



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (ΜΒΑ)**

Διπλωματική Εργασία

**Επενδυτικές Στρατηγικές στο Χρηματιστήριο Αθηνών,
Η Περίπτωση του Δείκτη Τιμή προς Κέρδη ανά Μετοχή**

Παρασκευή Σάββα Κόττα

ΠΕΙΡΑΙΑΣ, 2007

Αφιερώνεται στους γονείς μου, Σάββα και Καίτη

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΑ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Στο σημείο αυτό θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου σε όλους εκείνους που συνέδραμαν καταλυτικά για την εκπόνηση της διπλωματικής μου εργασίας, μέσα στα πλαίσια του μεταπτυχιακού προγράμματος σπουδών στη Διοίκηση Επιχειρήσεων (ΜΒΑ) του Τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης του Πανεπιστημίου Πειραιώς.

Ιδιαίτερα θα ήθελα να ευχαριστήσω τους καθηγητές μου Γεώργιο και Παναγιώτη Αρτίκη, υπό την εποπτεία των οποίων έγινε η επιλογή του θέματος και η ολοκλήρωση της διπλωματικής μου εργασίας. Χωρίς την καθοδήγησή τους θα ήταν πολύ δύσκολη η συγγραφή της παρούσας διπλωματικής εργασίας. Επίσης, θα ήθελα να τους εκφράσω τις ευχαριστίες μου για τις γνώσεις που μου μετέδωσαν κατά τη διάρκεια των μεταπτυχιακών μου σπουδών.

Τέλος, επιθυμώ να ευχαριστήσω βαθύτατα τους γονείς μου, οι οποίοι με την επιμονή, την συμπαράσταση και την αγάπη τους, έπαιξαν καθοριστικό ρόλο στην ολοκλήρωση των σπουδών μου.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Σελίδα

ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ

Ευχαριστίες	i
Περιεχόμενα	ii
Κατάλογος Σχημάτων και Διαγραμμάτων	vii
Κατάλογος Πινάκων	viii
Κατάλογος Συντομογραφιών	xii

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Εισαγωγή

1.1 Αντικειμενικός σκοπός	1
1.2 Μεθοδολογία	1
1.3 Σπουδαιότητα	2
1.4 Διάρθρωση	4

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : Δείκτης Τιμή / Κέρδη ανά μετοχή

2.1 Εισαγωγή	6
2.2 Γιατί η συγκριτική αξιολόγηση είναι τόσο δημοφιλής;	6
2.3 Πιθανές παγίδες	7
2.4 Τυποποίηση αξιών και πολλαπλασίων	7
2.5 Τέσσερα βασικά βήματα χρησιμοποίησης των πολλαπλασιαστών	8
2.6 Σύσταση των πολλαπλασιαστών	9
2.6.1 Πανομοιοτυπία	9
2.6.2 Περιγραφικό τεστ	10

2.6.3	Δαπάνες και μέσοι όροι	11
2.6.4	Αναλυτικά τεστ	12
2.6.5	Σχέση	12
2.6.6	Τι είναι συγκρίσιμη εταιρία	13
2.6.6.1	Ελέγχοντας για διαφορές ανάμεσα σε εταιρίες	14
2.7	Συμφιλιώνοντας τις συγκριτικές αναλύσεις με αυτές των προεξοφλημένων ταμειακών ροών	16
2.8	Πολλαπλασιαστές Κέρδους	16
2.9	Δείκτης Τιμής προς Κέρδη (P/E)	17
2.10	Αποσαφήνιση της αναλογίας κέρδους	17
2.11	P/E και αναμενόμενη υψηλή ανάπτυξη	19
2.12	P/E και ρίσκο	19
2.13	Βιβλιογραφία	20

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : Φιλοσοφίες και Στρατηγικές Επενδύσεων

3.1	Εισαγωγή	21
3.2	Επενδυτικές Φιλοσοφίες και Στρατηγικές	23
3.2.1	Ορισμός	23
3.2.2	Τα Χαρακτηριστικά των Επενδυτικών Φιλοσοφιών	23
3.2.3	Οι Επενδυτικές Στρατηγικές	24
3.2.4	Γιατί χρειάζεται η επενδυτική φιλοσοφία;	25
3.3	Είδη Επενδυτικών Φιλοσοφιών και Στρατηγικών	26
3.3.1	Γενικές Κατηγορίες	26
3.3.2	Στρατηγικές Επιλογής Χρόνου Εισόδου	28
3.3.2.1	Στρατηγική Τάσης	28
3.3.2.2	Στρατηγική Ενάντια της Τάσης	28
3.3.3	Στρατηγικές Επιλογής Αξιόγραφων	29
3.3.3.1	Στρατηγική Θεμελιώδους Ανάλυσης	29
3.3.3.2	Στρατηγική Υψηλής Πραγματικής Αξίας	30
3.3.3.3	Στρατηγική Υψηλού Ρυθμού Αύξησης Κερδών	32

3.3.3.4	Στρατηγική Ρυθμού Αύξησης Κερδών και Τιμής	34
3.3.3.5	Στρατηγική Βάσει Μερισματος	36
3.3.3.6	Στρατηγική Θεμελιωδών και Ποιοτικών Μεγεθών	38
3.3.3.7	Στρατηγική Τεχνικής Ανάλυσης	41
3.4	Βήματα Διαμόρφωσης μιας Επενδυτικής Φιλοσοφίας	45
3.5	Βιβλιογραφία	48

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Κίνδυνος

4.1	Ορισμός	49
4.2	Κατηγορίες κινδύνου	52
4.3	Συμπεριφορά επενδυτή έναντι κινδύνου	56
4.4	Μείωση του μη συστηματικού κινδύνου	56
4.5	Στατιστική μέτρηση και αποτίμηση κινδύνου	58
4.5.1	Προσδοκώμενη Απόδοση	58
4.5.2	Διακύμανση – Τυπική Απόκλιση	59
4.5.3	Συντελεστής Μεταβλητότητας	60
4.6	Αποτίμηση κινδύνου	61
4.6.1	Απόδοση χωρίς κίνδυνο	61
4.7	Θέση του επενδυτή απέναντι στον κίνδυνο	61
4.8	Αμοιβή κινδύνου	62
4.9	Βιβλιογραφία	64

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Αποτελεσματική Αγορά

5.1	Μορφές Αποτελεσματικότητας	65
5.2	Κίνδυνος και Αναμενόμενη Απόδοση σε μια Αποτελεσματική Αγορά	69
5.3	Έλεγχοι Αποτελεσματικότητας της Αγοράς	72
5.3.1	Πρότυπα απόδοσης	72

5.3.1.1 Σύγκριση με Χρηματιστηριακούς Δείκτες	73
5.3.1.2 Υποδείγματα Κινδύνου και Απόδοσης	73
5.3.2 Έλεγχοι Αποτελεσματικότητας της Αγοράς	77
5.3.2.1 Μελέτη Γεγονότος	77
5.3.2.2 Μελέτη Χαρτοφυλακίου	80
5.3.2.3 Παλινδρομήσεις	81
5.4 Θεωρία Χαρτοφυλακίου και μοντέλα αποτίμησης αξιόγραφων	83
5.5 Ο Κίνδυνος και η Απόδοση για ένα Χαρτοφυλάκιο	83
5.6 Προσδοκώμενη Απόδοση ενός Χαρτοφυλακίου	84
5.7 Υποδείγματα Αποτίμησης Κινδύνου και Απόδοσης	84
5.7.1 Το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων	84
5.7.2 Οι Υποθέσεις και οι Παραδοχές του Υποδείγματος	86
5.8 Ο Συντελεστής Βήτα	88
5.8.1 Υπερεκτίμηση – Υποεκτίμηση Συντελεστή Βήτα	89
5.8.2 Εκτίμηση Συντελεστή Βήτα	90
5.9 Εμπειρικοί Έλεγχοι της Σχέσης Προσδοκώμενων Αποδόσεων και Κινδύνου	92
5.9.1 Εμπειρικοί Έλεγχοι του ίδιου του Υποδείγματος	93
5.10 Βιβλιογραφία	96

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Μεθοδολογία και Εμπειρική Μελέτη

6.1 Εισαγωγή	97
6.2 Μεθοδολογία προσέγγισης του θέματος	97
6.3 Παρουσίαση της Μελέτης	99
6.3.1 Καθορισμός των τριών Χαρτοφυλακίων	100
6.3.2 Υπολογισμός των Αποδόσεων των Χαρτοφυλακίων	101
6.4 Στατιστική ανάλυση	111
6.4.1 Δεδομένα ανάλυσης	111
6.4.2 Παραμετρικοί Έλεγχοι	112

6.4.2.1 Έλεγχος F ισότητας μέσω με μονόδρομη ανάλυση διακύμανσης (One-way ANOVA)	116
6.4.3 Μη-παραμετρικοί Έλεγχοι	118
6.4.3.1 Έλεγχος Kruskal-Walis	118
6.5 Συμπεράσματα	120
6.6 Βιβλιογραφία	121
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: Συμπεράσματα και Προτάσεις για περαιτέρω έρευνα	
7.1 Ανακεφαλαίωση	122
7.2 Επιλογή της Κατάλληλης Επενδυτικής Στρατηγικής	126
7.3 Προτάσεις για Μελλοντική Έρευνα	129
7.4 Βιβλιογραφία	131
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ	132
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	134

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΧΗΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

	Σελίδα
ΣΧΗΜΑ 3.1: Στρατηγική ρυθμού αύξησης κερδών και τιμής	35
Σχήμα 4.1: Σχέση προσδοκώμενης απόδοσης και προσδοκώμενης ωφέλειας	62
ΣΧΗΜΑ 5.1: Επίπεδα πληροφόρησης	66
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.1: Κίνδυνος και αναμενόμενη απόδοση σε μια αποτελεσματική αγορά – Περίπτωση 1	70
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.2: Κίνδυνος και αναμενόμενη απόδοση σε μια αποτελεσματική αγορά – Περίπτωση 2	70
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.1: Πραγματικές και αναμενόμενες αποδόσεις χαρτοφυλακίου Α	105
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.2: Πραγματικές και αναμενόμενες αποδόσεις χαρτοφυλακίου Β	107
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.3: Πραγματικές και αναμενόμενες αποδόσεις χαρτοφυλακίου Γ	109
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.4: Διάγραμμα δεδομένων στατιστικής ανάλυσης	

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

	Σελίδα
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1: Πιθανότητες εμφάνισης των 3 καταστάσεων	58
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.2 : Υπολογισμός μέσης προσδοκώμενης απόδοσης	59
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.3 : Υπολογισμός τυπικής απόκλισης	60
ΠΙΝΑΚΑΣ 6.1: Πραγματικές, αναμενόμενες και υπερβάλλουσες αποδόσεις του χαρτοφυλακίου Α	104
ΠΙΝΑΚΑΣ 6.2: Πραγματικές, αναμενόμενες και υπερβάλλουσες αποδόσεις του χαρτοφυλακίου Β	106
ΠΙΝΑΚΑΣ 6.3: Πραγματικές, αναμενόμενες και υπερβάλλουσες αποδόσεις του χαρτοφυλακίου Γ	108
ΠΙΝΑΚΑΣ 6.4: Ετήσιες αποδόσεις χαρτοφυλακίων Α, Β, Γ	110
ΠΙΝΑΚΑΣ 6.5: Μέση ετήσια απόδοση των χαρτοφυλακίων Α, Β, Γ	110
ΠΙΝΑΚΕΣ 6.6- 6.7: Γραφική απεικόνιση των δεδομένων στατιστικής ανάλυσης	111
ΠΙΝΑΚΑΣ 6.8: Στατιστικές χαρτοφυλακίου υψηλού P/E	113
ΠΙΝΑΚΑΣ 6.9: Στατιστικές χαρτοφυλακίου χαμηλού P/E	113
ΠΙΝΑΚΑΣ 6.10: Στατιστικές χαρτοφυλακίου μεσαίου P/E	114
Πίνακας 6.11: Αποτελέσματα ελέγχου στατιστικής F	118
Πίνακας 6.12: Αποτελέσματα ελέγχου Kruskal-Wallis	119
ΠΙΝΑΚΑΣ Π1: Έντοκα γραμμάτια ελληνικού δημοσίου – Αποδόσεις σε ετήσια	134
ΠΙΝΑΚΑΣ Π2 : Γενικός δείκτης Χ.Α. – αποδόσεις σε τριμηνιαία βάση	134
ΠΙΝΑΚΑΣ Π3: Μετοχές χαρτοφυλακίου Α	135
ΠΙΝΑΚΑΣ Π4: Μετοχές χαρτοφυλακίου Β	136
ΠΙΝΑΚΑΣ Π5: Μετοχές χαρτοφυλακίου Γ	137
ΠΙΝΑΚΑΣ Π6: Υπολογισμός υψηλών P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 1995	138

ΠΙΝΑΚΑΣ Π17: Υπολογισμός μεσαίων P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 1995	139
ΠΙΝΑΚΑΣ Π18: Υπολογισμός χαμηλών P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 1995	140
ΠΙΝΑΚΑΣ Π19: Υπολογισμός υψηλών P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 1996	141
ΠΙΝΑΚΑΣ Π10: Υπολογισμός μεσαίων P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 1996	142
ΠΙΝΑΚΑΣ Π11: Υπολογισμός χαμηλών P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 1996	142
ΠΙΝΑΚΑΣ Π12: Υπολογισμός υψηλών P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 1997	144
ΠΙΝΑΚΑΣ Π13: Υπολογισμός μεσαίων P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 1997	145
ΠΙΝΑΚΑΣ Π14: Υπολογισμός χαμηλών P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 1997	145
ΠΙΝΑΚΑΣ Π15: Υπολογισμός υψηλών P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 1998	147
ΠΙΝΑΚΑΣ Π16: Υπολογισμός μεσαίων P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 1998	148
ΠΙΝΑΚΑΣ Π17: Υπολογισμός χαμηλών P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 1998	148
ΠΙΝΑΚΑΣ Π18: Υπολογισμός υψηλών P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 1999	150
ΠΙΝΑΚΑΣ Π19: Υπολογισμός μεσαίων P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 1999	152
ΠΙΝΑΚΑΣ Π20: Υπολογισμός χαμηλών P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 1999	153
ΠΙΝΑΚΑΣ Π21: Υπολογισμός υψηλών P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 2000	154

ΠΙΝΑΚΑΣ Π22: Υπολογισμός μεσαίων P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 2000	157
ΠΙΝΑΚΑΣ Π23: Υπολογισμός χαμηλών P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 2000	158
ΠΙΝΑΚΑΣ Π24: Υπολογισμός υψηλών P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 2001	158
ΠΙΝΑΚΑΣ Π25: Υπολογισμός μεσαίων P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 2001	161
ΠΙΝΑΚΑΣ Π26: Υπολογισμός χαμηλών P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 2001	163
ΠΙΝΑΚΑΣ Π27: Υπολογισμός υψηλών P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 2002	163
ΠΙΝΑΚΑΣ Π28: Υπολογισμός μεσαίων P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 2002	166
ΠΙΝΑΚΑΣ Π29: Υπολογισμός χαμηλών P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 2002	167
ΠΙΝΑΚΑΣ Π30: Υπολογισμός υψηλών P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 2003	168
ΠΙΝΑΚΑΣ Π31: Υπολογισμός μεσαίων P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 2003	171
ΠΙΝΑΚΑΣ Π32: Υπολογισμός χαμηλών P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 2003	172
ΠΙΝΑΚΑΣ Π33: Υπολογισμός υψηλών P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 2004	174
ΠΙΝΑΚΑΣ Π34: Υπολογισμός μεσαίων P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 2004	176
ΠΙΝΑΚΑΣ Π35: Υπολογισμός χαμηλών P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 2004	177

ΠΙΝΑΚΑΣ Π36: Υπολογισμός υψηλών P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 2005	180
ΠΙΝΑΚΑΣ Π37: Υπολογισμός μεσαίων P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 2005	181
ΠΙΝΑΚΑΣ Π38: Υπολογισμός χαμηλών P/E και τριμηνιαίων αποδόσεων για το 2005	182

ΓΑΛΕΡΙΣΤΗΜΟ ΓΕΡΑΝΑ

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ

Α.Ι.Κ.	Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων
Δ.Λ.Π.	Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα
Βλ.	Βλέπε
ΒΚΑΜ	Βασικά Κέρδη Ανά Μετοχή
β.ε.	Βαθμοί ελευθερίας
Ε.Ε.	Ευρωπαϊκή Ένωση
Κ.Α.Μ.	Κέρδη Ανά Μετοχή
Κεφ.	Κεφάλαιο
Κ.Κ.	Καθαρά Κέρδη
Κλπ.	Και Λοιπά
Μ.Κ.	Μετοχικό κεφάλαιο
ΜΚΑΜ	Μειωμένα Κέρδη ανά Μετοχή
Π.χ.	Παραδείγματος Χάριν
Σελ.	Σελίδα
Υ.Α.Α.	Υπόθεση Αποτελεσματικής Αγοράς
Υ.Α.Π.Σ.	Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων
Υ.Ε.Κ.	Υπόδειγμα Εξισορροπητικής Κερδοσκοπίας
Χ.Α.Α.	Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών
P/BV	Price to Book Value Ratio Δείκτης Τιμής προς Λογιστική Αξία
P/E	Price to Earnings Ratio Δείκτης Τιμής προς Κέρδη Ανά Μετοχή
Χ/Φ	Χαρτοφυλάκιο