

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ

ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΣΤΟ ΠΑΡΕΛΘΟΝ ΚΑΙ ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΜΕΘΟΔΩΝ
ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΤΩΝ ΕΠΙΔΟΣΕΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

1.1 ΚΟΙΝΗ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΩΝ ΚΙΝΔΥΝΩΝ

1.2 ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΕΞΕΛΙΞΗ

1.2.α Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΣΤΙΣ ΗΠΑ

1.2.β Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ ΚΑΙ ΣΕ ΑΛΛΕΣ ΑΝΕΠΤΥΓΜΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

1.3 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ (1973-1997)

1.4 ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ (1998-1999)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗΝ ΕΝΝΟΙΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

2.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

- α. Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.)
- β. Θεματοφύλακας
- γ. Τα Μέρηδια
- δ. Ο Κανονισμός Α/Κ
- ε. Δημοσιεύσεις Α/Κ

2.2 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

- ΕΙΔΟΣ ΑΣΚΟΥΜΕΝΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ (ΠΑΘΗΤΙΚΗ-ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΗ)

2.3 ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

2.4 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΣΕ Α/Κ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. ΚΛΑΣΙΚΟΙ ΤΡΟΠΟΙ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΕΝΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

3.1 ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ (ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ β)

3.2 Ο ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΟΥ SHARPE (SR)

3.3 Ο ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΟΥ TREYNOR (TR)

- 3.4 Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΔΙΑΦΟΡΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΟΥ JENSEN)
- 3.5 ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΜΕΛΕΤΩΝ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥΣ ΕΠΙΔΟΣΕΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ
- 3.6 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. Η ΠΟΛΥΚΡΙΤΗΡΙΑ ΜΕΘΟΔΟΣ PROMETHEE II

- 4.1 ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ
- 4.2 ΤΥΠΟΙ ΓΕΝΙΚΕΥΜΕΝΩΝ ΚΡΙΤΗΡΙΩΝ

ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΤΕΛΙΚΕΣ ΚΑΤΑΤΑΞΕΙΣ ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

A. ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ

- 5.1 ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ (1998)
- 5.2 ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ (1998)
- 5.3 ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ (1999)
- 5.4 ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ (1999)

B. ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ PROMETHEE II ΣΤΟ ΔΕΙΓΜΑ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

- 5.5 ΦΥΣΗ ΤΩΝ ΚΡΙΤΗΡΙΩΝ, ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΑ ΣΕΝΑΡΙΑ ΚΑΙ ΒΑΡΗ ΔΕΙΚΤΩΝ
- 5.6 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΕΘΟΔΟΥ ΚΑΙ ΤΕΛΙΚΕΣ ΚΑΤΑΤΑΞΕΙΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ακολουθώντας τις διαρκώς αυξανόμενες απαιτήσεις των επενδυτών όσον αφορά τις επιλογές που έχουν για τοποθετήσεις των διαθέσιμων κεφαλαίων τους σε κάποια μορφή επένδυσης, έκανε την εμφάνιση της μια μορφή συλλογικής επένδυσης, τα λεγόμενα αμοιβαία κεφάλαια. Η επιτυχία του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων προέκυψε λόγω των πλεονεκτημάτων που αυτά έχουν σε σχέση με την ατομική επένδυση, όπως η επαγγελματική διαχείριση της επένδυσης και η καλύτερη διαφοροποίηση του κινδύνου με το μικρότερο δυνατό κόστος. Τέλος, η στενή και συνεχής εποπτεία των λειτουργιών των αμοιβαίων κεφαλαίων από τις ελεγκτικές επιτροπές, όπως αυτές ορίζονται από τον Κανονισμό του κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου αποτελεί εγγύηση για την προστασία των επενδυτών από κάθε μορφής εξαπάτηση.

Μέσα από τη συγκεκριμένη διπλωματική εργασία γίνεται προσπάθεια να δοθεί σε γενικές γραμμές μια πρώτη ιδέα γύρω από τον τρόπο λειτουργίας των αμοιβαίων κεφαλαίων και να προκύψουν κάποια χρήσιμα συμπεράσματα για τις επιδόσεις που αυτά μπορούν να προσφέρουν στους υποψήφιους επενδυτές.

Η αξιολόγηση που αναφέρεται στην εργασία έχει να κάνει με τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια τόσο του εσωτερικού όσο και του εξωτερικού για τις χρονιές 1998 και 1999. Η διπλωματική χωρίζεται σε δύο μέρη. Το πρώτο μέρος αναφέρεται ουσιαστικά σε θεωρητικό επίπεδο και έχει να κάνει με μια μικρή ιστορική αναδρομή των αμοιβαίων κεφαλαίων, όπως και των πιο γνωστών και κλασικών μεθόδων υπολογισμού των επιδόσεων τους. Το δεύτερο από την άλλη έχει να κάνει με πιο πρακτικά θέματα που αφορούν συγκεκριμένα τα αποτελέσματα των επιδόσεων και τις κατατάξεις που προκύπτουν. Τα αποτελέσματα αυτά προκύπτουν από τη μια με τη χρήση των κλασικών μεθόδων υπολογισμού αλλά και με την εφαρμογή για τα δεδομένα των αμοιβαίων κεφαλαίων της πολυκριτήριας μεθόδου Promethee II.

Έτσι πιο συγκεκριμένα σε κάθε κεφάλαιο έχουμε τα εξής:

Στο πρώτο γίνεται μια σύντομη αναδρομή των αμοιβαίων κεφαλαίων τόσο σε διεθνές επίπεδο, όσο και στην Ελλάδα, ενώ στο τέλος ακολουθεί και μια ανασκόπηση των αποτελεσμάτων που προέκυψαν για όλα τα αμοιβαία κεφάλαια της Ελληνικής Αγοράς τις χρονιές 1998-1999.

Στο δεύτερο ακολουθεί μια εισαγωγή της έννοιας των αμοιβαίων κεφαλαίων. Γίνεται σε αρκετά μεγάλο βαθμό μια λεπτομερής επεξήγηση του τρόπου δημιουργίας και λειτουργίας των αμοιβαίων κεφαλαίων, των κατηγοριών που μπορούν να υπάρξουν, οι επενδύσεις που μπορούν να κάνουν και τέλος τα πλεονεκτήματα που μπορεί να έχει η επένδυση σε αυτά.

Το τρίτο κεφάλαιο αφορά τους πιο κλασικούς και ευρέως γνωστούς τρόπους υπολογισμού των επιδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων. Γίνεται αναφορά σε έξι δείκτες οι οποίοι θα αποτελέσουν στην συνέχεια της εργασίας και εκείνα τα κριτήρια βάση των οποίων θα αξιολογηθούν τα αποτελέσματα των επιδόσεων των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Στο τέλος του συγκεκριμένου κεφαλαίου γίνεται και μια ανασκόπηση από ξένη και ελληνική βιβλιογραφία όσον αφορά μελέτες και γενικότερες εργασίες που έχουν γίνει στην προσπάθεια να βρεθούν πιο αποτελεσματικές ίσως μέθοδοι αξιολόγησης αμοιβαίων κεφαλαίων πέρα των κλασικών.

Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται αναλυτική παρουσίαση της πολυκριτήριας μεθόδου Promethee II. Γίνεται αναφορά και στα έξι γενικευμένα κριτήρια τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε κάθε περίπτωση, και των τελικών κατατάξεων που μπορούν να προκύψουν από τη χρήση των διαφόρων εναλλακτικών σεναρίων που μπορούν να επιλεγούν.

Στη συνέχεια στο δεύτερο μέρος ακολουθεί το πέμπτο κεφάλαιο. Εδώ γίνεται χρήση των γενικευμένων κριτηρίων, που έχουν αναφερθεί προηγούμενα για τα δεδομένα που υπάρχουν και έτσι προκύπτουν οι κατατάξεις των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων για τις δύο χρονιές (1998-1999)

Στο τελευταίο ουσιαστικά κεφάλαιο στο έκτο δίνονται τα αποτελέσματα για κάθε εναλλακτικό σενάριο και για κάθε χρονιά χωριστά, που προέκυψαν από τη χρήση της μεθόδου Promethee II και οι τελικές κατατάξεις για κάθε ένα μετοχικό αμοιβαίο κεφάλαιο.

Τέλος στα συμπεράσματα της εργασίας αναφέρονται τα κύρια σημεία της και δίνονται κάποιες προοπτικές που μπορούν να υπάρξουν από κει και πέρα.

ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ

**ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΣΤΟ ΠΑΡΕΛΘΟΝ ΚΑΙ ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ
ΜΕΘΟΔΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΤΩΝ ΕΠΙΔΟΣΕΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

1.1 ΚΟΙΝΗ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΩΝ ΚΙΝΔΥΝΩΝ

Τα αμοιβαία κεφάλαια είναι μια έκφραση κοινής προσπάθειας πολλών ατόμων να αντιμετωπίσουν τους επενδυτικούς κινδύνους που τους περιβάλλουν. Η εξασφάλιση που επιτυγχάνουν συνίσταται στο γεγονός ότι ο οποιοσδήποτε κίνδυνος που εμφανίζεται, επιβαρύνει όλους και μάλιστα κατά το βαθμό συμμετοχής του καθενός στο κοινό κεφάλαιο. Με παρόμοιο όμως τρόπο κατανέμονται και τα οφέλη ανάλογα με το βαθμό συμμετοχής.

Αυτή η κοινή αντιμετώπιση των κινδύνων μέσω των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν είναι εφεύρεση του εικοστού αιώνα αλλά πολύ παλαιότερη. Με την ανάπτυξη του εμπορίου και των συναλλαγών μεταξύ των κρατών δημιουργήθηκαν θεσμοί που συναντώνται ακόμη και σήμερα, όπως οι εμπορικές συμφωνίες, ρήτρες σε περίπτωση μη ανταπόκρισης στους όρους της συμφωνίας, η διατήρηση μιας σταθερής τιμής με παράδοση στο μέλλον, κλπ. Η δημιουργία αμοιβαίων κεφαλαίων όπως τα συναντάμε σήμερα ασφαλώς στην εποχή εκείνη. Ο λόγος είναι προφανής καθώς δεν υπήρξαν τότε αγορές αξιών. Υπήρξε όμως προχωρημένη αντίληψη του κοινού συμφέροντος και της διαχείρισης της κοινής περιουσίας μέσα από μια δημοκρατική καθιέρωση κανόνων διαχείρισης.

Η σύγχρονη μορφή των αμοιβαίων κεφαλαίων εμφανίστηκε στη δεκαετία του 1920 στις ΗΠΑ. Η θεώρηση κανόνων λειτουργίας και διαχείρισης που ακόμη και σήμερα εφαρμόζονται στην πράξη επέτρεψε την ανάπτυξη τους και την προσέλκυση του επενδυτικού κοινού γιατί διασφάλιζε τη διαχείριση της κοινής περιουσίας με τον πιο ενδεδειγμένο τρόπο. Η σταδιακή ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς στις επόμενες δεκαετίες επέτρεψε τη διαχείριση ολοένα και περισσότερων κινδύνων. Αυτό είχε ως συνέπεια την παράλληλη εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων όσον αφορά τις προσφερόμενες κατηγορίες καθώς και τις υπηρεσίες που προσφέρει κάθε εταιρία. Ο ανταγωνισμός που αναπτύχθηκε είχε ευεργετικά αποτελέσματα τόσο στην ποικιλία των προσφερόμενων υπηρεσιών όσο και στην ποιότητα με αποτέλεσμα ο ατομικός επενδυτής να έχει πολλές επενδυτικές επιλογές.

1.2 ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΕΞΕΛΙΞΗ

Η εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων παγκοσμίως σημείωσε αλματώδη ανάπτυξη τα τελευταία 10-15 χρόνια, περίοδο που συμπίπτει με την πολιτική των ιδιωτικοποιήσεων και γενικά αποδέσμευση πόρων από το δημόσιο και μεταφορά τους στον ιδιωτικό και την παγκοσμιοποίηση των αγορών αγαθών, υπηρεσιών και

κεφαλαίων. Σύμφωνα με τα στοιχεία της Ευρωπαϊκής Ένωσης Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων (FEFSI) η παγκόσμια αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων στο τέλος Μαρτίου 1998 ανήλθε στα 8 τρισεκατομμύρια δολάρια ενώ ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων έφθασε στα 37.265.

α. Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΣΤΙΣ ΗΠΑ

Η αρχή των αμοιβαίων κεφαλαίων ανάγεται στις αρχές του 19ου αιώνα στην Αγγλία όπου με την μορφή κλειστού τύπου (EEX) βοήθησαν στη χρηματοδότηση της αμερικάνικης οικονομίας μετά τον εμφύλιο πόλεμο. Τα πρώτα αμοιβαία κεφάλαια ανοικτού τύπου δημιουργήθηκαν το 1924 στις ΗΠΑ και ήταν η μειοψηφία των συλλογικών επενδύσεων καθώς οι EEX κυριαρχούσαν σε κεφάλαια και αριθμό.

Η κυριαρχία των επενδυτικών εταιριών όμως έμελλε να παύσει στη δεκαετία του 1930 από τις μεγάλες ζημιές που προκλήθηκαν λόγω πρότερων ανειλημμένων κερδοσκοπικών θέσεων. Η μεγάλη κρίση του 1929 και η μετέπειτα παρατεταμένη οικονομική ύφεση απαξίωσε τη θέση των επενδυτικών εταιριών με αποτέλεσμα να στιγματιστούν. Τα αμοιβαία κεφάλαια, ως η άλλη συλλογική επιλογή η οποία απέμενε, επωφελήθηκαν ως ένα βαθμό από την εξέλιξη αυτή προσελκύοντας ολοένα και περισσότερα κεφάλαια. Στα τέλη της δεκαετίας του 1930, η ανάπτυξη των αμοιβαίων κεφαλαίων απειλήθηκε από καταχρήσεις σε βάρος επενδυτών που ενώ αφορούσε τις επενδυτικές εταιρίες μόνο, επηρέασε όλο τον κλάδο της συλλογικής επένδυσης. Η εμπιστοσύνη όμως των επενδυτών εδραιώθηκε ξανά με την Πράξη για τις Επενδυτικές Εταιρίες που ψηφίστηκε το 1940. Ακόμη και σήμερα οι περισσότερες από τις αρχές του αποτελούν καθημερινή πρακτική των αμοιβαίων κεφαλαίων στις ΗΠΑ και διεθνώς.

Έως το 1950 ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων πλησίασε τα 100 και τα κεφάλαια τους ξεπέρασαν τα 2,5 δισ. δολάρια, σχεδόν τρεις φορές περισσότερα από τα κεφάλαια των επενδυτικών εταιριών. Το 1960, δέκα χρόνια μετά, τα κεφάλαια των αμοιβαίων κεφαλαίων ανήλθαν στα 17 δισ. δολάρια και πλέον, τουλάχιστον 8 φορές περισσότερα από αυτά των επενδυτικών εταιριών. Με την αρχή της δεκαετίας του 1960, τα αμοιβαία κεφάλαια ανέπτυξαν ισχυρό ανταγωνισμό μεταξύ τους σε μια προσπάθεια να αυξήσουν τα κεφάλαια υπό τη διαχείρισή τους, στοιχείο που αποτελούσε ισχυρό κίνητρο μεγιστοποίησης των αποδοχών των διαχειριστών.

Οι μέχρι τότε επενδυτικές επιλογές και στρατηγικές που εφάρμοζαν τα διάφορα αμοιβαία κεφάλαια δεν διέφεραν ιδιαίτερα μεταξύ τους και για το λόγο αυτό ούτε και οι αποδόσεις τους απείχαν πολύ. Για να διακριθούν από τα υπόλοιπα αμοιβαία κεφάλαια επιτυγχάνοντας καλύτερες αποδόσεις, ένας αριθμός αμοιβαίων κεφαλαίων άρχισε να μεταβάλλει τις επενδυτικές τακτικές αναλαμβάνοντας βέβαια μεγαλύτερους κινδύνους. Περαιτέρω εξέλιξη των αμοιβαίων κεφαλαίων σηματοδοτείται από διεύρυνση των κατηγοριών των αμοιβαίων κεφαλαίων όπως είναι τα αφορολόγητα αμοιβαία κεφάλαια ομολογιών οργανισμών τοπικής αυτοδιοίκησης, τα ποικίλα

αμοιβαία κεφάλαια ξένων, διεθνών και αναδυόμενων αγορών, όπως και τα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών.

Μεταξύ των αλλαγών και των τάσεων στον κλάδο των αμοιβαίων κεφαλαίων που παρατηρείται πρόσφατα στις ΗΠΑ είναι η αύξηση του αριθμού και των κεφαλαίων που ανήκουν σε τραπεζικούς οργανισμούς. Έτσι ενώ το 1987 ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων που ανήκουν σε τράπεζες αντιστοιχούσε στο 9%, στο τέλος του 1997 το ποσοστό έφτασε στο 25% του συνόλου. Η τάση της ισχυροποίησης της παρουσίας των τραπεζών στον κλάδο των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι συνέπεια των συγχωνεύσεων των αμερικανικών τραπεζών τα τελευταία χρόνια και η ανάπτυξη τους σε ολόκληρο το φάσμα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών.

β. Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ ΚΑΙ ΣΤΙΣ ΑΛΛΕΣ ΑΝΕΠΤΥΓΜΕΝΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ

Παρά την αδιαμφισβήτητη κυριαρχία των ΗΠΑ στον κλάδο των αμοιβαίων κεφαλαίων τόσο από πλευράς μεγέθους ενεργητικού και αριθμού αμοιβαίων κεφαλαίων όσο και από πλευράς προσφερόμενων υπηρεσιών, και οι υπόλοιπες ανεπτυγμένες χώρες προώθησαν το θεσμό αυτό της συλλογικής επένδυσης.

Παρόλο που οι συνθήκες εξέλιξης του θεσμού είναι διαφορετικές από χώρα σε χώρα τόσο χρονικά όσο και ποιοτικά, σε μια παγκοσμιοποιημένη αγορά όπως είναι η σημερινή, σημασία έχει η ύπαρξη συνθηκών όπου οι εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων μπορούν να χρησιμοποιήσουν όλα τα εργαλεία διαχείρισης ώστε να επιτύχουν τους επενδυτικούς σκοπούς τους σε μια διαρκώς αυξανόμενη ανταγωνιστική αγορά. Ενώ είναι δύσκολη η συγκέντρωση στοιχείων για κάθε μια αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων που λειτουργεί στον κόσμο, υπάρχουν στοιχεία για τις πιο σημαντικές από αυτές.

Έτσι πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με τα στοιχεία που υπάρχουν στις 31.12.97, μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών, η Γαλλία διατηρεί την πρώτη θέση από πλευράς κεφαλαίων και αριθμού αμοιβαίων κεφαλαίων με μερίδιο 24,9% και δεύτερο το Λουξεμβούργο με μερίδιο 18,8%. Ακολουθούν το Ηνωμένο Βασίλειο (12,1%) και η Ιταλία (10%). Η Ελλάδα διατηρεί μερίδιο 1,3% και συγκρίνεται ικανοποιητικά με χώρες παρόμοιες σε μέγεθος ή /και ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς (Πορτογαλία 0,9%, Βέλγιο 1,8%, Σουηδία 2,3%).

1.3 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η ΕΞΕΛΙΞΗ 1973-1997

Ο Θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων (Α/Κ) έχει να επιδείξει γοργούς ρυθμούς ανάπτυξης την τελευταία τριετία στη χώρα μας. Το γεγονός αυτό οφείλεται τόσο στην αναζωπύρωση του ενδιαφέροντος των επενδυτών για τοποθετήσεις διαθέσιμων

εκτός του πιστωτικού συστήματος, όσο και στην ανανέωση της εμπιστοσύνης του κοινού αναφορικά με τους θεσμούς της δευτερογενούς κεφαλαιαγοράς. Το νομικό πλαίσιο για τη λειτουργία των Α/Κ καθιερώθηκε με το ΝΔ 608/1970 και λίγο αργότερα (1974) συστήθηκαν τα Α/Κ ΕΡΜΗΣ ΔΥΝΑΜΙΚΟ και ΔΗΛΟΣ ΜΙΚΤΟ από την Εμπορική και Εθνική Τράπεζα (ΕΤΒΑ) αντίστοιχα. Για τα επόμενα 16 συναπτά έτη τα δύο αυτά αμοιβαία κεφάλαια ήταν ολόκληρη η αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς δεν ιδρύθηκε άλλο αμοιβαίο κεφάλαιο.

Πρωταρχική επιδίωξη της πρωτοβουλίας των δύο τραπεζών ήταν η δημιουργία πόλων συγκέντρωσης ενός αξιοσημείωτου αριθμού αποταμιευτών, ώστε τα διαθέσιμα κεφάλαια των τελευταίων να διοχετευθούν σε τίτλους κυμαινόμενης απόδοσης και να τονωθεί με αυτόν τον τρόπο η λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Οι λόγοι για τους οποίους δεν εισήχθησαν άλλα αμοιβαία κεφάλαια στην αγορά ανάγονται σε μια σειρά από οικονομικά και πολιτικά γεγονότα. Η ρευστότητα στην πολιτική ζωή που έφερε η μεταπολίτευση και η εναλλαγή της εξουσίας οδήγησε το χρηματιστήριο σε πτωτική πορεία και σε αφάνεια. Η καθυστέρηση της ανάπτυξης της κεφαλαιαγοράς και το κανονιστικό σύστημα που ίσχυε απέτρεψε τη δημιουργία ενός υγιούς και σταθερού μακροοικονομικού πλαισίου καθώς και την εισαγωγή χρηματοοικονομικών εργαλείων, όπως οι ομολογίες και τα έντοκα γραμμάτια δημοσίου. Έτσι δεν υπήρχε αντικείμενο εργασιών για τα αμοιβαία κεφάλαια εκτός από τα μετοχικά που όμως και αυτά αντιμετώπισαν πρόβλημα διαχείρισης λόγω πτωτικής πορείας του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ)

Το δυοπώλιο και η στασιμότητα ήταν τα κύρια γνωρίσματα του κλάδου των Α/Κ για δεκαεπτά ολόκληρα χρόνια - μια και τα Α/Κ των δύο κρατικών τραπεζών δε διέθεταν αποτελεσματικά δίκτυα πωλήσεων. Η αναζωογόνηση του κλάδου εγκαινιάστηκε το 1989, όταν η INTERTRUST (θυγατρική εταιρίας της INTERAMERICAN) συγκρότησε το δικό της Α/Κ με θεματοφύλακα την Εθνική Τράπεζα.

Κατά την διάρκεια του 1990 δημιουργήθηκαν τέσσερα νέα Α/Κ από την ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΙΣΤΕΩΣ (δύο) και τις ασφαλιστικές εταιρίες ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ και ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ, ενώ οι δυσθεώρητες αποδόσεις των Α/Κ σε ετήσια βάση κατά το χρόνο αυτό (INTERAMERICAN 70%, ΕΡΜΗΣ 68%, ΔΗΛΟΣ 58%) δημιούργησαν άριστες προϋποθέσεις για εντυπωσιακή συνέχεια. Ως αποτέλεσμα αυτής της εξέλιξης, το 1994 ο αριθμός των εταιριών διαχείρισης Α/Κ αυξήθηκε από 18 στις 24, ενώ τα Α/Κ που διαχειρίζονται αυξήθηκαν από 64 σε 85. Η μεγάλη, λοιπόν, διάδοση των Α/Κ έχει δημιουργήσει νέες αυξημένες ανάγκες για τη θεωρητική και πρακτική κατάρτιση και εκπαίδευση των στελεχών των εταιριών διαχείρισης Α/Κ, αλλά και των εκατοντάδων συνεργατών των ασφαλιστικών εταιριών που διαθέτουν καθημερινά στους υποψήφιους επενδυτές τα μερίδια των Α/Κ.

1.4 ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ (1998-1999)

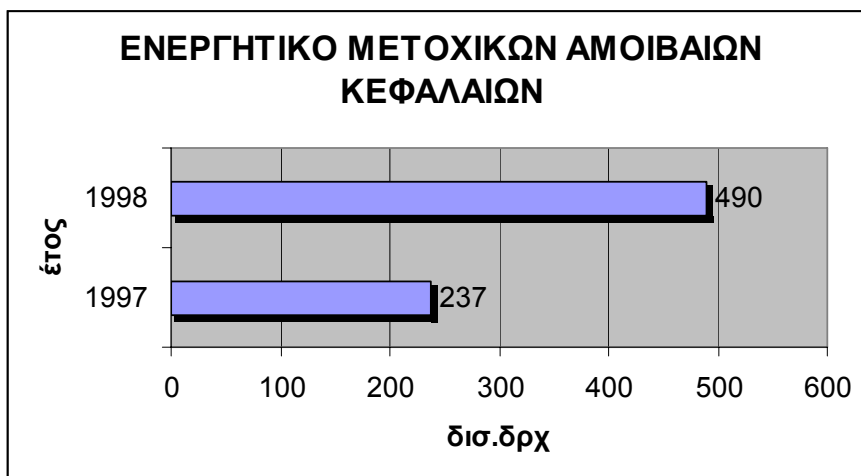
Ένα πολύ καλό έτος για τα αμοιβαία κεφάλαια και κυρίως για τα μετοχικά και μικτά, μπορεί να χαρακτηριστεί το 1998, καθώς οι αποδόσεις που απέφεραν στους μεριδιούχους τους ήταν πολύ υψηλές και όπως ήταν φυσικό είδαν το ενεργητικό τους να αυξάνεται κατακόρυφα.

Τα κυριότερα σημεία που χαρακτήρισαν τη διάρθρωση των χαρτοφυλακίων στις 31-12-1998 ήταν :

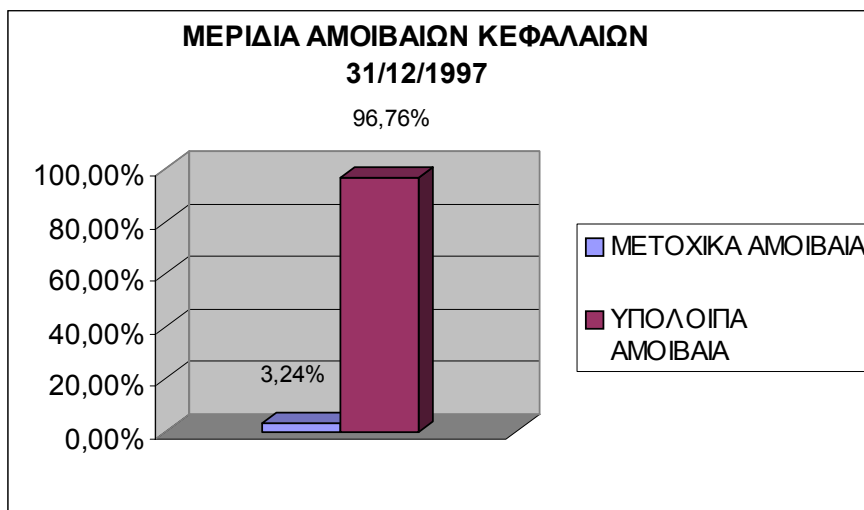
- Η αύξηση του ποσοστού των ελληνικών μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων στο συνολικό χαρτοφυλάκιο. Αυτό οφείλετε τόσο στη μεγάλη άνοδο των τιμών των μετοχών, όσο και στην επικέντρωση του ενδιαφέροντος των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων στο ΧΑΑ σε μια περίοδο που παρουσίαζε πολύ μεγάλη άνοδο.
- Η έμφαση των αμοιβαίων κεφαλαίων σε μεγάλες τράπεζες, με αρκετά μεγάλα ποσοστά, όπως και τοποθετήσεις τόσο στον κλάδο της πληροφορικής όσο και στον μεταλλουργικό κλάδο. Παράλληλα αρκετά αμοιβαία κεφάλαια συμμετείχαν συστηματικά στις δημόσιες εγγραφές, αγοράζοντας μετοχές εταιριών που ήταν έτοιμες να εισαχθούν στο ΧΑΑ.
- Ολοένα και περισσότερα αμοιβαία κεφάλαια αρχίζουν και τοποθετούνται μέσα στο 1998 και τοποθετούν σημαντικά ποσοστά του χαρτοφυλακίου τους και σε μετοχές τόσο μεσαίας όσο και μικρής κεφαλαιοποίησης, κάτι που τους δίνει τη δυνατότητα να έχουν αρκετά μεγάλες αποδόσεις λόγω της ραγδαίας αύξησης των τιμών των μετοχών αυτών των κλάδων.

1. Κατανομή του Ενεργητικού και μερίδια των Α/Κ

Μέσα στο 1998 τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια ήταν αυτά που είχαν την μεγαλύτερη μεταβολή στο ενεργητικό τους και τα οποία οδήγησαν γενικότερα στο σύνολο τους όλα τα αμοιβαία κεφάλαια σε αύξηση του ενεργητικού τους κατά περίπου 23%. Συγκεκριμένα τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια είχαν αύξηση του ενεργητικού τους κατά 106,75%, από 237 δις. δρχ. στις 31/12/1997 στα 490 δις. δρχ. στις 31/12/1998, όπως φαίνετε και στο διάγραμμα που ακολουθεί.



Όσον αφορά τα μερίδια αγοράς τα μετοχικά αμοιβαία σε σχέση με τις υπόλοιπες κατηγορίες παρέμειναν όπως και το 1997 στην τέταρτη θέση με σημαντική όμως αύξηση του ποσοστού τους από το 3,24% το 1997 στο 5,47% στο τέλος του 1998, κάτι που μπορεί να φανεί παραστατικά από τα δύο παρακάτω διαγράμματα.



Όσον αφορά τις αποδόσεις σε κάθε κατηγορία των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων έχουμε πιο συγκεκριμένα τα παρακάτω αποτελέσματα:

1. Μετοχικά εσωτερικού

Στη κατηγορία αυτή το αμοιβαίο το οποίο κατέλαβε την πρώτη θέση όσον αφορά την απόδοση ήταν το ALPHA TRUST Νέων Επιχειρήσεων Μετοχικών Εσωτερικού, με απόδοση 129,32% ενώ η μέση απόδοση στην κατηγορία αυτή ήταν 78,27%.

2. Μετοχικά Εξωτερικού

Το αμοιβαίο κεφάλαιο εξωτερικού με την μεγαλύτερη απόδοση ήταν για το 1998 το NAT. NEDERLANDEN INFO.TECHNO. MET.ΕΞ., με 40,35% ενώ όσον αφορά την μέση απόδοση της κατηγορίας αυτής ήταν 2,09%.

3. Μετοχικά Διεθνή

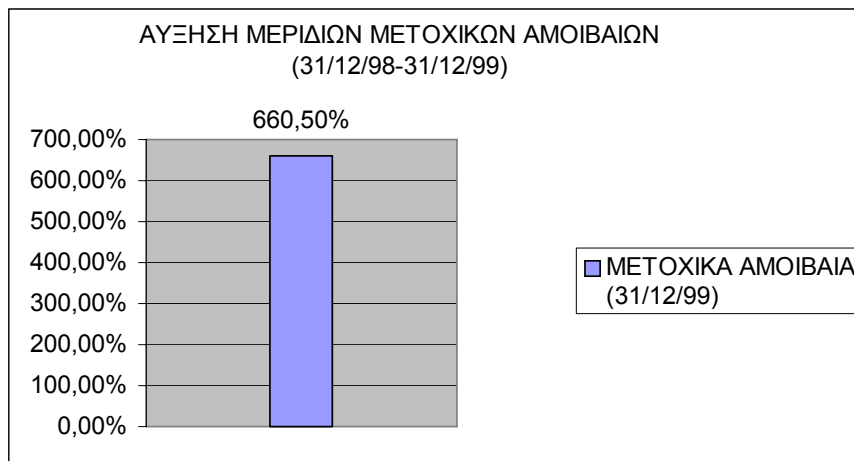
Πρώτο από την αρχή του έτους σε αυτή την κατηγορία των αμοιβαίων κεφαλαίων ήταν το ΑΤΕ ΔΙΕΘΝΕΣ Μετοχικό με απόδοση 38,22%, ενώ η μέση απόδοση για την κατηγορία ήταν 15,24%.

1. Γενικές Παρατηρήσεις

Το έτος (1999) μπορεί να χαρακτηριστεί ως έτος των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Τόσο η αξία του ενεργητικού τους όσο και η καθαρή εισροή μεριδίων σημείωσαν θεαματική άνοδο κατά τη διάρκεια του έτους. Η σημασία της εντυπωσιακής αυτής μεταβολής αποκτά μεγαλύτερη, ακόμη, σημασία, δεδομένου ότι στις υπόλοιπες κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων παρατηρήθηκε σημαντική μείωση στην αξία του ενεργητικού τους, ενώ πτώση παρατηρήθηκε και στη δημιουργία νέων μεριδίων. Βάσει αυτών των εξελίξεων είναι προφανές ότι η άνοδος της αξίας του συνολικού ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων αποδίδεται κατά μεγάλο μέρος στην αυξητική μεταβολή τόσο της καθαρής εισροής μεριδίων στα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, όσο και στην άνοδο των τιμών των μετοχών στο χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

2. Τα μερίδια και ο αριθμός των Α/Κ

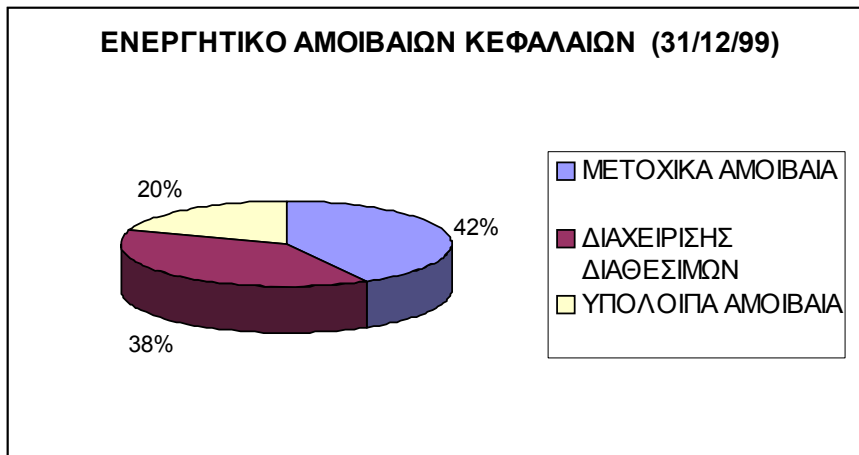
Αντίθετη εικόνα προς αυτή της αξίας ενεργητικού εμφάνισε ο όγκος μεριδίων, όπου σημειώθηκε συνολική πτώση τον Δεκέμβριο 1999 έναντι του Δεκεμβρίου 1998 σε ποσοστό 9,1%. Εδώ είναι αξιοσημείωτο το γεγονός ότι όλες οι κατηγορίες Α/Κ σημείωσαν πτώση, πλην των μετοχικών, όπου παρατηρήθηκε υψηλότερη άνοδος (+660,5%). Η αύξηση αυτή δίνεται παραστατικά στο παρακάτω διάγραμμα.



Η ταχεία εξάπλωση των μετοχικών αποδεικνύεται επίσης, και από τον αριθμό των νεοϊδρυθέντων Α/Κ τα οποία στην πλειονότητα τους είναι μετοχικά (εσωτερικού). Τα νεοϊδρυθέντα Α/Κ ανήλθαν σε 31 και έτσι ο συνολικός τους αριθμός έφτασε στις 31/12/1999, τα 212.

3. Η κατανομή του Ενεργητικού των Α/Κ

Η εικόνα της υπεροχής των Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι εμφανής από τη διάρθρωση του ενεργητικού τους στο τέλος του 1998 και του 1999. Έτσι από την τέταρτη θέση που βρίσκονταν στο τέλος του 1998 με μερίδιο αγοράς 5% έφθασαν στο τέλος του 1999 να κατέχουν το 42% της αγοράς και να βρίσκονται στην πρώτη θέση, όπως φαίνεται και από το σχεδιάγραμμα που ακολουθεί στην συνέχεια, με τέσσερις εκατοστιαίες μονάδες πάνω από τα Αμοιβαία Κεφάλαια Διαθεσίμων.



Πιο συγκεκριμένα τα αποτελέσματα για τα πρώτα από αυτά σε κάθε κατηγορία των Μετοχικών Α/Κ είχαν ως εξής:

Α) Εσωτερικού: Το ενεργητικό τους έφτασε τα 4,881 δις. δρχ. (αύξηση ενεργητικού 931,24%, μεριδίων 692,54% από την αρχή του έτους). Πρώτο σε απόδοση από την αρχή του έτους το ALPHA TRUST Νέων Επιχειρήσεων με 245,03%. Μέση απόδοση της κατηγορίας από την αρχή του έτους 116,56%.

Β) Εξωτερικού: Το ενεργητικό αυτής της κατηγορίας έφθασε τα 52,76 δις. δρχ. (αύξηση ενεργητικού 323,52%, μεριδίων 189,53% από την αρχή του έτους). Πρώτο σε απόδοση το NATIONAL NEDERLANDE INFO. TECHNOLOGY με 142,57% από την αρχή του έτους. Μέση απόδοση των Α/Κ της κατηγορίας από την αρχή του έτους 50,68%.

Γ) Διεθνή: Το ενεργητικό αυτής της κατηγορίας έφθασε τα 33,99 δις. δρχ. (αύξηση ενεργητικού 452,39%, μεριδίων 299,69% από την αρχή του έτους). Πρώτο σε απόδοση από την αρχή του έτους το ALPHA BALKAN με 175,99. Μέση απόδοση των Α/Κ της κατηγορίας από την αρχή του έτους 57,52%.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗΝ ΕΝΝΟΙΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

2.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Αμοιβαίο κεφάλαιο είναι μια ομάδα περιουσιακών στοιχείων που αποτελείται από κινητές αξίες και μετρητά, τα οποία ανήκουν εξ' αδιαίρετου σε περισσότερα πρόσωπα, τους **μεριδιούχους**. Η ισότιμη συμμετοχή των μεριδιούχων στα κέρδη ή τις ζημιές που προκύπτουν από τη διαχείριση της περιουσίας αυτής, δηλαδή του κεφαλαίου, εξηγεί την έννοια του Αμοιβαίου. Για να συσταθεί Α/Κ χρειάζεται άδεια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Ε.Κ). Τα κύρια στοιχεία που συναντώνται σε ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι:

α. Η Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.)

Είναι Α.Ε. που συνίσταται με αποκλειστικό σκοπό την διαχείριση ενός ή περισσότερων Α.Κ. Η Εταιρία αυτή έχει την αποκλειστική ευθύνη της τοποθέτησης των χρημάτων σε διάφορες επιλογές και την καθημερινή επέμβαση στις αγορές, εφόσον κριθεί αναγκαία. Πέρα από τα στελέχη που χαράζουν και εφαρμόζουν τις επενδυτικές στρατηγικές, υπάρχει και μια Επενδυτική Επιτροπή που εκτός από τα βασικά στελέχη της Α.Ε.Δ.Α.Κ. διευρύνεται με άτομα που έχουν θεωρητική και πρακτική κατάρτιση και προσαρμόζουν την επενδυτική πολιτική στα τεκταινόμενα της αγοράς αλλά και των διεθνών τάσεων. Τέλος, το Διοικητικό Συμβούλιο της Α.Ε.Δ.Α.Κ. επιβλέπει τις επενδυτικές στρατηγικές που εφαρμόζονται και προτείνει κατευθυντήριες γραμμές

Το μετοχικό της κεφάλαιο καταβάλλεται σε μετρητά και έχει ελάχιστο ύψος **50 εκατομμύρια δρχ.** ολοσχερώς καταβεβλημένο. Οι μετοχές της είναι ονομαστικές και μεταβιβάζονται μόνο με την άδεια της Ε.Κ.

Τα 2/5 τουλάχιστον του Μ.Κ της Α.Ε.Δ.Α.Κ. (40%) πρέπει να ανήκουν σε Α.Ε. με Μ.Κ. ολοσχερώς καταβεβλημένο 2.000.000.000 δρχ. ή ισόποσο του σε ξένο νόμισμα. Απαγορεύεται σε φυσικό ή νομικό πρόσωπο να συμμετέχει στο Μ.Κ. της Α.Ε.Δ.Α.Κ. σε ποσοστό που να ξεπερνά το μισό αυτού.

β. Θεματοφύλακας

Η επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια είναι από τις πιο εγγυημένες επενδυτικές επιλογές όχι τόσο όσον αφορά τις αποδόσεις, όσο τη διαφάνεια των χρηματικών συναλλαγών και την εξασφάλιση των τίτλων και των επενδεδυμένων χρημάτων. Σε αυτό συντελούν τόσο οι νόμοι που διέπουν τη λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων όσο και ο θεματοφύλακας που είναι εντεταλμένος για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο.

Ο ρόλος του θεματοφύλακα επαφίεται κυρίως σε τραπεζικά ιδρύματα τα οποία αναλαμβάνουν τη φύλαξη του ενεργητικού του Α/Κ. Ο ρόλος αυτός εμπίπτει στη φύση των εργασιών τους καθώς έχουν εμπειρία από ελεγκτικές εργασίες ενώ διευκολύνονται από το υπάρχον σύστημα πληρωμών και εισπράξεων. Οι υπηρεσίες διαφύλαξης χρημάτων που προσφέρονται στα αμοιβαία κεφάλαια είναι συνήθεις υπηρεσίες που προσφέρονται σε άλλους πελάτες. Για το λόγο αυτό η προκαθορισμένη αμοιβή για το θεματοφύλακα που εμπεριέχεται στον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι ανταγωνιστική και σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Ο θεματοφύλακας εκτελεί καθήκοντα ταμιά του Α/Κ σύμφωνα με τις εντολές της Α.Ε.Δ.Α.Κ. Σύμφωνα με τον νόμο ο θεματοφύλακας ασκεί μια σειρά από πράξεις όπως:

- Διάθεση των κεφαλαίων με σκοπό τη διαχείριση τους από τις εταιρίες Α/Κ.
- Φύλαξη και παρακολούθηση των κινητών αξιών των εταιριών Α/Κ
- Παραλαβή και εκτέλεση των εντολών των εταιριών Α/Κ για αγορά και πώληση τίτλων χρεογράφων.
- Είσπραξη των μερισμάτων και των τοκομεριδίων διαφόρων χρεογράφων για λογαριασμό των εταιριών Α/Κ, κ.ά.

Θεματοφύλακας που επιθυμεί να παραιτηθεί από τα καθήκοντα του πρέπει να ειδοποιήσει την Α.Ε.Δ.Α.Κ. τουλάχιστον 3 μήνες νωρίτερα.

γ. Τα Μεριδία

Η συμμετοχή στο Α/Κ αποδεικνύεται με ονομαστικό τίτλο ο οποίος εκδίδεται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ., προσυπογράφεται από το θεματοφύλακα και λέγεται **μερίδιο**. Η περιουσία του Α/Κ διαιρείται σε ίσης αξίας μερίδια ή κλάσματα μεριδίου. Ο κάθε τίτλος αντιπροσωπεύει έναν ορισμένο αριθμό μεριδίων και πρέπει να περιέχει:

- Την ονομασία του Α/Κ.
- Τον αριθμό της άδειας σύστασης του Α/Κ.
- Τις επωνυμίες της Α.Ε.Δ.Α.Κ και του θεματοφύλακα.
- Τον αριθμό των μεριδίων που αντιστοιχούν στον τίτλο (που μπορεί να είναι και κλάσματα).
- Το ονοματεπώνυμο και τη διεύθυνση κατοικίας του μεριδιούχου ή των μεριδιούχων.
- Βεβαίωση ότι καταβλήθηκε ολοσχερώς η αξία του μεριδίου.

δ. Ο Κανονισμός Α/Κ

Ο Κανονισμός του Α/Κ, που εγκρίνεται από την Ε.Κ, περιέχει:

- Την ονομασία του Α/Κ και τις επωνυμίες της Α.Ε.Δ.Α.Κ. και του θεματοφύλακα.
- Το σκοπό του Α/Κ από τον οποίο πρέπει να προκύπτουν οι οικονομικοί και επενδυτικοί στόχοι του, η επενδυτική του πολιτική, οι μέθοδοι δανειοδότησης.
- Το είδος των κινητών αξιών στις οποίες επενδύεται η περιουσία του Α/Κ.
- Την τιμή του μεριδίου του Α/Κ κατά τον χρόνο σύστασης του.
- Τις αμοιβές που καταβάλλει το Α/Κ στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. και στο θεματοφύλακα.
- Το χρόνο και τη διαδικασία διανομής στους μεριδιούχους των κερδών του Α/Κ.
- Τους όρους διάθεσης και εξαγοράς των μεριδίων.
- Να αναφέρει ότι η διάρκεια του Α/Κ είναι αορίστου χρόνου.

Ο Κανονισμός τροποποιείται από κοινού από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και το θεματοφύλακα κατόπιν άδειας της Ε.Κ. Οι τροποποιήσεις του Κανονισμού γνωστοποιούνται αμέσως στους μεριδιούχους, τους οποίους και δεσμεύουν.

- **Υπολογισμός Ενεργητικού και τιμής μεριδίου**

Με τον όρο “**Ενεργητικό**” του Αμοιβαίου Κεφαλαίου εννοούμε το σύνολο των μετρητών χρεογράφων και μετοχών που αποτελούν την περιουσία του Α/Κ. Η αξία του ενεργητικού του Α/Κ δημοσιεύεται καθημερινά στον ημερήσιο τύπο και κατατίθεται για φύλαξη στο θεματοφύλακα. Το Ενεργητικό του Α/Κ μπορεί να μεταβάλλεται με την αύξηση ή μείωση της χρηματιστηριακής τιμής των χρεογράφων τα οποία το αποτελούν, με την εξαγορά των μεριδίων από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. στην τρέχουσα τιμή όταν το θελήσει ο μεριδιούχος και τη διάθεση νέων μεριδίων του Α/Κ.

Η τρέχουσα αξία του μεριδίου του Α/Κ προσδιορίζεται όταν η συνολική αξία των χρεογράφων στην τιμή της συγκεκριμένης χρηματιστηριακής ημέρας διαιρεθεί δια το συνολικό αριθμό των κυκλοφορούντων μεριδίων την ίδια ημέρα και ονομάζεται “**Καθαρή Τιμή**” του μεριδίου.

Η “**Τιμή Διάθεσης ή αγοράς**” του μεριδίου θεωρείται αυτή της ημέρας υποβολής αίτησης για την απόκτηση του, συν ένα ποσοστό επί της καθαρής τιμής του μεριδίου, που είναι η προμήθεια διάθεσης. Η προμήθεια διάθεσης κυμαίνεται από 0% έως και 5% ανάλογα με την εταιρία η οποία διαχειρίζεται το Α/Κ και επιβαρύνει τον μεριδιούχο όταν αγοράζει τα μερίδια, δηλαδή:

$$\text{Τιμή αγοράς μεριδίου} = \text{Καθαρή τιμή μεριδίου} + \text{προμήθεια διάθεσης}$$

Η “**Τιμή Εξαγοράς**” θεωρείται αυτή της ημέρας υποβολής της αίτησης εξαγοράς και βρίσκεται αν αφαιρεθεί από την καθαρή τιμή του μεριδίου η προμήθεια εξαγοράς, δηλαδή:

$$\text{Τιμή εξαγοράς μεριδίου} = \text{Καθαρή τιμή μεριδίου} - \text{προμήθεια εξαγοράς}$$

Όσον αφορά την προμήθεια εξαγοράς αυτή κυμαίνεται συνήθως γύρω στο 1% για τις περισσότερες Α.Ε.Δ.Α.Κ. ενώ υπάρχουν και εταιρίες με μηδενικές προμήθειες όσον αφορά την εξαγορά.

ε. ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΕΙΣ Α/Κ

Η πορεία του Α/Κ εμφανίζεται στις καταστάσεις που είναι υποχρεωμένη να δημοσιεύει η Α.Ε.Δ.Α.Κ.

α) Στο τέλος κάθε διαχειριστικής χρήσης.

Περιλαμβάνουν αναλυτικά το είδος και την ποσότητα των κινητών αξιών, την τρέχουσα τιμή μονάδας, την αξία των κινητών αξιών, το διαθέσιμο ενεργητικό σε καταθέσεις και απαιτήσεις, τις υποχρεώσεις και την καθαρή αξία του ενεργητικού. Επίσης περιέχουν αναλυτικό λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσης, τα διανεμόμενα και τα επανεπενδύόμενα κέρδη, τις συνολικές εισφορές από τη διάθεση και εξαγορά μεριδίων και τον αριθμό των μεριδίων που διατέθηκαν και εξαγοράστηκαν.

β) Στο τέλος κάθε τριμήνου, εξαμήνου και εννιαμήνου.

Εκθέσεις που περιλαμβάνουν τα παραπάνω στοιχεία για το παρελθόν τρίμηνο, εξάμηνο και εννιάμηνο.

γ) Κάθε εργάσιμη μέρα στον ημερήσιο τύπο.

Την καθαρή αξία του Α/Κ, τον αριθμό των μεριδίων, την αξία του μεριδίου, την τιμή διάθεσης ή εξαγοράς της προηγούμενης ημέρας.

Η καθαρή αξία του Α/Κ προσδιορίζεται αν από το Ενεργητικό του αφαιρεθούν οι αμοιβές ή προμήθειες της Α.Ε.Δ.Α.Κ., του θεματοφύλακα και των μελών του Χ.Α.Α, οι δαπάνες του Α/Κ καθώς και, κατά την αποτίμηση τέλους χρήσης, τα διανεμόμενα κέρδη στους μεριδιούχους.

Η καθαρή τιμή του μεριδίου υπολογίζεται ως εξής :

Καθαρή τιμή μεριδίου = Σύνολο καθαρού ενεργητικού / Αριθμός μεριδίων σε κυκλοφορία.

2.2 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο έχει πλήρη αυτονομία και ανεξαρτησία ακόμη και αν η εταιρία που το διαχειρίζεται είναι η ίδια που διαχειρίζεται και άλλα. Η αυτονομία έγκειται στο γεγονός ότι οποιεσδήποτε επενδυτικές αποφάσεις ληφθούν αφορούν το ενεργητικό ενός συγκεκριμένου αμοιβαίου κεφαλαίου. Η διαφορά που υπάρχει μεταξύ των υπαρχόντων αμοιβαίων κεφαλαίων αφορά την επενδυτική στρατηγική που ακολουθούν. Η στρατηγική αυτή η οποία μάλιστα είναι εξαρχής δεδηλωμένη και γνωστή στο επενδυτικό κοινό μέσω των ενημερωτικών εντύπων που προωθεί για την προσέλκυση επενδυτών, ακολουθείται πιστά για να αποτρέψει πιθανή αποχώρηση των επενδυτών προς άλλα αμοιβαία κεφάλαια που ακολουθούν με μεγαλύτερη συνέπεια τους συγκεκριμένους επενδυτικούς στόχους. Βάσει των διαφόρων επενδυτικών στρατηγικών που εφαρμόζονται τα αμοιβαία κεφάλαια κατατάσσονται στις εξής κατηγορίες όπως αυτές παρουσιάζονται ξεχωριστά στη συνέχεια.

1. Σταθερά (Bonds Funds)

Τα αμοιβαία κεφάλαια που ανήκουν στην κατηγορία αυτή τοποθετούν τις επενδύσεις τους σε επενδυτικούς τίτλους που προσφέρουν κατά το πλείστον μια βέβαιη απόδοση ετησίως. Τίτλοι που προσφέρουν σταθερή και προβλέψιμη απόδοση είναι τα ομόλογα δημοσίου, ομόλογα κρατικών εταιριών ή τραπεζών καθώς και ομολογίες επιλεγμένων ελληνικών ή και ξένων εταιριών με υψηλή πιστοληπτική ικανότητα. Η απόδοση αυτών των τίτλων γίνεται υπό τη μορφή συγκεκριμένου και σταθερού τόκου που καταβάλλεται από την εκδότρια εταιρία στο αμοιβαίο κεφάλαιο. Στη συνέχεια, οι τόκοι αυτοί αποδίδονται στους μεριδιούχους ανάλογα με τη συμμετοχή του καθενός στο κεφάλαιο του αμοιβαίου κεφαλαίου. Έτσι διασφαλίζεται ένα σταθερό ετήσιο εισόδημα για τους μεριδιούχους. Μερικά από τα A/K σταθερού εισοδήματος περιέχουν στα χαρτοφυλάκια τους και μετοχές σε μικρό όμως ποσοστό.

2. Αναπτυξιακά ή Μετοχικά (Growth Funds)

Είναι αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν τα κεφάλαια τους σε μετοχές. Το είδος αυτό των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι συνυφασμένο με αρκετά μεγάλους κινδύνους καθώς οι μετοχικοί τίτλοι ενέχουν μεγαλύτερους κινδύνους από ομολογιακούς τίτλους ή άλλες επενδύσεις σταθερού εισοδήματος. Αυτό συμβαίνει γιατί οι μετοχές (κοινές και προνομιούχες) δεν προσφέρουν σταθερό και βέβαιο μέρισμα εκτός από ένα ελάχιστο υποχρεωτικό και μόνο εφ' όσον επιτυγχάνονται κέρδη. Έτσι η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου που προέρχεται από μερίσματα απέχει πολύ από το να

θεωρηθεί σταθερή. Αν υπολογιστεί και η απόδοση που επηρεάζεται από τις μεταβολές του γενικού δείκτη των τιμών του χρηματιστηρίου που χαρακτηρίζεται από μεγάλη μεταβλητότητα, τότε η συνολική απόδοση ενός μετοχικού αμοιβαίου κεφαλαίου αναμένεται να εμφανίζει μεγάλη διακύμανση.

3. Μικτά (Balanced Funds)

Τα αμοιβαία κεφάλαια που επιδιώκουν να συνδυάσουν διάφορα χαρακτηριστικά όπως εισόδημα και ανάπτυξη, αναλαμβάνουν επενδύσεις τόσο σε εργαλεία της χρηματαγοράς, όσο και σε ομολογίες και μετοχές. Με τον τρόπο αυτό επιτυγχάνουν μια συνολική διαφοροποίηση που περιορίζει τον κίνδυνο σε ανεκτά επίπεδα. Αυτά τα χαρακτηριστικά κινδύνου και απόδοσης τα καθιστούν ιδιαίτερα ελκυστικά στους νέους επενδυτές που θέλουν να επενδύσουν σε μετοχικούς τίτλους αλλά δεν έχουν την εμπειρία και την ψυχολογία να επενδύσουν σε αμιγή μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια.

4. Διαχείρισης Διαθεσίμων (Money Market Funds)

Τα αμοιβαία κεφάλαια αυτού του είδους κατευθύνουν τις επενδύσεις σε διάφορες επιλογές στην αγορά χρήματος που απαρτίζονται από επενδυτικά εργαλεία που έχουν πολύ μικρή διάρκεια όπως π.χ. γερσο, λήγοντα έντοκα γραμμάτια δημοσίου, πιστοποιητικά καταθέσεων, καταθέσεις προθεσμίας καθώς και στη διατραπεζική αγορά δανεισμού και συναλλάγματος. Αυτού του είδους οι τοποθετήσεις αποδίδουν μια θετική και κατά το πλείστον σταθερή απόδοση που προσδιορίζεται από τα ισχύοντα επιτόκια της αγοράς. Βέβαια στο βαθμό που η αγορά χρήματος δεν παρουσιάζει σημαντικές μεταπτώσεις, η απόδοση καταλήγει να είναι σταθερή. Συνήθως όμως υπάρχουν μεγάλες αυξομειώσεις στη διατραπεζική αγορά που οδηγούν βραχυπρόθεσμα σε καλύτερες αποδόσεις απ' ότι άλλων ειδών αμοιβαία κεφάλαια. Αυτό είναι και το κύριο χαρακτηριστικό των αμοιβαίων κεφαλαίων του είδους αυτού και προτείνεται στους επενδυτές με βραχυπρόθεσμους επενδυτικούς ορίζοντες που επιθυμούν να έχουν πρόσβαση στα μετρητά τους με το πλεονέκτημα όμως να επιτυγχάνουν αποδόσεις μεγαλύτερες των απλών καταθέσεων.

5. Διεθνή

Οι παγκόσμιες οικονομίες και πολιτικές εξελίξεις της τελευταίας δεκαετίας οδήγησαν στην πιο ελεύθερη διακίνηση ανθρώπων, προϊόντων και κεφαλαίων μεταξύ των διαφόρων χωρών. Αποτέλεσμα αυτής της εξέλιξης ήταν η αύξηση του ανταγωνισμού σε όλα τα επίπεδα, προϊόντα και υπηρεσίες που οδήγησε ταυτόχρονα

στη μεγαλύτερη αλληλεξάρτηση των οικονομιών μεταξύ τους. Έτσι, ο κίνδυνος που σχετίζεται με μια ξένη χώρα δεν εστιάζεται μόνο στις μεταβολές της ισοτιμίας συναλλάγματος αλλά και στις μεταβολές της συγκριτικής οικονομικής κατάστασης των δυο χωρών.

Με την απελευθέρωση της κίνησης των κεφαλαίων δίνεται η δυνατότητα σε αμοιβαία κεφάλαια να τοποθετήσουν κεφάλαια σε τίτλους (ομολογίες και μετοχές) κοινοτικών χωρών ή ακόμη και μη κοινοτικών χωρών (ΗΠΑ, Άπω Ανατολή). Ο κίνδυνος ενός διεθνούς αμοιβαίου κεφαλαίου διαφέρει ανάλογα με το είδος των τίτλων (ομολογίες, μετοχές ή μικτό) και κατά πόσο είναι εισοδήματος ή αναπτυξιακό. Πάντως η τοποθέτηση σε ένα διεθνές αμοιβαίο κεφάλαιο έχει σημαντικά πλεονεκτήματα καθώς όχι μόνο αντιμετωπίζεται ο συναλλαγματικός κίνδυνος, αλλά δίνεται η ευκαιρία συμμετοχής στην άνοδο που προσφέρουν κάποιες άλλες αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

6. Ομολογιών

Τα αμοιβαία κεφάλαια ομολογιών ειδικεύονται σε επενδύσεις με μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες ομολογίες που εκδίδονται από το κράτος ή κρατικούς οργανισμούς, καθώς και ομολογίες εταιριών. Στο βαθμό που δεν υπάρχουν αρκετές ομολογίες εταιριών προς διαπραγμάτευση, τα αμοιβαία κεφάλαια αυτού του είδους είναι παρόμοια των αμοιβαίων κεφαλαίων σταθερού εισοδήματος. Γενικότερα εμφανίζουν υψηλότερο κίνδυνο σε σχέση με τα διαχείρισης διαθεσίμων και τα σταθερά αλλά λόγω της παροχής σημαντικού εισοδήματος που αντλείται από τους τόκους ο κίνδυνος αυτός είναι μετριασμένος.

7. Δεικτών.

Τα αμοιβαία κεφάλαια που ανήκουν στην κατηγορία αυτή έχουν μια πολύ σαφή επενδυτική πολιτική. Συγκεκριμένα, επενδύουν τα κεφάλαιά τους στο χαρτοφυλάκιο των χρηματιστηριακών τίτλων που συνθέτουν ένα δείκτη. Οι υπάρχοντες δείκτες απαρτίζονται από συγκεκριμένο είδος τίτλων όπως μετοχές, ομολογίες ή εμπορεύματα. Επί πλέον οι δείκτες αυτοί μπορεί να αφορούν συγκεκριμένους κλάδους της οικονομίας (βιομηχανία, ενέργεια, μεταφορές, υψηλή τεχνολογία, κλπ) ή συγκεκριμένα εμπορεύματα (σιτηρά, έλαια, πολύτιμα μέταλλα, κλπ). Η επενδυτική στρατηγική συνίσταται στην αγορά των τίτλων που απαρτίζουν το συγκεκριμένο δείκτη κατά το ποσοστό συμμετοχής καθενός στον υπολογισμό του δείκτη. Οποιαδήποτε αλλαγή τίτλων και ποσοστού συμμετοχής στο δείκτη καθιστά υποχρεωτική παρόμοια αλλαγή στις επενδύσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η υποχρεωτική αυτή ακολουθία της επενδυτικής στρατηγικής του αμοιβαίου κεφαλαίου με τη δομή του δείκτη είναι το μεγαλύτερο πλεονέκτημα αυτού του είδους του

αμοιβαίου κεφαλαίου. Αυτό συμβαίνει επειδή απλοποιείται εξ' ολοκλήρου η επενδυτική στρατηγική με μόνη υποχρέωση τη στενή παρακολούθηση του δείκτη. Η ανάγκη συνεχούς αναθεώρησης του χαρτοφυλακίου που υπάρχει σε άλλα αμοιβαία κεφάλαια δεν υφίσταται στην συγκεκριμένη περίπτωση. Έτσι ελαχιστοποιείται το κόστος που προέρχεται από την αμοιβή συμβούλων επενδύσεων και άλλων αναλυτών πρόβλεψης των οικονομικών προοπτικών.

Θα πρέπει να τονισθεί εδώ ότι ένα αμοιβαίο κεφάλαιο δείκτη από τη φύση του ακολουθεί μια αμυντική πολιτική διαχείρισης κεφαλαίων. Αυτό ίσως θα ταίριαζε στις επιλογές επενδυτών με αυξημένη την αποστροφή στον κίνδυνο. Παρόλα αυτά όμως η ύπαρξη πολλών δεικτών που εκπροσωπούν διάφορα είδη μετοχών, ομολογιών ή εμπορευμάτων δίνει τη δυνατότητα και σε αυτούς που επιθυμούν μια επιθετική πολιτική διαχείρισης των κεφαλαίων τους να επωφεληθούν από τα πλεονεκτήματά τους. Έτσι μια επιθετική πολιτική κατανομής κεφαλαίων (asset allocation) σε μια από τις κατηγορίες ρευστών, ομολογιών και κεφαλαίων μπορεί να γίνει εύκολα με την επένδυση σε αντίστοιχα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών. Η δυναμική εφαρμογή αυτής της πολιτικής συνίσταται στην αυξομείωση κατοχής μεριδίων στα αντίστοιχα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών ανάλογα με τις προβλέψεις του επενδυτή.

8. Ειδικών Κατηγοριών

Εξ' ίσου ενδιαφέροντα είναι και τα κλαδικά αμοιβαία κεφάλαια που στρατηγική τους είναι η επένδυση σε συγκεκριμένους κλάδους βιομηχανιών (π.χ. υψηλής τεχνολογίας, κατασκευών, ένδυσης και υπόδησης, ή εταιρειών ενέργειας). Από την κατασκευή τους τα αμοιβαία αυτά κεφάλαια επενδύουν σε μετοχές ενός ευρύτερου κλάδου. Όμως παρόλη τη διαφοροποίηση του κινδύνου που μπορεί να επιτύχουν υπόκεινται σε σημαντικό κίνδυνο που προέρχεται από τις διακυμάνσεις της οικονομικής κατάστασης που τυγχάνει να σχετίζεται με ένα συγκεκριμένο κλάδο.

Στην Ελλάδα τα περισσότερα Α/Κ είναι θυγατρικές εταιρίες τραπεζών και ασφαλιστικών εταιριών. Αυτά που είναι θυγατρικές εταιρίες τραπεζών επενδύουν σημαντικά ποσά σε μετοχές της μητρικής εταιρίας τους.

- ΕΙΔΟΣ ΑΣΚΟΥΜΕΝΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ

Ένας άλλος τρόπος με τον οποίο διαφοροποιούνται τα αμοιβαία κεφάλαια μεταξύ τους είναι το είδος της διαχειριστικής πολιτικής που ακολουθούν. Η παθητική διαχείριση και η ενεργητική διαχείριση είναι δύο βασικές πολιτικές που υπάρχουν.

i. Παθητική Διαχείριση (Passive Management)

Παθητική είναι η διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου όταν οι διαχειριστές δεν υποχρεώνονται να κάνουν αναθεωρήσεις του χαρτοφυλακίου με βάση τις δικές τους αναλύσεις και επιλογές. Το είδος της διαχείρισης αυτής υποθέτει ότι το χαρτοφυλάκιο δημιουργείται με συγκεκριμένους σκοπούς και κριτήρια και η ακολουθούμενη διαχείριση θα πρέπει να εξασφαλίσει τη συνέχιση των σκοπών αυτών και να προβεί σε αναγκαίες οριακές αναθεωρήσεις του χαρτοφυλακίου ώστε να μην παραβιαστούν τα κριτήρια.

Τη στρατηγική της παθητικής διαχείρισης, που πρόσφατα γνωρίζει μεγάλη αποδοχή και ανάπτυξη, ακολουθούν τα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών. Αυτά είναι χαρτοφυλάκια μετοχών ή άλλων αξιογράφων και χρεογράφων που έχουν παρόμοια σύνθεση με την σύνθεση που έχουν συγκεκριμένα και ευρέως γνωστοί δείκτες. Η αποτελεσματικότητά τους κρίνεται με το πώς συγκρίνεται η απόδοσή τους με την απόδοση του δείκτη καθώς και από το κόστος που εμπεριέχεται στην προσπάθεια αυτή.

ii. Ενεργητική Διαχείριση (Active Management)

Ενεργητική είναι η διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου που επιδιώκει να “νικήσει την αγορά”, να πετύχει δηλαδή αποδόσεις μεγαλύτερες από αυτές της αγοράς. Η αγορά συνήθως ορίζεται από ένα δείκτη που αντιπροσωπεύει κατά το μέγιστο την “καρδιά” της αγοράς, όπως π.χ. ο Γενικός Δείκτης Τιμών των Μετοχών του ΧΑΑ.

Οι ενεργητικοί διαχειριστές χαρτοφυλακίου είναι υποχρεωμένοι να παίρνουν θέσεις στην αγορά και να προβαίνουν σε συνεχείς αναλύσεις ώστε είτε να αποφασίζουν να διατηρούν τις θέσεις αυτές ή να τις αναθεωρούν. Με άλλα λόγια οι ενεργητικοί διαχειριστές πρέπει να αναλαμβάνουν συνεχώς νέες πρωτοβουλίες που στηρίζονται σε ένα μηχανισμό ανάλυσης και προωθούνται με βάση την κρίση που διαθέτουν κάθε στιγμή. Η προσπάθεια τους αυτή θα κριθεί από την ικανότητα που διαθέτουν να πετύχουν αποδόσεις μεγαλύτερες της αγοράς με κόστος όμως που δεν ξεπερνά τις επιπλέον αποδόσεις που δημιουργούν. Με εξαίρεση τα αμοιβαία κεφάλαια δεικτών, τα περισσότερα αμοιβαία κεφάλαια καταφεύγουν σε ενεργητική διαχείριση.

• ΣΥΝΥΠΑΡΞΗ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΠΑΘΗΤΙΚΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ

Σύμφωνα με μελέτες που έχουν γίνει όσον αφορά τα έξοδα των αμοιβαίων κεφαλαίων, έχει αποδειχθεί ότι οι μεριδιούχοι ωφελούνται περισσότερο από μια ακολουθούμενη παθητική διαχείριση παρά από μια διαχείριση ενεργητική. Η ύπαρξη όμως αμοιβαίων κεφαλαίων που τα περισσότερα από αυτά επιδίδονται σε ενεργητική

διαχείριση έρχεται σε αντίθεση με το συμπέρασμα που αναφέρθηκε παραπάνω. Εκτός και θεωρηθεί ότι οι μεριδιούχοι δεν ενεργούν με βάση το συμφέρον τους ή ότι δεν είναι πλήρως πληροφορημένοι για τις αποδόσεις που μπορούν να πετύχουν.

Ο Gruber (1996) προσπάθησε να δώσει απάντηση στο ερώτημα της ύπαρξης ενεργητικών αμοιβαίων κεφαλαίων παρά την αδυναμία τους να πετύχουν κατά μέσο όρο επί πλέον αποδόσεις ικανές να καλύψουν τα έξοδά τους. Επειδή η ικανότητα των διαχειριστών σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο δεν κοστολογείται στην αξία του, οι επενδυτές μπορούν να επιλέξουν ενεργητικά αμοιβαία κεφάλαια τα οποία υπόσχονται υπέρμετρες αποδόσεις. Όσον αφορά την επένδυση σε παθητικά αμοιβαία κεφάλαια, αυτή δεν ήταν ιδιαίτερα σημαντική καθώς πρόσφατα δημιουργήθηκαν.

Επιπλέον, στα πρώτα χρόνια λειτουργίας τους τα ποσοστιαία έξοδα ήταν αρκετά μεγάλα, γύρω στο 1%. Μόλις πρόσφατα τα έξοδα υποχώρησαν τουλάχιστον στο 0,5% και λιγότερο έτσι ώστε να δημιουργηθούν οι συνθήκες επένδυσης σε παθητικά αμοιβαία κεφάλαια.

2.3 ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΤΩΝ Α/Κ

Το χαρτοφυλάκιο των αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί να αποτελείται από μια μεγάλη ποικιλία τίτλων σε διάφορες ποσοτώσεις (που καθορίζονται από τον κανονισμό του Α/Κ) και εξασφαλίζουν τη διασπορά των επενδύσεων. Με τη διασπορά αυτή κατανέμεται ο επενδυτικός κίνδυνος με τέτοιο τρόπο, ώστε η ζημιά που θα προκληθεί από μια τοποθέτηση να εξισορροπηθεί από τα κέρδη των υπολοίπων τοποθετήσεων. Για παράδειγμα, αν κάποιος επενδύσει τα χρήματα του στη μετοχή μιας μόνο επιχείρησης, τότε συνδέει το επενδεδυμένο κεφάλαιο του με τους κινδύνους της συγκεκριμένης εταιρίας.

Αν όμως επενδύσει το κεφάλαιο του σε περισσότερες εταιρίες, ο επενδυτικός κίνδυνος συρρικνώνεται δραστικά, γιατί είναι πολύ απίθανο να εμφανιστούν σοβαρά προβλήματα σε όλες τις εταιρίες συγχρόνως.

Τα αμοιβαία κεφάλαια μπορούν να επενδύουν σε:

α) Κινητές Αξίες εισηγμένες στην κύρια ή την παράλληλη αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών ή που διαπραγματεύονται σε οργανωμένη αγορά τόσο κράτους μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης ή τρίτης χώρας.

β) Τίτλους μεριδίων Α/Κ.

γ) Νεοεκδιδόμενες κινητές αξίες, που θα αποτελέσουν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε Χρηματιστήριο ή άλλη ελεγχόμενη αγορά.

δ) Μετρητά, τραπεζικές καταθέσεις και πιστωτικούς τίτλους ανάλογης ρευστότητας.

Οι κυριότεροι **περιορισμοί** που είναι θεσπισμένοι για τις επενδύσεις ενός Α/Κ είναι οι παρακάτω:

α) Δεν μπορεί να έχει επενδυθεί πάνω από το 10% της καθαρής αξίας του Α/Κ σε κινητές του ίδιου εκδότη (το ποσοστό αυτό ανέρχεται με ορισμένες προϋποθέσεις στο 35% ή το 100% όταν πρόκειται για κρατικές εκδόσεις ή εκδόσεις που τελούν από την εγγύηση του κράτους).

β) δεν μπορεί το Α/Κ να επενδύσει πάνω από το 40% της καθαρής αξίας του σε κινητές αξίες εκδοτών, στον καθένα από τους οποίους έχει επενδύσει πάνω από το 5% της καθαρής αξίας του.

Οι περιορισμοί αυτοί έχουν σκοπό να εμποδίσουν τις Α.Ε.Δ.Α.Κ. να αποκτούν μέσω των Α/Κ έλεγχο λόγω πλειοψηφίας των μετόχων της διοίκησης των Α.Ε.

Τα Α/Κ μπορούν να στρέψουν τα διαθέσιμα κεφάλαιά τους στις ακόλουθες τοποθετήσεις:

1) Τραπεζικές Καταθέσεις

Πρόκειται για απλές καταθέσεις σε λογαριασμούς όψεως ή ταμειευτηρίου, που εξασφαλίζουν την υψηλότερη δυνατότητα ρευστότητας.

Αναφορικά με τις τραπεζικές καταθέσεις θα πρέπει να σημειωθούν τα εξής:

i) Η συνολική ονομαστική απόδοση ενός τραπεζικού λογαριασμού εξαρτάται από την συχνότητα κεφαλαιοποίησης των τόκων. Όσο πιο συχνά κεφαλαιοποιούνται οι τόκοι των καταθέσεων κατά τη διάρκεια του χρόνου, τόσο αυξάνει η ονομαστική απόδοση του λογαριασμού σε ετήσια βάση.

ii) Οι τόκοι των καταθέσεων φορολογούνται από 1η Σεπτεμβρίου 1992 με συντελεστή 15%.

2) Πιστοποιητικά Κατάθεσης

Η μειωμένη ανταγωνιστικότητα των τραπεζών σε σχέση με τους τίτλους του δημοσίου υποχρέωσε τα πιστωτικά ιδρύματα να επιχειρήσουν τη δημιουργία ορισμένων ανταγωνιστικών χρηματοοικονομικών προϊόντων. Με αυτό τον τρόπο δημιουργήθηκαν τα πιστοποιητικά κατάθεσης. Εκδίδονται για συγκεκριμένες χρονικές περιόδους και χρηματικά ποσά που συνήθως ξεπερνούν τα 5 εκατομμύρια δραχμές. Οι τόκοι τους φορολογούνται με συντελεστή 15%, όπως και οι τραπεζικές καταθέσεις.

3) Έντοκα Γραμμάτια Δημοσίου

Πρόκειται για χρεόγραφα τρίμηνης, εξάμηνης και δωδεκάμηνης διάρκειας, που εκδίδονται από το δημόσιο στο τέλος του κάθε μήνα. Πωλούνται σε προεξοφλητική βάση από τα πιστωτικά ιδρύματα και τις χρηματιστηριακές εταιρίες και η ονομαστική τους αξία κυμαίνεται από 100 χιλιάδες ως 10 εκατομμύρια δραχμές.

Τα κυριότερα χαρακτηριστικά των εντόκων γραμματίων του δημοσίου είναι τα εξής:

- i) Είναι τίτλοι ανώνυμοι και μεταβιβάζονται ελεύθερα.
- ii) Οι αποδόσεις τους είναι αφορολόγητες.
- iii) Μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως εγγυητικά έγγραφα.

iv) Αν δεν εξοφληθούν σε 30 ημέρες από τη λήξη τους, ανανεώνονται σιωπηρά για την ίδια χρονική διάρκεια και για ποσό της ονομαστικής αξίας του Ε.Γ.Δ. Η ανανέωση αυτή μπορεί να γίνει για μια μόνο φορά.

4) Συμφωνίες Επαναγοράς (REPOS)

Με το μηχανισμό των repos, οι πιστωτικοί οργανισμοί δανείζονται χρήματα από ιδιώτες με αντάλλαγμα την παραχώρηση προς τους τελευταίους τίτλων του δημοσίου ισόποσης αξίας. Τους τίτλους αυτούς δεσμεύεται να αγοράσει η τράπεζα σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία και σε προσυμφωνημένη τιμή. Η δανειοδότηση αυτή του πελάτη προς την τράπεζα συνοδεύεται από τον ελάχιστο επενδυτικό κίνδυνο που φέρει η εγγύηση του δανείου, δηλαδή τα ομόλογα και τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου.

5) Καταθέσεις σε Συνάλλαγμα

Πρόκειται για καταθέσεις σε ξένο νόμισμα που απολαμβάνουν όχι μόνο τους τόκους που προσφέρει το τραπεζικό ίδρυμα, αλλά και τα οφέλη από την ενδεχόμενη διολίσθηση της αξίας της δραχμής. Υπάρχουν δύο κατηγορίες καταθέσεων σε συνάλλαγμα:

- i) Καταθέσεις Αδήλωτων Ξένων Τραπεζογραμματίων.
- ii) Καταθέσεις Δικαιούχων Συναλλάγματος.

6) Δραχμικά Ομόλογα Δημοσίου

Είναι ανώνυμοι και αφορολόγητοι τίτλοι που πωλούνται στο τέλος κάθε μήνα στην ονομαστική τους αξία (που κυμαίνεται από 200 χιλιάδες ως 10 εκατομμύρια δραχμές) και διαρκούν από 2 ως 7 χρόνια. Το επιτόκιο τους μπορεί να είναι σταθερό ή κυμαινόμενο, ανάλογα με την έκδοση.

7) Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου με ρήτρα συναλλάγματος

Εκδίδονται κατά καιρούς από το Δημόσιο σε διάφορα νομίσματα (δολάριο ΗΠΑ, Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα, γερμανικό μάρκο κ.ά.). Η πληρωμή του τόκου και του αρχικού κεφαλαίου γίνεται σε δραχμές με βάση την τρέχουσα ισοτιμία

δραχμής / ξένου νομίσματος και η διάρκεια των τίτλων αυτών είναι από 1 ως 3 χρόνια.

8) Τραπεζικά Ομόλογα

Πρόκειται για ομόλογα που εκδίδουν ορισμένες τράπεζες (κυρίως κρατικές όπως ΕΤΒΑ, Κτηματική, ΕΤΕΒΑ) και έχουν αποδόσεις παρόμοιες ή λίγο διαφοροποιημένες από τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου.

9) Ομολογίες Επιχειρήσεων

Πρόκειται για ομολογιακά δάνεια που εκδίδονται κατά καιρούς από μερικές επιχειρήσεις, που συχνά είναι μετατρέψιμα σε προνομιούχες μετοχές μετά από συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

10) Μετοχές

Πρόκειται για χρεόγραφα που αντικατοπτρίζουν την οικονομική πορεία της ανώνυμης εταιρίας που τις εκδίδει, μια και ο μέτοχος είναι κατά ένα τμήμα συνιδιοκτήτης της εταιρίας. Ουσιαστικά υπάρχουν τρεις τρόποι προσδιορισμού της αξίας μιας μετοχής:

- **Ονομαστική Αξία** είναι εκείνη που αναγράφεται στον τίτλο.
- **Λογιστική Αξία** είναι το πηλίκο της καθαρής θέσης της επιχείρησης (σύνολο ενεργητικού μείον σύνολο υποχρεώσεων) προς τον αριθμό των μετοχών.
- **Χρηματιστηριακή Αξία** είναι η τιμή στην οποία αγοράζεται ή πωλείται η μετοχή στο χρηματιστήριο. Η χρηματιστηριακή αξία είναι αυτή που ενδιαφέρει κυρίως τους επενδυτές.

2.4 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΣΕ Α/Κ

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια είναι μια επενδυτική επιλογή, που προσφέρει ορισμένα πολυσήμαντα **πλεονεκτήματα** τα οποία προέρχονται:

1. Από το ετήσιο μέρισμα που διανέμει κάθε χρόνο το Α/Κ στους μεριδιούχους του.

2. Από την υπεραξία της τιμής του μεριδίου, η οποία προέρχεται από την απόδοση των επενδύσεων του Α/Κ, τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό.

3. Από την ελαχιστοποίηση των επενδυτικών κινδύνων που επιτυγχάνεται μέσω της διασποράς του χαρτοφυλακίου του Α/Κ όπως:

- σε διάφορα είδη τίτλων,
- σε διάφορες γεωγραφικές περιοχές,
- σε διάφορους κλάδους της οικονομίας,
- σε διάφορες εταιρίες, κ.α.

4. Από το μέγεθος του Α/Κ, που επιτρέπει να κάνει τοποθετήσεις με τους καλύτερους επενδυτικούς όρους.

5. Από τη ρευστοποίηση των μεριδίων που γίνεται άμεσα.

6. Από τις σημαντικές φορολογικές απαλλαγές.

7. Από τα Α/Κ των οποίων δεν προσδιορίζεται η χρονική διάρκεια στην οποία ο επενδυτής δεσμεύει το κεφάλαιο του και έτσι ο μεριδιούχος είναι ελεύθερος να εξαγοράζει τα μερίδια του, όποτε αυτός θελήσει.

8. Από τη δυνατότητα που έχουν οι μεριδιούχοι να μεταφέρουν τις επενδύσεις τους από ένα Α/Κ σε άλλο, διαφορετικής μορφής και να εκμεταλλεύονται καλύτερα την συγκυρία της αγοράς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΚΛΑΣΙΚΟΙ ΤΡΟΠΟΙ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΕΝΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Το επενδυτικό κοινό γίνεται όλο και πιο απαιτητικό για την ποιότητα της πληροφόρησης αναφορικά με τα χαρακτηριστικά που αφορούν στην αξιολόγηση και την επιλογή των επενδυτικών του στοιχείων. Ένα, και ίσως το σημαντικότερο από αυτά, είναι και ο κίνδυνος τους. Στις ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές διάφοροι οργανισμοί προσφέρουν στους πελάτες τους, μεταξύ άλλων, και στοιχεία τα οποία προσεγγίζουν τον κίνδυνο εναλλακτικών επενδύσεων (Μετοχών, Αμοιβαίων Κεφαλαίων κ.λ.π.).

Οι βασικές διαστάσεις για τη σωστή αξιολόγηση των επενδύσεων είναι οι εξής δυο:

- i) η απόδοση και
- ii) ο κίνδυνος

Ως **απόδοση** του Αμοιβαίου Κεφαλαίου εννοούμε τη διαφορά μεταξύ της τιμής εξαγοράς ενός μεριδίου A/K (συμπεριλαμβανομένων και των μερισμάτων που τυχόν διανεμήθηκαν) και της τιμής διάθεσης, διαιρούμενης με την τιμή διάθεσης.

$$r = \frac{t_e - t_d + d}{t_d}$$

Σχόλιο [W9U1]:

όπου :

r_p : η απόδοση του A/K.

d: τα μερίσματα που αποκόπτονται στο τέλος του έτους.

t_e : η τιμή εξαγοράς του μεριδίου.

t_d : η τιμή διάθεσης του μεριδίου.

Στη διεθνή βιβλιογραφία, χρησιμοποιούνται δύο μέτρα επικινδυνότητας των A/K:

- α) ο συνολικός κίνδυνος του A/K, ο οποίος προσεγγίζεται από την τυπική απόκλιση των αποδόσεων του και
- β) ο συστηματικός κίνδυνος ή συντελεστής βήτα.

• Συνολικός Κίνδυνος (Total Risk)

Ο συνολικός κίνδυνος του μεριδίου του A/K, προσεγγίζεται από τη διακύμανση ή την τυπική απόκλιση των αποδόσεων του. Σύμφωνα με τη σύγχρονη θεωρία του

χαρτοφυλακίου, ο συνολικός κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου διασπάται σε δύο επί μέρους : στο **συστηματικό κίνδυνο ή συντελεστή βήτα (β)** και στον **ειδικό κίνδυνο**.

Ο τελευταίος αποτελεί το τμήμα εκείνο του κινδύνου, το οποίο δεν οφείλεται στις γενικές διακυμάνσεις της χρηματιστηριακής αγοράς. Σε καλά διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια και A/K, αναμένεται ο κίνδυνος αυτός να τείνει στο μηδέν.

3.1 Συστηματικός Κίνδυνος ή Συντελεστής Βήτα (Beta Coefficient)

Ο πιο απλός τρόπος προσέγγισης του κινδύνου της αγοράς (market risk) μέσα σε μια εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά, είναι η χρήση του συντελεστή βήτα. Ο συντελεστής αυτός, είναι ένα μέτρο της ευαισθησίας της καθαρής τιμής του μεριδίου ενός A/K, ως προς το Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Ο συντελεστής αυτός θεωρητικά μπορεί να λαμβάνει τιμές κοντά στο μηδέν (A/K Διαχείρισης Διαθεσίμων και Αμοιβαία Ομολογιών) μέχρι και μεγαλύτερες από τη μονάδα (A/K τα οποία περιλαμβάνουν στα χαρτοφυλάκια τους αξιόγραφα υψηλής επικινδυνότητας, π.χ. επιθετικές μετοχές και options).

Η τιμή του δίνεται από τον τύπο:

$$\beta = \text{COV}(R, R_m) / \text{VAR}(R_m)$$

όπου:

R: είναι η απόδοση του A/K

R_m: είναι η απόδοση του Γενικού Δείκτη

COV (R, R_m): η συνδιακύμανση της απόδοσης του A/K με την απόδοση του Γενικού Δείκτη

VAR (R_m): η διακύμανση της απόδοσης του Γενικού Δείκτη

Ένα αμοιβαίο κεφάλαιο με συντελεστή β για παράδειγμα ίσο με 1 έχει τη τάση να μεταβάλλεται κατά μέσο όρο κατά 10% σε μια αντίστοιχη μεταβολή του δείκτη του χρηματιστηρίου κατά 10%. Τα A/K αυτού του τύπου θα αποφέρουν σημαντικά κέρδη σε καταστάσεις όπου η αγορά χαρακτηρίζεται από συνεχή άνοδο των τιμών, αλλά

συνήθως θα υπόκεινται σε μεγάλες απώλειες όταν η αγορά ακολουθεί πτωτική πορεία.

Αξίζει να σημειωθεί ότι, η επικινδυνότητα ενός A/K εξαρτάται από τη διάθρωση του χαρτοφυλακίου του (το ποσοστό των μετοχών που περιλαμβάνει έναντι άλλων αξιόγραφων χαμηλού κινδύνου), του είδους των μετοχών στις οποίες επενδύει (επιθετικές έναντι αμυντικών μετοχών), αλλά και της στάθμισης που ο διαχειριστής επιλέγει για τις ανωτέρω μετοχές.

Ο συντελεστής β αποτελεί και το νέο μέτρο κινδύνου για μεμονωμένα χρεόγραφα σε σχέση με τον κίνδυνο της αγοράς. Η εξίσωση δείχνει ότι ο κίνδυνος τον οποίο οι επενδυτές θεωρούν σχετικό με κάθε χρεόγραφο είναι ο κίνδυνος που εκφράζεται από τη συνδιακύμανση του χρεογράφου αυτού με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Αυτό το μέτρο κινδύνου εκφράζει τη σχέση της μετοχής με τη γενική κατάσταση που επικρατεί στην αγορά και είναι ο κίνδυνος τον οποίο κανένας επενδυτής δεν μπορεί να αποφύγει όσο καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο και αν διατηρεί.

• Μέθοδοι Απόδοσης Προσαρμοσμένες στον Κίνδυνο

Η γνώση του επιπέδου του κινδύνου των A/K, μας επιτρέπει τη χρήση κατάλληλων μεθόδων αξιολόγησης της επίδοσης τους. Οι μέθοδοι αυτοί, που έχουν προταθεί από τη διεθνή βιβλιογραφία, λαμβάνουν υπόψιν τους την προσαρμογή της απόδοσης του A/K σε διαφορές όσον αφορά τον κίνδυνο τον οποίο ενσωματώνουν. Για το σκοπό αυτό, έχουν αναπτυχθεί, διάφορες μέθοδοι, οι κυριότερες των οποίων είναι:

α) η μέθοδος της απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου (return per unit risk)

β) η μέθοδος της διαφορικής απόδοσης (differential return)

Οι δύο αυτές προσεγγίσεις συσχετίζονται και οδηγούν, κάτω από συγκεκριμένες καταστάσεις, σε παρόμοια συμπεράσματα.

• Η Προσέγγιση της Απόδοσης ανά Μονάδα Κινδύνου

Η προσέγγιση της απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου συσχετίζει το απόλυτο επίπεδο της απόδοσης του A/K, που επιτεύχθηκε μέσα σε μια χρονική περίοδο με το επίπεδο του κινδύνου που ενσωματώνεται σε αυτό.

Στη διεθνή βιβλιογραφία έχουν προταθεί κυρίως δυο μέθοδοι της απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου των A/K, τα οποία έχουν παρόμοια χαρακτηριστικά.

Αυτά είναι:

- i) Ο Δείκτης του Sharpe (SR) και
- ii) Ο Δείκτης του Treynor (TR)

3.2 Ο Δείκτης του Sharpe

Ο Δείκτης του Sharpe αποτελεί ουσιαστικά το λόγο ο οποίος εκφράζει την υπερβάλλουσα απόδοση ενός A/K και η οποία προκύπτει από τη διαφορά της πραγματοποιηθείσας απόδοσης από το επιτόκιο το οποίο δεν περιέχει κίνδυνο, δια της μεταβλητότητας των αποδόσεων, όπως αυτή προσεγγίζεται από την τυπική απόκλιση των αποδόσεων του A/K. Λόγω του ότι ο αριθμητής του δείκτη του Sharpe και ο παρονομαστής υπολογίζονται σε ποσοστά, ο λόγος του δείκτη θα είναι τελικά ένας καθαρός αριθμός.

Η σχέση που μας δίνει το δείκτη αυτό είναι:

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

Τα τελευταία 25 χρόνια έχουν προταθεί αρκετά μέτρα για τον υπολογισμό των αποδόσεων και της αξιολόγησης των A/K τα οποία παρουσιάζονται με τον όρο απόδοση στο δείκτη της διακύμανσης (Sharpe, 1975). Πολλοί συγγραφείς έχουν εκφράσει την αυθεντική εκδοχή του δείκτη του Sharpe (Radcliff, 1990) και (Haugen, 1993) ενώ κατά καιρούς έχουν αναφερθεί και πιο γενικευμένες εκδοχές με διάφορα ονόματα (BARRA, 1992) και (Caraul, Rowle και Sharpe, 1993).

Τα περισσότερα μέτρα απόδοσης υπολογίζονται κάνοντας χρήση ιστορικών δεδομένων αλλά βασίζονται στις σχέσεις πρόβλεψης. Στην πράξη για να γίνει η υλοποίηση αυτών των μέτρων χρησιμοποιούνται τα αποτελέσματα ex ante καθώς και στη θεωρητική αναφορά η οποία εστιάζεται στην ex post αξία τους. Αναμφίβολα πάντως είναι γεγονός ότι τα ιστορικά δεδομένα είναι μέχρι ένα ορισμένο βαθμό αρκετά για να δώσουν προγνωστικά αποτελέσματα.

Οι περισσότερες μελέτες αναφέρονται, εκτός κάποιων ελάχιστων εξαιρέσεων, στην ex ante μέθοδο και σχετίζονται άμεσα με αυτή. Στη συνέχεια θα παρουσιαστεί το παράδειγμα τιμής-διακύμανσης του Markowitz το οποίο υποθέτει ότι η τιμή και η

σταθερή απόκλιση από τη διάρκεια μιας περιόδου αποδόσεων είναι στατιστικώς επαρκής όσον αφορά την εξέλιξη ενός επενδυτικού χαρτοφυλακίου. Αυτό σημαίνει ότι όταν τέτοιες υποθέσεις είναι ιδιαίτερα απαραίτητες, η απόδοση και η διακύμανση ίσως δεν επαρκούν καθώς απαιτείται η χρήση επιπρόσθετων ή άλλων υποκατάστατων κριτηρίων.

- **Δείκτης Sharpe (ex ante)**

Έστω ότι R_f αντιπροσωπεύει την απόδοση του κεφαλαίου F της προσεχούς περιόδου και R_b η απόδοση ενός χαρτοφυλακίου που περιέχει ασφάλεια (χωρίς κίνδυνο).

Καθορίζουμε ως d , την διαφορική απόδοση :

$$d = R_f - R_b$$

όπου οι ακριβείς τιμές δεν είναι γνωστές από την αρχή (εκ των προτέρων). Τότε ο δείκτης του Sharpe δίνεται από την παρακάτω σχέση:

$$S = d / \sigma_d$$

όπου:

d είναι η αναμενόμενη τιμή του d και σ_d η προβλεπόμενη καθορισμένη απόκλιση του d . Σύμφωνα με αυτή την εκδοχή, ο δείκτης υποδηλώνει την αναμενόμενη διαφορική απόδοση ανά μονάδα κινδύνου που συσχετίζεται με την διαφορική απόδοση.

- **Δείκτης Sharpe (ex post)**

Έστω $R_{f,t}$ η απόδοση του κεφαλαίου F στην χρονική περίοδο t , $R_{b,t}$ η απόδοση του χαρτοφυλακίου με ασφάλεια στην ίδια χρονική περίοδο t και D_t η διαφορική απόδοση στην ίδια χρονική περίοδο t . Τότε έχουμε τη σχέση:

$$D_t = R_{f,t} - R_{b,t}$$

Σύμφωνα με την εκδοχή αυτή ο δείκτης υποδηλώνει τη μέση διαφορική απόδοση στο διάστημα ($t=1$ ως $t=T$) ανά μονάδα χρονικής διακύμανσης της διαφορικής απόδοσης. Μέσα και από τις δύο αυτές εκδοχές του δείκτη του Sharpe γίνεται φανερό

ότι αυτός δεν εξαρτάται από τη χρονική περίοδο κατά την οποία γίνονται οι υπολογισμοί των τιμών.

Η εκ των υστέρων εκδοχή λαμβάνει υπόψιν της συγχρόνως την αναμενόμενη διαφορική απόδοση και τον αναμενόμενο κίνδυνο που αντιστοιχεί, ενώ από την άλλη η εκ των προτέρων μέθοδος συμπεριλαμβάνει τη μέση διαφορική απόδοση και την αναμενόμενη διακύμανση.

Αρχικά το υπό εξέταση χαρτοφυλάκιο για τον ορισμό του δείκτη του Sharpe θεωρείται ότι είναι ασφαλές. Στην περίπτωση αυτή η **‘διαφορική απόδοση’** είναι ισοδύναμη με την υπερβάλλουσα απόδοση του κεφαλαίου παίρνοντας υπόψιν το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο για περισσότερο από μια περίοδο. Με τον τρόπο αυτό καταλήγουμε στον αρχικό ορισμό για το δείκτη του Sharpe.

3.3 Ο Δείκτης του Treynor

Η δεύτερη μέθοδος της απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου των A/K και η οποία έχει κάποια κοινά χαρακτηριστικά με το δείκτη του Sharpe που προηγήθηκε είναι ο λόγος του Treynor (1965) και ο οποίος απεικονίζεται από την παρακάτω σχέση:

$$\text{Treynor Ratio (TR)} = r_p - r_f / \beta_p \quad \text{όπου:}$$

r_p : η πραγματοποιηθείσα απόδοση του A/K

r_f : το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

β_p : ο συντελεστής συστηματικού κινδύνου (βήτα) του A/K

Ο δείκτης του Treynor, όπως αυτός εκφράζεται από την παραπάνω σχέση, εκφράζει την υπερβάλλουσα απόδοση του A/K η οποία προκύπτει από τη διαφορά της πραγματοποιηθείσας απόδοσης από το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, δια της μεταβλητικότητας των αποδόσεων του A/K, όπως αυτή προσεγγίζεται από το συστηματικό κίνδυνο. Εξαιτίας του ότι ο αριθμητής του λόγου αυτού εκφράζεται σε ποσοστά και ο παρονομαστής σε καθαρό αριθμό, ο δείκτης του Treynor εκφράζεται τελικά σε ποσοστά.

Όπως γίνεται φανερό, η μόνη διαφορά των δύο προαναφερθέντων δεικτών (Sharpe και Treynor) βρίσκεται στο πώς ο κάθε ένας από αυτούς προσεγγίζει τον κίνδυνο του A/K. Έτσι από τη μια ο Sharpe θεωρεί ως κατάλληλο μέτρο του κινδύνου το συνολικό κίνδυνο του A/K (τυπική απόκλιση), ενώ ο Treynor εκτιμά ως καταλληλότερο μέτρο του κινδύνου το συστηματικό του κίνδυνο.

Εδώ θα πρέπει να σημειωθεί ότι, η τυπική απόκλιση ως μέτρο κινδύνου είναι κατάλληλη όταν τα χαρτοφυλάκια ή τα A/K τα οποία εξετάζονται είναι καλά διαφοροποιημένα. Από την άλλη πλευρά, όταν τα χαρτοφυλάκια τα οποία εξετάζονται δεν είναι καλά διαφοροποιημένα, το πιο κατάλληλο μέτρο είναι ο συντελεστής βήτα.

Για την αξιολόγηση A/K, αλλά και γενικότερα χαρτοφυλακίων με τους δείκτες Sharpe και Treynor, A/K που παρέχουν μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου κρίνονται ως αυτά με την καλύτερη διαχείριση, ενώ A/K που παρέχουν τη χαμηλότερη απόδοση ανά μονάδα, κρίνονται ως αυτά με τη χειρότερη διαχείριση.

Οι δείκτες Sharpe και Treynor κατατάσσουν χαρτοφυλάκια, αλλά δεν μας αναφέρουν σε όρους αποδόσεων πόσο τοις εκατό (%) το συγκεκριμένο A/K υπερέχει ή όχι από ένα χαρτοφυλάκιο παθητική διαχείρισης. Για το λόγο αυτό υπάρχει, ένας εναλλακτικός δείκτης, ο οποίος βασίζεται στον συντελεστή βήτα και μας επιτρέπει να υπολογίσουμε κατά πόσο μεγαλύτερη (ή μικρότερη) ήταν η απόδοση του A/K σε σχέση με αυτήν που αναφέραμε με βάση το συστηματικό κίνδυνο που εμπεριέχει. Η εναλλακτική αυτή προσέγγιση είναι γνωστή ως δείκτης επίδοσης του Jensen ή μέθοδος της διαφορικής απόδοσης.

3.4 Η Μέθοδος της Διαφορικής Απόδοσης (Jensen's Performance Index)

Μια εναλλακτική προσέγγιση για την αξιολόγηση της επίδοσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι η μέθοδος της διαφορικής απόδοσης. Ο βασικός σκοπός της προσέγγισης αυτής είναι ο υπολογισμός της απόδοσης, που θα έπρεπε να έχει το A/K με βάση το συστηματικό κίνδυνο τον οποίο εμπεριέχει. Η απόδοση αυτή ονομάζεται στη διεθνή βιβλιογραφία “ φυσιολογική απόδοση ” (normal return). Στη συνέχεια υπολογίζεται η διαφορά της πραγματοποιηθείσας από τη φυσιολογική απόδοση. Η απόδοση αυτή ονομάζεται “ μη φυσιολογική απόδοση ” (abnormal return).

Χρησιμοποιώντας μαθηματικούς τύπους η μέθοδος της διαφορικής απόδοσης παρουσιάζεται από τις παρακάτω σχέσεις:

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

$$a_p = r_p - N(r_p) \text{ όπου :}$$

$N(r_p)$: είναι η φυσιολογική απόδοση του A/K.

a_p : είναι η μη φυσιολογική απόδοση

r_p : η πραγματοποιηθείσα απόδοση του A/K

r_f : το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

r_m : η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς

β_p : ο συντελεστής συστηματικού κινδύνου (βήτα) του A/K

Για τη αξιολόγηση A/K, αλλά και γενικότερα χαρτοφυλακίων με τη μέθοδο της διαφορικής απόδοσης, A/K που παρέχουν υψηλότερη απόδοση και θετική μη φυσιολογική απόδοση κρίνονται ως αυτά με την καλύτερη διαχείριση, ενώ A/K που παρέχουν αρνητική μη φυσιολογική απόδοση κρίνονται αρνητικά.

Η σχέση (1) υποδηλώνει ότι η αναμενόμενη απόδοση για κάθε επένδυση είναι ισοδύναμη με το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο συν ένα επιπλέον ρίσκο που δημιουργείται λόγω του συστηματικού κινδύνου της επένδυσης και ένα επιπλέον ρίσκο που αφορά το χαρτοφυλάκιο της αγοράς.

Εναλλακτικά ο Jensen προτείνει την εκτίμηση της παρακάτω παλινδρόμησης:

$$R_{p,t} - r_f = a_p + \beta_p(r_{m,t} - r_f) + e_{p,t}$$

Ο συντελεστής a_p εκφράζει το δείκτη του Jensen. Εφόσον ο συντελεστής αυτός είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός, τότε ο διαχειριστής πέτυχε καλύτερη απόδοση από αυτήν που θα ανέμενε με βάση το συστηματικό κίνδυνο που ανέλαβε. Από την άλλη αν η τιμή του a_p είναι στατιστικά ίση με μηδέν, τότε αυτό σημαίνει ότι ο διαχειριστής πέτυχε την αναμενόμενη απόδοση με βάση πάντα τον συστηματικό κίνδυνο που ανέλαβε, ενώ όταν τέλος ο συντελεστής a_p είναι μικρότερος του μηδενός, τότε ο διαχειριστής δεν κατάφερε να αποφέρει στους μεριδιούχους του αμοιβαίου κεφαλαίου τις αποδόσεις που περίμενε βάση του συστηματικού κινδύνου που είχε αναλάβει και επικρίνεται για την διαχείριση του.

3.5 Βιβλιογραφική Ανασκόπηση μελετών που αφορούν Υπολογισμούς Επιδόσεων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Όπως έχει αναφερθεί και προηγούμενα η αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι το σημαντικότερο στοιχείο μέτρησης της ικανότητας των διαχειριστών να επιλέγουν τις πλέον κατάλληλες επενδύσεις και να επιφέρουν τις απαιτούμενες αλλαγές στη σύνθεση του χαρτοφυλακίου ώστε οι όποιες μεταβολές στις αγορές να αντιμετωπίζονται άμεσα και με επιτυχία. Η επιτυχία αυτή συνοψίζεται σε μια χαρακτηριστική μεταβλητή : την απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η απόδοση αυτή είναι συγκρίσιμη με τις αποδόσεις των άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων στην ίδια κατηγορία και οδηγεί σε μια σειρά κατάταξης που αποτελεί την έσχατη αξιολόγηση των διαχειριστών.

Βέβαια για να γίνει η σύγκριση σωστά θα πρέπει εκτός από την απόδοση να υπολογισθεί και μια δεύτερη παράμετρος, αυτή του κινδύνου της απόδοσης. Δεν είναι αρκετό να γνωρίζει κανείς το μέγεθος της απόδοσης εάν δεν γνωρίζει σε ποιο κίνδυνο ήταν εκτεθειμένη η απόδοση. Επειδή κατά τη βασική αρχή της χρηματοοικονομικής θεωρίας επενδύσεις που έχουν μεγάλο κίνδυνο πρέπει να προσφέρουν μεγαλύτερες αποδόσεις από επενδύσεις με μικρότερο κίνδυνο ώστε να γίνουν ελκυστικές, η μέτρηση του κινδύνου είναι απαραίτητο να συνοδεύει την απόδοση επί της οποίας υπολογίζεται ώστε να αξιολογηθεί η επιτυχία της ανάλογα.

Πέρα από τις κλασικές απόψεις που επικρατούν όσον αφορά την μέτρηση της αποδοτικότητας και οι οποίες αναλύθηκαν διεξοδικά σε προηγούμενο κεφάλαιο (Treynor, Sharpe και Jensen), υπάρχουν και κάποιες αρκετές άλλες μεθοδολογίες οι οποίες έκαναν την εμφάνισή τους κυρίως τη δεκαετία του '70 αλλά περισσότερο από τα τέλη του 1980 και μετά. Αυτές αποτελούν και τις πιο πρόσφατες και σύγχρονες έρευνες που έχουν γίνει και αφορούν την αποδοτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων. Αναφορά σε αυτές γίνεται στη συνέχεια.

ΟΙ ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΑΠΟΨΕΙΣ

Μετά από τις κλασικές εργασίες των Treynor, Sharpe, Jensen και τη γενική παραδοχή ότι οι επαγγελματίες διαχειριστές δεν μπορούν να επιτύχουν αποδόσεις σύμφωνα με τις αποδόσεις της αγοράς καλύπτοντας ταυτόχρονα τα έξοδα τους, το ακαδημαϊκό ενδιαφέρον για τα αμοιβαία κεφάλαια μειώθηκε σημαντικά για περίπου δύο δεκαετίες. Μόνο προς τα τέλη της δεκαετίας του '80 άρχισε να υπάρχει μια ζωνρή αναζήτηση της αλήθειας όσον αφορά τις ικανότητες των διαχειριστών. Χρησιμοποιώντας νέα στοιχεία και μεθοδολογίες αριθμός ερευνητών κατέγραψε αποδοτικότητες μεγαλύτερες από τις αναμενόμενες από το επίπεδο της αγοράς. Στη

συνέχεια γίνεται αναφορά σχετικά με τις κυριότερες εργασίες που εκπονήθηκαν σχετικά με τον τρόπο διαχείρισης των αμοιβαίων κεφαλαίων και οι οποίες παρουσιάζουν αποτελέσματα διαφορετικά από αυτά των κλασικών (Treynor, Sharpe, και Jensen). Οι μελέτες αυτές μπορούν να χωριστούν σε δύο κατηγορίες κατά κάποιο τρόπο, όπως σε αυτές όπου οι διαχειριστές κατάφεραν να πετύχουν μεγαλύτερες αποδόσεις από αυτές που έδωσε η αγορά και σε αυτές όπου δεν μπόρεσαν οι ειδικοί να έχουν αποδόσεις παρόμοιες η πολλές φορές πολύ χειρότερες από ότι αυτές της αγοράς.

α) ΟΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΕΣ ΝΙΚΟΥΝ ΤΗΝ ΑΓΟΡΑ

- Μια σειρά από μελέτες στη δεκαετία του '80 παρουσίασε αποτελέσματα σημαντικά διαφορετικά από τα αποτελέσματα των κλασικών. Συγκεκριμένα, ο Henriksson (1984) και οι Chang και Lewellen (1984), με πιο πρόσφατα στοιχεία που κάλυπταν τη δεκαετία του '70, διαπίστωσαν ότι οι αποδόσεις μετά την αφαίρεση των διαχειριστικών εξόδων ήταν παρόμοιες με τις αναμενόμενες από το ΥΑΚΣ (Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Στοιχείων). Αυτό υποδηλώνει ότι οι διαχειριστές πέτυχαν μικτές αποδόσεις μεγαλύτερες από ένα τυχαίο αλλά καλώς διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο σε τέτοιο βαθμό ώστε να καλύψουν τα έξοδα που συνεπάγεται η διαχείρισή τους.

- Στη συνέχεια μια μελέτη η οποία μάλιστα συζητήθηκε και πολύ ήταν αυτή του Ippolito (1989), που χρησιμοποίησε αποδόσεις αμοιβαίων κεφαλαίων στην περίοδο κατά την περίοδο 1965-1984 προχώρησε σε πιο τολμηρά συμπεράσματα. Έτσι σύμφωνα με αυτά που υποστηρίζει ο Ippolito, οι διαχειριστές καταφέρνουν να πετύχουν αποδόσεις ελαφρώς μεγαλύτερες από αυτές που προβλέπονται από το ΥΑΚΣ.

- Οι Grinblatt και Titman σε δύο άρθρα τους το 1989 και 1993 υποστήριξαν ότι στην περίοδο 1975-1984 οι μικτές αποδόσεις (πριν την αφαίρεση των διαχειριστικών εξόδων) των μετοχικών και επιθετικών (aggressive) μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων ήταν μεγαλύτερες των αναμενόμενων κατά 2-3%. Αυτή η υπεραπόδοση δεν βρέθηκε να σχετίζεται με γνωστές ανωμαλίες στις αποδόσεις (όπως το φαινόμενο του μικρού μεγέθους κεφαλαιοποίησης). Τα στοιχεία που χρησιμοποιούν οι Grinblatt και Titman είναι διαφορετικά από άλλες εργασίες όχι τόσο στη χρονική περίοδο όσο στην προέλευση και σύνθεση τους. Συγκεκριμένα, αντί των πραγματικών αποδόσεων που επιτυγχάνουν οι επενδυτές των αμοιβαίων κεφαλαίων για τον υπολογισμό της αποδοτικότητας, οι Grinblatt και Titman χρησιμοποιούν τις αποδόσεις των συγκεκριμένων μετοχών καθώς και του αριθμού που εμφανίζεται στις τριμηνιαίες εκθέσεις της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου τους. Με τον τρόπο αυτό οι Grinblatt και

Titman ισχυρίζονται ότι προσφέρουν καλύτερες εκτιμήσεις των ικανοτήτων των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων.

- Οι Gallo και Swanson (1996) ανέλυσαν την αποδοτικότητα 37 διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων που έχουν την έδρα τους στις ΗΠΑ στην περίοδο 1985-1993. Και ενώ η χρήση ενός υποδείγματος αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων δύο παραγόντων επιβεβαιώνει προηγούμενα συμπεράσματα για τα διεθνή αμοιβαία κεφάλαια ότι η απόδοση τους δεν υπολείπεται της απόδοσης αντιπροσωπευτικών δεικτών της διεθνούς κεφαλαιαγοράς, η χρήση του Υποδείγματος Εξισορροποιητικής Αγοραπωλησίας (ΥΕΑ) (Arbitrage Pricing Model) τα βελτιώνει. Συγκεκριμένα οι Gallo και Swanson ισχυρίζονται ότι οι μεταβολές στις αποδόσεις των διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων εξηγούνται κατά 98,6% από δύο κοινούς παράγοντες, η προβλεπτική δε ικανότητα του υποδείγματος ΥΕΑ υπερέχει της ικανότητας του εναλλακτικού υποδείγματος ανωτέρω. Με τη χρήση αυτή του υποδείγματος ΥΕΑ, οι Gallo και Swanson ανακαλύπτουν ότι η αποδοτικότητα των διεθνών αμοιβαίων κεφαλαίων είναι πολύ καλή στην περίοδο που εξετάστηκε εκτιμώντας βέβαια το γεγονός ότι το μέσο *άλφα* είναι +0,9 και στατιστικά σημαντικό.

β) ΟΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΕΣ ΔΕΝ ΝΙΚΟΥΝ ΤΗΝ ΑΓΟΡΑ

- Οι Elton, Gruber, Das και Hlavka (1993) επαναλαμβάνοντας τη μεθοδολογία που ακολούθησε ο Ippolito (1989) και χρησιμοποιώντας τα ίδια ακριβώς στοιχεία διαπίστωσαν ότι τα αποτελέσματα είναι ευαίσθητα στο δείκτη που χρησιμοποιείται. Έτσι αυτοί οι τρεις ερευνητές αναγνωρίζοντας την αυξημένη σημασία που έλαβαν οι μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης στη δεκαετία του '80, συμπεριέλαβαν ένα δείκτη που περιέχει μεγάλο αριθμό μετοχών μικρής κεφαλαιοποίησης και απέδειξαν ότι οι αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν υπερβαίνουν τις αναμενόμενες αποδόσεις. Οι Elton, Gruber και Blake (1996), σε ανάλογη εργασία κατέληξαν ότι τα αμοιβαία κεφάλαια παρουσιάζουν αρνητικές αποδόσεις στο διάστημα 1977-1993.

- Αποδόσεις που υπερβαίνουν τις αναμενόμενες από αποδεκτά υποδείγματα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων δύναται να προέρχονται από απολοϊκούς κανόνες και τακτικές επένδυσης που επιτυγχάνουν να εκμεταλλευθούν κάποιες διαχρονικές ανωμαλίες στις τιμές. Οι Grinblatt, Titman και Wermers (1995) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι επενδυτικές τεχνικές της στιγμιαίας επένδυσης (αγορά επιτυχημένων και πώληση αποτυχημένων αμοιβαίων κεφαλαίων) μπορεί να οδήγησαν μερικούς τουλάχιστον στο συμπέρασμα των προηγούμενων εργασιών των Grinblatt και Titman (1989,1993) ότι οι διαχειριστές επιτυγχάνουν υπέρμετρες αποδόσεις. Αυτό το φαινόμενο των υπέρμετρων αποδόσεων όπως αποδείχθηκε από τον Malkiel (1995), ο οποίος εξέτασε τις δεκαετίες '70 και '80 έχει χρονική

εξάρτηση και συγκεκριμένα οφειλόταν στις μεγάλες αποδόσεις, που ήταν πρόσκαιρες και χωρίς δείγμα συνέχειας, στη δεκαετία του '70.

- Οι Blake, Elton και Gruber (1993) υπολόγισαν ότι το λάθος της υπερεκτίμησης από το πρόβλημα της επιβιωσιμότητας για τα αμοιβαία κεφάλαια ομολογιών ανέρχεται σε 0,27% ανά έτος. Τα μεγαλύτερα λάθη υπολόγισε ο Malkiel (1995) στο 1,5% ετησίως. Πρόκειται βέβαια για απλές αποδόσεις που δεν είναι προσαρμοσμένες για τον κίνδυνο. Οι Elton, Gruber και Blake (1996) υπολόγισαν λάθη υπερεκτίμησης κάνοντας διαφορετικές υποθέσεις επανεπένδυσης, χρησιμοποιώντας διαφορετικά υποδείγματα και αποδόσεις. Έτσι σύμφωνα με τα αποτελέσματα τα λάθη αυτά κυμαίνονται γύρω στο 0,70% ετησίως. Όμως, για αποδόσεις μη προσαρμοσμένες στον κίνδυνο, τα λάθη υπερεκτίμησης υπερβαίνουν αυτά του Malkiel (1995) και κυμαίνονται από 1,87% έως 2,28% ανά έτος, ανάλογα με την υπόθεση της επενδυτικής πολιτικής. Όμως τα μεγέθη αυτά είναι πολύ μεγάλα για να αποδοθούν στην ιδιαιτερότητα της μεθοδολογίας ή του δείγματος και είναι πλέον κοινώς αποδεκτή η άποψη ότι οποιαδήποτε ανάλυση που αφορά την απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων θα πρέπει να λαμβάνει υπόψιν και το κατά πόσο οι αποδόσεις αυτές μπορούν να διατηρηθούν σε ικανοποιητικό βαθμό και στο μέλλον.

- Οι Ferson και Schadt (1996) και Ferson και Warther (1996) αποτελούν τους πιο πρόσφατους υποστηρικτές της άποψης ότι οι αρνητικές αποδόσεις *άλφα* που έχουν εμφανιστεί κατά καιρούς στη βιβλιογραφία είναι αποτέλεσμα ανεπάρκειας της μεθοδολογίας και όχι της αδυναμίας των αμοιβαίων κεφαλαίων να παράγουν τις αναμενόμενες αποδόσεις. Είναι πιθανόν τα αρνητικά *άλφα* να δημιουργούνται από ελλιπή περιγραφή του υποδείγματος Jensen όπου σημαντικές δημόσια γνωστές πληροφορίες που συσχετίζονται με το συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου να αγνοούνται. Οι παραπάνω ερευνητές εφαρμόζοντας τη μεθοδολογία της “αποδοτικότητας υπό αίρεση”, έλαβαν υπόψιν παράγοντες που σχετίζονται με τη μεταβαλλόμενη φύση του συστηματικού κινδύνου και παρουσίασαν συμπεράσματα όπου το *άλφα* του Jensen σε ένα δείγμα 67 αμοιβαίων κεφαλαίων στην περίοδο 1968-1990 είναι θετικό, χωρίς όμως να διαφέρει στατιστικά από το μηδέν

3.6 Ελληνική Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

Λόγω της καθυστέρησης του θεσμού των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ελλάδα, η ακαδημαϊκή προσφορά στον τομέα αυτό ήταν μικρή και μόλις πρόσφατα επικεντρώθηκε στην ανάλυση εμπειρικών δεδομένων.

Ο Handjinicolaou (1980) ήταν ίσως ο πρώτος που εφάρμοσε τις μεθοδολογίες Sharpe, Treynor και Jensen για να μετρήσει την αποδοτικότητα των δύο ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων που υπήρχαν στο διάστημα 1973-1976 : Δήλος και Ερμής. Με τη χρήση μηνιαίων αποδόσεων ο Handjinicolaou μελέτησε την αποδοτικότητα σε σχέση με την παθητική στρατηγική αρχικής αγοράς και διατήρησης του αντιπροσωπευτικού χαρτοφυλακίου του ΧΑΑ καθώς και σε σχέση με διεθνή διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια τα οποία συμπίπτουν με τα δύο A/K ως προς τη συμμετοχή και βαρύτητα των επί μέρους διεθνών χρηματιστηριακών αγορών. Τα συμπεράσματα που προέκυψαν ήταν ότι τα δύο αμοιβαία κεφάλαια είχαν καλύτερη αποδοτικότητα από την παθητική στρατηγική της επένδυσης και διατήρησης χαρτοφυλακίων στις διεθνείς αγορές όπου και εξειδικεύονται τα δύο αμοιβαία κεφάλαια, ενώ παράλληλα είχαν καλύτερη αποδοτικότητα και σε σχέση με την αποδοτικότητα του δείκτη του ελληνικού χρηματιστηρίου.

Τις τάσεις και τις θεσμικές προοπτικές που έχουν τα αμοιβαία κεφάλαια ανέπτυξε πρόσφατα ο Γκατζώνας (1995) σε μια προσπάθεια έτσι ώστε να καταγραφούν οι βασικές θεσμικές καινοτομίες που λαμβάνουν χώρα στο διεθνή χώρο και οι επιπτώσεις που αυτές έχουν στην ελληνική κεφαλαιαγορά. Συγκεκριμένα εδώ ο συγγραφέας αναφέρεται εκτενέστατα στην ανάπτυξη της αγοράς των αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ευρωπαϊκή Ένωση και αποδίδει την εξέλιξη των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων στην εναρμόνιση του νομοθετικού πλαισίου προς την κοινοτική οδηγία. Παράλληλα όμως διαπιστώνει και το μικρό μέγεθος του ενεργητικού των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων, κάτι που οδηγεί σε έλλειψη οικονομιών κλίμακας και δεν προάγει την ανταγωνιστικότητα στις διεθνείς αγορές. Η δομή των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων που σε αντίθεση με άλλες ανεπτυγμένες αγορές αμοιβαίων κεφαλαίων έχει υπέρμετρη στάθμιση σε βραχυπρόθεσμες επενδύσεις, υπόκειται σε μελλοντικές αλλαγές καθώς αυξάνεται η τάση για διεθνοποίησή τους ενώ συγχρόνως προάγονται νέα σχήματα μορφών αμοιβαίων κεφαλαίων που στόχο έχουν να προσφέρουν εξειδικευμένα προϊόντα και υπηρεσίες στους επενδυτές.

Μια σύντομη περιγραφή του θεσμού, της αγοράς, αλλά και της αποδοτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων στην περίοδο 1990-1993 επιχειρείται από τον Μυλωνά (1995). Πρόκειται για μια λεπτομερή καταγραφή της αποδοτικότητας αλλά και του κινδύνου 36 αμοιβαίων κεφαλαίων που υπήρχαν στο τέλος του 1993 και

αποτελούσαν το 95% του συνολικού ενεργητικού της αγοράς. Τα αποτελέσματα είναι ενδεικτικά της αγοράς των αμοιβαίων κεφαλαίων όπου η ανάληψη κινδύνου και απόδοσης συμβαδίζει με την ακολουθούμενη επενδυτική πολιτική. Διαπιστώνεται ότι οι επενδύσεις στα αμοιβαία κεφάλαια επιτυγχάνουν υψηλό βαθμό διαφοροποίησης του κινδύνου ενώ οι αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων συμβαδίζουν με τον κίνδυνο στον οποίο είναι εκτεθειμένες διαγράφοντας μια θετική σχέση. Όπως και στο διεθνή χώρο των αμοιβαίων κεφαλαίων, είναι ελάχιστα τα αμοιβαία κεφάλαια που επαναλαμβάνουν την επιτυχία τους και την επόμενη χρονιά. Το ενδιαφέρον όμως είναι ότι οι αποδόσεις των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερες των αποδόσεων του δείκτη του ΧΑΑ και μάλιστα με μικρότερο κίνδυνο, γεγονός που υποδηλώνει κάποια ικανότητα των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων να επιτυγχάνουν ικανοποιητική επιλογή χρονικής τοποθέτησης στην αγορά. Τέλος στο άρθρο αυτό προτείνεται μια εναλλακτική μέθοδος επένδυσης που καταλήγει στο σχηματισμό χαρτοφυλακίου που αποτελείται από άλλα αμοιβαία κεφάλαια. Τα αποτελέσματα που προκύπτουν είναι πολύ θετικά καθώς επιτυγχάνεται περαιτέρω μείωση του κινδύνου χωρίς ανάλογη μείωση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου.

Τέλος, πρόσφατα οι Καραθανάσης και Λυμπερόπουλος (1998) παρουσιάζουν στο βιβλίο τους εκτενώς την αγορά των ελληνικών αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς και της εξέλιξης στην ευρωπαϊκή και παγκόσμια αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων. Οι συγγραφείς αναφέρονται διεξοδικά στη λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων, στις κατηγορίες τους και στα μειονεκτήματα και πλεονεκτήματα της συλλογικής επένδυσης. Τέλος, παρουσιάζουν τα ποσοστά εκπροσώπησης διαφόρων κατηγοριών αμοιβαίων κεφαλαίων σε χαρτοφυλάκια τα οποία ανταποκρίνονται σε συγκεκριμένους επενδυτικούς στόχους και επενδυτικούς ορίζοντες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Η ΠΟΛΥΚΡΙΤΗΡΙΑ ΜΕΘΟΔΟΣ PROMETHEE II

4.1 Θεωρητική Παρουσίαση της Μεθόδου

Οι συγγραφείς Roy και Vincke (1981) αναφέρουν ότι πριν την ανάπτυξη της πολυκριτήριας ανάλυσης, τα προβλήματα της απόφασης ήταν καλά διατυπωμένα και είχαν την μορφή προβλημάτων αριστοποίησης μιας οικονομικής συνάρτησης ή μιας συνάρτησης χρησιμότητας. Αυτή η κλασική προσέγγιση της επιχειρησιακής έρευνας καταλήγει σε μαθηματικά προβλήματα καλά διατυπωμένα τα οποία όμως δεν αντιπροσωπεύουν την πραγματικότητα. Η σύγκριση πολλών πιθανών αποφάσεων πραγματοποιείται σπάνια από μια μόνο σκοπιά και οι προτιμήσεις για ένα μεγάλο αριθμό περιπτώσεων μοντελοποιούνται δύσκολα από μια μόνο συνάρτηση. Η πολυκριτήρια ανάλυση έχει σαν στόχο τη μελέτη προβλημάτων απόφασης όπου πολλές απόψεις πρέπει να ληφθούν υπόψη. Το κυριότερο χαρακτηριστικό ενός πολυκριτήριου προβλήματος είναι ότι δεν είναι μαθηματικά καλά διατυπωμένο.

Η μέθοδος PROMETHEE ανήκει στη θεωρία των σχέσεων υπεροχής και προτάθηκε για πρώτη φορά από τον Brans (1982). Ακολούθησαν και άλλες δημοσιεύσεις της μεθόδου με σπουδαιότερες των Brans, Vincke [1985] και Brans, Vincke, Mareschal [1986].

Ο κύριος σκοπός της προτεινόμενης προσέγγισης Promethee είναι να γίνει όσο το δυνατόν πιο κατανοητή από τον λήπτη αποφάσεων. Βασίζεται πάνω σε συναρτήσεις προτίμησης, οι οποίες συγκρίνουν ανά δύο όλες τις υπό εξέταση δραστηριότητες, στη συγκεκριμένη περίπτωση τις τοποθετήσεις στα αμοιβαία κεφάλαια. Οι συναρτήσεις που μπορούν να θεωρηθούν πιθανές είναι συνολικά έξι. Μπορούν εύκολα να προσδιοριστούν από τον λήπτη απόφασης και απαιτούν τον ορισμό το πολύ δύο παραμέτρων που έχουν οικονομική σημασία. Κατασκευάζεται ένα γράφημα που δείχνει ποια δραστηριότητα υπερτερεί από κάποια άλλη. Δύο πιθανότητες θεωρούνται προκειμένου να λυθεί το πολυκριτήριο πρόβλημα κατάταξης, χρησιμοποιώντας το γράφημα αυτό: η Promethee I και η Promethee II η οποία παρέχει μια συνολική κατάταξη των υπό εξέταση δραστηριοτήτων. Οι βασικές θεωρητικές αρχές των μεθόδων Promethee και βέβαια της Promethee II δίνονται παρακάτω.

Έστω ότι πρέπει να επιλυθεί το πολυκριτήριο πρόβλημα :

$$\text{Max } \{f_1(a), \dots, f_k(a) / a \in K\},$$

όπου :

K : Ένα πεπερασμένο σύνολο ενεργειών

$f_i, \quad i=1, \dots, k$: Τα κριτήρια εκτίμησης που θα πρέπει να βελτιστοποιηθούν.

Μέσω των μεθόδων Promethee το παραπάνω πολυκριτήριο πρόβλημα επιλύεται στα εξής δύο στάδια :

1. Την ανάπτυξη μιας σχέσης υπεροχής στο σύνολο K των εναλλακτικών ενεργειών.
2. Την εκμετάλλευση της σχέσης αυτής, ώστε να επιλυθεί το εξεταζόμενο πολυκριτήριο πρόβλημα.

Στο πρώτο στάδιο ο αποφασίζων θα πρέπει να εκφράσει τις προτιμήσεις του σχετικά με τις εξεταζόμενες εναλλακτικές ενέργειες. Για το σκοπό αυτό ορίζεται μια συνάρτηση προτίμησης P , η οποία αναπαριστά τις προτιμήσεις του αποφασίζοντα.

Έστω f ένα κριτήριο εκτίμησης, οι τιμές του οποίου ανήκουν στο σύνολο των πραγματικών αριθμών:

$$f: K \rightarrow \mathbf{R}^n,$$

και έστω ότι το κριτήριο αυτό θα πρέπει να μεγιστοποιηθεί χωρίς αυτό να είναι περιοριστικό. Για κάθε εναλλακτική ενέργεια $a \in K$, ορίζεται ως $f(a)$ η εκτίμηση της ενέργειας αυτής πάνω στο συγκεκριμένο κριτήριο (η τιμή του κριτηρίου για την ενέργεια a).

Συγκρίνοντας δύο εναλλακτικές ενέργειες $a, \beta \in K$, ορίζεται η συνάρτηση προτίμησης P ως εξής : $P : K \times K \rightarrow (0,1)$ η οποία εκφράζει το αποτέλεσμα της σύγκρισης των δύο εναλλακτικών ενεργειών, δηλαδή την ένταση της προτίμησης του αποφασίζοντα για την εναλλακτική ενέργεια a ως προς την εναλλακτική ενέργεια β , ως εξής :

- $P(a,\beta) = 0 \Rightarrow$ Υπάρχει αδιαφορία μεταξύ των ενεργειών a και β
- $P(a,\beta) \sim 0 \Rightarrow$ Υπάρχει ελαφρά προτίμηση της a από τη β
- $P(a,\beta) \sim 1 \Rightarrow$ Υπάρχει ισχυρή προτίμηση της a από τη β
- $P(a,\beta) = 1 \Rightarrow$ Υπάρχει σαφής προτίμηση της a από τη β

Στην πραγματικότητα η συνάρτηση προτίμησης είναι μια συνάρτηση της διαφοράς των εκτιμήσεων των δύο εναλλακτικών ενεργειών, δηλαδή :

$$P(\alpha, \beta) = P[f(\alpha) - f(\beta)]$$

Η συνάρτηση προτίμησης, όπως έχει οριστεί, είναι μια αύξουσα συνάρτηση της διαφοράς $d = f(\alpha) - f(\beta)$, η οποία παίρνει την τιμή 0 για όλες τις αρνητικές τιμές του d . Αυτό είναι φυσικό, καθώς όπως έχει οριστεί η συνάρτηση προτίμησης δείχνει μόνο την ένταση της προτίμησης της ενέργειας α από την ενέργεια β , ενώ όταν η β υπερέχει της α τότε η συνάρτηση προτίμησης παίρνει την τιμή 0.

Προκειμένου η συνάρτηση προτίμησης να λαμβάνει υπόψη και την υπεροχή της εναλλακτικής ενέργειας β ως προς την εναλλακτική ενέργεια α , ορίζεται η συνάρτηση H ως εξής :

$$H(d) = \begin{cases} P(\alpha, \beta), & d \geq 0 \\ P(\alpha, \beta), & d \leq 0 \end{cases}$$

Όταν η διαφορά d παίρνει θετικές τιμές, τότε η συνάρτηση $H(d)$ δείχνει την ένταση της προτίμησης της εναλλακτικής α ως προς την εναλλακτική β . Όταν η διαφορά d , είναι αρνητική, τότε η συνάρτηση $H(d)$ δείχνει την ένταση της προτίμησης της β ως προς την α , η οποία αυξάνει καθώς η τιμή του d μικραίνει, δηλαδή όταν η εκτίμηση της ενέργειας β πάνω στο συγκεκριμένο κριτήριο $f, f(\beta)$, γίνεται όλο και μεγαλύτερη σε σχέση με την αντίστοιχη εκτίμηση της ενέργειας $\alpha, f(\alpha)$.

Για τον σαφή καθορισμό της μορφής της συνάρτησης προτίμησης, χρησιμοποιούνται έξι γενικευμένα κριτήρια, τα οποία καλύπτουν στις περισσότερες πρακτικές περιπτώσεις τον τρόπο με τον οποίο εκφράζει τις προτιμήσεις του ο αποφασίζων. Τα γενικευμένα αυτά κριτήρια είναι τα εξής :

1. Το σύνηθες κριτήριο (usual criterion)

Σύμφωνα με το κριτήριο αυτό ο αποφασίζων θεωρεί ότι υπάρχει αδιαφορία μεταξύ δύο εναλλακτικών ενεργειών α και β αν και μόνο αν $f(\alpha) = f(\beta)$. Σε οποιαδήποτε άλλη περίπτωση ο αποφασίζων θεωρεί ότι υπάρχει σαφής προτίμηση για την ενέργεια με τη μεγαλύτερη εκτίμηση. Η συνάρτηση $H(d)$, στην περίπτωση αυτή ορίζεται σύμφωνα με τον τύπο :

$$H(d) = \begin{cases} 0, & \text{αν } d = 0 \\ 1, & \text{αν } d \neq 0 \end{cases}$$

2. Το σχεδόν κριτήριο (quasi criterion)

Σύμφωνα με το γενικευμένο αυτό κριτήριο, ο αποφασίζων θεωρεί ότι υπάρχει αδιαφορία μεταξύ δύο εναλλακτικών ενεργειών, όταν η διαφορά των εκτιμήσεων τους δεν υπερβαίνει ένα όριο αδιαφορίας q . Διαφορετικά υπάρχει σαφής προτίμηση. Για την χρήση αυτού του κριτηρίου, θα πρέπει να καθοριστεί το όριο αδιαφορίας, το οποίο αναπαριστά τη μέγιστη τιμή της αδιαφορίας των εκτιμήσεων των δύο συγκρινόμενων ενεργειών, κάτω από την οποία ο αποφασίζων θεωρεί ότι υπάρχει αδιαφορία μεταξύ των ενεργειών αυτών. Ο τύπος της συνάρτησης $H(d)$, έχει ως εξής :

$$H(d) = \begin{cases} 0, & \text{αν } -q \leq d \leq q \\ 1, & \text{αν } d < -q \text{ ή } d > q \end{cases}$$

3. Κριτήριο γραμμικής προτίμησης (criterion with linear preference)

Ο αποφασίζων χρησιμοποιώντας αυτό το κριτήριο θεωρεί ότι εφόσον η διαφορά d είναι μικρότερη από ένα όριο προτίμησης p , τότε η προτίμησή του αυξάνει γραμμικά με το d . Αν η διαφορά d γίνει μεγαλύτερη από το όριο προτίμησης p , τότε υπάρχει σαφής προτίμηση. Το όριο αυτό προτίμησης p , το οποίο αναπαριστά την ελάχιστη τιμή της διαφοράς d , πάνω στην οποία ο αποφασίζων θεωρεί ότι υπάρχει σαφής προτίμηση, για μια εκ των δύο εναλλακτικών ενεργειών, θα πρέπει να καθοριστεί. Ο τύπος της συνάρτησης $H(d)$ έχει ως εξής :

$$H(d) = \begin{cases} d/p, & \text{αν } -p \leq d \leq p \\ 1, & \text{αν } d < -p \text{ ή } d > p \end{cases}$$

4. Κριτήριο επιπέδου (level criterion)

Στο συγκεκριμένο κριτήριο εφόσον η τιμή της διαφοράς d βρίσκεται μεταξύ του ορίου αδιαφορίας q και του ορίου προτίμησης p , τότε υπάρχει ελαφρά προτίμηση [$H(d) = 1/2$]. Στις υπόλοιπες περιπτώσεις ισχύουν οι παρατηρήσεις που έγιναν στα δύο προηγούμενα κριτήρια. Ο τύπος της συνάρτησης $H(d)$ δίνεται ως :

$$H(d) = \begin{cases} 0 & \text{αν } |d| \leq q \\ 1/2 & \text{αν } q \leq |d| \leq p \\ 1 & \text{αν } |d| > p \end{cases}$$

5. Κριτήριο γραμμικής προτίμησης και περιοχής αδιαφορίας (criterion with linear preference and indifference area)

Ο αποφασίζων σε αυτή την περίπτωση θεωρεί ότι η προτίμησή του αυξάνει γραμμικά από την αδιαφορία στη σαφή προτίμηση, όταν η διαφορά d βρίσκεται μεταξύ του ορίου αδιαφορίας και του ορίου προτίμησης. Η συνάρτηση είναι :

$$H(d) = \begin{cases} 0 & \text{αν } |d| \leq q \\ (|d| - q)/(p - q) & \text{αν } q < |d| \leq p \\ 1 & \text{αν } |d| > p \end{cases}$$

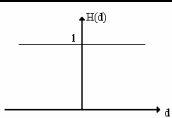
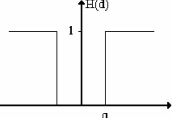
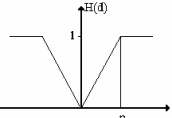
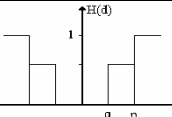
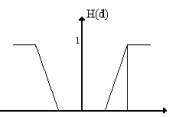
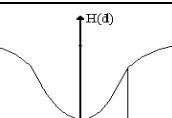
6. Κριτήριο του Gauss (Gaussian criterion)

Σύμφωνα με το γενικευμένο αυτό κριτήριο, οι προτιμήσεις του αποφασίζοντα περιγράφονται από την παρακάτω σχέση :

$$H(d) = 1 - e^{-d^2/2\sigma^2}$$

Η παράμετρος σ αναπαριστά την απόσταση από τον κάθετο άξονα, στην οποία η καμπύλη προτίμησης αλλάζει κλίση, και μπορεί εύκολα να καθοριστεί, χρησιμοποιώντας τους πίνακες της κανονικής κατανομής. Αυτά τα έξι γενικευμένα κριτήρια που αναφέρθηκαν παραπάνω φαίνονται γραφικά στον πίνακα που ακολουθεί.

Πίνακας γενικευμένων κριτηρίων

	Τύποι γενικευμένων κριτηρίων	Παράμετροι
I. Σύνηθες κριτήριο (Usual criterion)		-
II. Σχεδόν-κριτήριο (Quasi-criterion)		q
III. Κριτήριο με γραμμική προτίμηση (Criterion with linear preference)		p
IV. Κριτήριο επιπέδου (Level Criterion)		q, p
V. Κριτήριο με γραμμική προτίμηση & αδιάφορη περιοχή (Criterion with linear preference & indifference area)		q, p
VI. Κριτήριο του Gauss (Gaussian criterion)		σ

Έχοντας ο αποφασίζων καθορίσει για κάθε κριτήριο εκτίμησης, τον τρόπο με τον οποίο εκφράζει τις προτιμήσεις του μέσω ενός από τα παραπάνω γενικευμένα κριτήρια, θα πρέπει στη συνέχεια να αναπτυχθεί ένας δείκτης των προτιμήσεων, εξετάζοντας όλα τα κριτήρια εκτίμησης ταυτόχρονα. Για το λόγο αυτό θα πρέπει ο αποφασίζων να καθορίσει για κάθε κριτήριο f_i ένα βάρος π_i , το οποίο δίνει τη σχετική σημασία του κριτηρίου αυτού. Στη συνέχεια αναπτύσσεται ο δείκτης προτίμησης Π , ως ο σταθμισμένος μέσος των συναρτήσεων προτίμησης P_i :

$$\Pi(\alpha, \beta) = \frac{\sum_{i=1}^k \pi_i P_i(\alpha, \beta)}{\sum_{i=1}^k \pi_i}$$

Ο δείκτης προτίμησης αναπαριστά την ένταση της προτίμησης του αποφασίζοντα για μια εναλλακτική ενέργεια ως προς μια άλλη εναλλακτική ενέργεια β , όταν εξετάζονται ταυτόχρονα όλα τα κριτήρια. Ο δείκτης προτίμησης παίρνει τιμές από το διάστημα $(0,1)$ έτσι ώστε :

- $\Pi(\alpha,\beta) \approx 0 \Rightarrow$ υπάρχει ελαφρά προτίμηση της ενέργειας α ως προς την ενέργεια β , εξετάζοντας όλα τα κριτήρια.
- $\Pi(\alpha,\beta) \approx 1 \Rightarrow$ υπάρχει ισχυρή προτίμηση της ενέργειας α ως προς την ενέργεια β εξετάζοντας όλα τα κριτήρια.

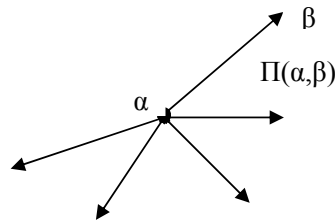
Μέσω του δείκτη προτίμησης, αναπτύσσεται μια σχέση υπεροχής πάνω στο σύνολο K των εναλλακτικών ενεργειών. Για να γίνει πιο κατανοητή η σχέση αυτή μπορεί να κατασκευαστεί ένα γράφημα υπεροχής στο οποίο οι εναλλακτικές ενέργειες αναπαριστώνται ως κόμβοι, ενώ τα τόξα που ενώνουν τους κόμβους αναπαριστούν την υπεροχή μιας εναλλακτικής ενέργειας προς μια άλλη μέσω του δείκτη προτίμησης.

Στη συνέχεια, για κάθε κόμβο του γραφήματος υπεροχής, καθορίζονται οι ροές εισόδου και εξόδου ως εξής :

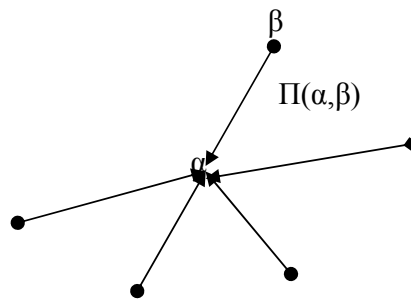
$$\text{Ροή εισόδου : } \phi^-(\alpha) = \sum_{\beta \in K} \Pi(\beta, \alpha)$$

$$\text{Ροή εξόδου : } \phi^+(\alpha) = \sum_{\beta \in K} \Pi(\alpha, \beta)$$

Η ροή εξόδου δείχνει την υπεροχή της εναλλακτικής ενέργειας α ως προς όλες τις υπόλοιπες εναλλακτικές ενέργειες (Σχήμα 1), εξετάζοντας ταυτόχρονα όλα τα κριτήρια, ενώ η ροή εισόδου αναπαριστά την υπεροχή όλων των υπολοίπων εναλλακτικών ενεργειών ως προς την ενέργεια (Σχήμα 2).



Σχήμα 1: Η υπεροχή της α έναντι των υπολοίπων ενεργειών



Σχήμα 2: Η υπεροχή των υπολοίπων εναλλακτικών ενεργειών έναντι της ενέργειας α

Αφαιρώντας τη ροή εισόδου από τη ροή εξόδου υπολογίζεται η καθαρή ροή για ένα κόμβο, ως εξής :

$$\varphi(\alpha) = \varphi^+(\alpha) - \varphi^-(\alpha)$$

Χρησιμοποιώντας τις καθαρές ροές για κάθε κόμβο του γραφήματος υπεροχής (εναλλακτικές ενέργειες), η μέθοδος PROMETHEE II σκοπό έχει να δώσει μια πλήρη κατάταξη των εναλλακτικών ενεργειών του συνόλου K , από την καλύτερη προς την χειρότερη. Έτσι με βάση τις υπολογισμένες καθαρές ροές όλων των εναλλακτικών ενεργειών, για δύο εναλλακτικές ενέργειες α και β υπάρχουν οι εξής δύο περιπτώσεις:

- α. $P_{II} \beta$ (η α υπερέχει της β) $\Leftrightarrow \varphi(\alpha) > \varphi(\beta)$
- β. $P_{II} \beta$ (υπάρχει αδιαφορία μεταξύ των α και β) $\Leftrightarrow \varphi(\alpha) = \varphi(\beta)$

ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ

**ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΤΕΛΙΚΕΣ ΚΑΤΑΤΑΞΕΙΣ ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ
ΣΥΝΟΛΙΚΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Α. ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ

Οι μελέτη όπως και η αξιολόγηση των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων και πιο συγκεκριμένα των μετοχικών εσωτερικού όσο και του εξωτερικού έγιναν βάσει των δεικτών που αναφέρθηκαν αναλυτικά σε προηγούμενο κεφάλαιο και αφορούν τις χρονιές 1998 και 1999. Η αξιολόγηση των αμοιβαίων όπως και η τελική κατάταξη που έχει προκύψει, για κάθε δείκτη χωριστά, αφορά την κάθε μια χρονιά χωριστά και όχι τη διετία 1998-1999.

5.1 ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ (1998)

Το έτος **1998**, όπως θα φανεί και από τις παρακάτω κατατάξεις όπως αυτές προέκυψαν βάση της μελέτης, τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού ήταν 33 και είναι αυτά που αναφέρονται αριθμημένα παρακάτω. Η αρίθμηση είναι τυχαία και απλά υποδηλώνει μια τυχαία σειρά με την οποία έγινε η εισαγωγή τους στη επεξεργασία κάθε ενός από αυτά στη συγκεκριμένη εργασία.

1	Alpha Trust Hambros Αναπτ.Μετ.Εσ.	17	Barclays Μετοχικό
2	Alpha Trust Hambros Νέων Επιχ.Μετ.	18	Interamerican Δυναμικό
3	Midland Ελλην/κή Αναπτυξιακό	19	ABN AMRO Αναπτυξιακό
4	Helvetia Μετοχών	20	Sigma Athens Index Fund
5	Εγνατία-Ολυμπία Αναπτυξιακό	21	Nat.Nederlanden Αναπτυξιακό
6	ΕυροΕλληνικό Μετοχών	22	Δελφοί Μετοχικό
7	Ιονική Μετοχικό	23	ΑΤΕ Μετοχικό
8	Δωρική Μετοχικό	24	Χίος Μετοχικό Ελλ.Ανάπτυξης
9	Ερμής Δυναμικό	25	ΕΤΒΑ NATWEST Αναπτ.
10	Αlico-Eurobank Μετοχικό Εσωτ.	26	Ασπίς Πρόνοια Εισ.& Υπεραξίας
11	Γενική Αναπτυξιακό	27	Ευρωπαϊκή Πίστη Αναπτυξιακό
12	Kosmos Invest	28	ΔΗΛΟΣ Blue Chips
13	Metrolife Αναπτυξιακό	29	Alpha Αναπτυξιακό Μετοχικό
14	Ιονική Athens Index Fund	30	International Αναπτυξιακό
15	Εργασίας Αναπτυξιακό	31	Κύπρου Ελληνικό Μετοχικό
16	Cretafund Μετοχικό Εσωτ.	32	ΛΑΙΚΗ TELESIS Μετοχικό
		33	Interamerican Αναπτ. Εταιριών

Οι δείκτες που υπολογίσθηκαν για κάθε ένα από τα αμοιβαία αυτά είναι :

- i) ο συντελεστής βήτα (β)**
- ii) οι αποδόσεις τους (r_p) σε ετήσια βάση**
- iii) ο δείκτης του Treynor (TR)**
- iv) ο δείκτης του Sharpe (SR)**
- v) ο δείκτης του Jensen (J) και**
- vi) η μεταβολή του ενεργητικού τους ($\Delta E\%$)**

i) Ξεκινώντας με το συντελεστή β , ο οποίος όπως έχει αναφερθεί και στην αρχή της μελέτης, αυτό που πρέπει να τονισθεί είναι ότι αποτελεί ένα μέτρο κινδύνου του αμοιβαίου κεφαλαίου που εξετάζεται κάθε φορά. Αυτό σημαίνει επομένως ότι η κατάταξη που θα προκύψει θα γίνει με γνώμονα την ελαχιστοποίηση του δείκτη αυτού. Κάτι δηλαδή που σημαίνει ότι καλύτερα αμοιβαία κεφάλαια θεωρούνται αυτά που έχουν μικρό συντελεστή β και μπορούν να χαρακτηριστούν ως αμοιβαία κεφάλαια ‘μεσαίου’ και ‘χαμηλού’ κινδύνου. Οι τιμές για τον συγκεκριμένο δείκτη για τα 33 μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού δίνονται στη συνέχεια στον Πίνακα 1.1 ενώ στη συνέχεια στον Πίνακα 1.2 ακολουθούν οι τελικές κατατάξεις σύμφωνα με τις τιμές των β για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο.

ii) Στη συνέχεια ακολουθούν οι ετήσιες αποδόσεις (r_p) των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων οι οποίες παρουσιάζονται στον Πίνακα 1.1. Οι αποδόσεις στον πίνακα αυτό είναι όλες εκφρασμένες επί τοις εκατό (%), ενώ στον επόμενο πίνακα, (Πίνακας 1.2) ακολουθούν οι τελικές κατατάξεις των αμοιβαίων ξεκινώντας φυσικά από το αμοιβαίο που κατάφερε να έχει συνολική ετήσια απόδοση μεγαλύτερη από όλα τα υπόλοιπα και συνεχίζοντας προς τα κάτω. Όπως θα φανεί και από τις κατατάξεις αυτές και τις προηγούμενες δεν είναι και πολύ ίδιες τουλάχιστον όσον αφορά τις πρώτες θέσεις. Αυτό δείχνει ότι τα αμοιβαία που κατάφεραν να έχουν τις υψηλότερες αποδόσεις ανήκουν στην κατηγορία των λεγόμενων αμοιβαίων κεφαλαίων ‘υψηλού κινδύνου’ μια και δεν κατείχαν τις αντίστοιχες θέσεις και στην περίπτωση του συντελεστή β .

iii) Ο δείκτης που ακολουθεί και βάση του οποίου έγινε ο υπολογισμός του για τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια (1998) είναι ο δείκτης του Treynor (TR). Ο δείκτης αυτός όπως έχει αναφερθεί και νωρίτερα αποτελεί ουσιαστικά ένα πηλίκιο το οποίο εκφράζει την υπερβάλλουσα απόδοση ενός A/K σε σχέση με το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, και προσδιορίζεται ως η διαφορά αυτή δια της μεταβλητικότητας των αποδόσεων του A/K, όπως αυτή προσδιορίζεται βάση του συστηματικού κινδύνου

(συντελεστής β). Επομένως το αποτέλεσμα που προκύπτει εκφράζεται σε ποσοστά λόγω του ότι οι αποδόσεις (αριθμητής) είναι εκφρασμένες επί τοις (%). Από και πέρα είναι απλό να γίνει μια κατάταξη όλων των αμοιβαίων που έχουν χρησιμοποιηθεί μια και το αμοιβαίο με τη μεγαλύτερη επί τοις (%) ποσοστιαία αναλογία είναι και αυτά που κατατάσσονται στις πρώτες θέσεις και ακολουθούν τα υπόλοιπα βάση της τιμής του συντελεστή του Treynor. Οι τιμές του δείκτη του Treynor ακολουθούν στον Πίνακα 1.1, ενώ οι τελικές κατατάξεις βάση των τιμών αυτών βρίσκονται στον Πίνακα 1.2.

iv) Ο επόμενος δείκτης βάση του οποίου έγινε η τελική κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι ο δείκτης του Sharpe (SR) ο οποίος δείχνει όπως έχει αναφερθεί και στην αρχή αναλυτικά την επιπλέον απόδοση που μπορεί να αποφέρει η επένδυση σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο σε σχέση με την απόδοση (γνωστή εκ των προτέρων) που μπορεί να δώσει το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, θεωρώντας ως μέτρο κινδύνου τον συνολικό κίνδυνο του αμοιβαίου κεφαλαίου (τυπική απόκλιση). Βάση της σχέσης που προκύπτει από τον δείκτη αυτό τα αποτελέσματα για τα αμοιβαία κεφάλαια δίνουν έναν καθαρό αριθμό. Η αξιολόγηση στη συνέχεια όλων αυτών των τιμών είναι κάτι απλό μια και τα αμοιβαία αυτά τα οποία παρουσιάζουν μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου, δηλαδή μεγαλύτερη τιμή του συγκεκριμένου δείκτη, κρίνονται ως αυτά με την καλύτερη διαχείριση και επομένως κατατάσσονται στις πρώτες θέσεις. Οι τιμές του δείκτη του Sharpe όπως και η τελική κατάταξη τους ακολουθεί στη συνέχεια στους Πίνακες 1.1 και 1.2 αντίστοιχα.

v) Ένας άλλος τρόπος για την αξιολόγηση της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων αποτελεί η μέθοδος της διαφορικής απόδοσης ή αλλιώς δείκτης του Jensen. Σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση γίνεται, όπως έχει αναφερθεί και πιο αναλυτικά στην αρχή της εργασίας αυτής, ο υπολογισμός της απόδοσης που θα έπρεπε να έχει το αμοιβαίο κεφάλαιο βάση του συστηματικού κινδύνου τον οποίο εμπεριέχει.

vi) Τέλος ο υπολογισμός της μεταβολής του Ενεργητικού για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο αποτελεί έναν άλλο τρόπο αξιολόγησης τους. Αποτελεί τον τελευταίο δείκτη που υπολογίζετε και φυσικά είναι ένα στοιχείο για το οποίο δεν χρειάζεται κανενός είδος υπολογισμού άλλα είναι γνωστό εξ αρχής (αποτελεί ουσιαστικά δεδομένο). Η κατάταξη που προκύπτει επομένως προκύπτει πολύ εύκολα αρχίζοντας από τα αμοιβαία που είχαν μέσα στην χρονιά (1998) τις μεγαλύτερες μεταβολές στο ενεργητικό τους εκφρασμένες πάντα επί τοις εκατό (%). Οι μεταβολές κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου όπως και οι τελικές κατατάξεις βάση αυτών των μεταβολών δίνονται στη συνέχεια στους Πίνακες 1.1 και 1.2 αντίστοιχα.

Πίνακας 1.1

Τιμές δεικτών για κάθε Μετοχικό Αμοιβαίο Κεφάλαιο Εσωτερικού

1998

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	B	gr	TREYNOR	SHARPE	ΔΕ(%)	JENSEN
Alpha Trust Hambros Αναπ.Μετ.Εσ.	0,696193	124,9252	164,6456	7,455179	1110,398	14,41891
Alpha Trust Hambros Νέων Επιχ.Μετ.	0,571314	129,4557	208,5642	8,934815	2412,939	21,08218
Midland Ελλην/κή Αναπτυξιακό	0,615538	119,2298	176,9667	8,539875	235,357	12,47481
Helvetia Μετοχών	0,639894	64,89928	85,32549	4,356373	128,3116	-4,70684
Εγνατία-Ολυμπία Αναπτυξιακό	0,768765	97,00845	112,7893	5,754698	519,4635	1,00777
ΕυροΕλληνικό Μετοχών	0,616676	118,607	175,6304	8,385972	499,9204	13,26651
Ιονική Μετοχικό	0,603722	113,4932	170,9283	8,181826	144,5283	11,22158
Δωρική Μετοχικό	0,540662	106,858	178,592	8,495271	99,82393	11,84922
Ερμής Δυναμικό	0,725991	93,89716	115,1491	5,804094	88,43022	0,058923
Alico-Eurobank Μετοχικό Εσωτ.	0,670337	86,70552	113,9807	5,845082	97,10754	-0,0794
Γενική Αναπτυξιακό	0,674492	83,89605	109,1134	5,57009	151,3246	-0,79106
Kosmos Invest	0,674137	78,68048	101,4341	5,233184	35,92061	-2,24308
Metrolife Αναπτυξιακό	0,544772	71,33458	112,0369	5,526606	394,7154	0,657508
Ιονική Athens Index Fund	0,848117	85,06452	88,15353	4,534562	-13,0649	-5,28659
Εργασίας Αναπτυξιακό	0,688162	69,75132	86,39151	4,465338	-0,56999	-4,93034
Cretafund Μετοχικό Εσωτ.	0,571425	53,93059	76,35399	3,801313	30,33782	-6,26821
Barclays Μετοχικό	0,760893	78,59898	89,7616	4,582877	213,8917	-4,12944
Interamerican Δυναμικό	0,766881	99,37759	116,1557	5,952826	139,6915	0,350207
ABN AMRO Αναπτυξιακό	0,765611	86,33546	99,31342	5,030573	77,30696	-2,73473
Sigma Athens Index Fund	0,854385	82,67139	84,70584	4,356969	69,96647	-5,82511
Nat.Nederlanden Αναπτυξιακό	0,865426	104,3222	108,6427	5,587136	64,64912	-1,44421
Δελφοί Μετοχικό	0,69989	69,82911	85,05494	4,318703	198,9537	-4,7973
ΑΤΕ Μετοχικό	0,698236	78,63604	97,86959	4,968357	106,7505	-2,79068
Χίος Μετοχικό Ελλ.Ανάπτυξης	0,752513	94,85949	112,3694	5,699874	116,5357	-0,37715
ΕΤΒΑ NATWEST Αναπτ.	0,538631	48,14146	70,25494	3,457583	-49,0851	-7,38633
Ασπίς Πρόνοια Εισ.& Υπεραξίας	0,502731	44,40795	67,84533	3,488271	109,9113	-7,16396
Ευρωπαϊκή Πίστη Αναπτυξιακό	0,708865	84,07301	104,072	5,313472	58,09008	-1,83165
ΔΗΛΟΣ Blue Chips	0,761627	94,74904	110,8798	5,605954	91,59234	-0,70214
Alpha Αναπτυξιακό Μετοχικό	0,662015	62,31491	78,57061	3,906589	10,71037	-6,30263
International Αναπτυξιακό	0,293093	20,80854	35,85395	1,385664	707,4461	-5,47114
Κύπρου Ελληνικό Μετοχικό	0,343105	15,61116	15,47969	0,734386	561,748	-7,59325
ΛΑΙΚΗ TELESIS Μετοχικό	0,327177	6,537702	-11,4993	-0,25961	92,82381	-12,6125
Interamerican Αναπτ. Εταιριών	0,042204	14,27283	94,13413	0,994178	1606,102	9,080139

Πίνακας 1.2

Κατάταξη Μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων για κάθε ένα από τους δείκτες.

1998

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	B	gr	TREYNOR	SHARPE	ΔΕ(%)	JENSEN
Alpha Trust Hambros Αναπ.Μετ.Εσ.	20	2	6	6	3	2
Alpha Trust Hambros Νέων Επιχ.Μετ.	9	1	1	1	1	1
Midland Ελλην/κή Αναπτυξιακό	12	3	3	2	9	4
Helvetia Μετοχών	14	25	24	24	15	22
Εγνατία-Ολυμπία Αναπτυξιακό	30	9	10	10	6	8
ΕυροΕλληνικό Μετοχών	13	4	4	4	7	3
Ιονική Μετοχικό	11	5	5	5	13	6
Δωρική Μετοχικό	7	6	2	3	19	5
Ερμής Δυναμικό	24	12	8	9	23	11
Alico-Eurobank Μετοχικό Εσωτ.	16	13	9	8	20	12
Γενική Αναπτυξιακό	18	17	14	14	12	15
Kosmos Invest	17	19	17	17	28	18
Metrolife Αναπτυξιακό	8	22	12	15	8	9
Ιονική Athens Index Fund	31	15	22	21	32	25
Εργασίας Αναπτυξιακό	19	24	23	22	14	24
Cretafund Μετοχικό Εσωτ.	10	27	28	27	29	28
Barclays Μετοχικό	26	21	21	20	10	21
Interamerican Δυναμικό	29	8	7	7	14	10
ABN AMRO Αναπτυξιακό	28	14	18	18	24	19
Sigma Athens Index Fund	32	18	26	23	25	27
Nat.Nederlanden Αναπτυξιακό	33	7	15	13	26	16
Δελφοί Μετοχικό	22	23	25	25	11	23
ΑΤΕ Μετοχικό	21	20	19	19	18	20
Χίος Μετοχικό Ελλ.Ανάπτυξης	25	10	11	11	16	13
ΕΤΒΑ NATWEST Αναπτ.	6	28	29	29	33	31
Ασπής Πρόνοια Εισ.& Υπεραξίας	5	29	30	28	17	30
Ευρωπαϊκή Πίστη Αναπτυξιακό	23	16	16	16	27	17
ΔΗΛΟΣ Blue Chips	27	11	13	12	22	14
Alpha Αναπτυξιακό Μετοχικό	15	26	27	26	30	29
International Αναπτυξιακό	2	30	31	30	4	26
Κύπρου Ελληνικό Μετοχικό	4	31	32	32	5	32
ΛΑΙΚΗ TELESIS Μετοχικό	3	33	33	33	21	33
Interamerican Αναπτ. Εταιριών	1	32	20	31	2	7

5.2 ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ (1998)

Εκτός από αυτά τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού η μελέτη που έγινε αφορά και τα αντίστοιχα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού όπως έχει ήδη αναφερθεί στην αρχή της εργασίας αυτής. Στην συγκεκριμένη περίπτωση για την χρονιά δηλαδή 1998 τα αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού που μελετήθηκαν ήταν 4 και αναφέρονται παρακάτω.

1	Alpha Μετοχών Εξωτ.
2	Δήλος Διεθνές
3	Δήλος Ευρωπαϊκό
4	Alpha Euro

Η μελέτη και η αξιολόγηση αφορά όπως και προηγούμενα τους 6 δείκτες με τη σειρά που αυτοί αναφέρθηκαν και οι τιμές των δεικτών όπως και οι τελικές κατατάξεις των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων εξωτερικού δίνονται στους Πίνακες 2.1 και 2.2 που ακολουθούν.

Πίνακας 2.1

Τιμές των δεικτών για κάθε Μετοχικό Αμοιβαίο Κεφάλαιο Εξωτερικού

1998

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	β	Rp	TREYNOR	SHARPE	$\Delta E(\%)$	JENSEN
Alpha Μετοχών Εξωτ.	0,1984	14,35709	20,43997	0,8269161	95,092308	-0,117568
Δήλος Διεθνές	0,1643	-2,25060	-76,3899	-2,134472	64,2531	-1,241216
Δήλος Ευρωπαϊκό	0,2061	6,02282	-20,7479	-0,480743	288,08809	-0,807021
Alpha Euro	0,2352	-9,78648	-85,3678	-2,333237	45,422970	-2,803114

Πίνακας 2.2

Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εξωτερικού για κάθε ένα από τους δείκτες.

1998

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	β	Rp	TREYNOR	SHARPE	$\Delta\epsilon(\%)$	JENSEN
Alpha Μετοχών Εξωτ.	2	1	1	1	2	1
Δήλος Διεθνές	1	3	3	3	3	3
Δήλος Ευρωπαϊκό	3	2	2	2	1	2
Alpha Euro	4	4	4	4	4	4

Όπως μπορεί να παρατηρηθεί από τις τελικές κατατάξεις που προέκυψαν και φαίνονται στους παραπάνω πίνακες 1.1 και 1.2 μπορούν να προκύψουν κάποια συμπεράσματα. Έτσι όσον αφορά τα μετοχικά εσωτερικού για το 1998 αυτό που προκύπτει είναι ότι αν εξαιρέσει κανείς τον συντελεστή β και την μεταβολή του ενεργητικού, για όλους τους άλλους δείκτες δεν υπάρχουν μεγάλες διαφοροποιήσεις όσον αφορά τις θέσεις που καταλαμβάνουν τα αμοιβαία κεφάλαια. Επομένως όπως φαίνεται τις πρώτες θέσεις καταλαμβάνουν τα αμοιβαία Alpha Trust Hambros Αναπτ. Μετοχ. , Alpha Trust Hambros Νέων Επιχ. Μετοχ. , Midland Ελλ. Αναπτυξιακό, Ευρωελληνικό Μετοχ. κλπ, ενώ τις τελευταίες θέσης καταλαμβάνουν τα ίδια αμοιβαία για όλους σχεδόν τους δείκτες. Τώρα όσον αφορά το συντελεστή β γίνεται φανερό ότι οι κατατάξεις διαφέρουν και αυτό διότι τα αμοιβαία κεφάλαια ‘χαμηλού’ ρίσκου καταλαμβάνουν τις πρώτες θέσεις ενώ αντίθετα αυτά που έχουν τις πρώτες θέσεις σε όλους τους άλλους δείκτες τα λεγόμενα αμοιβαία ‘υψηλού κινδύνου’ δεν μπορούν να διακριθούν. Όσον αφορά τώρα τα αμοιβαία εξωτερικού εκεί είναι πιο εύκολο να προκύψουν συμπεράσματα και όπως φαίνεται δεν υπάρχει σημαντική διαφοροποίηση. Την τελευταία θέση καταλαμβάνει το Alpha Euro, ενώ στις πρώτες εναλλάσσονται τα υπόλοιπα αμοιβαία.

5.3 ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ (1999)

Το έτος 1999, όπως φαίνεται και από τις παρακάτω κατατάξεις όπως αυτές προέκυψαν βάση της μελέτης, τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού ήταν 48 και είναι αυτά που αναφέρονται αριθμημένα παρακάτω:

1	Alpha Trust Hambros Αναπτ.Μετ.Εσ.	25	ETBA NATWEST Αναπτ.
2	Alpha Trust Hambros Νέων Επιχ.Μετ.	26	Ασπίς Πρόνοια Εισ.& Υπεραξίας
3	Midland Ελλην/κή Αναπτυξιακό	27	Ευρωπαϊκή Πίστη Αναπτυξιακό
4	Helvetia Μετοχών	28	ΔΗΛΟΣ Blue Chips
5	Εγνατία-Ολυμπία Αναπτυξιακό	29	Alpha Αναπτυξιακό Μετοχικό
6	ΕυροΕλληνικό Μετοχών	30	International Αναπτυξιακό
7	Ιονική Μετοχικό	31	Κύπρου Ελληνικό Μετοχικό
8	Δωρική Μετοχικό	32	ΛΑΙΚΗ TELESIS Μετοχικό
9	Ερμής Δυναμικό	33	Interamerican Αναπτ. Εταιριών
10	Alico-Eurobank Μετοχικό Εσωτ.	34	Alpha Trust Υποδομής
11	Γενική Αναπτυξιακό	35	ΧΙΟΣ Small Cap
12	Kosmos Invest	36	Allianz Επιθ. Στρατηγικής
13	Metrolife Αναπτυξιακό	37	CitiFund Equity
14	Ιονική Athens Index Fund	38	Alpha Δυναμικό
15	Εργασίας Αναπτυξιακό	39	Πειραιώς Πρωτεύς
16	Cretafund Μετοχικό Εσωτ.	40	Δελφοί Small Cap
17	Barclays Μετοχικό	41	Midland Athens Index
18	Interamerican Δυναμικό	42	International Μεσαίας Κεφαλ.
19	ABN AMRO Αναπτυξιακό	43	NEXUS
20	Sigma Athens Index Fund	44	Interamerican Ολυμπιονίκης
21	Nat.Nederlanden Αναπτυξιακό	45	International Δείκτη FT/S&P
22	Δελφοί Μετοχικό	46	Γενική Αναπτυσ. Εταιρειών
23	ΑΤΕ Μετοχικό	47	Nat.Nederl. Δυναμικών Επιχ.
24	Χίος Μετοχικό Ελλ.Ανάπτυξης	48	Barclays Αναπτυξιακό

Όπως και προηγούμενα έτσι και εδώ έγινε ο υπολογισμός των έξι δεικτών με την σειρά που αυτοί υπολογίστηκαν και για την χρονιά 1998 και προέκυψαν κάποια αποτελέσματα τα οποία φαίνονται στον Πίνακα 3.1 που ακολουθεί ενώ οι τελικές κατατάξεις των αμοιβαίων κεφαλαίων βρίσκονται στον αμέσως επόμενο Πίνακα 3.2. Η διαφορά στην συγκεκριμένη χρονιά είναι ότι υπήρξε η εισαγωγή 15 επιπλέον μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων και επομένως σύγκριση για τις δύο χρονιές μπορεί να γίνει μόνο με αυτά που ήδη υπήρχαν εξ αρχής δηλαδή από το 1998.

Πίνακας 3.1

Τιμές δεικτών για κάθε Μετοχικό Αμοιβαίο Κεφάλαιο Εσωτερικού

1999

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	β	γρ	TREYNOR	SHARPE	ΔΕ(%)	JENSEN
Alpha Trust Hambros Αναπ.Μετ.Εσ.	1,142473	223,7463	187,9049	21,019109	788,1836	9,736199
Alpha Trust Hambros Νέων Επιχ.Μετ.	1,116518	244,9765	211,2877	23,583563	989,9927	9,769368
Midland Ελλην/κή Αναπτυξιακό	0,949275	189,9448	190,54	21,533861	285,5349	5,995509
Helvetia Μετοχών	1,115421	173,5841	147,4906	17,327180	727,669	1,678617
Εγνατία-Ολυμπία Αναπτυξιακό	0,997508	202,4099	193,8228	20,151572	3012,724	6,461428
ΕυροΕλληνικό Μετοχών	0,844957	207,4	234,7221	24,22622	6224,201	10,92467
Ιονική Μετοχικό	0,9925	194,5163	186,8477	21,392924	2828,315	5,999837
Δωρική Μετοχικό	0,789582	187,9981	226,6112	24,381228	721,6846	9,126693
Ερμής Δυναμικό	0,847842	176,4356	197,4019	22,192582	736,8207	6,270262
Alico-Eurobank Μετοχικό Εσωτ.	0,980857	129,7975	123,0838	14,770809	546,6829	-1,26621
Γενική Αναπτυξιακό	0,586678	187,1847	303,5988	31,174562	1162,039	15,87473
Kosmos Invest	0,935222	159,6778	161,0396	17,996635	127,6881	2,554575
Metrolife Αναπτυξιακό	0,973999	167,4298	162,5873	17,807868	1085,521	2,832799
Ιονική Athens Index Fund	0,899088	112,5072	115,0469	15,184168	19,14266	-2,10221
Εργασίας Αναπτυξιακό	0,925885	125,6121	125,871	14,334413	724,947	-1,13606
Cretafund Μετοχικό Εσωτ.	1,209703	157,1225	122,3875	14,619156	320,4968	-1,53314
Barclays Μετοχικό	0,567648	66,15095	100,557	12,096362	141,8333	-4,01641
Interamerican Δυναμικό	0,873742	137,2193	146,6672	18,330659	167,8627	1,358876
ABN AMRO Αναπτυξιακό	0,947237	141,3306	139,6277	13,874075	229,7641	-0,0086
Sigma Athens Index Fund	0,824175	83,10913	89,83429	11,690073	19,14762	-5,84477
Nat.Nederlanden Αναπτυξιακό	0,965688	149,5004	145,42	17,743403	333,7985	1,312607
Δελφοί Μετοχικό	0,877741	145,1076	154,986	18,122647	878,4395	2,013836
ΑΤΕ Μετοχικό	0,720704	131,3694	169,6945	19,605891	2212,647	3,199329
Χίος Μετοχικό Ελλ.Ανάπτυξης	0,794035	117,817	136,9549	12,495867	269,3861	-0,82848
ΕΤΒΑ NATWEST Αναπτ.	0,858108	130,7774	141,8324	15,215835	358,6779	0,327282
Ασπίς Πρόνοια Εισ.& Υπεραξίας	0,852523	112,3802	121,1818	14,334140	611,3336	-1,66244
Ευρωπαϊκή Πίστη Αναπτυξιακό	1,006054	140,7357	130,8733	16,269182	715,7635	-0,18284
ΔΗΛΟΣ Blue Chips	0,878626	139,8427	148,8378	17,9832	902,3873	1,513575
Alpha Αναπτυξιακό Μετοχικό	0,894509	141,102	147,6028	17,695533	1021,5	1,383053
International Αναπτυξιακό	1,296966	135,6428	97,59139	10,526307	1038,962	-5,76447
Κύπρου Ελληνικό Μετοχικό	0,912469	139,2377	142,6544	15,125236	1217,313	0,516872
ΛΑΙΚΗ TELESIS Μετοχικό	1,293772	235,6854	175,1586	19,615553	6867,57	5,895621
Interamerican Αναπτ. Εταιριών	1,039371	186,3673	170,5814	19,157708	4524,376	4,384683
Alpha Trust Υποδομής	1,378062	226,6543	157,8915	18,929542	5892,216	3,798293
ΧΙΟΣ Small Cap	1,029809	155,7384	142,4229	13,767312	6772,408	1,13089
Allianz Επιθ. Στρατηγικής	1,181263	144,2004	114,3948	12,034284	19042,52	3,823953
CitiFund Equity	0,89307	48,38233	44,01931	5,5345357	10802,68	-7,69291

Συνέχεια του Πίνακα 3.1

Alpha Δυναμικό	1,277675	112,8353	81,21415	9,4700880	46815,79	5,837311
Πειραιώς Πρωτεύς	1,148582	79,03484	60,91411	6,6303757	15017,45	-3,48137
Δελφοί Small Cap	1,072929	162,7004	143,1879	13,620757	46932,78	17,16416
Midland Athens Index	1,066598	48,92768	37,36899	4,0960190	647,1632	-9,70361
International Μεσαίας Κεφαλ.	1,408866	43,31494	24,30674	2,7852758	2504,124	-11,9971
NEXUS	1,100081	29,11107	18,21781	1,5415105	197,2826	-8,28575
Interamerican Ολυμπιονίκης	0,007823	-3,2138	-1570,24	-1,7074890	61563,84	-10,2818
International Δείκτη FT/S&P	0,185314	-2,63294	-63,1518	-3,9640308	356,3576	-17,502
Γενική Αναπτυσ. Εταιρειών	0,04535	-2,35208	-251,867	-3,8149824	1164,96	-18,5574
Nat.Nederl. Δυναμικών Επιχ.	0,284731	-9,86299	-66,4944	-3,9661222	5345,442	-22,9695
Barclays Αναπτυξιακό	-0,02606	1,112125	305,3112	-18,210573	282,9726	-6,06807

Πίνακας 3.2

Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εξωτερικού για κάθε ένα από τους δείκτες.

1999

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	β	gp	TREYNOR	SHARPE	ΔΕ(%)	JENSEN
Alpha Trust Hambros Αναπ.Μετ.Εσ.	40	4	9	8	26	5
Alpha Trust Hambros Νέων Επιχ.Μετ.	39	1	5	4	23	4
Midland Ελλην/κή Αναπτυξιακό	26	8	8	6	39	10
Helvetia Μετοχών	38	13	20	21	28	20
Εγνατία-Ολυμπία Αναπτυξιακό	31	6	7	9	13	7
ΕυροΕλληνικό Μετοχών	12	5	3	3	9	3
Ιονική Μετοχικό	30	7	10	7	14	9
Δωρική Μετοχικό	9	9	4	2	30	6
Ερμής Δυναμικό	13	12	6	5	27	8
Αlico-Eurobank Μετοχικό Εσωτ.	29	31	31	26	34	32
Γενική Αναπτυξιακό	7	10	2	1	19	2
Kosmos Invest	24	16	15	16	46	18
Metrolife Αναπτυξιακό	28	14	14	18	20	17
Ιονική Athens Index Fund	21	35	34	24	48	35
Εργασίας Αναπτυξιακό	23	32	30	28	29	31
Cretafund Μετοχικό Εσωτ.	43	17	32	27	38	33
Barclays Μετοχικό	6	39	36	34	45	37
Interamerican Δυναμικό	16	27	21	14	44	23
ABN AMRO Αναπτυξιακό	25	22	27	30	42	28
Sigma Athens Index Fund	11	37	38	36	47	39
Nat.Nederlanden Αναπτυξιακό	27	19	22	19	37	24
Δελφοί Μετοχικό	17	20	17	15	25	19
ΑΤΕ Μετοχικό	8	29	13	11	16	16
Χίος Μετοχικό Ελλ.Ανάπτυξης	10	33	28	33	41	30
ΕΤΒΑ NATWEST Αναπτ.	15	30	26	23	35	27
Αστίς Πρόνοια Εισ.& Υπεραξίας	14	36	33	29	33	34
Ευρωπαϊκή Πίστη Αναπτυξιακό	32	24	29	22	31	29
ΔΗΛΟΣ Blue Chips	18	25	18	17	24	21
Alpha Αναπτυξιακό Μετοχικό	20	23	19	20	22	22
International Αναπτυξιακό	46	28	37	37	21	38
Κύπρου Ελληνικό Μετοχικό	22	26	24	25	17	26
ΛΑΙΚΗ TELESIS Μετοχικό	45	2	11	10	7	11
Interamerican Αναπτ. Εταιριών	34	11	12	12	12	13
Alpha Trust Υποδομής	47	3	16	13	10	15
ΧΙΟΣ Small Cap	33	18	25	31	8	25
Allianz Επιθ. Στρατηγικής	42	21	35	35	4	14
CitiFund Equity	19	41	41	40	6	41
Alpha Δυναμικό	44	34	39	38	3	12
Πειραιώς Πρωτεύς	41	38	40	39	5	36

Συνέχεια του Πίνακα 3.2

Δελφοί Small Cap	36	15	23	32	2	1
Midland Athens Index	35	40	42	41	32	43
International Μεσαίας Κεφαλ.	48	42	43	42	15	45
NEXUS	37	43	44	43	43	42
Interamerican Ολυμπιονίκης	2	47	48	44	1	44
International Δείκτη FT/S&P	4	46	45	46	36	46
Γενική Αναπτυσ. Εταιρειών	3	45	47	45	18	47
Nat.Nederl. Δυναμικών Επιχ.	5	48	46	47	11	48
Barclays Αναπτυξιακό	1	44	1	48	40	40

Και εδώ όπως και για το έτος 1998 τα αποτελέσματα των τελικών κατατάξεων που προκύπτουν και φαίνονται στον παραπάνω πίνακα 3.2, είναι ότι και για το έτος 1999 όπου σημειωτέων υπάρχουν επιπλέον 15 αμοιβαία κεφάλαια τα οποία προστέθηκαν σταδιακά κατά όλη τη διάρκεια του έτους δεν διαφοροποιούνται σημαντικά μεταξύ των δεικτών. Μόνη εξαίρεση μπορεί να προκύψει και εδώ για τον συντελεστή β όπου στην συγκεκριμένη περίπτωση τα τελικά αποτελέσματα έχουν μια μεγαλύτερη διαφοροποίηση. Μια άλλη παρατήρηση που μπορεί να επισημανθεί είναι ότι τα αμοιβαία που προέκυψαν για το 1998 στις 2 πρώτες θέσεις για το έτος 1999 είναι σε καλή θέση αλλά όχι πλέον τόσο ψηλά. Από τα επιπλέον αμοιβαία που προέκυψαν είναι χαρακτηριστικό ότι δεν είχαν καλές επιδόσεις και βρίσκονται στις τελευταίες θέσεις όσον αφορά όλους τους δείκτες εκτός φυσικά από την μεταβολή του ενεργητικού τους. Στο συγκεκριμένο δείκτη γίνεται φανερό ότι καταλαμβάνουν σχεδόν όλα τους τις πρώτες θέσεις, κάτι που μπορεί να θεωρήσει κανείς ότι ήταν και αναμενόμενο μια και λόγω του ότι ξεκινάνε στη μέση η ακόμα και στο τέλος του έτους τα κεφάλαια που εισρέουν είναι μαζεμένα και σε μικρό χρονικό διάστημα.

5.4 ΜΕΤΟΧΙΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ (1999)

Εκτός από αυτά τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού η μελέτη που έγινε αφορά και τα αντίστοιχα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού όπως έχει ήδη αναφερθεί στην αρχή της εργασίας αυτής. Στην συγκεκριμένη περίπτωση για την χρονιά δηλαδή 1999 τα αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού που μελετήθηκαν ήταν 7 και αναφέρονται παρακάτω.

1	Alpha Μετοχών Εξωτ.
2	Δήλος Διεθνές
3	Δήλος Ευρωπαϊκό
4	Alpha Euro
5	N. Nederlanden Info. Technology
6	N. Nederl. Global Brand Names
7	A. Trust N.Επιχειρ. Ευρωπαϊκό

Η μελέτη και η αξιολόγηση αφορά όπως και προηγούμενα τους 6 δείκτες με τη σειρά που αυτοί αναφέρθηκαν και οι τιμές όπως και οι τελικές κατατάξεις των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων εξωτερικού δίνονται στους παρακάτω Πίνακες 4.1 και 4.2 που ακολουθούν.

Πίνακας 4.1

Τιμές δεικτών για κάθε Μετοχικό Αμοιβαίο Κεφάλαιο Εξωτερικού

1999

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	β	Rp	TREYNOR	SHARPE	JENSEN	ΔΕ(%)
Alpha Μετοχών Εξωτ.	-0,288437	59,4621	-174,7069	13,82004	5,9896	75,711
Δήλος Διεθνές	-0,128482	56,44605	-368,7364	10,54679	4,7643	59,281
Δήλος Ευρωπαϊκό	-0,074999	19,61249	-140,5679	2,316352	2,1089	-27,486
Alpha Euro	-0,194383	43,27191	-175,9502	5,914625	4,5148	129,59
N. Nederlanden Info. Technology	-0,586131	127,8347	-202,6247	9,006368	13,869	15,772
N. Nederl. Global Brand Names	-0,355318	21,17957	-34,08088	2,337213	4,4772	276,31
A. Trust N.Επιχειρ. Ευρωπαϊκό	-0,284055	12,90795	-13,51125	0,80589	7,0889	371,88

Πίνακας 4.2

Κατάταξη Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εξωτερικού για κάθε ένα από τους δείκτες.

1999

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	β	gp	TREYNOR	SHARPE	$\Delta E(\%)$	JENSEN
Alpha Μετοχών Εξωτ.	3	2	4	1	4	3
Δήλος Διεθνές	6	3	7	2	5	4
Δήλος Ευρωπαϊκό	7	6	3	6	7	7
Alpha Euro	5	4	5	4	3	5
N. Nederlanden Info. Technology	1	1	6	3	6	1
N. Nederl. Global Brand Names	2	5	2	5	2	6
A. Trust N.Επιχειρ. Ευρωπαϊκό	4	7	1	7	1	2

Όσον αφορά τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την τελική κατάταξη για τα αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού για την χρονιά 1999, προκύπτει ότι δεν είναι ξεκάθαρο συνολικά για όλους τους δείκτες ποια από τα αμοιβαία κατέχουν τις καλύτερες θέσεις μια και όπως είναι φανερό οι διαφοροποιήσεις είναι αρκετές και κανένα αμοιβαίο κεφάλαιο δεν κατέχει την ίδια θέση σε περισσότερα των τριών δεικτών. Τα επιπλέον τρία αμοιβαία που προέκυψαν μέσα στο 1999 σε αντίθεση με το 1998 που ήταν μόνο 4 μπορεί να παρατηρηθεί ότι όσον αφορά την μεταβολή του ενεργητικού και τον δείκτη του Treynor αλλά και το β και η απόδοση (όσον αφορά το N. Nederlanden Info. Tech.), καταφέρνουν να καταλάβουν τις πρώτες θέσεις.

Β. ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ PROMETHEE II ΣΤΟ ΔΕΙΓΜΑ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Εκτός από την αξιολόγηση των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων που έγινε βάση των έξι δεικτών που επιλέχθηκαν και των αποτελεσμάτων που προέκυψαν, ακολούθησε και μια άλλη μέθοδος εκτίμησης και αξιολόγησης των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων για τις χρονιές 1998-1999. Η μέθοδος αυτή είναι η πολυκριτήρια ανάλυση Promethee II. Σαν στοιχεία για τη λειτουργία της μεθόδου αυτής χρησιμοποιήθηκαν σαν κριτήρια της μεθόδου και οι έξι δείκτες που αναφέρθηκαν προηγουμένα. Αυτά τα έξι κριτήρια αποτέλεσαν ουσιαστικά και τα έξι συνολικά σενάρια που μελετήθηκαν έτσι ώστε να μπορούν τα αποτελέσματα να είναι πιο γενικά και να μελετηθούν η όποιες ίσως διαφορές ανάμεσα τους θα μπορούσαν να προκύψουν. Από τα έξι γενικευμένα κριτήρια που περιγράφηκαν στην προηγούμενη ενότητα, προτιμήθηκε το Κριτήριο Gauss, που αποτελεί γενίκευση των παραπάνω κριτηρίων, κυρίως εξαιτίας της απλότητας που το χαρακτηρίζει (απαιτείται η γνώση μόνο μιας παραμέτρου, της σ).

5.5 Φύση των Κριτηρίων, Εναλλακτικά Σενάρια και Βάρη Δεικτών

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που επιλέγησαν ως κριτήρια προτίμησης καθώς και η φύση τους (κριτήριο προς μεγιστοποίηση ή ελαχιστοποίηση) παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.5 ΦΥΣΗ ΤΩΝ ΚΡΙΤΗΡΙΩΝ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ

ΚΡΙΤΗΡΙΟ	Min/max
Ο ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΒΗΤΑ (β)	Max
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ r_p (%)	Max
Ο ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΟΥ TREYNOR (TR)	Max
Ο ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΟΥ SHARPE (SR)	Max
Ο ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΟΥ JENSEN (J)	Max
ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΔΕ(%)	Max

Εκτός από τον καθορισμό των χρηματοοικονομικών δεικτών που χρησιμοποιήθηκαν για την εκτίμηση των επιδόσεων και την αξιολόγηση των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων, σημαντικός είναι και ο προσδιορισμός των βαρών των κριτηρίων επιλογής κατά την εφαρμογή της PROMETHEE II, τα οποία και ορίζουν τη σχετική τους σημασία (σημαντικότητα).

Δημιουργήθηκαν επομένως 6 εναλλακτικά σενάρια (ένα για κάθε δείκτη), όπου σε κάθε ένα από τα σενάρια αυτά, επιχειρείται μια διαφορετική προσέγγιση της εκτίμησης των επιδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων ορίζοντας, ανάλογα με το είδος της εκτίμησης που επιθυμείται, διαφορετικά βάρη δεικτών. Τα σενάρια που χρησιμοποιήθηκαν και τα αντίστοιχα επίπεδα σημαντικότητας των δεικτών παρουσιάζονται στον πίνακα που ακολουθεί:

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.6 ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΑ ΣΕΝΑΡΙΑ ΚΑΙ ΒΑΡΗ ΔΕΙΚΤΩΝ

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ	ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΑ ΣΕΝΑΡΙΑ					
	I	II	III	IV	V	VI
Ο ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΒΗΤΑ (β)	0,25	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ r_p (%)	0,15	0,25	0,15	0,15	0,15	0,15
Ο ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΟΥ ΤREYNOR (TR)	0,15	0,15	0,25	0,15	0,15	0,15
Ο ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΟΥ SHARPE (SR)	0,15	0,15	0,15	0,25	0,15	0,15
Ο ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΟΥ JENSEN (J)	0,15	0,15	0,15	0,15	0,25	0,15
ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΔΕ(%)	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,25
ΣΥΝΟΛΟ	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00

Αναλυτικότερα:

- Σενάριο I. Δίνεται ιδιαίτερη βαρύτητα στο συντελεστή β δηλαδή ουσιαστικά δίνεται περισσότερη βαρύτητα στο κατά πόσο ένα αμοιβαίο κεφάλαιο είναι 'επικίνδυνο' ή όχι. Ο κίνδυνος στην περίπτωση αυτή αναφέρεται στην ευαισθησία των αποδόσεων του αμοιβαίου σε μεταβολές της αγοράς (γενικός

δείκτης) – συστηματικός κίνδυνος. Στα υπόλοιπα κριτήρια δίνεται ο ίδιος συντελεστής βαρύτητας (0,15) θεωρώντας ότι στο συγκεκριμένο σενάριο είναι ισοδύναμα.

- Σενάριο II. Στο σενάριο αυτό το βάρος της ανάλυσης αφορά τον δεύτερο κατά σειρά κριτήριο που είναι και ένα από βασικά για την επιλογή ενός αμοιβαίου κεφαλαίου. Αυτό είναι η απόδοση του κάθε αμοιβαίου και επομένως το βάρος εδώ δίνεται στο κατά πόσον ένα αμοιβαίο καταφέρνει να πετύχει υψηλές αποδόσεις, σε σχέση με τα υπόλοιπα.
- Σενάριο III. Στη συνέχεια το επόμενο εναλλακτικό σενάριο αφορά τον δείκτη του Treynor (TR). Η βαρύτητα επομένως εδώ πέφτει στο κατά πόσον ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, βάση του συστηματικού κινδύνου που αναλαμβάνει (συντελεστής β), καταφέρνει να έχει σε σχέση με τα υπόλοιπα τη μεγαλύτερη διαφορά σε απόδοση εκφρασμένη πάντα επί τοις εκατό (%), από το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο. Όσο για τα υπόλοιπα κριτήρια θεωρούνται ισοδύναμα όπως και σε κάθε ένα από τα υπόλοιπα σενάρια.
- Σενάρια IV. Ακολουθεί το σενάριο για το οποίο ο υψηλότερος συντελεστής σημαντικότητας (0,25) αποδίδεται στο δείκτη του Sharpe. Και εδώ όπως και στο σενάριο III δίνεται βαρύτητα στη διαφορά ανάμεσα στην απόδοση που πετυχαίνει το αμοιβαίο κεφάλαιο (σε ετήσια βάση) και στην απόδοση ενός ακίνδυνου χρεωγράφου, λαμβάνοντας υπόψιν τον μη συστηματικό κίνδυνο που εμπεριέχει το εκάστοτε αμοιβαίο κεφάλαιο (τυπική απόκλιση).
- Σενάριο VI. Σε αυτό το τελευταίο σενάριο δίνεται βαρύτητα στη μεταβολή του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων. Τα υπόλοιπα κριτήρια θεωρούνται ισοβαρή. Όπως θα φανεί και από τα αποτελέσματα οι κατατάξεις για το συγκεκριμένο σενάριο διαφέρουν αρκετά σε σχέση με τις υπόλοιπες που αφορούν τα άλλα σενάρια, κάτι που πιθανότατα αποτελεί ένδειξη ότι ο συγκεκριμένος δείκτης δεν μπορεί να θεωρηθεί αξιόλογο κριτήριο όσον αφορά τις επιδόσεις και την τελική επιλογή ενός αμοιβαίου κεφαλαίου για κάποιον υποψήφιο επενδυτή.

5.6 Αποτελέσματα Μεθόδου και Τελικές Κατατάξεις

Η εκτίμηση των επιδόσεων των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων (εσωτερικού, εξωτερικού) για τα έτη 1998 και 1999, περιελάμβανε την εφαρμογή της PROMETHEE II για κάθε ένα από τα σενάρια που αναφέρθηκαν παραπάνω. Στην παράγραφο αυτήν παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της μεθόδου στο δείγμα των υπό εξέταση αμοιβαίων κεφαλαίων για κάθε έτος και για κάθε διαφορετική θεώρηση των βαρών των κριτηρίων προτίμησης (εναλλακτικά σενάρια). Σημειώνεται ότι, πέρα από τα αποτελέσματα που προκύπτουν βάση των εναλλακτικών σεναρίων, έχει υπολογισθεί ως μέτρο σύγκρισης και ο μέσος όρος των καθαρών ροών που προκύπτουν από κάθε εφαρμογή της PROMETHEE II.

Η περαιτέρω επεξεργασία των αποτελεσμάτων και ο υπολογισμός του W του Kendall δείχνουν ότι υπάρχει μεγάλη συσχέτιση ανάμεσα στις διαφορετικές κατατάξεις που αφορούν τα εναλλακτικά σενάρια. Το W του Kendall είναι ένα μη παραμετρικό τεστ της υπόθεσης ότι μερικά σχετιζόμενα δείγματα ανήκουν στον ίδιο πληθυσμό το οποίο μέτρα την συμφωνία των κατατάξεων και παίρνει τιμές από 0 (καθόλου συμφωνία) έως 1 (απόλυτη συμφωνία). Επιβεβαιώνεται, με αυτόν τον τρόπο αυτό, η εμφανής ομοιομορφία των κατατάξεων που προκύπτουν από την θεώρηση διαφορετικών επιπέδων σημαντικότητας.

Στη συνέχεια ακολουθούν τα αποτελέσματα της μεθόδου (συνολικές καθαρές ροές) Promethee II και οι τελικές κατατάξεις για κάθε έτος και για κάθε κατηγορία αμοιβαίων κεφαλαίων χωριστά. Τα αποτελέσματα για το έτος 1998 βρίσκονται στους Πίνακες 1, 1.1 και 2, 2.1, (αμοιβαία εσωτερικού και εξωτερικού αντίστοιχα) που ακολουθούν, ενώ για το 1999 τα αντίστοιχα αποτελέσματα και οι τελικές κατατάξεις βρίσκονται στους Πίνακες 3, 3.1 και 4, 4.1. Οι κατατάξεις αφορούν κάθε ένα εναλλακτικό σενάριο και με την σειρά που αυτά αναφέρθηκαν.

Πίνακας 1

Καθαρές ροές για τα αμοιβαία ανά σενάριο

Μετοχικά Εσωτερικού 1998

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΣΕΝΑΡΙΟ I	ΣΕΝΑΡΙΟ II	ΣΕΝΑΡΙΟ III	ΣΕΝΑΡΙΟ IV	ΣΕΝΑΡΙΟ V	ΣΕΝΑΡΙΟ VI
Alpha Trust Hambros Αναπ.Μετ.Εσ.	12,7900	18,1620	15,2018	17,7651	14,41891	18,5922
Alpha Trust Hambros Νέων Επιχ.Μετ.	19,7614	18,9548	21,98676	19,19670	21,08217	20,13526
Midland Ελλην/κή Αναπτυξιακό	11,4360	9,76169	13,53037	10,20984	12,474810	7,920094
Helvetia Μετοχών	-3,75345	-6,04969	-4,36837	-5,884821	-4,7068376	-5,944923
Εγνατία-Ολυμπία Αναπτυξιακό	0,43332	6,81404	1,360004	6,426804	1,0077699	6,597170
ΕυροΕλληνικό Μετοχών	12,2338	10,8058	14,31196	11,20261	13,266511	9,672176
Ιονική Μετοχικό	10,4380	8,09559	12,30885	8,588348	11,221581	6,340987
Δωρική Μετοχικό	11,6439	4,73417	13,11721	5,655975	11,849215	3,195271
Ερμής Δυναμικό	-0,25637	3,75910	0,450517	3,512283	0,0589230	2,708236
Alico-Eurobank Μετοχικό Εσωτ.	0,07065	0,43799	0,383901	0,474626	-0,0793991	-0,341015
Γενική Αναπτυξιακό	-0,58923	0,11202	-0,37933	0,111716	-0,7910566	-0,503646
Kosmos Invest	-1,87602	-1,57015	-1,86192	-1,541180	-2,2430797	-2,132433
Metrolife Αναπτυξιακό	1,89593	-5,68460	1,211385	-5,228718	0,6575082	-5,317859
Ιονική Athens Index Fund	-5,96111	3,545441	-5,13364	3,008272	-5,2865907	2,682350
Εργασίας Αναπτυξιακό	-4,3217	-3,930229	-4,6080	-3,918275	-4,9303420	-4,190777
Cretafund Μετοχικό Εσωτ.	-4,5444	-10,91893	-5,9066	-10,5553	-6,2682108	-10,42731
Barclays Μετοχικό	-4,1370	0,76476	-3,8880	0,484529	-4,1294375	0,434786
Interamerican Δυναμικό	-0,29913	5,675708	0,71852	5,302138	0,3502065	4,4781646
ABN AMRO Αναπτυξιακό	-3,01709	2,725689	-2,47939	2,383350	-2,734726	1,9378512
Sigma Athens Index Fund	-6,45442	3,279730	-5,68113	2,739445	-5,825108	2,613319
Nat.Nederlanden Αναπτυξιακό	-2,76290	8,782416	-1,20886	8,029264	-1,4442082	7,305356
Δελφοί Μετοχικό	-4,27049	-2,826213	-4,52371	-2,890713	-4,7973037	-2,834188
ΑΤΕ Μετοχικό	-2,53089	-0,736814	-2,45900	-0,831790	-2,7906792	-1,215072
Χίος Μετοχικό Ελλ.Ανάπτυξης	-0,84318	4,468150	-0,03878	4,133630	-0,377154	3,413142
ΕΤΒΑ NATWEST Αναπτ.	-5,24639	-13,3707	-7,06259	-12,94790	-7,386334	-12,73724
Ασπίς Πρόνοια Εισ.& Υπεραξίας	-4,60569	-15,69735	-6,79888	-15,08675	-7,163958	-14,67634
Ευρωπαϊκή Πίστη Αναπτυξιακό	-1,78249	0,79225	-1,48672	0,663835	-1,8316509	0,062213
ΔΗΛΟΣ Blue Chips	-1,20832	4,696638	-0,38422	4,32047	-0,702141	3,617920
Alpha Αναπτυξιακό Μετοχικό	-5,35812	-5,95150	-6,02479	-5,9139	-6,302627	-5,873598
International Αναπτυξιακό	-1,47043	-14,05452	-7,03824	-13,88598	-5,471139	-10,60397
Κύπρου Ελληνικό Μετοχικό	-5,4953	-16,73901	-10,2855	-16,72365	-7,593248	-13,63964
ΛΑΙΚΗ TELESIS Μετοχικό	-9,40109	-18,19701	-14,8217	-18,30658	-12,61251	-15,99434
Interamerican Αναπτ. Εταιριών	-0,51802	-0,641356	0,79969	-0,493401	9,0801391	4,725828

Πίνακας 1.1

Κατάταξη Μετοχικών Αμοιβαίων Εσωτερικού ανά Σενάριο

1998

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΣΕΝΑΡΙΟ I	ΣΕΝΑΡΙΟ II	ΣΕΝΑΡΙΟ III	ΣΕΝΑΡΙΟ IV	ΣΕΝΑΡΙΟ V	ΣΕΝΑΡΙΟ VI
Alpha Trust Hambros Αναπ.Μετ.Εσ.	2	2	2	2	2	2
Alpha Trust Hambros Νέων Επιχ.Μετ.	1	1	1	1	1	1
Midland Ελλην/κή Αναπτυξιακό	5	4	4	4	4	4
Helvetia Μετοχών	22	27	22	26	22	27
Εγνατία-Ολυμπία Αναπτυξιακό	8	7	7	7	8	6
ΕυροΕλληνικό Μετοχών	3	3	3	3	3	3
Ιονική Μετοχικό	6	6	6	5	6	7
Δωρική Μετοχικό	4	9	5	8	5	12
Ερμής Δυναμικό	10	12	10	12	11	13
Alico-Eurobank Μετοχικό Εσωτ.	9	18	11	18	12	19
Γενική Αναπτυξιακό	13	19	13	19	15	20
Kosmos Invest	18	22	17	22	18	22
Metrolife Αναπτυξιακό	7	25	8	25	9	25
Ιονική Athens Index Fund	31	13	25	13	25	14
Εργασίας Αναπτυξιακό	25	24	24	24	24	24
Cretafund Μετοχικό Εσωτ.	26	28	27	28	28	28
Barclays Μετοχικό	23	17	20	17	21	17
Interamerican Δυναμικό	11	8	9	9	10	9
ABN AMRO Αναπτυξιακό	21	15	19	15	19	16
Sigma Athens Index Fund	32	14	26	14	27	15
Nat.Nederlanden Αναπτυξιακό	20	5	15	6	16	5
Δελφοί Μετοχικό	24	23	23	23	23	23
ΑΤΕ Μετοχικό	19	21	18	21	20	21
Χίος Μετοχικό Ελλ.Ανάπτυξης	14	11	12	11	13	11
ΕΤΒΑ NATWEST Αναπτ.	28	29	31	29	31	30
Ασπίς Πρόνοια Εισ.& Υπεραξίας	27	31	30	31	30	32
Ευρωπαϊκή Πίστη Αναπτυξιακό	17	16	16	16	17	18
ΔΗΛΟΣ Blue Chips	15	10	14	10	14	10
Alpha Αναπτυξιακό Μετοχικό	29	26	28	27	29	26
International Αναπτυξιακό	16	30	29	30	26	29
Κύπρου Ελληνικό Μετοχικό	30	32	32	32	32	31
ΛΑΙΚΗ TELESIS Μετοχικό	33	33	33	33	33	33
Interamerican Αναπτ. Εταιριών	12	20	21	20	7	8

Πίνακας 2

Καθαρές ροές για τα αμοιβαία ανά σενάριο

Μετοχικά Εξωτερικού 1998

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΣΕΝΑΡΙΟ I	ΣΕΝΑΡΙΟ II	ΣΕΝΑΡΙΟ III	ΣΕΝΑΡΙΟ IV	ΣΕΝΑΡΙΟ V	ΣΕΝΑΡΙΟ VI
Alpha Μετοχών Εξωτ.	1,285205	1,174335	1,58483731	1,189340	1,506086	0,9175626
Δήλος Διεθνές	-0,713767	-1,014854	-0,894049	-1,070076	-0,736985	-1,0277661
Δήλος Ευρωπαϊκό	0,850909	0,6856770	0,951858	0,685466	0,9297831	0,8721536
Alpha Euro	-1,4223480	-0,845158	-1,642647	-0,804729	-1,698884	-0,7619501

Πίνακας 2.1

Κατάταξη Μετοχικών Αμοιβαίων Εξωτερικού ανά Σενάριο

1998

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΣΕΝΑΡΙΟ I	ΣΕΝΑΡΙΟ II	ΣΕΝΑΡΙΟ III	ΣΕΝΑΡΙΟ IV	ΣΕΝΑΡΙΟ V	ΣΕΝΑΡΙΟ VI
Alpha Μετοχών Εξωτ.	1	1	1	1	1	1
Δήλος Ευρωπαϊκό	3	4	3	4	3	4
Alpha Euro	2	2	2	2	2	2
Δήλος Διεθνές	4	3	4	3	4	3

Σύμφωνα με τις κατατάξεις των αμοιβαίων κεφαλαίων για το έτος 1998 τόσο για αυτά του εσωτερικού όσο και για του εξωτερικού δεν φαίνεται να έχουν διαφοροποιήσεις σημαντικές. Αυτό προκύπτει και από την τιμή του W του Kendall όπου για τα μετοχικά εσωτερικού έχει τιμή 0,94 ενώ για του εξωτερικού πλησιάζει πολύ την μονάδα και συγκεκριμένα έχει τιμή 0,97. Αυτό που πρέπει να σημειωθεί εδώ και αφορά κυρίως τα μετοχικά εσωτερικού είναι ότι η κατάταξη που προκύπτει δεν διαφέρει και πολύ από την κατάταξη που αναφέρθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο, βάση του υπολογισμού των δεικτών. Η κατάταξη των αμοιβαίων είναι παρόμοια για όλα τα σενάρια και επομένως τις πρώτες θέσεις κατέχουν και εδώ τα ίδια αμοιβαία.

Πίνακας 3

Καθαρές ροές για τα αμοιβαία ανά σενάριο

Μετοχικά Εσωτερικού 1999

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΣΕΝΑΡΙΟ I	ΣΕΝΑΡΙΟ II	ΣΕΝΑΡΙΟ III	ΣΕΝΑΡΙΟ IV	ΣΕΝΑΡΙΟ V	ΣΕΝΑΡΙΟ VI
Alpha Trust Hambros Αναπ.Μετ.Εσ.	8,493439	14,970536	12,021755	13,827178	9,736199	14,28524
Alpha Trust Hambros Νέων Επιχ.Μετ.	8,469446	18,04583	9,760085	16,858393	9,76936	16,95932
Midland Ελλην/κή Αναπτυξιακό	5,269662	8,6416176	6,1526511	8,5097946	5,995508	7,672680
Helvetia Μετοχών	1,170710	6,429470	1,9853376	6,004738	1,678617	6,235007
Εγνατία-Ολυμπία Αναπτυξιακό	5,533622	12,024855	6,5727126	11,30704	6,461428	11,09031
ΕυροΕλληνικό Μετοχών	9,827890	11,792903	11,09264	11,734037	10,92467	10,575737
Ιονική Μετοχικό	5,219796	9,195006	6,1398357	8,9155006	5,999836	8,437087
Δωρική Μετοχικό	8,3759490	7,6574969	9,3623996	8,1528078	9,126692	6,515176
Ερμής Δυναμικό	5,7289724	5,6793569	6,4563332	6,0263336	6,270262	4,836789
Alico-Eurobank Μετοχικό Εσωτ.	-0,992777	-0,853872	-0,744636	-0,6412268	-1,26621	-0,92207
Γενική Αναπτυξιακό	15,22153	6,7883292	16,736485	8,7270574	15,87473	5,349811
Kosmos Invest	2,279074	3,5324348	2,7861589	3,5640774	2,554575	3,174007
Metrolife Αναπτυξιακό	2,432312	5,1256832	3,0462684	4,9347691	2,832798	4,805422
Ιονική Athens Index Fund	-1,456673	-4,889163	-1,465622	-4,1209986	-2,10221	-5,010862
Εργασίας Αναπτυξιακό	-0,810102	-1,460571	-0,661441	-1,2154946	-1,13606	-1,527857
Cretafund Μετοχικό Εσωτ.	-1,799421	4,1964768	-0,925352	3,7224963	-1,533137	4,627687
Barclays Μετοχικό	-1,931636	-15,57181	-3,246177	-13,866962	-4,016410	-16,34734
Interamerican Δυναμικό	1,457651	-0,915469	1,6794693	-0,292546	1,3588761	-1,230730
ABN AMRO Αναπτυξιακό	-0,027555	1,9267940	0,3138121	1,695429	-0,00860	1,924674
Sigma Athens Index Fund	-4,363217	-10,80189	-4,819369	-9,7451728	-5,84476	-10,87201
Nat.Nederlanden Αναπτυξιακό	1,209386	1,6728903	1,6257973	1,910113	1,312607	1,381817
Δελφοί Μετοχικό	1,975123	0,9090634	2,2858995	1,311499	2,013836	0,518348
ΑΤΕ Μετοχικό	3,485119	-2,289633	3,5005142	-1,311322	3,199328	-2,791129
Χίος Μετοχικό Ελλ.Ανάπτυξης	-0,397619	-2,2465130	-0,479925	-2,1392248	-0,82848	-2,211971
ΕΤΒΑ NATWEST Αναπτ.	0,518826	-0,633049	0,6569657	-0,3679837	0,327281	-0,891334
Ασπίς Πρόνοια Εισ.& Υπεραξίας	-1,061539	-4,245425	-1,134478	-3,6229938	-1,66244	-4,446309
Ευρωπαϊκή Πίστη Αναπτυξιακό	-0,114636	0,664492	0,2626783	0,8665139	-0,18284	0,467132
ΔΗΛΟΣ Blue Chips	1,564856	-0,1316881	1,8170958	0,3727918	1,513574	-0,460592
Alpha Αναπτυξιακό Μετοχικό	1,412033	0,047581	1,6897237	0,4762701	1,383052	-0,178554
International Αναπτυξιακό	-5,65962	3,3471491	-4,66277	2,544934	-5,76447	3,826503
Κύπρου Ελληνικό Μετοχικό	0,5524995	1,0176252	0,8324673	1,059238	0,516872	0,8385816
ΛΑΙΚΗ TELESIS Μετοχικό	4,4071130	18,418958	6,026870	16,71336	5,895621	18,230024
Interamerican Αναπτ. Εταιριών	3,7176776	8,694929	4,5688308	8,235367	4,384683	8,1718782
Alpha Trust Υποδομής	2,2798108	17,06772	4,0688426	15,48356	3,798292	16,835632
ΧΙΟΣ Small Cap	0,8629124	5,697900	1,4353724	5,102619	1,130890	5,8705548
Allianz Επιθ. Στρατηγικής	2,3156915	8,286852	2,5298896	7,619897	3,823953	9,0774429
CitiFund Equity	-8,127359	-15,06751	-9,155391	-14,41945	-7,69291	-14,70277
Alpha Δυναμικό	3,0869321	5,699966	2,106453	5,262916	5,837311	7,2514075
Πειραιώς Πρωτεύς	-5,228543	-5,186700	-5,781681	-5,228792	-3,48136	-3,7332375

Συνέχεια του Πίνακα 3

Δελφοί Small Cap	12,863776	16,229526	10,685494	15,43646	17,16416	16,843035
Midland Athens Index	-10,95030	-14,09096	-11,83717	-13,7995	-9,70360	-12,181228
International Μεσαίας Κεφαλ.	-14,65385	-13,6290	-14,68419	-13,47421	-11,9970	-11,117295
NEXUS	-10,51099	-16,98679	-13,02024	-16,72912	-8,28575	-15,77252
Interamerican Ολυμπιονίκης	-2,80915	-9,23371	-10,9438	-8,92218	-10,2817	-10,24057
International Δείκτη FT/S&P	-9,27918	-21,9208	-14,7492	-21,9178	-17,5019	-19,95442
Γενική Αναπτυσ. Εταιρειών	-10,5528	-24,4118	-18,1829	-24,3954	-18,5574	-24,73261
Nat.Nederl. Δυναμικών Επιχ.	-14,5504	-18,8436	-19,6129	-18,7367	-22,9694	-15,09421
Barclays Αναπτυξιακό	-0,82357	-20,3511	-2,091346	-21,4279	-6,06807	-21,38165

Όπως προκύπτει από την κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων για το 1999 τόσο των μετοχικών εσωτερικού όσο και εξωτερικού (Πίνακες 3.1 και 4.1) οι διαφοροποιήσεις και εδώ δεν είναι σημαντικές, κάτι που προκύπτει εύκολα από την τιμή του W του Kendall (0,96 για του εξωτερικού και 0,92 για του εσωτερικού). Υπάρχουν από την άλλη όμως κάποιες σημαντικές διαφορές όσον αφορά τα αποτελέσματα αυτά με τα αντίστοιχα (κυρίως για του εσωτερικού) που προέκυψαν από τον υπολογισμό των δεικτών. Οι διαφορές αυτές συνίστανται κυρίως στο ότι οι κατατάξεις για τα αμοιβαία που μπήκαν μέσα στο 1999 δεν προκύπτουν σε παρόμοιες θέσεις και κατέχουν τις τελευταίες σχεδόν για όλα τα σενάρια. Εξάιρεση αποτελεί ένα αμοιβαίο το Δελφοί Small Cap , το οποίο σε όλα τα σενάρια καταφέρνει να βρίσκεται στις πρώτες θέσεις. Όσον αφορά τώρα τα αμοιβαία του εξωτερικού αυτά δεν διαφέρουν πολύ και η κατάσταση είναι πιο ξεκάθαρη όσον αφορά τις θέσεις που κατέχει κάθε αμοιβαίο μεταξύ των σεναρίων συνολικά.

Πίνακας 3.1

Κατάταξη Μετοχικών Αμοιβαίων Εσωτερικού ανά Σενάριο

1999

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΣΕΝΑΡΙΟ I	ΣΕΝΑΡΙΟ II	ΣΕΝΑΡΙΟ III	ΣΕΝΑΡΙΟ IV	ΣΕΝΑΡΙΟ V	ΣΕΝΑΡΙΟ VI
Alpha Trust Hambros Αναπ.Μετ.Εσ.	5	5	2	5	5	5
Alpha Trust Hambros Νέων Επιχ.Μετ.	6	2	5	1	4	2
Midland Ελλην/κή Αναπτυξιακό	9	10	9	10	10	11
Helvetia Μετοχών	24	14	20	15	20	14
Εγνατία-Ολυμπία Αναπτυξιακό	8	6	7	7	7	6
ΕυροΕλληνικό Μετοχών	3	7	3	6	3	7
Ιονική Μετοχικό	10	8	10	8	9	9
Δωρική Μετοχικό	4	12	6	12	6	13
Ερμής Δυναμικό	7	17	8	14	8	17
Alico-Eurobank Μετοχικό Εσωτ.	33	30	32	31	32	30
Γενική Αναπτυξιακό	1	13	1	9	2	16
Kosmos Invest	15	20	16	20	18	21
Metrolife Αναπτυξιακό	14	18	15	18	17	18
Ιονική Athens Index Fund	35	36	35	36	35	37
Εργασίας Αναπτυξιακό	32	32	31	32	31	32
Cretafund Μετοχικό Εσωτ.	36	19	33	19	33	19
Barclays Μετοχικό	37	43	37	42	37	45
Interamerican Δυναμικό	20	31	23	29	23	31
ABN AMRO Αναπτυξιακό	28	22	28	23	28	22
Sigma Athens Index Fund	39	39	39	39	39	39
Nat.Nederlanden Αναπτυξιακό	23	23	24	22	24	23
Δελφοί Μετοχικό	17	25	18	24	19	25
ΑΤΕ Μετοχικό	13	34	14	33	16	34
Χίος Μετοχικό ΕΛΛ.Ανάπτυξης	30	33	30	34	30	33
ΕΤΒΑ NATWEST Αναπτ.	27	29	27	30	27	29
Ασπίς Πρόνοια Εισ.& Υπεραξίας	34	35	34	35	34	36
Ευρωπαϊκή Πίστη Αναπτυξιακό	29	26	29	26	29	26
ΔΗΛΟΣ Blue Chips	19	28	21	28	21	28
Alpha Αναπτυξιακό Μετοχικό	22	27	22	27	22	27
International Αναπτυξιακό	40	21	38	21	38	20
Κύπρου Ελληνικό Μετοχικό	26	24	26	25	26	24
ΛΑΙΚΗ TELESIS Μετοχικό	11	1	11	2	11	1
Interamerican Αναπτ. Εταιριών	12	9	12	11	13	10
Alpha Trust Υποδομής	16	3	13	3	15	4
ΧΙΟΣ Small Cap	25	16	25	17	25	15
Allianz Επιθ. Στρατηγικής	18	11	17	13	14	8
CitiFund Equity	42	42	41	43	41	42
Alpha Δυναμικό	21	15	19	16	12	12
Πειραιώς Πρωτεύς	41	37	40	37	36	35
Δελφοί Small Cap	2	4	4	4	1	3
Midland Athens Index	45	41	43	41	43	41

Συνέχεια του Πίνακα 3.1

International Μεσαίας Κεφαλ.	48	40	45	40	45	40
NEXUS	46	44	44	44	42	44
Interamerican Ολυμπιονίκης	38	38	42	38	44	38
International Δείκτη FT/S&P	43	47	46	47	46	46
Γενική Αναπτυσ. Εταιρειών	44	48	47	48	47	48
Nat.Nederl. Δυναμικών Επιχ.	47	45	48	45	48	43
Barclays Αναπτυξιακό	31	46	36	46	40	47

Πίνακας 4

Τιμές των συνολικών καθαρών ροών για κάθε ένα από τα αμοιβαία ανά σενάριο

Μετοχικά Εξωτερικού 1999

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΣΕΝΑΡΙΟ I	ΣΕΝΑΡΙΟ II	ΣΕΝΑΡΙΟ III	ΣΕΝΑΡΙΟ IV	ΣΕΝΑΡΙΟ V	ΣΕΝΑΡΙΟ VI
Alpha Μετοχών Εξωτ.	0,915666	1,152523	0,912391	1,632753	0,84636	1,027732
Δήλος Διεθνές	-0,09814	0,218731	-0,101363	0,6855053	-0,07282	0,270025
Δήλος Ευρωπαϊκό	-1,923190	0,353836	-1,735122	-0,451129	-1,92501	-0,520654
Alpha Euro	-0,497941	-1,522954	-0,426736	-0,99004	-0,53235	-0,949571
N. Nederlanden Info. Technology	1,927498	-0,093084	1,583620	0,287414	1,982974	0,096689
N. Nederl. Global Brand Names	-0,233337	0,241674	-0,225329	-0,170402	-0,40126	0,354207
A. Trust N.Επιχειρ. Ευρωπαϊκό	-0,090550	-0,350727	-0,007463	-0,994100	0,102091	-0,278428

Πίνακας 4.1

Κατάταξη Μετοχικών Αμοιβαίων Εξωτερικού ανά Σενάριο

1999

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΣΕΝΑΡΙΟ I	ΣΕΝΑΡΙΟ II	ΣΕΝΑΡΙΟ III	ΣΕΝΑΡΙΟ IV	ΣΕΝΑΡΙΟ V	ΣΕΝΑΡΙΟ VI
Alpha Μετοχών Εξωτ.	2	1	2	1	5	1
Δήλος Διεθνές	4	4	3	2	2	3
Δήλος Ευρωπαϊκό	7	2	7	5	1	6
Alpha Euro	6	7	6	6	6	7
N. Nederlanden Info. Technology	1	5	1	3	3	4
N. Nederl. Global Brand Names	5	3	4	4	4	2
A. Trust N.Επιχειρ. Ευρωπαϊκό	3	6	5	7	7	5

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Στόχος της διπλωματικής αυτής εργασίας ήταν η μελέτη των αμοιβαίων κεφαλαίων γενικότερα και πιο συγκεκριμένα η αξιολόγηση των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων της Ελληνικής Αγοράς, τόσο εσωτερικού όσο και εξωτερικού, για τις χρονιές 1998 και 1999. Για την αξιολόγηση αυτή χρησιμοποιήθηκαν δύο μέθοδοι.

Η πρώτη μέθοδος υπολογισμού των επιδόσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων αποτέλεσε ο υπολογισμός των κλασικών δεικτών του Treynor, Sharpe και Jensen, όπως και ο υπολογισμός του συστηματικού κινδύνου (συντελεστής β), της ετήσιας απόδοσης (r_p) και της μεταβολής του ενεργητικού κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου ($\Delta E\%$).

Η δεύτερη ήταν η πολυκριτήρια μέθοδος Promethee II, η οποία βασίστηκε στα δεδομένα που προέκυψαν από τον υπολογισμό των παραπάνω έξι δεικτών και μέσω της χρήσης του κριτηρίου του Gauss, όπως αναφέρθηκε και στο κεφάλαιο 6, προέκυψαν οι τελικές καθαρές ροές και από εκεί οι τελικές κατατάξεις για τα αμοιβαία κεφάλαια, οι οποίες και παρουσιάστηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο.

Τα συμπεράσματα που προέκυψαν και στις δύο περιπτώσεις ήταν ενθαρρυντικά κάτι που σημαίνει ότι οι διαφοροποιήσεις μεταξύ των δύο μεθόδων υπολογισμού των επιδόσεων των μετοχικών αμοιβαίων, όσον αφορά τα τελικά αποτελέσματα, ήταν σε κάθε περίπτωση χωρίς ιδιαίτερες αποκλίσεις. Αυτό ισχύει και χωριστά για κάθε μια μέθοδο ανά έτος, κάτι που αποδεικνύει και την ορθότητα των αποτελεσμάτων.

Όσον αφορά την πολυκριτήρια μέθοδο Promethee II τα αποτελέσματα που προκύπτουν δείχνουν ότι υπάρχει μεγαλύτερη διαφοροποίηση ανάμεσα στις δύο χρονιές κάτι που οφείλεται στις καλύτερες αποδόσεις που είχε η αγορά μέσα στο 1999 σε σχέση με το 1998 και κατ' επέκταση και τα αμοιβαία κεφάλαια. Αυτό όμως δεν αλλάζει σε κανένα βαθμό τα τελικά συμπεράσματα που μπορούν να προκύψουν όταν δει κανείς τα αποτελέσματα συνολικά και για τις δύο χρονιές.

Από κει και πέρα οι προοπτικές που εμφανίζονται με βάση και τα αποτελέσματα, είναι πολύ καλές. Όσον αφορά τη μέθοδο Promethee II είναι εύκολα κατανοητό ότι μπορεί να χρησιμοποιηθεί βάσει άλλων δεδομένων και να βοηθήσει με αυτό τον τρόπο στην καλύτερη αξιολόγηση των αμοιβαίων κεφαλαίων. Αυτό μπορεί να γίνει για παράδειγμα όταν τα κριτήρια που θα δοθούν είναι περισσότερα από έξι που χρησιμοποιήθηκαν στην εργασία αυτή, ή ακόμα και όταν τα κριτήρια αυτά δεν αποτελούν κάποιους δείκτες αλλά αφορούν συγκεκριμένες μετοχές οι οποίες έχουν σημαντικό ποσοστό συμμετοχής στη διαμόρφωση του A/K.

Από την άλλη πλευρά κάτι άλλο που θα μπορούσε να βοηθήσει την εξέλιξη και βελτίωση του τρόπου υπολογισμού με καλά αποτελέσματα για τα A/K θα ήταν η εφαρμογή πέρα της Promethee II και άλλων πολυκριτήριων μεθόδων. Αυτό μπορεί να γίνει είτε από μόνο του η και σε συνδυασμό με την μέθοδο Promethee έτσι ώστε να μπορεί να γίνει άμεση σύγκριση των αποτελεσμάτων και να προκύψουν με τον τρόπο αυτό χρήσιμα συμπεράσματα που θα βοηθήσουν την περαιτέρω ανάπτυξη του κλάδου των A/K.