

ΠΕΡΙ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Τοῦ κ. ΣΤΑΥΡΟΥ Δ. ΚΟΥΡΟΥΚΛΗ

Τοῦ International Trade Centre τῆς UNCTAD/GATT (Γενεύη)

Ἡ λειτουργία τῶν ἀμοιβαίων κεφαλαίων¹ προϋποθέτει τὴν ὑπαρξίν ἀνεπτυγμένης κεφαλαιαγορᾶς. Ἡ χρονικῶς ἀντίστροφος ἐμφάνισις τοῦ θεσμοῦ αὐτοῦ εἰς τὴν χώραν μας² γεννᾷ τὸ ἐρώτημα : διατί μετεφυτεύθησαν τὰ ἀμοιβαῖα κεφάλαια;

Ἐκ μέρους τῶν ἰδρυτριῶν τὰ ἀμοιβαῖα κεφάλαια Τραπεζῶν Ἐθνικῆς καὶ Ἐμπορικῆς³ προβάλλονται δύο λόγοι :

- α) ἡ ἀνάπτυξις τοῦ χρηματιστηρίου⁴, καὶ
- β) ὁ προσανατολισμὸς τῶν ἰδιωτικῶν ἀποταμιεύσεων ἐπὶ μακροχρονίου βάσεως πρὸς ἀποδοτικὰς τοποθετήσεις.

Τὸ ἀνωτέρω ἐρώτημα μεταβάλλεται : δύνανται τὰ ἀμοιβαῖα κεφάλαια νὰ ἐκπληρώσουν τοὺς τεθέντας σκοποὺς τῆς ἰδρύσεώς των εἰς τὰ πλαίσια μιᾶς ὑπὸ ἀνάπτυξιν οἰκονομίας καὶ ὑπὸ ποίας προϋποθέσεις;

Εἰς τὸ ἐρώτημα αὐτὸ ἀναφέρεται ἡ παροῦσα ἐργασία, ἡ ὁποία διαιρεῖται εἰς τὰ ἐξῆς μέρη: τὰ ἀμοιβαῖα κεφάλαια εἰς τὴν ὑπηρεσίαν τῆς οἰκονομικῆς ἀναπτύξεως· ἀνάλυσις τῶν παραγόντων οἱ ὅποιοι ἐπιδρῶν ἐπὶ τῆς πολιτικῆς ἐπενδύσεων τῶν ἀμοιβαίων κεφαλαίων· διάρθρωσις καὶ πολιτικὴ ἐπενδύσεων· ἀξιολογήσις τῆς ἀποδόσεως τῶν ἀμοιβαίων κεφαλαίων· κριτικὴ καὶ ἐξαγωγή συμπερασμάτων.

1. Τὸ ἀμοιβαῖον κεφάλαιον (mutual fund or open-end investment company) ὡς ἰδιαιτέρος τύπος οἰκονομικῆς ἐπιχειρήσεως (ὑπὸ τὴν σημερινὴν του μορφήν) ἐνεφανίσθη τὸ 1924 εἰς τὰς Η.Π.Α., ὅταν τὸ Massachusetts Investors Trust παρέσχεν εἰς τοὺς μετόχους του τὸ δικαίωμα ἐξαργυρώσεως τῶν μετοχῶν των.

2. Τὰ ἀμοιβαῖα κεφάλαια ἐθεσπίσθησαν παρ' ἡμῖν διὰ τοῦ ὑπ' ἀριθ. 608 Ν.Δ. δημοσιευθέντος εἰς τὸ ὑπ' ἀριθ. 170/20.8.70, τεύχος πρῶτον τῆς Ἐφημερίδος τῆς Κυβερνήσεως.

3. Ἐθνικὴ Τράπεζα τῆς Ἑλλάδος, Ἀπολογισμὸς τοῦ ἔτους 1972, σελίς 56.

4. Ἐμπορικὴ Τράπεζα τῆς Ἑλλάδος, Ἐκθεσις ἐπὶ τοῦ ἰσολογισμοῦ τοῦ ἔτους 1972, σελίς 20.

5. Τοῦτο θὰ ἐπιτευχθῆ διὰ τοῦ περιορισμοῦ τῆς προσφυγῆς τῶν οἰκονομικῶν φορέων ἀπ' εὐθείας εἰς τὴν ἀγορὰν κεφαλαίου τῆ παρεμβολῆ τῶν ἀμοιβαίων κεφαλαίων.

1. Τὰ ἀμοιβαία κεφάλαια εἰς τὴν ὑπηρεσίαν τῆς οἰκονομικῆς ἀναπτύξεως

Ἡ οἰκονομικὴ ἀνάπτυξις μιᾶς χώρας δὲν εἶναι μόνον οἰκονομικὸν πρόβλημα. Κοινωνικαὶ καὶ ὀργανωτικαὶ μεταβολαὶ συμβάλλουν μεγάλως εἰς τὴν ἐπιτυχίαν τῆς οἰκονομικῆς προσπάθειας. Ἐν τούτοις, αἱ ἐπενδύσεις ἀποτελοῦν τὸν κύριον παράγοντα εἰς τὴν ἀναπτυξιακὴν διαδικασίαν. Ἐκτὸς τῆς ἐμφανοῦς ἐπιδράσεώς των ἐπὶ τοῦ εἰσοδήματος, νέαι ἐπενδύσεις δημιουργοῦν διαθέσεις εὐνοϊκὰς δι' ἀνάπτυξιν καὶ ὑποβοηθοῦν τὴν κοινωνίαν νὰ ἐκτείνει τὸν οἰκονομικὸν της ὀρίζοντα διὰ τοῦ προσανατολισμοῦ της πρὸς τὴν παραγωγὴν. Ἐν συνόψει δύναται νὰ λεχθῆ ὅτι αἱ ἐπενδύσεις εἰσάγουν δυναμικὰ στοιχεῖα εἰς τὸν οἰκονομικὸν λογισμόν. Μία αὔξησις τοῦ εἰσοδήματος διὰ τῶν ἐπενδύσεων διευκολύνει μεγάλως κοινωνικὰς μεταβολὰς οἰκονομικῆς μορφῆς. Εἶναι εὐκολώτερον, ἐπὶ παραδείγματι, νὰ μειωθοῦν αἱ εἰσοδηματικαὶ ἀνισότητες ὅταν τὸ εἰσόδημα ἀξάνεται ἢ ὅταν εἶναι στάσιμον.

Χωρὶς νὰ παραγνωρίζεται συνεπῶς ἡ σημασία τῶν ἄλλων παραγόντων, ἡ οἰκονομικὴ ἄνοδος ἐξαρτᾶται ἀπὸ τὸ πόσον ἀποταμιεῦει μία χώρα. Τὸ χαμηλὸν κατὰ κεφαλὴν εἰσόδημα καὶ ὁ καταναλωτικὸς προσανατολισμὸς τῶν ὑπὸ ἀνάπτυξιν χωρῶν συνηγοροῦν ὑπὲρ τῆς ἀναγκαστικῆς ἀποταμιεύσεως. Ἐν τούτοις, αἱ ἐκούσαι ἀποταμιεύσεις προτιμῶνται τῶν ἀναγκαστικῶν καὶ διὰ λόγους εὐπραγίας τῶν ἀποταμιευτῶν.

Ἐξ ἴσου σημαντικὸς παράγων πρὸς τὸ ὕψος τῶν ἀποταμιεύσεων εἶναι καὶ ἡ κινητοποίησις τῶν ὑπαρχουσῶν ἀποταμιεύσεων καὶ ἡ διοχέτευσίς των εἰς παραγωγικὰς ἐπενδύσεις.

Διὰ τῆς ἀγορᾶς μεριδίων ἀμοιβαίων κεφαλαίων καὶ τῆς ἐν συνεχείᾳ ἀνταλλαγῆς των μετὰ ἄλλα χρεώγραφα ἀντιπροσωπεύοντα ἀμέσους παραγωγικὰς ἐπενδύσεις, ὁ ἀγοραστὴς σχηματίζει σαφῆ εἰκόνα τῆς χρησιμοποίησεως τῶν ἀποταμιεύσεων του. Ἡ γνῶσις αὕτη δημιουργεῖ εἰς τὸν ἐπενδυτὴν ἓν αἴσθημα ἐνεργοῦ συμμετοχῆς εἰς τὰς προσπάθειας τῆς χώρας δι' ἀνάπτυξιν. Αὐτὸς ὁ ψυχολογικὸς παράγων ἀξάνει τὴν ροπὴν πρὸς ἀποταμίευσιν καὶ διευκολύνει τὴν συσσώρευσιν κεφαλαίου ἀναγκαίου διὰ τὴν οἰκονομικὴν ἀνάπτυξιν. Ἡ ἐνεργὸς συμμετοχὴ δημιουργεῖ ἐν συνεχείᾳ εἰς τὸν μεριδιοῦχον τὴν ὑποχρέωσιν πραγματοποίησεως τῆς ἀναπτύξεως τῆς χώρας του. Ἡ ὑπευθυνότης αὕτη ἐπηρεάζει εὐνοϊκῶς τὴν ἀποταμίευσιν ἐξ ὑπάρχοντος εἰσοδήματος. Οἱ μεριδιοῦχοι ταυτίζονται μὲ τὸ μέλλον τῆς χώρας των καὶ εἶναι ψυχολογικῶς προετοιμασμένοι ν' ἀπόσχουν περαιτέρω τῆς παρούσης καταναλώσεως διὰ τὴν κοινὴν προσπάθειαν πρὸς οἰκονομικὴν ἀνάπτυξιν.

Διὰ τῆς ἐκδόσεως καὶ ἐξαγορᾶς τῶν μεριδίων ὑπὸ τῶν ἀμοιβαίων κεφαλαίων ὑποκαθίσταται ὁ μηχανισμὸς τῆς ἀγορᾶς καὶ πωλήσεως χρεωγράφων εἰς τὴν ἐλευθέραν ἀγοράν. Ἡ ἀπλοποίησις τῆς διαδικασίας ἐπενδύσεως καὶ τὸ δικαίωμα τῶν μεριδιοῦχων ν' ἀποσύρουν κατὰ τὸ δοκοῦν τὰ χρήματά των ἀποτελοῦν εὐνοϊκοὺς παράγοντας διὰ τὴν κινητοποίησιν τῶν ἀποταμιεύσεων, διότι ἐξασφαλίζουν τὴν ἐπιστροφὴν τοῦ ἐπενδυθέντος κεφαλαίου.

Ἡ διασπορά τοῦ κινδύνου διὰ τῆς διαφοροποιήσεως τῶν ἐπενδύσεων, διευκολύνει ἐπίσης τὴν κινητοποίησιν τῶν ἀποταμιεύσεων, διότι ἐξασφαλίζει τοὺς μεριδιούχους ἐκ πιθανῶν ζημιῶν.

Αἱ ιδιότητες αὐταὶ τῶν ἀμοιβαίων κεφαλαίων εἶναι προαγωγικαὶ τῆς οικονομικῆς ἀναπτύξεως μιᾶς χώρας, ἰδίᾳ ἐὰν ληφθῇ ὑπ' ὄψιν ἡ ἄγνοια καὶ εἰς πολλὰς περιπτώσεις ὁ φόβος τῆς ἀπ' εὐθείας ἐπενδύσεως εἰς χρηματιστηριακοὺς τίτλους. Ἡ παρατήρησις αὐτὴ ἔχει μεγάλην σημασίαν, διότι τὰ μερίδια ἀπευθύνονται κυρίως εἰς ἀποταμιευτὰς μικροῦ¹ εἰσοδήματος, οἱ ὅποιοι καταθέτουν τὰς ἀποταμιεύσεις τῶν εἰς τὰς τραπέζας ἢ τὰς ἀποθησαυρίζουν.

Ἡ δραστηριοποίησις τῶν ψυχολογικῶν παραγόντων προϋποθέτει καὶ τὴν βελτίωσιν τῆς εὐπραγίας τῶν μεριδιούχων. Ἐφ' ὅσον οἱ μεριδιούχοι συμβάλλουν διὰ τῶν ἀποταμιεύσεων τῶν ἀπ' εὐθείας εἰς τὴν οικονομικὴν ἀνάπτυξιν, πρέπει νὰ συμμετέχουν ὡσαύτως ἀπ' εὐθείας εἰς τὰ ἀποτελέσματά της. Ἡ μὴ συμμετοχὴ ἔχει δυσμενῆ ψυχολογικὴν ἐπίδρασιν ἐπὶ τῶν μεριδιούχων συνεπείᾳ μειώσεως τοῦ εἰσοδήματος τῶν κατὰ τὴν διαφορὰν μεταξὺ τοῦ κέρδους καὶ τόκου.

2. Παράγοντες ἐπιδρῶντες ἐπὶ τῆς πολιτικῆς ἐπενδύσεων τῶν ἀμοιβαίων κεφαλαίων

α) Θεσμικοί. Τὸ περὶ Ἑταιρειῶν Ἐπενδύσεων - Χαρτοφυλακίου καὶ Ἀμοιβαίων Κεφαλαίων Ν.Δ. τοῦ 1970 ἀποτελεῖ τὸν θεμελιώδη νόμον τῶν ἀμοιβαίων κεφαλαίων. Τὸ Ν.Δ. αὐτὸ ρυθμίζει τὴν δημοσιότητα, τὴν σύγκρουσιν συμφερόντων καὶ τὴν διαφοροποίησιν τῶν ἐνεργητικῶν στοιχείων τῶν ἀμοιβαίων κεφαλαίων. Σκοπὸς τῆς τελευταίας ἀπαιτήσεως τοῦ νόμου εἶναι νὰ ἐμποδίσῃ τὰ ἀμοιβαία κεφάλαια νὰ μετατραποῦν εἰς ἐταιρείας χαρτοφυλακίων.

Τὰ ἀμοιβαία κεφάλαια ἀπαλλάσσονται τῆς συνήθους φορολογίας τῶν ἐταιρειῶν. Τὰ ἀμοιβαία κεφάλαια ἐξυπηρετοῦνται ὑπὸ ἐτέρων ἐπιχειρήσεων διαχειρίσεως, διανομῆς καὶ μεσιτείας. Οἱ διευθύνοντες διευθύνουν τὰς ἐπιχειρήσεις αὐτὰς καὶ τὰ ἀμοιβαία κεφάλαια.

β) Οἰκονομικοί. Τὸ διακριτικὸν γνώρισμα τῶν ἀμοιβαίων κεφαλαίων εἶναι ἡ ἀπουσία παθητικοῦ. Τὰ μερίδια τῶν ἰσοῦνται μὲ τὴν λογιστικὴν ἀξίαν τοῦ ἐνεργητικοῦ τῶν. Διὰ τὸν λόγον αὐτὸν ἡ ἀσφάλεια καὶ ἡ ρευστότης τοῦ κεφαλαίου τῶν δὲν εἶναι πρωταρχικῆς σπουδαιότητος. Ἐπειδὴ ὅμως τὰ ἀμοιβαία κεφάλαια ὑποχρεῶνται νὰ ἐξαργυρῶνουν τὰ ἐν κυκλοφορίᾳ μερίδιά τῶν, τὸ ἐνεργητικὸν τῶν πρέπει νὰ ἔχη ὀρισμένον βαθμὸν ρευστότητας.

Ἡ ρευστότης πρὸς ἀντιμετώπισιν τῶν ἐξαργυρώσεων δὲν εἶναι πολὺ σημαντικὴ. Ἡ πραγματικὴ σημασία τῆς ρευστότητος σχετίζεται μὲ τὴν διακίνησιν τῶν χρεωγράφων εἰς τὸ χαρτοφυλάκιον τοῦ ἀμοιβαίου κεραιαίου. Ἐπὶ παραδείγματι, ὅταν ἀναμένεται πτώσις εἰς τὴν ἀγορὰν χρεωγράφων

ή πολιτική επενδύσεως του άμοιβαίου κεφαλαίου δυνατὸν νὰ καταστή συντηρητικὴ διὰ τῆς αὐξήσεως τῆς ρευστότητος.

Ἄλλος παράγων ὁ ὁποῖος ἐπιδρᾷ ἐπὶ τῆς ρευστότητος ἑνὸς άμοιβαίου κεφαλαίου εἶναι τὸ μέγεθός του. Οἱ μεριδιοῦχοι ἀπαιτοῦν ὅπως ἐν ἐλάχιστον ποσὸν χρημάτων επενδύεται εἰς μετρητὰ καὶ κρατικά χρεώγραφα. Τοῦτο ὑποχρεώνει τὰ μικρότερα άμοιβαῖα κεφάλαια νὰ δεσμεύουν ἕνα μεγαλύτερον ποσοστὸν τῶν διαθέσιμων τῶν εἰς τὰς προαναφερθείσας τοποθετήσεις. Οὕτως, ὅσον μεγαλύτερον εἶναι τὸ άμοιβαῖον κεφάλαιον τόσον μικρότερον εἶναι τὸ ποσοστὸν ρευστότητος.

γ) Ἐπιδιώξεις τῶν ἰδιωτῶν επενδυτῶν. Ὁ ἀντιπροσωπευτικὸς τύπος επενδυτοῦ τῶν άμοιβαίων κεφαλαίων εἶναι ἕν πρόσωπον τῆς μέσης εἰσοδηματικῆς τάξεως τὸ ὁποῖον ἀφοῦ ἔχει ἐξασφαλίσει προσωπικὴν ἀσφάλειαν καὶ κοινωνικὴν ἀσφάλειαν καὶ ἔχει δημιουργήσει ἕν ἀπόθεμα μετρητῶν, εὐρίσκει ὅτι εἶναι εἰς θέσιν νὰ επενδύσῃ ἕν μέρος τοῦ τρέχοντος εἰσοδήματός του εἰς χρεώγραφα¹. Τὸ πρόσωπον αὐτὸ πιθανῶς νὰ διστάξῃ νὰ ἐνεργήσῃ μόνον εἰς τὴν ἀγορὰν χρεωγράφων διὰ πολλοὺς λόγους. Δυνατὸν νὰ μὴ διαθέτῃ τὸ ἀναγκαῖον κεφάλαιον πρὸς ἐξασφάλισίν του διὰ τῆς διαφοροποιήσεως τῶν επενδύσεων. Ταυτοχρόνως εἶναι δυνατὸν νὰ μὴ διαθέτῃ τὸν χρόνον, τὰς γνώσεις καὶ τὴν πείραν διὰ νὰ επενδύσῃ ὀρθῶς. Αὐτοὶ εἶναι καὶ οἱ κύριοι λόγοι ἐπιτυχίας τῶν άμοιβαίων κεφαλαίων: ἡ μείωσις τοῦ κινδύνου επενδύσεως διὰ τῆς διαφοροποιήσεως καὶ ἡ πεπειραμένη διαχείρισις.

Ἄλλὰ καὶ ἐὰν ἀκόμη ὁ επενδυτὴς αὐτὸς διαθέτῃ ἕν μέγαλον χρηματικὸν ποσὸν πάλιν ὑφίσταται τὸ πρόβλημα τῆς ἀνακτήσεως τοῦ επενδυθέντος κεφαλαίου. Ἐὰν θελήσῃ νὰ ρευστοποιήσῃ μέρος τοῦ χαρτοφυλακίου του κατὰ μίαν μελλοντικὴν ἡμέραν θὰ πρέπει εἴτε νὰ συντονίσῃ τὰς ἡμερομηνίας λήξεως τῶν ὁμολογιῶν εἴτε νὰ διακινδυνεύσῃ τὴν πώλησιν μετοχῶν εἰς χαμηλὰς τιμὰς. Ἐπιπροσθέτως, ἐὰν ὁ επενδυτὴς ἔχῃ ἐπιτύχει τὸ κατὰ τὴν κρίσιν του ἄριστον ἰσοζύγιον εἰς τὸ χαρτοφυλάκιόν του, ἡ ρευστοποίησις θὰ ἀνατρέψῃ τὴν ἐπιτευχθεῖσαν ἰσορροπίαν. Αὐτὸς εἶναι εἰς ἕκ τῶν λόγων ἕνεκα τοῦ ὁποῖου μεγάλοι επενδυταὶ ἔχουν προσελκυσθῆ ὑπὸ τῶν άμοιβαίων κεφαλαίων. Ἐπίσης τὰ άμοιβαῖα κεφάλαια παρῴσιάζουν ἕν φορολογικὸν πλεονέκτημα διὰ τὸν μέγαλον επενδυτὴν. Ἡ πιθανότης νὰ ὑποχρεωθῇ αὐτὸς νὰ πραγματοποιήσῃ κέρδος ἐκ κεφαλαίου εἶναι πολλὸ μικρότερα εἰς ἕν άμοιβαῖον κεφάλαιον ἢ ἐκ τῆς διαχειρίσεως τοῦ ἰδίου χαρτοφυλακίου.

Τὰ άμοιβαῖα κεφάλαια εἰς τὰς δημοσιεύσεις τῶν παρέχουν πληροφορίας ἐπὶ τῆς ἀποδόσεως τῆς πολιτικῆς επενδύσεων καὶ τῶν ἐπιδιωκομένων σκοπῶν. Αὐτὸ δημιουργεῖ εἰς τὸν ἰδιώτην επενδυτὴν ἕν αἶσθημα βεβαιότητος. Τέλος, τὰ άμοιβαῖα κεφάλαια παρέχουν εὐκολίαν. Ὁ επενδυτὴς ἐλευθεροῦται ἐκ τῆς λογιστικῆς παρακολουθήσεως καὶ ἐκ τοῦ διαρκοῦς ἐνδιαφέροντος περὶ τῶν τρεχουσῶν τιμῶν τοῦ χαρτοφυλακίου του.

δ) Διαχειριστικοί. Ἐφ' ὅσον ἡ ἔταιρεία διαχειρίσεως ἀμείβεται

ἐπὶ τῇ βάσει ἑνὸς ὀρισμένου ποσοστοῦ τοῦ καθαροῦ ἐνεργητικοῦ τοῦ ἀμοιβαίου κεφαλαίου¹ ὑπάρχει ἰσχυρὸν κίνητρον προωθήσεως τῆς ὑπεραξίας καὶ τῶν πωλήσεων παρὰ τοῦ εισοδήματος. Συνεπῶς, καθ' ἣν ἔκτασιν ἡ ἔταιρεία διαχειρίσεως ὑποτάσσει τὸ συμφέρον τῶν μεριδιούχων εἰς τὸ ἴδιόν της συμφέρον, ἐπηρεάζει τὴν πολιτικὴν ἐπενδύσεως τοῦ ἀμοιβαίου κεφαλαίου.

Αἱ ὑποχρεώσεις δημοσιότητος δημιουργοῦν ἐν ἄλλοις πρόβλημα. Οἱ ἐπενδυταὶ προσελκύνονται περισσότερο ἀπὸ τὰ ἀμοιβαία κεφάλαια τὰ ὁποῖα περιλαμβάνουν μετοχὰς γνωστῶν μεγάλων ἐπιχειρήσεων εἰς τὸ χαρτοφυλάκιόν των, ἔχουν πλήρως ἐπενδύσει τὰ κεφάλαιά των καὶ διατηροῦν χαμηλὰ ταμιακὰ διαθέσιμα. Ἡ πολιτικὴ αὕτη δυνατόν νὰ μὴ εἶναι πρὸς τὸ συμφέρον τῆς ἔταιρείας. Ἐν τούτοις, ἡ ἔταιρεία διαχειρίσεως ἐκπληροῖ ἐνίοτε τὰς προτιμήσεις αὐτὰς τῶν ἐπενδυτῶν διὰ νὰ καταστήσῃ τὰ ἀμοιβαία κεφάλαια περισσότερο ἐλκυστικὰ εἰς αὐτούς.

3. Διάρθρωσις καὶ πολιτικὴ Ἐπενδύσεων²

Τὸ Ἀμοιβαίον Κεφάλαιον Δήλος ἰδρύθη ὑπὸ τῆς Ἐθνικῆς Τραπεζῆς καὶ τὸ Ἑλληνικὸν Ἀμοιβαίον Κεφάλαιον Διεθνῶν Ἐπενδύσεων ὑπὸ τῆς Ἐμπορικῆς Τραπεζῆς. Ὁ Πίναξ 1 δίδει τὴν σύνθεσιν τῶν ἐνεργητικῶν στοιχείων τῶν ἀμοιβαίων κεφαλαίων ἀνὰ τρίμηνον ἀπὸ τῆς ἐνάρξεως τῶν ἐργασιῶν των μέχρι τῆς 31.3.74.

Πίναξ 1

Ἐνεργητικὰ στοιχεῖα τῶν ἀμοιβαίων κεφαλαίων εἰς ἑκατ. δραχ.

Τρίμη- νον	Δήλος						Διεθνῶν Ἐπενδύσεων					
	Μετοχαι 'Ἐσωτ. 'Ἐξωτ.	'Ομολο- γιαί	Διαθέ- σιμα	Σύνο- λον	% Κλάδου		Μετοχαι 'Ἐσωτ. 'Ἐξωτ.	'Ομολο- γιαί	Διαθέ- σιμα	Σύνο- λον	% Κλάδου	
2/73	176	—	57	47	280	37	66	13	85	293	457	63
3/73	247	6	91	16	360	45	160	42	78	155	435	55
4/73	231	14	75	32	352	48	168	49	77	84	378	52
1/74	298	27	36	11	372	51	210	51	70	29	360	46

Πηγή: Ἐκ τῶν ἀντιστοιχῶν λογιστικῶν καταστάσεων.

1. Κανονισμὸς ἀμοιβαίου κεφαλαίου Δήλος, ἄρθρον 6 καὶ Διεθνῶν Ἐπενδύσεων ἄρθρον 9.
2. Ἡ σύνθεσις τοῦ χαρτοφυλακίου τῶν ἀμοιβαίων κεφαλαίων κυμαίνεται μεταξὺ τῶν ἄκρας κερδοσκοπικῶν καὶ συντηρητικῶν κεφαλαίων. Μεταξὺ τῶν δύο αὐτῶν ἄκρων δύναται νὰ ὑπάρξῃ μία ὀλόκληρος σειρὰ ἀμοιβαίων κεφαλαίων τὰ ὁποῖα διαφέρουν κατὰ τὸν βαθμὸν τοῦ οικονομικοῦ κινδύνου τῶν χρεωγράφων τοῦ χαρτοφυλακίου των.

Ἡ διαχείρισις τοῦ χαρτοφυλακίου ἐπίσης ποικίλλει μεταξὺ δύο ἄκρων: τῆς ἄκρας ἐνεργητικῆς διαχειρίσεως, ἡ ὁποία προσαρμόζει διαρκῶς τὴν σύνθεσιν τοῦ χαρτοφυλακίου τοῦ ἀμοιβαίου κεφαλαίου πρὸς τὰς κυκλικὰς διακυμάνσεις τῆς ἀγορᾶς, καὶ τῆς διαχειρίσεως ἡ ὁποία βασίζεται εἰς τὴν μακροχρόνιον ἀξίησιν τῆς οἰκονομίας καὶ περιορίζεται εἰς μικρὰν προσαρμογὴν τοῦ χαρτοφυλακίου τοῦ κεφαλαίου.

Τὴν 31.3.74 τὸ 69.4 τοῖς ἑκατὸν τοῦ καθαρῶ ἑνεργητικοῦ τῶν ἀμοιβαίων κεφαλαίων ἀπετελεῖτο ἐκ μετοχῶν ἔναντι 32.8 τοῖς ἑκατὸν τοῦ τέλους τοῦ πρώτου τριμήνου τῆς λειτουργίας τῶν. Αἱ ἐπενδύσεις εἰς μετοχὰς ἐξωτερικοῦ ἠδῆξήθησαν ἀπὸ 1.8 τοῖς ἑκατὸν εἰς 10.6 τοῖς ἑκατὸν κατὰ τὴν ὑπὸ κρίσιν περίοδον. Ἀντιθέτως αἱ ἐπενδύσεις εἰς ὁμολογίας ἐμειώθησαν ἀπὸ 19.4 τοῖς ἑκατὸν εἰς 14.5 τοῖς ἑκατὸν. Ἡ μεταβολὴ αὐτὴ εἰς τὴν σύνθεσιν τοῦ χαρτοφυλακίου χρεωγράφων τῶν ἀμοιβαίων κεφαλαίων ὑποδηλοῖ τὴν ἐφαρμογὴν πολιτικῆς πρὸς πραγματοποιήσιν κέρδους μακροχρονίως. Τοῦτο ἄλλωστε δηλοῦται καὶ ὑπὸ τῶν ἰδρυτριῶν Τραπεζῶν¹.

Ἐνάλυσις τοῦ χαρτοφυλακίου χρεωγράφων τῶν ἀμοιβαίων κεφαλαίων κατὰ κλάδον ἐπιχειρήσεων δίδεται εἰς τὸν Πίνακα 2. Τὰ δεδομένα τοῦ πίνακος ἀποκαλύπτουν μίαν μεγαλυτέραν ὁμοιομορφίαν εἰς μετοχικὰς ἐπενδύσεις ἢ ὁμολογίας. Ὁ ἀριθμὸς τῶν ἐπιχειρήσεων τῶν ὁποίων αἱ μετοχαὶ εἶναι εἰσηγμένοι εἰς τὸ Χρηματιστήριον καὶ ἐκπροσωποῦνται εἰς τὸ χαρτοφυλάκιον τοῦ Δήλος ἀνέρχονται εἰς 24 καὶ εἰς τὸ χαρτοφυλάκιον τοῦ Διεθνῶν Ἐπενδύσεων εἰς 32, ἐπὶ συνόλου ἐκπροσωποῦμένων ἐταιρειῶν 26 καὶ 36 ἀντιστοίχως. Ὁ μέσος ὄρος τῆς μετοχικῆς ἐπενδύσεως τὴν 31.12.73 ἀνῆρχετο εἰς 9.000.000 δρχ. διὰ τὸ Δήλος καὶ 4.600.000 δρχ. διὰ τὸ Διεθνῶν Ἐπενδύσεων. Αἱ κεντρικαὶ τιμαὶ ἦσαν 5.637.000 δρχ. καὶ 2.805.000 δρχ. ἀντιστοίχως. Ἡ συνολικὴ ἀξία τῶν εἰσηγμένων εἰς τὸ χρηματιστήριον μετοχῶν εἰς τὸ χαρτοφυλάκιον τῶν ἀμοιβαίων κεφαλαίων ἀνῆρχετο τὴν 31.12.73 εἰς 354 ἑκατ. δρχ., ἀντιστοιχοῦσης εἰς 5 περίπου τοῖς ἑκατὸν τῶν διενεργηθειῶν συναλλαγῶν ἐπὶ μετοχῶν ἐντὸς τοῦ 1973². Κατὰ τὸ αὐτὸ ἔτος ἐσημείωσαν τακτικὴν μηνιαίαν συναλλακτικὴν κίνησιν αἱ μετοχαὶ 64 ἐταιρειῶν ἐκ τῶν 102

ΠΙΝΑΞ 2

Ποσοστιαία κατανομή τοῦ χαρτοφυλακίου τῶν ἀμοιβαίων κεφαλαίων κατὰ κλάδον ἐπιχειρήσεων τὴν 31.12.73

Κλάδος	Δήλος		Διεθνῶν Ἐπενδύσεων	
	Μετοχαὶ	Ὁμολογίαι	Μετοχαὶ	Ὁμολογίαι
Ἀσφαλιστικαὶ	4	—	3	—
Βιομηχανικαὶ	48	60	48	2
Κοινῆς Ὁφελείας	2	40	—	82
Ξεγοδοχειακαὶ	1	—	5	—
Τραπεζικαὶ	40	—	21	16
Ἄλλοδαπαὶ	5	—	23	—
Σύνολον	100	100	100	100

Πηγή : Ἐκ τῶν ἀντιστοιχῶν λογιστικῶν καταστάσεων.

1. Ἑλληνικὸν Ἀμοιβαίων Κεφάλαιον Διεθνῶν Ἐπενδύσεων, Δελτίον Ἐνημερώσεως, Δεκέμβριος 1973.

2. Ἡ συνολικὴ ἀξία τῶν συναλλαγῶν ἐπὶ μετοχῶν εἰς τὸ Χρηματιστήριον κατὰ τὸ 1973 ἀνῆρχετο εἰς 3.162 ἑκατ. δρχ. Δελτίον τοῦ Χρηματιστηρίου Ἀξιών Ἀθηνῶν, 1973, σελίς 5.

των όποιων αί μετοχαι είναι εισηγμένα εις τό Χρηματιστήριον. Τό ποσοστόν συμμετοχής των μετοχών με την μεγαλυτέραν χρηματιστηριακήν κίνησιν εις τό χαρτοφυλάκιον των άμοιβαίων κεφαλαίων ήτο 50 τοίς έκατόν διά τό Δήλος και 43 τοίς έκατόν διά τό Διεθνών Έπενδύσεων.

ΠΙΝΑΞ 3

Κατανομή έπιχειρήσεων άντιπροσωπευομένων εις τό χαρτοφυλάκιον των άμοιβαίων κεφαλαίων την 31.12.73 κατά ποσοστόν έπενδύσεως

Άμοιβαίον Κεφάλαιον	Ποσοστόν Έπενδύσεως								Σύνολον
	Μικρότερον				Μεγαλύτερον				
	0.5	1	1	1	2.5	5	7.5	10	
Δήλος	4	4	11	5		1		1	26
Διεθνών Έπενδύσεων	15	9	7	4			1		36

Πηγή : Έκ των άντιστοιχών λογιστικών καταστάσεων.

Χωρίς να παραγνωρίζεται ή ιδιομορφία του Χρηματιστηρίου, τά άνωτέρα δεδομένα ύποστηρίζουν την άποψιν της άνεπαρκούς διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου των άμοιβαίων κεφαλαίων. Ο βαθμός συγκεντρώσεως των έπενδύσεων αξιάνεται έάν ή κατανομή των έπιχειρήσεων γίνη καθ' όμάδας έταιρειών του αύτου συγκροτήματος.

Ο Πίναξ 4 δίδει την κίνησιν των μεριδίων και τον βαθμόν έμπορευσιμότητος των ανά τρίμηνον. Συνεπεία της φθίνουσης πωλήσεως μεριδίων ύπό άμφοτέρων των άμοιβαίων κεφαλαίων και της αξούσης έξαγοράς μεριδίων ύπό των Διεθνών Έπενδύσεως, ό συνολικός αριθμός μεριδίων έμειώθη προοδευτικώς κατά ποσοστόν 10 περίπου τοίς έκατόν. Η μείωσις των πωλήσεων αφαιρεί την σημασίαν του ύψηλοτέρου βαθμού έμπορευσιμότητος των μεριδίων έναντι του έξ 8,5 τοίς έκατόν έτησίου βαθμού έμπορευσιμότητος των εισηγμένων εις τό Χρηματιστήριον μετοχών¹.

Η τριμηναία κίνησις νέων κεφαλαίων εις τά άμοιβαία κεφάλαια δίδεται εις τον πίνακα 5.

Τό άμοιβαίον κεφάλαιον Διεθνών Έπενδύσεων παρουσίασεν έκροήν κεφαλαίου κατά τά τελευταία τρία τρίμηνα, ένθ τό Δήλος μόνον κατά τό πρώτον τρίμηνον του 1974. Η καθαρά κίνησις κεφαλαίου και ή σχετική μεταβολή του ένεργητικού ύπήρξαν άρνητικαι διά τό Διεθνών Έπενδύσεων, ένθ αί άντίστοιχοι μεταβολαι του Δήλος ύπήρξαν άκαθόριστοι.

Διά τον προσδιορισμόν των αιτίων μεταβολής του ένεργητικού των άμοιβαίων κεφαλαίων συνετάγη ό Πίναξ 6. Η καθαρά είσροή κεφαλαίου και αί μεταβολαι

1. Τό ποσό των εισηγμένων προς διαπραγμάτευσιν μετοχών την 31.12.73 άνήρχετο εις 53.623.426 τεμάχια. Αί συναλλαγαι επί μετοχών κατά τό 1973 άνήλθον εις 4.534.362 τεμάχια. Δελτίον του Χρηματιστηρίου Άξιών Άθηνών, 1973, σελίδες 4 και 5.

των τιμών των τίτλων συνέβαλαν κατά το αυτό περίπου ποσοστόν εις την σημειωθείσαν αύξησιν τῆς καθαρῆς θέσεως τοῦ Δήλου. Ἡ μείωσις τοῦ ἐνεργητικοῦ τοῦ ἀμοιβαίου κεφαλαίου Διεθνῶν Ἐπενδύσεων ὀφείλεται εἰς τὴν ἐξαγορὰν τῶν μεριδίων. Ἡ αύξησις τῆς ἀγορᾶς ἦτο πολὺ μικρὰ διὰ τὴν ἀντισταθμίση τὴν μεγάλην ἐκροὴν κεφαλαίου.

Ἐπὶ τῇ βάσει τῆς προηγουμένης ἀναλύσεως δύναται νὰ ὑποστηριχθῇ ἡ ὑπόθεσις τῆς ἀσταθείας εἰς τὰς προτιμήσεις τοῦ ἐπενδυτικοῦ κοινοῦ πρὸς τὰ μερίδια τῶν ἀμοιβαίων κεφαλαίων.

Τὴν 31.12.73 τὰ ἐν κυκλοφορίᾳ μερίδια τοῦ ἀμοιβαίου κεφαλαίου Δήλος ἀνῆρχοντο εἰς 599.079 καὶ τῶν Διεθνῶν Ἐπενδύσεων εἰς 785.782 περίπου. Ἐξ αὐτῶν ποσοστόν 20-25 τοῖς ἑκατὸν ἀπετέλει μερίδια ἰδιοκτησίας τῶν τραπεζικῶν συγκροτημάτων¹.

Πίναξ 4
Κίνησις μεριδίων ἀμοιβαίων κεφαλαίων

Ἄμοιβαῖον Κεφάλαιον	Τρίμηνον			
	2/73	3/73	4/73	1/74
Δήλος :				
Πωλήσεις	525.502	78.857	75.512	28.607
Ἐξαγοραὶ	4.465	49.117	27.211	32.689
Διαφορὰ	521.037	29.740	48.301	(4.082)
Σύνολον	521.037	550.777	599.078	594.996
Διεθνῶν Ἐπενδύσεων :				
Πωλήσεις	1.030.539	100.532	8.579	2.967
Ἐξαγοραὶ	127.750	140.126	85.992	90.347
Διαφορὰ	902.789	(39.594)	(77.413)	(87.380)
Σύνολον	902.789	863.195	785.782	698.402
Σύνολον :				
Πωλήσεις	1.556.041	179.389	84.091	31.574
Ἐξαγοραὶ	132.215	189.243	113.203	123.036
Διαφορὰ	1.423.826	(9.854)	(29.112)	(91.462)
Γενικὸν	1.423.826	1.413.972	1.384.860	1.293.398
Ἐμπορευσιμότης :				
Μεριδίων	—	13.4%	8.0%	9.2%

Πηγή : Ἐκ τῶν ἀντιστοιχῶν λογιστικῶν καταστάσεων.

1. Ἐκ συνεντεύξεων.

ΠΙΝΑΞ 5

Κίνησις νέων κεφαλαίων εις τὰ ἀμοιβαία κεφάλαια εις εκατ. δρχ.

Ἀμοιβαῖον Κεφάλαιον	Καθαρά εἰσροή (ἐκροή) κεφαλαίων	Καθαρά κίνησις ὡς ποσοστὸν τοῦ ἐνεργητι- κοῦ τῆς προηγ. περιόδου	Ποσοστιαία τρίμηνος σχετικῆ μεταβολή ἐνεργητικοῦ
Δῆλος :			
	2/73	264	—
	3/73	18	6.4
	4/73	29	8.0
	1/74	(3)	(0.9)
			+ 2
			+ 6
Διεθνῶν Ἐπενδύσεων :			
	2/73	457	—
	3/73	(20)	(4.4)
	4/73	(38)	(8.7)
	1/74	(43)	(11.4)
			— 5
			— 13
			— 5

Πηγή : Ἐκ τῶν ἀντιστοιχῶν λογιστικῶν καταστάσεων.

ΠΙΝΑΞ 6

Ποσοστιαία σχετικῆ μεταβολή ἀμοιβαίων κεφαλαίων εις εκατ. δρχ. ἀπὸ τῆς ἐνάρξεως μέχρι τῆς 31.3.74

Ἀμοιβαῖον Κεφάλαιον	Σχετικῆ Μεταβολή		
	Ἐνεργητικοῦ ¹	Νέου Κεφαλαίου ²	Ἀγορᾶς ³
Δῆλος	133	116	115
Διεθνῶν Ἐπενδύσεων	79	78	101

Πηγή : Ἐκ τῶν ἀντιστοιχῶν λογιστικῶν καταστάσεων.

1. Ἐνεργητικὸν 31-3-74 διὰ ἐνεργητικοῦ 30-6-73.
2. Ἐνεργητικὸν 31-3-74 πλέον καθαρὰ εἰσροή (ἐκροή) κεφαλαίου διὰ ἐνεργητικοῦ 30-6-73.
3. Στήλη 1 διὰ στήλης 2.

4. 'Αξιολόγησις 'Αποδόσεως

'Η απόδοσις τῶν ἀμοιβαίων κεφαλαίων Δῆλος καὶ Διεθνῶν 'Επενδύσεων ἀπὸ τῆς λειτουργίας των μέχρι τῆς 31.12.73 δίδεται εἰς τὸν Πίνακα 7. Τὸ ποσοστὸν αὐξήσεως τῆς ἀξίας τῶν μεριδίων μετὰ τὴν προσαρμογὴν τῆς διὰ τοῦ εἰσοδήματος τῆς περιόδου ἦτο 16.70 τοῖς ἑκατὸν διὰ τὸ Δῆλος καὶ 1.74 τοῖς ἑκατὸν ἀρνητικὸν διὰ τῶν Διεθνῶν 'Επενδύσεων¹.

'Η ἀνάλυσις τῶν ἀποτελεσμάτων τῆς λειτουργίας τῶν ἀμοιβαίων κεφαλαίων κατὰ τὴν παρελθοῦσαν χρῆσιν δίδεται εἰς τὸν Πίνακα 8. Αἱ δαπάναι τοῦ ἀμοιβαίου κεφαλαίου Διεθνῶν 'Επενδύσεων ἀνῆλθον εἰς 49 τοῖς ἑκατὸν καὶ αἱ δαπάναι τοῦ Δῆλος εἰς 87.9 τοῖς ἑκατὸν τῶν προσόδων. Αἱ δαπάναι ὡς ποσοστὸν τῆς μέσης ἀξίας τοῦ ἐνεργητικοῦ ἀνῆλθον εἰς 0.87 τοῖς ἑκατὸν διὰ τὸ Δῆλος καὶ εἰς 1.37 τοῖς ἑκατὸν διὰ τὸ Διεθνῶν 'Επενδύσεων. Τὰ ποσοστὰ αὐτὰ εἶναι ὑψηλότερα τοῦ συνήθους ποσοστοῦ ἐπιβαρύνσεως τῶν ἀμοιβαίων κεφαλαίων διεθνῶς διὰ τὰς ὑπηρεσίας τῶν ἐταιρειῶν διαχειρίσεως, κυμαινομένου εἰς 0.5 τοῖς ἑκατὸν τῆς μέσης ἀξίας τοῦ ἐνεργητικοῦ². 'Η ἀποδοτικότης τοῦ ἰδίου κεφαλαίου τῆς ἐταιρείας διαχειρίσεως τοῦ Δῆλος ἀνῆλθεν εἰς 29 τοῖς ἑκατὸν³ καὶ τοῦ Διεθνῶν 'Επενδύσεων εἰς 120 τοῖς ἑκατὸν⁴. Αἱ ὑψηλαὶ δαπάναι διαχειρίσεως ἐπέδρασαν δυσμενῶς ἐπὶ τῆς ἀποδοτικότητος τῶν μεριδίων καὶ συνέβαλον εἰς τὴν μεγαλύτεραν ἐξαγοράν, ὡς καὶ εἰς τὴν προοδευτικὴν μείωσιν τῶν πωλήσεων τῶν μεριδίων.

ΠΙΝΑΞ 7

'Απόδοσις 'Αμοιβαίων Κεφαλαίων

'Αμοιβαῖον Κεφάλαιον	'Αξία μεριδίου κατὰ τὴν 'Εναρξιν		Μέρισμα Περίοδου	Διαφορὰ ἀξίας με- ριδίου πλέον μέ- ρισμα ὡς ποσο- στὸν τῆς ἀρχικῆς ἀξίας
	31.12.73			
Δῆλος	500	569.30	12.70	16.40
Διεθνῶν 'Επενδύσεων	500	480.90	10.40	(1.74)

Πηγή: 'Εκ τῶν ἀντιστοιχῶν λογιστικῶν καταστάσεων.

1. 'Ο γενικὸς δείκτης τιμῶν μετοχῶν παρουσίασε κατὰ τὸ 1973 σχετικὴν αὐξῆσιν 48 τοῖς ἑκατὸν. Δελτίον τοῦ Χρηματιστηρίου 'Αξιῶν 'Αθηνῶν, 1973, σελίς 4.
2. H. Sauvain, Investment Management, 1970, σελίς 491, καὶ A Study of Mutual Funds, 1962, σελίς 484.
3. Τὰ καθαρὰ κέρδη τῆς Διεθνικῆς Α.Ε. ἀνῆλθον εἰς 2.885 χιλ. δραχμᾶς κατὰ τὴν περίο-
δον 27.10.72 - 31.12.73.
4. Τὰ καθαρὰ κέρδη τῆς 'Ελληνικῆς 'Εταιρείας Διαχειρίσεως 'Αμοιβαίων Κεφαλαίων Α.Ε. ἀνῆλθον εἰς 5.929 χιλ. δραχμᾶς κατὰ τὴν περίοδον 11.9.72 - 31.12.73.

ΠΙΝΑΞ 8

Ἀποτελέσματα λειτουργίας τῶν ἀμοιβαίων κεφαλαίων κατὰ τὸ 1973

Ἀμοιβαίων Κεφάλαιον	Εἰσόδημα ἐξ ἐπενδύσεων ὡς ποσοστὸν τῆς μέσης ἀξίας τοῦ ἐνεργητικοῦ	Δαπάναι ὡς ποσοστὸν τῆς μέσης ἀξίας τοῦ ἐνεργητικοῦ	Καθαρὸν εἰσόδημα ἐξ ἐπενδύσεων ὡς ποσοστὸν τῆς μέσης ἀξίας τοῦ ἐνεργητικοῦ	
Δῆλος	0,95	0,87	87.9	0,08
Διεθνῶν Ἐπενδύσεων	2.78	1.37	49.0	1.31

Πηγή: Ἐκ τῶν ἀντιστοίχων λογιστικῶν καταθέσεων.

5. Κριτικὴ

Ἐφ' ὅσον τὸ εἰσόδημα τῶν ἐταιρειῶν διαχειρίσεως προσδιορίζεται ἐπὶ τοῦ συνόλου τῶν ἐνεργητικῶν στοιχείων τῶν ἀμοιβαίων κεφαλαίων, ἡ ἀπασχόλησις τῶν ἐταιρειῶν μὲ τὰς πωλήσεις εἶναι εὐνόητος. Θὰ ἦδύνατο ὅμως νὰ εὐρεθῆ ἄλλος τρόπος ἀποζημιώσεως τῶν ἐταιρειῶν διαχειρίσεως. Προτείνομεν τὸν καθορισμὸν τῆς ἀποζημιώσεως βάσει ἐνὸς ὄρισμένου ποσοστοῦ ἐπὶ τοῦ εἰσοδήματος τῆς ὑπεραξίας. Διὰ τοῦ τρόπου αὐτοῦ ἀμοιβῆς τῶν ἐταιρειῶν διαχείρισεως θὰ βελτιωθῆ ἡ ἀποδοτικότης τῶν ἀμοιβαίων κεφαλαίων διὰ τῆς ἐξαλείψεως τοῦ κινήτρου ὑποταγῆς τῆς ἀποτελεσματικότητος εἰς τὰς πωλήσεις.

Ἄλλη κοινὴ κριτικὴ εἶναι ὁ ὑψηλὸς βαθμὸς συγκεντρώσεως τῆς ἰδιοκτησίας τῶν μεριδίων καὶ τῶν ἐπενδύσεων. Ἡ μὴ διασπορὰ τῆς ἰδιοκτησίας τῶν μεριδίων ἀντιβαίνει πρὸς τὴν φύσιν τῶν ἀμοιβαίων κεφαλαίων ὡς ἐπιχειρήσεως μιδίων ἀποταμιευτῶν. Ἐκ τῆς συγκεντρώσεως τῶν ἐπενδύσεων ὑπάρχει φόβος οὐσιαστικῆς μετατροπῆς τῶν ἀμοιβαίων κεφαλαίων εἰς ἐπιχειρήσεις χαρτοφυλακίων.

6. Συμπεράσματα

Τὰ ἀμοιβαία κεφάλαια δύνανται νὰ προδιαθέσουν εὐνοϊκῶς τὸ κοινὸν εἰς τὰς προσπάθειας ἀξήσεως τῆς παραγωγικῆς χρησιμοποίησεως τῶν ἀποταμιεύσεων, διότι προσθέτουν ἐλλείποντας ψυχολογικοὺς δεσμοὺς εἰς τὴν διαδικασίαν ἀποταμιεύσεως καὶ ἐπενδύσεως μιᾶς ὑπὸ ἀνάπτυξιν οἰκονομίας. Πρὸς τοῦτο, τὰ ἀμοιβαία κεφάλαια δεόν ὅπως δώσουν εἰς τοὺς πολυαριθμοὺς ἀποταμιευτὰς τὴν δυνατότητα νὰ συλλέξουν εἰς τὸ ἀκέραιον τὴν ἀμοιβὴν τῶν διὰ τὴν λιτότητα των. Οἱ ψυχολογικοὶ παράγοντες ἐκ τῆς μεταβολῆς τῶν αἰσθημάτων τῶν μεριδιούχων, συνέπεια τῆς μὴ συμμετοχῆς εἰς τὸ ἀποτέλεσμα τῆς προσπάθειας των, θὰ ἐπηρέασουν δυσμενῶς τὰς προβλέψεις των διὰ τὴν μελλοντικὴν ἀπόδοσιν τῶν ἀμοιβαίων κεφαλαίων καὶ δι' αὐτῆς τὴν ζήτησιν μεριδίων.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. 'Αμοιβαίον Κεφάλαιον Δήλος, Λογιστικά Καταστάσεις 30.6.73, 30.9.73, 31.12.73 και 31.3.74.
2. A Study of Mutual Funds. Wharton School of Finance and Commerce. Aug. 22, 1962.
3. Clendenin, J., Introduction to Investments. 1970.
4. Διεθνική, 'Εταιρεία Διαχείρισεως 'Αμοιβαίων Κεφαλαίων Α.Ε. 'Ισολογισμός 31.12.73.
5. Δελτίον του Χρηματιστηρίου 'Αξιών 'Αθηνών, 1973.
6. 'Ελληνική 'Εταιρεία Διαχείρισεως 'Αμοιβαίων Κεφαλαίων Α.Ε. 'Ισολογισμός 31.12.73.
7. 'Ελληνικόν 'Αμοιβαίον Κεφάλαιον Διεθνών 'Επενδύσεων.— Λογιστικά καταστάσεις 30.6.73, 30.9.73, 31.12.73 και 31.3.74.— Δελτίον 'Ενημερώσεως, Δεκέμβριος 1973.
8. 'Εθνική Τράπεζα της 'Ελλάδος. 'Απολογισμός του έτους 1972.
9. 'Εμπορική Τράπεζα της 'Ελλάδος. 'Εκθεσις επί του ισολογισμού του έτους 1972.
10. Sauvain, H., Investment Management. 1971.
11. Τράπεζα της 'Ελλάδος. 'Εκθεσις του Διοικητού της Τραπέζης του έτους 1972 και 1973. 'Ελληνική Οικονομία κατά τὸ έτος 1972.