

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Μια Εμπειρική Εφαρμογή Αξιολόγησης της Επίδοσης των Ελληνικών Μετοχικών Α/Κ σύμφωνα με την προσέγγιση της Morningstar

Υπό

Νικολάου Δ. Φίλιππα - Έλενας Νικολαΐδου"*

Έπίκουρου Καθηγητού του Πανεπιστημίου Πειραιώς, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και
Τραπεζικής Διοικητικής, **MSc Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής

Abstract

MUTUAL FUND PERFORMANCE EVALUATION: AN EMPIRICAL INVESTIGATION OF GREEK MUTUAL FUND PERFORMANCE EVALUATION USING MORNINGSTAR'S METHODOLOGY

In this article Greek Equity Mutual Funds are evaluated for the first time using the Morningstar methodology. In addition, for comparability reasons, we present results using Jensen's methodology. The two methods do not rank the Mutual Funds under examination accordingly, however, using the Spearman criterion, the correlation coefficient was found to be statistically significant at 0,42. Finally, we tested the consistency of performance of mutual fund managers through time. The empirical results show that past rankings of mutual funds can be used to predict future rankings, a finding that contradicts the theory of market efficiency. JEL Classification: G20, G23, G29.

Keywords: Mutual Funds, Performance Evaluation, Morningstar.

1. Εισαγωγή

Ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α/Κ) έχει γνωρίσει τεράστια άνθηση, τόσο σε παγκόσμιο όσο και σε εγχώριο επίπεδο. Σύμφωνα με τα στοιχεία της Ευρωπαϊκής Ένωσης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (FEFSI) στα τέλη του 2003 υπήρχαν πάνω από 54 χιλιάδες Α/Κ και τα υπό διαχείριση κεφάλαια ξεπερνούσαν τα 11 τρις ευρώ.

Οι συγγραφείς επιθυμούν να εκφράσουν τις ευχαριστίες τους σε έναν ανώνυμο κριτή για τις χρήσιμες παρατηρήσεις του.

Η τεράστια εξάπλωση του θεσμού οφείλεται αποκλειστικά στα μοναδικά πλεονεκτήματα που προσφέρουν τα Α/Κ όπως αυτά της πρόσβασης στην επαγγελματική διαχείριση με μικρό αρχικό κεφάλαιο, της ελαχιστοποίησης του κινδύνου μέσω της διαφοροποίησης των επενδύσεων, της άμεσης ρευστότητας, της εύκολης μεταφοράς των χρημάτων από το ένα Α/Κ σε άλλο της ίδιας οικογένειας κ.λπ. Η εξάπλωση αυτή των Α/Κ είχε ως αποτέλεσμα την παράλληλη αύξηση του ενδιαφέροντος των ερευνητών για την αξιολόγηση της επίδοσης των διαχειριστών αλλά και την διερεύνηση άλλων πτυχών της λειτουργίας του θεσμού. Η αξιολόγηση της επίδοσης των Α/Κ παρουσιάζει τεράστιο ενδιαφέρον τόσο σε μικρό όσο και σε μεγάλο επίπεδο. Από κοινωνικής άποψης πρέπει να γνωρίζουμε εάν οι διαχειριστές, ως ομάδα, προσθέτουν αξία στα χαρτοφυλάκια τα οποία διαχειρίζονται ή προκαλούν σπατάλη πόρων μέσω του υψηλού κόστους χρηματιστηριακών συναλλαγών που δημιουργεί η συνεχής επαγγελματική διαχείριση που διενεργούν. Σε μικρό επίπεδο είναι πολύ σημαντικό για έναν μεμονωμένο επενδυτή που τοποθετεί τα κεφάλαιά του στην επαγγελματική διαχείριση να αξιολογεί την επίδοση του Α/Κ που επέλεξε ως προς τα υπόλοιπα της κατηγορίας του. Τέλος η επιτυχής ή μη διαχείριση του Α/Κ επηρεάζει σαφέστατα και την αμοιβή του διαχειριστή.

Η ταχεία διεύρυνση των επενδυτικών επιλογών και στον χώρο των Α/Κ προσφέρει σημαντικές ευκαιρίες στο ευρύ επενδυτικό κοινό, του δημιουργεί όμως και ορισμένα προβλήματα στην επιλογή του κατάλληλου και πιο αποτελεσματικού Α/Κ.

Το κενό αυτό ήλθαν να καλύψουν εξειδικευμένες εταιρίες αξιολόγησης Α/Κ, οι οποίες προσφέρουν μια σειρά από πληροφορίες (με πιο σημαντική αυτή της αξιολόγησης της επίδοσης των Α/Κ) στο ευρύ επενδυτικό κοινό, σε θεσμικούς επενδυτές (ασφαλιστικά ταμεία), αλλά και σε κάθε άλλον ενδιαφερόμενο.

Οι γνωστότερες εταιρίες αξιολόγησης Α/Κ στις ΗΠΑ είναι η Morningstar Inc., η Value Line Inc, η Standard & Poor's και η Lipper, που απορρόφησε την Ελβετική Borr ISB AG.

Στην Ελλάδα παρά την ραγδαία αύξηση των κεφαλαίων που κατευθύνονται στα Α/Κ την τελευταία δεκαετία, δεν υπάρχει ακόμα ένας φορέας ο οποίος να αξιολογεί την επίδοση των εγχώριων διαχειριστών. Σκοπός του άρθρου αυτού είναι να παρουσιάσει για πρώτη φορά στην Ελλάδα αποτελέσματα αξιολόγησης της επίδοσης των εγχώριων μετοχικών Α/Κ σύμφωνα με την μεθοδολογία της Morningstar. Για λόγους συγκρι-

σιμότητας θα παρουσιασθούν αντίστοιχα εμπειρικά αποτελέσματα αξιολόγησης τα οποία προέκυψαν σύμφωνα με την προσέγγιση του Jensen.¹

Το άρθρο αυτό περιλαμβάνει άλλα έξι τμήματα. Στο δεύτερο τμήμα καταγράφεται η δομή της εγχώριας αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Στο τρίτο τμήμα παρουσιάζονται τα βασικότερα χαρακτηριστικά στοιχεία της εταιρίας Morningstar, ενώ στο τέταρτο αναλύεται η μεθοδολογική της προσέγγιση. Στο πέμπτο τμήμα παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα της αξιολόγησης της επίδοσης των μετοχικών Α/Κ, τα οποία προέκυψαν με τις προαναφερθείσες μεθοδολογίες. Στο ίδιο τμήμα ελέγχεται η ύπαρξη επαναληπτικότητας της επίδοσης των Ελληνικών μετοχικών Α/Κ. Στο έκτο και τελευταίο τμήμα παρουσιάζονται τα συμπεράσματα και οι προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.

2. Η εγχώρια αγορά Α/Κ

Η ιστορία του θεσμού των Α/Κ στις διεθνείς κεφαλαιαγορές είναι ιδιαίτερα μακρά ενώ στη χώρα μας ο θεσμός εισήχθη το 1970 με το Ν.Δ. 608/70. Στα τέλη του 1972, το συγκρότημα της Εμπορικής Τράπεζας δημιουργεί την πρώτη Εταιρεία Διαχείρισης, την "Ελληνική" Α.Ε.Δ.Α.Κ, και προσφέρει ένα Α/Κ μετοχικού τύπου με την ονομασία Ερμής. Την ίδια περίοδο (αρχές 1973), ο όμιλος Εθνική / ΕΤΕΒΑ δημιουργεί την Εταιρεία Διαχείρισης "Διεθνική" και προσφέρει στο ευρύ επενδυτικό κοινό ένα Α/Κ μικτού τύπου με την ονομασία Δήλος.

Η ύφεση της ελληνικής οικονομίας που επακολούθησε οδήγησε σε αντίστοιχη ύφεση το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και είχε ως αποτέλεσμα την περαιτέρω καθυστέρηση της ανάπτυξης του θεσμού. Όμως, το 1989 και μετά από τις σοβαρές θεσμικές αλλαγές του 1987 στο χώρο της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, αλλά και τις σημαντικές αποδόσεις που επιτεύχθηκαν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών την ίδια περίοδο, άνοιξε ο δρόμος για την εξάπλωση των Α/Κ στην Ελλάδα.

Σήμερα τα Αμοιβαία Κεφάλαια αποτελούν πλέον έναν μεγάλο τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στη χώρα μας, με διαχειριζόμενα κεφάλαια που ξεπερνούν τα 30 δις ευρώ. Στον πίνακα 1 παρουσιάζεται η διαχρονική εξέλιξη του αριθμού των ΑΕΔΑΚ, των Α/Κ, των κεφαλαίων που διαχειρίζονται και της πορείας του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Διαχρονική εξέλιξη της πορείας των Α/Κ στην Ελλάδα
σε αντιστοιχία με την πορεία του Χ.Α.

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	Α.Ε.Δ.Α.Κ.	ΑΡΙΘΜΟΣ Α/Κ	ΚΕΦΑΛΑΙΑ (σε εκατ. ευρώ)	Γ.Δ.Χ.Α. (31.12.1980= 100)
31/12/1985	2	2	11,74	70,95
31/12/1986	2	2	14,38	103,86
31/12/1987	2	2	22,30	272,47
31/12/1988	2	2	30,81	279,65
31/12/1989	3	3	61,04	459,43
31/12/1990	7	7	430,52	932,00
31/12/1991	11	18	503,30	809,71
31/12/1992	20	39	655,60	672,31
31/12/1993	21	73	2543,80	958,66
31/12/1994	24	96	2943,40	868,91
31/12/1995	25	116	7202,10	914,15
31/12/1996	29	150	11367,30	933,48
31/12/1997	29	161	21497,60	1479,63
31/12/1998	24	178	26405,60	3149,50
31/12/1999	24	205	35021,30	5535,09
31/12/2000	26	265	30887,70	3388,86
31/12/2001	27	269	26794,90	2591,56
31/12/2002	28	260	25385,10	1748,42

Η μέχρι τώρα ιστορία των Α/Κ στην Ελλάδα θα μπορούσε να χωρισθεί, με έναν μικρό βαθμό αυθαιρεσίας, σε επτά (7) φάσεις.

Η πρώτη φάση αφορά την περίοδο έναρξης της λειτουργίας των Α/Κ έως τα τέλη του 1988. Κατά την περίοδο αυτή, η κεφαλαιαγορά, αλλά ιδιαίτερα η χρηματιστηριακή αγορά των Αθηνών περνούσε μια μακροχρόνια ύφεση, ύστερα από μια εντυπωσιακή ακραία άνοδο (έτη 1972-1973). Την περίοδο αυτή υπήρχαν μόνο δυο Α/Κ κρατικών τραπεζών, τα οποία διαχειρίζονταν κεφάλαια που ανέρχονταν σε λίγα εκατ. ευρώ, με αποτέλεσμα ο θεσμός να παραμένει άγνωστος στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Ως σημαντικά γεγονότα της πρώτης περιόδου αναφέρονται οι θεσμικές μεταρρυθμίσεις της επιτροπής Καρατζά, οι οποίες έμελλε να αλλάξουν το τοπίο της εγχώριας κεφαλαιαγοράς.

Η επόμενη φάση αφορά την περίοδο των αρχών 1989 με τα τέλη του 1990. Την περίοδο αυτή δημιουργούνται οι πρώτες Α.Ε.Δ.Α.Κ, από μη κρατικές εταιρείες (Intertrust, Alpha, Ευρωπαϊκή Πίστη, Ασπίς Πρόνοια) με Α/Κ

μικτοί) κυρίως τύπου. Την ίδια περίοδο, τα αποτελέσματα των θεσμικών μεταρρυθμίσεων στο χώρο της κεφαλαιαγοράς είχαν ήδη καταγραφεί μέσω σημαντικής ανόδου των τιμών των μετοχών που ήταν εισηγμένες στη χρηματιστηριακή αγορά των Αθηνών. Επιπλέον, οι προσδοκίες για την ανάληψη της Ολυμπιάδας του 1996 από την Αθήνα, σε συνδυασμό με ορισμένα χαρακτηριστικά του Χρηματιστηρίου (μικρό μέγεθος, έλλειψη πληροφόρησης, μικρός αριθμός θεσμικών επενδυτών κ.λπ.), ώθησαν ακόμη περισσότερο τις τιμές των μετοχών στα ύψη. Ως εκ τούτου, την περίοδο αυτή τα υπό διαχείριση κεφάλαια επταπλασιάστηκαν, όμως η ποσοτική αυτή εξάπλωση ήταν καθαρά συγκυριακή, στο βαθμό που οφείλετο στην εντυπωσιακή άνοδο των τιμών των μετοχών.

Η προσεκτική επισκόπηση του πίνακα 1 αποκαλύπτει ότι η καθοριστική φάση του κύκλου του κλάδου των Α/Κ ήταν η τρίτη, η οποία περιλαμβάνει την περίοδο τέλη 1990 έως και το τέλος του 1992. Την περίοδο αυτή, παρά το γεγονός ότι δεν υπάρχει ουσιαστική ποσοτική εξάπλωση του θεσμού σε όρους κεφαλαίων, δημιουργούνται οι περισσότερες Εταιρείες Διαχείρισης (13), επεκτείνεται σημαντικά το εύρος των παρεχόμενων Α/Κ (δημιουργήθηκαν 32 νέα Α/Κ με σημαντικές διαφοροποιήσεις), τα στελέχη των δικτύων πώλησης επιμορφώθηκαν και, γενικότερα, τέθηκαν οι βάσεις για την ανάπτυξη του θεσμού. Ως σημαντικά γεγονότα της περιόδου αυτής αναφέρονται οι συζητήσεις και οι αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών για τους κανόνες διαφήμισης και τους τρόπους ενιαίου υπολογισμού της απόδοσης των Α/Κ.

Η επόμενη περίοδος (1/1/1993 έως 31/12/1994) ήταν καθοριστική για την ποσοτική μεγέθυνση του θεσμού. Όπως προκύπτει από τα στοιχεία του πίνακα, την περίοδο αυτή οι εταιρείες διαχείρισης Α/Κ επταπλασίασαν τα υπό διαχείριση κεφάλαιά τους, πλησιάζοντας το 4,1 δις ευρώ. Αξίζει να τονισθεί ότι, η ποσοτική αυτή εξάπλωση επιτεύχθηκε μέσω δύο σημαντικών αρνητικών γεγονότων: την άστοχη φορολόγηση των μερισμάτων κατά 15% και τη νομισματική κρίση του Μαΐου του 1994.

Η πέμπτη φάση (31/12/1994 μέχρι τέλη 1997) συνδέεται με την έκρηξη των Α/Κ στην Ελλάδα, στον βαθμό που την περίοδο αυτή οι ΑΕΔΑΚ υπερπενταπλασίασαν τα υπό διαχείριση κεφάλαιά τους περιορίζοντας αισθητά τους ρυθμούς αύξησης των ιδιωτικών καταθέσεων. Πράγματι, τα υπό διαχείριση κεφάλαια στα τέλη του 1997 αποτελούσαν ποσοστό που πλησίαζε το 37% των ιδιωτικών καταθέσεων, όταν το 1991 το ποσοστό αυτό ήταν μόλις 1,86%. Το επιτυχημένο παρελθόν των Α/Κ, σε συνδυασμό με τη διαχρονική

μείωση των επιτοκίων των καταθέσεων, των Ε.Γ.Ε.Δ. και του πληθωρισμού, ώθησαν ένα ποσοστό των ιδιωτικών αποταμιεύσεων (πα Α/Κ. Αξίζει να σημειωθεί ότι, την περίοδο αυτή δραστηριοποιούνται στο χώρο της επαγγελματικής διαχείρισης μεγάλες τράπεζες (Εργασίας, Ιονική, ΑΤΕ, Γενική, κ.λπ.), με αποτέλεσμα να αλλάξει σημαντικά η ολιγοπωλιακή διάρθρωση της αγοράς. Οι παραδοσιακά τρεις μεγάλες εταιρείες διαχείρισης (Alpha, Διεθνική, Intertrust) κατείχαν στις 31/12/2003 το 46% του μεριδίου της αγοράς των Α/Κ όταν στις 31/12/1991. 1992 και 1993 τα ποσοστά ήταν 82,6%, 81,5% και 71,2% αντίστοιχα. Ίσως το σημαντικότερο θεσμικό χαρακτηριστικό της πέμπτης φάσης είναι η ονοματολογική κατάταξη των Α/Κ, η οποία περιόρισε την αυθαίρετη ονομασία τους.

Κατά τη διάρκεια της έκτης φάσης (1/1/98 - αρχές 2000) παρατηρήθηκε ραγδαία αύξηση των τιμών των μετοχών και παράλληλα εντυπωσιακές εισροές στα μετοχικά Α/Κ, ιδιαίτερα τους μήνες Ιούνιο, Ιούλιο και Αύγουστο του 1999. Ως αποτέλεσμα των επενδυτικών αυτών συμπεριφορών η κατηγορία των μετοχικών Α/Κ στα τέλη του 1999 αποτελούσε το 52% του συνόλου των υπό διαχείριση κεφαλαίων. Η είσοδος των μεριδιούχων Αμοιβαίων Κεφαλαίων στα υψηλότερα σημεία του δείκτη, σε συνδυασμό με την επενδυτική επιλογή των διαχειριστών για αποκλειστικά εγχώριες επενδύσεις είχαν ως αποτέλεσμα τον εγκλωβισμό εκατοντάδων χιλιάδων μεριδιούχων και την καταγραφή σημαντικών απωλειών.

Κατά την τελευταία φάση (αρχές 2000 μέχρι σήμερα) δεν παρατηρούνται νέες εισροές στα μικτά και μετοχικά Α/Κ και πολλοί επενδυτές έχουν στραφεί στις διεθνείς αγορές αναζητώντας αξιολογημένους διαχειριστές και καλύτερες αποδόσεις. Ιδιαίτερα σημαντικό γεγονός της φάσης αυτής αποτελεί η είσοδος στην αγορά, της ΑΕΔΑΚ των ασφαλιστικών οργανισμών. Τέλος το κυρίαρχο γεγονός της περιόδου αυτής είναι οι συγχωνεύσεις Α/Κ λόγω συγχωνύσεων των μητρικών τους τραπεζών (π.χ ΕFG Eurobank με Εργασίας). Ένα επιπρόσθετο ιδιαίτερα ενδιαφέρον γεγονός είναι η εξαγορά των διαχειριζομένων κεφαλαίων της Intertrust ΑΕΔΑΚ από την εταιρεία Διαχείρισης της ΕFG Eurobank.

Στον πίνακα 3 παρουσιάζονται στοιχεία για το ύψος του ενεργητικού κατά ΑΕΔΑΚ για το τέλος του 2003.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

Η Αγορά των Α/Κ κατά Α.Ε.Δ.Α.Κ. (31/12/2003)

	Α.Ε.Δ.Α.Κ.	Ενεργητικό σε €	Μερίδιο Αγοράς
1	EFG Α.Ε.Δ.Α.Κ.	7797642570.97	25,65%
2	ΔΙΕΘΝΙΚΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	7678892434.77	25,26%
3	ALPHA Α.Ε.Δ.Α.Κ.	4573791814.92	15,05%
4	ΕΡΜΗΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	2053472639.00	6,76%
5	INTERTRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ.	1810488069.88	5,96%
6	ΑΤΕ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	945602528,17	3,11%
7	ING ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕΔΑΚ	717132709,86	2,36%
8	Α.Ε.Δ.Α.Κ. ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ	655218170,60	2,16%
	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ	582347732,63	1,92%
10	ALICO AIG Α.Ε.Δ.Α.Κ.	563245053,10	1,85%
11	ΚΥΠΡΟΥ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	473213062,56	1,56%
12	Π&Κ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	442825506,45	1,46%
13	HSBC (ΕΛΛΑΣ) Α.Ε.Δ.Α.Κ.	402237029,79	1,32%
14	ALLIANZ DRESDNER Α.Ε.Δ.Α.Κ.	337777830,39	1,11%
15	ALPHA TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ.	242130083.96	0,80%
16	ΑΣΠΙΣ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	220509706.09	0,73%
17	ΓΕΝΙΚΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	171039403,63	0,56%
18	ΕΓΝΑΤΙΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	141206703.96	0,46%
19	INTERNATIONAL Α.Ε.Δ.Α.Κ.	131900462.86	0,43%
20	ABN-AMRO Α.Ε.Δ.Α.Κ.	92440746,26	0,30%
21	ΕΛΛΗΝΙΚΗ TRUST Α.Ε.Δ.Α.Κ.	79335863.00	0,26%
22	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	71506580,59	0,24%
23	ΩΜΕΓΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	55416575,11	0,18%
24	ΛΑΪΚΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ	48184952,44	0,16%
25	MARFIN Α.Ε.Δ.Α.Κ.	27508979,23	0,09%
26	T.T. ΕΛΤΑ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	25641373,38	0,08%
27	ΑΤΤΙΚΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ.	23751539,23	0,08%
28	PROFUND Α.Ε.Δ.Α.Κ	19929641.78	0,07%
2)	PROTON Α.Ε.Δ.Α.Κ.	14521130,65	0,05%
	ΣΥΝΟΛΑ	30398910895,26	100,00%

Στους πίνακες 4 και 5 απεικονίζονται οι εξελίξεις του αριθμού των ελληνικών Α/Κ και του καθαρού ενεργητικού κατά κατηγορίαν αντίστοιχα. Από τις επιμέρους κατηγορίες Α/Κ, είναι φανερή η προτίμηση των επενδυτών στα Α/Κ που παρουσιάζουν χαμηλό επίπεδο κινδύνου (ομολογιακά Α/Κ και διαχείριση διαθεσίμων).

πραγματοποιήθηκαν (παν η αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων αναπτυσσόταν με πρωτοφανείς ρυθμούς. Την περίοδο αυτή, οι επενδυτές δεν μπορούσαν να έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες για τις αποδόσεις των αμοιβαίων είτε επειδή αυτές δεν υπήρχαν, είτε επειδή η πρόσβαση ήταν πολύ ακριβή. Έτσι, η πλειοψηφία των επενδυτών δεν διέθετε τα απαραίτητα εργαλεία για να επιλέξει, να αναλύσει και να επενδύσει σε αποτελεσματικά αμοιβαία κεφάλαια.

Ο Joe Mansueto πίστευε ότι αυτές οι πληροφορίες θα έπρεπε να είναι διαθέσιμες στο ευρύ επενδυτικό κοινό, κυρίως επειδή τα αμοιβαία κεφάλαια δημιουργήθηκαν ακριβώς για να παρέχουν στον απλό επενδυτή οφέλη που μέχρι τότε καρπώνονταν επενδυτές με μεγάλο διαθέσιμο κεφάλαιο (επαγγελματική διαχείριση του κεφαλαίου τους, τοποθέτηση σε ευρεία βάση περιουσιακών στοιχείων και κατ' επέκταση διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου). Η φιλοσοφία αυτή οδήγησε την Morningstar στην δημιουργία ευρείας κλίμακας προϊόντων και υπηρεσιών, πέραν από τα Αμοιβαία Κεφάλαια, με μοναδικό σκοπό τον «εκδημοκρατισμό» των επενδυτικών πληροφοριών.

Η εταιρεία σήμερα έχει κερδίσει, αντάξια, την φήμη της πιο αξιόπιστης πηγής επενδυτικών πληροφοριών και αναλύσεων. Με προσωπικό το οποίο ξεπερνάει τους 800 εξειδικευμένους επαγγελματίες, προσφέρει δεδομένα για έναν σημαντικό αριθμό Αμοιβαίων Κεφαλαίων, μετοχές και ασφαλιστικά προϊόντα διεθνώς, φθάνοντας σε μεγέθη ετησίων εσόδων τα 91 εκατομμύρια δολάρια Αμερικής.

Οι πελάτες της Morningstar

Η Morningstar αποτελεί επιλογή πολλών ιδιωτών, επαγγελματιών και θεσμικών επενδυτών για πρόσβαση σε αντικειμενικές και ολοκληρωμένες επενδυτικές αναλύσεις και πληροφορίες.

Οι ιδιώτες επενδυτές χρησιμοποιούν τα προϊόντα και τις υπηρεσίες της Morningstar με σκοπό να λάβουν σωστές και εμπεριστατωμένες επενδυτικές αποφάσεις. Χρησιμοποιούν όλες τις σχετικές πληροφορίες για τις επενδυτικές τους επιλογές και βασίζονται στην αμεροληψία των παρεχομένων αναλύσεων.

Οι επαγγελματίες διαχειριστές χρησιμοποιούν πολλά από τα εργαλεία της Morningstar προκειμένου να αναλύσουν, να παρουσιάσουν και να υποστηρίξουν τις επενδυτικές τους επιλογές.

Θεσμικοί επενδυτές, όπως εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, ασφαλιστικές εταιρείες και μεγάλες χρηματιστηριακές εταιρείες, αξιοποιούν τα ειδικά σχεδιασμένα προϊόντα και υπηρεσίες της Morningstar, βελτιώνοντας ακόμη και τα δικά τους προϊόντα.

Εκδότες οικονομικών εφημερίδων και περιοδικών καθώς και ιστοσελίδες οικονομικού περιεχομένου, δημοσιεύουν σχολιασμούς αναλυτών της Morningstar για αμοιβαία κεφάλαια και μετοχές. Ενδεικτικά, αναφέρεται ότι συνδρομητές της Morningstar είναι: το CNN, το CNBC, *The New York Times*, *The Wall Street Journal*, *The Money Magazine*, AOL, Yahoo!.

Προϊόντα

Η Morningstar παρέχει πληροφορίες και στοιχεία για περισσότερα από 10.000 αμοιβαία κεφάλαια, 8.000 μετοχές και 20.000 διάφορα επενδυτικά ασφαλιστικά προϊόντα και συνολικά περίπου 100.000 επενδύσεις διεθνώς. Προσφέρει σε μέσα ενημέρωσης αναλύσεις και σχολιασμούς τόσο για έντυπες εκδόσεις όσο και για υπηρεσίες on - line. Όλα τα προϊόντα είναι διαθέσιμα σε έντυπο υλικό, στο διαδίκτυο και σε CD - ROM.

Καινοτομίες

Η Morningstar έχει καινοτομήσει ήδη στο χώρο της αξιολόγησης των αμοιβαίων κεφαλαίων με τη μέθοδο αξιολόγησης αμοιβαίων με τη χρήση αστεριών, το investment style box και τα μέτρα σύγκρισης ενός αμοιβαίου σε σχέση με την ευρεία επενδυτική του κατηγορία. Ήταν η πρώτη που αξιολόγησε τους διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων, που έκανε θεμελιώδη ανάλυση των μετοχών που περιλαμβάνονταν στα αμοιβαία και που υπολόγισε τους λόγους P/E και P/BV για αμοιβαία κεφάλαια. Πέραν αυτών, ήταν η πρώτη που κατηγοριοποίησε τα Αμοιβαία Κεφάλαια σύμφωνα με την πραγματική διάρθρωση του χαρτοφυλακίου τους.

Επενδυτική Προσέγγιση

Η Morningstar αναλύει και αξιολογεί τα αμοιβαία κεφάλαια αλλά και τα διάφορα επενδυτικά ασφαλιστικά προϊόντα με βάση τα περιουσιακά στοιχεία και τα αξιόγραφα που αυτά περιέχουν στα χαρτοφυλάκιά τους.

Η κυρίαρχη φιλοσοφία της Morningstar είναι ότι οι ιδιώτες επενδυτές θα πρέπει να έχουν προσωπική άποψη για τα αμοιβαία κεφάλαια, τις μετοχές αλλά και τα επενδυτικά προϊόντα που έχουν στα χαρτοφυλάκιά τους. Μέσω αυτής της γνώσης οι επενδυτές έχουν την δυνατότητα να γνωρίζουν πόσο

καλά διαφοροποιημένο είναι το χαρτοφυλάκιο τους, αλλά και πόσο η σύνθεση του είναι σύμφωνη με τις επενδυτικές τους προτιμήσεις και στόχους.

4. Η μεθοδολογία της Morningstar

Στην Ελλάδα, η αξιολόγηση της επίδοσης των Α/Κ είναι μάλλον περιορισμένη και αφορά εναλλακτικές επιστημονικές προσεγγίσεις² και όχι αυτές που το επενδυτικό κοινό μπορεί εύκολα να αξιολογήσει.

Στο τμήμα αυτό του άρθρου περιγράφεται η διαδικασία αξιολόγησης της Morningstar σύμφωνα με την οποία κατατάσσονται τα εξεταζόμενα Α/Κ. Η τελική βαθμολογία (Risk Adjusted Rating -RAR-) για κάθε Α/Κ που αξιολογείται προκύπτει από την αφαίρεση ενός μέτρου σχετικού κινδύνου του Α/Κ (Relative Risk -RRisk) από ένα μέτρο της σχετικής απόδοσής του (Relative Return -RRet-), δηλαδή:

$$RAR_i = RRet_i - RRisk_i$$

Καθένα από τα σχετικά μέτρα για κάθε Α/Κ (σχετικής απόδοσης και σχετικού κινδύνου) υπολογίζεται διαιρώντας το αντίστοιχο μέτρο για το Α/Κ με έναν παρανομαστή που είναι κοινός για μία ορισμένη ομάδα Α/Κ.

Η Morningstar έχει αναπτύξει δύο κριτήρια αξιολόγησης

- το Morningstar Star Rating και
- το Morningstar Category Rating

Morningstar Star Rating

Το Star Rating είναι μία ιδιαίτερα ενδιαφέρουσα μέθοδος αξιολόγησης Α/Κ, η οποία στηρίζεται σε μία μαθηματική μέτρηση της παρελθούσας απόδοσης, τροποποιημένης για τον αντίστοιχο κίνδυνο. Η διαδικασία του Star Rating ξεκινάει με τον διαχωρισμό του συνόλου των Α/Κ σε τέσσερις ευρείες κατηγορίες

1. Τα μετοχικά Α/Κ εσωτερικού
2. Τα διεθνή μετοχικά Α/Κ
3. Τα φορολογήσιμα Α/Κ σταθερού εισοδήματος

4. Τα δημοτικά, ομολογιακά Α/Κ που εκπίπτουν της φορολογίας (tax-free municipal bond mutual funds)

Για να περιληφθεί κάποιο Α/Κ σε μίαν από τις παραπάνω κατηγορίες πρέπει να λειτουργεί για 3 τουλάχιστον συνεχόμενα έτη. Οι βαθμοί υπολογίζονται για περιόδους 3, 5 και 10 ετών ξεχωριστά και στη συνέχεια συνδυάζονται και σταθμίζονται ώστε να προκύψει μία τελική βαθμολογία.

I. Εξαγωγή του **relative Morningstar risk (RRisk i)**

Το μέτρο αυτό εξάγεται ως το πηλίκον του κινδύνου του Α/Κ ως προς μία σχετική βάση κινδύνου η οποία είναι κοινή για όλα τα Α/Κ της ίδιας κατηγορίας. Αν $g(i)$ είναι η κατηγορία στην οποία εντάσσεται το υπό εξέταση Α/Κ i , ο σχετικός κίνδυνός του κατά την Morningstar υπολογίζεται από την σχέση (1):

$$RRisk\ i = Risk\ i / BRisk_{g(i)} \quad (1)$$

$$\text{Όπου } Risk\ i = - \text{mean}_{i, \{ \min_i (ER_{i,t}), 0 \}} \quad (2)$$

$$BRisk_{g(i)} = \text{mean}_{i \text{ in } g(i)} [Risk_{i,t}] \quad (3)$$

ER= Excess Return ή η Υπερβάλλουσα Απόδοση που σημειώνει κάθε υπό εξέταση Α/Κ i σε σχέση με το T-bill για μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο, π.χ για ένα μήνα.

Αναλυτικότερα, οι σχέσεις (2) και (3) προκύπτουν ως ακολούθως

II. Υπολογισμός του κινδύνου (**RISK**) Risk i

Αρχικά, υπολογίζονται οι μηνιαίες αποδόσεις για όλα τα Α/Κ καθώς και για τα τρίμηνα T-bills. Οι αποδόσεις αυτές υπολογίζονται με τον τύπο:

$$(P_{t1} - P_{t0}) / P_{t0} \quad (4)$$

όπου P_{t1} η τιμή του Α/Κ ή του T-bill στο τέλος του μήνα και P_{t0} η αντίστοιχη τιμή στο τέλος του προηγούμενου τριμήνου.

Έπειτα, για κάθε Α/Κ υπολογίζονται οι υπερβάλλουσες αποδόσεις (Excess Return) ή οι υποεπιδόσεις που σημειώνει σε σχέση με το T-bill για κάθε μήνα. Με άλλα λόγια, αν για κάθε συγκεκριμένο μήνα της περιόδου που εξετάζεται, η ποσοστιαία μεταβολή του Α/Κ ήταν μικρότερη ή μεγαλύτερη της αντίστοιχης

του T-bill. Όσες φορές η απόδοση του A/K είναι μικρότερη από την απόδοση του T-bill, μετράται το μέγεθος αυτής της υποεπίδοσης του A/K.

Το επόμενο βήμα είναι να αντιστραφεί το αρνητικό πρόσημο όλων των υποεπιδόσεων σε θετικό, να αθροιστούν όλες οι υποεπιδόσεις για κάθε A/K και να διαιρεθεί το άθροισμα που προκύπτει από τον αριθμό των χρονικών παρατηρήσεων, ώστε να προκύψει η μέση μηνιαία υποεπίδοση (Average Monthly Underperformance) για κάθε A/K. Δεν λαμβάνονται καθόλου υπόψη οι περιπτώσεις που τα A/K ξεπέρασαν την απόδοση του T-bill. Οι θετικές διαφορές που προκύπτουν σε αυτές τις περιπτώσεις, συμμετέχουν στην εξαγωγή της μέσης μηνιαίας υποεπίδοσης σαν να ήταν μηδενικοί όροι. Έτσι, η μέση μηνιαία υποεπίδοση συνοψίζεται στην εξίσωση (5):

$$\text{Risk}_i = - \text{mean}_i, \{ \min_i (\text{ER}_{it}), 0 \} \quad (5)$$

Η μέση μηνιαία υποεπίδοση είναι ένα μέτρο της ζημίας ευκαιρίας (opportunity loss), όπου η χαμένη ευκαιρία είναι η επένδυση του T-bill με τις περιόδους όπου υπήρξε κέρδος ευκαιρίας (opportunity gain) να μετρώνται σαν περίοδοι μηδενικής ζημίας ευκαιρίας.

III. Υπολογισμός της σχετικής βάσης κινδύνου (Relative Risk Base) $\text{BRisk}_{g(i)}$

Ως βάση για τον υπολογισμό του σχετικού κινδύνου η Morningstar χρησιμοποιεί απλά τον μέσο όλων των κινδύνων (υποεπιδόσεων Risk_i) των A/K που κατατάσσονται στην ίδια κατηγορία:

$$\text{Brisk}_{g(i)} = \text{mean}_{i \text{ in } g(i)} [\text{Risk}_i] \quad (6)$$

Έτσι, ο κίνδυνος κατά Morningstar του A/K i θα προκύπτει από το πηλίκο της μέσης μηνιαίας υποεπίδοσης του εν λόγω Αμοιβαίου ως προς την μέση μηνιαία υποεπίδοση της κατηγορίας του.

IV. Εξαγωγή του **Relative Morningstar Return**

Η απόδοση κατά Morningstar προκύπτει ως το πηλίκο της απόδοσης ενός A/K ως προς μία σχετική βάση απόδοσης που είναι κοινή για όλα τα A/K της ίδιας κατηγορίας. Αν $g(i)$ είναι η κατηγορία στην οποία εντάσσεται το A/K i , η σχετική απόδοση κατά Morningstar είναι:

$$\text{RRet}_i = \text{Ret}_i / \text{BRet}_{g(i)} \quad (V)$$

$$\text{Όπου: } \text{Ret}_i = \text{VR}_i - \text{VR}_b \quad (8)$$

$$\text{BRet}_{g(i)} = \max(\text{mean}_{i \text{ in } g} [\text{Ret}_i], \text{VR}_b - 1) \quad (9)$$

VR_i = η σωρευτική απόδοση που θα είχε 1 ευρώ αν είχε επενδυθεί στο υπό εξέταση Α/Κ *i* για όλη την διάρκεια της χρονικής περιόδου που εξετάζεται.

VR_b = η σωρευτική απόδοση που θα είχε 1 ευρώ εάν είχε επενδυθεί σε μηνιαία T-bills από την έναρξη μέχρι την λήξη των υπό εξέταση διαστημάτων.

Αναλυτικότερα, οι σχέσεις (8) και (9) προκύπτουν ως ακολούθως

V. Υπολογισμός της απόδοσης (Return) Ret_i

Αρχικά, υπολογίζονται οι σωρευτικές αποδόσεις που θα είχε 1 ευρώ αν είχε επενδυθεί σε καθένα από τα Α/Κ για όλη την διάρκεια των εξεταζόμενων περιόδων. Οι αποδόσεις αυτές (VR_i) υπολογίζονται με τον γνωστό τύπο:

$$(\text{VR}_i) = (P_{i1}) / P_{i0} \quad (10)$$

όπου P_{i1} η τιμή του μεριδίου του Α/Κ *i* στο τέλος καθεμιάς από τις εξεταζόμενες περιόδους και P_{i0} η αντίστοιχη τιμή στην αρχή των υπό εξέταση χρονικών διαστημάτων.

Έπειτα, υπολογίζεται η σωρευτική απόδοση που θα είχε 1 ευρώ εάν είχε επενδυθεί σε μηνιαία T-bills από την έναρξη μέχρι την λήξη των υπό εξέταση διαστημάτων. Η απόδοση αυτή (VR_b) υπολογίζεται από τον τύπο:

$$(\text{VR}_b) = (1+r_1) * (1+r_2) * \dots * (1+r_n), \quad (11)$$

όπου:

r_1 : το επιτόκιο των T-bill για τον πρώτο μήνα

r_2 : το επιτόκιο των T-bill για τον δεύτερο μήνα

r_n : το επιτόκιο των T-bill για τον μήνα *n*

Τέλος, αφαιρείται από την απόδοση του Α/Κ η απόδοση του T-bill και προκύπτει η απόδοση, σαν:

$$\text{Ret}_i = \text{VR}_i - \text{VR}_b \quad (12)$$

VI. Υπολογισμός της σχετικής βάσης απόδοσης (Relative Return Base) $BRet_{g,i}$

Το πρώτο βήμα για τον υπολογισμό της σχετικής βάσης απόδοσης, είναι η εξαγωγή του μέσου όρου όλων των αποδόσεων (Ret_i) των Α/Κ της ίδιας κατηγορίας. Εάν το αποτέλεσμα είναι μεγαλύτερο από ό,τι η ποσοστιαία αύξηση στην αξία που θα προέκυπτε από τα T-bills τότε χρησιμοποιείται ο μέσος της κατηγορίας. Στην αντίθετη περίπτωση, χρησιμοποιείται η ποσοστιαία αύξηση στην αξία των T-bills, δηλαδή η συνολική απόδοσή τους στην διάρκεια της περιόδου. Έτσι:

$$BRet_{g(i)} = \max(\text{mean}_{i \text{ in } g(i)} [Ret_i], VR_b - 1) \quad (13)$$

Για να χρησιμοποιηθεί ο μέσος των Ret_i , πρέπει όλα τα Α/Κ να έχουν σημειώσει συνολική απόδοση τουλάχιστον διπλάσια σε σχέση με την ποσοστιαία αύξηση του T-bill, δηλαδή:

$$\text{mean}_{i \text{ in } g(i)} (VR_i - 1) \geq 2 * (VR_b - 1) \quad (14)$$

VII. Τελική βαθμολόγηση Α/Κ σύμφωνα με την Morningstar

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, η τελική βαθμολογία του Α/Κ i προκύπτει από την αφαίρεση σχετικού κινδύνου κατά Morningstar από την σχετική του απόδοση δηλαδή:

$$RAR_i = Rret_i - Rrisk_i \quad (15)$$

Μετά από την εύρεση του Risk Adjusted Star Rating, τα Α/Κ κάθε κατηγορίας, κατατάσσονται βάσει αυτού του μέτρου με φθίνουσα σειρά, ξεκινώντας δηλαδή από το Α/Κ με τον μεγαλύτερο βαθμό και καταλήγοντας στο χειρότερο.

Ο τελικός βαθμός της Morningstar δίνεται μετά από στάθμιση των επιμέρους βαθμολογιών για τις περιόδους που έχουν βαθμολογηθεί για κάθε Α/Κ. Έτσι, για τα Α/Κ με ιστορία 3 ετών το star rating για την 3ετή περίοδο θα είναι το συνολικό τους star rating. Για Α/Κ με ιστορία 5 ή 10 ετών, οι επιμέρους βαθμολογήσεις σταθμίζονται για να παράγουν το τελικό star rating. Η στάθμιση αυτή γίνεται ως εξής¹:

Ηλικία A/K	Συνολικός (σταθμισμένος) Βαθμός Αστεριών
Περισσότερο από 3 χρόνια, λιγότερο από 5	100% ο βαθμός της 3ετούς περιόδου
Περισσότερο από 5 χρόνια, λιγότερο από 10	60% ο βαθμός της 5ετούς περιόδου 40% ο βαθμός της 3ετούς περιόδου
Περισσότερο από 10 χρόνια	50% ο βαθμός της 10ετούς περιόδου 30% ο βαθμός της 5ετούς περιόδου 20% ο βαθμός της 3ετούς περιόδου

Ανάλογα με αυτήν την ιεράρχηση, τους προσδίδονται από ένας έως πέντε αστέρια ως εξής:

Ανώτατο 10% = ★ ★ ★ ★ ★

Επόμενο 22,5% = ★ ★ ★ ★

Μέση 35% = ★ ★ ★

Επόμενο 22,5% = ★ ★

Κατώτατο 10% = ★

Πρόκειται για μια κατανομή βαθμολογήσεων A/K, όπου η υψηλότερη βαθμολόγηση που μπορεί να λάβει ένα A/K είναι 5 αστέρια ενώ η χειρότερη είναι ένα αστέρι.

Morningstar Category Rating

Η λογική και η διαδικασία αυτού του συστήματος βαθμολόγησης της Morningstar, που καλείται Category Rating, είναι ακριβώς ίδια με το Morningstar Star Rating, με μικρές εξαιρέσεις:

Η κυριότερη είναι ότι το Morningstar Category Rating επιτρέπει (πους επενδυτές να κάνουν συγκρίσεις A/K σε σχέση με μία πολύ πιο συγκεκριμένη κατηγορία από αυτήν που χρησιμοποιείται στο Star Rating. Πιο συγκεκριμένα, η κατηγοριοποίηση και άρα σύγκριση των A/K, εδώ γίνεται ανάμεσα σε 44 ομάδες, αντί μόλις 4 στο προηγούμενο σύστημα βαθμολόγησης. Στο Category Rating, καθεμία από τις 4 μεγάλες κατηγορίες του Star Rating υποδιαιρείται σε μικρότερες κατηγορίες που η καθεμία τους αποτελεί το μέτρο σύγκρισης για όσα A/K εμπεριέχονται σε αυτήν. Η διαφοροποίηση των 4 κυρίων κατηγοριών σε άλλες 40 επιπλέον, βασίζεται σε χαρακτηριστικά όπως η κεφαλαιοποίηση και ο κλάδος δραστηριότητας όσον αφορά τις

μετοχές εσωτερικού (Η.Π.Α.), στον χρονικόν ορίζοντα των **ομολόγων**, όσον αφορά την κατηγορία των μη φορολογήσιμων αλλά και των φορολογητέων ομολόγων και την γεωγραφική προέλευση όσον αφορά τις μετοχές εξωτερικού.

Άλλη διαφορά στο Category Rating σε σχέση με το Star Rating είναι ότι οι αποδόσεις των Α/Κ δεν τροποποιούνται για τις προμήθειες διάθεσης. Τέλος, χρησιμοποιούνται αποκλειστικά τριετείς περίοδοι ανάλυσης των εξεταζόμενων Α/Κ.

Κριτική των δεικτών Morningstar

Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του Morningstar Rating

Το **μεγαλύτερο** πλεονέκτημα των βαθμολογιών που προτείνει η Morningstar είναι η εύκολη κατανόησή του: αρκεί μία και μόνο ματιά για να καταλάβει ο επενδυτής πώς συμπεριφέρθηκε ένα Α/Κ σε σχέση με άλλα της κατηγορίας του. Είναι πολύ σημαντικό, αν λάβει κανείς υπόψη του πως τα παραδοσιακά κριτήρια, όπως οι δείκτες των Sharpe⁴, και Treynor⁵ είναι δύσκολο να ερμηνευτούν, γιατί αποτελούν απόλυτα νούμερα, τα οποία απευθύνονται σε κοινό εξοικειωμένο με τις στατιστικές και οικονομετρικές έννοιες που εκφράζουν οι δείκτες αυτοί, παρά στους απλούς επενδυτές. Βέβαια, η ευκολία της ερμηνείας του star rating οδηγεί πολλές φορές στην εξαγωγή λανθασμένων συμπερασμάτων από επενδυτές που υπερεκτιμούν την σημασία του. Ένα Α/Κ «βραβευμένο» με 5 αστέρια, σημαίνει απλά ότι βρίσκεται στο ανώτατο 10% της κατηγορίας του για την εξεταζόμενη χρονική περίοδο.

Το μεγαλύτερο μειονέκτημα της μεθοδολογίας που προτείνει η Morningstar είναι ότι κάνει αδύνατη την σύγκριση των τροποποιημένων για τον κίνδυνο αποδόσεων μεταξύ Α/Κ που ανήκουν σε διαφορετική κατηγορία. Αυτό συμβαίνει γιατί αυτές οι βαθμολογίες κάθε Α/Κ (ο υπολογισμός δηλαδή της διαφοράς του κινδύνου από την απόδοση, όπως αυτά τα δύο μεγέθη ορίζονται από την Morningstar) προκύπτουν σε σχέση με την κατηγορία στην οποία ανήκει το Α/Κ. Έτσι, η σύγκριση είναι εφικτή και εύκολη μόνο για τα Α/Κ της ίδιας κατηγορίας.

Χρήση του Morningstar Rating

Η μέθοδος Morningstar Rating πρέπει να θεωρηθεί απλά ως ένα βασικό σημείο εκκίνησης στην διαδικασία επιλογής Α/Κ και όχι ως ο μοναδικός παράγοντας για την αγορά Α/Κ. Είναι εύλογο **ότι** όταν οι σημερινοί

επενδυτές βρίσκονται ενώπιον μιας τεράστιας προσφοράς Α/Κ, η μέθοδος μπορεί να αποδειχθεί πολύ χρήσιμη στον περιορισμό αυτής της γκάμας σε έναν πιο μικρό αριθμό για τον επενδυτή που πρέπει να επιλέξει.

Είναι αξιοσημείωτο ότι στις Η.Π.Α. όπου οι δείκτες της Morningstar έχουν μεγάλη απήχηση⁶, πάνω από το 90% των νέων κεφαλαίων επενδύονται σε Α/Κ που έχουν λάβει 5 ή 4 αστέρια. Αυτά τα Α/Κ σίγουρα έχουν ισχυρό παρελθόν τροποποιημένων για τον κίνδυνο αποδόσεων, αλλά χρειάζεται επιπλέον θεώρηση στοιχείων όπως ποιος διαχειρίζεται το Α/Κ, η επαναληπτικότητα της επίδοσής του κ.λπ. Ένα καλό χαρτοφυλάκιο Α/Κ πρέπει να αποτελείται από Α/Κ που παρέχουν καλή διαφοροποίηση και να ικανοποιούν τους επενδυτικούς στόχους, τον χρονικό ορίζοντα και την ανοχή στον κίνδυνο κάθε επενδυτή. Κάποια από αυτά τα Α/Κ μπορεί να είναι 4 ή 5 αστεριών, αλλά η βαθμολόγηση αυτή δεν περιλαμβάνει αυτομάτως ένα Α/Κ στο επιθυμητό χαρτοφυλάκιο.

5. Εμπειρικά Αποτελέσματα

Στο τμήμα του άρθρου αυτού παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα που προέκυψαν από την χρήση της μεθόδου της Morningstar. Στην προσπάθεια εφαρμογής της μεθοδολογίας της Morningstar στην ελληνική αγορά Αμοιβαίων Κεφαλαίων, έγιναν κάποιες αποκλίσεις από την ακριβή μεθοδολογία της για λόγους πρακτικότητας, συντομίας, κατανόησης και προσαρμογής της μεθοδολογίας στα πλαίσια του συγκεκριμένου ακαδημαϊκού κειμένου αλλά και της ελληνικής αγοράς Α/Κ, χωρίς ωστόσο να χάνεται η ουσία της. Αναλυτικά, η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε είναι η εξής

Καταρχήν επιλέχθηκε να εφαρμοστεί στα ελληνικά Α/Κ ο δείκτης Star Rating έναντι του Category Rating λόγω του περιορισμένου αριθμού Α/Κ στην Ελληνική αγορά.

Τα Α/Κ που επιλέχθηκαν για ανάλυση ήταν τα μετοχικά, λόγω του σημαντικού ρόλου που αυτά διαδραματίζουν στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά.

Οι περίοδοι εξέτασης και βαθμολόγησης της Morningstar είναι 3, 5 και 10 χρόνια. Στην εφαρμογή μας χρησιμοποιείται μόνον η περίοδος των τελευταίων 3 ετών (2000 - 2002)⁷. Για τις παραπάνω περιόδους, λήφθηκαν για καθένα από τα 46 Α/Κ οι τιμές των καθαρών μεριδίων τους στο τέλος κάθε μήνα. Στο σημείο αυτό πρέπει επίσης να διευκρινιστεί ότι η Morningstar υπολογίζοντας το Star Rating χρησιμοποιεί τις τιμές μεριδίων λαμβάνοντας υπόψη και τις σχετικές προμήθειες διάθεσης των μεριδίων. Στην αναπτυγμένη

αγορά των Η.Π.Α., οι προμήθειες αυτές μπορεί να συνιστούν σημαντική διαφοροποίηση εξαιτίας δύο πραγμάτων: των μεγάλων αποκλίσεων που παρατηρούνται στις προμήθειες Α/Κ της ίδιας κατηγορία και την διάκριση των Α/Κ σε Α/Κ επιβάρυνσης (load funds) και Α/Κ μη επιβάρυνσης (non load funds). Επειδή στην Ελληνική αγορά τέτοιες αποκλίσεις σε προμήθειες είναι ασήμαντες και η διάκριση από πλευράς επιβάρυνσης δεν υφίσταται, χρησιμοποιήθηκαν οι καθαρές τιμές μεριδίων, θεωρώντας ότι δεν αλλάζει από την παράλειψη των προμηθειών το πραγματικό αποτέλεσμα. Στην ανάλυση χρησιμοποιήθηκαν επιπλέον και οι τιμές της δευτερογενούς αγοράς των τριμήνων Εντόκων Γραμματίων Ελληνικού Δημοσίου (Ελληνικά T-bills), τα οποία εκπροσωπούν την επένδυση μηδενικού κινδύνου. Οι τιμές αυτές αντιστοιχούν στις ίδιες ημερομηνίες και καλύπτουν τα ίδια χρονικά διαστήματα με τις τιμές των μεριδίων των Α/Κ.

Στον πίνακα 1 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της αξιολόγησης των Α/Κ με την μέθοδο του Jensen. Τα καλύτερα Α/Κ σύμφωνα με την προσέγγιση αυτή ήταν τα παρακάτω: Εγνατία Αθηνά, ΕΤΒΑ Π&Κ, Interamerican Ολυμπιονίκης, International Εμπορικών Δραστηριοτήτων και της Alpha Trust Νέων Επιχειρήσεων. Από την εφαρμογή της προσέγγισης της Morningstar προέκυψαν τα αποτελέσματα που απεικονίζονται στον πίνακα 2. Τα καλύτερα Α/Κ της εξεταζόμενης περιόδου ήταν τα παρακάτω: Εγνατία Αθηνά, Eurobank Value Index, HSBC μεσαίας κεφαλαιοποίησης, Δήλος Υποδομής και Κατασκευών και Εγνατία Ολυμπία μετοχικό. Τα χειρότερα Α/Κ ήταν αυτά της Γενικής Μετοχικό, Γενικής Αναπτυσσόμενων και της Ασπίς Μετοχικό. Σε γενικές γραμμές τα εμπειρικά αποτελέσματα συμφωνούν, σε μερικές όμως περιπτώσεις υπάρχουν σαφείς διαφοροποιήσεις στις σχετικές κατατάξεις των Α/Κ. Υπολογίσαμε τον συντελεστή συσχέτισης του Spearman και ευρέθη 0,42 και στατιστικά σημαντικός.

Πάντως, ανεξάρτητα από την απόλυτη συμφωνία ή όχι των δύο κριτηρίων, το γεγονός παραμένει ότι η απήχηση των δεικτών της Morningstar στους απλούς αλλά και θεσμικούς επενδυτές είναι μεγάλη. Αυτό οφείλεται κυρίως στην αδιαμφισβήτητη πρακτικότητά τους, με άλλα λόγια στην ευκολία με την οποίαν ερμηνεύονται οι δείκτες της.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	Jensen 12/1999-12/2002
1. Εγνατία ΑΘΗΝΑ Δυναμικό (Μετοχών Εσωτ.)	16,37%
2. Α/Κ ΕΤΒΑ Π&Κ Capital Μετοχικό Εσωτερικού	9,28%
3. INTERAMERICAN Ολυμπιονίκης Μετοχ. Εσωτ.	6,77%
4. INTERNATIONAL Εμπορικών Δραστηριοτήτων Εξμεταλ. Γης (Μετ. Εσωτ.)	6,05%
5. ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (Μετοχικό Εσωτ.)	5,87%
6. HSBC Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης Μετοχών Εσωτερικού	5,59'
7. Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ.)	4,80%
N. INTERNATIONAL Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	3,74%
9. ALPHA Alliens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού	2,94'ν
10. ΔΗΛΟΣ Υποδομής & Κατασκευών (Μετοχικό Εσωτ.)	2,86%
11. INTERNATIONAL Δείκτη Μεσαία; Κεφαλ/σης FTSE/ASE MID-40(Μετ. Εσ.)	2,19%
12. CitiFund Equity (Μετοχών Εσωτερικού)	1,14%
13. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυσ. Επιχ. (Μετοχ. Εσωτ.)	0,79%
14. INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτ.)	0,55',
15. NATIONALE NEDERLANDEN (Αναπτυξιακό-Μετοχ. Εσ.)	0,40',
16. EUROBANK Value Index Μετοχικό Εσωτερικού	0,14%
17. ΕΡΜΗΣ (Μετοχικό Εσωτ.)	0,11%
18. HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	0,08%
19. ASE GENERAL	0,00',
20. HSBC Α/Κ TOP 20 Μετοχών Εσωτ.	-0,84%
21. ALPHA Blue Chips Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	-0,97%
22. INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	-1,04%
23. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	-1,05%
24. ALPHA TRUST ΥΠΟΔΟΜΗΣ (Μετοχικό Εσωτ.)	-1,38%
25. ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	-1,62%
26. SOGEN INVEST Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	-1,74%
27. METROLIFE (Μετοχικό Εσωτ.)	-1,74%
28. ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μετοχικό Εσωτ.	-1,78%
29. ΛΑΪΚΗ Μετοχικό Εσωτ.	-1,99%
30. ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	-2,00%
31. ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	-2,49%
32. ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-3,74%
33. EUROBANK Α/Κ Genesis Μετοχικό Εσωτερικού	-4,06%
34. ALICO Μετοχικό Εσωτερικού	-4,18%
35. Εγνατία ΘΗΣΕΑΣ FTSE ASE 20 (Μετοχών Εσωτ.)	-4,18%
36. ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	-4,95%
37. ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	-4,98%
38. ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής (Μετοχ. Εσωτ.)	-6,06%
39. SIGMA Μετοχών Εσωτ. FTSE/ASE-20	-6,06'

40. INTERNATIONAL (Αναπτυξιακό Εσωτ.)	-6,31%
41. INTERNATIONAL Blue Chip (Μετοχικό Εσωτ.)	-7,61%
42. ABN-AMRO (Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ.)	-7,99%
43. ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχών Εσωτερικού	-8,11%
44. ΓΕΝΙΚΗ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	-8,91%
45. ΓΕΝΙΚΗ Α/Κ Αναπτυσσομένων Εταιριών Μετοχικό Εσωτ.	-8,99%
46. ΠΕΙΡΑΙΩΣ Mid Cap FTSE ASE MID-40 (Μετοχών Εσωτ.)	-10,05%
47. ΑΣΠΙΣ Α7Κ (Μετοχών Εσωτ.)	-19,54%

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	Risk Adjusted Star Rating
1. Εγνατία ΑΘΗΝΑ Δυναμικό (Μετοχών Εσωτ.)	*****
2. EUROBANK Value Index Μετοχικό Εσωτερικού	*****
3. HSBC Μεσαίας Κεφαλοποίησης Μετοχών Εσωτερικού	*****
4. ΔΗΛΟΣ Υποδομής & Κατασκευών (Μετοχικό Εσωτ.)	*****
5. Εγνατία ΟΛΥΜΠΙΑ (Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ.)	*****
6. ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (Μετοχικό Εσωτ.)	****
7. ΚΥΠΡΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟ Μετοχικό Εσωτ	****
8. Εγνατία ΘΗΣΕΑΣ FTSE ASE 20 (Μετοχών Εσωτ.)	****
9. HSBC Α/Κ TOP 20 Μετοχών Εσωτ.	****
10. HSBC Αναπτυξιακό (Μετοχών Εσωτ.)	****
11. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Αναπτυσ. Ελιχ. (Μετοχ. Εσωτ.)	****
12. EUROBANK Α/Κ Genesis Μετοχικό Εσωτερικού	****
13. INTERAMERICAN Ολυμπιονίκης Μετοχ. Εσωτ.	****
14. SOGEN INVEST Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	****
15. SIGMA Μετοχών Εσωτ. FTSE/ASE-20	****
16. INTERNATIONAL Blue Chip (Μετοχικό Εσωτ.)	****
17. INTERNATIONAL Εμπορικών Δραστηριοτήτων Εξμεταλ. Γης (Μετ. Εσωτ.)	***
18. INTERNATIONAL Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	***
19. INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	***
20. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	***
21. INTERNATIONAL Δείκτη Μεσαίας Κεφαλ/σης FTSE/ASE MID-40 (Μετ. Εσ.)	***
22. ALPHA TRUST ΥΠΟΔΟΜΗΣ (Μετοχικό Εσωτ.)	***
23. ΛΑΪΚΗ Μετοχικό Εσωτ.	***
24. INTERNATIONAL (Αναπτυξιακό Εσωτ.)	*<<<
25. ABN-AMRO (Ελληνικό Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτ.)	***
26. INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτ.	***
27. ALICO Μετοχικό Εσωτερικού	***
28. ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	***
29. ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχών Εσωτερικού	***

30. NATIONALE NEDERLANDEN (Αναπτυξιακό-Μετοχ. Εσ.)	...
31. ALPHA Μετοχικό Εσωτερικού	***
32. ALPHA Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού)	**
33. METROLIFE (Μετοχικό Εσωτ.)	..
34. ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.)	..
35. CitiFund Equity (Μετοχών Εσωτερικού)	**
36. ASE GENERAL	**
37. ΕΡΜΗΣ (Μετοχικό Εσωτ.)	**
38. ΑΣΠΙΣ Α/Κ (Μετοχών Εσωτ.)	**
39. ΠΕΙΡΑΙΩΣ Mid Cap FTSE/ASE MID-40 (Μετοχών Εσωτ.)	**
40. ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	**
41. Α/Κ ΕΤΒΑ Π&Κ Capital Μετοχικό Εσωτερικού	**
42. ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	**
43. ALPHA Blue Chips Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	*
44. ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής (Μετοχ. Εσωτ.)	*
45. ΔΗΛΟΣ Small Cap (Μετοχικό Εσωτ.)	*
46. ΓΕΝΙΚΗ Α/Κ Μετοχικό Εσωτ.	*
47. ΓΕΝΙΚΗ Α/Κ Αναπτυσσομένων Εταιριών Μετοχικό Εσωτ.	•

Έλεγχος της διαχρονικής επίδοσης της ικανότητας των διαχειριστών

Ένα από τα πιο ενδιαφέροντα θέματα στον χώρο της αξιολόγησης των διαχειριστών των Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι η ύπαρξη ή μη επαναληπτικότητας της επίδοσης τους.

Το στοιχείο της εύρεσης (ή μη) της επαναληπτικότητας της ικανότητας των διαχειριστών, εάν δηλαδή η κατάταξη την μία περίοδο μπορεί να αποτελέσει πρόβλεψη κατάταξης για την επόμενη χρονική περίοδο έχει σαφέστατα θεωρητικό ενδιαφέρον, αφού θα ήταν ένα εύρημα εναντίον (ή υπέρ) της υπόθεσης των αποτελεσματικών αγορών (efficient market hypothesis). Επί πλέον η ύπαρξη της επαναληπτικότητας έχει και αντίστοιχο πρακτικό ενδιαφέρον για τους επενδυτές, οι οποίοι με βάση την πληροφορία αυτή θα μπορούσαν να αποφασίσουν εάν θα παραμείνουν σε ένα αποτυχημένο Αμοιβαίο Κεφάλαιο ή θα μεταφέρουν τα κεφάλαιά τους σε ένα αντίστοιχο επιτυχημένο.

Η πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών διεθνώς (Malkiel (1995) Kahn-Rudd (1995)/Cahart (1997) κ.λπ.) αποκαλύπτει ότι υπάρχει ελάχιστη ή ανύπαρκτη επαναληπτικότητα στις αποδόσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, γεγονός αναμενόμενο για αποτελεσματικές χρηματιστηριακές αγορές⁸. Τι συμβαίνει όμως στην Ελλάδα όπου η χρηματιστηριακή αγορά έχει τελείως

διαφορετικά χαρακτηριστικά από τα αντίστοιχα των ανεπτυγμένων κεφαλαιαγορών;

Για τον έλεγχο της παραπάνω υπόθεσης χρησιμοποιήθηκαν εναλλακτικές προσεγγίσεις. Η πρώτη προσέγγιση είναι διαγραμματική. Το γράφημα 1 χωρίζεται σε 4 τεταρτημόρια. Στο πρώτο τεταρτημόριο απεικονίζονται οι καλύτεροι διαχειριστές της πρώτης περιόδου (31/12/2000 - 31/12/2002) οι οποίοι παρέμειναν καλύτεροι και την δεύτερη εξεταζόμενη χρονική περίοδο (31/12/1999 - 31/12/2001). Στο δεύτερο τεταρτημόριο απεικονίζονται οι διαχειριστές που, ενώ κατά την πρώτη περίοδο κατατάχθηκαν στις πρώτες θέσεις, την δεύτερη περίοδο χειροτέρευσαν τις σχετικές τους θέσεις. Στο τρίτο τεταρτημόριο απεικονίζονται οι χειρότεροι διαχειριστές της πρώτης περιόδου που παρέμειναν στις τελευταίες θέσεις και τη δεύτερη περίοδο. Τέλος στο τέταρτο τεταρτημόριο απεικονίζονται οι διαχειριστές που κατά την πρώτη περίοδο κατατάχθηκαν στις τελευταίες θέσεις, αλλά κατά την δεύτερη περίοδο βελτιώθηκαν. Το βασικό συμπέρασμα της μελέτης είναι ότι οι 16 από τους 23 καλύτερους διαχειριστές της πρώτης περιόδου παρέμειναν καλύτεροι και στην επόμενη χρονική περίοδο. Το ίδιο συμβαίνει και με τους διαχειριστές που κατατάχθηκαν στις τελευταίες θέσεις. Οι 15 από τους 23 χειρότερους διαχειριστές της πρώτης περιόδου παρέμειναν χειρότεροι και στην επόμενη χρονική περίοδο. Τέλος παρατηρήθηκαν επτά σχετικές βελτιώσεις και **οκτώ** αντίστοιχες μετακινήσεις από το club των καλύτερων στο club των χειρότερων διαχειριστών.

Θα πρέπει να επισημανθεί ότι η ύπαρξη θετικής συσχέτισης των αποδόσεων της μιάς περιόδου με αυτήν της επόμενης επιβεβαιώθηκε και με την χρήση στατιστικών μεθόδων όπως αυτή της απλής παλινδρόμησης και του συντελεστή συσχέτισης κατά τάξεις του Spearman.

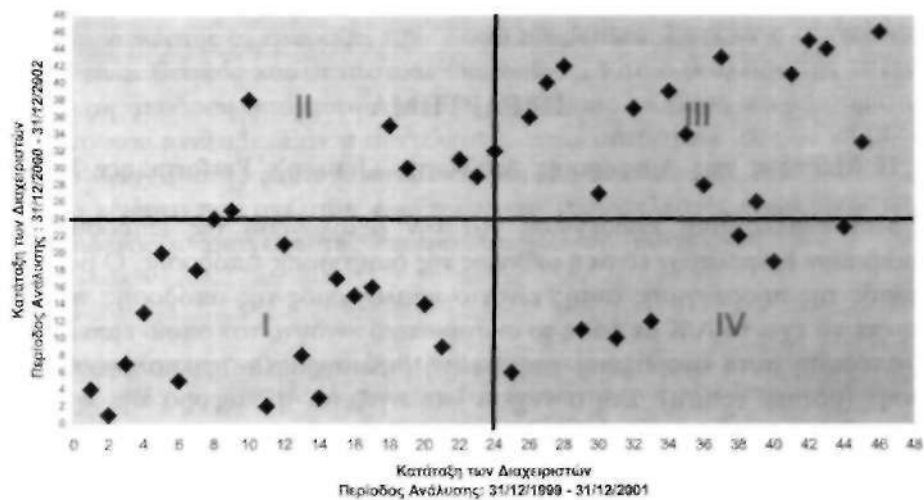
Η διενέργεια ελέγχου της διαχρονικής συνέπειας των διαχειριστών των Αμοιβαίων Κεφαλαίων για έναν μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα θα ενδυναμώσει την ισχύ των προαναφερθέντων εμπειρικών **αποτελεσμάτων**.

6. Συμπεράσματα και προτάσεις για περαιτέρω έρευνα

Σκοπός του άρθρου αυτού ήταν η αξιολόγηση της επίδοσης των Ελληνικών Μετοχικών Α/Κ με την προσέγγιση της Morningstar. Αξίζει να τονισθεί ότι το σύστημα αξιολόγησης της Morningstar είναι απλό και αξιόπιστο, ασκεί δε καθοριστική επιρροή στις επιλογές του επενδυτικού κοινού για τα Α/Κ στις Η.Π.Α. Σύμφωνα με αποτελέσματα ερευνών που διεξήχθησαν το 1995 πάνω από το 90% των νέων κεφαλαίων που επενδύονται σε Α/Κ στις Η.Π.Α.

αφορούν Α/Κ που η Morningstar έχει κατατάξει στις δύο υψηλότερες βαθμολογικά κατηγορίες της, των 5 και 4 αστεριών. Για τους σκοπούς της ανάλυσης χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία όλων των μετοχικών Α/Κ που παρουσίασαν συνεχή στοιχεία για την περίοδο 2000-2002.

Γράφημα 1
Persistence of Equity Fund Manager Performance



Για λόγους συγκρισιμότητας των εμπειρικών αποτελεσμάτων εφαρμόστηκε και η προσέγγιση του Jensen. Η συνέπεια των σχετικών κατατάξεων ελέγχθηκε εφαρμόζοντας το κριτήριο του Spearman, όπου ευρέθη μέτρια θετική, αλλά στατιστικά σημαντική συσχέτιση. Οι πληροφορίες που μας παρέχουν τα διαφορετικά κριτήρια που εφαρμόσαμε είναι συμπληρωματικές και προτείνεται η εφαρμογή εναλλακτικών προσεγγίσεων.

Ολοκληρώνοντας την παρουσίαση θα πρέπει να επισημανθούν τα παρακάτω:

α) Παρά το γεγονός ότι οι διαχειριστές είναι επαγγελματίες πρέπει να ελέγχονται και να αξιολογούνται

β) Η ποιότητα της διαχείρισης αλλάζει διαχρονικά και ως εκ τούτου παρελθούσες διαχειρίσεις δεν μπορούν να θεωρηθούν ως αντιπροσωπευτικές αντίστοιχων μελλοντικών. Η πρόταση αυτή δεν ισχύει απόλυτα για την Ελλάδα αλλά ισχύει ιδιαίτερα για αποτελεσματικές αγορές και

γ) Σύμφωνα με τα α και β, συμπεραίνεται ότι η αξιολόγηση των διαχειριστών πρέπει να είναι συνεχής (η Morningstar παρακολουθεί τους διαχειριστές και ανανεώνει τις σχετικές αξιολογήσεις σε μηνιαία βάση)

Η διεύρυνση των επενδυτικών επιλογών του επενδυτικού κοινού και στον χώρο των Α/Κ καθιστά επιτακτική και στην Ελληνική αγορά την δημιουργία αξιόπιστων Εταιρειών Αξιολόγησης Α/Κ από ανεξάρτητους φορείς οι οποίοι θα έχουν την σχετική τεχνογνωσία.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

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 Α/Κ 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 εξισώσεις 16 και 17:

$$N(\bar{r}_i) = r_f + \beta_i (r_m - r_f) \quad (16)$$

$$a_i = r_i - N(\bar{r}_i) \quad (17)$$

Όπου: $N(\bar{r}_i)$ είναι η φυσιολογική απόδοση του Α/Κ (normal return),

a_i είναι η μη φυσιολογική απόδοση (abnormal return),

r_f είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο και

r_m είναι η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Για την αξιολόγηση Α/Κ, αλλά και γενικότερα χαρτοφυλακίων με τη μέθοδο της διαφορικής απόδοσης, Α/Κ που παρέχουν υψηλότερη και θετική μη

φυσιολογική απόδοση κρίνονται ως αυτά με την καλύτερη διαχείριση, ενώ Α/Κ που παρέχουν αρνητική μη φυσιολογική απόδοση κρίνονται αρνητικά.

Εναλλακτικά, ο Jensen προτείνει την εκτίμηση της παρακάτω παλινδρόμησης:

$$r_{it} - r_f = \alpha_i + \beta_i (r_{m,t} - r_f) + e_{it} \quad (18)$$

όπου τα σύμβολα έχουν ήδη αναλυθεί.

Ο συντελεστής α , εκφράζει τον δείκτη του Jensen. Εφόσον ο συντελεστής αυτός είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός, τότε ο διαχειριστής επέτυχε καλύτερη απόδοση από αυτήν που θα αναμέναμε με βάση τον συστηματικό κίνδυνο που ανέλαβε. Εάν ο συντελεστής είναι στατιστικά ίσος με το μηδέν, τότε ο διαχειριστής επέτυχε την αναμενόμενη απόδοση με βάση το συστηματικό κίνδυνο που ανέλαβε, ενώ τέλος εάν ο συντελεστής είναι μικρότερος του μηδενός, ο διαχειριστής επικρίνεται για την διαχείρισή του.

Notes

1. Jensen, C.M. "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964", *Journal of Business*. 1968. pp. 389-416. Η συγκεκριμένη προσέγγιση παρουσιάζεται αναλυτικά στο παράρτημα.

2. Μυλωνά; Ν., "Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια", Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Αθήνα 1999.

• Philippas Nikolaos "Market Timing and Selectivity : An Empirical Investigation into the Features of Greek Mutual Fund Managers". *JOURNAL OF APPLIED BUSINESS RESEARCH*, Volume 18, Number 3, Summer 2002, pp. 97-108.

• Philippas Nikolaos "Performance Evaluation: A Review Article and an Empirical Investigation of Greek Mutual Fund Managers". (Με τον Επίκουρο Καθηγητή Ε. Τσιώννα). *THE INTERNATIONAL BUSINESS & ECONOMICS RESEARCH JOURNAL*, Volume 1, Number 6, June 2002, pp. 31-44.

• A. Noulas, J. Papanastasiou & J. Lazaridis 'Performance of Mutual Funds', *MANAGERIAL FINANCE*. Volume 31, No 2, 2005.

3. Βλέπε: www.morningstar.com.

4. Sharpe, William F. "Mutual Fund Performance." *Journal of Business*, January 1966, pp. 119-138.

5. Treynor, J.L. (1965) How to Rate Management of Investment Funds, *Harvard Business Review*, 43, pp. 63-75.

6. Η απήχηση της μεθοδολογίας της Morningstar είναι ιδιαίτερα σημαντική και σε επιστημονικό επίπεδο:

- Sharpe, W. F., "Morningstar's Performance Measures". *Financial Analysts Journal*. 54. no.4 (July / August 1998): pp. 21-33.

- Marshall Blume, "An Anatomy of Morningstar Ratings". *Financial Analysts Journal* 54, no. 2 (March / April 1998): pp. 19-27.

7. Τα εμπειρικά αποτελέσματα δεν επηρεάζονται από την εξεταζόμενη περίοδο αφού οι χρησιμοποιηθείσες μεθοδολογίες δεν επηρεάζονται από αυτή. Πιο συγκεκριμένα: α) η μέθοδος του Jensen συγκρίνει την επίδοση των Α/Κ ως προς τον δείκτη αναφοράς που είναι ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α.Α. β) η μεθοδολογία της Morningstar αξιολογεί τα Α/Κ ως προς τον μέσο όρο τους.

8. Για μία ενδιαφέρουσα ανασκόπηση της σχετικής αρθρογραφίας ο αναγνώστης παραπέμπεται στο βιβλίο του Καθηγητή Μυλωνά, *Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια*, 1999.

Βιβλιογραφία-Αρθρογραφία

Ξένη

Blake. C.R Matthew & R. Morey, "Morningstar Ratings and Mutual Fund Performance" March 15, 1999, Working Paper.

Blume M., "An Anatomy of Morningstar Ratings", *Financial Analysts Journal* 54. no. 2 March / April 1998, pp. 19-27.

Carhart Mark, "On persistence in mutual fund performance". *Journal of Finance* 52, 1997.

Elton E. Gruber M. " Modern Portfolio Theory and Investment Analysis", John Wiley & Sons, Inc. Editions, 1996.

Grinblatt M. -Titman S. " Performance Evaluation", R. Jarrow ET.AL., Eds., *Handbooks in OR & MS*. Vol. 9, 1995.

Jensen, C.M. "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964", *Journal of Business*, 1968, pp. 389-416.

Kalin and Rudd "Does Historical Performance Predict Future Performance?" *Financial Analysts Journal*, November-December 1995, pp. 43-52.

Lappen A., " Who rates among the fund raters?", *Institutional Investor*, Φεβρουάριος 1994.

Malkiel B., "Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991", *Journal of Finance* 51, 1995.

Noulas A., Papanastasiou J.& Lazaridis J., "Performance of Mutual Funds", *Managerial Finance*, Volume 31, No 2, 2(X)5, pp. 101-112.

Philippas N. "Are Greek Mutual Fund Managers Market Timers?" *European Research Studies*. volume 2, 1999, pp. 33-41.

Philippas N. "Market Timing and Selectivity: An Empirical Investigation into the Features of Greek Mutual Fund Managers". *Journal of Applied Business Research*, Volume 18. Number 3. Summer 2002, pp. 97-108.

- Philippas N., Tsionas E. "Performance Evaluation: A Review Article and an Empirical Investigation of Greek Mutual Fund Managers". *The International Business and Economics Research Journal*, Volume 1, Number 6, June 2002, pp 31-44.
- Sharpe W. F. " Mutual Fund Performance Measures, Factor Models and Fund Style and Selection, www.sharpe.stanford.edu.
- Sharpe W. F., "Mutual Fund Performance". *Journal of Business*, January 1966: pp. 119-138.
- Sharpe W. F.. "The Sharpe Ratio", *Journal of Portfolio Management*. Fall 1994.
- Sharpe W. F., "Morningstar's Performance Measures". *Financial Analysts Journal*. 54, no.4 July / August 1998, pp. 21-33.
- Sharpe, W. F., "Morningstar's Risk-Adjusted Ratings". *Financial Analysts Journal*. 54, no.2 July / August 1998, pp. 21-33.
- Sharpe, W.F. Gordon J. Alexander, Jeffery V. Bailey "Investments" Sixth Edition Prentice Hall. pp. 720-725.
- Treynor. J.L. How to Rate Management of Investment Funds, *Harvard Business Review*, 43. pp. 63-75, 1965.

Ελληνική

- Μυλωνάς Ν., "Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια", Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Αθήνα 1999.
- Φίλιππα; Ν., "Εκτιμώντας τον Κίνδυνο των Αμοιβαίων Κεφαλαίων", Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών. 1998.
- Φίλιππος Ν., "Αξιολόγηση της Επίδοσης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Ελλάδα", Alpha Τράπεζα Πίστεως, Οκτώβριος 1998.
- Φίλιππος Ν., "Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακά Περιβάλλον", Εκδόσεις Globus Invest, Φεβρουάριος 1999.
- Φίλιππος Ν.. "Έλεγχος της ύπαρξης αιτιωδών σχέσεων μεταξύ των αποδόσεων της Χρηματιστηριακής Αγοράς των Αθηνών και των εισροών νέου χρήματος στα μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια." Κέντρο Ερευνών Πανεπιστημίου Πειραιώς, Μάρτιος 2003.