδοτικότητας των δύο ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων που λειτουργούσαν την περίοδο 1973-76. Η αξιολόγηση αυτή οδήγησε στο συμπέρασμα

ότι τα δύο εξεταζόμενα αμοιβαία κεφάλαια παρουσίασαν καλύτερη αποδοτικότητα σε σχέση με το Γενικό Δείκτη. Παρότι τα αποτελέσματα ήταν θετικά, η απόδοσή τους συγκρινόμενη με αυτή των ξένων χρηματιστηρίων ήταν κατώτερη (Μυλωνάς, 1999).

Ο επόμενος μελετητής που καταγράφηκε είναι ο Μυλωνάς, ο οποίος παρέδωσε μία λεπτομερή ανάλυση της αποδοτικότητας και του κινδύνου 36 ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων που λειτουργούσαν στο τέλος του 1993. Τα αποτελέσματά του έδειξαν ότι οι αποδόσεις που επιτυγχάνουν τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια είναι μεγαλύτερες από την απόδοση του Γενικού Δείκτη και παρουσιάζουν μικρότερο κίνδυνο, ενώ ένας ελάχιστος αριθμός αμοιβαίων κεφαλαίων επαναλαμβάνουν την επιτυχία τους και την επόμενη χρονιά (Μυλωνάς, 1999).

Ο Sorros το 2001 χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα Treynor και Mazuy αξιολόγησε την ικανότητα των Ελλήνων διαχειριστών μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν ότι οι διαχειριστές δεν παρουσιάζουν ικανότητα κατάλληλης επιλογής χρονικής στιγμής τοποθέτησης και επιλεκτικότητας υποτιμημένων χρεογράφων. Συγκεκριμένα, κανένα από τα 17 εξεταζόμενα αμοιβαία κεφάλαια δεν εμφανίζει θετικό και στατιστικά σημαντικό συντελεστή για την επιλογή υποτιμημένων χρεογράφων, ενώ μόνο 4 αμοιβαία κεφάλαια εμφανίζουν θετικό και στατιστικά σημαντικό συντελεστή για την κατάλληλη επιλογή χρονικής τοποθέτησης.

Επόμενη εκτίμηση την οποία συναντάμε στη βιβλιογραφία, είναι από τον Φίλιππα το 2002, όταν εκτίμησε κατάλληλα υποδείγματα, όπως του Treynor-Mazuy (1966) με σκοπό την αποτελεσματική διαχείριση των αμοιβαίων κεφαλαίων. Για τη μελέτη αυτή χρησιμοποίησε μηνιαίες αποδόσεις 19 μετοχικών και μικτών αμοιβαίων κεφαλαίων της περιόδου 1993 έως 1997, κάνοντας τις κατάλληλες εκτιμήσεις των υποδειγμάτων εφαρμόζοντας τη μέθοδο διόρθωσης των Newey-West (1987) για την επίλυση προβλημάτων που παρουσιάστηκαν. Ταυτόχρονα χρησιμοποίησε και τον δείκτη συνολικής απόδοσης του ΧΑΑ, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι τα αμοιβαία κεφάλαια δεν παρουσιάζουν την ικανότητα ορθής τοποθέτησης ανεξάρτητα από το δείκτη αναφοράς που χρησιμοποιήθηκε (Φίλιππας, 2010).

Μία ακόμη εκτίμηση μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων συναντάται από τον Φίλιππα το 2013, περίοδο κατά την οποία συναντάμε τη παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση αλλά και τη πρωτοφανή ελληνική χρηματοπιστωτική κρίση την οποία διανύουμε ακόμη και σήμερα. Για το σκοπό της μελέτης χρησιμοποίησε τις μηνιαίες αποδόσεις ενός δείγματος 38 ελληνικών μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων για την περίοδο από 1.1.2007 έως 30.11.2012, εφαρμόζοντας το υπόδειγμα Treynor και Mazuy (1966). Σκοπός ήταν να εντοπιστούν οι δεξιότητες των διαχειριστών κεφαλαίων κατά τη περίοδο που συναντώνται ακραίες συνθήκες στην παγκόσμια αλλά και στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, καθώς και το δυσμενές συναίσθημα των μετόχων που είχε ως αντίκτυπο μαζικές εκροές κεφαλαίων. Τα εμπειρικά αποτελέσματα απέδειξαν ότι οι διαχειριστές των κεφαλαίων δεν έχουν καμία ανώτερη επιλεκτικότητα ή δεξιότητα χρονισμού αγοράς, ενώ οι εκροές κεφαλαίων έκαναν την μελέτη της υπό εξέτασης περίοδο ακόμη δυσκολότερη.

Τελευταία και πιο πρόσφατη εκτίμηση μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων συναντάται από τους Κουτσοκόστα και Παπαθανασίου το 2017. Για το σκοπό της μελέτης χρησιμοποιήθηκαν οι ημερήσιες αποδόσεις ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων για την περίοδο 1.1.2012 έως 31.12.2016, εφαρμόζοντας τον δείκτη Jensen, το μοντέλο πολλαπλών παραγόντων Carhart και τα μοντέλα Treynor-Mazuy και Henriksson-Merton. Τα αποτελέσματα που προκύπτουν μας δείχνουν ότι ένας μεγάλος αριθμός συντελεστών χρονισμού της αγοράς ήταν αρνητικός και στατιστικά σημαντικός, ενώ παρά το γεγονός ότι η πλειοψηφία των συντελεστών επιλεκτικότητας ήταν θετικές, λίγες ήταν στατιστικά σημαντικές. Τέλος τα αποτελέσματα που παρουσιάζονται στη μελέτη μπορούν να χρησιμεύσουν για μελλοντική έρευνα, υπό την προϋπόθεση ότι θα υπάρξει αύξηση των αμοιβαίων κεφαλαίων προκειμένου να εξαχθούν πιο ολοκληρωμένα συμπεράσματα. (Koutsokostas & Papathanasiou, 2017)

4.2 Εμπειρική Προσέγγιση

4.2.1 Δεδομένα και μεθοδολογία εμπειρικής μελέτης

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο 4 θα παρουσιαστεί η εμπειρική μελέτη και ανάλυση των επιδόσεων των διαχειριστών των εγχώριων μετοχικών Α/Κ για την περίοδο από την

1^η Ιανουαρίου 2012 έως και 31 Δεκεμβρίου 2016, σε μια προσπάθεια να αναλυθεί η αντίδραση της αγοράς αλλά και των διαχειριστών στις ακραίες συνθήκες της αγοράς που κυριάρχησαν κατά την ελληνική αλλά και την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση που προηγήθηκε της εξεταζόμενης χρονικής περιόδου.

Η αξιολόγηση των επιδόσεων γίνεται στο σύνολο του πληθυσμού των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων αυτής της περιόδου, τα οποία είχαν συνεχή παρουσία σε όλη τη διάρκεια της περιόδου, εξαιρώντας τα Α/Κ τα οποία διέκοψαν τη λειτουργία τους κατά τη διάρκεια του εξεταζόμενου χρονικού διαστήματος. Οι καθαρές τιμές των μεριδίων και τα δεδομένα των υπό διαχείριση Α/Κ αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών (Ε.Θ.Ε.). Για να γίνει εφικτή η σύγκριση των εξεταζόμενων Α/Κ και να αξιολογήσουμε την απόδοσή τους, χρησιμοποιήσαμε έναν κοινό δείκτη αναφοράς ως υποκατάστατο της αγοράς. Αυτός είναι ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών, ο οποίος δεν περιλαμβάνει μερίσματα. Οι τιμές κλεισίματος του ΓΔΧΑΑ αντλήθηκαν από την database Thomson Reuters Eikon. Τέλος απαραίτητα χρησιμοποιήθηκαν τα επιτόκια τρίμηνης διάρκειας των Εντόκων Γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου (Ε.Γ.Ε.Δ.) τα οποία αντλήθηκαν από την Τράπεζα της Ελλάδας αφού πρώτα προσαρμόστηκαν κατάλληλα σε ημερήσια βάση για την εξεταζόμενη περίοδο.

Η εκτίμηση του κινδύνου και της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων γίνεται με βάση τα υποδείγματα που αναφέραμε στο προηγούμενο κεφάλαιο (κεφ. 3). Πιο συγκεκριμένα για την αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων εκτιμώνται τα κριτήρια της μέσης ημερήσιας απόδοσης των μετοχικών Α/Κ εσωτερικού της εξεταζόμενης περιόδου χρησιμοποιώντας την εξίσωση 3.2.1. Σημειώνεται ότι το μέσο πλήθος των ημερήσιων αποδόσεων για την εξεταζόμενη περίοδο είναι 1215 παρατηρήσεις. Για να συγκριθούν οι αποδόσεις υπολογίστηκε η μέση ημερήσια απόδοση ανά Α/Κ και επιπλέον υπολογίσαμε τις υπερβάλλουσες αποδόσεις χρησιμοποιώντας ως επιτόκιο μηδενικού κινδύνου τα προσαρμοσμένα σε ημερήσια βάση επιτόκια τρίμηνης διάρκειας των Εντόκων Γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου (Ε.Γ.Ε.Δ.).

Για τη σύγκριση του κινδύνου των Α/Κ, δηλαδή τον υπολογισμό της τυπικής απόκλισης, του συντελεστή βήτα και τον συντελεστή μεταβλητότητας

χρησιμοποιήσαμε τις εξισώσεις που χρησιμοποιήθηκαν στα κεφάλαια 3.2.4 , 3.2.5 και 3.2.6 αντίστοιχα.

Για την αξιολόγηση της αποδοτικότητας των Α/Κ χρησιμοποιήσαμε τους κλασικούς δείκτες αξιολόγησης Treynor, Sharpe και Jensen των οποίων οι εξισώσεις αναλύθηκαν στα κεφάλαια 3.3.1 , 3.3.2 και 3.3.4 αντίστοιχα. Τέλος εκτιμήσαμε την εξίσωση της παλινδρόμησης που αναλύθηκε στο κεφάλαιο 3.3.4, και από την οποία προέκυψε η τιμή του συντελεστή άλφα του Jensen. Για την υλοποίηση της παρούσας εμπειρικής ανάλυσης, η επεξεργασία των δεδομένων έγινε μέσω του υπολογιστικού πακέτου MSEXCEL 2010 και η στατιστική ανάλυση πραγματοποιήθηκε με το οικονομετρικό πρόγραμμα Data Analysis.

4.2.2 Εκτίμηση απόδοσης

Σημαντικό είναι να παρατηρήσουμε στα 24 εξεταζόμενα μετοχικά Α/Κ εσωτερικού το σύνολο ενεργητικού τους την 31^η Δεκεμβρίου του 2016. Στον πίνακα 4.7 που ακολουθεί συλλέχτηκαν και ταξινομήθηκαν στοιχεία για το σύνολο του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων που εξετάζουμε.

Πίνακας 4.1: Το Συνολικό Ενεργητικό των Μετοχικών Α/Κ εσωτερικού την 31/12/2016

Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού	Συνολικό Ενεργητικό Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων (€) 31/12/2016
ALPHA Blue Chips Ελληνικό Μετοχικό	139.965.335,31
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	54.027.860,83
ALPHA TRUST Hellenic Equity Fund	47.680.792,44
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού	45.169.744,14
INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	43.971.696,91
3Κ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	39.250.749,67
ΕΡΜΗΣ Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικού	35.28.382,50
ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Ελληνικό Μετοχικό	33.686.220,17
ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	31.303.715,49
TRITON Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	27.924.344,14
ALPHA TRUST New Strategy Μετοχικό Εσωτερικού	23.411.430,97
Metlife Alico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	19.099.509,69
EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού	18.774.732,54
INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	16.329.753,49
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	15.453.521,59
CPB Ελληνικό Μετοχικό	12.645.880,60
EUROBANK (LF) Equity - Flexi Style Greece Fund	11.401.889,47
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Δυναμικών Επιχειρήσεων Μετοχικό Εσωτερικού	8.372.005,84
ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	7.344.118,84
ATTICA Μετοχικό Εσωτερικού	6.003.280,91
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	5.887.605,45
Ελληνικό Μετοχικό Μεγάλης & Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης	4.285.774,07
EUROBANK NTT Μετοχικό Εσωτερικού	3.185.136,35
THETIS Ελληνικό Μετοχικό	2.479.978,57

Αναλυτικότερα σε πρώτο στάδιο γίνεται όπως είδαμε και παραπάνω η εκτίμηση τόσο της απόδοσης σχετικά με την εκτίμηση όσο και της μέσης ημερήσιας απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων. Για τον υπολογισμό της χρησιμοποιήθηκαν οι τιμές κλεισίματος σε ημερήσια βάση για όλη την εξεταζόμενη χρονική περίοδο. Έτσι η τελική τους απόδοση προέκυψε μέσω του τύπου :

$$R_{t+1} = (T E_{t+1} - T \Delta t) / T \Delta t$$

Ενώ για την μέση απόδοση μέσω της εφαρμογής του τύπου :

$$R_{i,t} = \Sigma \dot{R}_{i,t} / N$$

Όπου:

- $\dot{R}_{i,t}$: η μέση ημερήσια απόδοση του Α/Κ για την περίοδο t

- $R_{i,t}$: οι ημερήσιες αποδόσεις του A/K για την χρονική περίοδο t
- N: το πλήθος των ημερήσιων αποδόσεων του A/K

Στον πίνακα 4.2 παρουσιάζονται αναλυτικά οι αποδόσεις και οι μέσες αποδόσεις της εξεταζόμενης περιόδου για κάθε ένα από τα 24 εξεταζόμενα μετοχικά A/K ταξινομώντας τα κατά φθίνουσα σειρά με βάση την μέση ημερήσια απόδοση τους. Με την ίδια διαδικασία υπολογίστηκαν και οι αντίστοιχες αποδόσεις και μέσες αποδόσεις για τον Γενικό Δείκτη τα αποτελέσματα του οποίου φαίνονται στο κάτω μέρος του πίνακα. Ο υπολογισμός των αποδόσεων και των μέσων αποδόσεων των εξεταζόμενων μεγεθών πραγματοποιήθηκε για την περίοδο 1/1/2012 έως 31/12/2016. Ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών αναφέρεται με το διακριτικό ΓΔΧΑ.

Πίνακας 4.2: Μέσες ημερήσιες και συνολικές αποδόσεις των Μετοχικών Α/Κ εσωτερικού και του ΓΔΧΑ για την περίοδο 2012-2016

Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού	Καθαρή Τιμή σε EUR 1/1/2012	Καθαρή Τιμή σε EUR 31/12/2016	Μέση Ημερήσια Απόδοση για την περίοδο 2012-2016 (%)	Συνολική Απόδοση για την περίοδο 2012-2016 (%)
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	2,5294	4,7592	0,0698	88,16%
Metlife Alico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	3,6413	6,3960	0,0638	75,65%
ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Ελληνικό Μετοχικό	5,3592	8,3646	0,0601	56,08%
ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	1,5800	2,0440	0,0436	29,37%
TRITON Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	1,5800	2,0445	0,0436	29,40%
3Κ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	4,1500	5,7365	0,0431	38,23%
ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	0,7464	0,9476	0,0420	26,96%
ALPHA Blue Chips Ελληνικό Μετοχικό	5,1645	6,7328	0,0419	30,37%
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού	2,9414	3,4934	0,0411	18,77%
ALPHA TRUST Hellenic Equity Fund	7,1409	9,0512	0,0400	26,75%
EUROBANK (LF) Equity - Flexi Style Greece Fund	0,7407	0,8711	0,0387	17,60%
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Δυναμικών Επιχειρήσεων Μετοχικό Εσωτερικού	0,6223	0,7822	0,0358	25,70%
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	2,9460	3,1073	0,0340	5,48%
INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	2,1771	2,3217	0,0330	6,64%
EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού	3,7701	3,9402	0,0317	4,51%
Ελληνικό Μετοχικό Μεγάλης & Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης	0,7337	0,7854	0,0308	7,05%
ΑΤΤΙΚΑ Μετοχικό Εσωτερικού	0,4928	0,5190	0,0258	5,32%
INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	8,9382	8,5648	0,0245	-4,18%
ALPHA TRUST New Strategy Μετοχικό Εσωτερικού	3,6524	3,9634	0,0228	8,51%
ΕΡΜΗΣ Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικού	6,6041	6,3386	0,0186	-4,02%
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	3,1344	2,8373	0,0179	-9,48%
CPB Ελληνικό Μετοχικό	1,0230	0,9205	0,0146	-10,02%
EUROBANK NTT Μετοχικό Εσωτερικού	0,4672	0,3947	0,0114	-15,52%
THETIS Ελληνικό Μετοχικό	1,3897	0,7507	-0,0386	-45,98%
ΓΔΧΑ	673,71	643,64	0,0245	-4,46%

Για όλο το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα τα 18 από τα 24 Α/Κ έχουν καλύτερο επίπεδο μέσης ημερήσιας απόδοσης από τον Γενικό Δείκτη. Όπως παρατηρούμε στον πίνακα το αμοιβαίο κεφάλαιο THETIS Ελληνικό Μετοχικό έχει σημειώσει χειρότερη μέση ημερήσια απόδοση (-0.0386%) τόσο από τα υπόλοιπα όσο και από τον Γενικό Δείκτη (0.0245). Το Α/Κ αυτό ήταν μάλιστα το μοναδικό το οποίο κατέγραψε αρνητική ημερήσια απόδοση στο συγκεκριμένο διάστημα. Το Α/Κ με την καλύτερη μέση ημερήσια απόδοση αναδείχθηκε το ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.), το οποίο είχε και τη μεγαλύτερη συνολική απόδοση. Αξίζει να αναφέρουμε πως όλα τα αμοιβαία κεφάλαια εκτός από THETIS Ελληνικό Μετοχικό παρουσιάζουν θετικές επιδόσεις, γεγονός που οφείλεται στη στάση των επενδυτών να εμπιστευτούν ξανά τα αμοιβαία κεφάλαια μετά την περίοδο ακραίων συνθηκών που χαρακτήρισαν την παγκόσμια αλλά και ελληνική χρηματιστηριακή αγορά τα προηγούμενα χρόνια, με αφετηρία το 2008. Τέλος οι καλές και σταθερές αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων της περιόδου σε σύγκριση με την απόδοση του Γενικού Δείκτη σίγουρα καταδεικνύει την μελετημένη και πετυχημένη διαχείριση των διαχειριστών των Α/Κ.

4.2.3 Εκτίμηση κινδύνου

Στη συνέχεια γίνεται η εκτίμηση του κινδύνου των 24 Αμοιβαίων Κεφαλαίων καθώς και του χρηματιστηριακού δείκτη (ΓΔΧΑ) που έχουμε ήδη αναφέρει. Στον πίνακα 4.3 παρουσιάζονται συγκεντρωτικά οι τυπικές αποκλίσεις, οι συντελεστές μεταβλητότητας καθώς και οι συντελεστές βήτα των Α/Κ. Η κατάταξη τους έχει γίνει με βάση την τυπική απόκλιση που παρουσίασαν, σε αύξουσα σειρά.

Πίνακας 4.3: Τυπική αποκλιση, Συντελεστής Μεταβλητότητας και Συντελεστής Βήτα των Μετοχικών Α/Κ εσωτερικού και του ΓΔΧΑ για την περίοδο 2012-2016

Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού	Τυπική Αποκλιση (%)	Συντελεστής Μεταβλητότητας	Συντελεστής βήτα
THETIS Ελληνικό Μετοχικό	1,561235738	40,49007215	0,576139538
ALPHA TRUST New Strategy Μετοχικό Εσωτερικού	1,778780967	78,01445421	0,690806374
3Κ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	1,806856188	41,92047058	0,720335464
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Δυναμικών Επιχειρήσεων Μετοχικό Εσωτερικού	1,828002567	51,06293417	0,701299855
Metlife Alico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	1,865106598	29,22730615	0,715709341
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	1,878154686	26,91325933	0,750355579
ALPHA Blue Chips Ελληνικό Μετοχικό	1,997176264	47,66211883	0,822307618
ALPHA TRUST Hellenic Equity Fund	2,014727924	50,36819806	0,820303758
ΑΤΤΙΚΑ Μετοχικό Εσωτερικού	2,066970336	80,16939253	0,839222470
ΕΡΜΗΣ Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικού	2,088154218	112,3180868	0,866820761
ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	2,096841718	49,94243364	0,819482898
ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	2,107450824	48,29077572	0,852127761
TRITON Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	2,107450824	48,29077573	0,852127761
CPB Ελληνικό Μετοχικό	2,149332526	147,1680589	0,852471120
ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Ελληνικό Μετοχικό	2,150421132	35,80594231	0,882306063
Ελληνικό Μετοχικό Μεγάλης & Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης	2,234616131	72,55480036	0,908359767
EUROBANK NTT Μετοχικό Εσωτερικού	2,241061328	196,8631296	0,899616424
EUROBANK (LF) Equity - Flexi Style Greece Fund	2,241476170	57,94779615	0,852736967
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	2,274479542	126,8942171	0,941088320
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού	2,305993826	56,15800412	0,950696984
INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	2,340206684	70,88350586	0,950774535
INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	2,356595563	96,22963381	0,968858054
EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού	2,357596488	74,34083473	0,968134087
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	2,425164958	71,24552335	0,982778218
ΓΔΧΑ	2,370547178	96,6271571	1

Ο υπολογισμός της τυπικής απόκλισης έγινε με βάση την εξίσωση που αναλύθηκε στο κεφάλαιο 3.2.5. Γνωρίζουμε πως όσο μεγαλύτερη είναι η τυπική απόκλιση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου τόσο μεγαλύτερος είναι και ο κίνδυνος της επένδυσης. Όσον αφορά τον συνολικό κίνδυνο των εξεταζόμενων μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων, αυτός προσδιορίζεται από την τυπική απόκλιση του καθένα. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα των μετρήσεων, όλα τα αμοιβαία κεφάλαια πλην του ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού παρουσιάζουν μικρότερο κίνδυνο από τον ΓΔΧΑ. Τον μικρότερο κίνδυνο σε όρους τυπικής απόκλισης παρουσιάζει το αμοιβαίο κεφάλαιο THETIS Ελληνικό Μετοχικό με 1.561235738, παρότι είχε τη μικρότερη μέση ημερήσια απόδοση κατά την εξεταζόμενη περίοδο, ενώ τον μεγαλύτερο κίνδυνο παρουσιάζει το αμοιβαίο ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού με 2.425164958. Παρατηρούμε γενικότερα στα αποτελέσματα ότι υπάρχει άμεση και θετική σχέση μεταξύ αναμενόμενης απόδοσης και κινδύνου στην εξεταζόμενη περίοδο. Είναι εμπειρικά διαπιστωμένο ότι όσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος της επένδυσης, τόσο υψηλότερες είναι οι αποδόσεις ώστε να προτιμηθούν από τους επενδυτές. Αυτό λοιπόν παρατηρείται και στα αποτελέσματά μας καθώς τα αμοιβαία κεφάλαια με τις μεγαλύτερες ημερήσιες αποδόσεις, χαρακτηρίζονται και από υψηλές τιμές τυπικής απόκλισης, κάτι το οποίο καταδεικνύει την καλή διαχείριση από πλευράς διαχειριστών καθώς αντέδρασαν σωστά στην πτωτική πορεία της αγοράς.

Όσον αφορά στον κίνδυνο που αποτυπώνεται με βάση το συντελεστή μεταβλητότητας από τον πίνακα 4.3 παρατηρούμε ότι το μεγαλύτερο συντελεστή μεταβλητότητας παρουσιάζει το αμοιβαίο κεφάλαιο EUROBANK NTT Μετοχικό Εσωτερικού με 196.86, ενώ το μικρότερο συντελεστή μεταβλητότητας παρουσιάζει το THETIS Ελληνικό Μετοχικό με -40.49. Επιπλέον από τα 24 εξεταζόμενα Α/Κ μόλις 4 σημείωσαν συντελεστή μεταβλητότητας μεγαλύτερο σε σχέση με το ΓΔΧΑ ενώ 19 παρουσίασαν μικρότερο συντελεστή μεταβλητότητας από αυτόν της αγοράς.

Κατά τη διενέργεια παλινδρόμησης για την εκτίμηση του συστηματικού κινδύνου (συντελεστή βήτα) διαπιστώνουμε ότι οι συντελεστές βήτα των Α/Κ στην πλειοψηφία τους είναι στατιστικά σημαντικοί. Με βάση τα στοιχεία του πίνακα 4.3 το μεγαλύτερο συστηματικό κίνδυνο παρουσιάζει το αμοιβαίο κεφάλαιο ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού με συντελεστή βήτα 0.9827, ενώ το μικρότερο παρουσιάζει το THETIS

Ελληνικό Μετοχικό με συντελεστή βήτα 0.5761. Αξιοσημείωτο είναι ότι κανένα από τα 24 εξεταζόμενα Α/Κ δε παρουσιάζουν συντελεστή βήτα μεγαλύτερο της μονάδας δηλαδή παρουσιάζουν μικρότερο συστηματικό κίνδυνο από αυτόν της αγοράς και χαρακτηρίζονται ως αμυντικά. Το συμπέρασμα αυτό είναι ενδεικτικό της καθοδικής πορείας που ακολουθεί η αγορά μετά τη παρατεταμένη κρίση και της τάσης των επενδυτών να αποστρέφονται τον κίνδυνο σε περιόδους ύφεσης προκειμένου να ελαχιστοποιήσουν τις ζημιές.

Σύμφωνα με την κατάταξη στον πίνακα 4.3 τα αμοιβαία κεφάλαια παρουσιάζουν αρκετές αποκλίσεις βάσει των αποτελεσμάτων της τυπικής απόκλισης, του συντελεστή μεταβλητότητας και του συντελεστή βήτα ωστόσο σε μερικές περιπτώσεις οι αποκλίσεις είναι μικρότερες με αποτέλεσμα τα Α/Κ να κατατάσσονται στην ίδια ή παρόμοια σειρά. Για παράδειγμα το Α/Κ THETIS Ελληνικό Μετοχικό κατατάσσεται στη 1^η θέση με βάση την τυπική απόκλιση, το συντελεστή μεταβλητότητας και τον συντελεστή βήτα, ενώ το 3Κ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού κατατάσσεται στη 3^η θέση με βάση την τυπική απόκλιση, το συντελεστή μεταβλητότητας, αλλά στη 15^η με βάση το συντελεστή βήτα.

4.2.4 Συστηματικός κίνδυνος με τη μέθοδο του Jensen

Στο σημείο αυτό η ανάλυση μας θα εξετάσει τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την ανάλυση του υποδείγματος CAPM. Η μέθοδος του αναλύθηκε παραπάνω στο κεφάλαιο 3.3.4 και όπως είδαμε αποτελεί μία από τις πιο γνωστές μεθόδους αξιολόγησης της επίδοσης των χαρτοφυλακίων. Ο Jensen βασίστηκε πάνω στη μέθοδο αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων CAPM και ανέλυσε τον μη συστηματικό κίνδυνο που μπορεί να εμπεριέχεται σε μια επένδυση. Για την ολοκλήρωση των συμπερασμάτων για την εξεταζόμενη περίοδο χρησιμοποιήθηκε το οικονομετρικό πρόγραμμα Data Analysis όπως είπαμε και παραπάνω. Στα δεδομένα της παλινδρόμησης συμπεριλήφθηκαν οι μέσες υπερβάλλουσες ημερήσιες αποδόσεις για κάθε ένα από τα εξεταζόμενα μετοχικά Α/Κ εσωτερικού. Στον πίνακα 4.4 παρουσιάζονται αναλυτικά τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης που πραγματοποιήσαμε, κατά φθίνουσα σειρά με βάση τον συντελεστή α της παλινδρόμησης.

Πίνακας 4.4: Εκτίμηση του Alpha του Jensen των μετοχικών Α/Κ εσωτερικού και του ΓΔΧΑ για την περίοδο 2012-2016

Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού	Jensen alpha	t-Statistic a	Beta	t-Statistic Beta	adj R²
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	0,049284540	2,865965779	0,750355579	103,468871539	89,84%
Metlife Alico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	0,043869382	1,972025409	0,715709341	76,223294742	82,73%
ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Ελληνικό Μετοχικό	0,037304072	2,597677462	0,882306063	145,577620578	94,59%
3Κ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	0,022979158	1,354991394	0,720335464	100,644294451	89,30%
ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	0,022681602	1,313706681	0,852127761	116,946895165	91,85%
TRITON Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	0,021435337	1,241818513	0,852127761	116,968568140	91,86%
ALPHA Blue Chips Ελληνικό Μετοχικό	0,020235074	1,619803481	0,822307618	155,964026046	95,25%
ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	0,020135904	0,888355979	0,819482898	85,660074552	85,81%
Ελληνικό Μετοχικό Μεγάλης & Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης	0,020135904	0,888355979	0,908359767	85,660074552	85,81%
ALPHA TRUST Hellenic Equity Fund	0,018311572	1,208701443	0,820303758	128,292298153	93,14%
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού	0,017199410	1,223876734	0,950696984	160,279882386	95,49%
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Δυναμικών Επιχειρήσεων Μετοχικό Εσωτερικού	0,015896209	0,728000264	0,701299855	76,100375307	82,68%

EUROBANK (LF) Equity - Flexi Style Greece Fund	0,015130512	0,542321955	0,852736967	72,38263188	81,21%
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	0,009778129	0,505515325	0,982778218	120,392001226	92,28%
INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	0,009211254	0,508992564	0,950774535	124,476827547	92,74%
EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού	0,007663756	0,494120027	0,968134087	147,892968380	94,75%
ATTICA Μετοχικό Εσωτερικού	0,003813124	0,236530813	0,839222470	123,342919549	92,62%
ALPHA TRUST New Strategy Μετοχικό Εσωτερικού	0,003084018	0,154564460	0,690806374	82,023495956	84,72%
INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	0,000476069	0,031379565	0,968858054	151,305252734	94,97%
ΕΡΜΗΣ Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικού	-0,003828395	-0,358050267	0,866820761	192,095764193	96,82%
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	-0,005657034	-0,443831664	0,941088320	174,945465464	96,19%
CPB Ελληνικό Μετοχικό	-0,007590818	-0,360983790	0,852471120	96,053362214	88,38%
EUROBANK NTT Μετοχικό Εσωτερικού	-0,011534287	-0,582587073	0,899616424	107,654144072	90,52%
THETIS Ελληνικό Μετοχικό	-0,056297355	-2,592349068	0,576139538	62,860687670	76,51%
ΓΛΧΑ	0	-	1	-	-

Με βάση το υπόδειγμα του Jensen υπολογίσαμε τον συντελεστή alpha για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο ο οποίος μας δείχνει τον μη συστηματικό κίνδυνο που μπορεί να εμπεριέχει ένα χαρτοφυλάκιο ή ένα αμοιβαίο κεφάλαιο. Η τιμή του συντελεστή α εμφανίζεται θετική σε 19 από τα 24 εξεταζόμενα Α/Κ ενώ σε 5 εμφανίζεται αρνητική. Ο συντελεστής εμφανίζεται στατιστικά μη σημαντικός σχεδόν για το σύνολο των εξεταζόμενων Α/Κ, γεγονός πολύ σημαντικό καθώς δείχνει πως οι διαχειριστές δεν προσαρμόστηκαν στην πτωτική τάση του χρηματιστηρίου κάνοντας σωστή επιλογή στα Α/Κ που διαχειρίζονταν.

Ο προσαρμοσμένος συντελεστής προσδιορισμού, $adjR^2$ παρουσιάζει υψηλές τιμές άνω του 80% για τα 24 μετοχικά A/K, με εξαίρεση το THETIS Ελληνικό Μετοχικό με 76.51%. Ιδιαίτερα 4 A/K παρουσιάζουν τιμές άνω του 95%. Ο συντελεστής αυτός μετράει το ποσοστό των μεταβολών της καθαρής τιμής του μεριδίου του A/K, το οποίο ερμηνεύεται από τις μεταβολές της χρηματιστηριακής αγοράς. Στην προκειμένη οι υψηλές τιμές που εμφανίζονται στο σύνολο των A/K, δηλώνει καλή ερμηνευτική ικανότητα στην ανάλυση του κάθε A/K.

4.2.5 Αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων και κατάταξη βάσει των δεικτών Treynor και Sharpe

Στο πλαίσιο της αξιολόγησης των αμοιβαίων κεφαλαίων αλλά και του Γενικού Δείκτη, στους πίνακες 5 και 6 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των δεικτών Treynor και Sharpe κατά αύξουσα σειρά για την χρονική περίοδο 1/1/2012 έως 31/12/2016. Ο δείκτης Treynor όπως είδαμε και στο κεφάλαιο 3, εκφράζει την μέση ημερήσια υπερβάλλουσα απόδοση του A/K ως προς τον συστηματικό κίνδυνο όπως αυτός προσεγγίζεται για την εξεταζόμενη περίοδο. Ο δείκτης Sharpe από την άλλη εκφράζει την μέση ημερήσια υπερβάλλουσα απόδοση του A/K ως προς την τυπική απόκλιση των αποδόσεων του. Για να δείξουμε ποιος από τους δύο δείκτες είναι καταλληλότερος για την αξιολόγηση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, είναι ξεκάθαρα στην ευχέρεια του αξιολογητή καθώς εξαρτάται με τι επίπεδο κινδύνου θέλει να κάνει την σύγκριση. Δηλαδή απόδοση ανά μονάδα συνολικού ή συστηματικού κινδύνου. Μία χρήσιμη παρατήρηση είναι ότι όταν ο επενδυτής κατέχει πολλά περιουσιακά στοιχεία στο A/K του ή στο χαρτοφυλάκιο του και είναι τέλεια διαφοροποιημένο καλύτερος είναι ο δείκτης Treynor ενώ όταν αποτελείται από μεμονωμένες επενδύσεις καλύτερος είναι ο δείκτης Sharpe.

Πίνακας 4.5: Υπολογισμός δείκτη Sharpe και κατάταξη των μετοχικών Α/Κ εσωτερικού και του ΓΔΧΑ για την περίοδο 2012-2016

Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού	Sharpe
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	0,032558243
Metlife Alico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	0,029571084
ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Ελληνικό Μετοχικό	0,023816709
3Κ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	0,019003887
ALPHA Blue Chips Ελληνικό Μετοχικό	0,016623726
ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	0,016546567
TRITON Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	0,016546567
ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	0,015764903
ALPHA TRUST Hellenic Equity Fund	0,015508501
Ελληνικό Μετοχικό Μεγάλης & Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης	0,014792924
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Δυναμικών Επιχειρήσεων Μετοχικό Εσωτερικού	0,014745066
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού	0,013958622
EUROBANK (LF) Equity - Flexi Style Greece Fund	0,013355744
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	0,010421902
INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	0,010341716
EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού	0,009725184
ΑΤΤΙΚΑ Μετοχικό Εσωτερικού	0,008246462
ALPHA TRUST New Strategy Μετοχικό Εσωτερικού	0,007856487
INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	0,006684057
ΕΡΜΗΣ Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικού	0,004712194
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	0,004036784
CPB Ελληνικό Μετοχικό	0,002721890
EUROBANK NTT Μετοχικό Εσωτερικού	0,001182088
THETIS Ελληνικό Μετοχικό	-0,030240791
ΓΔΧΑ	0,006651721

Πίνακας 4.6: Υπολογισμός δείκτη Treynor και κατάταξη των μετοχικών Α/Κ εσωτερικού και του ΓΔΧΑ για την περίοδο 2012-2016

Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού	Treynor
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	0,081493918
Metlife Alico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	0,077060924
ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Ελληνικό Μετοχικό	0,058047833
3Κ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	0,047668473
ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	0,040922358
TRITON Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	0,040922358
ALPHA Blue Chips Ελληνικό Μετοχικό	0,040374807
ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	0,040338251
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Δυναμικών Επιχειρήσεων Μετοχικό Εσωτερικού	0,038434370
ALPHA TRUST Hellenic Equity Fund	0,038090049
Ελληνικό Μετοχικό Μεγάλης & Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης	0,036391426
EUROBANK (LF) Equity - Flexi Style Greece Fund	0,035106467
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού	0,033857787
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	0,025717736
INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	0,025454776
EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού	0,023682732
ATTICA Μετοχικό Εσωτερικού	0,020310695
ALPHA TRUST New Strategy Μετοχικό Εσωτερικού	0,020229936
INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	0,016257923
ΕΡΜΗΣ Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικού	0,011351583
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	0,009756346
CPB Ελληνικό Μετοχικό	0,006862692
EUROBANK NTT Μετοχικό Εσωτερικού	0,002944734
THETIS Ελληνικό Μετοχικό	-0,081947169
ΓΔΧΑ	0,015768219

Όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε και στους δύο πίνακες (4.5 & 4.6) όλα τα Α/Κ εσωτερικού και ο ΓΔΧΑ παρουσιάζουν θετικές τιμές, εκτός από το Α/Κ THETIS Ελληνικό Μετοχικό για την εξεταζόμενη περίοδο. Το γεγονός αυτό αντανακλά την πολύ καλή διαχείριση και την αποδοτικότητα των εξεταζόμενων αμοιβαίων κεφαλαίων. Επίσης υποδηλώνει ότι οι αποδόσεις που προσφέρουν τα Α/Κ σε όρους κινδύνου είναι μεγαλύτερες από τις αποδόσεις των Εντόκων Γραμματίων Ελληνικού Δημοσίου (Ε.Γ.Ε.Δ.) δηλαδή του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο. Καταλαβαίνουμε λοιπόν ότι οι αποδόσεις των Α/Κ είναι ελκυστικές και η επιλογή τους θα ήταν περισσότερο

προτιμητέα από την απόδοση ενός ακίνδυνου χρεογράφου κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Επιπλέον αξίζει να σημειωθεί ότι 19 από τα 24 Α/Κ παρουσιάζουν μεγαλύτερο δείκτη Sharpe αλλά και δείκτη Treynor από αυτόν του Γ.Δ.Χ.Α.Α. με αποτέλεσμα να παρουσιάζουν καλύτερη αποδοτικότητα από την αποδοτικότητα της αγοράς.

Παράλληλα γίνεται αντιληπτό ότι η κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων με βάση τη μέση ημερήσια απόδοση και τους δείκτες Treynor και Sharpe δίνει παρόμοια αποτελέσματα με μικρές αποκλίσεις, όποιο μέτρο αξιολόγησης και αν χρησιμοποιήσουμε. Πιο συγκεκριμένα παρατηρούμε ότι στις τρεις πρώτες θέσεις τοποθετούνται τα Α/Κ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.), Metlife Alico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης και ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Ελληνικό Μετοχικό τόσο βάσει της μέσης ημερήσιας απόδοσης όσο και βάσει των δεικτών Treynor και Sharpe. Αντίθετα τις τελευταίες θέσεις καταλαμβάνουν και πάλι βάσει της μέσης ημερήσιας απόδοσης όσο και βάσει των δεικτών Treynor και Sharpe τα Α/Κ THETIS Ελληνικό Μετοχικό, EUROBANK NTT Μετοχικό Εσωτερικού και CPB Ελληνικό Μετοχικό.

4.2.6 Η επιβολή των Capital Controls και οι επιδράσεις στα μετοχικά Α/Κ εσωτερικού

Η περίοδος 2012-2016 η οποία εκτιμάται στην παρούσα εργασία, χαρακτηρίζεται από την επιβολή των Capital Controls στις ελληνικές τράπεζες τον Ιούνιο του 2015, λόγω απρόσμενων οικονομικών και πολιτικών εξελίξεων, γεγονός το οποίο είχε αντίκτυπο και στην ελληνική χρηματαγορά συμπεριλαμβανομένων και των εξεταζόμενων μετοχικών Α/Κ εσωτερικού. Για τον λόγο αυτό επανεκτιμάται ο συστηματικός κίνδυνος και το alpha του Jensen των Α/Κ χωρίζοντας τα σε δύο περιόδους, με τη πρώτη περίοδο 2012-6/2015 να είναι πριν την επιβολή των Capital Controls, ενώ η δεύτερη 8/2015-2016 να είναι μετά.

Πίνακας 4.13: Εκτίμηση του Alpha του Jensen των μετοχικών Α/Κ εσωτερικού και του ΓΔΧΑ για την περίοδο 1/2012 - 6/2015 (πριν την επιβολή των capital controls)

Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού	Jensen alpha	t-Statistic a	Beta	t-Statistic Beta	adj R ²
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	0,049667625	2,416029713	0,776695748	91,74369486	90,77%
Metlife Alico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	0,048216739	1,752435105	0,735825155	64,8610784	83,06%
ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Ελληνικό Μετοχικό	0,03875639	2,035569019	0,893267338	113,786148	93,78%
ALPHA TRUST Hellenic Equity Fund	0,025172232	1,270019803	0,801894495	98,1231381	91,82%
3Κ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	0,024146668	1,16765367	0,740203465	86,810724	89,78%
EUROBANK (LF) Equity - Flexi Style Greece Fund	0,023189255	1,292430456	0,710547852	81,54682466	87,54%
ALPHA Blue Chips Ελληνικό Μετοχικό	0,02271839	1,45272646	0,814772705	126,3595868	94,90%
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού	0,022381657	1,274343232	0,951972287	131,4570606	95,27%
ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	0,020556628	0,75419912	0,845384161	75,22352637	86,83%
Ελληνικό Μετοχικό Μεγάλης & Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης	0,020556628	0,75419912	0,845384161	75,22352637	86,83%
ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	0,017783521	0,820792548	0,817213998	91,47804515	90,70%
TRITON Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	0,017783521	0,820792548	0,817213998	91,47804515	90,70%
INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	0,01606587	0,66825944	0,935472447	94,37072397	91,21%
ΑΤΤΙΚΑ Μετοχικό Εσωτερικού	0,015785742	0,859478203	0,839194882	110,8148906	93,47%
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Δυναμικών Επιχειρήσεων Μετοχικό Εσωτερικού	0,014866162	0,544610535	0,684825875	60,84610235	81,18%
ALPHA TRUST New Strategy Μετοχικό Εσωτερικού	0,011239232	0,52230104	0,604745112	68,15882014	84,41%
EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού	0,010743526	0,52766578	0,965461783	115,0039056	93,91%
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	0,008645135	0,347783816	0,962924849	93,9496978	91,14%
CPB Ελληνικό	0,007909726	0,29805968	0,842231014	76,9730048	87,35%

Μετοχικό					
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	0,003041497	0,198852844	0,932410565	147,8485221	96,22%
INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	0,000849957	0,04278026	0,965481212	117,85714	94,18%
ΕΡΜΗΣ Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικού	-0,010688911	-0,79299807	0,858841032	154,5314574	96,53%
EUROBANK NTT Μετοχικό Εσωτερικού	-0,011792694	-	0,880227184	82,31645804	88,76%
THETIS Ελληνικό Μετοχικό	-0,037673907	0,579605886	0,59462577	55,76863551	78,37%
ΓΔΧΑ	0	0	1	-	-

Πίνακας 4.14: Εκτίμηση του Alpha του Jensen των μετοχικών Α/Κ εσωτερικού και του ΓΔΧΑ για την περίοδο 8/2015 - 12/2016 (μετά την επιβολή των capital controls)

Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού	Jensen alpha	t-Statistic a	Beta	t-Statistic Beta	adj R ²
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	0,042625062	1,435785402	0,674437433	50,63387433	87,86%
ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	0,037836366	1,61198176	0,952175035	90,41541483	95,85%
TRITON Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	0,037836366	1,61198176	0,952175035	90,41541483	95,85%
ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Ελληνικό Μετοχικό	0,031403924	1,899250115	0,850696705	114,669514	97,38%
Metlife Alico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	0,02895922	0,803145743	0,65746722	40,64027085	82,34%
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Δυναμικών Επιχειρήσεων Μετοχικό Εσωτερικού	0,02195595	0,639171245	0,748463449	48,56356704	86,94%
ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	0,016826431	0,634856326	1,039752622	87,43563144	95,57%
ALPHA Blue Chips Ελληνικό Μετοχικό	0,01584336	0,805028774	0,843592979	95,53709901	96,27%
3Κ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	0,01584091	0,558794932	0,663260802	52,14727726	88,48%
ΕΡΜΗΣ Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικού	0,01451319	0,893159557	0,889963122	122,0711856	97,68%
EUROBANK (LF) Equity - Flexi Style Greece Fund	0,013548256	0,752145556	0,826455565	92,56546416	86,55%
ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	0,013485385	0,340957417	0,744917891	41,97784907	83,26%
Ελληνικό Μετοχικό Μεγάλης & Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης	0,013485385	0,340957417	0,744917891	41,97784907	83,26%

ALPHA TRUST Hellenic Equity Fund	0,005678162	0,310382959	0,872590772	106,3103771	96,96%
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού	0,004351103	0,193366598	0,946414318	93,74290201	96,13%
ALPHA TRUST New Strategy Μετοχικό Εσωτερικού	0,001970296	0,069445839	0,936767027	73,59042303	93,86%
EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού	0,000765898	0,038850299	0,975318174	110,266759	97,17%
INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	-0,00028066	0,014349033	0,978128658	111,4578663	97,23%
INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	-0,00408984	0,200959284	0,993998894	108,8584649	97,10%
EUROBANK NTT Μετοχικό Εσωτερικού	-0,00673143	0,276107132	0,954741935	87,28331567	95,56%
ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	-0,02484746	1,088985018	0,965456274	94,30777724	96,17%
ΑΤΤΙΚΑ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,02518477	0,770937141	0,838585058	57,21409597	90,24%
CPB Ελληνικό Μετοχικό	-0,04291587	1,333948535	0,880994031	61,03361378	91,32%
THETIS Ελληνικό Μετοχικό	-0,10214837	1,410302658	0,565374934	29,73388648	71,38%
ΓΔΧΑ	0	0	1	-	-

Σύμφωνα με τους πίνακες 4.13 και 4.14, παρατηρούμε ότι στη πρώτη περίοδο (προ capital controls) κανένα από τα A/K δεν παρουσιάζει συντελεστή βήτα μεγαλύτερο της μονάδας, ενώ στη δεύτερη περίοδο (μετά τα capital controls) ένα A/K το ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού παρουσιάζει βήτα μεγαλύτερο της μονάδας, ενώ άλλων 7 A/K ο συντελεστής βήτα ξεπερνάει τη τιμή 0,95. Στο σύνολο των A/K παρατηρούμε ότι σε 16 από τα 24 A/K αυξήθηκε ο συντελεστής βήτα, γεγονός το οποίο μας δείχνει ότι αυξήθηκε ο συστηματικός κίνδυνος που παρουσιάζουν τα περισσότερα A/K, με το ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού να παρουσιάζει τον μεγαλύτερο συστηματικό κίνδυνο μεταξύ των εξεταζόμενων A/K.

Όσον αφορά στο συντελεστή alpha του Jensen, 3 A/K παρουσίαζαν θετική και στατιστικά σημαντική τιμή την πρώτη περίοδο, (2 σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% και ένα σε επίπεδο 10%) και μόλις ένα εξ αυτών διατήρησε θετική στατιστικά σημαντική τιμή μετά την επιβολή των capital controls (σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%). Πρέπει να σημειωθεί ότι εξετάζοντας τις

υποπεριόδους δεν παρατηρείται στατιστικά σημαντική αρνητική τιμή α . Τέλος σχετικά σταθερά υψηλές παρέμειναν οι τιμές του συντελεστή προσδιορισμού $\text{adj}R^2$ και στις δύο περιόδους.

4.3 Συμπεράσματα

Τα Α/Κ όπως αναλύσαμε και στα προηγούμενα κεφάλαια παρέχουν επαγγελματική διαχείριση με σχετικά χαμηλό κόστος και συνδυάζουν τη δυνατότητα επίτευξης καλύτερων αποδόσεων με εξάλειψη του μη συστηματικού κινδύνου μέσω της διαφοροποίησης και δυνατότητας άμεσης ρευστοποίησης των μεριδίων τους. Τα αμοιβαία κεφάλαια είδαμε ότι βίωσαν μία σημαντική ανάπτυξη τις τελευταίες δεκαετίες. Στην Ελλάδα εισήλθαν την δεκαετία του 1970 και η μεγάλη ανάπτυξη τους ήρθε μετά το 1989 κατά την άνθιση της Ελληνικής οικονομίας και τον εκσυγχρονισμό της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Η αξιολόγηση των επιδόσεων των Α/Κ και της ικανότητας των διαχειριστών τους να ξεπεράσουν τις αποδόσεις της αγοράς, έχει ως αποτέλεσμα τη διενέργεια σημαντικών ερευνών, οι οποίες αποτελούν σημαντικό εργαλείο λήψης αποφάσεων για τους επενδυτές σχετικά με τη συνέχιση ή μη της διαχείρισης των κεφαλαίων τους από τους επαγγελματίες.

Η παρούσα διπλωματική εργασία είχε σκοπό να αναλύσει την απόδοση των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων εσωτερικού σε συνάρτηση με τον κίνδυνο που παρουσίαζαν την περίοδο 1/1/2012 έως 31/12/2016. Στο εύρος της ανάλυσης υπολογίσθηκαν οι δείκτες του συστηματικού κινδύνου, του συντελεστή α , της τυπικής απόκλισης καθώς και οι δείκτες αξιολόγησης Sharpe και Treynor. Παράλληλα διαχωρίστηκε η περίοδος αυτή σε δύο υποπεριόδους από 1/1/2012 έως 26/6/2015 και από 3/8/2015 έως 31/12/2016. Οι δύο περίοδοι αυτοί που χαρακτηρίστηκαν από την επιβολή των capital controls αναλύθηκαν εκτιμήθηκαν και συγκρίθηκαν με το υπόδειγμα αξιολόγησης του Jensen.

Στο πλαίσιο της ανάλυσης συμπεριλήφθηκε ο χρηματιστηριακός δείκτης ΓΔΧΑ που συγκρίθηκε με τα αμοιβαία κεφάλαια. Τα αμοιβαία κεφάλαια που αναλύθηκαν ανήκουν στην κατηγορία των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων και για τον υπολογισμό των αποδόσεων τους συνυπολογίσαμε και το επιτόκιο των 3μηνων

Εντόκων Γραμματίων Ελληνικού Δημοσίου. Οι τιμές των αμοιβαίων κεφαλαίων αντλήθηκαν από την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, οι τιμές κλεισίματος του Γενικού Δείκτη από την βάση δεδομένων datastream Thomson Reuters Eikon, ενώ οι τιμές των εντόκων γραμματίων από τη Τράπεζα της Ελλάδος. Τα στοιχεία της ανάλυσης είναι στο σύνολό τους ημερήσια.

Τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την εμπειρική μελέτη της παρούσας διπλωματικής χαρακτηρίζονται από μία προσπάθεια των διαχειριστών να αντιστρέψουν τις αρνητικές αποδόσεις των A/K που χαρακτήρισαν τη περίοδο από τις 1.1.2007 και έπειτα, εξαιτίας των ακραίων συνθηκών που επικράτησαν στη παγκόσμια αλλά και στην εγχώρια χρηματοοικονομική αγορά. Και είναι γεγονός ότι τα κατάφεραν και όσοι επενδυτές εμπιστεύτηκαν κάποια από αυτά σίγουρα εισέπραξαν μεγάλες αποδόσεις, μεγαλύτερες από αυτές του ΓΔΧΑ, καθώς όπως είδαμε 19 από τα 24 εξεταζόμενα αμοιβαία κεφάλαια είχαν καλύτερες αποδόσεις από τις αυτές της αγοράς. Τα αποτελέσματα που προκύπτουν αποτυπώνουν την θετική σχέση μεταξύ της απόδοσης και του κινδύνου σχεδόν για το πλήθος των αμοιβαίων κεφαλαίων, ενώ διαπιστώνεται σύγκλιση των αποτελεσμάτων που παρουσιάζει η κατάταξη των A/K τόσο με βάση του δείκτες Sharpe και Treynor όσο και βάσει της μέσης ημερήσιας απόδοσης. Επιπλέον από τις θετικές τιμές των δεικτών Sharpe και Treynor που εμφανίζουν όλα τα A/K εκτός του THETIS Ελληνικό Μετοχικό, είναι φανερό ότι οι αποδόσεις των A/K είναι ελκυστικές για τη συγκεκριμένη περίοδο, και φυσικά είναι προτιμητέες επιλογές σε σχέση με την απόδοση που προσφέρει το ακίνδυνο χρεόγραφο.

Επίσης λαμβάνεται υπόψη και ο δείκτης Jensen ως αξιόπιστο μέτρο κατάταξης καθώς για 19 από τα 24 εξεταζόμενα αμοιβαία κεφάλαια ο συντελεστής εμφανίζει θετικές τιμές, άρα παρουσιάζει στατιστικά μη σημαντικό συντελεστή γεγονός που αποδεικνύει πως οι διαχειριστές δεν προσαρμόστηκαν στην πτωτική τάση του χρηματιστηρίου κάνοντας σωστή επιλογή στα A/K που διαχειρίζονταν. Όσον αφορά στις υποπεριόδους που διαχωρίστηκε η κύρια περίοδος μας λόγω της επιβολής των capital controls, παρατηρούμε ότι σε 16 από τα 24 A/K αυξήθηκε ο συντελεστής βήτα μετά την επιβολή των capital controls, γεγονός το οποίο μας δείχνει ότι αυξήθηκε ο συστηματικός κίνδυνος που παρουσιάζουν τα περισσότερα A/K, ενώ όσον αφορά στο

συντελεστή alpha του Jensen, 3 A/K παρουσίαζαν θετική και στατιστικά σημαντική τιμή την πρώτη περίοδο και μόλις ένα εξ αυτών διατήρησε θετική στατιστικά σημαντική τιμή μετά την επιβολή των capital controls.

Βιβλιογραφία

Βασιλείου, Δ (2008). *Στρατηγική Τραπεζών. Τόμος Β'. Διαχείριση Χαρτοφυλακίου*.

Πάτρα: Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο (Ε.Α.Π.).

Καραθανάσης, Γ (1999). *Χρηματοοικονομική διοίκηση και χρηματιστηριακές αγορές*.

Αθήνα : Εκδόσεις Μπένου.

Καραθανάσης, Γ. & Λυμπερόπουλος, Γ (2002). *Αμοιβαία Κεφάλαια*. Αθήνα:

Εκδόσεις Μπένου.

Μυλωνάς, Ν (1999). *Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια. Θεωρία και Πρακτική*. 1η επιμ.

Αθήνα: Εκδόσεις Σάκκουλα.

Νούλας, Α (2016). *Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου*. 2^η έκδοση. Θεσσαλονίκη:

Εκδόσεις Νούλας Αθανάσιος Γ. , 651-712.

Περράτης, Π (2007). *Αμοιβαία Κεφάλαια*. Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση.

Φίλιππας, Ν (1999). *Αμοιβαία κεφάλαια και χρηματιστηριακό περιβάλλον*. Αθήνα:

Εκδόσεις Globus Investment.

Φίλιππας, Ν (2008). *Αμοιβαία Κεφάλαια*. Αθήνα: Εκδόσεις Σολδάτος.

Φίλιππας, Ν (2010). *Αμοιβαία Κεφάλαια Η Ελληνική Πραγματικότητα και Οι*

Σύγχρονες Διεθνείς Εξελίξεις. Αθήνα : Ιδιωτική Έκδοση, Ελευθερουδάκης.

Handjinikolaou, G., (1980). *The performance of Greek Mutual Funds in the period*

1973-1976: A Case of Internationally Diversified Portfolios. Spoudai, pp. 381-391.

Koutsokostas D. and Papathanasiou S., (2017). *Mutual funds in Greece : case study of domestic equity mutual funds during a financial crisis*. *Managerial Finance*, pp. 812-827

Philippas, N., 2013. Mutual Fund Performance evaluation during periods of market turbulence: Evidence from the Greek Market. *Investment Management and Financial Innovations*, Vol. 10, Issue 1, pp. 174-183.

Sharpe, W. F., (1966). Mutual fund performance. *Journal of Business Review*, Vol. 39, pp. 119-138.

Treynor, JL and Mazuy, J . (1966). Can mutual funds outguess the market? . *Harvard Business Review*.

Treynor, J., (1965). How to rate management of investment funds. *Harvard Business Review*, Vol. 44, pp. 63-75.

Online

Εθνική Asset Management . (2018). *ΑΕΔΑΚ*. Available:

<https://www.nbgam.gr/scripts/gr/index.asp>

[10 Μαΐου 2018].

Ενωση Θεσμικών Επενδυτών 1. (2018). *Funds of Funds Μετοχικά*. Available:

http://www.ethe.org.gr/index.php?view=mfbreakdowndate&reportDate=2018-05-03&newmenu=Y&typecountry=&typeETF=&typeInst=&option=com_statistic&Itemid=21&lang=el

[10 Μαΐου 2018].

Ενωση Θεσμικών Επενδυτών 2. (2016). *Στατιστικά*. Available:

http://www.ethe.org.gr/index.php?view=charts&year=2016&month=12&option=com_statistic&Itemid=21&lang=el

[10 Μαΐου 2018].

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ΟΣΕΚΑ. (2017). *Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς*. Available:
http://www.hcmc.gr/el_GR/web/portal/oseka3.

[10 Μαΐου 2018].

Τράπεζα της Ελλάδος. (2008). *Τίτλοι Ελληνικού Δημοσίου*. Available:
<https://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Markets/titloi.aspx>

[10 Μαΐου 2018].

Capital.gr. (2018). *Γενικός Δείκτης*. Available: :
<http://www.capital.gr/finance/quote/%CE%93%CE%94> [10 Μαΐου 2018].

Efama. (2013), *Worldwide Investment Fund Assets and Flows Trends in the Fourth Quarter 2012*. Available:
http://www.efama.org/Publications/Statistics/International/Quarterly%20%20International/130405_International%20Statistical%20Release%202012%20Q4.pdf

[10 Μαΐου 2018].

Efama. (2014), *Worldwide Investment Fund Assets and Flows Trends in the Fourth Quarter 2013*. Available:
<http://www.efama.org/Publications/Statistics/International/Quarterly%20%20International/International%20Statistical%20Release%202013%20Q4%20Update.pdf>

[10 Μαΐου 2018].

Efama. (2015), *Worldwide Investment Fund Assets and Flows Trends in the Fourth Quarter 2014*. Available:
<http://www.efama.org/Publications/Statistics/International/Quarterly%20%20International/International%20Statistical%20Release%202014%20Q4.pdf>

[10 Μαΐου 2018].

Efama. (2016), *Worldwide Investment Fund Assets and Flows Trends in the Fourth Quarter 2015*. Available:

http://www.efama.org/Publications/Statistics/International/Quarterly%20%20International/160324_InternationalStatisticalRelease2015Q.pdf

[10 Μαΐου 2018].

Efama. (2017), *Worldwide Investment Fund Assets and Flows Trends in the Fourth Quarter 2016*. Available:

http://www.efama.org/Publications/Statistics/International/Quarterly%20%20International/170327_International%20Statistical%20Release%202016%20Q4.pdf

[10 Μαΐου 2018].