



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΛΟΠΟΝΝΗΣΟΥ
ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Διπλωματική Εργασία

«ΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ, ΟΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΚΑΙ
ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΔΟΣΕΩΝ ΤΟΥΣ »

ΤΟΥ

ΠΑΝΑΓΑΚΗ ΝΙΚΟΛΑΟΥ

Επιβλέπουσα Καθηγήτρια : ΣΚΙΝΤΖΗ ΒΑΣΙΛΙΚΗ

Τρίπολη 2013

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τους γονείς μου για την αμέριστη υποστήριξη, συμπαράσταση και οικονομική ενίσχυση καθ' όλη τη διάρκεια των σπουδών μου.

Ιδιαίτερα επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω την επιβλέπουσα καθηγήτρια κυρία Σκίντζη Βασιλική για την υποστήριξη και την αποτελεσματική της καθοδήγηση, χωρίς την οποία δε θα ήταν δυνατή η ολοκλήρωση της διπλωματικής μου εργασίας.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός της εργασίας είναι να αποσαφηνιστεί η έννοια των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, να αναδειχθούν τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της επένδυσης σε αυτά, καθώς και οι νόμοι και το φορολογικό καθεστώς που τα περιβάλλει. Στη συνέχεια μέσα από την ιστορική αναδρομή των Αμοιβαίων Κεφαλαίων θα μελετηθεί η ραγδαία ανάπτυξη που γνώρισαν κατά τις τελευταίες δύο δεκαετίες, ως μορφή επένδυσης σε ολόκληρο σχεδόν τον κόσμο. Ειδικότερα θα παρουσιαστεί η πορεία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ευρώπη, ενώ θα ερευνηθεί αναλυτικά η εξέλιξη της πορείας των Αμοιβαίων στην Ελλάδα. Μέσα από τις έννοιες της Απόδοσης και του Κινδύνου που διέπουν κάθε μορφή επένδυσης, θα αναδειχθούν τα υποδείγματα διαχείρισεως ενός χαρτοφυλακίου και τα χαρακτηριστικά τους. Στο τελευταίο τμήμα της εργασίας θα παρουσιαστούν αναλυτικά τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας πάνω σε έντεκα αμοιβαία κεφάλαια τα οποία δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα από το 1998 έως το 2011. Θα αναδειχθούν οι επιδόσεις τους, ποια είναι πιο ασφαλή, ποια φέρουν το μεγαλύτερο κίνδυνο, αν ακολουθούν ή όχι την πορεία της Αγοράς και σε ποιο βαθμό επηρεάζονται από τη μεταβολή στην Αγορά αν επηρεάζονται από το φαινόμενο της επίδρασης του Ιανουαρίου και γενικά θα γίνει μια αξιολόγηση της διαχείρισης και μελέτη των επιδόσεων που έχουν για το χρονικό αυτό διάστημα.

Περιεχόμενα

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ Γραφήματα, Διαγράμματα, Πίνακες	7
ΓΡΑΦΗΜΑΤΑ	7
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ.....	9
ΠΙΝΑΚΕΣ.....	10
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	12
Σκοπός της Εργασίας.....	12
Δομή της Εργασίας.....	13
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	14
Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	14
1.1 ΤΑ ΕΙΔΗ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	15
1.1.1 ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΣΥΣΤΑΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	15
1.1.2 ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΓΕΩΓΡΑΦΙΚΗΣ ΚΑΤΑΝΟΜΗΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ.....	20
1.2 ΤΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ & ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	20
1.2.1 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ	20
1.2.3 ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ	24
1.3 ΒΑΣΙΚΗ ΟΡΟΛΟΓΙΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	24
1.4 ΕΝΩΣΗ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ	28
1.5 Η ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ	30
1.6 ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟ ΚΑΘΕΣΤΩΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	33
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	35
Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	35
2.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ.....	35
2.1.1 Η ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	37
2.2 Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	40
2.2.1 ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΟΥ 2011.....	44
2.3 Η ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	48
2.4 Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΑ	56
2.4.1 ΜΕΡΙΔΙΑ ΑΓΟΡΑΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	65
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	70

ΜΕΤΡΗΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΠΙΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	70
3.1 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΚΑΙ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	70
3.1.1 ΕΙΔΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	70
3.1.2 ΜΕΤΡΗΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ.....	71
3.2 ΘΕΩΡΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	72
3.3 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ	73
(Capital Asset Pricing Model, CAPM).....	73
3.3.1 Ο ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΒΗΤΑ	74
3.3.2 ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΙΣΧΥ ΤΟΥ Capital Asset Pricing Model, CAPM.....	75
3.3.3 Η γραμμή χρεογράφων SML.....	76
3.4 ARBITRAGE PRICING THEORY.....	78
3.5 THE JANUARY EFFECT	80
ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΤΟΥ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ.....	80
3.5.1 ΑΙΤΙΑ ΕΜΦΑΝΙΣΗΣ ΤΟΥ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟΥ ΤΟΥ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ	82
3.6 ΕΜΜΟΝΗ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ.....	83
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	84
ΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΞΕΤΑΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ	84
4.1 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ	84
4.1.1 ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗ ΤΩΝ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ	85
4.1.1.1 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΟΥ ΘΑ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΗΘΕΙ.....	86
4.1.2 ΕΛΕΓΧΟΣ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΩΝ.....	87
4.1.3 ΠΟΛΥΣΥΓΓΡΑΜΜΙΚΟΤΗΤΑ.....	89
4.1.3.1 ΕΛΕΓΧΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΥΠΑΡΞΗ ΠΟΛΥΣΥΓΓΡΑΜΜΙΚΟΤΗΤΑΣ.....	89
4.1.4 ΕΛΕΓΧΟΣ ΤΩΝ ΚΑΤΑΛΟΙΠΩΝ ΤΩΝ ΜΟΝΤΕΛΩΝ.....	94
4.1.4.1 ΕΛΕΓΧΟΣ ΕΤΕΡΟΣΚΕΔΑΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ	94
4.1.4.2 ΑΥΤΟΣΥΣΧΕΤΙΣΗ.....	97
4.1.4.3 ΣΦΑΛΜΑ ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΣΕΩΣ ΚΑΙ ΕΠΙΛΟΓΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ.....	102
THE JANUARY EFFECT.....	106
ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΤΟΥ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ	106
4.1.6 ΕΛΕΓΧΟΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΩΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ	109
4.1.7 ΕΛΕΓΧΟΣ F	111
4.1.8 ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΥ R^2 ΚΑΙ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΟΣ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΥ ADJUSTED R^2	113

4.2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.....	118
4.2.1 ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΚΙΝΔΥΝΟ.....	118
4.2.2 ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗ ΒΕΤΑ	119
4.2.3 ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΤΟΥ ΤREYNOR.....	124
4.2.3.1 ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ ΤREYNOR RATIO	126
4.2.4 ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΤΟΥ SHARPE	128
4.2.4.1 ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ SHARPE RATIO	129
4.2.5 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ SHARPE ΚΑΙ ΤREYNOR RATIO.....	130
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	132
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	134
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α	137
ΓΡΑΦΗΜΑΤΑ ΚΑΤΑΛΟΙΠΩΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ ΓΙΑ ΤΟΝ ΕΛΕΓΧΟ ΥΠΑΡΞΗΣ ΕΤΕΡΟΣΚΕΔΑΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ.....	137

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ Γραφήματα, Διαγράμματα, Πίνακες

ΓΡΑΦΗΜΑΤΑ

Γράφημα 1.1: Αμοιβαία κεφάλαια Διαχειρίσεως Διαθεσίμων	15
Γράφημα 1.2 : Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια.....	17
Γράφημα 1.3 : Μικτά Αμοιβαία κεφάλαια.....	18
Γράφημα 1.4 : Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια.....	19
Γράφημα 2.1: Ενεργητικό Αμοιβαίων Κεφαλαίων παγκοσμίως ανά ήπειρο 2006 Q4.....	41
Γράφημα 2.2 : Κατανομή του παγκόσμιου ενεργητικού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και αφορά το τέταρτο τρίμηνο του 2006	42
Γράφημα 2.3 : Επενδύσεις σε μετοχές 2000 έως 2011	44
Γράφημα 2.4 : Κατανομή του παγκόσμιου ενεργητικού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά το δεύτερο τρίμηνο του 2011	47
Γράφημα 2.5 : Δείχνει την κατανομή του παγκόσμιου ενεργητικού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, ανά είδος επένδυσης για το 2011	48
Γράφημα 2.6 : Παρουσιάζεται η ανάπτυξη των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων για την περίοδο από το 1992 έως το 1997, στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη.....	52
Γράφημα 2.7 : Ανάπτυξη των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων 1992-1997 για τη Γαλλία τη Γερμανία, την Ιταλία, την Ολλανδία, την Ισπανία και το Ηνωμένο Βασίλειο.....	53
Γράφημα 2.8 : Παρουσιάζει την κατανομή των μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων για την Ευρώπη και αφορά το έτος 2002.....	54
Γράφημα 2.9 : Παρουσιάζεται η κατανομή των μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων της Ελληνικής Αγοράς στο τέλος του πρώτου τριμήνου του 1999.....	57
Γράφημα 2.10 : Η κατανομή των κατηγοριών Αμοιβαίων Κεφαλαίων για το 2006	58
Γράφημα 2.11 : Η σύνθεση της αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων στο τέλος του 2007	59
Γράφημα 2.12 : Παρουσιάζεται η κατανομή των Αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελληνική Αγορά και το καθαρό ενεργητικό τους σε εκατομμύρια ευρώ και αφορά το δεύτερο τρίμηνο του 2010.....	63
Γράφημα 2.13 : Παρουσιάζεται η κατανομή των Αμοιβαίων κεφαλαίων στο τέλος του δεύτερου τριμήνου του 2011	65
Γράφημα 2.14 : Δείχνει τις έξι Α.Ε.Δ.Α.Κ με το μεγαλύτερο μερίδιο Αγοράς την 01/03/1998	67
Γράφημα 2.15 : Δείχνει τις έξι Α.Ε.Δ.Α.Κ με το μεγαλύτερο μερίδιο Αγοράς στις 30/06/2011	68

Γράφημα 4.1 : Κοινό γράφημα αποδόσεων Γενικού Δείκτη με το Δείκτη Βιομηχανικής Παραγωγής	90
Γράφημα 4.2 : Κοινό γράφημα αποδόσεων Γενικού Δείκτη με το Δείκτη Τιμών Καταναλωτή	91
Γράφημα 4.3 : Κοινό γράφημα αποδόσεων Δείκτη Τιμών Καταναλωτή με το Δείκτη Τιμών Καταναλωτή	92
Γράφημα 4.4 : Κοινό γράφημα των ερμηνευτικών μεταβλητών.....	93
Γράφημα 4.5 : Κοινό γράφημα μεταβολών του A/K Allico Μικτό Εξωτερικού και της μεταβλητής του Ιανουαρίου	108
Γράφημα 4.6 : Κοινό γράφημα μεταβολών του A/K Allianz Μετοχικό Εσωτερικού και της μεταβλητής του Ιανουαρίου.....	109
Γράφημα 4.7 : Κοινό γράφημα του αμοιβαίου κεφαλαίου Allianz Μετοχών Εσωτερικού με το Γενικό Δείκτη μειωμένου κατά το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο.	117
Γράφημα 4.8 : Κοινό γράφημα του Δείκτη με το A/K Allianz Μετοχικό Εσωτερικού	121
Γράφημα 4.9 : Κοινό γράφημα του Δείκτη με το A/K Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού.....	122
Γράφημα 4.10 : Κοινό γράφημα του Δείκτη με το A/K International Διαχείρισεως Διαθεσίμων	123
Γράφημα 4.11 : Κοινό γράφημα του Δείκτη με το A/K HSBC Διαχείρισεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	124

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ

Διάγραμμα 2.1 : Παγκόσμια τοποθέτηση των επενδυτών σε Αμοιβαία Κεφάλαια στο τέλος κάθε τριμήνου, για τα έτη 2008 έως 2011.	43
Διάγραμμα 2.2 : Παρουσιάζεται η επιλογή της τοποθέτησης ανά είδος αμοιβαίων κεφαλαίων σε παγκόσμιο επίπεδο και η μεταβολή από το πρώτο στο δεύτερο τρίμηνο του 2011	45
Διάγραμμα 2.3 : Ανάπτυξη της αγοράς των Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, τόσο για την Ευρώπη όσο και για τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής.....	49
Διάγραμμα 2.4: Εμφανίζεται το ενεργητικό κάθε κατηγορίας Αμοιβαίων Κεφαλαίων για τα τρία τελευταία τρίμηνα του 1998 και για το πρώτο τρίμηνο του 1999	56
Διάγραμμα 2.5 : Παρουσιάζει μια σύγκριση των αποδόσεων μεταξύ του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, της απόδοσης των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων και της απόδοσης των Μικτών Αμοιβαίων Κεφαλαίων συνολικά.	60
Διάγραμμα 2.6 : Εμφανίζεται το καθαρό ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων της Ελληνικής αγοράς, σε εκατομμύρια ευρώ, ανά είδος κεφαλαίου και αφορά τα δύο τελευταία τρίμηνα του 2009 και τα δύο πρώτα του 2010.....	62
Διάγραμμα 2.7 : παρουσιάζεται το ενεργητικό κάθε κατηγορίας Αμοιβαίων Κεφαλαίων για τα δύο τελευταία τρίμηνα του 2010 και για τα δύο πρώτα του 2011.	64
Διάγραμμα 3.1 : Η γραφική απεικόνιση της γραμμής χρεογράφων SML	77
Διάγραμμα 3.2 : Μέση απόδοση μετοχών κατά το διάστημα 1927-2001	81

ΠΙΝΑΚΕΣ

Πίνακας 2.1 : Πωλήσεις σε Αμοιβαία Κεφάλαια παγκόσμια, σε δις δολάρια, από τα μισά του 2009 μέχρι τα μισά του 2011.....	46
Πίνακας 2.2 : Παρουσιάζει τις έξι χώρες της Ευρώπης με τα μεγαλύτερα μερίδια σε Αμοιβαία Κεφάλαια από τις υπόλοιπες χώρες της Ευρώπης. (Τα ποσά είναι σε εκατομμύρια δολάρια Αμερικής)...	49
Πίνακας 2.3 : Κύρια χαρακτηριστικά της Αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων ατομικά για τις Ευρωπαϊκές χώρες όπως επίσης και για την αγορά των Αμοιβαίων των ΗΠΑ.	51
Πίνακας 2.4 : Δείχνει την εξέλιξη της αγοράς Μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων, για την Ευρώπη συνολικά, ατομικά για έξι χώρες της Ευρώπης και για τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής.....	53
Πίνακας 2.5 : Παρουσιάζει για το 2009, την Αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων για όλες τις ευρωπαϊκές χώρες, εκτός της Ρωσίας.	55
Πίνακας 2.6 : Παρουσιάζονται τα μερίδια αγοράς των Ανωνύμων Εταιρειών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων και αφορούν την 01/03/1998.....	66
Πίνακας 2.7 : Παρουσιάζονται τα μερίδια αγοράς των Ανωνύμων Εταιρειών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων και αφορούν την 30/06/2011.....	67
Πίνακας 4.1 : Τα Αμοιβαία Κεφάλαια που συμμετέχουν στην εργασία ανά κατηγορία.....	85
Πίνακας 4.2 : Πίνακας Συσχετίσεων των ερμηνευτικών μεταβλητών των υποδειγμάτων.....	93
Πίνακας 4.3 : Τιμή της πιθανότητας ελέγχου για την ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας.....	96
Πίνακας 4.4 : Τιμές του κριτηρίου Durbin-Watson και αποτελέσματα για την ύπαρξη αυτοσυσχέτισης στα υποδείγματα.....	98
Πίνακας 4.5 : Τιμές των πιθανοτήτων, για τον έλεγχο ύπαρξης αυτοσυσχέτισης ανωτέρας τάξης.....	100
Πίνακας 4.6 : Τιμές των πιθανοτήτων, για τον έλεγχο ύπαρξης αυτοσυσχέτισης ανωτέρας τάξης 2.....	101
Πίνακας 4.7 : Τιμές πιθανοτήτων για ύπαρξη σφάλματος εξειδικεύσεως.....	103
Πίνακας 4.8 : Τιμές πιθανοτήτων για ύπαρξη σφάλματος εξειδικεύσεως 2.....	105
Πίνακας 4.9 : Τιμές των πιθανοτήτων για τη μεταβλητή που αντιπροσωπεύει το January Effect.....	107
Πίνακας 4.10 : Τιμές πιθανοτήτων για τη στατιστική σημαντικότητα των ερμηνευτικών μεταβλητών των υποδειγμάτων.....	110

Πίνακας 4.11 : Τιμές των πιθανοτήτων κατά την ελεγχουσυνάρτηση F	111
Πίνακας 4.12 : Τιμές του προσαρμοσμένου Συντελεστή προσδιορισμού για όλα τα υποδείγματα	115
Πίνακας 4.13 : Κατάταξη των Αμοιβαίων κεφαλαίων της έρευνας με βάση το συνολικό κίνδυνο που ενέχουν από το πιο ακίνδυνο προς το πιο επικίνδυνο αμοιβαίο κεφάλαιο.	118
Πίνακας 4.14 : Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων σύμφωνα με το συντελεστή Beta.....	120
Πίνακας 4.15 : Κατάταξη των Α/Κ βάσει του Treynor Ratio	127
Πίνακας 4.16 : Κατάταξη των Α/Κ βάσει του Sharpe Ratio	129
Πίνακας 4.17 : Σύγκριση της κατάταξης βάσει του Sharpe και του Treynor Ratio.....	131

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σκοπός της Εργασίας

Η εργασία αυτή ερευνά την απόδοση και τον κίνδυνο των Ελληνικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά την περίοδο από 31 Μαρτίου του 1998 έως και 30 Ιουνίου 2011. Δεδομένου ότι παρόμοιες έρευνες έχουν διεξαχθεί και στο παρελθόν αναλύοντας διαφορετικές χρονικές περιόδους και κάποιες φορές εξετάζοντας μία συγκεκριμένη κατηγορία Αμοιβαίων Κεφαλαίων, η εργασία αυτή έχει κύριο στόχο να προσθέσει τα εμπειρικά αποτελέσματα που θα προκύψουν από την εφαρμογή του υποδείγματος εξισορροπητικής κερδοσκοπίας Arbitrage Pricing Theory του Ross. Η περίοδος της έρευνας αφορά την ακμάζουσα για τις επενδύσεις διετία 1998-1999, ακολουθούμενη από μια πτώση των επενδύσεων στην αρχή της νέας χιλιετίας, μια περίοδο επανόδου των επενδύσεων και καταλήγοντας φυσικά με τη γέννηση της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης το 2008-2009 και τα νέα δεδομένα που δημιουργήθηκαν για την Ελληνική Οικονομία και τις επενδύσεις σε αυτήν μέχρι τα μέσα του 2011. Συνεπώς η χρονική περίοδος που εξετάζει η εργασία αυτή δεν μπορεί να χαρακτηριστεί ούτε ακμάζουσα φυσικά, αλλά ούτε και απόλυτα πτωτική για τις επενδύσεις και τα Αμοιβαία Κεφάλαια τα οποία εξετάζονται. Στόχος της έρευνας είναι να εξαχθούν ορισμένα ασφαλή συμπεράσματα για την ασφάλεια των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και να αξιολογηθούν οι επιδόσεις τους με ασφαλείς δείκτες. Συγκεκριμένα θα εξεταστούν τα Αμοιβαία Κεφάλαια και κατ' επέκταση οι κατηγορίες των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ως προς το βαθμό του συνολικού κινδύνου και του συστηματικού κινδύνου τον οποίο φέρουν. Οι επιδόσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των κατηγοριών τους ως προς τη διαχείριση που έχουν κατά την περίοδο εξέτασης κρίνεται απόλυτα σημαντικό τμήμα της εργασίας καθώς καταδεικνύει το ποια Αμοιβαία Κεφάλαια έχουν την καλύτερη Διαχείριση.

Δομή της Εργασίας

Στο πρώτο κεφάλαιο της εργασίας αποσαφηνίζεται η έννοια των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, αναδεικνύονται τα πλεονεκτήματα αλλά και τα μειονεκτήματα της επένδυσης σε αυτά, καθώς και οι νόμοι και το φορολογικό καθεστώς που τα χαρακτηρίζει.

Στο δεύτερο κεφάλαιο της εργασίας πραγματοποιείται μια αναδρομή στην ιστορία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Εξετάζεται η παγκόσμια ανάπτυξη που γνώρισαν ως μορφή επένδυσης και παρουσιάζεται η ευρωπαϊκή αγορά Αμοιβαίων κεφαλαίων. Επιπλέον αναλύεται η διαχρονική πορεία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα κατά την περίοδο της εργασίας.

Στο τρίτο κεφάλαιο της εργασίας αναλύεται η έννοια της Απόδοσης και του Κινδύνου που διέπουν κάθε μορφή επένδυσης. Παρουσιάζονται τρόποι μέτρησης του Κινδύνου και οι θεωρίες Διαχειρίσεως ενός Χαρτοφυλακίου. Παρουσιάζεται το υπόδειγμα του Ross, Arbitrage Pricing Theory, το οποίο είναι και το κύριο εργαλείο αυτής της εργασίας. Ακόμη παρουσιάζεται το φαινόμενο της επίδρασης του Ιανουαρίου και το φαινόμενο της εμμονής της απόδοσης.

Στο τέταρτο και τελευταίο κεφάλαιο αυτής της εργασίας παρουσιάζονται αναλυτικά τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων της εκτίμησης των υποδειγμάτων που έχουν κατασκευαστεί για τα έντεκα αμοιβαία κεφάλαια της εργασίας. Εκτενής παρουσίαση γίνεται για τις επιδόσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων της έρευνας και των κατηγοριών τους. Πραγματοποιείται κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει του συνολικού κινδύνου και του συστηματικού κινδύνου που φέρουν ενώ ακόμη πραγματοποιείται κατάταξη τους βάσει των Δεικτών του Treynor και Sharpe ως προς το ποια Αμοιβαία Κεφάλαια είχαν την καλύτερη Διαχείριση στο εξεταζόμενο διάστημα. Τέλος ακολουθούν τα συμπεράσματα της εργασίας και οι βιβλιογραφικές αναφορές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Αμοιβαίο Κεφάλαιο (Α/Κ) είναι ένα χαρτοφυλάκιο Αξιών με διασπορά, εγγεγραμμένο ως μια “ανοιχτού τύπου” εταιρεία επενδύσεων, το οποίο πουλά μερίδια στο ευρύτερο κοινό σε μια συγκεκριμένη τιμή και τα επαναγοράζει την στιγμή που αυτό απαιτηθεί, στην πραγματική λογιστική τους αξία”.

Χρηματοοικονομικά. (2012). *Αμοιβαίο Κεφάλαιο*

Κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο (Α/Κ) δημιουργείται με σκοπό τη συγκέντρωση κεφαλαίων από διάφορους ανεξάρτητους επενδυτές και την επένδυση τους σε μια ενιαία-κοινή περιουσία (χαρτοφυλάκιο) υπό μια κοινή διαχείριση. Το χαρτοφυλάκιο ενός αμοιβαίου ονομάζεται ενεργητικό και τοποθετείται κυρίως σε ομόλογα, μετοχές και προθεσμιακές καταθέσεις. Ο κάθε επενδυτής (μεριδιούχος) συμμετέχει στα πραγματοποιηθέντα κέρδη και αντίστοιχα στις ζημιές με ποσοστό ανάλογο με το ύψος των κεφαλαίων που έχει τοποθετήσει. Όλοι οι επενδυτές έχουν το δικαίωμα να λάβουν το κεφάλαιο τους και τα κέρδη τους, ρευστοποιώντας το ποσοστό που τους ανήκει όταν αυτοί κρίνουν σκόπιμο.

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια (Α/Κ) είναι αρκετά διαδεδομένος τρόπος επένδυσης στην Ελλάδα. Το πρώτο αμοιβαίο κεφάλαιο στην χώρα ιδρύθηκε το 1972. Η μεγάλη ανάπτυξη και διάδοση αυτής της μορφής επένδυσης επήλθε στην δεκαετία 1990, όπως και συνολικά στην Ευρώπη και στις ΗΠΑ. Σήμερα η λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων ρυθμίζεται από τον Νόμο 3283/2004.

1.1 ΤΑ ΕΙΔΗ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια – ως ένα επενδυτικό προϊόν -κατατάσσονται από τη νομοθεσία, σε 4 κατηγορίες ανάλογα με το είδος των κινητών αξιών τις οποίες περιλαμβάνουν στο χαρτοφυλάκιο τους και σε 2 κατηγορίες με βάση τη γεωγραφική κατανομή των επενδύσεών τους. Αναλυτικότερα:

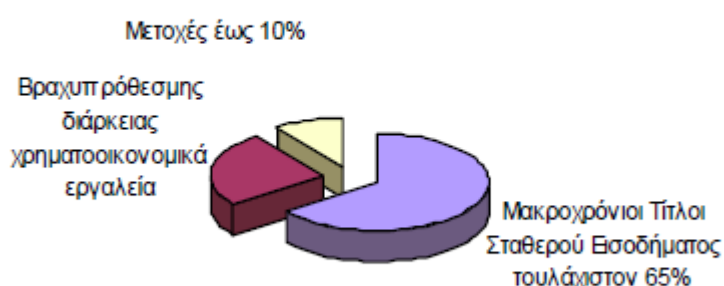
1.1.1 ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΣΥΣΤΑΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

A/K Διαχείρισεως Διαθεσίμων ή Χρηματαγορών (Money – Market Funds)

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισεως Διαθεσίμων επενδύουν τουλάχιστον 65% του χαρτοφυλακίου τους σε καταθέσεις και σε μέσα της χρηματαγοράς και δευτερευόντως σε τίτλους σταθερού εισοδήματος ενώ παράλληλα, δεν επιτρέπεται η επένδυση σε μετοχές. Η διαχείριση των εν λόγω προϊόντων γίνεται κατά τέτοιο τρόπο ώστε ο μεριδιούχος να αναλαμβάνει τον ελάχιστο δυνατό κίνδυνο. Τα A/K Διαχείρισης Διαθεσίμων απευθύνονται σε συντηρητικούς επενδυτές που αποβλέπουν σε αποδόσεις μέσω επενδύσεων περιορισμένου σχετικά κινδύνου και οι επενδύσεις αυτές επηρεάζονται από τις επιτοκιακές μεταβολές των χρηματαγορών.

Γράφημα 1.1: Αμοιβαία κεφάλαια Διαχείρισεως Διαθεσίμων

Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων



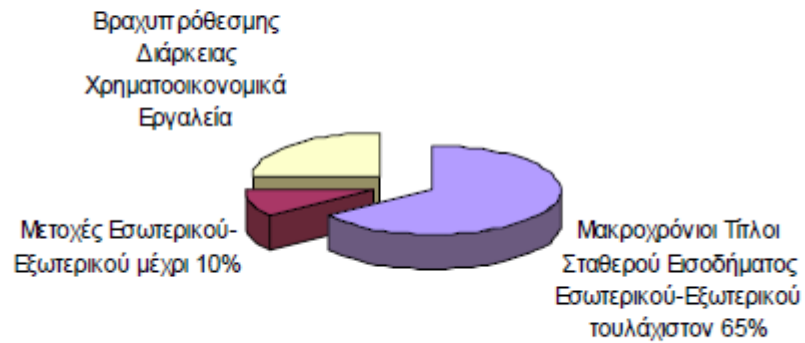
Ομολογιακά ή Εισοδήματος A/K

- **Ομόλογα ελληνικού δημοσίου, κρατικών οργανισμών και τοπικής αυτοδιοίκησης (Government bond funds)**
- **Ομόλογα ιδιωτικών επιχειρήσεων (Corporate bond funds)**
- **Ομολογίες εταιρειών υψηλού κινδύνου (High-yield bond funds, Junk – bonds funds)**

Τα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύουν κατ' ελάχιστο σε ποσοστό 65% του καθαρού ενεργητικού τους σε ομόλογα και ομολογίες της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς ικανοποιητικής πιστοληπτικής διαβάθμισης και δευτερευόντως σε προϊόντα της χρηματαγοράς, ενώ δύναται να επενδύουν σε μετοχές σε ποσοστό μικρότερο του 10% ως προς το καθαρό ενεργητικό τους. Η διαχείριση των εν λόγω προϊόντων γίνεται κατά τέτοιο τρόπο ώστε ο μεριδιούχος να αναλαμβάνει χαμηλό επενδυτικό κίνδυνο, προερχόμενο κυρίως από τον σχετικά χαμηλό επιτοκιακό κίνδυνο που συνεπάγεται η διακράτηση χαρτοφυλακίου ομολόγων με σχετικά περιορισμένη μεσοσταθμική διάρκεια. Τα Ομολογιακά Α/Κ απευθύνονται σε επενδυτές που ο χρονικός ορίζοντας της επένδυσης τους είναι μεσοπρόθεσμος και που αναζητούν αποδόσεις ανταγωνιστικές σε σχέση με τις αποδόσεις των προθεσμιακών καταθέσεων ή των Έντοκων Γραμματίων Ελληνικού δημοσίου μέσω ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου που αποτελείται κυρίως από Ελληνικά Ομόλογα

Γράφημα 1.2 : Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια

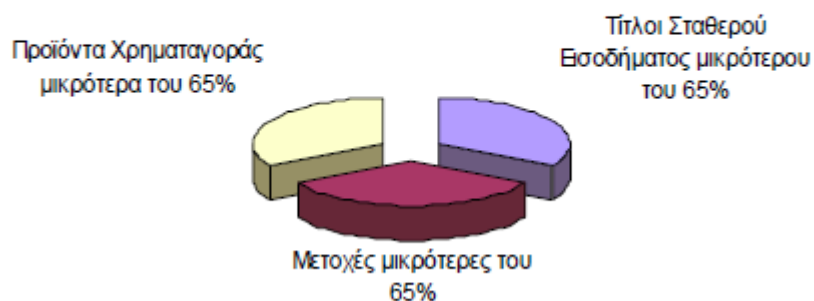
Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια



Μικτά Α/Κ

Τα μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύουν τουλάχιστον 10% του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχές και τουλάχιστον 10% σε ομόλογα. Επιπλέον, το μέγιστο ποσοστό επένδυσης σε μετοχές ή ομολογίες και σε μέσα χρηματαγοράς δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το 65% του καθαρού ενεργητικού τους.

Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια



Γράφημα 1.3 : Μικτά Αμοιβαία κεφάλαια

Μετοχικά ή Αναπτυξιακά Α/Κ

- **Aggressive-growth funds / go-go funds**
- **Small-company funds**
- **Growth funds**
- **Growth-and-income funds**
- **Equity-income funds**

Specialized funds (Sector funds, Utility funds, Precious – metals funds)

Τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύουν τουλάχιστον 65% του χαρτοφυλακίου τους σε μετοχές. Όσον αφορά στα Αμοιβαία Κεφάλαια τα οποία αναπαράγουν τη σύνθεση χρηματιστηριακού δείκτη (Index Funds), πρέπει να επενδύουν ποσοστό τουλάχιστον 95% του καθαρού ενεργητικού

τους σε μετοχές οι οποίες περιλαμβάνονται στο συγκεκριμένο χρηματιστηριακό δείκτη.

Γράφημα 1.4 : Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια



Ειδικού Τύπου (Speciality Funds)

➤ **A/K Funds of Funds**

Τα Funds of Funds είναι Αμοιβαία Κεφάλαια τα οποία επενδύουν το ενεργητικό τους σε μερίδια άλλων Αμοιβαίων Κεφαλαίων της ίδιας ή διαφορετικής εταιρίας. Ανάλογα με την σύσταση του χαρτοφυλακίου τους διακρίνονται σε Funds of Funds Ομολογιακά, Μικτά ή Μετοχικά.

➤ **Option – Income Funds**

Τα Χαρτοφυλάκια αυτών των αμοιβαίων περιλαμβάνουν επενδύσεις σε options, δηλαδή οι διαχειριστές των συγκεκριμένων χαρτοφυλακίων αγοράζουν / πωλούν δικαιώματα αγοράς ή πώλησης μετοχών.

➤ Index Funds

Είναι ένα αμοιβαίο κεφάλαιο το οποίο “αντιγράφει” σε μεγάλο βαθμό τη διάρθρωση του χρηματιστηριακού δείκτη. Συγκροτείται, δηλαδή, από μετοχές εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών, οι οποίες συγκροτούν το γενικό δείκτη της συγκεκριμένης χρηματιστηριακής αγοράς. Η βαρύτητα που έχει η διάρθρωση των συγκεκριμένων μετοχών είναι αντίστοιχη με αυτή του γενικού δείκτη και άρα στόχος του συγκεκριμένου αμοιβαίου είναι να επιτύχει τις αποδόσεις του γενικού δείκτη με τον οποίο συνδέεται.

1.1.2 ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΓΕΩΓΡΑΦΙΚΗΣ ΚΑΤΑΝΟΜΗΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Α/Κ Εσωτερικού:

Επενδύουν κυρίως σε χρηματοπιστωτικά μέσα που εκδίδονται από εκδότη που έχει την καταστατική του έδρα στην Ελλάδα.

Α/Κ Εξωτερικού:

Επενδύουν κυρίως σε χρηματοπιστωτικά μέσα που εκδίδονται από εκδότη που έχει την καταστατική του έδρα στο εξωτερικό.

1.2 ΤΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ & ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

1.2.1 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ

Πέρα από τη δυνατότητα επίτευξης υψηλών αποδόσεων σε βάθος χρόνου, οι επενδύσεις σε Αμοιβαία Κεφάλαια παρουσιάζουν μια σειρά μοναδικών πλεονεκτημάτων τα οποία τις καθιστούν ως μια από τις πλέον δημοφιλείς επιλογές για το ευρύ επενδυτικό κοινό :

Εύκολη πρόσβαση στις ευκαιρίες κερδών των παγκόσμιων αγορών

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια παρέχουν στους επενδυτές τη δυνατότητα να επενδύσουν σε οποιαδήποτε αγορά στην Ελλάδα ή το εξωτερικό, σε τοποθετήσεις χαμηλού ή υψηλού ρίσκου.

Μειωμένος επενδυτικός κίνδυνος λόγω διασποράς

Στα Αμοιβαία Κεφάλαια, τα χρήματα των επενδυτών τοποθετούνται σε πολλά και διαφορετικά είδη αξιόγραφων, τα οποία παρουσιάζουν και διαφορετικά μεταξύ τους ποιοτικά χαρακτηριστικά. Με τον τρόπο αυτό, μειώνονται οι διακυμάνσεις και συνεπώς ελαχιστοποιείται ο επενδυτικός κίνδυνος.

Επαγγελματική διαχείριση

Η αξιολόγηση των πολυπληθών εναλλακτικών επενδυτικών ευκαιριών αποτελεί αναμφίβολα ένα δύσκολο έργο για το μέσο επενδυτή. Οι Εταιρίες Διαχείρισεως διαθέτουν επιτελεία από καταξιωμένα στελέχη του χώρου, με υψηλή κατάρτιση και εμπειρία, καθώς και τις απαραίτητες υποδομές, ώστε να παρακολουθούν και να αξιολογούν τις εξελίξεις και τις επενδυτικές ευκαιρίες, τόσο στην Ελληνική, όσο και στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

Μικρό κεφάλαιο για επένδυση

Η απόδοση που επιτυγχάνει το Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι ίδια για όλους τους μεριδιούχους του, ανεξάρτητα από το ποσό το οποίο αυτοί έχουν επενδύσει. Για το λόγο αυτό τα Αμοιβαία Κεφάλαια έχουν χαρακτηριστεί διεθνώς, ως ο πλέον "δημοκρατικός" θεσμός στον χώρο των επενδύσεων. Επιπλέον, τα Αμοιβαία Κεφάλαια παρέχουν τη δυνατότητα στον επενδυτή να συμμετάσχει σε ένα διαφοροποιημένο (με επαρκή διασπορά και κατ' επέκταση μειωμένο

επενδυτικό κίνδυνο) χαρτοφυλάκιο με ένα σχετικά μικρό κεφάλαιο. Στην περίπτωση που επέλεγε να επενδύσει μεμονωμένα, τότε η επίτευξη διασποράς στο χαρτοφυλάκιο του, θα απαιτούσε αγορά πολλών διαφορετικών τίτλων και συνεπώς σημαντικό ύψος κεφαλαίων.

Μεγάλη διαπραγματευτική δύναμη

Τα κεφάλαια των επενδυτών, ανεξαρτήτως ύψους, αποκτούν τη διαπραγματευτική δύναμη του συνολικού ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι σε θέση να πετύχει πιο ευνοϊκούς όρους στην αγορά και πώληση αξιόγραφων, αλλά και στην τοποθέτηση κεφαλαίων στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου, σε σύγκριση με τους μεμονωμένους επενδυτές.

Ευελιξία

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι επίσης μια πολύ ευέλικτη μορφή επένδυσης. Συγκεκριμένα, ο επενδυτής μπορεί να επενδύσει σε αυτά οποιαδήποτε εργάσιμη ημέρα, ενώ το ελάχιστο ποσό που απαιτείται για τη συμμετοχή του στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι τις περισσότερες φορές μικρό. Επιπλέον, ένας επενδυτής έχει τη δυνατότητα να μεταφέρει εύκολα μέρος ή ολόκληρο το κεφάλαιό του από ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο σε άλλο της ίδιας Εταιρίας Διαχείρισεως, σε περίπτωση που κάποια συγκεκριμένη αγορά παρουσιάζει καλύτερες προοπτικές κέρδους.

Άμεση ρευστότητα

Η Ρευστότητα αποτελεί μία από τις πλέον κρίσιμες παραμέτρους σε κάθε μορφή επένδυσης. Ρευστότητα σημαίνει, ο επενδυτής να έχει άμεσα διαθέσιμο το κεφάλαιο του όταν το χρειαστεί. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια προσφέρουν αυτήν τη δυνατότητα σε κάθε επενδυτή, αφού μέσα σε πέντε το

αργότερο ημέρες μπορεί αυτός να εξαγοράσει μέρος ή ολόκληρη την επένδυση του.

Απλότητα διαδικασιών επένδυσης

Οι διαδικασίες επένδυσης είναι εξαιρετικά απλές και ταχείες. Επιπλέον, ο αυστηρός έλεγχος που ασκείται από τους εμπλεκόμενους φορείς (Α.Ε.Δ.Α.Κ, Θεματοφύλακας), καθιστούν ουσιαστικά αδύνατη οποιαδήποτε παρατυπία.

Ευκολία παρακολούθησης της επένδυσης

Ο επενδυτής έχει τη δυνατότητα να παρακολουθεί την πορεία της επένδυσής του εύκολα, χωρίς απαραίτητα να είναι κάτοχος εξειδικευμένων ως προς το χώρο γνώσεων. Η σχετική νομοθεσία προβλέπει μια σειρά ενημερωτικών εντύπων τα οποία παρέχονται στους επενδυτές από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. Επιπλέον, στον ημερήσιο οικονομικό τύπο δημοσιεύονται καθημερινά οι αποτιμήσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων της Ελληνικής αγοράς.

Αυστηρό Νομικό Πλαίσιο

Για την προστασία και την ασφάλεια των επενδυτών, ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων διέπεται από ειδική Νομοθεσία (Ν. 1969/91). Η νομοθεσία αυτή, ορίζει αυστηρά τις υποχρεώσεις των Εταιριών Διαχείρισεως και θέτει σαφείς όρους στον τρόπο που τα Αμοιβαία Κεφάλαια τοποθετούν τα χρήματα των επενδυτών. *Πρωτονοτάριος Γιώργος. (2011).*

1.2.3 ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ

Ο συνετός επενδυτής θα πρέπει να γνωρίζει ότι πάντα για κάθε επενδυτικό προϊόν που υπάρχει στην αγορά υπάρχουν μια σειρά από άλλα ανταγωνιστικά επενδυτικά προϊόντα τα οποία ενδέχεται να ικανοποιούν καλύτερα τις συγκεκριμένες ανάγκες του. Υπάρχουν λοιπόν αρκετές περιπτώσεις όπου τα αμοιβαία κεφάλαια δεν ενδείκνυνται ως μορφή επένδυσης. Τέτοιες περιπτώσεις είναι οι ακόλουθες:

- Υπάρχουν άτομα πεπειραμένα στην επιλογή μετοχών και δημιουργία χαρτοφυλακίων, οι οποίοι προτιμούν να δημιουργούν τα δικά τους χαρτοφυλάκια.
- Επενδυτές με αποστροφή στον κίνδυνο (risk averse) αρέσκονται να επενδύουν μόνο σε ομόλογα, ομολογίες, ΕΓΕΔ και τραπεζικούς λογαριασμούς.
- Το κεφάλαιο τους είναι μεταβλητό με αποτέλεσμα οι επενδυτές να παρασύρονται και να αντιδρούν υπερβολικά στις διακυμάνσεις της αγοράς, με αποτέλεσμα πολλές φορές όταν η αγορά είναι ανοδική να πιέζουν τους διαχειριστές να αγοράζουν υπερτιμημένα αξιόγραφα.

Για την διαχείριση των Αμοιβαίων κεφαλαίων η εκάστοτε ΑΕΔΑΚ κρατάει για κάθε συναλλαγή ένα ποσοστό προμήθειας καθώς και χρεώνει μία ετήσια αμοιβή διαχείρισης που κυμαίνεται από 0,5% έως 1,5%. *Πρωτονοτάριος Γιώργος. (2011).*

1.3 ΒΑΣΙΚΗ ΟΡΟΛΟΓΙΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Τι είναι μια Α.Ε.Δ.Α.Κ.:

Α.Ε.Δ.Α.Κ. ονομάζεται η εταιρία που έχει ως σκοπό την διαχείριση ενός ή πολλών αμοιβαίων κεφαλαίων. Συνάμα δύναται να παρέχει επενδυτικές συμβουλές καθώς επίσης και υπηρεσίες φύλαξης και διοικητικής διαχείρισης

μεριδίων Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων. Για την διαχείριση του κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου η Α.Ε.Δ.Α.Κ. εισπράττει προμήθεια που εκφράζεται ως ποσοστό επί του καθαρού ενεργητικού του, ανάλογα με τι ορίζει ο κανονισμός του αμοιβαίου κεφαλαίου. Άρθρο 4 του Ν.3283

Απόδοση:

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια δεν δίνουν τόκο αλλά κέρδος και το κέρδος μετρίεται σαν απόδοση και δεν είναι τίποτα άλλο από την αύξηση που έχει επιτευχθεί στα χρήματα του μεριδιούχου, δηλαδή η διαφορά στην τιμή καθώς και το μέρισμα που λαμβάνει κάθε χρόνο.

Ενεργητικό / Καθαρό Ενεργητικό:

Ενεργητικό είναι το σύνολο της περιουσίας ενός αμοιβαίου κεφαλαίου. Το μέγεθος του ενεργητικού μεταβάλλεται συνεχώς ανάλογα με τις αγορές / πωλήσεις μεριδίων αλλά και τα κέρδη / ζημιές από τις τοποθετήσεις που πραγματοποιεί ένα αμοιβαίο κεφαλαίο. Στο τέλος κάθε ημέρας το σύνολο του ενεργητικού ενός αμοιβαίου κεφαλαίου αποτιμάται σε τρέχουσες τιμές και αφού αφαιρεθούν τα έξοδα προκύπτει το καθαρό ενεργητικό.

Αίτηση Συμμετοχής:

Ονομάζεται η αίτηση που υποβάλλει ένας επενδυτής σε μια ΑΕΔΑΚ προκειμένου να αγοράσει μερίδια και συμμετέχει σε ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο.

Αίτηση Εξαγοράς:

Ονομάζεται η αίτηση που υποβάλλει ένας επενδυτής (μεριδιούχος πλέον) σε μια ΑΕΔΑΚ προκειμένου να ρευστοποιήσει ένα μέρος ή την συνολική τοποθέτηση του (μερίδια).

Τιμή Διάθεσης Μεριδίου:

Αποτελεί την τιμή στην οποία ο επενδυτής δύναται να αγοράσει ένα μερίδιο ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου από μια ΑΕΔΑΚ. Υπολογίζεται εάν από την καθαρή τιμή ενός μεριδίου προστεθεί η προμήθεια αγοράς όπως αυτή ορίζεται στον Κανονισμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Τιμή Εξαγοράς Μεριδίου:

Αποτελεί την τιμή στην οποία ο επενδυτής δύναται να ρευστοποιήσει τα μερίδια του σε μια ΑΕΔΑΚ. Υπολογίζεται εάν από την καθαρή τιμή ενός μεριδίου αφαιρεθεί η προμήθεια εξαγοράς όπως αυτή ορίζεται στον Κανονισμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

Καθαρή Τιμή Μεριδίου:

Η καθαρή τιμή ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου υπολογίζεται μετά τη διαίρεση του συνολικού ενεργητικού με τον συνολικό αριθμό μεριδίων.

Υπεραξία:

Η αύξηση της τιμής ενός μεριδίου εξαιτίας της πραγματοποίησης κεφαλαιακών κερδών.

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς:

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποτελεί το Εποπτικό Όργανο των Εταιριών Διαχείρισεως και των Εταιριών Επενδύσεων. Είναι το αντίστοιχο της Τράπεζας της Ελλάδος για τις Τράπεζες. Υπάγεται στο Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας και χορηγεί την άδεια λειτουργίας στις Α.Ε.Δ.Α.Κ. και στις Ε.Ε.Χ. (Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου) και ελέγχει την λειτουργία τους. Δέχεται και ερεύνα τα παράπονα και τις καταγγελίες των πολιτών σε ότι αφορά τα Α/Κ και τις Ε.Ε.Χ

Θεματοφύλακας:

Ονομάζεται η Τράπεζα στην οποία κατατίθεται η περιουσία ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου και που είναι υπεύθυνη να συνυπογράφει τις εκθέσεις που υποβάλλονται. Παράλληλα ο Θεματοφύλακας εξασφαλίζει ότι τηρούνται οι διατάξεις του Νόμου 3283/2004.

Ενημερωτικό φυλλάδιο και συνοπτικό ενημερωτικό δελτίο:

Το ενημερωτικό φυλλάδιο και το συνοπτικό ενημερωτικό δελτίο είναι έντυπα στα οποία αναγράφονται όσα πρέπει να γνωρίζει ο υποψήφιος μεριδιούχος για το Αμοιβαίο Κεφάλαιο.

Κανονισμός Αμοιβαίου Κεφαλαίου:

Αποτελεί το καταστατικό που ορίζει μεταξύ άλλων τις επιτρεπόμενες επενδύσεις, τους όρους διάθεσης και εξαγοράς των μεριδίων και γενικότερα την λειτουργία ενός αμοιβαίου κεφαλαίου.

Ετήσια και εξαμηνιαία έκθεση:

Η Εταιρία Διαχείρισεως στο τέλος της ετήσιας διαχειριστικής χρήσης και στο τέλος κάθε εξαμήνου καταρτίζει εκθέσεις οι οποίες τίθενται στη διάθεση των

μεριδιούχων. Οι εκθέσεις αυτές περιλαμβάνουν στοιχεία για την περιουσιακή κατάσταση του Α/Κ, για το λογαριασμό αποτελεσμάτων, για τα διανεμόμενα κέρδη ή επανεπενδυόμενα κέρδη, εισροές-εκροές μεριδίων κλπ.

Τι είναι τα ETFs (Exchange Traded Funds)

Τα Exchange Traded Funds (ETFs) είναι διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια σχεδιασμένα να παρακολουθούν την πορεία ενός δείκτη (Για παράδειγμα του δείκτη FTSE 100). Οι συνολικές τοποθετήσεις σε ETFs παγκοσμίως υπολογίζεται ότι ανέρχονται σε 800 δις ευρώ. *Ένωση Θεσμικών Επενδυτών*

1.4 ΕΝΩΣΗ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ

Η "ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΝΩΣΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ ΣΥΛΛΟΓΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ", η συντετμημένη επωνυμία της οποίας είναι "ΕΝΩΣΗ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ", είναι ο φορέας εκπροσώπησης των Ανωνύμων Εταιρειών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.) που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα, καθώς και των Ανωνύμων Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (Α.Ε.Ε.Χ.), Ανωνύμων Εταιρειών Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας (Α.Ε.Ε.Α.Π.) και Ανωνύμων Εταιρειών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Α.Ε.Π.Ε.Υ.).

Η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών ιδρύθηκε το 1985 και είναι νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου, μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα. Η Ε.Θ.Ε. εκφράζει τις θέσεις των εταιρειών-μελών της, συμμετέχει στη νομοπαρασκευαστική διαδικασία στο εθνικό επίπεδο αλλά και στις κανονιστικές εξελίξεις σε ευρωπαϊκό και διεθνές επίπεδο. Στα πλαίσια των εργασιών της η Ε.Θ.Ε συνεργάζεται με αντίστοιχους φορείς και ενώσεις άλλων χωρών. Είναι μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης Συλλογικών Επενδύσεων και Asset Management (European Fund and Asset Management Association-E.F.A.M.A.) και της Διεθνούς Ένωσης Συλλογικών Επενδύσεων (International Investment Funds Association-I.I.F.A.)

Τα Μέλη της Ένωσης διακρίνονται σε Τακτικά και Συνδεδεμένα.

Τακτικά Μέλη της Ε.Θ.Ε μπορούν να καταστούν νομικά πρόσωπα τα οποία υπόκεινται σε εποπτεία και που έχουν: Έδρα ή εγκατάσταση στην Ελλάδα και δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα στη διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων, ή/και άλλων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες, ή/και άλλων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων (είτε κινητών αξιών, είτε ακίνητης περιουσίας) ή/και στη διαχείριση επενδύσεων χαρτοφυλακίου ίδιων περιουσιακών στοιχείων (είτε κινητών αξιών, είτε ακίνητης περιουσίας) με βάση την αρχή της κατανομής των κινδύνων.

Έδρα ή εγκατάσταση στην Ελλάδα και δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα στην παροχή της επενδυτικής υπηρεσίας της διαχείρισης επενδυτικών χαρτοφυλακίων πελατών τους, Έδρα εκτός Ελλάδας και δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα χωρίς εγκατάσταση, υπό το κοινοτικό καθεστώς της ελεύθερης παροχής υπηρεσιών, στη διαχείριση ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων.

Συνδεδεμένα **Μέλη της Ένωσης** μπορούν να είναι νομικά πρόσωπα ελληνικού ή κοινοτικού δικαίου τα οποία δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα στη διαχείριση ή/και στη διάθεση οργανισμών συλλογικών επενδύσεων, στη διαχείριση επενδυτικών χαρτοφυλακίων πελατών. Επίσης Συνδεδεμένα Μέλη της Ε.Θ.Ε. μπορούν να είναι Ασφαλιστικά Ταμεία, Επαγγελματικά Ταμεία και Φορείς Κοινωνικής Ασφάλισης, ασφαλιστικές επιχειρήσεις, πιστωτικά ιδρύματα καθώς και επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στο χρηματοοικονομικό τομέα.

Καταστατικός σκοπός

Ο σκοπός της Ένωσης από το Καταστατικό της ορίζεται:

Η προώθηση και ανάπτυξη του θεσμού της επαγγελματικής διαχείρισης συλλογικών επενδύσεων και επενδύσεων χαρτοφυλακίου, ως αποτελεσματικό μέσο οικονομικής και κοινωνικής προόδου και διασφάλισης της προστασίας του επενδυτικού κοινού και η προαγωγή και ανάπτυξη της δραστηριότητας των μελών της και προάσπιση των επαγγελματικών συμφερόντων τους.

Για την υλοποίηση των σκοπών της η Ένωση:

- Προβάλλει και προάγει το θεσμό των συλλογικών επενδύσεων και των επενδύσεων χαρτοφυλακίου και της επαγγελματικής διαχείρισης αυτών.
- Προάγει τον υγιή ανταγωνισμό και την εφαρμογή κανόνων δεοντολογίας στον κλάδο.
- Ενημερώνει, επιμορφώνει και εκπαιδεύει τα μέλη της και το κοινό για θέματα που άπτονται του θεσμού της επαγγελματικής διαχείρισης συλλογικών επενδύσεων και του χρηματοπιστωτικού συστήματος.
- Προωθεί τη διαμόρφωση νομοθετικού και ρυθμιστικού πλαισίου ανταγωνιστικού για τα μέλη της, για το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα και για την ελληνική οικονομία εν γένει.
- Επικουρεί τη διαμόρφωση κοινών θέσεων των μελών της επί του νομοθετικού και κανονιστικού πλαισίου που τα διέπει, με τη συμμετοχή της σε προπαρασκευαστικές αυτού εργασίες, και με τη γνωμοδότηση προς τα μέλη της και προς φορείς του κλάδου, επί νόμων και κανονισμών που διέπουν τη λειτουργία των μελών της και που χρήζουν ερμηνείας ή ομοιόμορφης εφαρμογής.
- Αναπτύσσει σχέσεις και εκπροσωπεί τα μέλη της ενώπιον ημεδαπών, αλλοδαπών και διεθνών αρχών, οργανισμών και συγγενών με τους σκοπούς της ενώσεων. (Ένωση Θεσμικών Επενδυτών)

1.5 Η ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς είναι αρμόδια για την εποπτεία της εφαρμογής των διατάξεων της νομοθεσίας για την κεφαλαιαγορά, είναι νομικό πρόσωπο

δημοσίου δικαίου και λειτουργεί αποκλειστικά για λογαριασμό του δημοσίου συμφέροντος. Η λειτουργία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς δεν επιβαρύνει τον κρατικό προϋπολογισμό, τα έσοδά της προέρχονται από τέλη και εισφορές των εποπτευόμενων φορέων. Ο προϋπολογισμός της επιτροπής αυτής συντάσσεται από το διοικητικό συμβούλιο και εγκρίνεται από τον αρμόδιο υπουργό, δηλαδή τον υπουργό οικονομίας και οικονομικών. Το διοικητικό συμβούλιο λειτουργεί βάσει του νόμου. Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς έχει άμεση σχέση και υποβάλλει όλες τις παρατηρήσεις της και τις προτάσεις, απευθείας στον πρόεδρο της βουλής και στον υπουργό οικονομίας και οικονομικών. Ο πρόεδρος της επιτροπής κεφαλαιαγοράς καλείται τουλάχιστον δύο φορές το χρόνο από την αρμόδια επιτροπή της βουλής με σκοπό την ενημέρωση της επιτροπής αυτής για τα θέματα την κεφαλαιαγοράς.

Στόχος της επιτροπής κεφαλαιαγοράς αποτελεί η διασφάλιση της ακεραιότητας της αγοράς, ο περιορισμός του συστηματικού κινδύνου και η προστασία του επενδυτικού κοινού με την προώθηση της διαφάνειας. Αρμοδιότητα της επιτροπής κεφαλαιαγοράς είναι η εποπτεία ενός συνόλου ανωνύμων εταιριών. Πιο συγκεκριμένα οι εταιρίες αυτές είναι οι εξής: • ανώνυμες χρηματιστηριακές εταιρίες, ανώνυμες εταιρίες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, ανώνυμες εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, ανώνυμες εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, ανώνυμες εταιρίες επενδύσεων ακίνητης περιουσίας και ανώνυμες εταιρίες επενδυτικής διαμεσολάβησης. Οι εισηγμένες εταιρίες στο χρηματιστήριο των Αθηνών εποπτεύονται επίσης από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς ως προς τη τήρηση της χρηματιστηριακής νομοθεσίας αναφορικά με τα θέματα νομιμότητας των πράξεων που συνδέονται με την προστασία των επενδυτών. Τα μέλη διοικητικών συμβουλίων και τα διευθυντικά στελέχη όλων των προαναφερόμενων φορέων υπόκεινται σε εποπτικές υποχρεώσεις προς την επιτροπή κεφαλαιαγοράς. Στους εποπτευόμενους από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς φορείς περιλαμβάνονται επίσης οι οργανωμένες αγορές και οι φορείς εκκαθάρισης, όπως η αγορά αξιών και η αγορά παραγώγων του χρηματιστηρίου των Αθηνών και η εταιρία «Ελληνικά Χρηματιστήρια» ως φορέας εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών επί κινητών αξιών και επί παραγώγων αλλά και τα συστήματα αποζημίωσης επενδυτών και διασφάλισης συναλλαγών, όπως το συνεχγηθητικό κεφάλαιο και το επικουρικό

κεφάλαιο. Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς είναι αρμόδια για την έγκριση ενημερωτικών δελτίων όσον αφορά τις ανάγκες πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού κατά τη διενέργεια δημοσίων προσφορών και την εισαγωγή κινητών αξιών σε οργανωμένη αγορά. Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς έχει την αρμοδιότητα να επιβάλλει διοικητικές κυρώσεις (επίπληξη, χρηματικό πρόστιμο, αναστολή λειτουργίας, αφαίρεση άδειας) σε εποπτευόμενα νομικά και φυσικά πρόσωπα που παραβαίνουν τη νομοθεσία για την κεφαλαιαγορά. Ως εθνική εποπτική αρχή, η επιτροπή κεφαλαιαγοράς συνάπτει διμερείς και πολυμερείς συμφωνίες με άλλες εποπτικές αρχές για την ανταλλαγή εμπιστευτικών πληροφοριών και τη συνεργασία σε θέματα της αρμοδιότητάς της. Είναι ενεργό μέλος της επιτροπής των ευρωπαϊκών ρυθμιστικών αρχών της κεφαλαιαγοράς και του διεθνούς οργανισμού επιτροπών κεφαλαιαγοράς.

ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ:

Το διοικητικό συμβούλιο αποτελείται από τον πρόεδρο, δύο αντιπροέδρους και έξι μέλη. Ο πρόεδρος και οι δύο αντιπρόεδροι του διοικητικού συμβουλίου διορίζονται από τον υπουργό οικονομίας και οικονομικών ύστερα από σύμφωνη γνώμη της αρμόδιας επιτροπής της ελληνικής βουλής για τον πρόεδρο. Τα υπόλοιπα έξι μέλη επιλέγονται από κατάλογο δεκαοκτώ υποψηφίων που υποβάλλεται από κοινού από την τράπεζα της Ελλάδος, το διοικητικό συμβούλιο του χρηματιστηρίου των Αθηνών, την ένωση θεσμικών επενδυτών, τον σύνδεσμο ελληνικών βιομηχανιών, τον σύνδεσμο μελών Χρηματιστηρίων Αθηνών και την ένωση ελληνικών τραπεζών και διορίζονται με απόφαση του υπουργού οικονομίας και οικονομικών.

Το διοικητικό συμβούλιο της επιτροπής κεφαλαιαγοράς έχει κατά βάση τις εξής αρμοδιότητες

- τη χάραξη της γενικής πολιτικής,
- τη θέσπιση κανονιστικών πράξεων,

- την παροχή και ανάκληση αδειών, την επιβολή κυρώσεων, τη σύνταξη του προϋπολογισμού, τη σύσταση και τροποποίηση του κανονισμού εσωτερικής διοίκησης και λειτουργίας και τη λήψη αποφάσεων για θέματα προσωπικού.

Το διοικητικό συμβούλιο συγκαλείται τουλάχιστον δύο φορές το μήνα από τον πρόεδρο και συνεδριάζει, εφόσον παρίστανται αυτοπροσώπως πέντε τουλάχιστον μέλη.

ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ:

Η εκτελεστική επιτροπή αποτελείται από τον πρόεδρο και τους δύο αντιπροέδρους και είναι επιφορτισμένη με την εκτέλεση των αποφάσεων του διοικητικού συμβουλίου. Έχει την ευθύνη για σειρά θεμάτων για τα οποία της έχει εκχωρηθεί αρμοδιότητα από το διοικητικό συμβούλιο, για την καθημερινή διοίκηση της επιτροπής κεφαλαιαγοράς και για την επίβλεψη της λειτουργίας των υπηρεσιών της.

Επίσης η εκτελεστική επιτροπή εκπροσωπεί την επιτροπή κεφαλαιαγοράς δικαστικά ενώπιον των ελληνικών και των αλλοδαπών δικαστηρίων. (Ένωση Θεσμικών Επενδυτών)

1.6 ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟ ΚΑΘΕΣΤΩΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Το φορολογικό καθεστώς που διέπει τα Αμοιβαία Κεφάλαια καθορίζεται από το Άρθρο 15 του Νόμου 3522/22.12.2006, ο οποίος αντικατέστησε την παράγραφο 3 του άρθρου 33 του ν. 3283/2004 ως εξής:

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ. υποχρεούται σε καταβολή φόρου, του οποίου ο συντελεστής ορίζεται σε δέκα τοις εκατό (10%) επί του εκάστοτε ισχύοντος επιτοκίου παρέμβασης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (Επιτοκίου Αναφοράς), προσαυξανόμενου ως ακολούθως, αναλόγως της κατηγορίας κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου βάσει της υπ' αριθ. 1/317/11.11.2004 αποφάσεως του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (ΦΕΚ 1746Β'/26.11.2004), όπως εκάστοτε ισχύει:

- για αμοιβαία κεφάλαια διαθέσιμων άνευ προσαυξήσεως
- για ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια, κατά είκοσι πέντε εκατοστά της μονάδας (0,25)
- για μικτά αμοιβαία κεφάλαια, κατά πέντε δέκατα της μονάδας (0,5)
- για μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια και για κάθε άλλο τύπο αμοιβαίων πλην των αναφερομένων πιο πάνω περιπτώσεων, κατά μία (1) μονάδα.

Ο φόρος υπολογίζεται επί του εξαμηνιαίου μέσου όρου **του καθαρού ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου**, λογίζεται καθημερινά και αποδίδεται στην αρμόδια Δημόσια Οικονομική Υπηρεσία μέσα στο πρώτο δεκαπενθήμερο των μηνών Ιουλίου και Ιανουαρίου του επόμενου εξαμήνου από τον υπολογισμό του. Η καταβολή του φόρου γίνεται στο όνομα και για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Σε περίπτωση αμοιβαίου κεφαλαίου το οποίο επενδύει το ενεργητικό του σε μερίδια άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων (άρθρο 23 του ν. 3283/2004), ο οφειλόμενος φόρος υπολογίζεται ανάλογα με την κατηγορία στην οποία κατατάσσεται το αμοιβαίο αυτό κεφάλαιο με βάση την ανωτέρω απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Ο φόρος ο οποίος αναλογεί επί των επιμέρους αμοιβαίων κεφαλαίων και έχει καταβληθεί εκπίπτει μέχρι του ποσού του οφειλόμενου φόρου από το αμοιβαίο κεφάλαιο του παρόντος εδαφίου.

Σε περίπτωση μεταβολής του Επιτοκίου Αναφοράς ή της κατάταξης του αμοιβαίου κεφαλαίου, η προκύπτουσα νέα βάση υπολογισμού του φόρου ισχύει από την πρώτη ημέρα του επομένου της μεταβολής μήνα. Με την καταβολή του φόρου εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση του αμοιβαίου κεφαλαίου και των μεριδιούχων του. Οι διατάξεις των άρθρων 113 και 116 του Κώδικα Φορολογίας Εισοδήματος εφαρμόζονται ανάλογα και για το φόρο που οφείλεται με βάση τις διατάξεις αυτής της παραγράφου. (Ένωση Θεσμικών Επενδυτών)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

2.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

Η ιστορία της αρχαίας Ελλάδας και η συμβολή της στον πολιτισμό, στη γέννηση της δημοκρατίας των τεχνών και των γραμμάτων είναι γνωστή και αδιαμφισβήτητη εξ' ολοκλήρου στο σύγχρονο κόσμο.

Αυτό που δε γνωρίζουν πολλοί, συμπεριλαμβανομένου και εμού μέχρι πρόσφατα, είναι η δημιουργία του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων στην αρχαία Ελλάδα.

Η ενασχόληση των προγόνων μας με οικονομικά θέματα έχει τις ρίζες της στην Κλασική περίοδο, με τις πρωτοποριακές οικονομικές ιδέες του Ξενοφώντα (430 - 355 π.Χ.), του Πλάτωνα (427 - 347 π.Χ.) και του Αριστοτέλη (384 - 322 π.Χ.), οι οποίοι αποτέλεσαν τους προδρόμους της μικροοικονομικής, της μακροοικονομικής και της νομισματικής πολιτικής.

Η ιδέα ότι τα οικονομικά αποτελούν επιστήμη, την οικονομία, τη συνέλαβε ο Σωκράτης. Ο Ξενοφώντας στο σύγγραμμά του «Οικονομικός» αναφέρεται στη σωστή διαχείριση του οίκου. Στην αρχαία Αθήνα εφάρμοσαν ένα σύστημα συμμετοχής των πολιτών στις δημόσιες δαπάνες σύμφωνα με τη φοροδοτική τους ικανότητα ώστε να μεγιστοποιηθεί η χρησιμότητα για όλους τους πολίτες. Φίλιππας Δ. Νικόλαος(2010)

Η έννοια της γέννησης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων έχει τη βάση της στην αρχαία Ελλάδα.

Ύστερα από τις νικηφόρες μάχες των Ελλήνων απέναντι στους Πέρσες , ιδρύθηκε η Α΄ Αθηναϊκή Συμμαχία ή Συμμαχία της Δήλου (478 π.Χ.). Έγινε λοιπόν η συγκέντρωση μιας κοινής περιουσίας από τους συμμάχους υπό μια κοινή διαχείριση, με βασικό σκοπό την προστασία των πόλεων που συμμετείχαν στη συμμαχία από μελλοντικές επιθέσεις οιοδήποτε εχθρού. Για τον λόγο αυτό, τα πρώτα αμοιβαία κεφάλαια στην Ελλάδα είχαν ονομασία από την αρχαιότητα, όπως Ερμής (Εμπορική, 1972), Δήλος (Εθνική, 1973) και Δελφοί (Κτηματική, 1975) .

Έδρα της Συμμαχίας ήταν η ιερή νήσος Δήλος, όπου βρισκόταν το συμμαχικό ταμείο μέχρι το 454 π.Χ., όπου το κοινό ταμείο μεταφέρθηκε τελικά στην Αθήνα από τον Περικλή, μετατρέποντας ουσιαστικά τη Συμμαχία σε Αθηναϊκή Ηγεμονία. Θεωρείται μάλιστα ότι το συμμαχικό ταμείο αποτέλεσε το οικονομικό υπόβαθρο του «χρυσού αιώνα». Φίλιππος Δ. Νικόλαος(2010)

Επομένως η κοινή περιουσία που δημιουργήθηκε από τους διάφορους συμμάχους στην Α΄ Αθηναϊκή Συμμαχία και το γεγονός ότι η κοινή αυτή περιουσία τελούσε υπό μια ενιαία διαχείριση αποτελεί τη γέννηση της έννοιας των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Αρχαία Ελλάδα.

2.1.1 Η ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Στο σύγχρονο κόσμο τα πρώτα Αμοιβαία Κεφάλαια δημιουργήθηκαν στην Ευρώπη. Ένας Ολλανδός έμπορος και χρηματιστής ο Abraham van Ketwich κάλεσε διάφορους επενδυτές να σχηματίσουν ένα κεφάλαιο που ονόμασε Eendragt Maakt Magt—the maxim of the Dutch Republic to 1974. Η γέννησή του έγινε λόγω της κρίσης του 1973-74 και στόχος του van Ketwich ήταν να προσφέρει την ευκαιρία στους μικρούς επενδυτές που δε διέθεταν μεγάλα κεφάλαια την ευκαιρία για **διαφοροποίηση**. (Κ. Geert Rouwenhorst. 2004)

Η **διασπορά του κινδύνου** επιτεύχθηκε μέσα από την επένδυση σε διάφορες χώρες όπως στην Αυστρία, τη Δανία, τη Γερμανία, Ισπανία, τη Σουηδία, τη Ρωσία, και μια ποικιλία από αποικιακές φυτείες στην Κεντρική και Νότια Αμερική.

Στους επενδυτές είχε υποσχεθεί ένα μέρος της τάξεως του 4 τοις εκατό ανά χρόνο, το οποίο θα ποίκιλε ανάλογα με το ύψος του ποσού του κάθε επενδυτή. Το αρχικό σχέδιο ήταν να διαλύσει την κοινή αυτή επένδυση μετά από 25 χρόνια. Αρχικά είχαν εκδοθεί δύο χιλιάδες μερίσματα και στο τέλος της επένδυσης τα κέρδη θα μοιράζονταν ανάλογα. (Κ. Geert Rouwenhorst. 2004)

Συνεπώς βάσει των χαρακτηριστικών της επένδυσης θεωρείται ως η πρώτη μορφή Αμοιβαίου Κεφαλαίου που δημιουργήθηκε.

Η επιτυχία που γνώρισε η νέα αυτή μορφή επένδυσης που εισήγαγε ο Ολλανδός, οδήγησε το 1776 μια ομάδα τραπεζιτών από την Ουτρέχτη να δημιουργήσουν μια κοινοπραξία κεφαλαίων με την ονομασία **Voordeelig en Voorsigtig** (κερδοφόρα και Συνετή). Η Voordeelig en Voorsigtig ενημερώνει τους επενδυτές για τα οφέλη που δημιουργούνται από τη διαφοροποιημένη επένδυση χρησιμοποιώντας το παράδειγμα του Ολλανδού Eendragt Maakt Magt. Αναφέρεται πως είναι φρόνιμο να «απλωθούν» οι επενδύσεις σε

πολλούς και στέρεους τίτλους ώστε να αποφευχθεί ο κίνδυνος των διακυμάνσεων που παρατηρούνται σε μια επένδυση.

Το 1779 ο Eendragt Maakt Magt δημιουργεί το δεύτερο αμοιβαίο κεφάλαιο του υπό την ονομασία Concordia Res Parvae Crescunt το οποίο έμοιαζε αρκετά με το πρώτο στη δομή με μια σημαντική διαφορά, ότι το δεύτερο είχε περισσότερη ελευθερία στην επενδυτική του πολιτική.

Παρά τα φιλόδοξα σχέδια που αναπτύχθηκαν γύρω από τα πρώτα αυτά αμοιβαία κεφάλαια δεν είχαν την αναμενόμενη απόδοση κυρίως λόγω διάφορων δυσκολιών που αντιμετώπισαν όπως πόλεμοι στις αναπτυσσόμενες χώρες και άλλα γεγονότα εμπόδισαν την ανάπτυξή τους.

Το πρώτο αμοιβαίο κεφάλαιο που δημιουργείται εκτός Ολλανδίας, είναι το **Foreign & Colonial Government Trust** και ιδρύθηκε το 1868 στο Λονδίνο. Μετονομάστηκε σε The Foreign and Colonial Investment Trust (FCIT) και είναι το παλαιότερο επιζών. (David Chambers and Rui Esteves. 2011)

Η πρόωρη επιτυχία του οφείλεται κατά ένα μεγάλο μέρος στην αντίληψη του τι λείπει από την Αγορά. Μια επένδυση δηλαδή με ευρύτερους γεωγραφικούς στόχους και με διαφοροποίηση στο χαρτοφυλάκιο και σε μια εποχή μάλιστα όπου οι εγχώριοι τίτλοι προσέφεραν ιστορικά χαμηλές αποδόσεις. Η Δομή του αμοιβαίου κεφαλαίου υιοθετήθηκε για πρώτη φορά το 18ο αιώνα και έγινε τόσο δημοφιλής όπου στις αρχές του πρώτου Παγκοσμίου πολέμου είχαν ιδρυθεί 61 εταιρείες επενδύσεων στο Λονδίνο και με κεφαλαιοποίηση πάνω από 60 εκατ. αγγλικές λίρες.

Ένα δεύτερο στοιχείο της επιτυχημένης ανάπτυξης που γνώρισε η FCIT είναι το γεγονός ότι εστίασε το επενδυτικό της ενδιαφέρον σε αναδυόμενες αγορές. Από το ξεκίνημά της ως ένα χαρτοφυλάκιο με καλά επιλεγμένες μετοχές προσέθεσε αποικιακά χρεόγραφα και μετοχές του σιδηροδρόμου των ΗΠΑ. Μέχρι το 1913 λοιπόν η εταιρεία κρατούσε 313 τίτλους, εκ των οποίων το 95% αφορούσε το Νέο Κόσμο, εκτός της Γηραιάς Ηπείρου.

Η FCIT είναι επομένως μια ευκαιρία να αναδειχθούν οι κίνδυνοι και οι ευκαιρίες που αντιμετωπίζουν οι διεθνείς επενδυτικοί οίκοι και τελικά οι

επενδυτές, εφόσον αυτοί αναλαμβάνουν τελικώς τον κίνδυνο. Σε μια περίοδο ραγδαίας ανάπτυξης του κόσμου προσφέρει μια σύγκριση της κατάστασης των αναδυόμενων Αγορών της σημερινής εποχής με την τότε πρώτη παγκοσμιοποίηση της αγοράς των χρηματοοικονομικών προϊόντων. (David Chambers and Rui Esteves. 2011).

Στις αρχές του αιώνα, η χρηματιστηριακή αγορά των Η.Π.Α. χαρακτηρίστηκε από ιδιαίτερα έντονες ανοδικές τάσεις. Πλήθος επενδυτών έσπευσαν να επενδύσουν τα κεφάλαια τους στο χρηματιστήριο. Το νέο, για την εποχή, χαρακτηριστικό του A/K ήταν η δυνατότητα αποχώρησης των συμμετεχόντων όποτε θα το επιθυμούσαν. Όμως, ακόμα, δεν υπήρχε σαφές νομοθετικό και κανονιστικό πλαίσιο για την λειτουργία των A/K και έτσι με τη χρηματιστηριακή κρίση του 1929 πολλοί επενδυτές έχασαν τις περιουσίες τους. Το γεγονός αυτό όμως προκάλεσε την έρευνα από την Αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς η οποία όπως ήταν φυσικό διαπίστωσε σφάλματα και παραλείψεις στη λειτουργία των A/K, που διαπράχθηκαν τόσο πριν όσο και κατά την οικονομική κρίση.

Το 1940 το Κογκρέσο ενέκρινε ένα νόμο, σταθμό διεθνώς, για το θεσμό των A/K ο οποίος ισχύει ακόμα και σήμερα ο γνωστός ως "Investment Company Act". Τη δεκαετία του 1950 οι επενδυτές αρχίζουν και πάλι να ενδιαφέρονται για τα A/K. ενώ στη δεκαετία του 1960 εμφανίζονται κάποιοι ευφυείς διαχειριστές οι οποίοι καταφέρνουν να δημιουργήσουν εκπληκτικές, για τα δεδομένα της εποχής, αποδόσεις.

Η νέα ύφεση όμως στη χρηματιστηριακή αγορά στις αρχές της δεκαετίας του 1970 γίνεται αφορμή για την αποσύνδεση των A/K από το χρηματιστήριο και την αρχή επενδύσεων σε τίτλους της χρηματαγοράς. Η κίνηση αυτή αλλάζει εντελώς το τοπίο και έτσι τα A/K αποτελούν πια το καταφύγιο των επενδυτών σε περιόδους κρίσεων.

Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι στα τέλη της δεκαετίας του 1970 επικρατούσε έξαρση στις αγορές μετάλλων. Έτσι τα A/K επένδυναν, μέσω των χρηματιστηρίων μετάλλων ή παραγώγων, σε χρυσό και πολύτιμα μέταλλα. Με

την επενδυτική αυτή στροφή προς όλες τις αγορές του κόσμου στην ουσία ξεκίνησε η ανοδική πορεία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

2.2 Η ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Το πιο ενδιαφέρον οικονομικό φαινόμενο της δεκαετίας του 1990 ήταν η ταχύτερη ανάπτυξη που γνώρισαν τα Αμοιβαία Κεφάλαια, σε ολόκληρο σχεδόν τον κόσμο. Το γεγονός αυτό παρατηρείται ιδιαίτερα στις ΗΠΑ, όπου το 1992 το συνολικό καθαρό ενεργητικό των Αμοιβαίων Κεφαλαίων αυξήθηκε από 1,6 τρις δολάρια σε 5,5 τρις δολάρια το 1998. Δηλαδή επιτεύχθηκε μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης της τάξεως του 22,4 τοις εκατό. Η ραγδαία ανάπτυξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων παρατηρείται τη δεκαετία του 1990 σε όλες τις χώρες του κόσμου, πλην της Ιαπωνίας και ορισμένων ανατολικών χωρών.

Στις χώρες μέλη της Ευρώπης των 15 παρατηρείται αύξηση στο συνολικό ενεργητικό των Αμοιβαίων Κεφαλαίων από 1 τρις δολάρια ΗΠΑ το 1992 σε 2,6 τρις δολάρια το 1998, πετυχαίνοντας έτσι ετήσια αύξηση 17,7 τοις εκατό.

Αξίζει να επισημανθεί πως συγκεκριμένα η Ελλάδα, ανάμεσα στα 15 κράτη μέλη, κατέγραψε τη μεγαλύτερη αύξηση με 78 τοις εκατό. Ακολούθησαν η Ιταλία με 48 τοις εκατό, το Βέλγιο, η Δανία, η Φιλανδία και η Ιρλανδία με 35 τοις εκατό.

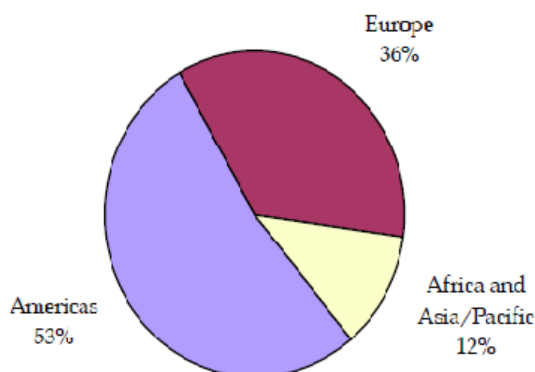
Ένα ενδιαφέρον στοιχείο που αξίζει να προστεθεί στη ραγδαία αυτή αύξηση που γνώρισαν τα Αμοιβαία Κεφάλαια τη δεκαετία αυτή είναι το γεγονός ότι στις ΗΠΑ έρευνες έδειξαν ότι το ποσοστό των Αμερικανικών νοικοκυριών που κατέχουν Αμοιβαία Κεφάλαια αυξήθηκε από 6% το 1980 σε 27% το 1992 και σε 44% το 1998. Leora Klapper, Víctor Sulla and Dimitri Vittas (2004)

Που οφείλεται η ραγδαία αύξηση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Η παγκόσμια ανάπτυξη των αμοιβαίων κεφαλαίων οφείλεται κατά ένα μέρος στην παγκοσμιοποίηση της οικονομίας και στην ανάπτυξη των πολυεθνικών χρηματοπιστωτικών ομίλων. Ένας άλλος λόγος είναι η δημογραφική γήρανση που χαρακτηρίζει τα μεσαία και υψηλά οικονομικά στρώματα τα οποία επιζητούν ασφαλείς και μακροπρόθεσμα υψηλές αποδόσεις. George P. Artikis. (2003).

Στο επόμενο γράφημα 2.1 παρουσιάζεται το ενεργητικό των Αμοιβαίων Κεφαλαίων παγκοσμίως ανά ήπειρο. Τα στοιχεία αφορούν το τέταρτο τρίμηνο του 2006.

Γράφημα 2.1: Ενεργητικό Αμοιβαίων Κεφαλαίων παγκοσμίως ανά ήπειρο 2006 Q4



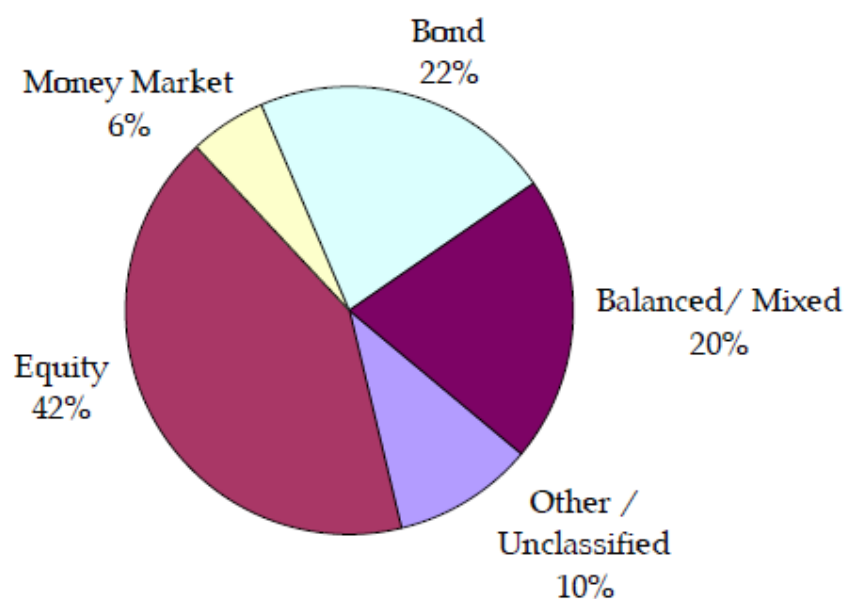
Πηγή : International Investment Fund Association , 2006

Όπως φαίνεται από το γράφημα 2.1, πάνω από το μισό του συνολικού ενεργητικού που έχει επενδυθεί σε Αμοιβαία Κεφάλαια παγκοσμίως, ανήκει στην ήπειρο της Αμερικής με ποσοστό 53%. Ακολουθεί η Ευρώπη με ποσοστό 35% και τέλος οι υπόλοιπες τρεις ήπειροι κατέχουν μόλις το 12% του παγκόσμιου ενεργητικού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Ένα πρώτο συμπέρασμα από τα παραπάνω είναι ότι οι χώρες, οι οποίες συνθέτουν μια

ήπειρο, με υψηλά εισοδηματικά στρώματα, πρωταγωνιστούν και κατέχουν το μεγαλύτερο μέρος του συνολικού ενεργητικού σε αμοιβαία κεφάλαια.

Γράφημα 2.2 : Κατανομή του παγκόσμιου ενεργητικού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και αφορά το τέταρτο τρίμηνο του 2006

PERCENT OF WORLDWIDE MUTUAL FUNDS BY TYPE OF FUND, 2006:Q4

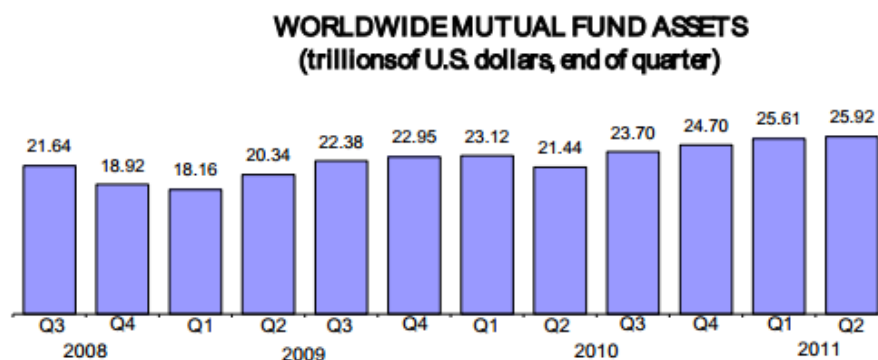


Πηγή : International Investment Fund Association , 2006

Στο γράφημα 2.2 παρουσιάζεται η κατανομή του παγκόσμιου ενεργητικού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και αφορά το τέταρτο τρίμηνο του 2006. Το συμπέρασμα είναι πως το 42% έχει επενδυθεί σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, το 22% σε ομολογιακά και το 20% σε μικτά αμοιβαία κεφάλαια.

Στο επόμενο διάγραμμα 2.1 αναλύεται η παγκόσμια τοποθέτηση των επενδυτών σε Αμοιβαία Κεφάλαια στο τέλος κάθε τριμήνου, για τα έτη 2008 έως 2011.

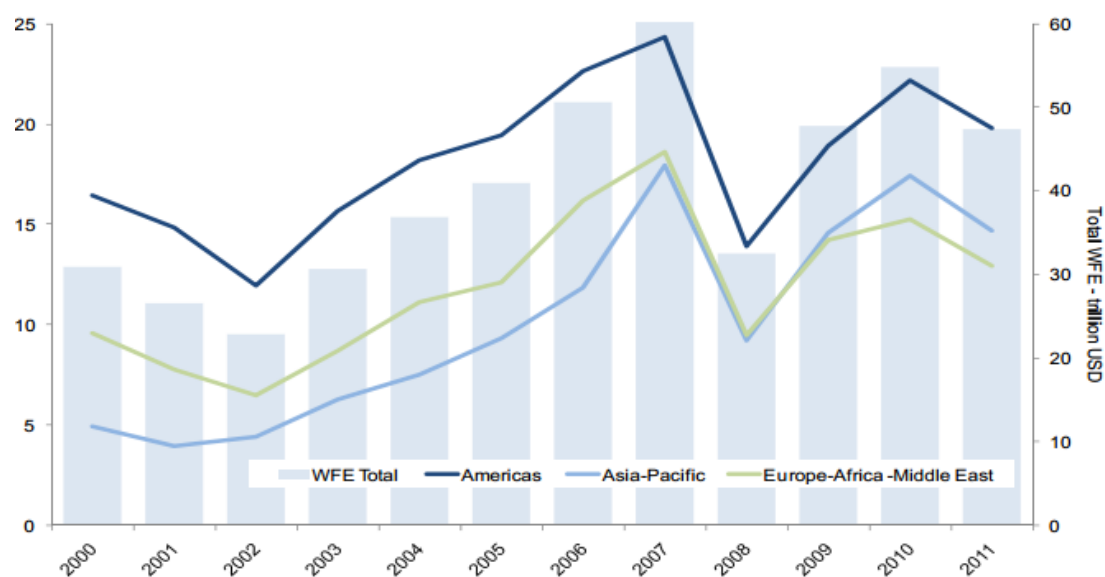
Διάγραμμα 2.1 : Παγκόσμια τοποθέτηση των επενδυτών σε Αμοιβαία Κεφάλαια στο τέλος κάθε τριμήνου, για τα έτη 2008 έως 2011.



Πηγή : International Investment Fund Association , 2011

Μπορούμε λοιπόν να συμπεράνουμε ότι κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, όπου το 2008 έχει γίνει αισθητή η γέννηση της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, μέχρι και τα μισά του 2011, όπου δεν έχει βρεθεί η διέξοδος από την οικονομική κρίση, υπάρχει αρχικά μια μείωση και αργότερα μια αύξηση στις επενδύσεις παγκοσμίως σε αμοιβαία κεφάλαια. Το γεγονός αυτό δείχνει ότι οι επενδυτές στρέφονται στα αμοιβαία κεφάλαια, ακόμη και σε δύσκολες οικονομικές συγκυρίες, παρά σε άλλες μορφές επένδυσης, όπως για παράδειγμα οι μετοχές που παρουσιάζεται η επένδυσή τους στο παρακάτω γράφημα 2.3

Γράφημα 2.3 : Επενδύσεις σε μετοχές 2000 έως 2011



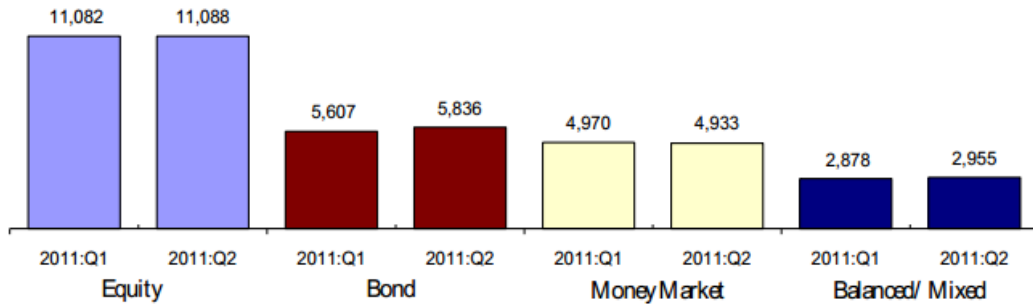
Πηγή : World Federation of Exchanges. (2012).

Όπως μπορούμε να δούμε υπάρχει μεγάλη πτώση των επενδύσεων σε μετοχές και η πτώση αυτή είναι παγκόσμια. Το 2008 η πτώση είναι τεράστια της τάξεως του 40% σε σχέση με το 2007!

2.2.1 ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΟΥ 2011

Στο τμήμα αυτό θα γίνει μια εκτενής αναφορά στην πορεία των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, σε παγκόσμια διάσταση, για το 2011.

**WORLDWIDE ASSETS OF EQUITY, BOND, MONEY MARKET, AND
BALANCED/MIXED FUNDS**
(billions of U.S. dollars, end of quarter)



Διάγραμμα 2.2 : Παρουσιάζεται η επιλογή της τοποθέτησης ανά είδος αμοιβαίων κεφαλαίων σε παγκόσμιο επίπεδο και η μεταβολή από το πρώτο στο δεύτερο τρίμηνο του 2011

Στο παραπάνω διάγραμμα 2.2 παρουσιάζεται η επιλογή της τοποθέτησης ανά είδος αμοιβαίων κεφαλαίων σε παγκόσμιο επίπεδο και η μεταβολή από το πρώτο στο δεύτερο τρίμηνο του 2011. Βλέπουμε λοιπόν πως τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια παρέμειναν σχεδόν σταθερά, τα ομολογιακά αυξήθηκαν όπως και τα μικτά αμοιβαία κεφάλαια.

Πίνακας 2.1 : Πωλήσεις σε Αμοιβαία Κεφάλαια παγκόσμια, σε δις δολάρια, από τα μισά του 2009 μέχρι τα μισά του 2011.

NET SALES OF MUTUAL FUNDS WORLDWIDE

(billions of U.S. dollars)

	2009		2010				2011	
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
All Funds	69	77	-72	-84	196	152	78	106
Long Term	352	283	323	168	213	196	179	191
Equity	66	62	70	-3	-23	92	61	24
Bond	219	179	169	103	164	31	57	100
Balanced/Mixed	67	46	52	46	36	38	45	57
Other	*	-5	8	4	13	10	15	11
Money Market	-283	-206	-395	-253	-17	-45	-101	-85

* Less than \$0.5 billion.

Note: Thirty-eight countries reported in 2009:Q3 and 2009:Q4; 39 countries in 2010:Q1; 40 countries reported in 2010:Q2; 41 countries reported in 2010:Q3, 2010:Q4, 2011:Q1 and 2011:Q2. Assets of reporting countries represented 94.0 percent of assets of all countries at the end of 2011:Q2. Net sales are new sales plus reinvested dividends less redemptions plus net exchanges. Components may not sum to total because of rounding or unclassified funds.

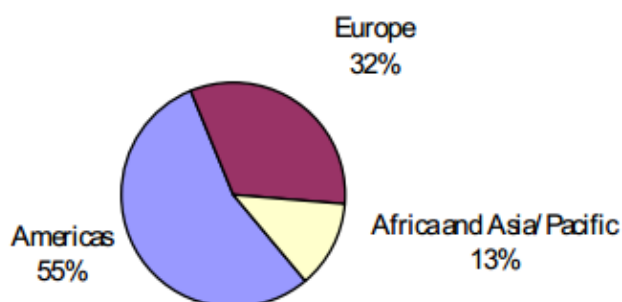
Πηγή : International Investment Fund Association , 2011

Ο πίνακας 2.1 παρουσιάζει αναλυτικά τις πωλήσεις σε Αμοιβαία Κεφάλαια παγκόσμια, σε δις δολάρια, από τα μισά του 2009 μέχρι τα μισά του 2011.

Στο επόμενο γράφημα 2.4 βλέπουμε την κατανομή του παγκόσμιου ενεργητικού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά το δεύτερο τρίμηνο του 2011, όπου αν το συγκρίνουμε με το αντίστοιχο γράφημα του 2006 θα δούμε μια αύξηση στην Αμερική μια ελάχιστη μείωση στην Ευρώπη και μια αύξηση στην Αφρική, Ωκεανία, Ασία. Σε γενικές γραμμές πάντως η κατανομή παρέμεινε περίπου η ίδια.

Γράφημα 2.4 : Κατανομή του παγκόσμιου ενεργητικού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά το δεύτερο τρίμηνο του 2011

PERCENT OF WORLDWIDE MUTUAL FUND ASSETS BY REGION, 2011:Q2

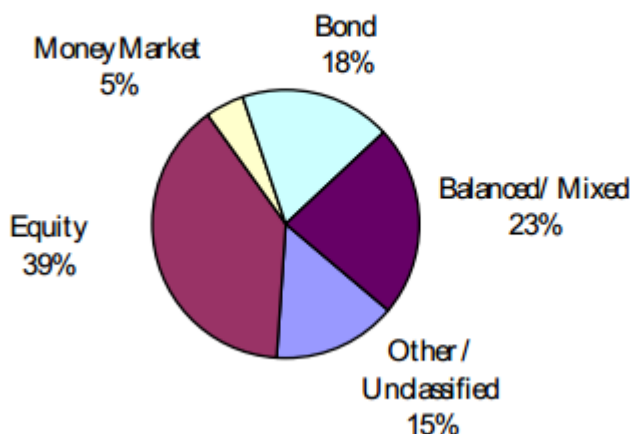


Πηγή : International Investment Fund Association , 2011

Επίσης στο επόμενο γράφημα 2.5 θα δούμε την κατανομή του παγκόσμιου ενεργητικού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, ανά είδος επένδυσης για το 2011. Συγκρίνοντας το 2011 με το γράφημα του 2006, παρατηρούμε πως η κατανομή έχει ελαφρώς διαφοροποιηθεί. Τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια έχουν μειωθεί κατά 3% λογική εξέλιξη καθώς πλέον οι επενδυτές θέλουν να αποστραφούν τον κίνδυνο της Αγοράς και σε αντίθεση έχουν αυξηθεί τα Ομολογιακά και τα Μικτά αμοιβαία κεφάλαια, που αποτελούν επένδυση με λιγότερο κίνδυνο.

Γράφημα 2.5 : Δείχνει την κατανομή του παγκόσμιου ενεργητικού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, ανά είδος επένδυσης για το 2011

**PERCENT OF WORLDWIDE MUTUAL FUNDS BY TYPE OF FUND,
2011:Q2**



Πηγή : International Investment Fund Association , 2011

2.3 Η ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Στα τέλη του 1998 τα αμοιβαία κεφάλαια που δραστηριοποιούνται στην Ευρώπη είναι περίπου τα μισά σε αξία από αυτά της Αμερικής.

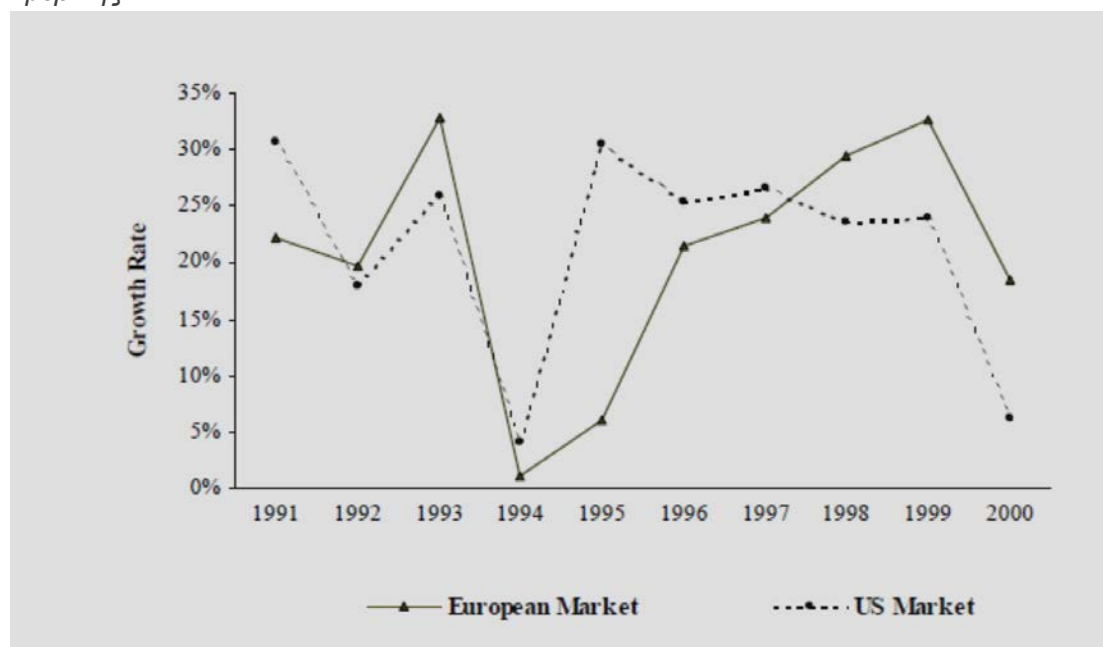
Ο παρακάτω πίνακας 2.2 παρουσιάζει τις έξι χώρες της Ευρώπης με τα μεγαλύτερα μερίδια σε Αμοιβαία Κεφάλαια από τις υπόλοιπες χώρες της Ευρώπης. (Τα ποσά είναι σε εκατομμύρια δολάρια Αμερικής). Επίσης στην πρώτη γραμμή του πίνακα παρουσιάζεται η κατανομή για τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, όπου φαίνεται η μεγάλη διαφορά με την αγορά της Ευρώπης. Τέλος παρουσιάζεται και η κατανομή των ποσοστών στα είδη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Παρατηρείται πως συνολικά για την Ευρώπη και για τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, το μεγαλύτερο ποσοστό ανήκει στα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια με ποσοστό 55,1% για τις ΗΠΑ και μερίδιο κοντά στο 40% για την Ευρώπη. *Rogen Otten, Dennis Bams. (2002).*

Πίνακας 2.2 : Παρουσιάζει τις έξι χώρες της Ευρώπης με τα μεγαλύτερα μερίδια σε Αμοιβαία Κεφάλαια από τις υπόλοιπες χώρες της Ευρώπης. (Τα ποσά είναι σε εκατομμύρια δολάρια Αμερικής).

	Total assets	Number of funds	Average size	Asset allocation (in %)				
				Equity	Bond	Balanced	Money	Others
USA	5,149	7,123	723	55.1	15.2	6.9	22.7	0.1
Europe	1,830	10,828	256	39.5	31.3	11.7	16.4	1.1
France	599	5,581	107	18.1	26.3	24.3	31.3	0.1
Italy	435	703	618	18.2	50.5	7.8	19.0	4.8
UK	285	1,541	185	83.5	7.7	8.2	0.5	0.1
Spain	238	1,866	128	19.9	36.9	18.3	24.7	0.0
Germany	195	848	230	43.0	39.7	3.5	13.8	0.0
Netherlands	78	289	270	54.2	26.6	8.3	9.2	1.8

Πηγή : Rogen Otten, Dennis Bams. (2002).

Διάγραμμα 2.3 : Ανάπτυξη της αγοράς των Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, τόσο για την Ευρώπη όσο και για τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής.



Πηγή : FEFSI

Το διάγραμμα 2.3 επάνω δείχνει την εξέλιξη-ανάπτυξη της αγοράς των Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, τόσο για την

Ευρώπη όσο και για τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής. Όπως φαίνεται ο ρυθμός ανάπτυξης της αγοράς των Αμοιβαίων για την Ευρώπη γίνεται όλο και πιο έντονος τα τελευταία χρόνια.

Ο επόμενος πίνακας 2.3 παρουσιάζει τα κύρια χαρακτηριστικά της Αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων ατομικά για τις Ευρωπαϊκές χώρες όπως επίσης και για την αγορά των Αμοιβαίων των ΗΠΑ. Τα κράτη που ξεχωρίζουν στην Ευρωπαϊκή αγορά είναι η Γαλλία, η Γερμανία, η Ιταλία, το Ηνωμένο Βασίλειο και το Λουξεμβούργο. Συγκεντρωτικά οι πέντε παραπάνω χώρες κατέχουν περισσότερο από το 75 τοις εκατό της Συνολικής Αγοράς. Σε ένα βαθμό το γεγονός αυτό οφείλεται στο ότι η Γαλλία η Γερμανία η Ιταλία και το Ηνωμένο Βασίλειο συνθέτουν το 70% του συνολικού πληθυσμού της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Αντίθετα το Λουξεμβούργο αν και περιορισμένο πληθυσμιακά και εδαφικά κράτος, παρουσιάζει την επιτυχία να συγκεντρώνει δυσανάλογες επενδύσεις με τα φορολογικά πλεονεκτήματα που προσφέρει στους επενδυτές.

Για κάθε κράτος ο πίνακας παρουσιάζει την Καθαρή Αξία Ενεργητικού Net Asset Value (NAV), σε εκατομμύρια ευρώ, το αντίστοιχο μερίδιο αγοράς ως επί τοις εκατό σε σχέση με την ευρωπαϊκή αγορά, τον αριθμό των κεφαλαίων και το μέσο μέγεθος των κεφαλαίων. Τέλος εμφανίζεται η κατανομή ανά τύπο κεφαλαίων με την ακόλουθη σειρά : Μετοχικά, Ομολογιακά, Χρηματαγοράς και Μικτά.

Πίνακας 2.3 : Κύρια χαρακτηριστικά της Αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων ατομικά για τις Ευρωπαϊκές χώρες όπως επίσης και για την αγορά των Αμοιβαίων των ΗΠΑ.

End of December 2000	Total of Funds				Asset Allocation				
	NAV	%	Nº of Funds	Average size	Equity funds	Bond funds	Money Mkt	Balanced	Others
Austria	83223	2.3%	1733	48.0	19.1%	54.4%	1.0%	25.5%	0.0%
Belgium	74611	2.1%	918	81.3	63.1%	12.1%	1.1%	23.6%	0.1%
Czech Republic*	2137	0.1%	70	30.5	2.2%	4.4%	29.9%	63.5%	0.0%
Denmark	34434	1.0%	394	87.4	58.5%	40.3%	0.1%	1.1%	0.0%
Finland	13474	0.4%	241	55.9	47.7%	14.1%	11.6%	26.6%	0.0%
France	766100	21.5%	7144	107.2	28.3%	16.9%	28.5%	26.3%	0.0%
Germany	252578	7.1%	987	255.9	61.0%	22.5%	8.4%	6.0%	2.0%
Greece	30888	0.9%	265	116.6	25.5%	15.3%	49.7%	9.5%	0.0%
Hungary*	2061	0.1%	90	22.9	11.3%	68.6%	17.0%	3.1%	0.0%
Ireland	148741	4.2%	295	504.2	46.1%	24.6%	12.4%	16.9%	0.0%
Italy	449929	12.6%	967	465.3	34.6%	34.6%	5.0%	25.8%	0.0%
Luxembourg	792781	22.3%	6084	130.3	44.2%	33.3%	8.9%	8.5%	5.0%
Netherlands	101800	2.9%	348	292.5	67.2%	17.3%	5.2%	8.4%	1.9%
Norway*	17274	0.5%	380	45.5	64.0%	9.2%	23.9%	2.9%	0.0%
Poland*	1660	0.0%	77	21.6	16.5%	15.1%	46.9%	21.5%	0.0%
Portugal	18621	0.5%	212	87.8	15.2%	30.6%	33.2%	7.8%	13.1%
Spain	182977	5.1%	2422	75.5	32.4%	26.1%	18.2%	23.2%	0.0%
Sweden	83166	2.3%	509	163.4	75.4%	4.2%	3.5%	16.1%	0.8%
Switzerland*	87841	2.5%	323	272.0	53.0%	19.5%	0.4%	27.1%	0.0%
United Kindgom	415465	11.7%	1937	214.5	76.4%	8.7%	0.3%	7.5%	7.0%
Total	3559761	100.0%	25396	140.2	45.3%	23.8%	11.9%	16.7%	2.2%
Total "Euro Countries"	2884835	81.0%	21351	135.1	39.7%	26.7%	13.8%	18.0%	1.7%
Total EU	3448788	96.9%	24456	141.0	45.1%	24.0%	12.1%	16.5%	2.3%
United States of America	7485491		8171	916.1	56.9%	11.6%	26.5%	5.0%	0.0%

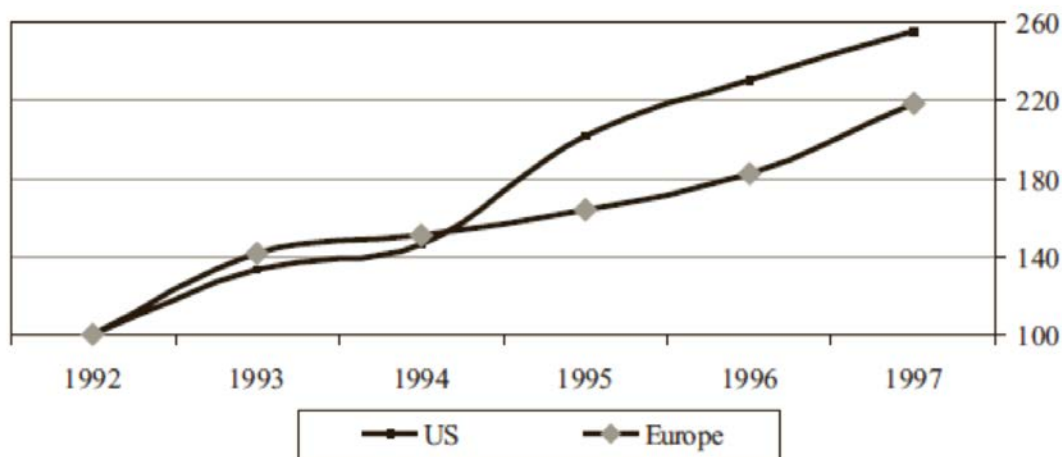
Συνεπώς στο τέλος του 2000 η εικόνα που διαμορφώνεται για την αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων σε Ευρώπη και Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής είναι η εξής :

- Το Λουξεμβούργο εμφανίζει τη μεγαλύτερη καθαρή αξία ενεργητικού ενώ ακολουθεί η Γαλλία
- Το Λουξεμβούργο έχει το μεγαλύτερο μερίδιο κεφαλαίων με 22,3% σε σύγκριση με τη συνολική Αγορά της Ευρώπης
- Τα περισσότερα κεφάλαια σε αριθμό κατέχει η αγορά της Γαλλίας

Ενδιαφέρον στοιχείο είναι η κατανομή των κεφαλαίων στο Ηνωμένο Βασίλειο. Το 76,4% είναι Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια. Γενικώς τα Μετοχικά Αμοιβαία κεφάλαια φαίνεται πως κατέχουν την πρώτη θέση στην κατανομή των κεφαλαίων για το σύνολο Ευρώπης και Αμερικής και ατομικά για τις περισσότερες χώρες. Στην περίπτωση της Ελλάδας οι επενδυτές προτιμούν στο τέλος του 2000 τα αμοιβαία κεφάλαια Χρηματαγοράς με ποσοστό που αγγίζει το 50%.

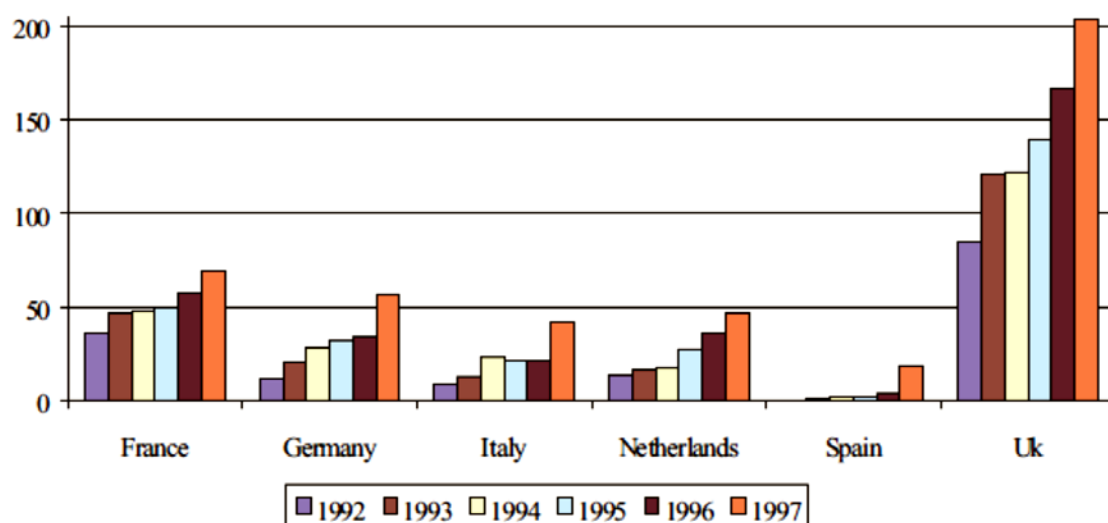
Το επόμενο γράφημα 2.6 παρουσιάζει την ανάπτυξη των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων για την περίοδο από το 1992 έως το 1997, στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη, όπου συγκρίνοντας τις δύο πορείες μπορούμε να συμπεράνουμε πως η ανάπτυξη στις ΗΠΑ από το 1994 και ύστερα είναι μεγαλύτερης έντασης.

Γράφημα 2.6 : Παρουσιάζεται η ανάπτυξη των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων για την περίοδο από το 1992 έως το 1997, στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη



Επιπλέον για την ίδια περίοδο ενδιαφέρον παρουσιάζει το επόμενο γράφημα 2.7 όπου φαίνονται για τη Γαλλία τη Γερμανία, την Ιταλία, την Ολλανδία, την Ισπανία και το Ηνωμένο Βασίλειο η ανάπτυξη των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Στον κάθετο άξονα είναι τα ποσά σε εκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ.

Γράφημα 2.7 : Ανάπτυξη των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων 1992-1997 για τη Γαλλία τη Γερμανία, την Ιταλία, την Ολλανδία, την Ισπανία και το Ηνωμένο Βασίλειο



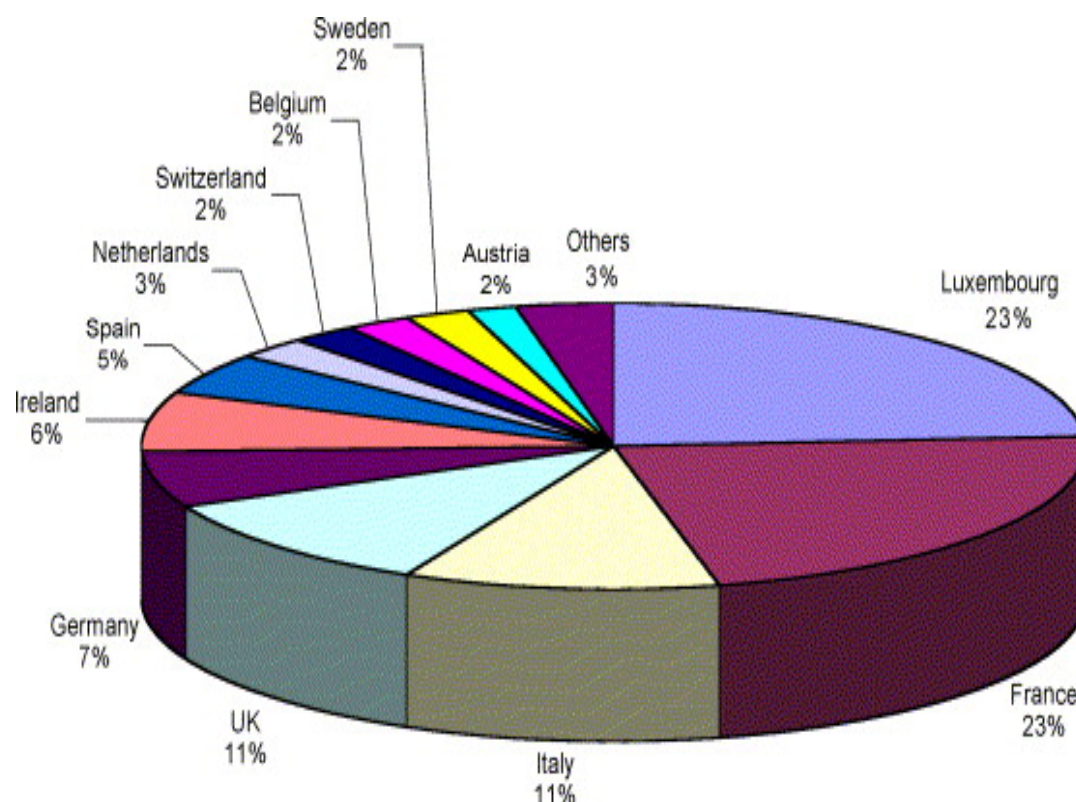
Πίνακας 2.4 : Δείχνει την εξέλιξη της αγοράς Μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων, για την Ευρώπη συνολικά, ατομικά για έξι χώρες της Ευρώπης και για τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής.

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
United States	16%	20%	22%	26%	28%	26%
Europe	6%	8%	8%	8%	8%	11%
<i>France</i>	<i>13%</i>	<i>12%</i>	<i>13%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>
<i>United Kingdom</i>	<i>10%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>	<i>10%</i>	<i>11%</i>
<i>Italy</i>	<i>8%</i>	<i>9%</i>	<i>12%</i>	<i>11%</i>	<i>9%</i>	<i>13%</i>
<i>Spain</i>	<i>0%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>2%</i>	<i>9%</i>
<i>Germany</i>	<i>3%</i>	<i>5%</i>	<i>7%</i>	<i>7%</i>	<i>6%</i>	<i>8%</i>
<i>Netherlands</i>	<i>6%</i>	<i>8%</i>	<i>7%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>	<i>10%</i>

Μεγάλο ενδιαφέρον παρουσιάζει ο πιο πάνω πίνακας 2.4, καθώς δείχνει την εξέλιξη της αγοράς Μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων, για την Ευρώπη συνολικά, ατομικά για έξι χώρες της Ευρώπης και για τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής. Μπορούμε πολύ εύκολα να διαπιστώσουμε ότι διαχρονικά υπάρχει μια αύξηση των επενδύσεων στα Μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια τόσο για τις ΗΠΑ όσο και για τις χώρες της Ευρώπης και για την Ευρώπη συνολικά. Αυτή η τάση μπορεί να εξηγηθεί και από τις επενδύσεις των ασφαλιστικών ταμείων σε μετοχικά κεφάλαια. Rogér Otten. (2002)

Το επόμενο γράφημα 2.8 παρουσιάζει την κατανομή των μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων για την Ευρώπη και αφορά το έτος 2002.

Γράφημα 2.8 : Παρουσιάζει την κατανομή των μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων για την Ευρώπη και αφορά το έτος 2002.



Πηγή : FEFSI *Geographical breakdown of assets managed by European mutual funds (by country domicile) 2002*,

Συνοπτικά μπορούμε να συμπεράνουμε πως η κατανομή των αμοιβαίων κεφαλαίων για την Ευρωπαϊκή Αγορά δεν έχει μεταβληθεί σε μεγάλο βαθμό σε σύγκριση με το 2000 που παρουσιάζεται στον πίνακα 2.3 . Τις πέντε πρώτες θέσεις καταλαμβάνουν ξανά όπως και το 2000 το Λουξεμβούργο, η Γαλλία, η Ιταλία, το Ηνωμένο Βασίλειο και η Γερμανία.

Ο επόμενος πίνακας 2.5 παρουσιάζει για το 2009, την Αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων για όλες τις ευρωπαϊκές χώρες, εκτός της Ρωσίας. Δείχνει τον αριθμό των κεφαλαίων καθώς και την αξία τους σε εκατομμύρια ευρώ και σε εκατομμύρια δολάρια.

Πίνακας 2.5 : Παρουσιάζει για το 2009, την Αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων για όλες τις ευρωπαϊκές χώρες, εκτός της Ρωσίας.

	Overall Fund Industry			UCITS Market ¹			Non-UCITS Market ²		
	Number of funds	Net assets		Number of funds	Net assets		Number of funds	Net assets	
		in mio euro	in mio US \$		in mio euro	in mio US \$		in mio euro	in mio US \$
Austria	2,274	122,970	163,587	1,533	75,308	100,183	741	47,661	63,404
Belgium	1,994	89,388	118,912	1,958	84,947	113,005	36	4,440	5,907
Bulgaria	83	146	195	82	144	192	1	2	3
Czech Republic	107	3,849	5,120	106	3,793	5,045	1	56	75
Denmark	812	93,728	124,686	507	44,420	59,093	305	49,307	65,593
Finland	514	40,417	53,767	382	34,532	45,938	132	5,885	7,829
France	11,881	1,301,438	1,731,303	8,240	1,156,438	1,538,409	3,641	145,000	192,894
Germany	6,053	902,518	1,200,620	2,042	175,982	234,109	4,011	726,536	966,511
Greece	259	9,172	12,201	249	8,022	10,672	10	1,150	1,529
Hungary	414	8,084	10,754	333	6,105	8,122	81	1,979	2,632
Ireland	4,955	632,384	841,260	3,054	510,975	679,750	1,901	121,409	161,510
Italy	1,125	238,317	317,033	728	182,532	242,823	397	55,784	74,210
Liechtenstein	522	19,183	25,520	397	17,302	23,017	125	1,881	2,503
Luxembourg	12,200	1,526,563	2,030,787	9,196	1,309,644	1,742,219	3,004	216,919	288,567
Netherlands	522	64,400	85,671	458	52,600	69,974	64	11,800	15,698
Norway	536	31,930	42,476	536	31,930	42,476	0	0	0
Poland	438	14,562	19,372	221	10,376	13,803	217	4,186	5,569
Portugal	525	24,111	32,075	201	9,136	12,154	324	14,975	19,921
Romania	71	1,427	1,899	54	253	337	17	1,174	1,562
Slovakia	124	3,038	4,041	78	2,876	3,826	46	162	215
Slovenia	127	1,759	2,340	123	1,404	1,868	4	354	471
Spain	2,919	194,945	259,335	2,854	187,082	248,875	65	7,862	10,459
Sweden	561	83,062	110,498	545	80,977	107,724	16	2,085	2,773
Switzerland	683	130,569	173,696	482	94,403	125,585	201	36,166	48,111
Turkey	352	15,081	20,062	302	12,846	17,089	50	2,235	2,974
United Kingdom	2,968	438,954	583,940	2,481	370,417	492,765	487	68,537	91,175
Europe³	53,019	5,991,993	7,971,149	37,142	4,464,447	5,939,053	15,877	1,527,547	2,032,096

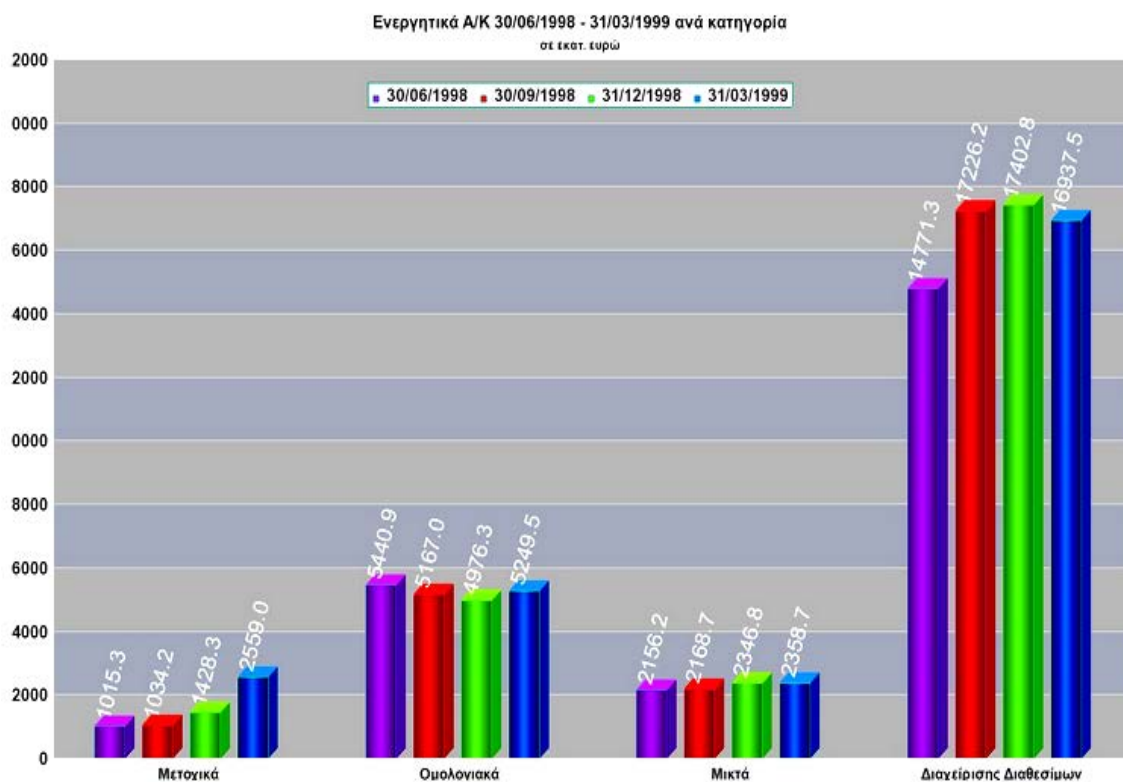
Πηγή : EFAMA

2.4 Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΑ

ΕΤΟΣ 1998-1999

Στο διάγραμμα 2.4 εμφανίζεται το ενεργητικό κάθε κατηγορίας Αμοιβαίων Κεφαλαίων για τα τρία τελευταία τρίμηνα του 1998 και για το πρώτο τρίμηνο του 1999. Με μωβ χρώμα απεικονίζεται το δεύτερο τρίμηνο του 1998, με κόκκινο χρώμα το τρίτο τρίμηνο του 1998, με πράσινο το τέταρτο τρίμηνο του 1998 και τέλος με μπλε το πρώτο τρίμηνο του 1999. Τα ποσά είναι σε εκατομμύρια ευρώ.

Διάγραμμα 2.4: Εμφανίζεται το ενεργητικό κάθε κατηγορίας Αμοιβαίων Κεφαλαίων για τα τρία τελευταία τρίμηνα του 1998 και για το πρώτο τρίμηνο του 1999



Στο γράφημα 2.9 που ακολουθεί παρουσιάζεται η κατανομή των μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων της Ελληνικής Αγοράς στο τέλος του πρώτου τριμήνου του 1999. Με μεγάλη διαφορά πρώτα στις προτιμήσεις των επενδυτών έρχονται τα αμοιβαία κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων με ποσοστό 63 τοις εκατό και ακολουθούν τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια με ποσοστό 19%.

Γράφημα 2.9 : Παρουσιάζεται η κατανομή των μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων της Ελληνικής Αγοράς στο τέλος του πρώτου τριμήνου του 1999.



ΕΤΟΣ 2006

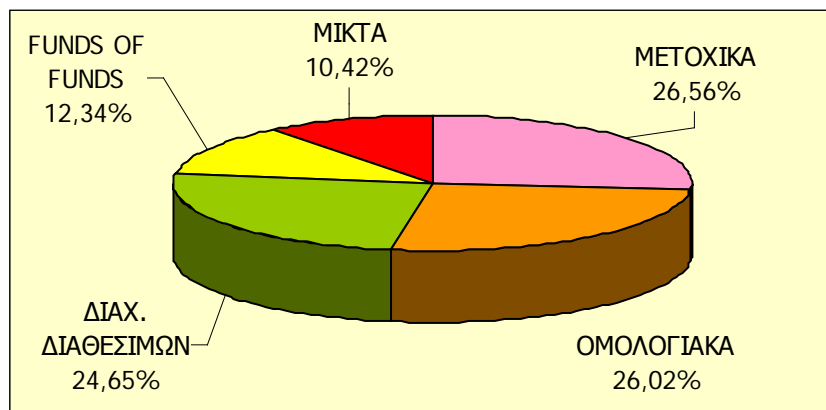
Το πιο ενδιαφέρον στοιχείο που χαρακτηρίζει την αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά το έτος 2006 είναι οι εξαιρετικές αποδόσεις που παρουσίασαν τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού.

Η μέση αριθμητική απόδοσή τους έφθασε το 26,55% έναντι απόδοσεως (κατά την ίδια περίοδο) 19,93% που σημείωσε ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου μας, δηλαδή πέτυχαν να υπερβούν τον Γενικό Δείκτη του Χ.Α κατά 6,62 εκατοστιαίες μονάδες.

Ιδιαίτερα σημαντικό είναι ότι 51 από τα 62 Μετοχικά Α.Κ Εσωτερικού υπερέβησαν την απόδοση του Γενικού Δείκτη με αποδόσεις μεταξύ 20% έως 50,96%. Από τα 51 αυτά Αμοιβαία Κεφάλαια πρέπει να σημειώσουμε ότι 18 σημείωσαν αποδόσεις από 20 έως 23%, 18 κεφάλαια από 25 έως 30%, 9 από 30 έως 38%, 5 Αμοιβαία Κεφάλαια από 40 έως 46% και τέλος ένα πέτυχε να σημειώσει την κορυφαία απόδοση 50,96%. (Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, Δελτίο τύπου 04/01/2007)

Η κατανομή των κατηγοριών Αμοιβαίων Κεφαλαίων φαίνεται στο γράφημα 2.10

Τα μετοχικά κεφάλαια κυριαρχούν μαζί με τα ομολογιακά και τα Αμοιβαία κεφάλαια Διαχείρισεως Διαθεσίμων ακολουθούν.



Γράφημα 2.10 : Η κατανομή των κατηγοριών Αμοιβαίων Κεφαλαίων για το 2006
Πηγή : Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, Δελτίο τύπου 04/01/2007

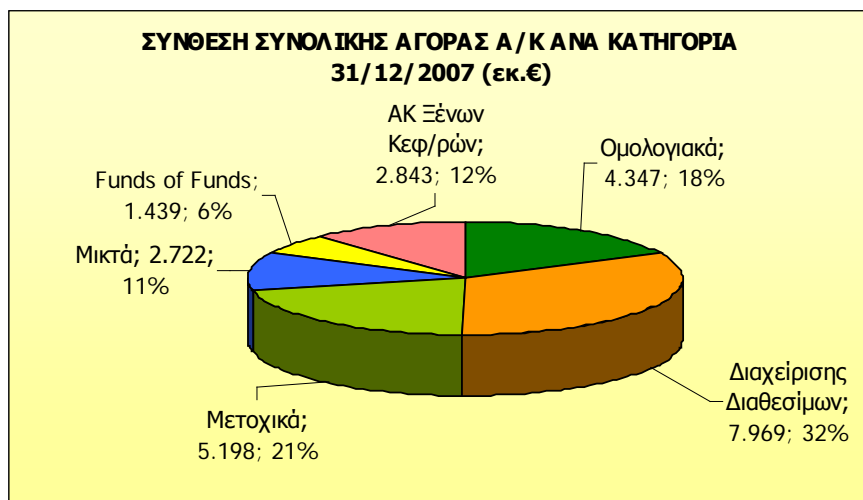
ΕΤΟΣ 2007

Η εικόνα που παρουσιάζει η Ελληνική αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων για το 2007 είναι η εξής :

Στις 31 Δεκεμβρίου οι 22 Α.Ε.Δ.Α.Κ. είχαν 329 Αμοιβαία Κεφάλαια υπό διαχείριση εκ των οποίων 230 ήταν ΑΚ Εσωτερικού, 30 Funds of Funds και 69 Αμοιβαία Κεφάλαια Ξένων Κεφαλαιαγορών.

Η σύνθεση της αγοράς στο τέλος του 2007 διαμορφώθηκε ως εξής

Γράφημα 2.11 : Η σύνθεση της αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων στο τέλος του 2007



Πηγή : Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, Δελτίο τύπου 03/01/2008

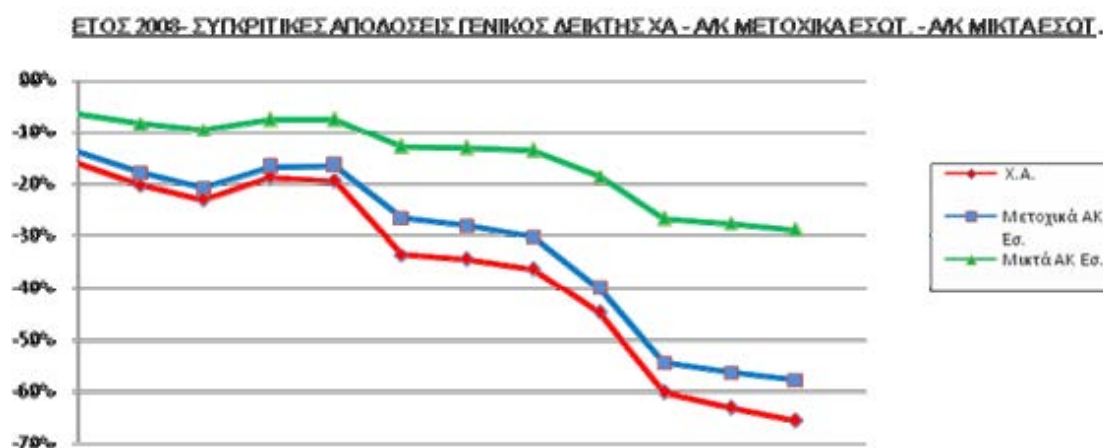
Η μέση απόδοση των διαφόρων κατηγοριών Αμοιβαίων Κεφαλαίων κατά το 2007, μη συμπεριλαμβανομένων των ΑΚ που δραστηριοποιήθηκαν μέσα στο έτος, με φθίνουσα ταξινόμηση ανά απόδοση έχει ως εξής:

ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	15,76%
ΜΙΚΤΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	7,72%
ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	4,03%
ΔΙΑΧ. ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	2,87%
ΑΚ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΩΝ	2,59%
ΜΙΚΤΑ FUNDS OF FUNDS	2,05%
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	1,58%
ΜΕΤΟΧΙΚΑ FUNDS OF FUNDS	1,47%
ΜΙΚΤΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	1,14%
ΔΙΑΧ. ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	1,06%
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ FUNDS OF FUNDS	-0,07%
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ	-1,93%

Συμπερασματικά καταλήγουμε ότι για την ελληνική αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων κατά το 2007, η μεγαλύτερη θετική μέση απόδοση ανήκει στην κατηγορία των Μετοχικών Εσωτερικού, ενώ αντίθετα τη χειρότερη μέση απόδοση εμφανίζουν τα Ομολογιακά εξωτερικού.

ΕΤΟΣ 2008

Το διάγραμμα 2.5 που εμφανίζεται παρακάτω, παρουσιάζει μια σύγκριση των αποδόσεων μεταξύ του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, της απόδοσης των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων και της απόδοσης των Μικτών Αμοιβαίων Κεφαλαίων συνολικά.



Διάγραμμα 2.5 : Παρουσιάζει μια σύγκριση των αποδόσεων μεταξύ του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, της απόδοσης των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων και της απόδοσης των Μικτών Αμοιβαίων Κεφαλαίων συνολικά.

Πηγή : Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, Δελτίο τύπου 12/01/2009

Η αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2008, μέσα σε ένα δυσμενές διεθνές περιβάλλον, ακολούθησε την πτωτική τάση που εμφάνισαν οι αγορές συλλογικών επενδύσεων στο εξωτερικό, με το συνολικό ύψος των υπό διαχείριση κεφαλαίων να διαμορφώνεται στις 31/12/2008 στα € 10,4 δισ. Ευρώ.

Στην κατηγορία των Μετοχικών ΑΚ η υποχώρηση των ενεργητικών οφείλεται περισσότερο στην υποτίμηση των αξιών στις χρηματιστηριακές αγορές. (Ένωση Θεσμικών Επενδυτών) Όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 2.5 η πτώση των μετοχικών κεφαλαίων είναι ανάλογη της πτώσης του Γενικού Δείκτη.

Το διάγραμμα 2.5 ουσιαστικά μας δείχνει για το τελευταίο τρίμηνο του 2008 την πτωτική πορεία που είχαν οι αποδόσεις των Μετοχικών κεφαλαίων του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου και φυσικά η απόδοση των Μικτών αμοιβαίων κεφαλαίων. Η διεθνής οικονομική κρίση έχει πλέον κάνει αισθητή την παρουσία της και στην Ελλάδα, με αρνητικές συνέπειες στις επενδύσεις.

ΕΤΟΣ 2009

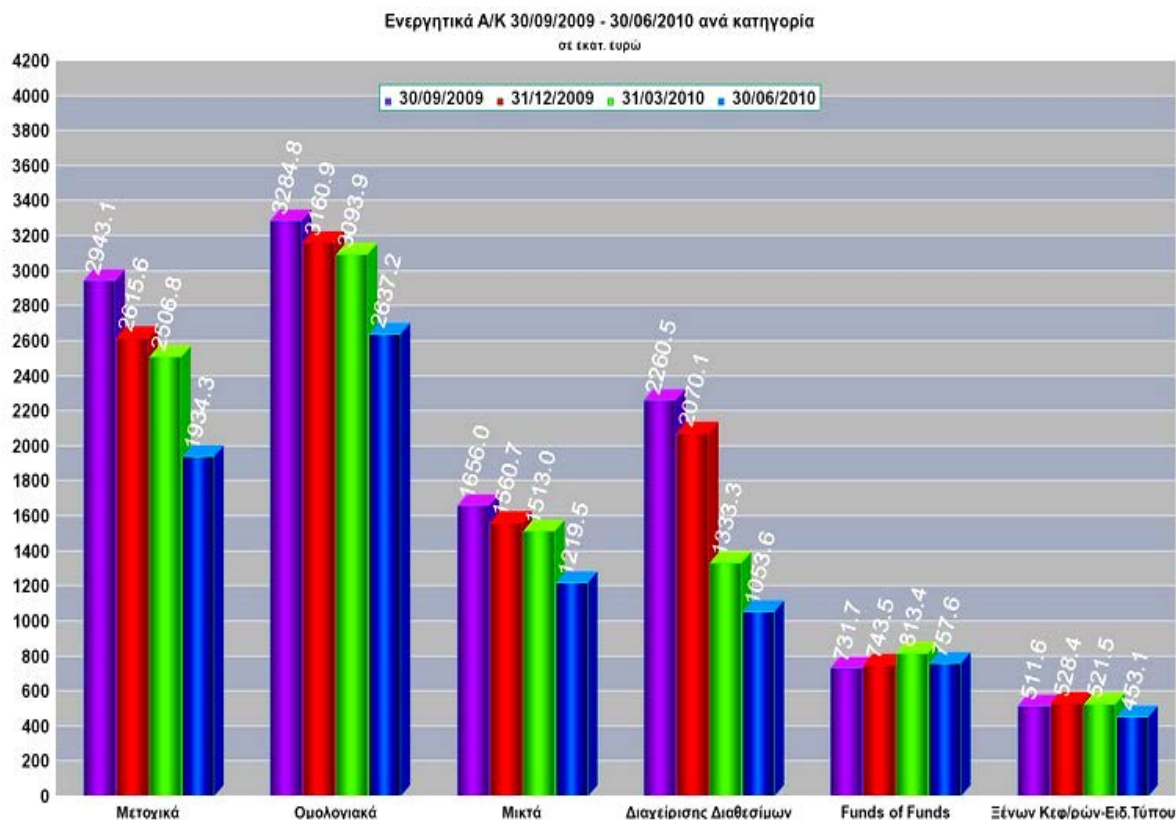
Στο διάγραμμα 2.6 που ακολουθεί εμφανίζεται το καθαρό ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων της Ελληνικής αγοράς, σε εκατομμύρια ευρώ, ανά είδος κεφαλαίου. Αφορά τα δύο τελευταία τρίμηνα του 2009 και τα δύο πρώτα του 2010. Με μωβ χρώμα απεικονίζεται το τρίτο τρίμηνο του 2009, με κόκκινο χρώμα το τέταρτο τρίμηνο του 2009, με πράσινο το πρώτο τρίμηνο του 2010 και τέλος με μπλε το δεύτερο τρίμηνο του 2010. Εύκολα μπορούμε να παρατηρήσουμε πως για κάθε κατηγορία κεφαλαίων υπάρχει αισθητή μείωση στο ενεργητικό τους.

Συγκεκριμένα η μείωση στο ενεργητικό των αμοιβαίων είναι :

ΔΙΑΧ. ΔΙΑΘΕΣ.	-53,3908
ΜΕΤΟΧΙΚΑ Α/Κ	-34,2768
ΜΙΚΤΑ Α/Κ	-26,3587
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ Α/Κ	-19,7151

Τη μεγαλύτερη μείωση, η οποία ξεπερνά το 53% εμφανίζουν τα αμοιβαία κεφάλαια Διαχείρισεως Διαθεσίμων.

Διάγραμμα 2.6 : Εμφανίζεται το καθαρό ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων της Ελληνικής αγοράς, σε εκατομμύρια ευρώ, ανά είδος κεφαλαίου και αφορά τα δύο τελευταία τρίμηνα του 2009 και τα δύο πρώτα του 2010.

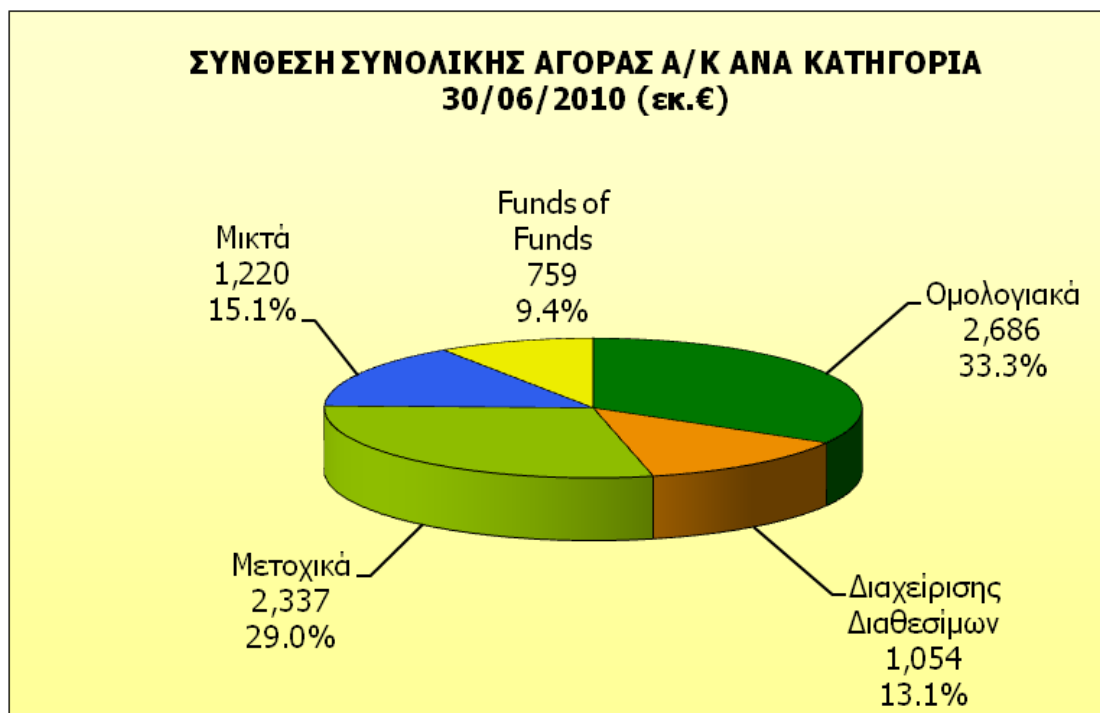


Πηγή : Ένωση θεσμικών Επενδυτών

ΕΤΟΣ 2010

Στο επόμενο γράφημα 2.12 παρουσιάζεται η κατανομή των Αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελληνική Αγορά και το καθαρό ενεργητικό τους σε εκατομμύρια ευρώ και αφορά το δεύτερο τρίμηνο του 2010. Την πρώτη θέση κατέχουν τα ομολογιακά Αμοιβαία κεφάλαια που αποτελούν το 1/3 της συνολικής αγοράς, ενώ ακολουθούν Μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια με ποσοστό 29%.

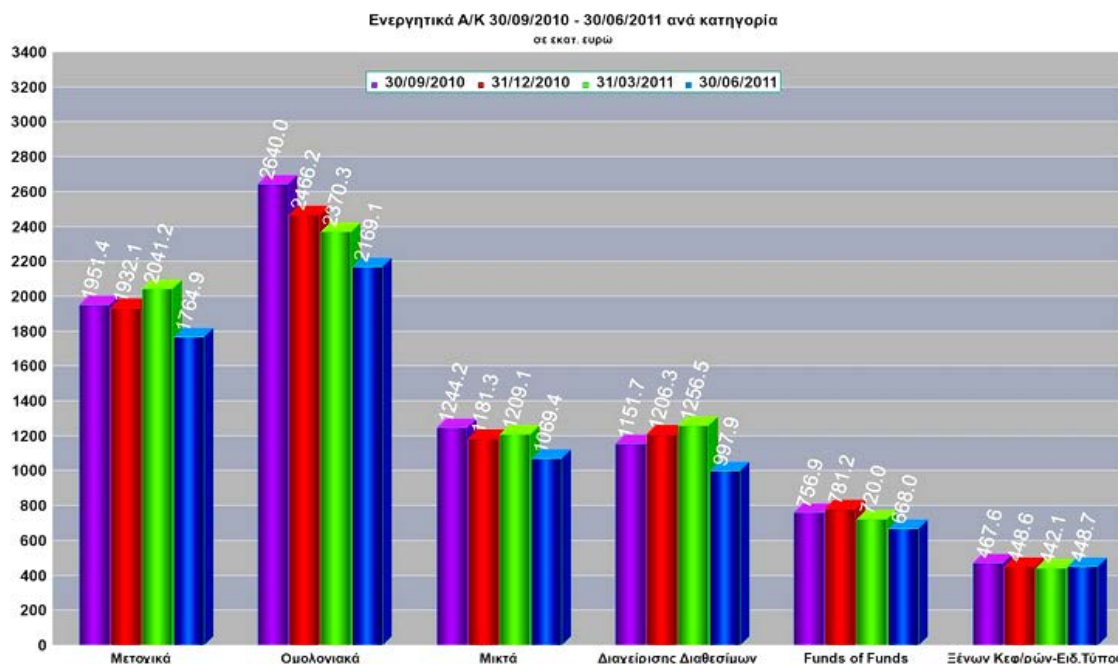
Γράφημα 2.12 : Παρουσιάζεται η κατανομή των Αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελληνική Αγορά και το καθαρό ενεργητικό τους σε εκατομμύρια ευρώ και αφορά το δεύτερο τρίμηνο του 2010.



Πηγή : Ένωση θεσμικών Επενδυτών

ΕΤΟΣ 2011

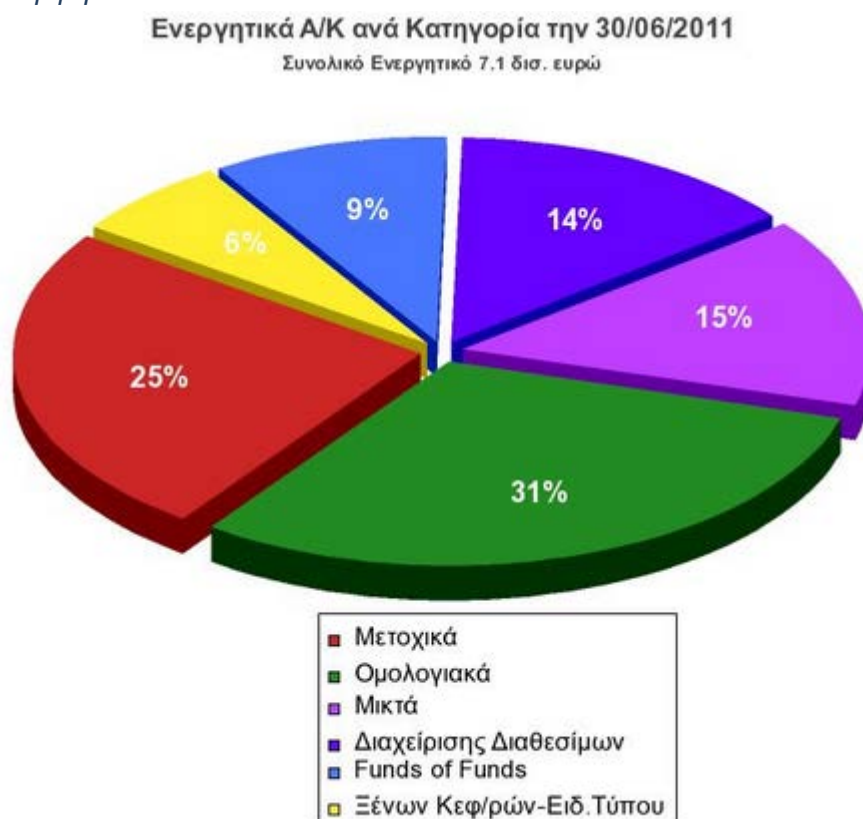
Διάγραμμα 2.7 : παρουσιάζεται το ενεργητικό κάθε κατηγορίας Αμοιβαίων Κεφαλαίων για τα δύο τελευταία τρίμηνα του 2010 και για τα δύο πρώτα του 2011.



Στο πιο πάνω διάγραμμα 2.7 παρουσιάζεται το ενεργητικό κάθε κατηγορίας Αμοιβαίων Κεφαλαίων για τα δύο τελευταία τρίμηνα του 2010 και για τα δύο πρώτα του 2011. Με μωβ χρώμα απεικονίζεται το τρίτο τρίμηνο του 2010, με κόκκινο χρώμα το τέταρτο τρίμηνο του 2010, με πράσινο το πρώτο τρίμηνο του 2011 και τέλος με μπλε το δεύτερο τρίμηνο του 2011. Τα ποσά είναι σε εκατομμύρια ευρώ. Γενικά παρατηρούμε πως δεν υπάρχει μια συνεχής τάση αύξησης ή μείωσης στο ενεργητικό των Αμοιβαίων κεφαλαίων, όπως δηλαδή συνέβη τα τέσσερα προηγούμενα τρίμηνα που είδαμε στο πιο πάνω διάγραμμα.

Στο επόμενο γράφημα 2.13 παρουσιάζεται η κατανομή των Αμοιβαίων κεφαλαίων στο τέλος του δεύτερου τριμήνου του 2011. Την πρώτη θέση καταλαμβάνουν τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια με ποσοστό 31% τη δεύτερη τα μετοχικά με ποσοστό 25% και την τρίτη τα μικτά με 15%.

Γράφημα 2.13 : Παρουσιάζεται η κατανομή των Αμοιβαίων κεφαλαίων στο τέλος του δεύτερου τριμήνου του 2011



2.4.1 ΜΕΡΙΔΙΑ ΑΓΟΡΑΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Στον πίνακα 2.6 που ακολουθεί έχουν συλλεχθεί τα μερίδια αγοράς των Ανωνύμων Εταιρειών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων και αφορούν την 01/03/1998.

A.E.Δ.Α.Κ.	1/3/1998	ΜΕΡΙΔΙΟ ΑΓΟΡΑΣ
ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ.		25,19%
Eurobank Asset Management A.E.Δ.Α.Κ.		21,06%
ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ.		20,16%
AMUNDI ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ.		8,03%
ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ.		6,63%
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ. (παλαιά)		4,55%

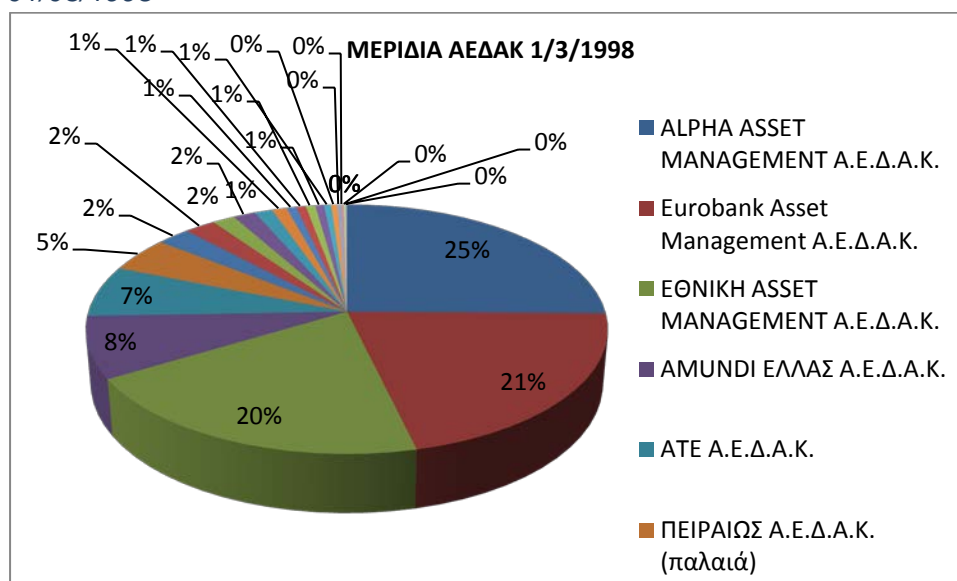
ING A.E.Δ.A.K.	2,37%
MetLife Alico A.E.Δ.A.K.	2,20%
HSBC (ΕΛΛΑΣ) A.E.Δ.A.K.	1,60%
T FUNDS A.E.Δ.A.K.	1,58%
ALPHA TRUST A.E.Δ.A.K.	1,27%
ΕΓΝΑΤΙΑ A.E.Δ.A.K.	1,05%
ALLIANZ A.E.Δ.A.K.	0,69%
ΣΙΤΙ A.E.Δ.A.K.	0,68%
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K.	0,68%
PROTON A.E.Δ.A.K.	0,62%
MILLENNIUM A.E.Δ.A.K.	0,50%
ΓΕΝΙΚΗ A.E.Δ.A.K.	0,42%
INTERNATIONAL A.E.Δ.A.K.	0,27%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K.	0,18%
ΩΜΕΓΑ A.E.Δ.A.K.	0,17%
ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT A.E.Δ.A.K.	0,06%
INTERTRUST A.E.Δ.A.K.	0,01%
MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K.	0,01%
ABN-AMRO A.E.Δ.A.K.	0,00%
ΤΕΛΕΣΙΣ A.E.Δ.A.K.	0,00%

Πίνακας 2.6 : Παρουσιάζονται τα μερίδια αγοράς των Ανωνύμων Εταιρειών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων και αφορούν την 01/03/1998

Πηγή : Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Αναλόγως κατασκευάστηκε το επόμενο γράφημα όπου δείχνει τις έξι Α.Ε.Δ.Α.Κ με το μεγαλύτερο μερίδιο Αγοράς.

Γράφημα 2.14 : Δείχνει τις έξι Α.Ε.Δ.Α.Κ με το μεγαλύτερο μερίδιο Αγοράς την 01/03/1998



Βλέπουμε επομένως πως η Alpha Asset Management έχει το μεγαλύτερο μερίδιο στην Αγορά με 25%, δηλαδή το ένα τέταρτο της Αγοράς, η Eurobank Asset Management έρχεται δεύτερη με 21% μερίδιο Αγοράς και η Εθνική Asset Management τρίτη με 20%. Το πιο ενδιαφέρον συμπέρασμα είναι πως οι τρεις από τις συνολικά 26 εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων κατέχουν το 66 τοις εκατό της συνολικής Αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων.

Αντίστοιχα για το 2011 τα μερίδια παρουσιάζονται παρακάτω.

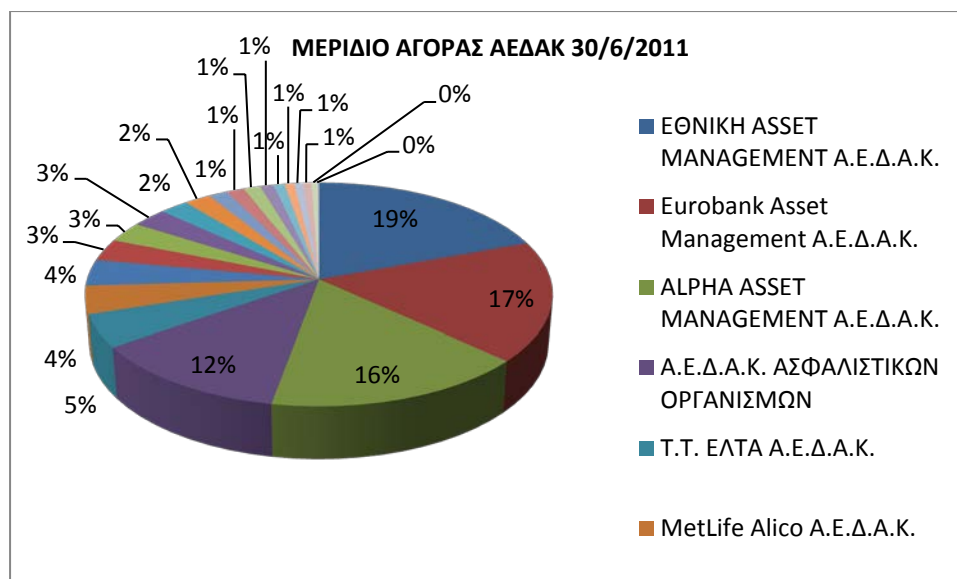
Πίνακας 2.7 : Παρουσιάζονται τα μερίδια αγοράς των Ανωνύμων Εταιρειών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων και αφορούν την 30/06/2011

ΑΕΔΑΚ 30/6/2011	ΜΕΡΙΔΙΟ ΑΓΟΡΑΣ
ΕΘΝΙΚΗ ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ.	19,38%
Eurobank Asset Management A.E.Δ.Α.Κ.	17,43%
ALPHA ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.Α.Κ.	16,05%
Α.Ε.Δ.Α.Κ. ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ	12,47%
Τ.Τ. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	4,72%

MetLife Alico A.E.Δ.A.K.	4,04%
HSBC (ΕΛΛΑΣ) A.E.Δ.A.K.	3,80%
MARFIN GLOBAL ASSET MANAGEMENT A.E.Δ.A.K.	3,19%
ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	2,96%
AMUNDI ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	2,76%
ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ.	2,27%
PROBANK Α.Ε.Δ.Α.Κ.	2,08%
ALLIANZ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	1,49%
ING Α.Ε.Δ.Α.Κ.	1,39%
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.	1,33%
ΑΤΤΙΚΑ WEALTH MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.	1,06%
MILLENNIUM Α.Ε.Δ.Α.Κ.	0,87%
ΚΥΠΡΟΥ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.	0,75%
T FUNDS Α.Ε.Δ.Α.Κ.	0,68%
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ ASSET MANAGEMENT Α.Ε.Δ.Α.Κ.	0,68%
INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ.	0,46%
PROTON Α.Ε.Δ.Α.Κ.	0,14%

Πηγή : Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Γράφημα 2.15 : Δείχνει τις έξι Α.Ε.Δ.Α.Κ με το μεγαλύτερο μερίδιο Αγοράς στις 30/06/2011



Το 2011 βλέπουμε πως η κατάταξη ανάλογα με τα μερίδια αγοράς δεν έχει μεταβληθεί ιδιαίτερα, καθώς η Εθνική από Τρίτη είναι πλέον πρώτη με ποσοστό 19%, η Eurobank παραμένει δεύτερη με μερίδιο 17% και η Alpha Asset management είναι Τρίτη με μερίδιο 16%. Μια πρώτη παρατήρηση είναι πως ένα σχετικά υψηλό μερίδιο κατέχει η εταιρεία των ασφαλιστικών οργανισμών, γεγονός που πιστοποιεί τις επενδύσεις των ασφαλιστικών ταμείων σε αμοιβαία κεφάλαια τα τελευταία χρόνια.

Ένα δεύτερο συμπέρασμα είναι πως ενώ το 1998 οι τρεις μεγαλύτερες ΑΕΔΑΚ κατείχαν το 66% της συνολικής Αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων και οι υπόλοιπες 23 το 44%, δηλαδή μόλις ένα 1,91% κατά μέσο όρο γεγονός που δείχνει μια στενή Αγορά, το 2011 οι τρεις μεγαλύτερες ΑΕΔΑΚ, όπου είναι πάλι οι ίδιες, κατέχουν το 52% της συνολικής Αγοράς. Οι υπόλοιπες 22 κατέχουν το 48% του συνόλου της Αγοράς, δηλαδή κατά μέσο όρο 2,18% κατέχει η κάθε εταιρεία. Το συμπέρασμα αυτό δείχνει πως οι επενδυτές στράφηκαν και σε άλλες εταιρείες διαχείρισης των κεφαλαίων τους, εκτός από τις τρεις μεγάλες που συγκέντρωναν τα περισσότερα μερίδια πριν 13 χρόνια.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΜΕΤΡΗΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΠΙΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

3.1 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΚΑΙ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Οι επενδυτικές αποφάσεις που θα παρθούν για ένα χαρτοφυλάκιο επενδύσεων στηρίζονται στην προσδοκία της απόδοσης που θα έχει η απόφασή τους.

Η απόδοση ενός χαρτοφυλακίου, διαχωρίζεται, στην πραγματοποιούμενη απόδοση και στην αναμενόμενη απόδοση, η οποία συγκρίνεται με την απαιτούμενη απόδοση, δηλαδή την πρόσθετη απόδοση που απαιτεί ο επενδυτής, προκειμένου να αναλάβει τον κίνδυνο της επένδυσης. Ο κίνδυνος είναι η αβεβαιότητα της ισότητας μεταξύ πραγματοποιούμενης και αναμενόμενης απόδοσης. Kahneman Daniel, Tversky Amos. (1979)

3.1.1 ΕΙΔΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

- Ο κίνδυνος διαιρείται σε δύο μέρη, τον διαφοροποιήσιμο και μη διαφοροποιήσιμο.
- **Ο διαφοροποιήσιμος ή μη συστηματικός κίνδυνος** μπορεί να μειωθεί με διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου του επενδυτή. Δηλαδή οι επενδυτές μπορούν είτε να επενδύσουν σε πολλές διαφορετικές μετοχές είτε να αγοράσουν αμοιβαία κεφάλαια.
- **Ο μη διαφοροποιήσιμος ή συστηματικός κίνδυνος συνδέεται με το κίνδυνο της αγοράς**
- Συνεπώς η απειλή κάποιου πολέμου, η έλλειψη πολιτικής σταθερότητας, μια οικονομική κρίση, μια συνεχής αύξηση του πληθωρισμού, και γενικότερα πολιτικά, και κυρίως **οικονομικά**

φαινόμενα μπορούν να επηρεάσουν είτε θετικά είτε αρνητικά **τις αποδόσεις της αγοράς** και αυτό με τη σειρά του να επηρεάσει ανάλογα τις **αποδόσεις των χαρτοφυλακίων των επενδυτών**.

Έτσι, το χαρτοφυλάκιο του επενδυτή, το οποίο περιέχει δύο ή περισσότερα περιουσιακά στοιχεία, θα αποφέρει μια μέση αναμενόμενη απόδοση $E(r)$, η οποία θα συνοδεύεται από ένα μέσο αναμενόμενο κίνδυνο $E(\sigma)$. Συνεπώς, το χαρτοφυλάκιο ενός επενδυτή μπορεί αποδοθεί από τον ακόλουθο τύπο: $E(r)/E(\sigma)$. . Kahneman Daniel, Tversky Amos. (1979)

3.1.2 ΜΕΤΡΗΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Ένα μέγεθος για τη μέτρηση του κινδύνου, που χρησιμοποιείται από τη σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου, είναι η **τυπική απόκλιση**, δηλαδή η τετραγωνική ρίζα της διακύμανσης.

Αν η διακύμανση είναι μικρή σημαίνει ότι η κατανομή συγκεντρώνεται γύρω από τη μέση τιμή και άρα ο κίνδυνος είναι μικρός και η πρόβλεψη για το τελικό κέρδος γίνεται με μεγαλύτερη ακρίβεια.

Κάθε επενδυτής, έχει ως κύρια επιδίωξη, τη μεγιστοποίηση της αναμενόμενης απόδοσης και ταυτόχρονα την ελαχιστοποίηση του κινδύνου. Οι επενδυτές όμως αξιολογούν διαφορετικά τον κίνδυνο, ανάλογα με την αντιμετώπιση που έχει ο καθένας απέναντι σε αυτόν. Κατά συνέπεια η επιλογή χαρτοφυλακίου από τον κάθε επενδυτή εξαρτάται από το κατά πόσο είναι διατεθειμένος να αναλάβει μικρό κίνδυνο, που σημαίνει ότι ο επενδυτής αυτός αποστρέφεται τον κίνδυνο **risk averse** ή έχει τη διάθεση να αναλάβει μεγαλύτερο κίνδυνο, όπου ο επενδυτής αυτός χαρακτηρίζεται ως ριψοκίνδυνος **risk lover**. Kahneman Daniel, Tversky Amos. (1979)

3.2 ΘΕΩΡΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Κάθε επενδυτής προσπαθεί να επιλέξει εκείνο το χαρτοφυλάκιο που πιστεύει πως θα του αποδώσει το μεγαλύτερο όφελος δηλαδή το μεγαλύτερο κέρδος. Ιδανικό χαρτοφυλάκιο που να αποτελεί την βέλτιστη επιλογή για όλους τους επενδυτές φυσικά δεν υπάρχει. Μια σειρά από προσωπικούς παράγοντες επηρεάζουν την επιλογή του χαρτοφυλακίου όπως η αποστροφή του κινδύνου, η θέληση να αναλάβει κάποιος επενδυτής μεγαλύτερο κίνδυνο, ο χρονικός ορίζοντας του επενδυτή βραχυπρόθεσμοι επενδυτές και μακροπρόθεσμοι επενδυτές, και προσωπικά χαρακτηριστικά του επενδυτή όπως η για παράδειγμα η ηλικία, το εισόδημα και άλλα.

Η Θεωρία του Χαρτοφυλακίου περιγράφει τον τρόπο με τον οποίο υπολογίζεται η απόδοση, ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου επενδύσεων και ο τρόπος με τον οποίο οι επενδυτές μπορούν να καταναείμουν τα κεφάλαιά τους μεταξύ των εναλλακτικών θέσεων προκειμένου να βελτιστοποιήσουν την απόδοσή τους. Τα βασικά εργαλεία της Θεωρίας του Χαρτοφυλακίου είναι η θεωρία επιλογής χαρτοφυλακίου του **Markowitz** (1952), το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model – CAPM), η Γραμμή Αγοράς Κεφαλαίου (Capital Market Line) και η γραμμή Αγοράς Αξιογράφων (Security Market Line).

Η εργασία του Markowitz (1952) έδωσε μια καινούργια οπτική γωνία στον τρόπο με τον οποίο επιλέγουμε να επενδύσουμε. Μέχρι τότε οι επενδυτές εστίαζαν στην απόδοση και τον κίνδυνο κάθε αξιόγραφου ανεξάρτητα από τα υπόλοιπα προκειμένου να κατασκευάσουν το χαρτοφυλάκιο τους. Σκοπός τους ήταν να επιλέξουν τα αξιόγραφα εκείνα με τα καλύτερα χαρακτηριστικά απόδοσης και κινδύνου.

Ο Markowitz πρότεινε την επιλογή αξιόγραφων με στόχο το δημιουργημένο χαρτοφυλάκιο να έχει βέλτητα χαρακτηριστικά σε αναλογία απόδοσης και κινδύνου συνολικά ανεξάρτητα από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των επιμέρους αξιόγραφων.

Αν θεωρήσουμε πως οι αποδόσεις των αξιόγραφων ακολουθούν την κανονική κατανομή τότε θα μπορούσαμε κάλλιστα να τις εκτιμήσουμε. Έτσι

μπορούμε να υπολογίσουμε την απόδοση αλλά και τον κίνδυνο των χαρτοφυλακίων που θα μπορούσαν να κατασκευαστούν με αυτά τα χαρτοφυλάκια. Ορισμένα από αυτά τα χαρτοφυλάκια θα έχουν βέλτιστο λόγο απόδοσης και κινδύνου. Markowitz Harry . (1952).

3.3 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ (Capital Asset Pricing Model, CAPM)

Το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων, αναπτύχθηκε από τον **William Sharpe το 1964**, ενώ συνεισέφεραν και οι εργασίες των John Lintner, (1965) και Jan Mossin(1966). Το CAPM εισήγαγε τις έννοιες του συστηματικού και μη συστηματικού κινδύνου. Συστηματικός είναι ο κίνδυνος που παρουσιάζεται στο σύνολο των χρεογράφων. Μη συστηματικός είναι ο κίνδυνος που εμφανίζεται στο συγκεκριμένο αξιόγραφο και αντιστοιχεί στο τμήμα της απόδοσης του αξιόγραφου που είναι ασυσχέτιστο με τις συνολικές κινήσεις της αγοράς. Eugene F. Fama, Kenneth R. French. (2004)

Σύμφωνα με το CAPM, το βέλτιστο χαρτοφυλάκιο ταυτίζεται με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς.

Το χαρτοφυλάκιο της αγοράς αποτελείται από όλα τα αξιόγραφα που υπάρχουν στην αγορά, και σε αναλογία αντίστοιχη με την συνολική αξία κάθε αξιόγραφου. Όλοι οι ορθολογικοί επενδυτές επενδύουν ένα ποσοστό των χρημάτων τους στο χαρτοφυλάκιο της αγοράς και το υπόλοιπο στο αξιόγραφο μηδενικού κινδύνου.

Βάσει του CAPM, η αγορά ανταμείβει τους επενδυτές για το συστηματικό ρίσκο που αναλαμβάνουν, και όχι για το ειδικό ρίσκο που

ενδεχομένως έχουν αναλάβει, γιατί αυτό το ειδικό ρίσκο μπορεί να απαλειφθεί μέσω της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου. Κάθε αξιόγραφο του χαρτοφυλακίου της αγοράς εμπεριέχει ειδικό κίνδυνο αλλά μέσω της διαφοροποίησης ο επενδυτής αντιλαμβάνεται μόνο τον συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων επιχειρεί να εκτιμήσει την απαιτούμενη απόδοση ενός αξιόγραφου βάσει του συστηματικού κινδύνου που έχει λαμβάνοντας υπόψη την απόδοση χωρίς κίνδυνο σε μια οικονομία και την αναμενόμενη απόδοση των επικίνδυνων τοποθετήσεων γενικότερα την απόδοση της Αγοράς.

Η σημαντικότερη συνέπεια του υποδείγματος είναι ότι συνδέει την αναμενόμενη απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου με ένα μέγεθος κινδύνου του περιουσιακού στοιχείου, γνωστού ως συντελεστή βήτα (beta coefficient), ο οποίος εκφράζει τον κίνδυνο της συνδιακύμανσης ενός χρεογράφου με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς.

3.3.1 Ο ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΒΗΤΑ

Ο συντελεστής “beta” (beta coefficient) είναι ένα σύγχρονο χρηματοοικονομικό εργαλείο που βοηθά στη μέτρηση του συστηματικού (μη διαφοροποιήσιμου) κινδύνου ενός αξιόγραφου, δηλαδή του κινδύνου του αξιόγραφου που προέρχεται από τις διακυμάνσεις της συνολικής χρηματιστηριακής αγοράς και ο οποίος δεν εξουδετερώνεται από τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου.

Ο συντελεστής beta μετράει το βαθμό στον οποίο οι αποδόσεις ενός χαρτοφυλακίου επηρεάζονται από την απόδοση της Αγοράς. Στην περίπτωση που το beta είναι θετικό τότε υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα στις μεταβολές της Αγοράς και στις μεταβολές των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου. Δηλαδή αν αυξάνεται ο Δείκτης της Αγοράς τότε το χαρτοφυλάκιο θα έχει θετική απόδοση, αντίστοιχα αν μειώνεται ο Δείκτης τότε θα μειώνεται και η απόδοση του αξιόγραφου. Αν για παράδειγμα το beta ενός αξιόγραφου είναι 1,2 τότε συνεπάγεται πως σε μια μεταβολή της Αγοράς κατά 10% το αξιόγραφο θα μεταβάλλεται κατά 12%. Γεωργιάδης Νικόλαος (2005).

Όσο υψηλότερος ο συντελεστής beta τόσο πιο πολύ θα επηρεαστεί η απόδοση του A/K από τις μεταβολές στις αποδόσεις της Αγοράς.

Στην περίπτωση όπου το $\beta > 1$ τότε πρόκειται για επιθετικό A/K, ενώ αν $\beta < 1$ έχουμε αμυντικό A/K.

3.3.2 ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΙΣΧΥ ΤΟΥ Capital Asset Pricing Model, CAPM

- Οι επενδυτές δεν υπόκεινται σε τέλη συναλλαγής και φόρους. Τα έσοδα από επενδύσεις δεν φορολογούνται.
- Όλοι οι επενδυτές έχουν τα ίδια δεδομένα και την ίδια μέθοδο ανάλυσής τους.
- Όλοι οι επενδυτές προτίθενται να κρατήσουν το προϊόν για την ίδια χρονική περίοδο.
- Υπάρχουν πολλοί επενδυτές και οι πράξεις τους μεμονωμένα δεν επηρεάζουν την τιμή των προϊόντων.
- Οι επενδυτές επενδύουν στο σύνολο των διαθέσιμων χρηματοοικονομικών προϊόντων, και επίσης μπορούν να δανειστούν ή να δανείσουν χωρίς κίνδυνο.

Στο Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων, η σχέση ανάμεσα στην αναμενόμενη απόδοση ενός αξιόγραφου (asset) και την αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς αποτελεί την βασική εξίσωση του CAPM

Το γενικό υπόδειγμα του CAPM είναι : $R_{it} - R_{ft} = a + b (R_{mt} - R_{ft})$

όπου : R_{it} : οι αποδόσεις κάθε A/K

Rft : το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο (ΕΓΕΔ)

Rmt : οι αποδόσεις του γενικού δείκτη (Χ.Α.Α.)

Το β είναι ο συντελεστής ευαισθησίας της απόδοσης του αξιόγραφου σε σχέση με αυτήν της αγοράς και ισούται με τη συνδυακόμενη του αξιόγραφου με την Αγορά προς τη διακύμανση της Αγοράς.

3.3.3 Η γραμμή χρεογράφων SML

Βάσει των ανωτέρω, η απαιτούμενη απόδοση οποιασδήποτε επένδυσης μπορεί να εκφραστεί γενικότερα μέσω της σχέσης:

Απαιτούμενη απόδοση = Απόδοση χωρίς κίνδυνο + Ανταμοιβή για τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο

Κάτω από τις υποθέσεις του Υποδείγματος Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων, το χαρτοφυλάκιο της αγοράς M έχει τη μικρότερη απόκλιση. Η αλγεβρική έκφραση της προηγούμενης σχέσης με την χρήση του συντελεστή β ως μέτρο της επικινδυνότητας ενός χρεογράφου γράφεται ως ακολούθως:

$$r_i = r_{fr} + (r_M - r_{fr}) \beta_i \quad (1)$$

Όπου,

r_i : Η απαιτούμενη απόδοση του χρεογράφου i

r_{fr} : Η απόδοση του χρεογράφου i χωρίς κίνδυνο (risk free rate)

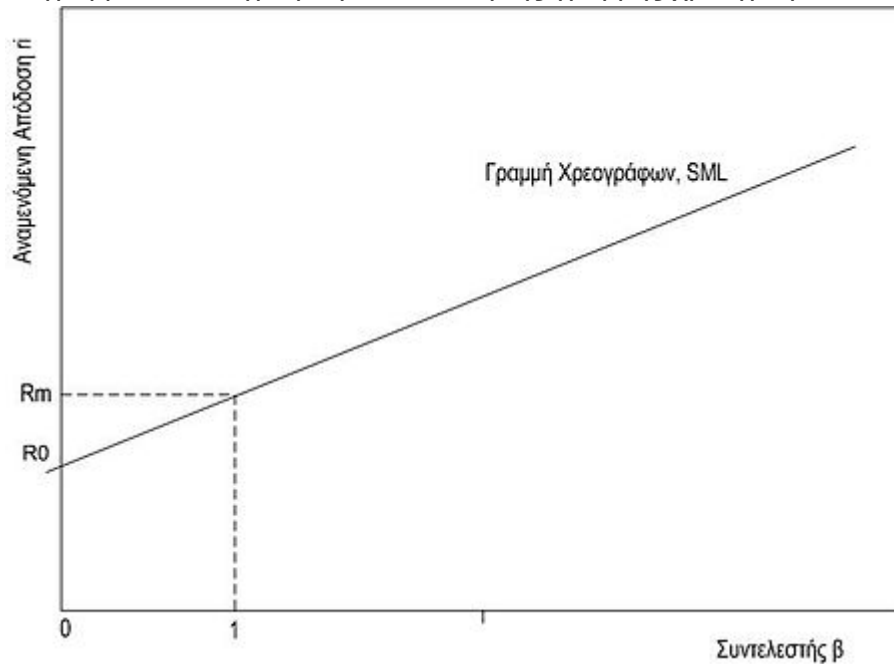
r_M : Η αναμενόμενη απόδοση όλης της αγοράς

$(r_M - r_{fr})$: Ο ιστορικός μέσος ασφάλιστρου κινδύνου της αγοράς β_i :

Η εξίσωση (1) ονομάζεται και γραμμή χρεογράφων SML (Security Market Line) και αποτυπώνει τη σχέση κινδύνου απόδοσης μεμονωμένων περιουσιακών στοιχείων (δηλαδή και των μη αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων). Βάσει της μορφής της ως γραμμική αύξουσα συνάρτηση του

συστηματικού κινδύνου συνάγεται ότι χρεόγραφα με υψηλότερα β θα έχουν υψηλότερες αναμενόμενες αποδόσεις και αντιστρόφως.

Διάγραμμα 3.1 : Η γραφική απεικόνιση της γραμμής χρεογράφων SML



Η γραφική απεικόνιση της γραμμής χρεογράφων SML τέμνει τον άξονα των αναμενόμενων αποδόσεων στο σημείο που ορίζει η απόδοση της μετοχής (ή του χαρτοφυλακίου) χωρίς κίνδυνο, r_{fr} . Για το σημείο αυτό ο συντελεστής β_i είναι μηδέν. Ενώ στο σημείο όπου $\beta_i = 1$ προκύπτει ότι η αναμενόμενη απόδοση της μετοχής ή του χαρτοφυλακίου ισούται με την αναμενόμενη απόδοση της αγοράς, r_M . Η κλίση της γραμμής χρεογράφων SML ισούται με τον ιστορικό μέσο του ασφαλίστρου κινδύνου της αγοράς ($r_M - r_{fr}$).

3.4 ARBITRAGE PRICING THEORY

Το 1976 ο **Stephen Ross** με την εργασία του *The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing*, προσφέρει μια εναλλακτική πρόταση από το ευρέως δημοφιλές υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων, CAPM, το οποίο θεσπίστηκε από τους Sharpe (1964), Lintner (1965) και Mossin (1966). Παρά το γεγονός ότι το CAPM είναι η βάση της σύγχρονης θεωρίας χαρτοφυλακίου, τέθηκε σε αμφισβήτηση η ικανότητά του να ερμηνεύσει τη δημιουργία των αποδόσεων των αξιόγραφων. Το υπόδειγμα του Ross αποτελεί ένα πολυμεταβλητό υπόδειγμα, το οποίο περιλαμβάνει πολλές μακροοικονομικές μεταβλητές, προσπαθώντας με τον τρόπο αυτό να ερμηνεύσει τη διαστρωματική μεταβλητότητα των χαρτοφυλακίων. Με την υπόθεση ότι δεν υπάρχουν ευκαιρίες arbitrage οι προσδοκώμενες αποδόσεις ενός τίτλου θα είναι ένας γραμμικός συνδυασμός των συντελεστών του υποδείγματος. (Stephen A. Ross. (1976).

Η θεωρία του Ross ξεκινά με την αποδοχή της τέλεια ανταγωνιστικής Αγοράς τίτλων. Η απόδοση ενός τυχαίου τίτλου ακολουθεί μια πολυμεταβλητή κανονική κατανομή. Το A.P.T. βασίζεται στον Νόμο της Μίας Τιμής, ο οποίος υποστηρίζει ότι σε ισορροπία :

- δυο αγαθά (πχ. μετοχές) τα οποία είναι ταυτόσημα δεν είναι δυνατό να πωλούνται σε διαφορετικές τιμές και
- ένα αγαθό δεν είναι δυνατό να πωλείται σε δυο διαφορετικές αγορές σε διαφορετικές τιμές

Το 1976 ο Ross πρότεινε λοιπόν έναν διαφορετικό τρόπο εξέτασης της σχέσης του συστηματικού κινδύνου ως προς την απόδοση των μετοχών. Βασίζεται στον νόμο της μιας τιμής όπως αναφέραμε, σύμφωνα με τον οποίο δυο όμοια αγαθά δεν μπορεί να πωλούνται σε διαφορετική τιμή. Στην πραγματικότητα το μοντέλο της εξισορροπητικής κερδοσκοπίας (APT) είναι πιο γενικό από το μοντέλο αποτίμησης των κεφαλαιουχικών αγαθών (CAPM)

και βασίζεται σε λιγότερες προϋποθέσεις. Το **APT**, συνιστά ένα **πολυπαραγοντικό υπόδειγμα** το οποίο φιλοδοξεί να εξηγήσει τη διαστρωματική μεταβλητότητα των αποδόσεων των χρηματιστηριακών τίτλων, των μετοχών. Η θεωρία βασίζεται στα πολυπαραγοντικά μοντέλα στα οποία η αναμενόμενη τιμή μιας μετοχής αποδίδεται σε μία σειρά ανεξάρτητων παραγόντων (όπως ο ρυθμός ανάπτυξης, η μεταβολή των επιτοκίων, του πληθωρισμού, του ΑΕΠ κ.α) αντί όλες αυτές οι μεταβλητές να ενσωματώνονται σε μια παράμετρο όπως γίνεται στο μοντέλο του CAPM.

Η κερδοσκοπία (arbitrage) προκύπτει όταν ένας επενδυτής μπορεί με μηδενική επένδυση να δημιουργήσει ένα χαρτοφυλάκιο με εξασφαλισμένο κέρδος. Σύμφωνα με την θεωρία τιμολόγησης μέσω εξισορροπητικής κερδοσκοπίας, είναι δυνατό κάποια αγαθά να μην είναι ορθά τιμολογημένα. Το μοντέλο εξετάζει την σχέση της αναμενόμενης απόδοσης και του συντελεστή βήτα μετοχής χωρίς να βασίζεται στην υπόθεση του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Η θεωρία αρχίζει με την υπόθεση του τέλει ανταγωνισμού των αγορών και ότι όλοι οι επενδυτές έχουν ομοιογενείς πεποιθήσεις ως προς το αναμενόμενο κέρδος της επένδυσης. Το μαθηματικό μοντέλο της θεωρίας είναι το παρακάτω:

Expected Return = $r_f + b_1 \times (\text{factor 1}) + b_2 \times (\text{factor 2}) \dots + b_n \times (\text{factor n})$

όπου η απόδοση μιας μετοχής, ενός τίτλου i εξαρτάται από τον συντελεστή ευαισθησίας της και την επίδραση που δέχεται από κάθε παράγοντα. Το μοντέλο δεν παρέχει οποιεσδήποτε ενδείξεις για τις μεταβλητές που πρέπει να εμφανιστούν στη δεξιά πλευρά της παραπάνω εξίσωσης, δεδομένου ότι οι συστηματικοί παράγοντες δεν προσδιορίζονται και η ύπαρξη της γραμμικής σχέσης μεταξύ των παραγόντων και των αποδόσεων των μετοχών είναι μόνο μια υπόθεση του προτύπου. Η θεωρία του γραμμικού πολυπαραγοντικού υποδείγματος αποτιμήσεως (APT) στηρίζεται σε έναν ελάχιστο αριθμό υποθέσεων (την ανυπαρξία ευκαιριών αρμπιτράζ). Το θεωρητικό τούτο υπόδειγμα όμως δεν αναφέρει τον ακριβή αριθμό των παραγόντων που διαμορφώνουν τις κεφαλαιακές αποδόσεις στην οικονομία και, επομένως, το πρόβλημα αυτό μπορεί μόνο να αντιμετωπιστεί, έστω κατά προσέγγιση, με τη

χρησιμοποίηση δειγματοληπτικών δεδομένων της παρατηρήσεως και καταλλήλων τεχνικών αναλύσεως. Richard Roll, Stephen A. Ross. (1980).

3.5 THE JANUARY EFFECT

ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΤΟΥ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ

Το φαινόμενο του Ιανουαρίου (January Effect) είναι η τάση της αύξησης των τιμών των μετοχών και γενικότερα η αύξηση των αποδόσεων στα συναλλασσόμενα προϊόντα κατά το μήνα Ιανουάριο σε σχέση με τον προηγούμενο μήνα. (Imad A. Moosa, 2007)

Έχουν πραγματοποιηθεί πολλές έρευνες γύρω από το φαινόμενο της ύπαρξης της εποχικότητας στις χρηματιστηριακές αγορές. Ο **Wachtel (1942)** ήταν ο πρώτος οικονομολόγος ο οποίος εξέτασε την **εποχικότητα**. Πιο συγκεκριμένα εξέτασε το δείκτη Dow Jones από το 1927 έως το 1942 παρατηρώντας ανοδικές τάσεις των τιμών, από το Δεκέμβριο στον Ιανουάριο, στα έντεκα από τα δεκαπέντε χρόνια που εξέτασε. (SIDNEY B. WACHTEL,1942)

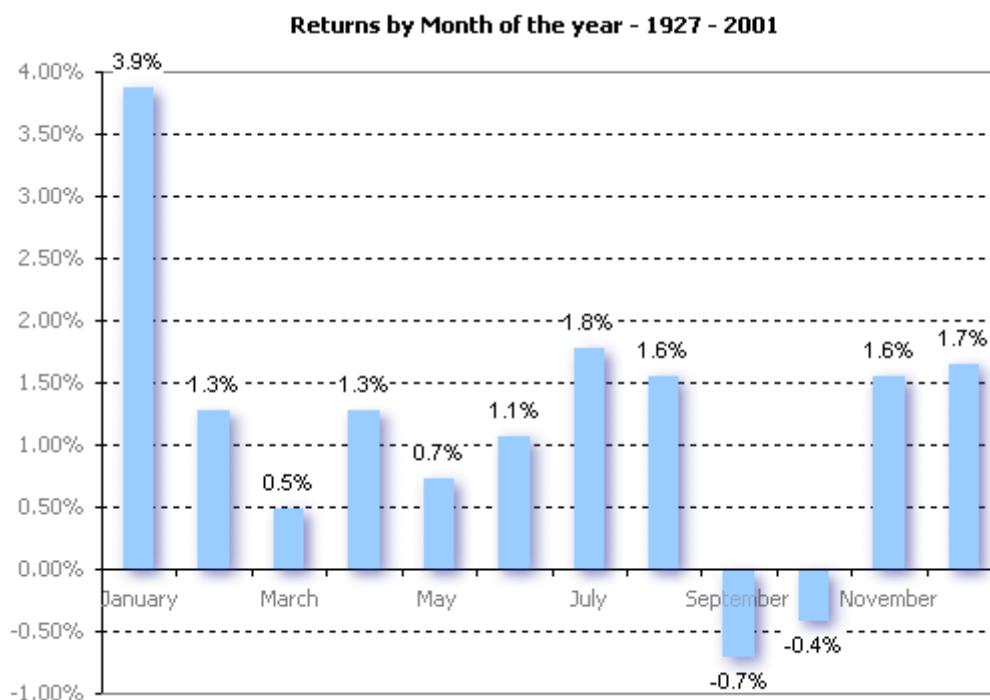
Σε άρθρο τους οι **Rozeff** και **Kinney (1976)** ανέφεραν ενδείξεις για εποχικότητα στις αποδόσεις των μετοχών στη χρηματιστηριακή αγορά. (Rozeff, M.S. and Kinney, W.R. (1976) Capital)

Από το 1904 έως και το 1974 η μέση απόδοση μιας μετοχής κατά το μήνα Ιανουάριο ήταν 3,48% σε σύγκριση με μια απόδοση της τάξεως του 0,42% κατά τους υπόλοιπους μήνες του έτους. Συνεπώς παρατηρήθηκε ότι τον Ιανουάριο η μέση απόδοση μιας μετοχής ήταν οκτώ φορές υψηλότερη από έναν οποιονδήποτε άλλο μήνα του χρόνου. (Mark Haug and Mark Hirschey 2005)

Η μέθοδος που χρησιμοποίησαν οι ερευνητές για να καταλήξουν στο πιο πάνω συμπέρασμα, αντιπροσωπεύει έναν απλό μέσο όρο των τιμών των μετοχών για όλες τις εισηγμένες εταιρείες. Με τη μέθοδο αυτή φαίνεται πως οι

μικρότερες επιχειρήσεις επηρεάζονται περισσότερο από το φαινόμενο της επίδρασης του Ιανουαρίου.

Διάγραμμα 3.2 : Μέση απόδοση μετοχών κατά το διάστημα 1927-2001



Source: Haugen, R. and J. Lakonishok, *The Incredible January Effect*

Η επίδραση του φαινομένου του Ιανουαρίου αποτυπώνεται ξεκάθαρα στο παραπάνω διάγραμμα 3.2 όπου παρατηρείται μια μέση θετική απόδοση 3,9% τον Ιανουάριο και κατά μέσο όρο μια απόδοση 0,85% κατά τους υπόλοιπους 11 μήνες του χρόνου. Αν λάβουμε υπόψη μας το γεγονός ότι εξετάζεται μια περίοδος 75 ετών μόνο τυχαία δεν μπορεί να είναι τα αποτελέσματα που εμφανίζονται στο γράφημα.

3.5.1 ΑΙΤΙΑ ΕΜΦΑΝΙΣΗΣ ΤΟΥ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟΥ ΤΟΥ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ

Πολλές πιθανές εξηγήσεις έχουν δοθεί για τα αίτια ύπαρξης του φαινομένου, χωρίς να είναι καθολικά αποδεκτές.

Μια πιθανή εξήγηση είναι ότι οι επενδυτές θέλοντας να αποφύγουν τη φορολόγηση για τα χαρτοφυλάκιά τους στο τέλος κάθε έτους, τα πωλούν και επενδύουν τα κεφάλαιά τους στην αρχή του επόμενου έτους. Μια ακόμη λογική εξήγηση είναι το γεγονός ότι πολλοί διαχειριστές χαρτοφυλακίων πραγματοποιούν μια ανασκόπηση κάθε χαρτοφυλακίου που διαχειρίζονται θέλοντας να κρατήσουν τα προϊόντα με το λιγότερο κίνδυνο και αυτά που έχουν μια σταθερή απόδοση, μικρότερη διακύμανση. Έτσι με την αρχή του νέου έτους, ενώ έχουν διώξει από τα χαρτοφυλάκιά τους τις επικίνδυνες επενδύσεις αγοράζουν πιο σταθερά και βαριά χαρτιά, τα οποία θα τους αποφέρουν σταθερές αποδόσεις. Imad A. Moosa (2007)

Στο τέλος κάθε έτους γίνεται γνωστός ο ετήσιος απολογισμός για κάθε εισηγμένη εταιρεία που συνεπάγεται ότι πολλές σημαντικές πληροφορίες γίνονται γνωστές στο ευρύτερο επενδυτικό κοινό. Έτσι για παράδειγμα, πολλές μικρές εταιρείες οι οποίες καθ' όλη τη διάρκεια του έτους είχαν υψηλές αποδόσεις, λόγω του ότι το επενδυτικό κοινό δε γνώριζε ουσιαστικά οικονομικά στοιχεία και λογιστικά μεγέθη για την εκάστοτε εταιρεία, υπερτιμώντας τη δηλαδή, σπεύδει στο τέλος του έτους να πουλήσει την επένδυση σε μικρές εταιρείες θεωρώντας πως το νέο έτος θα μειωθούν οι τιμές. Rolf W. Banz, (1980)

3.6 ΕΜΜΟΝΗ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Πολλές έρευνες έχουν επικεντρωθεί γύρω από το ζήτημα της εμμοσύνης της απόδοσης που υφίσταται σε ένα χρηματοοικονομικό προϊόν. Το γεγονός της ύπαρξης εμμοσύνης σημαίνει αυτόματα πως εξετάζοντας τις προηγούμενες αποδόσεις ενός αμοιβαίου κεφαλαίου μπορούμε να προβλέψουμε τις μελλοντικές αποδόσεις που θα έχει και με τον τρόπο αυτό να επιτύχουμε υπερβάλλουσες αποδόσεις. Στην περίπτωση όμως που δεν ισχύει το φαινόμενο της εμμοσύνης στις αποδόσεις ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, τότε δε δύναται να προβλεφθούν οι μελλοντικές του αποδόσεις. F. Larry Detzel and Robert A. Weigand . (1998)

Οι έρευνες οι οποίες έχουν πραγματοποιηθεί έχουν δείξει πως μακροπρόθεσμα η θέση των αμοιβαίων κεφαλαίων στο σήμερα δεν εξαρτάται από τη θέση που είχαν σε προηγούμενες χρονικές περιόδους και συνεπώς δεν μπορεί να γίνει πρόβλεψη της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων μακροπρόθεσμα.

Βραχυπρόθεσμα όμως έχουν δείξει σημάδια εμμοσύνης της απόδοσης αμοιβαία κεφάλαια, τα οποία είναι είτε επιτυχημένα με υψηλό ενεργητικό είτε αυτά με τη χειρότερη πορεία στην Αγορά. Βραχυπρόθεσμα επομένως σε αυτές τις περιπτώσεις μπορεί να γίνει πρόβλεψη των αποδόσεων των αμοιβαίων βάσει της εμμοσύνης. Babalos, V., A. Kostakis, and N. Philippas, (2007)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΞΕΤΑΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Στο κεφάλαιο αυτό θα πραγματοποιηθεί μια εκτενής παρουσίαση των αποτελεσμάτων της προσωπικής μου έρευνας πάνω στα ελληνικά αμοιβαία κεφάλαια και μια λεπτομερής ανάλυση των επιδόσεών τους.

4.1 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

Η έρευνα γύρω από την οποία επικεντρώθηκα αφορά έντεκα Αμοιβαία Κεφάλαια, τα οποία δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα για την περίοδο από το Μάρτιο του 1998 έως και τον Ιούνιο του 2011. Πρωταρχικός μου σκοπός στην επιλογή των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ήταν να συμπεριλάβω αμοιβαία κεφάλαια από όλες τις κατηγορίες ώστε να εξαχθούν συμπεράσματα και να γίνει κατάταξη των αποδόσεων και του κινδύνου που έχει κάθε κατηγορία Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Δεύτερο κριτήριο για να καταλήξω στην επιλογή μου αυτή, ήταν η χρονική περίοδος. Θέλησα λοιπόν να επιλέξω την περίοδο όπου άνθιζαν οι επενδύσεις στην Ευρώπη και στην Ελλάδα, δηλαδή πριν το 2000, μέχρι το 2011, όπου η οικονομική κρίση επηρέασε σαφώς τις επενδύσεις σε όλο τον κόσμο και στην Ελλάδα με αρνητικές συνέπειες. Κατέληξα λοιπόν στο διάστημα 1998 έως και 2011. Όμως η τελική επιλογή των έντεκα αμοιβαίων κεφαλαίων που συμπεριέλαβα στη δική μου ανάλυση έγινε με βάση το ότι τα αμοιβαία αυτά θα έπρεπε να δραστηριοποιούνταν σε όλη αυτή τη χρονική περίοδο. Συνεπώς οι επιλογές ήταν περιορισμένες, καθώς πολλά αμοιβαία κεφάλαια κατά τη χρονική αυτή περίοδο, άλλαξαν σύνθεση, όνομα ή αύξησαν το ενεργητικό τους, οπότε δε θα ήταν ορθή η σύγκρισή τους με τα υπόλοιπα.

Τα αμοιβαία κεφάλαια ανά κατηγορία που συμπεριέλαβα στην έρευνά μου είναι τα εξής :

Πίνακας 4.1 : Τα Αμοιβαία Κεφάλαια που συμμετέχουν στην εργασία ανά κατηγορία

ΜΕΤΟΧΙΚΑ	
ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ
Allianz Μετοχών Εσωτερικού	Δήλος ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού
Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	Δήλος Διεθνές Μετοχικό Εξωτερικού
ΜΙΚΤΑ	
ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ
Alpha Trust Eurostar Μικτό Εσωτερικού	Alico Μικτό Εξωτερικού
Δήλος Μικτό Εσωτερικού	
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ	
ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ
Interamerican Σταθερών Ομολογιών Εσωτερικού	Proton Ομολογιών Εσωτερικού
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΕΩΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	
ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ
Hsbc Διαχείρισεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	International Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού

4.1.1 ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗ ΤΩΝ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Τα δεδομένα της παρούσας έρευνας είναι μηνιαία για το διάστημα 3/1998 έως 6/2011 δηλαδή 160 μηνιαίες παρατηρήσεις.

Αφού συλλέχτηκαν οι τιμές για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο για το χρονικό αυτό διάστημα από την ιστοσελίδα της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών (www.ethe.org.gr) και οι οποίες αφορούν την τιμή που είχε κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο στο κλείσιμο κάθε μήνα, μετατράπηκαν ώστε να βρεθούν οι αποδόσεις κάθε

αμοιβαίου κεφαλαίου. Οι αποδόσεις κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου αφαιρώντας το επιτόκιο των εντόκων γραμματίων του ελληνικού δημοσίου αποτελούν την εξαρτημένη μεταβλητή, σε κάθε γραμμική παλινδρόμηση που θα πραγματοποιηθεί. Συνολικά λοιπόν έχουμε έντεκα μοντέλα γραμμικής παλινδρόμησης. Στην παρούσα έρευνα ακόμη χρησιμοποιήθηκαν οι αποδόσεις του γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, σε **μηνιαία βάση** στο κλείσιμο κάθε μήνα. Οι **τιμές του γενικού δείκτη** συλλέχθηκαν από την ιστοσελίδα www.capital.gr . Επίσης οι αποδόσεις των εντόκων γραμματίων του ελληνικού δημοσίου αντλήθηκαν από τη σελίδα του Υπουργείου Οικονομίας. Επιπλέον συλλέχθηκαν οι **τιμές του δείκτη τιμών καταναλωτή** για την Ελλάδα στη συγκεκριμένη περίοδο, από την ιστοσελίδα της ελληνικής στατιστικής υπηρεσίας (www.elstat.gr) και ακόμη ο **δείκτης βιομηχανικής παραγωγής** για την Ελλάδα από την ιστοσελίδα United nations Economic Commission for Europe (www.unece.org/stats)

4.1.1.1 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΟΥ ΘΑ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΗΘΕΙ

Το βασικό υπόδειγμα που θα χρησιμοποιηθεί για την κατασκευή των γραμμικών υποδειγμάτων της έρευνας είναι το υπόδειγμα του Ross, από το πολυμεταβλητό υπόδειγμα του **Arbitrage Pricing Theory**,

Τα υποδείγματα που θα εκτιμηθούν είναι της μορφής :

$$R_{it}-R_{ft} = c + c_1 (R_{mt}-R_{ft}) + c_2 \text{ipi} + c_3 \text{dtk} + u_t$$

Όπου :

- R_{it} οι αποδόσεις κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου
- R_{ft} : οι αποδόσεις των εντόκων γραμματίων του ελληνικού Δημοσίου
- dtk : οι μεταβολές στο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή
- Ipi : οι μεταβολές στο Δείκτη Βιομηχανικής Παραγωγής

Κατασκευάζουμε επομένως τα γραμμικά υποδείγματα που αντιπροσωπεύουν τα έντεκα αμοιβαία κεφάλαια της έρευνας και εφαρμόζουμε το πολυμεταβλητό υπόδειγμα του Ross έχοντας ως εξαρτημένη μεταβλητή τις αποδόσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου αφαιρώντας το risk free rate δηλαδή τα έντοκα γραμμάτια του ελληνικού δημοσίου και ως ανεξάρτητες-ερμηνευτικές

μεταβλητές τις αποδόσεις του Γενικού Δείκτη αφαιρώντας το risk free rate και επιπλέον τις μεταβολές του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή και του Δείκτη Βιομηχανικής Παραγωγής.

Μέσα από το οικονομετρικό πακέτο Eviews μπορούμε να πραγματοποιήσουμε τις παλινδρομήσεις των γραμμικών μοντέλων όπου έχουμε κατασκευάσει, να κάνουμε όλους τους απαραίτητους ελέγχους πάνω στα υποδείγματα και να διορθώσουμε τυχόν λάθη που εμπεριέχουν.

4.1.2 ΕΛΕΓΧΟΣ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΩΝ

Ο έλεγχος χρησιμοποιείται για τον έλεγχο της ισοδυναμίας των συντελεστών παλινδρόμησης ανάμεσα σε δύο σύνολα δεδομένων. Χάλκος Γεώργιος (2011)

Ελέγχεται δηλαδή η αρχική υπόθεση ότι υπάρχει ισοδυναμία των συντελεστών στην περίοδο ανάλυσης μας επομένως υπάρχει σταθερότητα των συντελεστών.

Με τη βοήθεια του Eviews πραγματοποιούμε τον έλεγχο μέσω του **Chow Breakpoint Test** και ορίζουμε εμείς ένα κρίσιμο σημείο όπου μπορεί να υπάρχει υπόνοια για αλλαγή των συντελεστών.

Στη συγκεκριμένη περίπτωση θα ορίσω ως breakpoint, το 2009 τον Ιανουάριο, διότι μπορεί αυτή η χρονική στιγμή να θεωρηθεί ως η αφετηρία της οικονομικής κρίσης στην Ελλάδα. Ύστερα από τον έλεγχο σε κάθε υπόδειγμα της έρευνας, δηλαδή σε κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο για τη σταθερότητα των συντελεστών παίρνουμε τα εξής αποτελέσματα:

Chow Breakpoint Test: 2009M01	
Equation Sample: 1998M03 2011M06	<i>Prob.</i> <i>F(5,150)</i>
Allianz Μετοχών Εσωτερικού	0.8936
Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	0.7819
Δήλος ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού	0.0505
Δήλος Διεθνές Μετοχικό Εξωτερικού	0.0198
Alpha Trust Eurostar Μικτό Εσωτερικού	0.4386
Δήλος Μικτό Εσωτερικού	0.1022
Alico Μικτό Εξωτερικού	0.0000
Interamerican Σταθερών Ομολογιών Εσωτερικού	0.0971
Proton Ομολογιών Εσωτερικού	0.1395
Hsbc Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	0.1241
International Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	0.0601

Ελέγχοντας την αρχική υπόθεση πως υπάρχει ισοδυναμία των συντελεστών από το 1998 μέχρι το 2009 και από το 2009 μέχρι το 2011 από τον πιο πάνω πίνακα καταλήγουμε στο συμπέρασμα πως για τα Αμοιβαία Κεφάλαια **Δήλος Διεθνές Μετοχικό Εξωτερικού** και **Alico Μικτό Εξωτερικού** η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται αφού p -value είναι μικρότερο από 5% επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας.

Διόρθωση της σταθερότητας των συντελεστών

Προκειμένου να διορθώσουμε τη σταθερότητα των συντελεστών των υποδειγμάτων που είδαμε πιο πάνω, δημιουργούμε μια μεταβλητή η οποία παίρνει τιμή 0 πριν το σημείο ορισμού breakpoint 2009 τον πρώτο μήνα και τιμή 1 μετά το 2009 Ιανουάριο μέχρι το 2011 τον έκτο μήνα.

Ελέγχοντας εκ νέου τη μηδενική υπόθεση για τη σταθερότητα των συντελεστών των δύο υποδειγμάτων παίρνουμε τα εξής :

Chow Breakpoint Test: 2009M01	
Equation Sample: 1998M03 2011M06	Prob. F
Δήλος Διεθνές Μετοχικό Εξωτερικού	0.9101
Alico Μικτό Εξωτερικού	0.6160

Βλέπουμε επομένως πως το p-value είναι μεγαλύτερο από 5% επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας και άρα αποδεχόμαστε τη μηδενική υπόθεση ότι δηλαδή υπάρχει σταθερότητα των συντελεστών των υποδειγμάτων.

Συνεπώς το πρόβλημα της μη σταθερότητας των συντελεστών των υποδειγμάτων λύνεται ακολουθώντας την παραπάνω διαδικασία.

4.1.3 ΠΟΛΥΣΥΓΓΡΑΜΜΙΚΟΤΗΤΑ

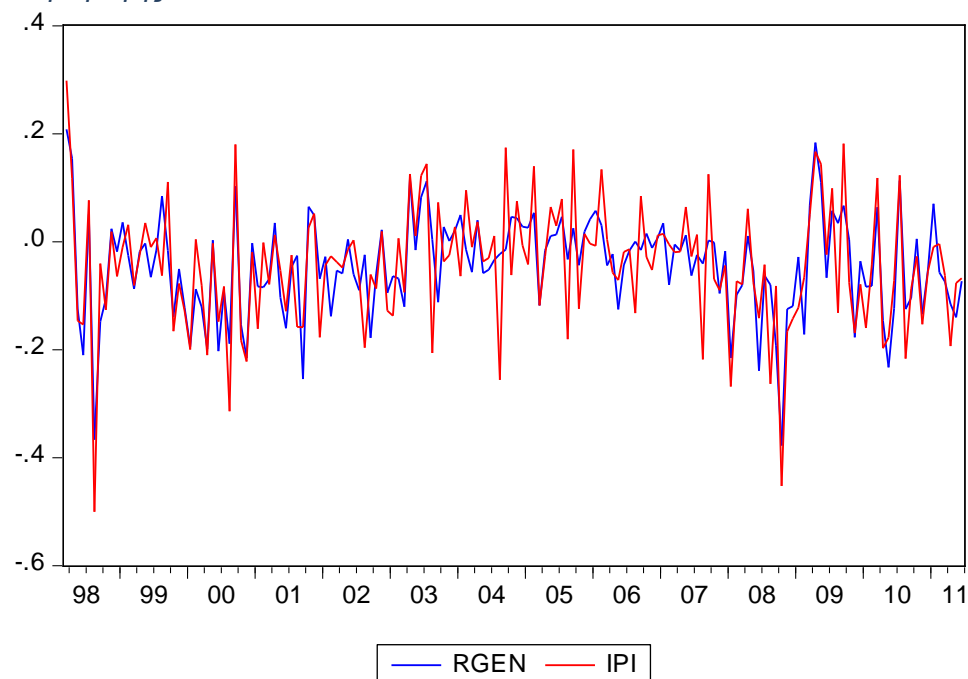
Πολυσυγγραμμικότητα ονομάζεται το πρόβλημα που δημιουργείται από την ύπαρξη γραμμικών σχέσεων ανάμεσα στις ερμηνευτικές μεταβλητές.

Η πολυσυγγραμμικότητα είναι σοβαρό πρόβλημα γιατί επηρεάζει την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων της εκτίμησης. (Χρήστου Γ. ,2006)

4.1.3.1 ΕΛΕΓΧΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΥΠΑΡΞΗ ΠΟΛΥΣΥΓΓΡΑΜΜΙΚΟΤΗΤΑΣ

Σε πρώτο στάδιο, προκειμένου να ελέγξουμε για την ύπαρξη γραμμικών σχέσεων ανάμεσα στις ερμηνευτικές μεταβλητές, οι οποίες είναι κοινές για όλα τα υποδείγματα που έχουμε κατασκευάσει, δημιουργούμε στο οικονομετρικό πακέτο E-views τα γραφήματα των συγκεκριμένων μεταβλητών

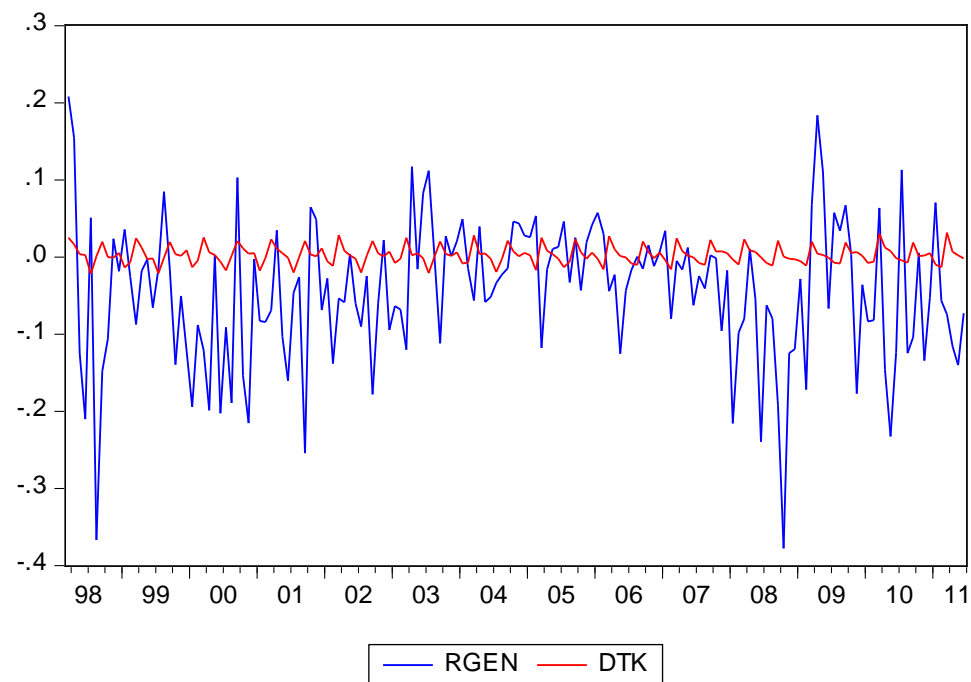
Γράφημα 4.1 : Κοινό γράφημα αποδόσεων Γενικού Δείκτη με το Δείκτη Βιομηχανικής Παραγωγής



Το παραπάνω γράφημα αποτελεί το κοινό γράφημα του Γενικού Δείκτη (RGEN) μειωμένο κατά το Risk free rate ,όπου στην περίπτωση μας είναι οι αποδόσεις των εντόκων γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου, σε συνδυασμό με το δείκτη Βιομηχανικής Παραγωγής ,(IPI)

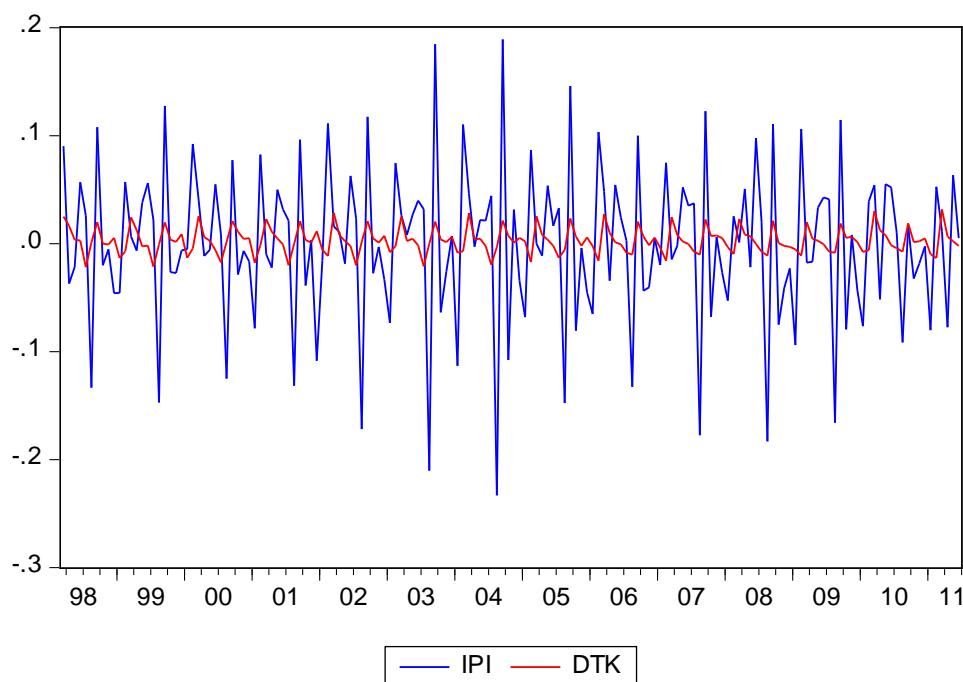
Το επόμενο γράφημα παρουσιάζει το κοινό διάγραμμα του Γενικού Δείκτη (RGEN) σε συνδυασμό με το Δείκτη Τιμών Καταναλωτή,(DTK)

Γράφημα 4.2 : Κοινό γράφημα αποδόσεων Γενικού Δείκτη με το Δείκτη Τιμών Καταναλωτή



Το τρίτο γράφημα είναι το κοινό γράφημα του Δεικτη Τιμών Καταναλωτή (DTK) με το Δείκτη Βιομηχανικής Παραγωγής (IPI) :

Γράφημα 4.3 : Κοινό γράφημα αποδόσεων Δείκτη Τιμών Καταναλωτή με το Δείκτη Τιμών Καταναλωτή



Από τα γραφήματα του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή – Δείκτη Βιομηχανικής Παραγωγής και το γράφημα του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή- Γενικό Δείκτη είναι ξεκάθαρο πως δεν υπάρχει γραμμική σχέση ανάμεσα στις ερμηνευτικές αυτές μεταβλητές, δηλαδή πως δεν υπάρχει πολυσυγγραμμικότητα.

Κατασκευάζοντας τον πίνακα συσχετίσεων των ανεξάρτητων μεταβλητών παρά ταύτα μπορούμε να προβούμε σε ασφαλή συμπεράσματα για την ύπαρξη ή μη γραμμικών σχέσεων ανάμεσα στις ερμηνευτικές μεταβλητές. Ο πίνακας είναι ο παρακάτω:

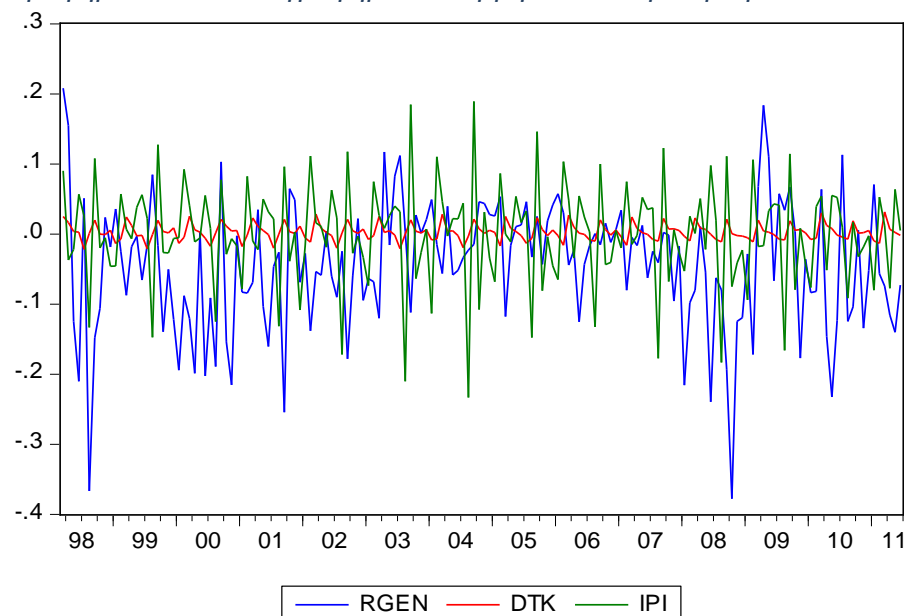
Πίνακας 4.2 : Πίνακας Συσχετίσεων των ερμηνευτικών μεταβλητών των υποδειγμάτων

	RGEN	DTK	IPI
RGEN	1	-0.03205735786669938	-0.05573732457904845
DTK	-0.03205735786669938	1	0.2290300035534068
IPI	-0.05573732457904845	0.2290300035534068	1

Από την ανάλυση του πίνακα συσχετίσεων συνεπάγεται πως δεν υπάρχουν ισχυρές γραμμικές σχέσεις μεταξύ των ανεξάρτητων-ερμηνευτικών μεταβλητών των υποδειγμάτων της συγκεκριμένης έρευνας. Δηλαδή δεν εμφανίζεται το φαινόμενο της πολυσυγγραμμικότητας σε κανένα από τα υποδείγματα της έρευνας.

Τέλος παρουσιάζεται το κοινό γράφημα όλων των ερμηνευτικών μεταβλητών των υποδειγμάτων :

Γράφημα 4.4 : Κοινό γράφημα των ερμηνευτικών μεταβλητών



4.1.4 ΕΛΕΓΧΟΣ ΤΩΝ ΚΑΤΑΛΟΙΠΩΝ ΤΩΝ ΜΟΝΤΕΛΩΝ

4.1.4.1 ΕΛΕΓΧΟΣ ΕΤΕΡΟΣΚΕΔΑΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Ετεροσκεδαστικότητα είναι το φαινόμενο όπου η διακύμανση των καταλοίπων δεν παραμένει σταθερή, με αποτέλεσμα τα τυπικά σφάλματα των εκτιμητών να μην είναι αμερόληπτα. (Χρήστου,2006).

Δηλαδή απορρίπτεται η υπόθεση ότι :

$$\text{Var}(u_t) = \sigma^2 \text{ για } t=1.2.3.....n$$

Αρχικά ελέγχουμε για την ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας στα κατάλοιπα των υποδειγμάτων, αφού κατασκευάσουμε το διάγραμμα των καταλοίπων για κάθε ένα από τα συνολικά έντεκα μοντέλα που έχουμε κατασκευάσει. Τα γραφήματα των καταλοίπων όλων των υποδειγμάτων παρατίθενται στο παράρτημα Α στο τέλος της εργασίας.

Τα γραφήματα των καταλοίπων λοιπόν, μας δίνουν μια πρώτη εικόνα για την ύπαρξη ή μη ετεροσκεδαστικότητας στα κατάλοιπα των γραμμικών μοντέλων της έρευνας. Μπορούμε να παρατηρήσουμε εξετάζοντας τα στο Παράρτημα Α πως υπάρχει σαφής ένδειξη για ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας για τα κατάλοιπα των υποδειγμάτων ***Alico Μικτό Εξωτερικού*** και ***Δήλος Μικτό Εσωτερικού***.

Ο ΕΛΕΓΧΟΣ ΤΟΥ WHITE

Ο **White**(1980) κατασκεύασε έναν έλεγχο όπου η αρχική υπόθεση της ομοσκεδαστικότητας των καταλοίπων ελέγχεται έναντι της εναλλακτικής υπόθεσης ότι χαρακτηρίζονται από ετεροσκεδαστικότητα κάποιας άγνωστης μορφής. Το μοντέλο πάνω στο οποίο βασίζεται ο υπολογισμός της ελεγχοσυνάρτησης του White έχει ως εξαρτημένη μεταβλητή τα τετράγωνα των καταλοίπων του μοντέλου και ως ερμηνευτικές μεταβλητές τις ανεξάρτητες μεταβλητές του μοντέλου μας, τα τετράγωνα τους και τα γινόμενά τους ανά δύο.

Πραγματοποιούμε δηλαδή τον έλεγχο :

H_0 : υπάρχει ομοσκεδαστικότητα

Vs

H_A : Δεν υπάρχει ομοσκεδαστικότητα

Για κάθε ένα από τα γραμμικά μοντέλα της έρευνας τα αποτελέσματα της τιμής της πιθανότητας του ελέγχου φαίνονται συγκεντρωτικά στον παρακάτω πίνακα :

Πίνακας 4.3 : Τιμή της πιθανότητας ελέγχου για την ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας

Heteroskedasticity Test: White	
Method: Least Squares	Prob. Chi-Square
Allianz Μετοχών Εσωτερικού	0.4085
Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	0.3093
Δήλος ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού	0.0776
Δήλος Διεθνές Μετοχικό Εξωτερικού	0.0976
Alpha Trust Eurostar Μικτό Εσωτερικού	0.1570
Δήλος Μικτό Εσωτερικού	0.0002
Alico Μικτό Εξωτερικού	0.0142
Interamerican Σταθερών Ομολογιών Εσωτερικού	0.3210
Proton Ομολογιών Εσωτερικού	0.5326
Hsbc Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	0.2812
International Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	0.1392

Συνεπώς όταν **Prob** μεγαλύτερο από το επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% , τότε αποδέχομαι την H_0 , ότι δηλαδή υπάρχει ομοσκεδαστικότητα. Διαφορετικά όταν δηλαδή **Prob** μικρότερο από το επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% αποδέχομαι την εναλλακτική υπόθεση ότι δηλαδή δεν υπάρχει ομοσκεδαστικότητα στα κατάλοιπα του εκάστοτε υποδείγματος.

Στη συγκεκριμένη έρευνα, ελέγχοντας το συγκεντρωτικό πίνακα με τις τιμές του **Prob** συμπεραίνουμε ότι για τα μοντέλα που αντιπροσωπεύουν τα αμοιβαία κεφάλαια **Δήλος Μικτό Εσωτερικού** και **Alico Μικτό Εξωτερικού** υπάρχει ετεροσκεδαστικότητα για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%..

ΔΙΟΡΘΩΣΗ ΕΤΕΡΟΣΚΕΔΑΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Προκειμένου να διορθώσουμε την ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας στα κατάλοιπα των υποδειγμάτων της έρευνας, όπου φυσικά υπάρχει πρόβλημα ετεροσκεδαστικότητας, χρησιμοποιούμε τα τυπικά σφάλματα συνεπή για

ετεροσκεδαστικότητα. (**White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance**). **White**(1980)

4.1.4.2 ΑΥΤΟΣΥΣΧΕΤΙΣΗ

Στο κλασσικό γραμμικό υπόδειγμα υποθέτουμε ότι η συνδιακύμανση των διαταρακτικών όρων είναι μηδέν. (Χρήστου Γ, 2006)

Δηλαδή :

$$E(u_t u_s) = 0$$

Η παραπάνω υπόθεση σημαίνει πως οι διάφορες τιμές του διαταρακτικού όρου δε συσχετίζονται. Δηλαδή σημαίνει πως ο διαταρακτικός όρος της περιόδου t δε συσχετίζεται με το διαταρακτικό όρο μιας οιοσδήποτε άλλης περιόδου s . Στην περίπτωση όπου η υπόθεση αυτή δεν ικανοποιείται τότε έχουμε το φαινόμενο της **αυτοσυσχετίσεως**. (autocorrelation)

Το φαινόμενο της αυτοσυσχετίσεως μπορεί να οφείλεται σε παράλειψη ερμηνευτικών μεταβλητών, στην εσφαλμένη εξειδίκευση της μαθηματικής μορφής του υποδείγματος καθώς και σε άλλους λόγους.

Το πρόβλημα που δημιουργείται από την ύπαρξη αυτοσυσχετίσεως είναι το γεγονός πως οι διακυμάνσεις είναι μεροληπτικές και οι εκτιμητές δεν είναι αποτελεσματικοί.

ΕΛΕΓΧΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΥΠΑΡΞΗ ΑΥΤΟΣΥΣΧΕΤΙΣΕΩΣ

Ο έλεγχος για την ύπαρξη αυτοσυσχετίσεως πρώτης τάξεως γίνεται με τον έλεγχο Durbin- Watson. Στα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων προκύπτουν οι τιμές του κριτηρίου των Durbin- Watson. Στον επόμενο πίνακα έχουν συλλεχθεί οι τιμές του κριτηρίου καθώς και οι κριτικές τιμές για τα κατώτερα όρια και για τα ανώτερα όρια. Στην περίπτωση μας με τρεις ερμηνευτικές μεταβλητές και για $T=100$ έχουμε :

Πίνακας 4.4 : Τιμές του κριτηρίου Durbin-Watson και αποτελέσματα για την ύπαρξη αυτοσυσχέτισης στα υποδείγματα

	Durbin-Watson stat	dL	dU	
Allianz Μετοχών Εσωτερικού	1,579023	1,61	1,74	ΘΕΤΙΚΗ ΑΥΤΟΣΥΣΧΕΤΙΣΗ
Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	1,856108	1,61	1,74	ΔΕΝ ΥΠΑΡΧΕΙ
Δήλος ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού	1,307584	1,61	1,74	ΘΕΤΙΚΗ ΑΥΤΟΣΥΣΧΕΤΙΣΗ
Δήλος Διεθνές Μετοχικό Εξωτερικού	1,333209	1,61	1,74	ΘΕΤΙΚΗ ΑΥΤΟΣΥΣΧΕΤΙΣΗ
Alpha Trust Eurostar Μικτό Εσωτερικού	1,439196	1,61	1,74	ΘΕΤΙΚΗ ΑΥΤΟΣΥΣΧΕΤΙΣΗ
Δήλος Μικτό Εσωτερικού	1,676944	1,61	1,74	ΑΒΕΒΑΙΟ
Alíco Μικτό Εξωτερικού	0,954940	1,61	1,74	ΘΕΤΙΚΗ ΑΥΤΟΣΥΣΧΕΤΙΣΗ
Interamerican Σταθερών Ομολογιών Εσωτερικού	1,026378	1,61	1,74	ΘΕΤΙΚΗ ΑΥΤΟΣΥΣΧΕΤΙΣΗ
Proton Ομολογιών Εσωτερικού	1,048284	1,61	1,74	ΘΕΤΙΚΗ ΑΥΤΟΣΥΣΧΕΤΙΣΗ
Hsbc Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	0,095169	1,61	1,74	ΘΕΤΙΚΗ ΑΥΤΟΣΥΣΧΕΤΙΣΗ
International Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	0,186915	1,61	1,74	ΘΕΤΙΚΗ ΑΥΤΟΣΥΣΧΕΤΙΣΗ

Ελέγχουμε για την ύπαρξη θετικής αυτοσυσχετίσεως ως εξής :

- i. Αν $d < d_L$, δεχόμαστε ότι υπάρχει θετική αυτοσυσχέτιση και απορρίπτουμε τη μηδενική υπόθεση ότι δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση
- ii. Αν $d > d_U$, δεχόμαστε ότι δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση
- iii. Αν $d_L < d < d_U$, το αποτέλεσμα του ελέγχου είναι αβέβαιο

Ομοίως ελέγχουμε για την ύπαρξη αρνητικής αυτοσυσχετίσεως ως εξής :

- i. Αν $(4-d) < d_L$, δεχόμαστε ότι υπάρχει αρνητική αυτοσυσχέτιση
- ii. Αν $(4-d) > d_U$, δεχόμαστε πως δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση
- iii. Αν $d_L < (4-d) < d_U$, το αποτέλεσμα του ελέγχου είναι αβέβαιο

ΕΛΕΓΧΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΥΠΑΡΞΗ ΑΥΤΟΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ ΑΝΩΤΕΡΗΣ ΤΑΞΗΣ

Ο έλεγχος για την ύπαρξη αυτοσυσχετίσεως μπορεί να επεκταθεί και στη γενική περίπτωση ενός αυτοπαλίνδρομου υποδείγματος. Ο έλεγχος για την ύπαρξη αυτοσυσχέτισης μεγαλύτερης τάξης μπορεί να πραγματοποιηθεί με το τεστ των Breusch-Godfrey ο οποίος γίνεται παλινδρομώντας τα κατάλοιπα που προκύπτουν από μια παλινδρόμηση με τη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής, των ερμηνευτικών μεταβλητών και ένα σύνολο καταλοίπων με υστερήσεις. (Χάλκος Γ. 2011)

Λύσεις στο πρόβλημα της αυτοσυσχέτισης

Στην περίπτωση όπου η μορφή της αυτοσυσχέτισης είναι γνωστή τότε μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε τη Γενικευμένη εξίσωση των διαφορών. Το υπόδειγμα που έχουμε κατασκευάσει αφού ισχύει στο χρόνο t υποθέτουμε πως θα έχει ισχύ και στο χρόνο $t-1$. Αφαιρώντας λοιπόν την εξίσωση της εξαρτημένης στο χρόνο $t-1$, πολλαπλασιασμένη με το συντελεστή ρ από την εξίσωση του χρόνου t προκύπτει η εξίσωση των διαφορών. (Χάλκος Γ. 2011)

Η διόρθωση της αυτοσυσχέτισης μπορεί να πραγματοποιηθεί χρησιμοποιώντας ως ανεξάρτητη μεταβλητή στο γραμμικό μας υπόδειγμα το αυτοπαλίνδρομο σχήμα πρώτου βαθμού $AR(1)$ για την εκτίμηση του συντελεστή αυτοσυσχέτισης ρ .

Ελέγχοντας εκ νέου για ύπαρξη αυτοσυσχέτισης ανώτερης τάξης στα κατάλοιπα των υποδειγμάτων που έχουμε κατασκευάσει μέσα από τον έλεγχο Breusch-Godfrey με τη μέθοδο Ελαχίστων Τετραγώνων εξάγουμε τα παρακάτω αποτελέσματα :

Πίνακας 4.5 : Τιμές των πιθανοτήτων, για τον έλεγχο ύπαρξης αυτοσυσχέτισης ανωτέρας τάξης

<i>Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:</i>	p-value
Allianz Μετοχών Εσωτερικού	0.2964
Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	0.7091
Δήλος ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού	0.7251
Δήλος Διεθνές Μετοχικό Εξωτερικού	0.6328
Alpha Trust Eurostar Μικτό Εσωτερικού	0.0000
Δήλος Μικτό Εσωτερικού	0.0427
Alico Μικτό Εξωτερικού	0.0001
Interamerican Σταθερών Ομολογιών Εσωτερικού	0.0017
Proton Ομολογιών Εσωτερικού	0.0019
Hsbc Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	0.9343
International Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	0.3041

Ελέγχοντας τη μηδενική υπόθεση ότι δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση στα κατάλοιπα κάθε υποδείγματος έναντι της εναλλακτικής πως υπάρχει αυτοσυσχέτιση, δηλαδή :

H_0 : Δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση

Vs

H_A : τα κατάλοιπα αυτοσυσχετίζονται

Καταλήγουμε στο συμπέρασμα πως για τα γραμμικά υποδείγματα που αντιπροσωπεύουν τα αμοιβαία κεφάλαια **Alpha Trust Eurostar Μικτό**

Εσωτερικού, Δήλος Μικτό Εσωτερικού, Alico Μικτό Εξωτερικού, Interamerican , Σταθερών Ομολογιών Εσωτερικού, Proton Ομολογιών Εσωτερικού απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση και γίνεται δεκτή η εναλλακτική υπόθεση ότι δηλαδή τα κατάλοιπα αυτοσυσχετίζονται. Χρησιμοποιώντας το αυτοπαλίνδρομο σχήμα πρώτου βαθμού ως ανεξάρτητη μεταβλητή στα παραπάνω υποδείγματα και ελέγχοντας ξανά για ύπαρξη αυτοσυσχέτισης με τον έλεγχο Breusch-Godfrey για δύο χρονικές υστερήσεις παίρνουμε τα παρακάτω αποτελέσματα :

Πίνακας 4.6 : Τιμές των πιθανοτήτων, για τον έλεγχο ύπαρξης αυτοσυσχέτισης ανωτέρας τάξης 2

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:	p-value	AR(1)
Allianz Μετοχών Εσωτερικού	0.2964	
Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	0.7091	
Δήλος ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού	0.7251	
Δήλος Διεθνές Μετοχικό Εξωτερικού	0.6328	
Alpha Trust Eurostar Μικτό Εσωτερικού	0.0000	0.0723
Δήλος Μικτό Εσωτερικού	0.0427	0.1760
Alico Μικτό Εξωτερικού	0.0001	0.1519
Interamerican Σταθερών Ομολογιών Εσωτερικού	0.0017	0.8145
Proton Ομολογιών Εσωτερικού	0.0019	0.8079
Hsbc Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	0.9343	
International Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	0.3041	

Στην τρίτη στήλη βλέπουμε τις νέες τιμές του p-value για τα υποδείγματα όπου υπήρχε αυτοσυσχέτιση. Ελέγχοντας εκ νέου τη μηδενική υπόθεση πως δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση, τη δεχόμαστε για 5% επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας.

4.1.4.3 ΣΦΑΛΜΑ ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΣΕΩΣ ΚΑΙ ΕΠΙΛΟΓΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Η εξειδίκευση ενός υποδείγματος είναι πολύ σημαντικό μέρος στην οικονομετρική ανάλυση ενός υποδείγματος. Αναφέρεται τόσο στη διατύπωση της εξισώσεως παλινδρομήσεως όσο και στη διατύπωση των υποθέσεων για τις ερμηνευτικές μεταβλητές και το διαταρακτικό όρο.

Ο όρος σφάλμα εξειδικεύσεως αναφέρεται στα σφάλματα που δημιουργούνται από λανθασμένη διατύπωση της εξισώσεως παλινδρομήσεως. (Χρήστου Γ. 2006)

ΑΙΤΙΑ ΕΜΦΑΝΙΣΗΣ

Οι αιτίες εμφάνισης του φαινομένου αυτού μπορεί να είναι :

- Η παράλειψη μιας σχετικής μεταβλητής
- Η συμπερίληψη μιας περιττής μεταβλητής
- Η υιοθέτηση λάθος συναρτησιακής σχέσης
- Λάθος μετρήσεις της εξαρτημένης ή των ερμηνευτικών μεταβλητών

ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ

- Αν παραλείψουμε μια σημαντική μεταβλητή στο υπόδειγμά μας τότε οι εκτιμητές είναι μεροληπτικοί και ασυνεπείς
- Αν η εξαρτημένη μεταβλητή έχει σφάλματα στις μετρήσεις της τότε οι εκτιμητές ελαχίστων τετραγώνων είναι αμερόληπτοι, συνεπείς αλλά λιγότερο αποτελεσματικοί
- Αν υπάρχουν σφάλματα στις μετρήσεις των ερμηνευτικών μεταβλητών τότε οι εκτιμητές είναι μεροληπτικοί και ασυνεπείς (Χάλκος Γ. 2011)

Ένας γενικός έλεγχος σφαλμάτων εξειδικεύσεως είναι ο έλεγχος RESET (Regression Specification Error Test) ή αλλιώς έλεγχος **Reset** του **Ramsey**.

Πραγματοποιώντας τον έλεγχο Reset για τα υποδείγματα της έρευνας έχουμε τα εξής :

Ελέγχουμε τις υποθέσεις :

H_0 : η προσδοκώμενη τιμή του διαταρακτικού όρου είναι μηδέν

vs

H_A : η προσδοκώμενη τιμή του διαταρακτικού όρου να μην είναι μηδέν

Τα αποτελέσματα που προκύπτουν από τον έλεγχο στα υποδείγματα της έρευνας είναι τα εξής :

Πίνακας 4.7 : Τιμές πιθανοτήτων για ύπαρξη σφάλματος εξειδικεύσεως

<i>Ramsey RESET Test</i>	Probability
Allianz Μετοχών Εσωτερικού	0.6111
Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	0.2257
Δήλος ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού	0.0086
Δήλος Διεθνές Μετοχικό Εξωτερικού	0.2280
Alpha Trust Eurostar Μικτό Εσωτερικού	0.2096
Δήλος Μικτό Εσωτερικού	0.9026
Alico Μικτό Εξωτερικού	0.1339
Interamerican Σταθερών Ομολογιών Εσωτερικού	0.0004
Proton Ομολογιών Εσωτερικού	0.0913
Hsbc Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	0.4894
International Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	0.6451

Με 5% επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας προκύπτει για τα αμοιβαία κεφάλαια *Δήλος ευρωπαϊκό μετοχικό Εξωτερικού* και *Interamerican Σταθερών Ομολογιών Εσωτερικού* η προσδοκώμενη τιμή του διαταρακτικού όρου δεν είναι μηδέν, δηλαδή υπάρχει σφάλμα εξειδικεύσεως.

ΕΠΙΛΥΣΗ ΤΟΥ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΟΣ

Για να επιλύσουμε το πρόβλημα που έχει δημιουργηθεί στα δύο υποδείγματα που είδαμε πιο πάνω θα εξετάσουμε αν κάποιες σημαντικές μεταβλητές έχουν παραλειφθεί από τα υποδείγματα. Μέσα από το

οικονομετρικό πρόγραμμα Eviews ελέγχουμε σταδιακά τα τετράγωνα των ερμηνευτικών μεταβλητών αν πρέπει να περιληφθούν στα υποδείγματά που έχουμε κατασκευάσει ή όχι. Επιλέγουμε View Coefficient tests omitted variables-Likelihood ratio και εξάγουμε τις παρακάτω τιμές :

Δήλος ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού	Probability
Omitted Variables: DTK ²	0.2270
Omitted Variables: IPI ²	0.9291
Omitted Variables: RGEN ²	0.0017

Interamerican Σταθερών Ομολογιών Εσωτερικού	Probability
Omitted Variables: DTK ²	0.7785
Omitted Variables: IPI ²	0.2516
Omitted Variables: RGEN ²	0.0486

Ελέγχουμε λοιπόν τις υποθέσεις :

H₀ : Η μεταβλητή δεν ανήκει στην εξίσωση

Έναντι της εναλλακτικής

H_A : η μεταβλητή ανήκει στην εξίσωση και πρέπει να περιληφθεί σε αυτήν

Από τα παραπάνω αποτελέσματα προκύπτει ότι και για τα δύο υποδείγματα δεχόμαστε τη μηδενική υπόθεση ότι δηλαδή οι μεταβλητές Δείκτης Τιμών Καταναλωτή και Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής, υψωμένα στο τετράγωνο, δεν πρέπει να περιληφθούν στα υποδείγματά μας, ενώ απορρίπτουμε τη μηδενική υπόθεση για τη μεταβλητή RGEN², δηλαδή το τετράγωνο της απόδοσης του Γενικού Δείκτη της Αγοράς μειούμενου κατά το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο. Συνεπώς δεχόμαστε την εναλλακτική υπόθεση και πρέπει να συμπεριλάβουμε τη μεταβλητή αυτή στα υποδείγματά μας.

Αφού επομένως συμπεριλάβαμε τη μεταβλητή RGEN² στα υποδείγματά μας ελέγχουμε εκ νέου για το αν εξακολουθούν να υπάρχουν σφάλματα εξειδικεύσεως στα παραπάνω υποδείγματα με τον έλεγχο reset του Ramsey

Ελέγχουμε τις υποθέσεις :

H₀ : η προσδοκώμενη τιμή του διαταρακτικού όρου είναι μηδέν

vs

H_A: η προσδοκώμενη τιμή του διαταρακτικού όρου να μην είναι μηδέν

Τα αποτελέσματα που προκύπτουν αυτή τη φορά, σε σύγκριση με τα αρχικά αποτελέσματα είναι τα ακόλουθα :

Πίνακας 4.8 : Τιμές πιθανοτήτων για ύπαρξη σφάλματος εξειδικεύσεως 2

<i>Ramsey RESET Test</i>	Probability	Probability	
Allianz Μετοχών Εσωτερικού	0.6111		
Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	0.2257		
Δήλος ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού	0.0086	0.7064	Omitted Variables: RGEN ²
Δήλος Διεθνές Μετοχικό Εξωτερικού	0.2280		
Alpha Trust Eurostar Μικτό Εσωτερικού	0.2096		
Δήλος Μικτό Εσωτερικού	0.9026		
Alico Μικτό Εξωτερικού	0.1339		
Interamerican Σταθερών Ομολογιών Εσωτερικού	0.0004	0.0000	Omitted Variables: RGEN ²
Proton Ομολογιών Εσωτερικού	0.0913		
Hsbc Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	0.4894		
International Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	0.6451		

Συμπεραίνουμε επομένως πως για το υπόδειγμα που αφορά το αμοιβαίο κεφάλαιο *Δήλος ευρωπαϊκό μετοχικό Εξωτερικού* δεχόμαστε τη μηδενική υπόθεση ότι δηλαδή η προσδοκώμενη τιμή του διαταρακτικού όρου είναι μηδέν και δεν υπάρχει πρόβλημα στην εξειδίκευση του υποδείγματος.

Για το υπόδειγμα που αφορά το αμοιβαίο κεφάλαιο *Interamerican Σταθερών Ομολογιών Εσωτερικού* όμως απορρίπτουμε τη μηδενική υπόθεση και δεχόμαστε την εναλλακτική ότι δηλαδή εξακολουθεί να υπάρχει πρόβλημα στην εξειδίκευση του υποδείγματος.

THE JANUARY EFFECT

ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΤΟΥ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ

Το φαινόμενο του Ιανουαρίου (January Effect) είναι η τάση της αύξησης των τιμών των μετοχών και γενικότερα η αύξηση των αποδόσεων στα συναλλασσόμενα προϊόντα κατά το μήνα Ιανουάριο σε σχέση με τον προηγούμενο μήνα. (Imad A. Moosa 2007).

Σύμφωνα με το φαινόμενο της επίδρασης του Ιανουαρίου, παρατηρούνται υψηλότερες αποδόσεις τον Ιανουάριο σε σχέση με τους άλλους μήνες του χρόνου. Για να διαπιστώσουμε αν ισχύει το φαινόμενο του Ιανουαρίου και στην περίπτωση των A/K της παρούσας έρευνας, θα κατασκευάσουμε μια μεταβλητή (dum_jan) όπου θα παίρνει την τιμή 1 για κάθε Ιανουάριο και την τιμή 0 για τους υπόλοιπους μήνες του χρόνου και θα ελέγξουμε τη στατιστική σημαντικότητα της μεταβλητής. Από τα αποτελέσματα των γραμμικών

παλινδρομήσεων στα έντεκα υποδείγματα της έρευνας συλλέχθηκαν τα παρακάτω αποτελέσματα :

Πίνακας 4.9 : Τιμές των πιθανοτήτων για τη μεταβλητή που αντιπροσωπεύει το January Effect

JANUARY EFFECT	Prob.
Allianz Μετοχών Εσωτερικού	0.0324
Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	0.1880
Δήλος ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού	0.0652
Δήλος Διεθνές Μετοχικό Εξωτερικού	0.1018
Alpha Trust Eurostar Μικτό Εσωτερικού	0.3386
Δήλος Μικτό Εσωτερικού	0.7989
Alico Μικτό Εξωτερικού	0.0094
Interamerican Σταθερών Ομολογιών Εσωτερικού	0.2848
Proton Ομολογιών Εσωτερικού	0.8609
Hsbc Διαχείρισεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	0.5621
International Διαχείρισεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	0.9503

Στον παραπάνω πίνακα βλέπουμε τις τιμές του p-value της μεταβλητής dum_jan για κάθε παλινδρόμηση.

Ελέγχουμε :

H_0 : δεν είναι στατιστικά σημαντική

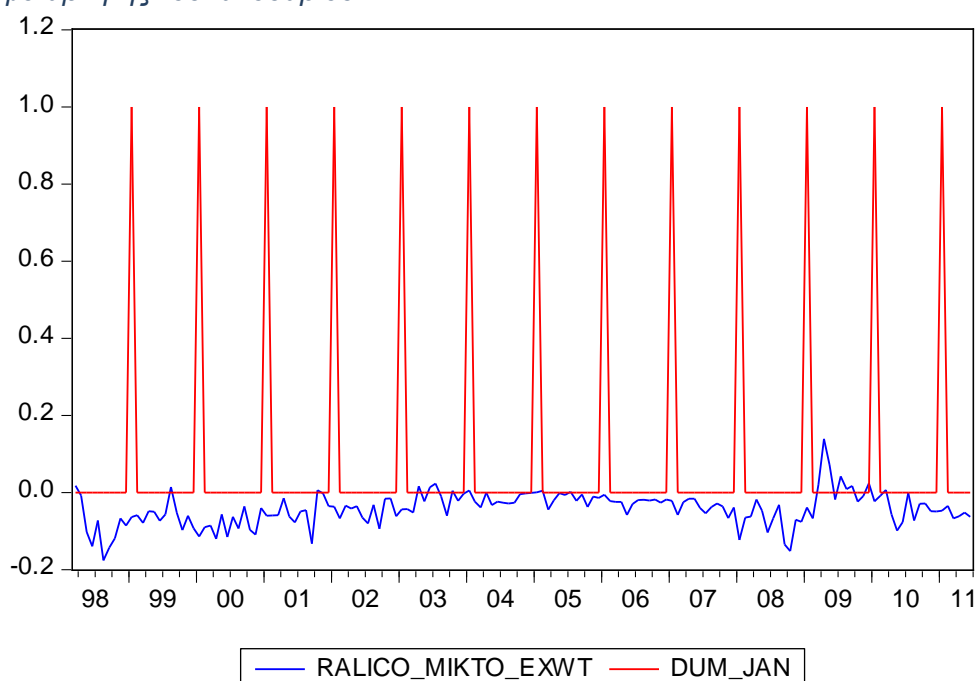
vs

H_A : είναι στατιστικά σημαντική

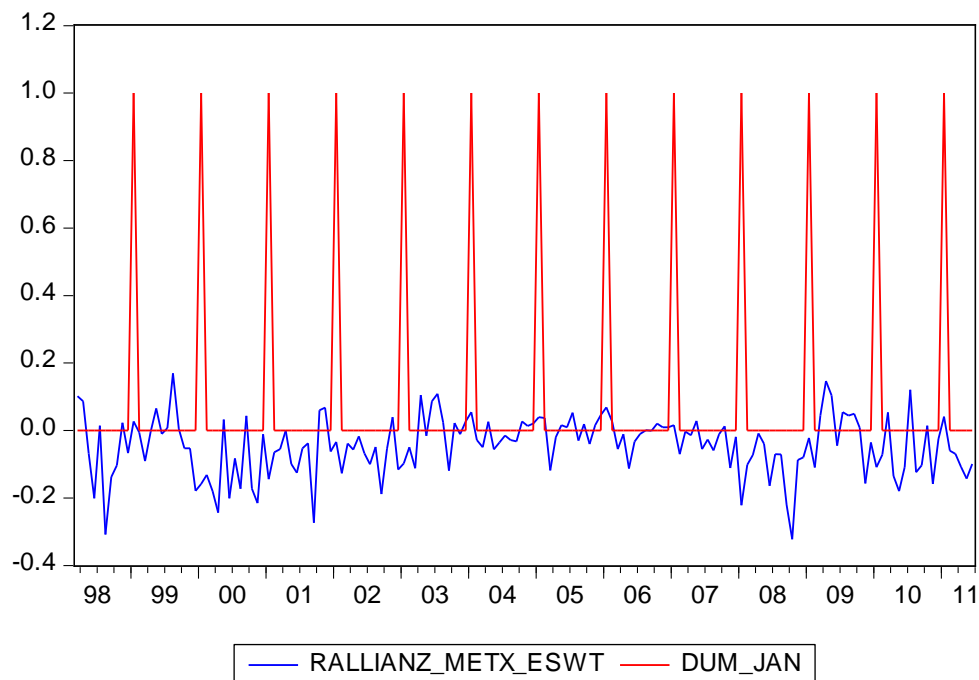
Συνεπώς από τον παραπάνω έλεγχο απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση για τα υποδείγματα που αντιπροσωπεύουν τα αμοιβαία κεφάλαια **Allianz Μετοχών Εσωτερικού** και **Alico Μικτό Εξωτερικού** αφού για τα υποδείγματα αυτά έχουμε $p\text{-value} < 5\%$ επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας και δεχόμαστε την εναλλακτική ότι δηλαδή η επίδραση του Ιανουαρίου είναι στατιστικά σημαντική για αυτά τα δύο υποδείγματα.

Επιπλέον η επίδραση του φαινομένου μπορεί να κατανοηθεί από το κοινό γράφημα των μεταβολών του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου και της μεταβλητής *dum_Jan* που παίρνει την τιμή 1 για κάθε Ιανουάριο της έρευνας. Τα γραφήματα και των δύο υποδειγμάτων παρουσιάζονται παρακάτω :

Γράφημα 4.5 : Κοινό γράφημα μεταβολών του A/K Alico Μικτό Εξωτερικού και της μεταβλητής του Ιανουαρίου



Γράφημα 4.6 : Κοινό γράφημα μεταβολών του A/K Allianz Μετοχικό Εσωτερικού και της μεταβλητής του Ιανουαρίου



4.1.6 ΕΛΕΓΧΟΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΩΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ

Στο τμήμα αυτό θα εξετάσουμε αν οι μεταβλητές των υποδειγμάτων είναι στατιστικά σημαντικές, για καθένα από τα έντεκα υποδείγματα. Αφού επομένως πραγματοποιήσουμε τις γραμμικές παλινδρομήσεις με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, ατομικά για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο της έρευνας, συλλέγουμε τις τιμές των συντελεστών, του Γενικού Δείκτη μειωμένο κατά το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου που στην περίπτωση μας είναι τα Έντοκα γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου με την κωδική ονομασία **RGEN**, τις μεταβολές του δείκτη τιμών καταναλωτή με την ονομασία **DTK** και τις μεταβολές του δείκτη βιομηχανικής παραγωγής **IPI**, που αποτελεί και την τρίτη ερμηνευτική μεταβλητή για κάθε υπόδειγμα που έχουμε κατασκευάσει.

Στον επόμενο πίνακα έχουν συλλεχθεί οι τιμές του p-value για κάθε υπόδειγμα και για κάθε ερμηνευτική μεταβλητή.

Πίνακας 4.10 : Τιμές πιθανοτήτων για τη στατιστική σημαντικότητα των ερμηνευτικών μεταβλητών των υποδειγμάτων

Prob.	RGEN	DTK	IPI
Allianz Μετοχών Εσωτερικού	0.0000	0.0278	0.5670
Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	0.0000	0.5175	0.2409
Δήλος Μικτό Εσωτερικού	0.0000	0.3693	0.6926
Alpha Trust Eurostar Μικτό Εσωτερικού	0.0000	0.5459	0.2097
Alico Μικτό Εξωτερικού	0.0000	0.8718	0.0076
Δήλος Διεθνές Μετοχικό Εξωτερικού	0.0000	0.2961	0.7694
Δήλος ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού	0.0044	0.5297	0.8878
Interamerican Σταθερών Ομολογιών Εσωτερικού	0.0078	0.2905	0.3029
Proton Ομολογιών Εσωτερικού	0.0195	0.1421	0.1418
International Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	0.0005	0.2085	0.3758
Hsbc Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	0.0005	0.1747	0.5232

Στην πρώτη στήλη βλέπουμε τα αμοιβαία κεφάλαια που αφορούν τα εκάστοτε αποτελέσματα, στη δεύτερη στήλη έχουν συλλεχθεί οι τιμές του p-value της ερμηνευτικής μεταβλητής **RGEN**, ομοίως στην τέταρτη οι τιμές του p-value για το Δείκτη Τιμών Καταναλωτή **DTK** και στην τελευταία στήλη οι τιμές του p-value για το Δείκτη Βιομηχανικής παραγωγής **IPI**. Ελέγχουμε δηλαδή αν οι ερμηνευτικές μεταβλητές **RGEN**, **DTK** και **IPI** είναι στατιστικά σημαντικές για κάθε υπόδειγμα ή όχι.

Ελέγχουμε επομένως την αρχική υπόθεση ότι η ερμηνευτική μεταβλητή είναι στατιστικά ίση με το μηδέν έναντι της εναλλακτικής υπόθεσης ότι δεν είναι στατιστικά ίση με το μηδέν.

Στα αποτελέσματα που παρουσιάζονται στον πιο πάνω πίνακα συμπεραίνουμε πως για κάθε υπόδειγμα, δηλαδή για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο η μεταβλητή **RGEN** είναι στατιστικά σημαντική καθώς το p-value που προκύπτει είναι μικρότερο από 5% επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας, για όλα τα υποδείγματα, γεγονός που μας οδηγεί να απορρίψουμε την αρχική

υπόθεση πως η ερμηνευτική μεταβλητή είναι στατιστικά ίση με το μηδέν και να δεχθούμε την εναλλακτική υπόθεση πως δεν είναι στατιστικά ίση με το μηδέν.

Ομοίως πραγματοποιώντας ελέγχους για τη στατιστική σημαντικότητα των δύο επόμενων ανεξάρτητων μεταβλητών, καταλήγουμε στο συμπέρασμα πως ο **Δείκτης Τιμών Καταναλωτή** είναι στατιστικά σημαντικός μόνο για το αμοιβαίο κεφάλαιο **Allianz Μετοχών Εσωτερικού** και για κανένα άλλο.

Επιπλέον ο Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής δεν είναι στατιστικά σημαντικός για κανένα από τα έντεκα γραμμικά υποδείγματα, για κανένα επομένως αμοιβαίο κεφάλαιο της συγκεκριμένης έρευνας.

4.1.7 ΕΛΕΓΧΟΣ F

Κατά την παλινδρόμηση όλων των μοντέλων τα οποία εκτιμήθηκαν, έντεκα μοντέλα, προκύπτουν οι τιμές της ελεγχοσυνάρτησης F οι οποίες για κάθε γραμμική παλινδρόμηση, δηλαδή για κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο που εκτιμάται συγκεντρώθηκαν στον παρακάτω πίνακα :

Πίνακας 4.11 : Τιμές των πιθανοτήτων κατά την ελεγχοσυνάρτηση F

	Prob(F-statistic)
Allianz Μετοχών Εσωτερικού	0,000000
Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	0,000000
Δήλος ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού	0,000000
Δήλος Διεθνές Μετοχικό Εξωτερικού	0,000000
Alpha Trust Eurostar Μικτό Εσωτερικού	0,000000
Δήλος Μικτό Εσωτερικού	0,000000
Alico Μικτό Εξωτερικού	0,000000
Interamerican Σταθερών Ομολογιών Εσωτερικού	0,029199
Proton Ομολογιών Εσωτερικού	0,018853
Hsbc Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	0,04603
International Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	0,019901

Πραγματοποιούμε τον έλεγχο F, για τον έλεγχο της αρχικής υπόθεσης ότι όλοι οι παράμετροι του μοντέλου, εκτός του σταθερού όρου, είναι στατιστικά ίσοι με το μηδέν, έναντι της εναλλακτικής ότι έστω και ένας δεν είναι ίσος με το μηδέν.

Δηλαδή ελέγχουμε τις υποθέσεις:

$$H_0 : \beta(2)=\beta(3)=\dots=0$$

vs

$$H_A : \beta_1 \neq 0 \text{ ή } \beta_2 \neq 0 \text{ ή } \dots \beta_n \neq 0$$

Από τον έλεγχο στον πίνακα όπου έχουν συλλεχθεί οι τιμές της ελεγχοσυνάρτησης F προκύπτει ότι : για όλα τα γραμμικά μοντέλα και για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% ή 10% το $\text{Prob}(F\text{-statistic}) < 5\%$ ή 10% , επομένως απορρίπτω την αρχική υπόθεση H_0 και αποδέχομαι την εναλλακτική H_A , δηλαδή αποδέχομαι ότι έστω και μια παράμετρος-ανεξάρτητη μεταβλητή, για όλα τα μοντέλα γραμμικών παλινδρομήσεων που εκτιμήθηκαν, δεν είναι στατιστικά ίση με το μηδέν.

4.1.8 ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΥ R^2 ΚΑΙ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΟΣ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΥ ADJUSTED R^2

Ο συντελεστής προσδιορισμού είναι ένα μέτρο του ποσοστού της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής που ερμηνεύεται από τις μεταβολές στις ανεξάρτητες μεταβλητές.

Όσο υψηλότερος είναι ο συντελεστής προσδιορισμού, τόσο περισσότερο ερμηνεύονται οι μεταβολές στα A/K από τις μεταβολές των ανεξάρτητων μεταβλητών.

Στο APT υπόδειγμα, το οποίο περιλαμβάνει και το δείκτη τιμών καταναλωτή και το δείκτη βιομηχανικής παραγωγής παρατηρούμε υψηλότερο συντελεστή προσδιορισμού, σε σχέση με ένα υπόδειγμα το οποίο περιλαμβάνει για παράδειγμα μία μόνο ανεξάρτητη μεταβλητή αφού ο συντελεστής προσδιορισμού έχει την ιδιότητα να αυξάνεται όσο αυξάνονται ο αριθμός των ανεξάρτητων μεταβλητών, που αποτελεί και το μεγάλο μειονέκτημά του. *Μάλιστα όταν ο αριθμός των ανεξάρτητων γίνεται ίσος με τον αριθμό των παρατηρήσεων τότε ο συντελεστής προσδιορισμού γίνεται ίσος με 1, δηλαδή απόλυτη ερμηνεία της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής από το μοντέλο.* (Χρήστου. Γ. 2006)

Adjusted R-squared

Ο προσαρμοσμένος συντελεστής προσδιορισμού, **Adjusted R-squared** είναι μια πιο αντικειμενική μέτρηση του ποσοστού της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής που ερμηνεύεται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές.

Δεν είναι ποτέ μεγαλύτερο από το συντελεστή προσδιορισμού R^2 και διορθώνει το μειονέκτημα της αύξησης του R^2 για κάθε μεταβλητή που προστίθεται επιπλέον στο μοντέλο μας.

Συνεπώς επιλέγουμε τον προσαρμοσμένο συντελεστή προσδιορισμού προκειμένου να ερμηνεύσουμε τη μεταβλητότητα της εξαρτημένης που ερμηνεύεται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές. (Χρήστου. Γ. 2006)

Στον επόμενο πίνακα έχουν συλλεχθεί οι τιμές του προσαρμοσμένου συντελεστή προσδιορισμού για κάθε ένα από τα έντεκα υποδείγματα.

Πίνακας 4.12 : Τιμές του προσαρμοσμένου Συντελεστή προσδιορισμού για όλα τα υποδείγματα

<i>Adjusted R-squared</i>	
Hsbc Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	0.967681
Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	0.956390
Allianz Μετοχών Εσωτερικού	0.923860
International Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	0.898528
Δήλος Μικτό Εσωτερικού	0.886604
Alico Μικτό Εξωτερικού	0.861484
Alpha Trust Eurostar Μικτό Εσωτερικού	0.825032
Δήλος ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού	0.487206
Δήλος Διεθνές Μετοχικό Εξωτερικού	0.470433
Proton Ομολογιών Εσωτερικού	0.430616
Interamerican Σταθερών Ομολογιών Εσωτερικού	0.296542

Παρατηρούμε επομένως πως το 96,7% της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής ερμηνεύεται από τις μεταβολές στις ανεξάρτητες μεταβλητές για το υπόδειγμα που αντιπροσωπεύει το αμοιβαίο κεφάλαιο **Hsbc Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού**.

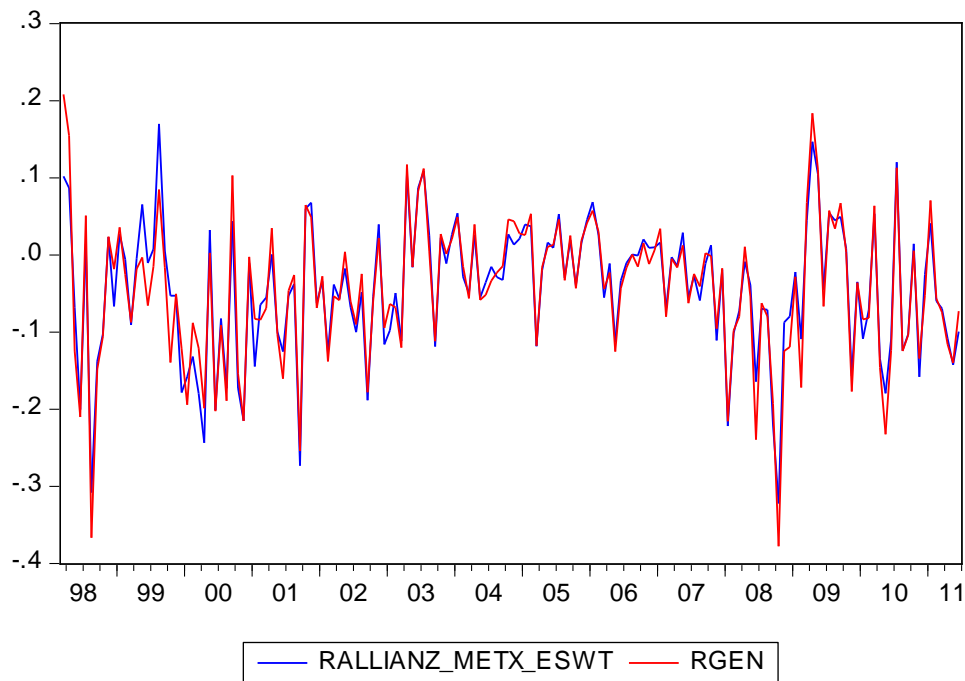
Μια πολύ χρήσιμη παρατήρηση είναι ότι το χαμηλότερο προσαρμοσμένο συντελεστή προσδιορισμού έχουν τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια της

έρευνας, **Proton Ομολογιών Εσωτερικού** και **Interamerican Σταθερών Ομολογιών Εσωτερικού** γεγονός που δεν μπορεί να θεωρηθεί τυχαίο. Η συνέπεια είναι ότι η μεταβλητότητα των αποδόσεων αυτών των ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων δεν ερμηνεύεται σε μεγάλο βαθμό ή καλύτερα ερμηνεύεται σε μικρό ποσοστό από τις μεταβολές στις ερμηνευτικές μεταβλητές, δηλαδή τις μεταβολές στο Γενικό Δείκτη και στους Δείκτες Βιομηχανικής παραγωγής και Δείκτη Τιμών Καταναλωτή.

Ένα ακόμη χρήσιμο συμπέρασμα παρατηρώντας τον πίνακα με τις τιμές του προσαρμοσμένου συντελεστή προσδιορισμού είναι ότι για τα Μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια Εξωτερικού ο συντελεστής είναι χαμηλός, μικρότερος από 50% ενώ για τα Μετοχικά αμοιβαία Εσωτερικού ο συντελεστής προσδιορισμού είναι αρκετά υψηλός πάνω από 90%. Αυτό σημαίνει πως για τα μεν Μετοχικά Εσωτερικού η μεταβλητότητα τους ερμηνεύεται ικανοποιητικά και σε μεγάλο ποσοστό από τις μεταβολές στην Αγορά και στους Δείκτες τιμών καταναλωτή και Βιομηχανικής παραγωγής ενώ για τα μετοχικά Εξωτερικού δε συμβαίνει κάτι τέτοιο. Το συμπέρασμα αυτό δείχνει απόλυτα φυσιολογικό καθώς τα Μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια Εσωτερικού επενδύουν το μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού τους στην Αγορά είναι πολύ φυσικό να επηρεάζονται από τις μεταβολές στο Γενικό Δείκτη και να έχουν μια παράλληλη πορεία.

Προκειμένου να το δούμε και διαγραμματικά το παραπάνω συμπέρασμα κατασκευάζουμε το κοινό γράφημα του αμοιβαίου κεφαλαίου **Allianz Μετοχών Εσωτερικού** με το Γενικό Δείκτη μειωμένου κατά το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο.

Γράφημα 4.7 : Κοινό γράφημα του αμοιβαίου κεφαλαίου Allianz Μετοχών Εσωτερικού με το Γενικό Δείκτη μειωμένου κατά το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο.



Πράγματι όπως παρατηρούμε και από το κοινό γράφημα η πορεία του Δείκτη και του Μετοχικού αμοιβαίου κεφαλαίου είναι 'κοινή'.

4.2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

4.2.1 ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΚΙΝΔΥΝΟ

Ο συνολικός κίνδυνος μιας επένδυσης μπορεί να προσδιοριστεί από την τυπική απόκλιση των αποδόσεων που έχει μια επένδυση όπως είναι ένα αμοιβαίο κεφάλαιο. Συνεπώς όσο υψηλότερη είναι η τυπική απόκλιση των αποδόσεων ενός αμοιβαίου κεφαλαίου τόσο μεγαλύτερος είναι ο συνολικός κίνδυνος που έχει. Josef Lakonishok, Alan C. Shapiro. (1986)

Στον επόμενο πίνακα παρουσιάζεται η σειρά κατάταξης των Αμοιβαίων κεφαλαίων της έρευνας με βάση το συνολικό κίνδυνο που ενέχουν από το πιο ακίνδυνο προς το πιο επικίνδυνο αμοιβαίο κεφάλαιο.

Πίνακας 4.13 : Κατάταξη των Αμοιβαίων κεφαλαίων της έρευνας με βάση το συνολικό κίνδυνο που ενέχουν από το πιο ακίνδυνο προς το πιο επικίνδυνο αμοιβαίο κεφάλαιο.

S.D. dependent var	
International Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	0.025345
Hsbc Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	0.025841
Interamerican Σταθερών Ομολογιών Εσωτερικού	0.033050
Proton Ομολογιών Εσωτερικού	0.033470
Alico Μικτό Εξωτερικού	0.042547
Δήλος Διεθνές Μετοχικό Εξωτερικού	0.049666
Δήλος ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού	0.050974
Δήλος Μικτό Εσωτερικού	0.055089
Alpha Trust Eurostar Μικτό Εσωτερικού	0.055878
Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	0.081276
Allianz Μετοχών Εσωτερικού	0.086553

Τα αμοιβαία κεφάλαια που εμπεριέχουν το μεγαλύτερο συνολικό κίνδυνο είναι τα αμοιβαία κεφάλαια Μετοχικά Εσωτερικού καθώς εμφανίζουν τη μεγαλύτερη τυπική απόκλιση.

Τα πιο ακίνδυνα είναι τα Αμοιβαία κεφάλαια Διαχειρίσεως Διαθεσίμων. Μια γενική παρατήρηση είναι πως τα Μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια εμφανίζουν μεγαλύτερο συνολικό κίνδυνο από τις άλλες κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων.

4.2.2 ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗ ΒΕΤΑ

Ο συντελεστής **beta** μετρά την ευαισθησία της απόδοσης του εκάστοτε Α/Κ στις μεταβολές της Αγοράς. Μετρά το **συστηματικό κίνδυνο** που ενέχει ένα αμοιβαίο κεφάλαιο. Στον παρακάτω πίνακα έχουν καταταγεί τα Α/Κ σύμφωνα με το συντελεστή beta. Όλα τα Α/Κ έχουν θετικό beta δηλαδή έχουν θετική σχέση οι αποδόσεις τους με την απόδοση της Αγοράς .

Όσο υψηλότερος ο συντελεστής beta τόσο πιο πολύ θα επηρεαστεί η απόδοση του Α/Κ από τις μεταβολές στις αποδόσεις της Αγοράς. Στην περίπτωση όπου το beta >1 τότε πρόκειται για επιθετικό Α/Κ, ενώ αν beta <1 έχουμε αμυντικό Α/Κ.

Πίνακας 4.14 : Κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων σύμφωνα με το συντελεστή Beta

<i>beta</i>	
Allianz Μετοχών Εσωτερικού	0.905447
Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	0.855409
Δήλος Μικτό Εσωτερικού	0.569388
Alpha Trust Eurostar Μικτό Εσωτερικού	0.506197
Alico Μικτό Εξωτερικού	0.335361
Δήλος Διεθνές Μετοχικό Εξωτερικού	0.275283
Δήλος ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού	0.201686
Interamerican Σταθερών Ομολογιών Εσωτερικού	0.092908
Proton Ομολογιών Εσωτερικού	0.053043
International Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	0.028539
Hsbc Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	0.014988

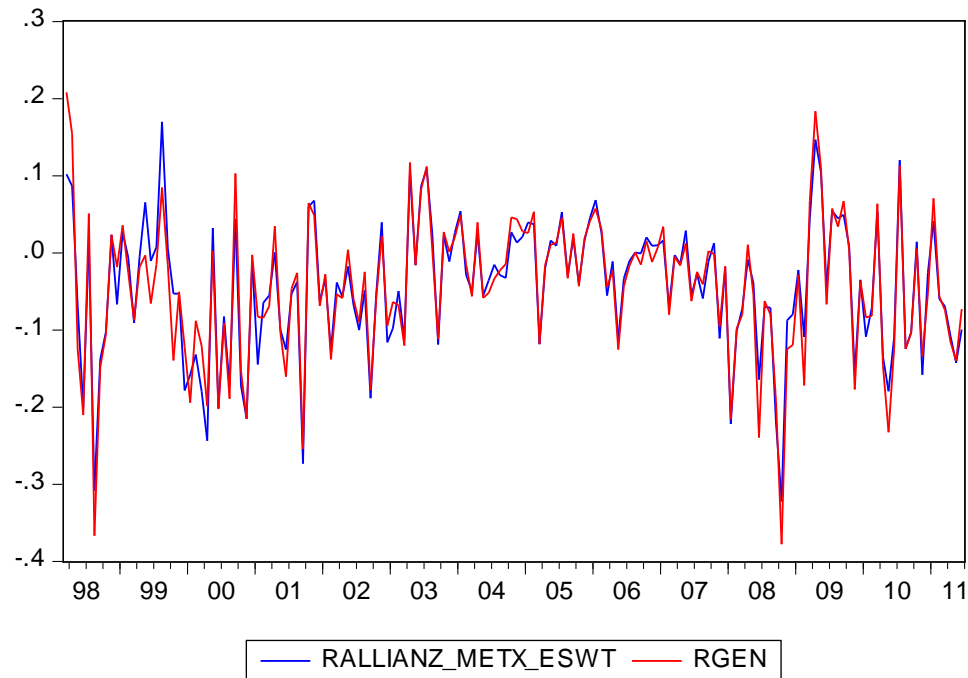
Αρχικά παρατηρούμε ότι όλα τα Α/Κ έχουν $\beta < 1$ δηλαδή πρόκειται για αμυντικά Α/Κ.

Το μεγαλύτερο β έχουν τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια **Allianz** και **Alpha Blue Chips** τα οποία είναι μετοχικά εσωτερικού.

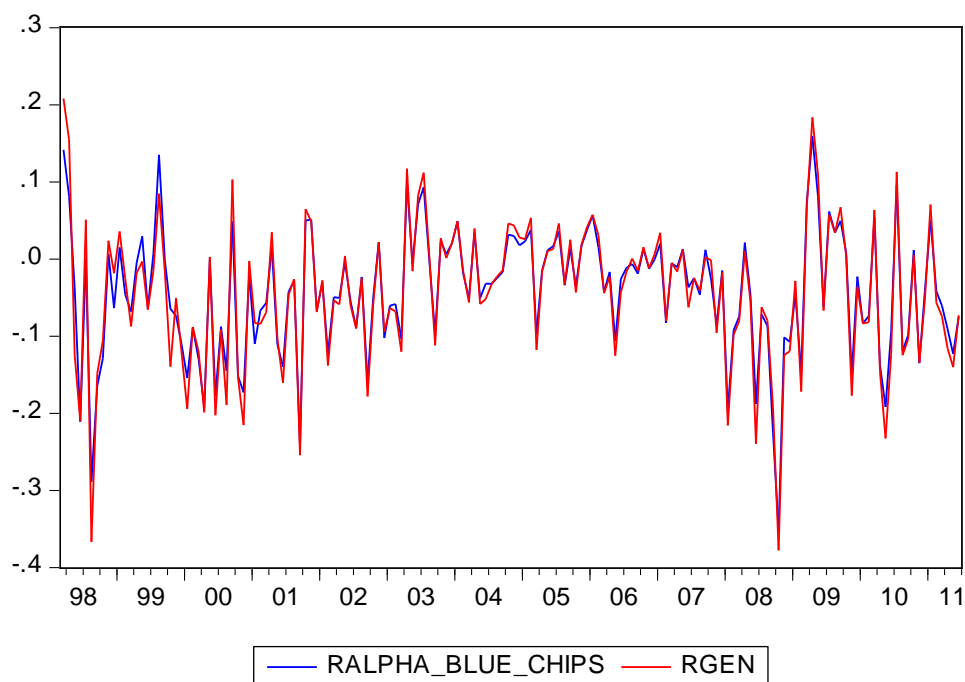
Το μικρότερο έχουν τα **International** και **Hsbc** όπου είναι Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού.

Συνεπώς βλέπουμε πως τα αμοιβαία κεφάλαια τα οποία επηρεάζονται περισσότερο από τις μεταβολές του Δείκτη της Αγοράς είναι τα Μετοχικά Εσωτερικού. Κατασκευάζοντας το κοινό γράφημα του Δείκτη με τα αμοιβαία κεφάλαια μπορούμε να παρατηρήσουμε :

Γράφημα 4.8 : Κοινό γράφημα του Δείκτη με το Α/Κ Allianz Μετοχικό Εσωτερικού



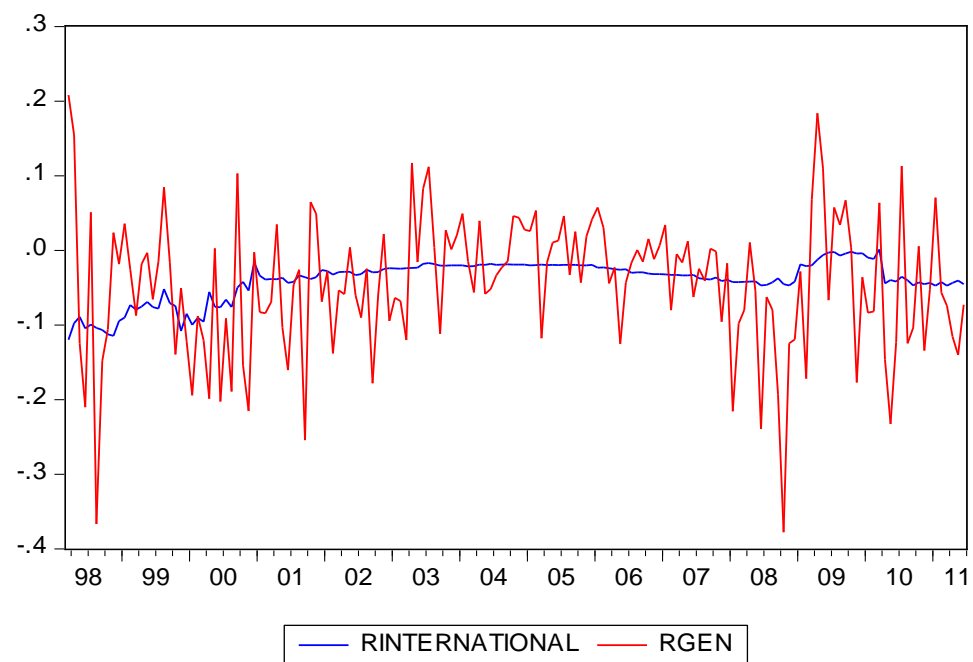
Γράφημα 4.9 : Κοινό γράφημα του Δείκτη με το A/K Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού



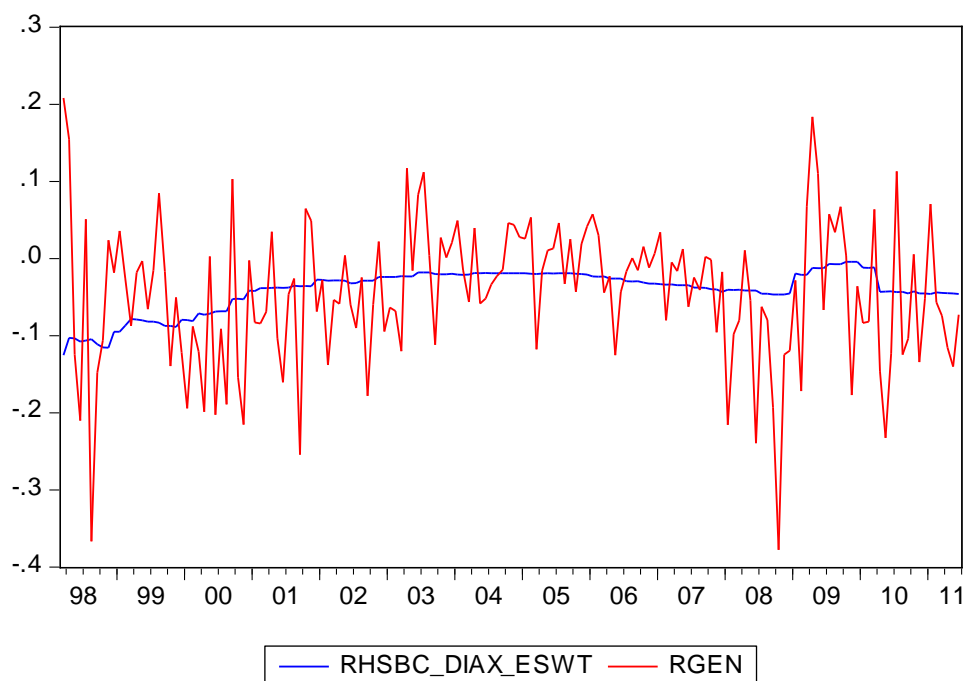
Στα παραπάνω γραφήματα επιβεβαιώνεται ότι τα Μετοχικά αμοιβαία Εσωτερικού της έρευνας ακολουθούν την πορεία της Αγοράς και δικαιολογούν το υψηλό beta. Είναι φυσικό και επόμενο πως τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού θα ακολουθούν την πορεία του Γενικού Δείκτη καθώς η σύνθεσή τους αποτελείται στο μεγαλύτερο μέρος της από επενδύσεις σε μετοχές.

Σε αντίθεση κατασκευάζοντας τα γραφήματα του Γενικού Δείκτη με τα αμοιβαία κεφάλαια που έχουν το χαμηλότερο beta, δηλαδή τη χαμηλότερη ευαισθησία στις μεταβολές του Γενικού Δείκτη έχουμε :

Γράφημα 4.10 : Κοινό γράφημα του Δείκτη με το A/K International Διαχειρίσεως Διαθεσίμων



Γράφημα 4.11 : Κοινό γράφημα του Δείκτη με το Α/Κ HSBC Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού



Είναι εμφανές πως τα αμοιβαία κεφάλαια με το χαμηλότερο beta δεν επηρεάζονται από τις μεταβολές στο Γενικό Δείκτη σε μεγάλο βαθμό. Συνεπώς αν κάποιος επενδυτής θέλει να επενδύσει σε αμοιβαία κεφάλαια τα οποία ακολουθούν την πορεία της Αγοράς θα πρέπει να επιλέξει για παράδειγμα Μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια ή καλύτερα αμοιβαία κεφάλαια με υψηλό beta. Αν πάλι κάποιος επενδυτής αποφασίσει πως δε θέλει τα κεφάλαιά του να έχουν την ίδια πορεία με αυτή του Γενικού Δείκτη τότε θα πρέπει να επιλέξει αμοιβαία κεφάλαια που έχουν χαμηλή συσχέτιση με την Αγορά, δηλαδή χαμηλό beta.

4.2.3 ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΤΟΥ TREYNOR

Ο Treynor (1965) δημιούργησε ένα κριτήριο αξιολόγησης των χαρτοφυλακίων με βάση την απόδοση ανά μονάδα συστηματικού κινδύνου. Ο

Treynor θεώρησε ότι ένα A/K πρέπει να έχει απόδοση μεγαλύτερη από αυτήν του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο (έντοκα γραμμάτια ελληνικού δημοσίου) για να έχει νόημα για τον επενδυτή η τοποθέτηση του σε τέτοια χαρτοφυλάκια που τον εκθέτουν σε κίνδυνο.

$$\text{TREYNOR RATIO (TR)} = (R_p - R_f) / B_p$$

όπου :

R_p = η πραγματοποιηθείσα απόδοση του A/K μιας περιόδου

R_f = το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο (έντοκα γραμμάτια ελληνικού δημοσίου)

B_p = ο συστηματικός κίνδυνος του A/K (συντελεστής beta)

$R_p - R_f$ = η υπερβάλλουσα απόδοση του A/K

Ο συντελεστής του Treynor εκφράζει την υπερβάλλουσα απόδοση του A/K, δηλαδή την διαφορά της πραγματοποιηθείσας απόδοσης του A/K και της απόδοσης που θα μπορούσε να επιτύχει ο επενδυτής τοποθετώντας τα χρήματα του σε κάποια ακίνδυνη επένδυση, προσαρμοσμένη στην μεταβλητότητα των αποδόσεων του A/K. Η μεταβλητότητα των αποδόσεων του A/K προσεγγίζεται από τον συστηματικό κίνδυνο του A/K (συντελεστής beta) και όχι από τον συνολικό κίνδυνο (τυπική απόκλιση), εφόσον βάση της θεωρίας του CAPM οι επενδυτές ανταμείβονται μόνο για τον συστηματικό κίνδυνο.

Για την αξιολόγηση των A/K με βάση τον δείκτη του Treynor θεωρούμε ότι τα A/K που έχουν μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα συστηματικού κινδύνου κρίνονται ως αυτά με την καλύτερη διαχείριση, ενώ αντίθετα, τα A/K που

παρέχουν τη χαμηλότερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου κρίνονται ως αυτά με την χειρότερη διαχείριση.

Ακόμη, ένας δείκτης TR μεγαλύτερος από την διαφορά $R_m - R_f$ μας δείχνει ότι το Α/Κ παρουσίασε μεγαλύτερη απόδοση από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς.

4.2.3.1 ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ Α/Κ ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ TREYNOR RATIO

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζεται η κατάταξη των Α/Κ της εργασίας σύμφωνα με το Treynor Ratio. Έχουν συλλεχθεί οι τιμές για το συστηματικό κίνδυνο beta των αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς και οι τιμές του μέσου της εξαρτημένης μεταβλητής κάθε υποδείγματος και έχει κατασκευαστεί ο δείκτης του Treynor ως ο λόγος του μέσου της εξαρτημένης προς το συστηματικό κίνδυνο beta.

Πίνακας 4.15 : Κατάταξη των Α/Κ βάσει του Treynor Ratio

	Mean dependent var	beta	treynor ratio
Allianz Μετοχών Εσωτερικού	-0,044813	0,905447	-0,049492682
Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	-0,042492	0,855409	-0,049674483
Δήλος Μικτό Εσωτερικού	-0,045329	0,569388	-0,079610037
Alpha Trust Eurostar Μικτό Εσωτερικού	-0,040522	0,506197	-0,080051838
Alico Μικτό Εξωτερικού	-0,042273	0,335361	-0,126052224
Δήλος Διεθνές Μετοχικό Εξωτερικού	-0,047477	0,275283	-0,172466153
Δήλος ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού	-0,046482	0,201686	-0,230467162
Interamerican Σταθερών Ομολογιών Εσωτερικού	-0,042896	0,092908	-0,461704051
Proton Ομολογιών Εσωτερικού	-0,041833	0,053043	-0,788662029
International Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	-0,038763	0,028539	-1,35824661
Hsbc Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	-0,040203	0,014988	-2,682345877

Με βάση το κριτήριο του Treynor όπου μετράμε τη μέση απόδοση ανά μονάδα συστηματικού κινδύνου καλύτερη διαχείριση έχουν τα Μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια Εσωτερικού **Allianz Μετοχών Εσωτερικού** και **Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού** καθώς έχουν τη μεγαλύτερη απόδοση

ανά μονάδα συστηματικού κινδύνου. Τα αμοιβαία κεφάλαια με τη χειρότερη διαχείριση είναι τα αμοιβαία κεφάλαια Διαχειρίσεως Διαθεσίμων **International Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού** και **Hsbc Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού** καθώς έχουν τη μικρότερη απόδοση ανά μονάδα συστηματικού κινδύνου σε σύγκριση με τα υπόλοιπα αμοιβαία κεφάλαια που μετέχουν στη συγκεκριμένη έρευνα.

4.2.4 ΤΟ ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΤΟΥ SHARPE

Μετά τη διατύπωση της θεωρίας του Treynor, ο Sharpe (1966) διατύπωσε τη δική του θεωρία βασισμένος στη θεωρία του Treynor.

Ο Sharpe υποστήριξε ότι στην πραγματικότητα τα χαρτοφυλάκια δεν μπορεί να είναι πλήρως διαφοροποιημένα στο σύνολο τους και συνεπώς κατά την αξιολόγηση τους θα πρέπει να συμπεριλάβουμε εκτός από το συστηματικό κίνδυνο (beta) και το μη συστηματικό κίνδυνο, δηλαδή τον συνολικό κίνδυνο (τυπική απόκλιση) έτσι ώστε να μπορούμε να εξάγουμε πιο ασφαλή συμπεράσματα. Ο δείκτης του Sharpe έχει την ακόλουθη μορφή:

$$\text{SHARPE RATIO (SR)} = (R_p - R_f) / \sigma_p$$

Όπου :

R_p = η πραγματοποιηθείσα απόδοση του A/K μιας περιόδου

R_f = το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο (έντοκα γραμμάτια ελληνικού δημοσίου)

$R_p - R_f$ = η υπερβάλλουσα απόδοση του A/K

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

Ο συντελεστής του Sharpe εκφράζει την υπερβάλλουσα απόδοση του A/K, δηλαδή την διαφορά της πραγματοποιηθείσας απόδοσης του A/K και της απόδοσης που θα μπορούσε να επιτύχει ο επενδυτής τοποθετώντας τα χρήματα του σε κάποια ακίνδυνη επένδυση (risk free rate). Η μεταβλητότητα

των αποδόσεων του A/K στην περίπτωση αυτή προσεγγίζεται από τον συνολικό κίνδυνο του A/K (συστηματικό και μη συστηματικό κίνδυνο).

4.2.4.1 ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΤΩΝ A/K ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ SHARPE RATIO

Για την αξιολόγηση των A/K με βάση τον δείκτη του Sharpe θεωρούμε ότι τα A/K που έχουν μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα συνολικού κινδύνου κρίνονται ως αυτά με την καλύτερη διαχείριση, ενώ αντίθετα, τα A/K που παρέχουν την χαμηλότερη απόδοση ανά μονάδα συνολικού κινδύνου κρίνονται ως αυτά με την χειρότερη διαχείριση.

Στον επόμενο πίνακα έχουν συλλεχθεί οι τιμές του μέσου της εξαρτημένης μεταβλητής, η τυπική απόκλιση της εξαρτημένης μεταβλητής και έχει υπολογισθεί ο δείκτης Sharpe, που είναι ο λόγος του μέσου της εξαρτημένης προς την τυπική απόκλιση.

Πίνακας 4.16 : Κατάταξη των A/K βάσει του Sharpe Ratio

	Mean dependent var	S.D. dependent var	sharpe ratio
Allianz Μετοχών Εσωτερικού	-0,044813	0,086553	-0,517752129
Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	-0,042492	0,081276	-0,522811162
Alpha Trust Eurostar Μικτό Εσωτερικού	-0,040522	0,055878	-0,725187015
Δήλος Μικτό Εσωτερικού	-0,045329	0,055089	-0,822832144
Δήλος Διεθνές Μετοχικό Εξωτερικού	-0,047477	0,050974	-0,931396398
Δήλος ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού	-0,046482	0,049666	-0,935891757
Alico Μικτό Εξωτερικού	-0,042273	0,042547	-0,993560063
Proton Ομολογιών Εσωτερικού	-0,041833	0,03347	-1,249865551
Interamerican Σταθερών Ομολογιών Εσωτερικού	-0,042896	0,03305	-1,297912254
International Διαχείρισεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	-0,038763	0,025345	-1,529414086
Hsbc Διαχείρισεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	-0,040203	0,025841	-1,555783445

Συμπερασματικά μπορούμε να δούμε από τον πίνακα πως την καλύτερη διαχείριση έχουν τα Μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια Εσωτερικού, **Allianz**

Μετοχών Εσωτερικού και Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού καθώς έχουν τη μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα συνολικού κινδύνου. Τα αμοιβαία κεφάλαια με τη χειρότερη διαχείριση είναι τα αμοιβαία κεφάλαια Διαχειρίσεως Διαθεσίμων **International Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού** και **Hsbc Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού** καθώς έχουν τη μικρότερη απόδοση ανά μονάδα συνολικού κινδύνου σε σύγκριση πάντα με τα υπόλοιπα αμοιβαία κεφάλαια που μετέχουν στη συγκεκριμένη έρευνα.

4.2.5 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ SHARPE ΚΑΙ TREYNOR RATIO

Όπως ήδη έχει αναφερθεί, ο δείκτης του Treynor εκτιμά τον συστηματικό κίνδυνο, ενώ ο δείκτης του Sharpe εκτιμά τον συνολικό κίνδυνο. Όπως γνωρίζουμε από την θεωρία του CAPM οι επενδυτές ανταμείβονται μόνο για τον συστηματικό κίνδυνο και επομένως είναι λογικό να θέλουν να τοποθετούνται σε χαρτοφυλάκια που είναι πλήρως διαφοροποιημένα, όπου ο μη συστηματικός κίνδυνος έχει εξαλειφθεί. Με τη λογική αυτή ο δείκτης του Treynor είναι ένα πολύ καλό κριτήριο αξιολόγησης της επίδοσης των Α/Κ. Δεδομένου όμως, ότι δεν είναι πάντοτε εφικτό να τοποθετούμαστε σε πλήρως διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια, ο δείκτης του Sharpe αποτελεί μία πιο σφαιρική προσέγγιση του κινδύνου. Στο σημείο αυτό αξίζει να σημειώσουμε ότι όταν τα Α/Κ δεν είναι πλήρως διαφοροποιημένα θα υπάρξει διαφορά στην κατάταξη των Α/Κ μεταξύ των δύο κριτηρίων, διότι ο δείκτης του Sharpe θα συμπεριλάβει και το μη συστηματικό κίνδυνο που εισάγει η ατελής πληροφόρηση. Αντιθέτως, αν οι διαφορές κατάταξης των Α/Κ μεταξύ των δύο δεικτών είναι ελάχιστες ή ανύπαρκτες, τότε θεωρείται ότι τα Α/Κ έχουν πετύχει μεγάλο βαθμό διαφοροποίησης. Ταυτόχρονα, αξιοσημείωτο είναι ότι επειδή συγκεκριμένα γεγονότα που δεν μπορούν να ερμηνευτούν από τον συστηματικό κίνδυνο αλλά εμπεριέχονται στον συνολικό κίνδυνο με μεγαλύτερη ακρίβεια, μπορεί να λάβουν χώρα, συμπεραίνουμε πως ο συνολικός κίνδυνος και κατά συνέπεια ο δείκτης του Sharpe, χρησιμοποιείται περισσότερο για ιστορική εκτίμηση του κινδύνου, σε αντίθεση με τον δείκτη του Treynor που χρησιμοποιείται για την πρόβλεψη μελλοντικών τιμών.

Τέλος, τα δύο βασικά μειονεκτήματα των δεικτών αυτών είναι πρώτον ότι χρησιμοποιούν μέσα μεγέθη και δεύτερον ότι στερούνται στατιστικού ελέγχου.

Συγκρίνοντας την κατάταξη των Αμοιβαίων κεφαλαίων ως προς τους δείκτες Sharpe και Treynor η κατάταξη δε διαφοροποιείται σημαντικά, συνεπώς καταλήγουμε στο συμπέρασμα πως τα Αμοιβαία κεφάλαια έχουν επιτύχει μεγάλο βαθμό διαφοροποίησης.

Πίνακας 4.17 : Σύγκριση της κατάταξης βάσει του Sharpe και του Treynor Ratio

	sharpe ratio		treynor ratio
Allianz Μετοχών Εσωτερικού	- 0,51775	Allianz Μετοχών Εσωτερικού	- 0,04949
Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	- 0,52281	Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	- 0,04967
Alpha Trust Eurostar Μικτό Εσωτερικού	- 0,72519	Δήλος Μικτό Εσωτερικού	- 0,07961
Δήλος Μικτό Εσωτερικού	- 0,82283	Alpha Trust Eurostar Μικτό Εσωτερικού	- 0,08005
Δήλος Διεθνές Μετοχικό Εξωτερικού	- -0,9314	Alico Μικτό Εξωτερικού	- 0,12605
Δήλος ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού	- 0,93589	Δήλος Διεθνές Μετοχικό Εξωτερικού	- 0,17247
Alico Μικτό Εξωτερικού	- 0,99356	Δήλος ευρωπαϊκό Μετοχικό Εξωτερικού	- 0,23047
Proton Ομολογιών Εσωτερικού	- 1,24987	Interamerican Σταθερών Ομολογιών Εσωτερικού	- -0,4617
Interamerican Σταθερών Ομολογιών Εσωτερικού	- 1,29791	Proton Ομολογιών Εσωτερικού	- 0,78866
International Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	- 1,52941	International Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	- 1,35825
Hsbc Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	- 1,55578	Hsbc Διαχειρίσεως Διαθεσίμων Εσωτερικού	- 2,68235

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Μέσα από την έρευνα η οποία πραγματοποιήθηκε για τα Αμοιβαία Κεφάλαια μπορούμε σαφώς να προβούμε στα ακόλουθα συμπεράσματα.

Η άνθιση που γνώρισαν τα Αμοιβαία Κεφάλαια ως μορφή επένδυσης παγκοσμίως τις τελευταίες δύο δεκαετίες οφείλεται κυρίως στην παγκοσμιοποίηση της Οικονομίας και στην στροφή των επενδυτών προς μακροπρόθεσμες επενδύσεις.

Τα αμοιβαία κεφάλαια είναι πιο ευρέως αποδεκτά στην Αμερική σε σύγκριση με τον υπόλοιπο κόσμο. Οι Έλληνες επενδυτές δείχνουν σαφή προτίμηση στα Ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια τα τελευταία χρόνια, παρά στα Αμοιβαία κεφάλαια Διαχειρίσεως Διαθεσίμων όπως συνέβαινε παλαιότερα (1999). Αυτή η αλλαγή δείχνει επιθυμία για αποφυγή του κινδύνου από τους Έλληνες επενδυτές.

Η εμπειρική έρευνα των έντεκα Αμοιβαίων Κεφαλαίων τα οποία μελετήθηκαν για το χρονικό διάστημα 1998 έως τα μισά του 2011 δείχνει πως :

Το φαινόμενο της επίδρασης του Ιανουαρίου έχει επίδραση σε μόνο δύο από τα έντεκα αμοιβαία κεφάλαια της έρευνας.

Ο *Δείκτης Τιμών Καταναλωτή* και ο *Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής* δεν είναι στατιστικά σημαντικοί δείκτες για τα Αμοιβαία Κεφάλαια της έρευνας, καθώς μόνο ο *Δείκτης Τιμών Καταναλωτή* είναι στατιστικά σημαντικός για ένα μόλις αμοιβαίο κεφάλαιο. Δηλαδή οι *Δείκτες Τιμών Καταναλωτή* και *Βιομηχανικής Παραγωγής* δεν έχουν ερμηνευτική ικανότητα για τα υποδείγματα με λίγα λόγια δεν επηρεάζουν τις μεταβολές στα Αμοιβαία Κεφάλαια.

Τα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια έχουν το μικρότερο **συντελεστή προσδιορισμού**, δηλαδή η μεταβλητότητα των αποδόσεων των Ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων ερμηνεύεται σε μικρό βαθμό από τη μεταβλητότητα των ερμηνευτικών μεταβλητών όπως ο Γενικός Δείκτης, σε αντίθεση με τα Μετοχικά Αμοιβαία Εσωτερικού όπου έχουν υψηλή ερμηνευσιμότητα από τις ανεξάρτητες μεταβλητές όπως ο Γενικός Δείκτης,

συμπέρασμα απόλυτα λογικό καθώς επενδύουν το ενεργητικό τους κυρίως σε μετοχές.

Με βάση το **συνολικό κίνδυνο** των Αμοιβαίων Κεφαλαίων μπορούμε να πούμε πως το μεγαλύτερο συνολικό κίνδυνο φέρουν τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια και τα Μικτά. Αντίθετα το μικρότερο συνολικό κίνδυνο εμφανίζουν τα Αμοιβαία κεφάλαια Διαχείρισεως Διαθεσίμων και τα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια.

Με βάση το **συστηματικό κίνδυνο** ή κίνδυνο της Αγοράς, beta, το μεγαλύτερο φέρουν τα Μετοχικά και τα Μικτά Αμοιβαία Κεφάλαια και το μικρότερο τα Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισεως Διαθεσίμων καθώς και τα Ομολογιακά. Συνεπώς βλέπουμε πως είτε με βάση το συνολικό είτε με βάση το συστηματικό κίνδυνο η κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι περίπου η ίδια.

Οι δείκτες Sharpe και Treynor έχουν αρνητική τιμή καθώς η μέση απόδοση για όλα τα αμοιβαία κεφάλαια για την περίοδο που εξετάζουμε ήταν αρνητική.

Με βάση το κριτήριο του Treynor, όπου θεωρούμε ότι τα αμοιβαία κεφάλαια που έχουν μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα συστηματικού κινδύνου είναι αυτά με την καλύτερη διαχείριση, συμπεραίνουμε πως καλύτερη διαχείριση έχουν τα Μετοχικά και τα Μικτά, ενώ χειρότερη διαχείριση τα Ομολογιακά και τα Διαχείρισεως Διαθεσίμων.

Με βάση το κριτήριο του Sharpe, όπου θεωρούμε πως τα Αμοιβαία Κεφάλαια που έχουν μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα συνολικού κινδύνου είναι αυτά με την καλύτερη διαχείριση συμπεραίνουμε πως την καλύτερη διαχείριση έχουν τα Μετοχικά και τα Μικτά και τη χειρότερη διαχείριση φέρουν τα Ομολογιακά και τα Διαχείρισεως Διαθεσίμων.

Συγκρίνοντας την κατάταξη των Αμοιβαίων Κεφαλαίων βάσει των παραπάνω δεικτών συμπεραίνουμε πως δε διαφέρει πολύ ή μάλλον είναι σχεδόν ίδια. Συνεπώς καταλήγουμε στο συμπέρασμα πως τα Αμοιβαία Κεφάλαια έχουν επιτύχει υψηλό βαθμό διαφοροποίησης.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Γεωργιάδης Ηρ. Νικόλαος . (2005) Ο Συντελεστής “Beta” μιας Μετοχής. *Investment Research & Analysis Journal* 1 (1), p1-6
- Γεωργίου Κ. Χρήστου(2006) Εισαγωγή στην Οικονομετρία Τόμος Α και Β Εκδόσεις Gutenberg
- Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, Δελτίο τύπου 12/01/2009
- Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, Δελτίο τύπου 04/01/2007
- Φίλιππας, Δ. Νικόλαος (2010). *Αμοιβαία Κεφάλαια: Η ελληνική πραγματικότητα και οι σύγχρονες διεθνείς εξελίξεις*. Αθήνα: Ιδιωτική Έκδοση. p.1-400.
- Χάλκος Γεώργιος (2011). *Οικονομετρία, Θεωρία εφαρμογές & χρήση προγραμμάτων σε Η/Υ*. Αθήνα: Gutenberg. p502-504.
- Babalos, V., A. Kostakis, and N. Philippas, 2007, Spurious results in testing mutual fund performance persistence: evidence from the Greek market, *Applied Financial Economics Letters*, 3, 103 – 108.
- David Chambers and Rui Esteves (December 2011). The First Global Emerging Markets Investor: Foreign & Colonial Investment Trust 1880-1913. *Preliminary draft*. 1, p1-37
- Eugene F. Fama, Kenneth R. French. (2004). The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Journal of Economic Perspectives* 18 (3), P25-46
- F. Larry Detzel and Robert A. Weigand . (1998). Explaining Persistence in Mutual Fund Performance . *Financial Services Review* 7 (1) p44-55
- George P. Artikis. (2003). Performance Evaluation: A Case Study of the Greek Balanced Mutual Funds. *Emerald* 29 (9), p3-8
- Imad A. Moosa. (2007). The Vanishing January Effect. *Journal of Finance and Economics* 7 (1), p.92-102

Josef Lakonishok, Alan C. Shapiro. (1986). Systematic risk, total risk and size as determinants of stock market returns *Journal of Banking & Finance* 10 (1), p.115-132

Kahneman Daniel, Tversky Amos. (1979). An analysis of decision under risk. *Econometrica*. 47

K. Geert Rouwenhorst. (December 12, 2004). The Origins of Mutual Funds *Yale ICF Working Paper* 15, 4-48

Leora Klapper, Víctor Sulla and Dimitri Vittas (2004) The Development of Mutual Funds Around the World. *World Bank*. - (1), 1-38.

Manuela Geranio, Giovanna Zanotti. (2005) Global Financial Markets Integration and Millennium Goals *Journal of Multinational Financial Management* 15 (4-5), 354-376.

Mark Haug, Mark Hirschey. (2005). The January Effect. *School of Business University of Kansas* 1 (1), p.2-8

Markowitz Harry . (1952). Portfolio Selection *The Journal of Finance*. 7 (1), p77-91.

Richard Roll, Stephen A. Ross. (1980). An Empirical Investigation of the Arbitrage Pricing Theory *The Journal of Finance*, 35 (5), p.1073-1103

Rogér Otten. (2002). A Comparison between the European and the U.S. Mutual Fund Industry *Managerial Finance*.28 (1), p14-31

Rogen Otten, Dennis Bams. (2002). European Mutual Fund Performance *European Financial Management* 8 (1), 75-101.

Rolf W. Banz. (1980). The Relationship between Return and common stocks *.Journal of Financial Economics* 9 (3), p.1-18

Rozeff, M.S. and Kinney, W.R. (1976) Capital Market Seasonality: The Case of Stock Returns

Sharpe F. William. (1966). Mutual Fund Performance *The Journal of Finance*. 39 (2), p.119-138

Sidney B. Wachtel, *Movements in Stock Prices*, 1942

Stephen A. Ross. (1976). *The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing*. *Journal of Economic Theory*. 13 (.), p.341-360.

Total net assets of the European investment fund industry, End March 2009

White, H (1980). *A Heteroskedasticity Consistent Covariance Matrix and a Direct Test for Heteroskedasticity*. *Econometrica*. 48.817-838.

World Federation of Exchanges (2012) 2011 WFE Market Highlights. 1 (3), 10

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Δείκτης Τιμών Καταναλωτή : ΕΛ.ΣΤΑΤ. / Στατιστικά στοιχεία

Έντοκα Γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου : www.minfin.gr/ οικονομικά στοιχεία/
στοιχεία δημοσίου χρέους / Έντοκα Γραμμάτια 13 εβδομάδων

Πρωτονοτάριος Γιώργος. (2011). *Τι είναι τα Αμοιβαία Κεφάλαια και πως να επενδύσετε σε μια ΑΕΔΑΚ*. Available:

http://www.capitalinvest.gr/info.php?product_id=153. Last accessed 05/02/2013.

Τιμές Αμοιβαίων Κεφαλαίων : Ένωση Θεσμικών Επενδυτών,
[www.ethe.org.gr/Κεντρική_σελίδα/ Βάση Δεδομένων/ Στοιχεία περιόδου ανά Α/Κ](http://www.ethe.org.gr/Κεντρική_σελίδα/Βάση_Δεδομένων/Στοιχεία_περιόδου_ανά_Α/Κ)

Τιμές Γενικού Δείκτη Χ.Α.Α. (τιμή κλεισίματος) : www.capital.gr

Χρηματοοικονομικά. (2012). *Αμοιβαίο Κεφάλαιο*. Available:

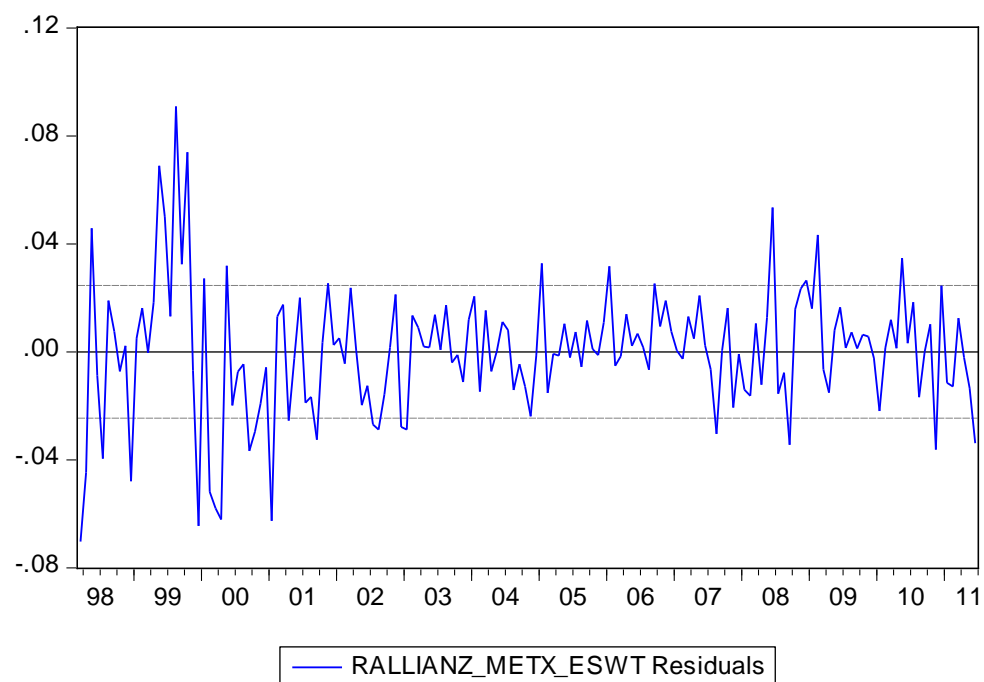
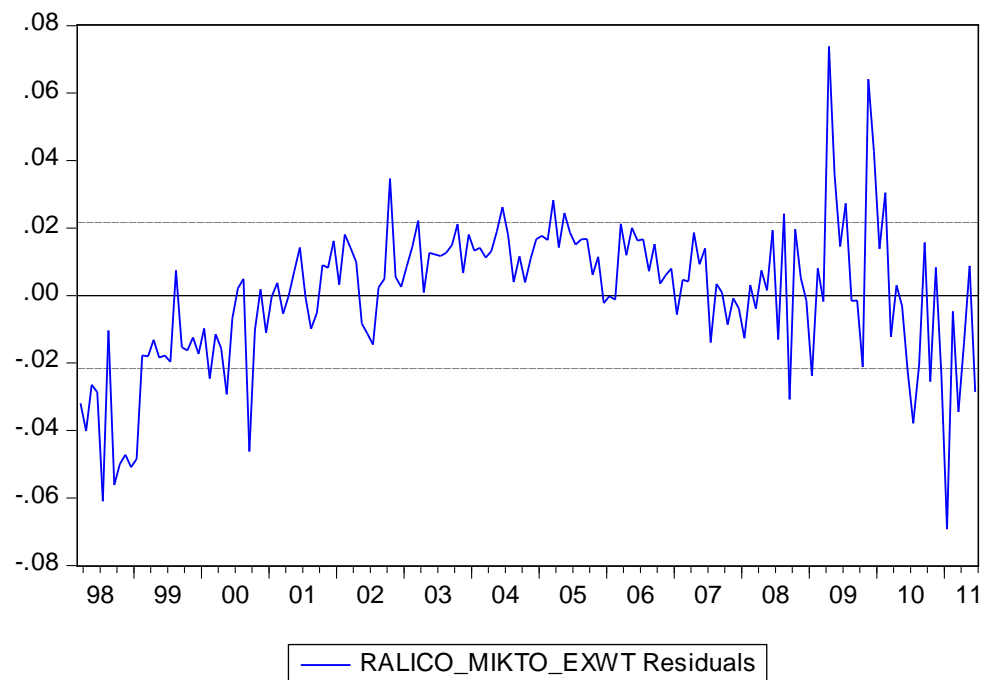
<http://el.wikipedia.org/wiki>. Last accessed 02/02/2013.

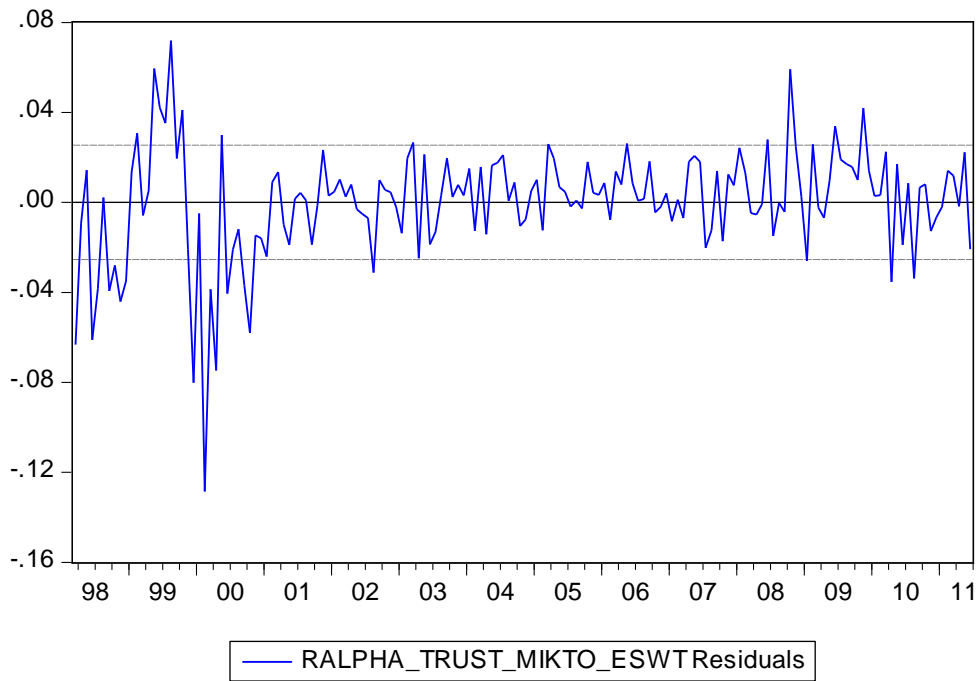
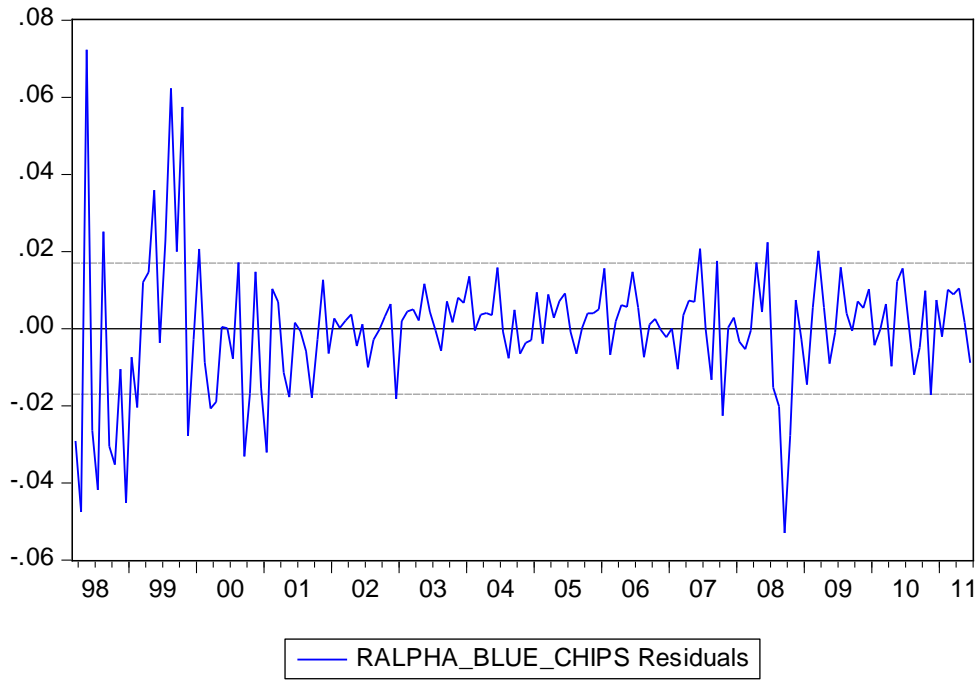
International Investment Fund Association www.iifa.ca

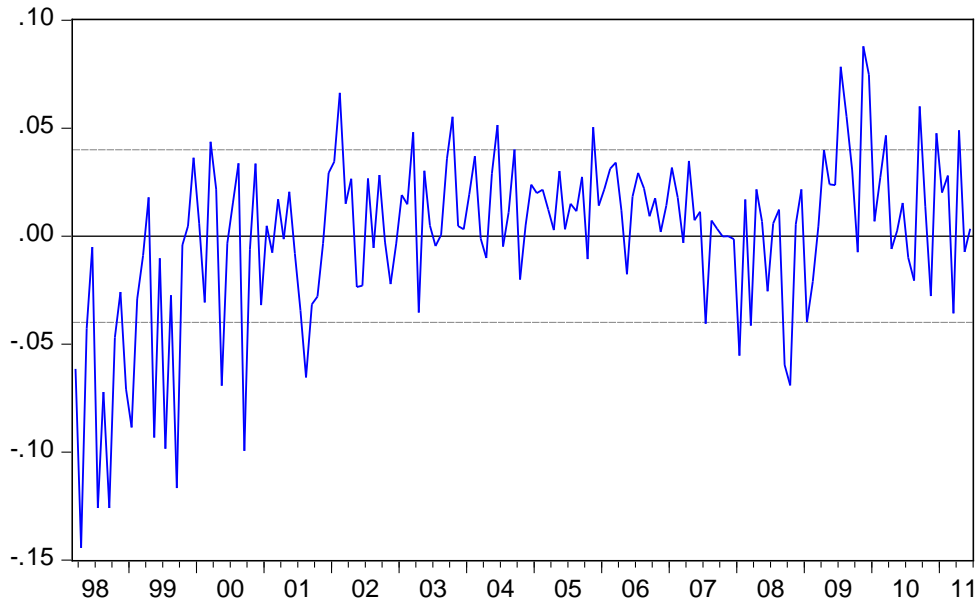
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α

ΓΡΑΦΗΜΑΤΑ ΚΑΤΑΛΟΙΠΩΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ ΓΙΑ ΤΟΝ ΕΛΕΓΧΟ ΥΠΑΡΞΗΣ ΕΤΕΡΟΣΚΕΔΑΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

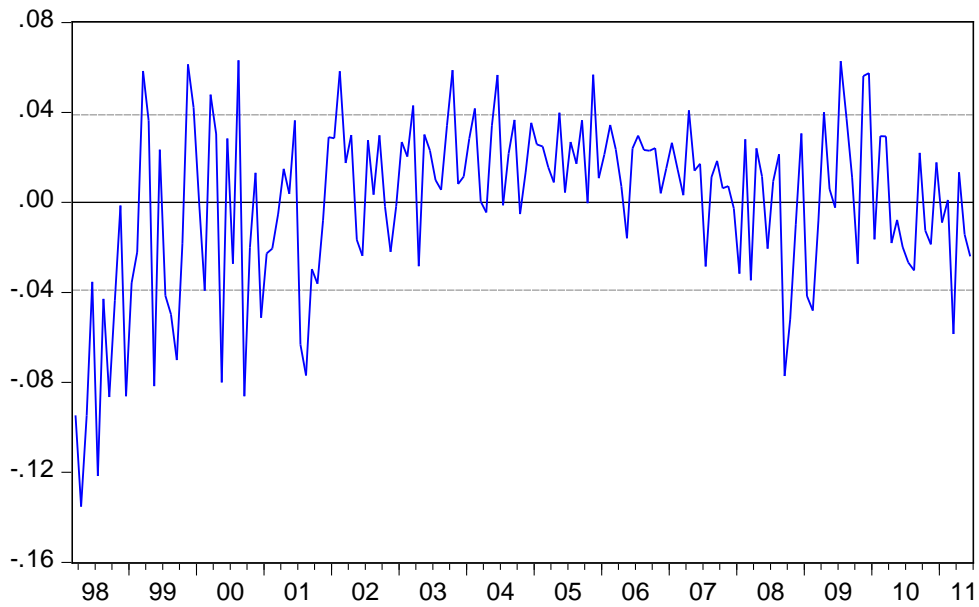
Στα γραφήματα των καταλοίπων που ακολουθούν για όλα τα υποδείγματα μπορεί να πραγματοποιηθεί ένας πρώτος έλεγχος για την ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας.



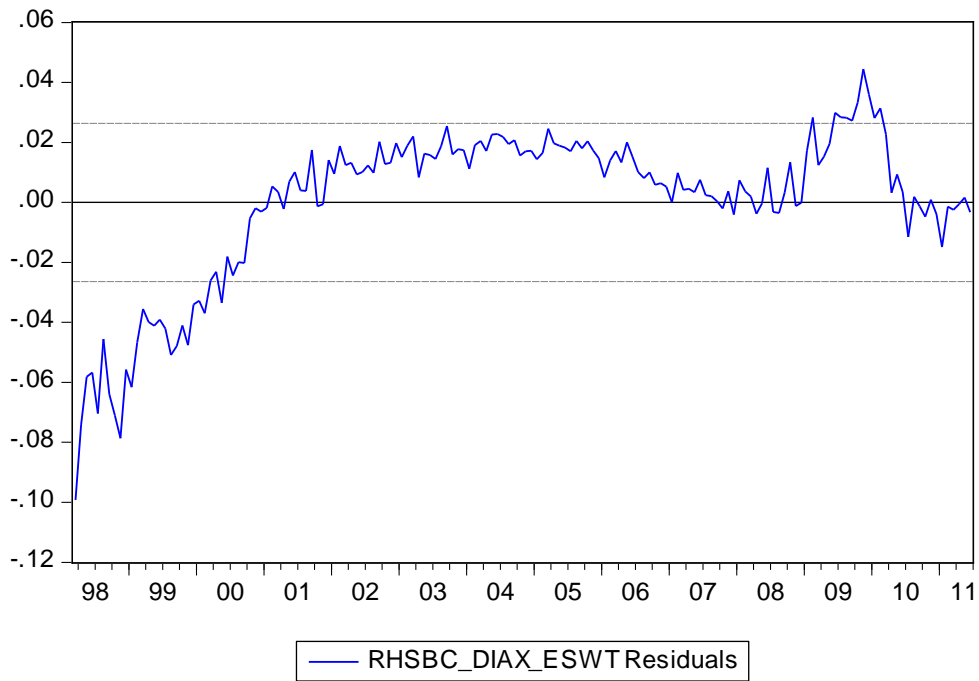
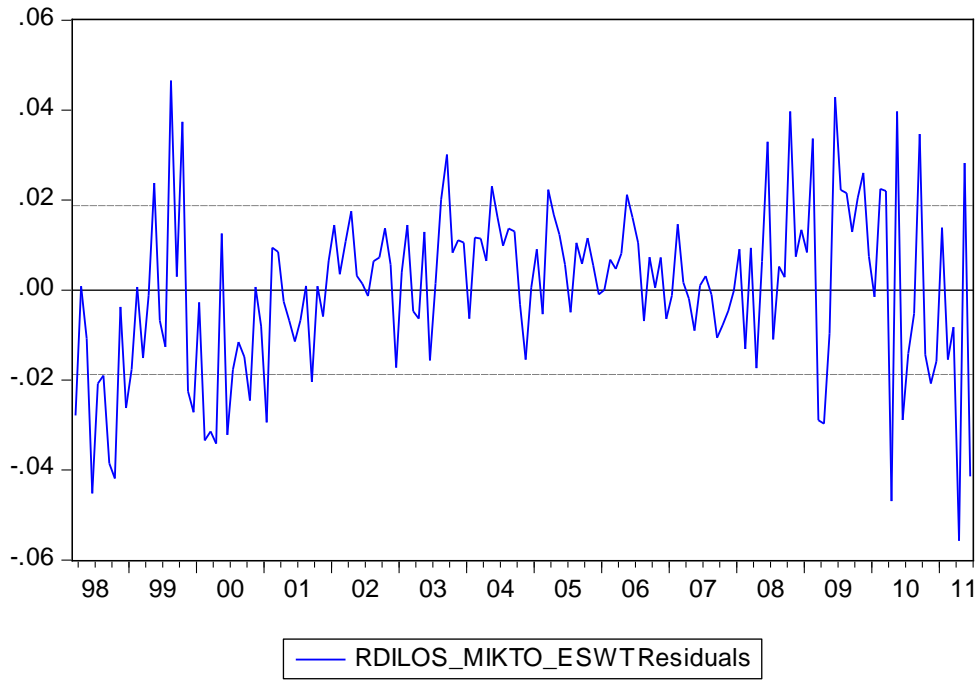


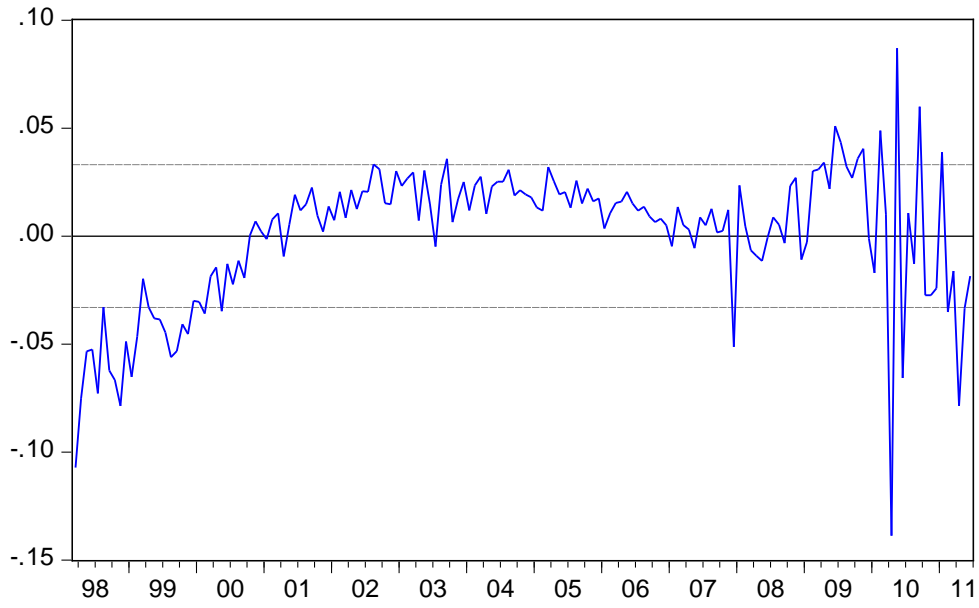


— RDILOS_METOX_EXWT Residuals

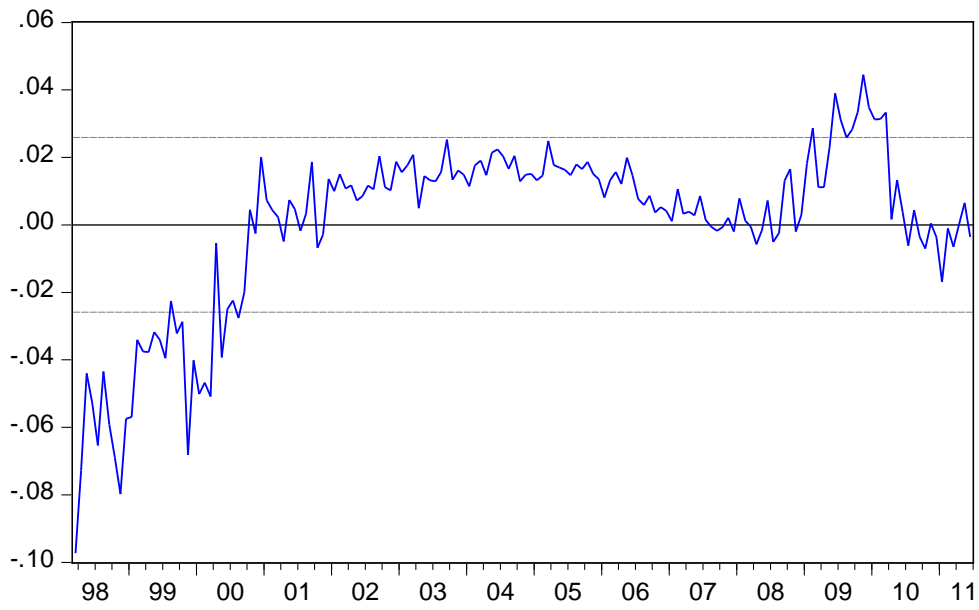


— RDILOS_METOX_EXWTR Residuals





— RINTERAMERICAN_OMOL_ESWT Residuals



— RINTERNATIONAL Residuals

