

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
(MBA)



Αξιολόγηση επενδυτικής στρατηγικής βάσει του
χρηματοοικονομικού δείκτη «*Price to Sales*»

Τάσιος Κωνσταντίνος

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2009

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Εισαγωγή

1.1 Αντικειμενικός σκοπός.....	1
1.2 Μεθοδολογία.....	1
1.3 Σημαντικότητα έρευνας.....	2
1.4 Διάρθρωση.....	3

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Σχετικές έρευνες

2.1 Βιβλιογραφική επισκόπηση.....	6
2.1.1 Χρηματοοικονομικοί Δείκτες <i>P/E, M/B, P/CF</i>	6
2.1.2 Δείκτης <i>Μερισματικής Απόδοσης</i> και « <i>size effect</i> ».....	8
2.1.3 Δείκτης <i>Δανειακής Επιβάρυνσης</i>	10
2.2 Συμπεράσματα.....	11

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Στρατηγικές επένδυσης

3.1 Η Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς.....	13
3.1.1 Έννοια αποτελεσματικής αγοράς.....	13
3.1.2 Αποτελεσματικότητα αγοράς, επενδυτές και πληροφορίες. 14	
3.1.3 Επιπτώσεις της αποτελεσματικότητας αγοράς.....	15
3.1.4 Απαραίτητοι όροι για την αποτελεσματικότητα αγοράς.....	18
3.1.5 Προτάσεις για την αποτελεσματικότητα αγοράς.....	19
3.1.6 «Ανεπάρκεια» ή ανωμαλία: Μια απλή δοκιμή.....	21
3.1.7 Εξετάζοντας την αποτελεσματικότητα της αγοράς.....	21

3.1.7.1 «Χτύπημα» της αγοράς.....	22
3.1.7.2 Πρότυπη επίδοση.....	22
3.1.7.3 Σύγκριση με δείκτες.....	22
3.1.7.4 Πρότυπα κινδύνου και απόδοσης.....	23
3.1.8 Στρατηγικές εξέτασης αποτελεσματικότητας αγοράς.....	23
3.2 Τι είναι φιλοσοφία επένδυσης.....	24
3.2.1 Τακτική και στρατηγικές.....	24
3.2.2 Γιατί είναι απαραίτητη μια φιλοσοφία επένδυσης;.....	25
3.2.3 Χρονικός ορίζοντας.....	26
3.2.4 Ανάπτυξη μιας φιλοσοφίας επένδυσης: Τα βήματα.....	27
3.3 Στρατηγική και υπόδειγμα CAPM.....	30

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Ελληνικό περιβάλλον

4.1 Ελληνική οικονομία κατά την περίοδο 1995-2006.....	33
4.1.1 Γενικά στοιχεία.....	33
4.1.2 Στατιστικά στοιχεία Ελλάδας σε σχέση με Ευρώπη.....	34
4.2 Η οικονομική ανάπτυξη στην Ελλάδα το 2007 και οι προοπτικές για το 2008 και το 2009.....	45
4.3 Επιχειρήσεις στην Ευρώπη.....	48
4.4 Η πορεία των ελληνικών επιχειρήσεων τα τελευταία χρόνια.....	50

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Εμπειρική έρευνα

5.1 Μεθοδολογία.....	56
5.1.1 Υπολογισμός P/S.....	56
5.1.2 Ταξινόμηση εταιριών σε χαρτοφυλάκια.....	59
5.1.3 Υπολογισμός αποδόσεων.....	61

5.1.4 Υπολογισμός συντελεστή <i>Beta</i>	61
5.1.5 Υπολογισμός αναμενόμενων αποδόσεων.....	62
5.1.6 Υπολογισμός υπερβαλλουσών αποδόσεων.....	62
5.2 Στατιστική ανάλυση.....	63

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

Συμπεράσματα μελέτης – Ερμηνεία αποτελεσμάτων

6.1 Πίνακες αποδόσεων.....	66
6.2 Ανάλυση αποτελεσμάτων.....	66
6.3 Ερμηνεία αποτελεσμάτων.....	74
6.4 Στατιστικός έλεγχος αποτελεσμάτων.....	75
6.4.1 Παραμετρικοί έλεγχοι.....	75
6.4.2 Έλεγχος <i>Kruskal – Walis</i>	79
Παράρτημα I.....	81
Βιβλιογραφία.....	85

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Εισαγωγή

1.1 Αντικειμενικός σκοπός

Σκοπός της παρούσας μελέτης αποτελεί η εξέταση της επενδυτικής στρατηγικής που υιοθετεί το δείκτη «Κεφαλαιοποίηση/Πωλήσεις» (Price to Sales), με σκοπό την εξαγωγή συμπερασμάτων όσον αφορά την αποτελεσματικότητά της στην προσπάθεια αποκόμισης κερδών για τα επενδυτικά χαρτοφυλάκια. Η λογική πίσω από μια τέτοια επενδυτική στρατηγική έγκειται στο ότι εταιρίες με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά (όπως π.χ. χαμηλό δείκτη P/S) είναι πιθανότερο να εμφανίζονται υποτιμημένες και συνεπώς να οδηγούν σε υπερβάλλουσες αποδόσεις, συγκριτικά με εταιρίες που δεν παρουσιάζουν τέτοια χαρακτηριστικά.

Ο εν λόγω δείκτης δεν είναι τόσο διαδεδομένος στην ελληνική επενδυτική κοινότητα, μοιάζει αρκετά με το δείκτη P/E («τιμή προς κέρδη ανά μετοχή» ή πιο απλά «Κεφαλαιοποίηση/Κέρδη εταιρίας») και σύμφωνα με τους υποστηρικτές του λειτουργεί αποτελεσματικότερα από το περισσότερο διαδεδομένο δείκτη P/E. Με την παρούσα, λοιπόν, δίνεται η ευκαιρία στον αναγνώστη να αποκτήσει ολοκληρωμένη εικόνα για το δείκτη και τη σημασία που μπορεί να έχει ως παράγοντας αξιολόγησης μετοχών και, βέβαια, μελλοντικής πρόβλεψης της πορείας τους, που αποτελεί και το ζητούμενο για τους επενδυτές.

1.2 Μεθοδολογία

Με τη δημιουργία χαρτοφυλακίων εταιριών με την προαναφερθείσα ιδιότητα (χαμηλή τιμή του P/S) σε αντιδιαστολή με χαρτοφυλάκια που αποτελούνται από μετοχές επιχειρήσεων χωρίς αυτήν ή με αυτήν σε μικρότερο βαθμό, επιδιώκεται η

σύγκριση των αποδόσεων και ο έλεγχος των αποτελεσμάτων. Για την αποφυγή επηρεασμού των αποτελεσμάτων από τις ιδιαιτερότητες μίας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου, το «πείραμα» επαναλαμβάνεται για πολλές περιόδους (11 έτη).

Για την πραγματοποίηση των παραπάνω χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα από το Χρηματιστήριο Αθηνών και από τους ισολογισμούς των υπό εξέταση επιχειρήσεων για την κάθε χρονική περίοδο. Ο δείκτης προσδιορίζεται από τα δύο θεμελιώδη μεγέθη της εταιρίας στην οποία αναφέρεται: (α) Την κεφαλαιοποίηση (χρηματιστηριακή αξία σε ευρώ) που δίνεται από το γινόμενο “συνολικός αριθμός μετοχών της εταιρίας x τρέχουσα τιμή μετοχής στο Χρηματιστήριο” και (β) Τις πωλήσεις (κύκλο εργασιών) της εξεταζόμενης εταιρίας (μέγεθος σε ευρώ). Υπογραμμίζεται ότι είναι ορθότερο να λαμβάνονται οι πωλήσεις του τελευταίου διαθέσιμου (δημοσιευμένου) ισολογισμού της εταιρίας, ώστε ο παρανομαστής του κλάσματος να βρίσκεται όσο το δυνατόν κοντινότερα χρονικά με την τρέχουσα κεφαλαιοποίηση (που αποτελεί τον αριθμητή του κλάσματος).

Για ελληνικούς εισηγμένους κλάδους όπως οι τράπεζες, οι εταιρίες επενδύσεων και οι εταιρίες συμμετοχών, δεν συνίσταται γενικώς η χρήση αυτού του δείκτη, ενώ αντίθετα η χρησιμότητα του βελτιώνεται σημαντικά στις εμποροβιομηχανικές επιχειρήσεις. Πέρα από τους παραπάνω κλάδους, τα δείγματα κάθε χρονικής περιόδου περιλαμβάνουν σχεδόν το σύνολο των εταιριών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών.

1.3 Σημαντικότητα έρευνας

Όταν η χρηματιστηριακή αγορά ακολουθεί έντονες ανοδικές τάσεις, οι επενδυτές συνήθως λησμονούν το γεγονός ότι η εικόνα της αγοράς δύναται να έχει διπλή όψη. Μέσω αυτής της εικόνας τείνουν να αυξάνονται οι πιθανότητες κάποιας

βίαιης διόρθωσης ή οι καθοδικές τάσεις να παρουσιάζονται με την ίδια συχνότητα με τις ανοδικές. Αυτό το γεγονός έχει ως αποτέλεσμα τα λογιστικά κέρδη ενός επενδυτή να μετατρέπονται συχνά σε ζημίες, πριν καν προλάβει να συνειδητοποιήσει ότι είναι σημαντικό να μην καθυστερεί στην “υλική” επίτευξη των όποιων σεβαστών αποδόσεών του.

Γίνεται, λοιπόν, αντιληπτό ότι τα βήματα στο περιβάλλον του Χρηματιστηρίου, πρέπει να είναι πάντα μεθοδικά και προσεκτικά, ώστε να διασφαλίζεται όσο γίνεται περισσότερο η μακροχρόνια αποδοτικότητα των επενδυμένων κεφαλαίων. Για το λόγο αυτό πρέπει να εμπλουτίσουμε τη γκάμα των “εργαλείων” επιλογής των μετοχών του χαρτοφυλακίου μας με διάφορους δείκτες αποτίμησης και αξιολόγησης, οι οποίοι είναι ιδιαίτερα χρήσιμοι σε περιόδους μικτών τάσεων, με σημαντικές ανοδικές ή καθοδικές διακυμάνσεις. Εξάλλου, σε περιόδους σταθερής ή έντονης ανόδου των τιμών των μετοχών ενός Χρηματιστηρίου, οι όποιοι δείκτες αποτίμησης τείνουν να προσφέρουν ολοένα και μικρότερη χρησιμότητα, καθώς το κύμα και ο ενθουσιασμός της ανόδου περιορίζουν διαρκώς το συστατικό της ορθολογικής σκέψης στο μείγμα των αποφάσεων του κάθε επενδυτή.

Ένα τέτοιο εργαλείο με χρησιμότητα ακόμη και σε χρηματιστηριακές συγκυρίες μικτών τάσεων (όπου δεν παρατηρείται απότομη άνοδος ή βίαιη πτώση τιμών), συνιστά ο δείκτης “Price to Sales”. Είναι αντιληπτό ότι ο δείκτης δε θα πρέπει να αποτελεί αποκλειστικό οδηγό για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων αλλά έναν αρωγό για την αποκόμιση κεφαλαιακών κερδών, σε συνδυασμό με άλλα πολύτιμα εργαλεία που είναι αποδεκτά στους κόλπους της κεφαλαιαγοράς.

1.4 Διάρθρωση

Έπειτα από την παράθεση του σκοπού της έρευνας, στο δεύτερο κεφάλαιο του παρόντος γίνεται αναφορά σε μελέτες και έρευνες που έχουν γίνει στο παρελθόν

και αφορούν παρόμοιες αναλύσεις επενδυτικών στρατηγικών, παρουσιάζοντας ποικίλες μεθόδους εξέτασης δεδομένων για την εξαγωγή των επιθυμητών συμπερασμάτων.

Για την κατανόηση και από τους απλούς επενδυτές της λειτουργίας της αγοράς και των βασικών θεωριών που τη διέπουν, στο τρίτο κεφάλαιο αναλύονται διεξοδικά οι κύριοι όροι και έννοιες που αφορούν τις κεφαλαιαγορές. Η θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς και οι προεκτάσεις της, γύρω από τα οποία έχουν πραγματοποιηθεί και πραγματοποιούνται εκτενείς συζητήσεις και αναλύσεις, οι ποικίλες επενδυτικές φιλοσοφίες καθώς και τα χαρακτηριστικά, οι διαδικασίες και τα βήματα επιλογής επενδυτικών στρατηγικών αντικατοπτρίζουν τα κυριότερα από αυτά. Παράλληλα, στο ίδιο μέρος αναλύεται η υπό εξέταση στρατηγική και τα αριθμητικά υποδείγματα που θα χρησιμοποιηθούν πάνω στα δεδομένα που υπάρχουν.

Στη συνέχεια και κατόπιν συλλογής πληροφοριών κυρίως από άρθρα οικονομικών αναλυτών και δεδομένα στατιστικών υπηρεσιών, επιχειρείται μια συνοπτική περιγραφή της πορείας της ελληνικής οικονομίας συγκριτικά και με την αντίστοιχη της Ευρωζώνης για την περίοδο που απασχολεί την έρευνα (1995-2005). Βασικά μεγέθη όπως π.χ. το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν, η ανεργία, ο πληθωρισμός, το εμπορικό ισοζύγιο, το επίπεδο ανταγωνισμού της ελληνικής οικονομίας, η δυναμική των ελληνικών επιχειρήσεων και οι προοπτικές για το μέλλον δίνουν μια αντιπροσωπευτική εικόνα της κατάστασης στη χώρα μας. Οι αναγνώστες θα είναι σε θέση, με αυτό τον τρόπο, να φιλτράρουν τα συμπεράσματα που θα εξαχθούν, χωρίς να αποπροσανατολίζονται από τον ορθό τρόπο σκέψης.

Το πέμπτο κεφάλαιο περιγράφει βήμα βήμα τους απαραίτητους υπολογισμούς και τις εφαρμογές για την κατάληξη στις υπερβάλλουσες αποδόσεις (excess returns), οι οποίες θα μας κατευθύνουν στα τελικά συμπεράσματα της έρευνας και τον έλεγχό τους. Η πορεία της διαδικασίας περιγράφεται εκτενώς ώστε να

γίνεται αντιληπτή ακόμα και από τους αναγνώστες που δεν κατέχουν την ανάλογη εμπειρία σε παρόμοιες εφαρμογές και να αξιολογηθεί η αποτελεσματικότητά της.

Η ερμηνεία των αποτελεσμάτων και η εξαγωγή των συμπερασμάτων αποτελούν την κατακλείδα της μελέτης και παρατίθενται στο έκτο και τελευταίο μέρος. Επιχειρείται μία σταδιακή και διεξοδική ανάλυση των δεδομένων που προκύπτουν από το προηγούμενο κεφάλαιο και παρέχονται στον αναγνώστη κατευθύνσεις για μία ορθολογική αντιμετώπιση των συμπερασμάτων προκειμένου για την υιοθέτηση κατάλληλου τρόπου σκέψης και την αποφυγή παρερμηνειών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Σχετικές έρευνες

2.1 Βιβλιογραφική επισκόπηση

Οι ανωμαλίες της αγοράς αποτελούν τη βάση εφαρμογής των λεγόμενων στρατηγικών αξίας (value strategies) για τη δημιουργία υπερβαλλουσών αποδόσεων. Οι εν λόγω στρατηγικές συνίστανται στην αγορά μετοχών που θεωρούνται υποτιμημένες με βάση διάφορα κριτήρια, τα οποία αναλύονται στη συνέχεια. Η εμπειρική έρευνα, λοιπόν, έχει καταδείξει την ύπαρξη ενός αριθμού ανωμαλιών της αγοράς, οι οποίες αποτελούν τη βάση για την ανάπτυξη των αντισυμβατικών στρατηγικών και των στρατηγικών αποτίμησης.

2.1.1 Χρηματοοικονομικοί Δείκτες P/E, M/B, P/CF

Οι Jaffe, Keim και Westerfield (1989), εξετάζοντας ένα μεγάλο δείγμα μετοχών στο NYSE (New York Stock Exchange) για την περίοδο 1951-1986, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι χαρτοφυλάκια μετοχών με χαμηλό δείκτη «Price to Earnings» (P/E) έχουν υψηλότερες αποδόσεις έναντι χαρτοφυλακίων με σχετικά υψηλό P/E. Την ανωμαλία αυτή επεσήμαναν και οι DeBondt and Thaler (1985), οι οποίοι έδειξαν εμπειρικά πως ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών υψηλού P/E παρουσιάζει κέρδη έως και 10,5%, ένα μόλις μήνα μετά την ημερομηνία σχηματισμού του, ενώ μετά από 36 μήνες, το ίδιο χαρτοφυλάκιο παρουσιάζει μέση αθροιστική απόδοση της τάξης του 24,6%.

Οι Jaffe, Keim και Westerfield ερευνώντας περαιτέρω μετοχές εταιριών με αρνητικά κέρδη, διαπιστώνουν ότι αυτές παρουσιάζουν μοναδικά υψηλές αποδόσεις και επιπλέον ότι είναι οι μικρότερες σε κεφαλαιοποίηση. Επίσης, αναφέρεται αρνητική σχέση μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών και του δείκτη

«Αγοραία προς Λογιστική Αξία» (M/B) των εταιριών, υπό την έννοια ότι όσο μικρότερος είναι ο εν λόγω δείκτης τόσο υψηλότερες μελλοντικές αποδόσεις παρουσιάζουν. Τα ευρήματά τους βασίζονται σε παλαιότερες μελέτες των Basu (1977) και Cook and Rozeff (1984). Στα ίδια συμπεράσματα για τη χρησιμότητα των P/E και M/B καταλήγουν και οι Lakonischok et al (1994), σύμφωνα με τους οποίους μεταξύ των ετών 1963 και 1990 για το NYSE και το AMEX (American Stock Exchange) οι μετοχές με υψηλό P/E, υψηλό δείκτη «Τιμή προς Ταμειακές Ροές» (P/CF) και υψηλό M/B σημειώνουν πολύ μικρότερες αποδόσεις από μετοχές με τα αντίστροφα χαρακτηριστικά.

Σε έρευνα των Chan et al (1991) για το χρηματιστήριο της Ιαπωνίας την περίοδο 1971-1988 και για ένα αντιπροσωπευτικό δείγμα από όλες τις εταιρίες του Χρηματιστηριακού Δείκτη, αξιοσημείωτη είναι η σχέση των μελλοντικών αποδόσεων και του P/CF. Μετοχές με χαμηλή τιμή του δείκτη παρουσίασαν κατά πολύ μεγαλύτερες αποδόσεις από εκείνες με υψηλή τιμή. Επιπλέον, η μελέτη αποκαλύπτει ότι και στην περίπτωση του Ιαπωνικού χρηματιστηρίου, η σχέση των αποδόσεων των εξεταζόμενων μετοχών με τις τιμές του δείκτη M/B είναι αρνητική καθ' όλη τη διάρκεια της υπό ανάλυση περιόδου. Οι ερευνητές επισημαίνουν πως οι δύο δείκτες M/B και P/CF μολονότι έχουν μεγάλη απήχηση στη χρηματοοικονομική κοινότητα, δεν έχουν τύχει της δέουσας προσοχής από τους ερευνητές και θεωρούν ότι είναι πιθανό και κάποιες άλλες επεξηγηματικές μεταβλητές (θεμελιώδεις δείκτες) να μην έχουν ακόμη εξεταστεί.

Οι Chan et al αναφέρουν, επίσης, τις υπερβάλλουσες αποδόσεις που σημειώνουν εταιρίες με μικρό μέγεθος. Αυτό είναι γνωστό στη βιβλιογραφία και ως «φαινόμενο των μικρών εταιριών», για το οποίο γίνεται αναφορά παρακάτω. Δεδομένου ότι ο αριθμητής του δείκτη «Αγοραία προς Λογιστική Αξία» περιγράφει την κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης, θέτουν το ερώτημα εάν οι υπεραποδόσεις που καταγράφονται είναι αποτέλεσμα του μικρού μεγέθους ή κάποιας σχέσης των τιμών του δείκτη, ως ανεξάρτητης παραμέτρου, με τις αποδόσεις.

Ο δείκτης M/B, ωστόσο, απασχόλησε και άλλους ερευνητές, όπως π.χ. οι Rosenberg, Reid and Lanstein (1984) και Fama and French (1992). Οι τελευταίοι διαπιστώνουν και πάλι ότι την περίοδο 1962-1989 στο NYSE, AMEX και NASDAQ, μετοχές με χαμηλή αγοραία αξία έναντι της λογιστικής αποφέρουν περισσότερα κεφαλαιακά κέρδη. Επιπροσθέτως, και στην εν λόγω μελέτη αναφέρεται και αναλύεται η αρνητική σχέση που διέπει την κεφαλαιοποίηση των εταιριών με τις αποδόσεις των μετοχών τους.

Μια πιθανή εξήγηση για τη σχέση του δείκτη M/B με τις αποδόσεις έγκειται στο ότι ενδεχομένως η αγορά να θεωρεί ότι η εταιρία διαθέτει μία σειρά από πλεονεκτήματα και ευκαιρίες για επενδύσεις που δεν είναι φανερά ή καταγεγραμμένα στα βιβλία της. Οι Morck, Schleifer and Vishny (1968) υποστηρίζουν, από την άλλη, ότι ένας χαμηλός δείκτης «Αγοραία προς Λογιστική Αξία» πιθανόν να αντικατοπτρίζει κακή διαχείριση των ιδίων κεφαλαίων και συνεπώς, είναι μία ένδειξη μη αποτελεσματικής διοίκησης. Παράλληλα, συμπεραίνουν θετική σχέση μεταξύ της κεφαλαιοποίησης μιας επιχείρησης και του ποσοστού των μετοχών που ανήκει στην ομάδα διοίκησης της εταιρίας.

2.1.2 Δείκτης Μερισματικής Απόδοσης και «size effect»

Ανατρέχοντας στη βιβλιογραφία, παρατηρείται πως μία από τις πλέον πολυσυζητημένες στρατηγικές αποτιμήσεως είναι αυτή που αφορά το δείκτη μερισματικής απόδοσης. Μελέτες αναφέρουν ότι μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση («Μέρισμα προς Τιμή») επιδεικνύουν υψηλότερες κεφαλαιακές αποδόσεις. Σχετικά, ο Lewis (1989) υποστηρίζει ότι στο χρηματιστήριο του Λονδίνου για την περίοδο 1955-1983, τέτοιες επενδυτικές στρατηγικές σημείωσαν σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις. Παρόμοια συμπεράσματα για τη μερισματική απόδοση συνάγουν και οι Fama and French (1992) για το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης.

Η σχέση αυτή μεταξύ μερισματικών και κεφαλαιακών αποδόσεων έχει διερευνηθεί διεξοδικά από την ακαδημαϊκή κοινότητα και σε παρόμοια με του Levis συμπεράσματα έχουν οδηγηθεί και οι Litzemberger and Ramaswamy (1979), Blume (1980), Gordon and Bradford (1980), Miller and Scholes (1982) και Elton et al (1983). Ωστόσο, ενώ όλοι συμφωνούν για την προαναφερθείσα σχέση των μερισματικών και κεφαλαιακών αποδόσεων των μετοχών, διαφωνούν για τους λόγους ύπαρξής της. Κάποιοι μελετητές υποστηρίζουν ότι, σύμφωνα με τη λεγόμενη «θεωρία του σήματος» (signaling theory), η προσφορά αυξημένου μερίσματος σηματοδοτεί ότι η επιχείρηση έχει καλές προοπτικές, με αποτέλεσμα να αυξάνεται η ζήτηση των μετοχών της και, ακολούθως, η τιμή τους (Asquith and Mullins 1983, Dielman and Oppenheimer 1984), ενώ άλλοι αποδίδουν μια τέτοια συμπεριφορά των αποδόσεων των μετοχών στη διαφορετική φορολογική μεταχείρισή τους από μερίσματα και κεφαλαιακά κέρδη (Miller et al, 1982).

Μία εναλλακτική εξήγηση δίνει ο Keim (1985) με τη δική του εμπειρική έρευνα. Συμπεραίνει ότι υπάρχει μία ισχυρότατη αλληλεπίδραση μεταξύ μερισματικής απόδοσης και μεγέθους της εταιρίας, η οποία υπαγορεύει ότι η θετική σχέση μερισματικών και κεφαλαιακών αποδόσεων οφείλεται στο γεγονός ότι οι μικρές εταιρίες ανήκουν στην πλειοψηφία τους σε κατηγορίες μετοχών με υψηλές μερισματικές αποδόσεις. Δηλαδή, συνδέει τις στρατηγικές αυτές με το φαινόμενο «size effect».

Άλλες μελέτες που αναφέρονται στις χρηματαγορές της Αυστραλίας (Brown et al, 1983), του Καναδά (Berges et al, 1984), του Τόκιο (Nakamura and Tarada, 1984) και του Λονδίνου (Levis, 1985), επισημαίνουν την επίδραση του μεγέθους των εταιριών στη χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών. Το παραπάνω συμπέρασμα εξηγήθηκε από το γεγονός ότι οι μικρότερες εταιρίες έχουν μεγαλύτερες προοπτικές ανάπτυξης επειδή παρουσιάζουν υψηλότερο κίνδυνο, χαμηλότερη ρευστότητα (Amihud and Mendelson, 1986) και είναι πολύ λιγότερο μελετημένες τόσο από το μεμονωμένο επενδυτικό κοινό όσο και τους επενδυτικούς οργανισμούς, σύμφωνα με τους Arbel and Strebel (1983). Οι τελευταίοι

υποστηρίζουν ότι επειδή οι μικρές εταιρίες δεν αποτελούν το ενδιαφέρον των μεγάλων θεσμικών επενδυτών, η πληροφόρηση για αυτές δεν είναι διάχυτη στην αγορά. Αυτή η έλλειψη πληροφόρησης καθιστά πιο επικίνδυνη την επένδυση σε τέτοιου είδους μετοχές κι επομένως, απαιτείται μεγαλύτερη αποζημίωση για τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν οι επενδυτές, δηλαδή μεγαλύτερη απόδοση.

Μια πιο ολοκληρωμένη άποψη υποδεικνύει ότι το μέγεθος της εταιρίας δεν αποτελεί από μόνο του μέρος των αντισυμβατικών στρατηγικών, φαίνεται όμως πως συνδέεται έμμεσα με αυτές. Όπως υποστηρίζει ο Leviss, η ισχυρή συσχέτιση του μεγέθους της εταιρίας με άλλα χαρακτηριστικά της (P/E, P/CF, M/B, DY) υποδηλώνει ότι το μέγεθος δεν μπορεί να θεωρηθεί ούτε ως ανεξάρτητη ανωμαλία της αγοράς αλλά ούτε και ως αυτόνομη κερδοφόρος επενδυτική στρατηγική.

2.1.3 Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης

Οι Fama and French (1992) ήταν οι πρώτοι που συμπεριέλαβαν στη μελέτη τους και το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης εκφρασμένο με δύο τρόπους, πρώτον ως το λόγο του συνόλου του ενεργητικού προς τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων (Total Assets/Book Value, A/BV) και δεύτερον ως το λόγο του συνόλου του ενεργητικού προς τη χρηματιστηριακή αξία των ιδίων κεφαλαίων (Total Assets/Market Value, A/MV). Αξιοσημείωτο είναι ότι παρατήρησαν πως οι δύο αυτοί παράγοντες σχετίζονται με αντίθετο τρόπο με τις μέσες αποδόσεις. Συγκεκριμένα, απέδειξαν ότι η υψηλότερη χρηματοοικονομική μόχλευση σχετίζεται με υψηλότερες μέσες αποδόσεις ενώ υψηλότερη λογιστική μόχλευση σχετίζεται με χαμηλότερες αποδόσεις. Επιπλέον, απέδειξαν ότι οι μεταβολές, εκτός από αντίθετο πρόσημο, είχαν παρόμοιες τιμές και το γεγονός αυτό βοηθά στην εξήγηση του παράδοξου φαινομένου να εμφανίζονται αντίθετα αποτελέσματα. Επισημαίνεται ότι η διαφορά των δύο δεικτών είναι ουσιαστικά ο δείκτης «Λογιστική προς Χρηματιστηριακή Αξία».

Με τον τρόπο αυτό, οι Fama and French συνέδεσαν το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης με το δείκτη M/B. Το συμπέρασμα είναι ότι η αγορά κρίνει τις εταιρίες που έχουν χαμηλή τιμή του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης ως εταιρίες με λίγες προοπτικές ανάπτυξης.

2.2 Συμπεράσματα

Τελικά, παραμένει αινιγματικό στη βιβλιογραφία το αν οι υπερβάλλουσες αποδόσεις των εταιριών με χαμηλά P/E, P/CF, M/B και υψηλές μερισματικές αποδόσεις οφείλονται στην ύπαρξη και την αποτελεσματικότητα των αντισυμβατικών στρατηγικών ή αν τελικά είναι σύμπτωμα του φαινομένου «των μικρών εταιριών».

Σε όλες τις παραπάνω καταγεγραμμένες ανωμαλίες της αγοράς, κοινός παρονομαστής είναι η τιμή της μετοχής. Μετοχές που επέδειξαν υπεραποδόσεις είχαν χαμηλές τιμές σε σχέση με τα κέρδη, τις λογιστικές αξίες, τα μερίσματα και τις ταμιακές ροές τους. Σύμφωνα με τη θεωρία των αποτελεσματικών αγορών (Fama 1976), αν οι αγορές ήταν αποτελεσματικές δε θα ήταν δυνατόν τέτοιες επενδυτικές στρατηγικές να αποφέρουν υπερβάλλουσες αποδόσεις. Επομένως, «κάθε παρατηρούμενη συσχέτιση μεταξύ θεμελιωδών μεταβλητών και αποδόσεων θα μπορούσε να είναι σύμφωνη με αναποτελεσματικότητες της αγοράς».

Οι Lakonishok et al μελετώντας ένα μεγάλο δείγμα μετοχών παρατηρούν ότι «ενώ κανείς δεν μπορεί να απορρίψει τη “μεταφυσική” εκδοχή του κινδύνου, σύμφωνα με την οποία μετοχές υψηλότερου κινδύνου πρέπει εξ’ ορισμού να αποφέρουν μεγαλύτερες αποδόσεις, η εμπειρική έρευνα τείνει προς μία πιο ευθεία πρόταση: οι μη προτιμώμενες μετοχές (value stocks) είναι υποτιμημένες σε σχέση με τα δεδομένα κινδύνου – απόδοσης και επενδύσεις σε αυτές έχουν αποδειχτεί σαφώς πιο προσοδοφόρες». Συνεπώς, υψηλό P/E και P/CF ίσως να αυξάνει τις προσδοκίες των επενδυτών για μεγάλους ρυθμούς μελλοντικής

ανάπτυξης που όμως δε λαμβάνουν χώρα τελικά στο μεσοπρόθεσμο μέλλον και άρα οι τιμές των μετοχών αυτών αρχίζουν να μειώνονται, ενώ μετοχές με χαμηλούς τους εν λόγω δείκτες επιβεβαιώνουν υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης και οι αποδόσεις τους αυξάνονται.

Από την παραπάνω συνοπτική βιβλιογραφική επισκόπηση, λοιπόν, προκύπτει ότι οι αντισυμβατικές στρατηγικές μπορούν πράγματι να προσφέρουν σημαντικές αποδόσεις στους επενδυτές, σε μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα. Ωστόσο, είναι φανερό ότι παρά την εκτεταμένη έρευνα που έχει πραγματοποιηθεί στα μεγαλύτερα χρηματιστήρια του κόσμου, δεν έχει δοθεί ακόμη σαφής απάντηση σχετικά με τα αίτια που προκαλούν τις υπερβάλλουσες αποδόσεις από την εφαρμογή τέτοιων στρατηγικών, ούτε έχει προσδιοριστεί ποιες ακριβώς είναι οι κοινά αποδεκτές μεταβλητές που εξηγούν στατιστικά τα φαινόμενα αυτά.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Στρατηγικές επένδυσης

3.1 Η Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς

3.1.1 Έννοια αποτελεσματικής αγοράς

Ένα θέμα που αποτελεί αντικείμενο εκτενών συζητήσεων μεταξύ ακαδημαϊκών και χρηματοοικονομικών στελεχών είναι η Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς. Αυτή η θεωρία αναφέρει ότι σε μια δεδομένη χρονική στιγμή, οι τιμές των χρεογράφων αντικατοπτρίζουν πλήρως όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες.

«Αποτελεσματική» είναι μια αγορά, όπου υπάρχουν μεγάλοι αριθμοί λογικών παραγόντων μεγιστοποίησης του κέρδους, οι οποίοι ανταγωνίζονται ενεργώς μεταξύ τους και προσπαθούν να προβλέψουν τις μελλοντικές αγοραίες αξίες μεμονωμένων χρεογράφων. Είναι μια αγορά, όπου οι τρέχουσες πληροφορίες είναι διαθέσιμες σε όλους. Σε μια αποτελεσματική αγορά, ο ανταγωνισμός δημιουργεί μια κατάσταση, όπου οι τιμές των χρεογράφων αντικατοπτρίζουν πληροφορίες, οι οποίες πηγάζουν τόσο από γεγονότα που ήδη έχουν λάβει χώρα όσο και από γεγονότα που αναμένεται να λάβουν χώρα. Με άλλα λόγια, σε μια αποτελεσματική αγορά, η πραγματική τιμή ενός χρεογράφου θα αποτελεί οποιαδήποτε στιγμή μια καλή εκτίμηση της εσωτερικής του αξίας.

Η παραδοχή αυτή έχει αρκετές βασικές έννοιες:

(α) Αντιθέτως προς τη δημοφιλή άποψη, αποτελεσματικότητα αγοράς δεν απαιτεί ότι η τιμή αγοράς είναι ίση με την πραγματική αξία σε κάθε χρονικό σημείο. Αυτό που απαιτεί είναι ότι τα λάθη στην τιμή αγοράς είναι

αμερόληπτα, δηλ. ότι οι τιμές μπορούν να είναι μεγαλύτερες ή μικρότερες από την αληθινή αξία των μετοχών, αρκεί αυτές οι αποκλίσεις να είναι τυχαίες¹.

(β) Το γεγονός ότι οι αποκλίσεις από την αληθινή αξία είναι τυχαίες υπονοεί, υπό μια σκληρή έννοια, ότι υπάρχει μια ίση πιθανότητα οποιαδήποτε μετοχή να είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη σε οποιοδήποτε χρονικό σημείο, και ότι η απόκλιση είναι άσχετη με οποιαδήποτε αισθητή μεταβλητή. Παραδείγματος χάριν, σε μία αποτελεσματική αγορά, μετοχές με χαμηλότερους δείκτες ΡΕ δεν είναι ούτε λιγότερο ούτε περισσότερο πιθανό να είναι υποτιμημένες από αυτές με υψηλούς ΡΕ.

(γ) Εάν οι αποκλίσεις της τιμής αγοράς από την αληθινή αξία είναι τυχαίες, τότε καμία ομάδα επενδυτών δε θα πρέπει να είναι σε θέση να βρει με συνέπεια υπό ή υπερτιμημένες μετοχές χρησιμοποιώντας οποιαδήποτε στρατηγική επένδυσης.

Σαφώς, η αποτελεσματικότητα της αγοράς είναι μια έννοια που είναι αμφισβητούμενη και προσελκύει ισχυρές απόψεις, υπέρ και κατά, εν μέρει λόγω των διαφορών μεταξύ των ατόμων για αυτό που πραγματικά σημαίνει, και εν μέρει επειδή είναι μια βασική πεποίθηση που σε μεγάλο μέρος καθορίζει πώς ένας επενδυτής προσεγγίζει την επένδυση. Αυτό το κεφάλαιο παρέχει έναν απλό ορισμό της αποτελεσματικότητας αγοράς, εξετάζει τις επιπτώσεις μιας αποτελεσματικής αγοράς για τους επενδυτές και συνοψίζει μερικές από τις βασικές προσεγγίσεις που χρησιμοποιούνται για να εξεταστούν σχέδια επένδυσης.

3.1.2 Αποτελεσματικότητα αγοράς, επενδυτές και πληροφορίες

Οι ορισμοί της αποτελεσματικότητας αγοράς πρέπει να είναι συγκεκριμένοι όχι μόνο για την αγορά που εξετάζεται αλλά και για τους επενδυτές που αυτή καλύπτει. Είναι εξαιρετικά απίθανο όλες οι αγορές να είναι αποτελεσματικές σε όλους τους επενδυτές πάντα, αλλά είναι απολύτως δυνατό μία συγκεκριμένη αγορά (παραδείγματος χάριν, το New York Stock Exchange) να

¹ Το τυχαίο υπονοεί ότι υπάρχει μια ίση πιθανότητα ότι οι μετοχές είναι υπό ή υπερτιμημένες σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή

είναι αποτελεσματική όσον αφορά το μέσο επενδυτή. Είναι επίσης πιθανό μερικές αγορές να είναι αποτελεσματικές και άλλες να μην είναι, όπως επίσης και η αγορά να είναι αποτελεσματική όσον αφορά μερικούς επενδυτές και όχι σε όλους. Αυτό είναι άμεση συνέπεια των διαφορετικών φορολογικών ποσοστών και των δαπανών συναλλαγών, τα οποία παρέχουν πλεονεκτήματα σε μερικούς επενδυτές σε σχέση με άλλους.

Οι ορισμοί της αποτελεσματικότητας αγοράς συνδέονται, επίσης, με υποθέσεις για το ποια πληροφορία είναι διαθέσιμη στους επενδυτές και απεικονίζεται στην τιμή. Παραδείγματος χάριν, ένας ακριβής καθορισμός της αποτελεσματικότητας αγοράς που υποθέτει ότι όλες οι πληροφορίες, τόσο δημόσιες όσο και ιδιωτικές, απεικονίζονται στις τιμές αγοράς, θα υπονοούσε ότι ακόμη και επενδυτές με ακριβείς εσωτερικές πληροφορίες θα είναι ανίκανοι να «χτυπήσουν» την αγορά.

Μια από τις πιο πρόωρες ταξινομήσεις των επιπέδων αποτελεσματικότητας αγοράς παρείχε ο Fama (1971), που υποστήριξε ότι οι αγορές θα μπορούσαν να είναι αποτελεσματικές σε τρία επίπεδα, με βάση ποιες πληροφορίες απεικονίστηκαν στις τιμές. Στην αδύνατη μορφή αποτελεσματικότητας, η τρέχουσα τιμή απεικονίζει τις πληροφορίες που περιλαμβάνονται σε όλες τις προηγούμενες τιμές, υποστηρίζοντας ότι διαγράμματα και τεχνικές αναλύσεις που χρησιμοποιούν μόνο προηγούμενες τιμές δεν θα ήταν χρήσιμες στην εύρεση υποτιμημένων μετοχών. Στη μεσαία μορφή αποτελεσματικότητας, η τρέχουσα τιμή απεικονίζει τις πληροφορίες όχι μόνο που περιλαμβάνονται στις προηγούμενες τιμές αλλά όλες τις δημόσιες πληροφορίες (συμπεριλαμβανομένων των οικονομικών δηλώσεων και ειδήσεων). Τέλος στην ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας, η τρέχουσα τιμή απεικονίζει όλες τις πληροφορίες, δημόσιες καθώς επίσης και ιδιωτικές, και κανένας επενδυτής δεν είναι ικανός να βρει με συνέπεια υποτιμημένες μετοχές.

3.1.3 Επιπτώσεις της αποτελεσματικότητας αγοράς

Μια άμεση επίπτωση μιας αποτελεσματικής αγοράς είναι ότι καμία ομάδα επενδυτών δεν είναι σε θέση να «χτυπήσει» με συνέπεια την αγορά

χρησιμοποιώντας μια κοινή επενδυτική στρατηγική. Μια αποτελεσματική αγορά θα επέφερε επίσης πολύ αρνητικές επιπτώσεις σε πολλές στρατηγικές επένδυσης.

(α) Σε μια αποτελεσματική αγορά, η έρευνα και η αξιολόγηση θα ήταν ένα δαπανηρό εγχείρημα που δε θα παρείχε κανένα όφελος. Οι πιθανότητες εύρεσης υποτιμημένης μετοχής θα ήταν πάντα 50:50, απεικονίζοντας το τυχαίο των λαθών τιμολόγησης. Στην καλύτερη περίπτωση, τα οφέλη από τη συλλογή πληροφοριών και την έρευνα θα κάλυπταν τις δαπάνες αυτής καθαυτής της έρευνας.

(β) Σε μια αποτελεσματική αγορά, μια στρατηγική τυχαίας διαφοροποίησης μετοχών ή επένδυσης σε Δείκτη, με ελάχιστο ή μηδαμινό κόστος πληροφοριών και ελάχιστες δαπάνες εκτέλεσης, θα ήταν ανώτερη από οποιαδήποτε στρατηγική που δημιουργούσε μεγαλύτερο κόστος πληροφοριών και εκτέλεσης. Δεν θα υπήρχε καμία προστιθέμενη αξία από τους διευθυντές χαρτοφυλακίων και τους στρατηγικούς επένδυσης.

(γ) Σε μια αποτελεσματική αγορά, μια στρατηγική ελαχιστοποίησης των εμπορικών συναλλαγών, δηλ. δημιουργίας ενός χαρτοφυλακίου χωρίς συναλλαγές εκτός αν απαιτούνταν μετρητά, θα ήταν ανώτερη από μια στρατηγική που θα απαιτούσε συχνές εμπορικές συναλλαγές.

Δεν υπάρχει επομένως καμία απορία γιατί η έννοια της αποτελεσματικότητας της αγοράς προκαλεί τέτοιες ισχυρές αντιδράσεις εκ μέρους των διευθυντών και των αναλυτών χαρτοφυλακίων, οι οποίοι το βλέπουν, και ορθά, ως πρόκληση για την ύπαρξή τους.

Είναι επίσης σημαντικό να υπάρχει σαφήνεια για αυτά που η αποτελεσματικότητα αγοράς δεν υπονοεί. Μια αποτελεσματική αγορά δεν υπονοεί ότι:

(α) Οι τιμές μετοχών δεν μπορούν να παρεκκλίνουν από την αληθινή αξία. Στην πραγματικότητα, μπορούν να υπάρξουν μεγάλες αποκλίσεις από την πραγματική αξία. Η μόνη προϋπόθεση είναι ότι οι αποκλίσεις είναι τυχαίες.

(β) Κανένας επενδυτής δεν θα «χτυπήσει» την αγορά σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή. Αντίθετα, περίπου οι μισοί επενδυτές, πέρα από τις δαπάνες συναλλαγών, πρέπει να «χτυπήσουν» την αγορά σε οποιαδήποτε περίοδο.

(γ) Καμία ομάδα επενδυτών δεν θα «κερδίσει» την αγορά μακροπρόθεσμα. Λαμβάνοντας υπόψη τον αριθμό των επενδυτών στις χρηματιστηριακές αγορές, οι νόμοι της πιθανότητας θα πρότειναν ότι ένας αρκετά μεγάλος αριθμός πρόκειται να «χτυπήσει» με αρκετή συνέπεια την αγορά σε μεγάλες περιόδους, όχι λόγω των στρατηγικών επένδυσής τους αλλά επειδή είναι τυχεροί. Εντούτοις, δεν θα ήταν συνεπές εάν ένας δυσανάλογα μεγάλος αριθμός αυτών των επενδυτών χρησιμοποιούσε την ίδια στρατηγική επένδυσης.

Σε μια αποτελεσματική αγορά, οι αναμενόμενες αποδόσεις από οποιαδήποτε επένδυση θα είναι συνεπείς με τον κίνδυνο της επένδυσης μακροπρόθεσμα, αν και μπορούν να υπάρξουν αποκλίσεις από τις αναμενόμενες αποδόσεις βραχυπρόθεσμα.

Οι επιπτώσεις της θεωρίας της αποτελεσματικής αγοράς είναι πραγματικά βαθιές. Με άλλα λόγια, τα περισσότερα άτομα που αγοράζουν και πωλούν χρεόγραφα, το κάνουν θεωρώντας, ότι τα χρεόγραφα που αγοράζουν έχουν μεγαλύτερη αξία από αυτή που πληρώνουν, ενώ τα χρεόγραφα που πωλούν έχουν μικρότερη αξία από την αξία πώλησης. Αλλά εάν οι αγορές είναι αποτελεσματικές και οι τρέχουσες τιμές αντικατοπτρίζουν πλήρως όλες τις πληροφορίες, τότε η αγοραπωλησία χρεογράφων σε μια προσπάθεια υπέρβασης της απόδοσης της αγοράς θα είναι μάλλον θέμα τύχης παρά ικανότητας.

Από την άλλη πλευρά, ας υποθέσουμε ότι όλοι οι επενδυτές είναι «τρωκτικά» και οι αγορές συστηματικά τιμολογούν λανθασμένα τις μετοχές. Μια τέτοια αγορά θα ήταν αναμφισβήτητα εύκολη υπόθεση για έναν έξυπνο επενδυτή με πραγματικές αναλυτικές ικανότητες!

3.1.4 Απαραίτητοι όροι για την αποτελεσματικότητα αγοράς

Οι αγορές δεν γίνονται αποτελεσματικές αυτόματα. Είναι οι ενέργειες των επενδυτών, αντιλαμβανόμενοι ευκαιρίες και θέτοντας σε ισχύ σχέδια εκμετάλλευσης της αγοράς, οι οποίες καθιστούν τις αγορές αποτελεσματικές. Οι απαραίτητοι όροι για την εξάλειψη «ανεπάρκειας» της αγοράς είναι οι ακόλουθοι:

(1) Η «ανεπάρκεια» αγοράς πρέπει να παρέχει τη βάση για ένα σχέδιο εμπορικών συναλλαγών ώστε να αποκομιστούν υπερβάλλουσες αποδόσεις.

Για να ισχύει αυτό:

(α) Το στοιχείο (ή στοιχεία) που είναι η πηγή της «ανεπάρκειας» πρέπει να εμπορευθούν.

(β) Τα κόστη συναλλαγών εκτέλεσης του σχεδίου πρέπει να είναι μικρότερα από τα αναμενόμενα κέρδη από το σχέδιο.

(2) Πρέπει να υπάρξει κέρδος για τους επενδυτές που

(α) αναγνωρίζουν την "ευκαιρία για υπερβάλλουσα απόδοση"

(β) μπορούν να αναπαράγουν το σχέδιο αγοράς που κερδίζει υπερβάλλουσα απόδοση

(γ) έχουν τους πόρους για να εμπορευθούν το στοιχείο εωσότου εξαφανιστεί η «ανεπάρκεια».

Η εσωτερική αντίφαση του ισχυρισμού ότι δεν υπάρχει καμία δυνατότητα κέρδους σε μία αποτελεσματική αγορά έχει εξερευνηθεί από πολλούς. Εάν οι αγορές ήταν, στην πραγματικότητα, αποτελεσματικές, οι επενδυτές θα σταματούσαν να ψάχνουν για τις «ανεπάρκειες», το οποίο θα οδηγούσε στο να γίνουν οι αγορές πάλι αναποτελεσματικές. Έχει νόημα να σκεφτεί κανείς μια αποτελεσματική αγορά ως έναν αυτορρυθμιζόμενο μηχανισμό, όπου οι «ανεπάρκειες» εμφανίζονται σε τακτά χρονικά διαστήματα αλλά εξαφανίζονται

σχεδόν στιγμιαία δεδομένου ότι οι επενδυτές τις εντοπίζουν και συναλλάσσονται πάνω σε αυτές.

3.1.5 Προτάσεις για την αποτελεσματικότητα αγοράς

Μια ανάγνωση των όρων κάτω από τους οποίους οι αγορές γίνονται αποτελεσματικές οδηγεί σε γενικές προτάσεις σχετικά με το που οι επενδυτές είναι πιθανότερο να βρουν τα στοιχεία «ανεπάρκειας» σε χρηματιστηριακές αγορές.

Πρόταση 1: *Η πιθανότητα εύρεσης των ανεπαρειών σε μια αγορά μειώνεται όσο αυξάνεται η ευκολία συναλλαγής των χρεογράφων. Μέχρι το σημείο που οι επενδυτές δυσκολεύονται να κάνουν “trade” ένα χρεόγραφο, είτε επειδή οι ελεύθερες αγορές δεν υπάρχουν ή υπάρχουν σημαντικά εμπόδια εμπορικών συναλλαγών, «ανεπάρκειες» στην τιμολόγηση μπορούν να συνεχιστούν για μεγάλες περιόδους.*

Αυτή η πρόταση μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να ρίξει φως στις διαφορές μεταξύ διαφορετικών αγορών. Παραδείγματος χάριν, είναι πολύ ευκολότερο να εμπορευθούν μετοχές του κλάδου ακίνητης περιουσίας, από τη στιγμή που οι αγορές είναι πιο ανοικτές, οι τιμές είναι σε μικρότερες μονάδες (που μειώνουν τα εμπόδια εισόδου νέων traders) και το ίδιο το χρεόγραφο δεν ποικίλλει από συναλλαγή σε συναλλαγή (π.χ. μία μετοχή της IBM είναι ίδια με μία άλλη μετοχή, ενώ ένα στοιχείο ακίνητης περιουσίας μπορεί να είναι πολύ διαφορετικό από ένα άλλο στοιχείο). Βασισμένοι σε αυτές τις διαφορές, πρέπει να υπάρχει μεγαλύτερη πιθανότητα εύρεσης λαθών (τόσο υποτίμησης όσο και υπερτίμησης) στην αγορά ακίνητης περιουσίας.

Πρόταση 2: *Η πιθανότητα εύρεσης λάθους σε μια αγορά χρεογράφων αυξάνεται όσο το κόστος συναλλαγών και πληροφοριών αυξάνεται. Το κόστος συναλλαγών και συλλογής των πληροφοριών ποικίλλει μεταξύ των διάφορων αγορών, ακόμα και μεταξύ των επενδύσεων στις ίδιες αγορές.*

Εξετάστε, παραδείγματος χάριν, την επικρατούσα άποψη ότι μικρότερες επιχειρήσεις, που δεν παρακολουθούνται από τους αναλυτές, είναι πιθανότερο να είναι υποτιμημένες. Αυτό μπορεί να είναι αληθές από την άποψη των αποδόσεων, αλλά οι δαπάνες συναλλαγών είναι πιθανό να είναι πολύ υψηλότερες για αυτές τις μετοχές για ποικίλους λόγους. Μόλις εξεταστεί το κόστος συναλλαγών, μπορεί να διαπιστωθεί ότι οι υπερβάλλουσες αποδόσεις από αυτές τις μετοχές έχουν καλυφθεί.

Πόρισμα 1: *Επενδυτές που μπορούν να εξασφαλίσουν ένα πλεονέκτημα κόστους (είτε στη συλλογή πληροφοριών ή στις δαπάνες συναλλαγών) θα είναι σε θέση να εκμεταλλευτούν τις μικρές «ανεπάρκειες» καλύτερα από άλλους επενδυτές που δεν κατέχουν αυτό το πλεονέκτημα.*

Υπάρχουν διάφορες μελέτες που εξετάζουν την επίδραση των εμπορικών φραγμών στις τιμές και καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι ενώ έχουν επιπτώσεις στις τιμές, οι επενδυτές δεν θα είναι σε θέση να αξιοποιήσουν τις «ανεπάρκειες» λόγω του αριθμού συναλλαγών και του κόστους τους. Αυτές οι ανησυχίες είναι απίθανο να ισχύσουν για έναν ειδικό, ο οποίος μπορεί να εμπορευθεί γρήγορα, συχνά και με μηδαμινό ή πολύ χαμηλό κόστος. Αυτό το πόρισμα, επίσης, προτείνει ότι επενδυτές που εργάζονται για την εξασφάλιση πλεονεκτήματος κόστους, ειδικά όσον αφορά πληροφορίες, πιθανόν να είναι σε θέση να παράγει υπερβάλλουσες αποδόσεις στη βάση αυτών των πλεονεκτημάτων.

Πρόταση 3: *Η ταχύτητα με την οποία μια «ανεπάρκεια» επιλύεται, σχετίζεται άμεσα με το πόσο εύκολα το σχέδιο μπορεί να αναπαραχθεί από άλλους επενδυτές. Η ευκολία με την οποία ένα σχέδιο μπορεί να αναπαραχθεί συσχετίζεται αντιστρόφως με το χρόνο, τους πόρους και τις πληροφορίες που χρειάζεται για να εκτελεστεί. Δεδομένου ότι πολύ λίγοι επενδυτές κατέχουν μεμονωμένα τους πόρους για να αποβάλουν ένα «λάθος» μέσω εμπορικών συναλλαγών, είναι πιθανότερο ότι το «λάθος» αυτό θα εξαφανιστεί γρήγορα εάν το σχέδιο που χρησιμοποιείται για την εκμετάλλευσή του είναι ξεκάθαρο και μπορεί να αντιγραφεί από άλλους επενδυτές.*

Με άλλα λόγια, υποθέτουμε ότι οι μετοχές κερδίζουν υπερβάλλουσες αποδόσεις στο μήνα που ακολουθεί μια διάσπαση μετοχών (stock split). Δεδομένου ότι οι εταιρίες αναγγέλλουν τα “stock splits” δημόσια και οποιοσδήποτε επενδυτής μπορεί να αγοράσει μετοχές άμεσα μετά από αυτές τις διασπάσεις, θα ήταν απορίας άξιον εάν αυτή η “ανεπάρκεια” συνεχιζόταν να υφίσταται.

3.1.6 «Ανεπάρκεια» ή ανωμαλία: Μια απλή δοκιμή

Όταν βρίσκεται μια στρατηγική επένδυσης που φαίνεται να “κτυπά” την αγορά, τίθεται πάντα μια ανοικτή ερώτηση ως προς το εάν έχει βρεθεί ένα λάθος αγοράς που μπορεί να εκμεταλλευθεί για υπερβάλλουσες αποδόσεις ή απλά ένα φαινόμενο που εμφανίζεται στις χρηματιστηριακές αγορές, το οποίο είναι αδύνατο να εξηγηθεί επειδή τα πρότυπα που χρησιμοποιούνται είναι ανακριβή ή τα δεδομένα είναι ελλιπή ή λανθασμένα. Θα μπορούσαμε να χαρακτηρίσουμε το πρώτο ως «ανεπάρκεια» και το δεύτερο ως ανωμαλία. Η πραγματική διαφορά είναι ότι θα προσπαθούσαμε να αποκομίσουμε χρήματα από το πρώτο αλλά όχι από το δεύτερο.

Ένας τρόπος να ειπωθεί η διαφορά είναι να παρατηρηθεί τι συμβαίνει στις υπερβάλλουσες αποδόσεις μόλις μια στρατηγική έχει αποκαλυφθεί και έχει κοινοποιηθεί. Εάν έχει αποκαλύψει μια «ανεπάρκεια», θα πρέπει οι υπερβάλλουσες αποδόσεις να εξαφανιστούν γρήγορα με το που δημοσιοποιείται η στρατηγική. Εάν είναι ανωμαλία, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις θα συνεχίσουν αδιάπτωτες ακόμα και αφού κοινοποιείται.

3.1.7 Εξετάζοντας την αποτελεσματικότητα της αγοράς

Οι δοκιμές αποτελεσματικότητας αγοράς εξετάζουν το αν συγκεκριμένες στρατηγικές επένδυσης είτε διευθυντές χαρτοφυλακίων «χτυπούν» την αγορά. Αλλά τι περιλαμβάνει το «χτύπημα» της αγοράς; Υπονοεί ότι κάποιος κερδίζει μια απόδοση μεγαλύτερη από ό,τι η αγορά σε ένα συγκεκριμένο έτος; Θα αρχίσουμε με την εξέταση τι περιλαμβάνει το «χτύπημα» της αγοράς και τον καθορισμό των excess returns (υπερβάλλουσες αποδόσεις). Θα αναλύσουμε

έπειτα τρεις τυποποιημένους τρόπους δοκιμής της αποτελεσματικότητας αγοράς και τότε και γιατί μπορούμε να επιλέξουμε τον έναν από τον άλλον.

3.1.7.1 «Χτύπημα» της αγοράς

Το θεμελιώδες ζήτημα, το οποίο προσπαθούμε συχνά να απαντήσουμε όταν εξετάζουμε μια στρατηγική επένδυσης είναι εάν η απόδοση που κερδίζουμε από τη στρατηγική είναι μεγαλύτερη ή μικρότερη από την πρότυπη (benchmark) απόδοση μιας εναλλακτικής στρατηγικής ισοδύναμου κινδύνου. Αλλά ποια πρέπει να είναι αυτή η πρότυπη απόδοση; Όπως θα δούμε, είναι σχεδόν αδύνατο να μετρηθεί η επιτυχία ή η αποτυχία μιας στρατηγικής επένδυσης χωρίς να ληφθεί υπόψη ο τρόπος με τον οποίο πρέπει να είναι μετρίεται ο κίνδυνος.

3.1.7.2 Πρότυπη επίδοση

Εάν μπορούμε να υπολογίσουμε τις αποδόσεις που θα μπορούσαμε να έχουμε κερδίσει με την υιοθέτηση στο παρελθόν μιας στρατηγικής επένδυσης, μπορούμε να αξιολογήσουμε εκείνες τις αποδόσεις. Για να κάνουμε την αξιολόγηση, πρέπει να επιλέξουμε το κατάλληλο benchmark. Σε αυτό το τμήμα, θα εξετάσουμε τις εναλλακτικές λύσεις που είναι διαθέσιμες για την επιλογή αυτή.

3.1.7.3 Σύγκριση με δείκτες

Όταν υπολογίζονται οι αποδόσεις μιας στρατηγικής, η απλούστερη σύγκριση είναι με τις αποδόσεις της επένδυσης σε ένα Δείκτη. Πολλοί διαχειριστές χαρτοφυλακίων και επενδυτές ακόμα συγκρίνουν τις αποδόσεις που κάνουν στα χαρτοφυλακιά τους με τις αποδόσεις του Δείκτη. Ενώ αυτή η σύγκριση μπορεί να είναι απλή, μπορεί επίσης να είναι και επικίνδυνη όταν η στρατηγική που ακολουθείται δεν έχει τον ίδιο κίνδυνο με την επένδυση στο Δείκτη. Εάν η στρατηγική έχει μεγαλύτερο ρίσκο από την επένδυση στο Δείκτη προκατειλημμένα καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η στρατηγική “κτυπά” την αγορά. Εάν η στρατηγική είναι πολύ ασφαλέστερη από την επένδυση στο

Δείκτη, όπως η αγορά μετοχών ώριμων επιχειρήσεων υψηλού μερίσματος προκατειλημμένα καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η στρατηγική δε λειτουργεί.

Υπάρχουν ελαφρώς πολυπλοκότερες εκδοχές αυτής της προσέγγισης που είναι λιγότερο ευαίσθητες σε αυτό το πρόβλημα. Παραδείγματος χάριν, μερικές υπηρεσίες που αξιολογούν τα αμοιβαία κεφάλαια, το πράττουν συγκρίνοντας τα με ένα Δείκτη κεφαλαίων που έχουν το ίδιο ύφος με το κεφάλαιο που αξιολογείται.

3.1.7.4 Πρότυπα κινδύνου και απόδοσης

Διακύμανση

Η τυπική απόκλιση μιας επένδυσης μετρά τον κίνδυνό του και η απόδοση είναι η ανταμοιβή. Εάν συγκρίνουμε δύο επενδύσεις με την ίδια τυπική απόκλιση στις αποδόσεις, η επένδυση με την υψηλότερη μέση απόδοση θα θεωρούταν η καλύτερη.

3.1.8 Στρατηγικές εξέτασης αποτελεσματικότητας αγοράς

Υπάρχουν διάφοροι τρόποι εξέτασης της αποτελεσματικότητας της αγοράς και η χρησιμοποιούμενη προσέγγιση εξαρτάται σε μεγάλο μέρος από το σχέδιο επένδυσης που εξετάζεται. Ένα σχέδιο βασισμένο στις πληροφορίες (διασπάσεις μετοχών, ανακοινώσεις κερδών ή άλλες ανακοινώσεις) είναι πιθανό να εξεταστεί χρησιμοποιώντας μια "μελέτη γεγονότος" (event study), όπου οι αποδόσεις διερευνώνται για στοιχεία υπερβολικών αποδόσεων. Ένα σχέδιο που βασίζεται σε προφανές χαρακτηριστικό μιας εταιρίας (price earnings δείκτες, price book value δείκτες ή μερισματικές αποδόσεις) μπορεί να εξεταστεί εφαρμόζοντας μια προσέγγιση "χαρτοφυλακίων", όπου χαρτοφυλάκια μετοχών με αυτά τα χαρακτηριστικά δημιουργούνται και παρακολουθούνται κατά τη διάρκεια του χρόνου, ώστε να φανεί εάν, στην πραγματικότητα, αποφέρουν υπερβάλλουσες αποδόσεις.

3.2 Τι είναι φιλοσοφία επένδυσης

Επενδυτική φιλοσοφία είναι ένας συνεπής τρόπος σκέψης όσον αφορά τις αγορές, τον τρόπο λειτουργίας τους και τους τύπους λαθών που κρύβονται στη συμπεριφορά επενδυτών. Οι περισσότερες στρατηγικές επένδυσης έχουν ως σκοπό να εκμεταλλευθούν τα λάθη που γίνονται από μερικούς ή όλους τους επενδυτές στην τιμολόγηση των μετοχών. Αυτά τα λάθη προκαλούνται από πολύ βασικές υποθέσεις για την ανθρώπινη συμπεριφορά. Για παράδειγμα, η λογική ή παράλογη τάση των ανθρώπων να ενωθούν με τα πλήθη μπορεί να οδηγήσει σε μετοχές που έχουν σημειώσει τη μεγαλύτερη άνοδο στο πρόσφατο παρελθόν διότι θεωρούνται ότι είναι πιθανότερο να ανεβούν στο εγγύς μέλλον.

3.2.1 Τακτική και στρατηγικές

Μόλις τεθεί μια επενδυτική φιλοσοφία σε ισχύ, αναπτύσσονται στρατηγικές επένδυσης που στηρίζονται στην κεντρική φιλοσοφία. Ας εξετάσουμε, για παράδειγμα, τις απόψεις σχετικά με την αποτελεσματικότητα αγοράς που αναπτύχθηκαν προηγουμένα. Ο πρώτος επενδυτής, ο οποίος θεωρεί ότι οι αγορές αντιδρούν υπερβολικά στις ειδήσεις, μπορεί να αναπτύξει στρατηγική αγοράς μετοχών μετά από σημαντικά αρνητικές εκπλήξεις κερδών (όπου τα αναγγελθέντα κέρδη εμφανίζονται αρκετά κάτω από τις προσδοκίες) και πώλησης μετοχών κατόπιν θετικών εκπλήξεων κερδών. Ο δεύτερος επενδυτής, που θεωρεί ότι οι αγορές κάνουν λάθη συνολικά, μπορεί να εξετάσει τους τεχνικούς δείκτες (όπως οι θέσεις μετρητών αμοιβαίων κεφαλαίων και χαμηλοί δείκτες πωλήσεων) για να ανακαλύψει εάν στην αγορά επικρατεί τάση για αγορά ή πώληση και παίρνει αντίθετη θέση. Ο τρίτος επενδυτής, που θεωρεί ότι τα λάθη αγοράς είναι πιθανότερα όταν οι πληροφορίες είναι απούσες, μπορούν να ψάξουν για μετοχές που δεν παρακολουθούνται από τους αναλυτές ή κατέχονται από θεσμικούς επενδυτές.

Αξίζει να σημειωθεί ότι η ίδια φιλοσοφία επένδυσης μπορεί να γεννήσει πολλαπλές στρατηγικές. Κατά συνέπεια, η πεποίθηση ότι οι επενδυτές υπερεκτιμούν την αξία μιας ανόδου και υποεκτιμούν την αξία των υπαρχόντων στοιχείων, μπορεί να φανερωθεί σε διαφορετικές στρατηγικές, που κυμαίνονται από μία παθητική στρατηγική αγοράς μετοχών με χαμηλό δείκτη PE έως μια πιο ενεργητική αγοράς τέτοιων επιχειρήσεων και προσπάθειας να εκκαθαριστούν για τα ενεργητικά τους στοιχεία. Με άλλα λόγια, ο αριθμός στρατηγικών επένδυσης θα ξεπερνάει κατά πολύ τον αριθμό των φιλοσοφιών επένδυσης.

3.2.2 Γιατί είναι απαραίτητη μια φιλοσοφία επένδυσης;

Οι περισσότεροι επενδυτές δεν έχουν καμία φιλοσοφία επένδυσης, και το ίδιο πράγμα μπορεί περίπου να ειπωθεί και για πολλούς διαχειριστές μετρητών και επαγγελματικούς συμβούλους επένδυσης. Υιοθετούν επενδυτικές στρατηγικές που φαίνονται να λειτουργούν (για άλλους επενδυτές) και τις εγκαταλείπουν όταν δε λειτουργούν. Γιατί οπότε χρειάζεται μια φιλοσοφία επένδυσης; Η απάντηση είναι απλή. Ελλείπει μιας φιλοσοφίας επένδυσης, θα τείνουμε να μεταπηδούμε από στρατηγική σε στρατηγική, βασισμένοι απλά σε μια ισχυρή αύξηση πωλήσεων ή σε μία πρόσφατη επιτυχία. Υπάρχουν δύο αρνητικές συνέπειες για το χαρτοφυλάκιο:

α. Απόντος ενός κεντρικού πυρήνα πεποιθήσεων, θα είναι ευάλωτο σε αναλυτές που υποστηρίζουν ότι έχουν βρει τη μαγική στρατηγική που «χτυπά» την αγορά.

β. Καθώς μεταπηδούμε από στρατηγική σε στρατηγική, θα πρέπει να μεταβάλλουμε το χαρτοφυλάκιο μας, με συνέπεια τα υψηλά κόστη συναλλαγών και τους μεγαλύτερους φόρους.

γ. Ενώ μπορούν να υπάρξουν στρατηγικές που λειτουργούν για μερικούς επενδυτές, μπορεί να μην είναι κατάλληλες για άλλα χαρτοφυλάκια,

λαμβάνοντας υπόψη τους στόχους, την αποστροφή του κινδύνου και τα προσωπικά χαρακτηριστικά του καθενός.

Με μια ισχυρή ύπαρξη πεποιθήσεων, θα έχουμε πολύ περισσότερο έλεγχο του πεπρωμένου μας. Όχι μόνο θα είμαστε σε θέση να απορρίψουμε στρατηγικές που δε συμβαδίζουν με τις πεποιθήσεις μας για τις αγορές, αλλά και να προσαρμόσουμε τις στρατηγικές επένδυσης στις ανάγκες μας. Επιπλέον, θα είμαστε σε θέση να έχουμε πολύ καλύτερη άποψη των πραγματικών διαφορών στις στρατηγικές και των κοινών χαρακτηριστικών τους.

3.2.3 Χρονικός ορίζοντας

Οι διαφορετικές φιλοσοφίες επένδυσης απαιτούν διαφορετικούς χρονικούς ορίζοντες. Μια φιλοσοφία βασισμένη στην υπόθεση πως οι αγορές αντιδρούν υπερβολικά στις νέες πληροφορίες, μπορεί να παράγει βραχυπρόθεσμες στρατηγικές. Παραδείγματος χάριν, μπορούν να αγοραστούν μετοχές αμέσως μετά από μια ανακοίνωση χαμηλών κερδών, να κρατηθούν μερικές εβδομάδες και να πωληθούν (ενδεχομένως σε μια υψηλότερη τιμή, δεδομένου ότι η αγορά διορθώνει τα λάθη της). Αντίθετα, μια φιλοσοφία αγοράς παραμελημένων επιχειρήσεων (μετοχές που δεν παρακολουθούνται από αναλυτές ή που δεν κατέχουν θεσμικοί επενδυτές) μπορεί να απαιτήσει πιο μακροχρόνιους ορίζοντες.

Ένας παράγοντας που θα καθορίσει το χρονικό ορίζοντα μιας επενδυτικής φιλοσοφίας είναι η φύση της ρύθμισης που πρέπει να εμφανιστεί, για να προέλθουν οι ανταμοιβές μιας επιτυχούς στρατηγικής. Οι παθητικοί επενδυτές αξίας, που αγοράζουν μετοχές επιχειρήσεων που θεωρούν ότι είναι υποτιμημένες, μπορεί να χρειαστεί να περιμένουν χρόνια για να εμφανιστεί η διόρθωση της αγοράς, ακόμα κι αν είναι σωστοί στις εκτιμήσεις τους.

Οι επενδυτές που εμπορεύονται εν όψει ή μετά από τις εκθέσεις κερδών, επειδή θεωρούν ότι οι αγορές δεν αποκρίνονται σωστά σε τέτοιες εκθέσεις,

ίσως κρατήσουν τη μετοχή για μερικές ημέρες μόνο. Ακραία, οι επενδυτές που βλέπουν τα ίδια (ή πολύ παρόμοια) στοιχεία να τιμολογούνται διαφορετικά σε δύο αγορές, αγοράζουν το φτηνότερο και πωλούν το ακριβότερο, εξασφαλίζοντας κέρδη “arbitrage” μέσα σε λίγα λεπτά.

3.2.4 Ανάπτυξη μιας φιλοσοφίας επένδυσης: Τα βήματα

Εάν κάθε επενδυτής χρειάζεται μια φιλοσοφία επένδυσης, ποια είναι η διαδικασία εύρεσης μιας τέτοιας φιλοσοφίας;

Βήμα 1: Κατανόηση των βασικών αρχών κινδύνου και αξιολόγησης

Προτού αρχίσει το ταξίδι της εύρεσης μιας φιλοσοφίας επένδυσης πρέπει να κατανοηθεί:

- πώς να μετρηθεί ο κίνδυνος σε μια επένδυση και να σχετιστεί με τις αναμενόμενες αποδόσεις.
- πώς να εκτιμήσει ένα στοιχείο, είτε είναι ένα ομόλογο, μια μετοχή ή μια επιχείρηση
- τα συστατικά των δαπανών εμπορικών συναλλαγών και τη σχέση μεταξύ της ταχύτητας και του κόστους των συναλλαγών.

Βήμα 2: Πώς οι αγορές λειτουργούν και που πιθανόν καταρρέουν

Κάθε επενδυτική φιλοσοφία στηρίζεται σε μια άποψη για την ανθρώπινη συμπεριφορά (και παραλογισμό). Ενώ η προσωπική εμπειρία καθορίζει συχνά πώς βλέπουμε το συνεργάτη μας, πρέπει να την επεκτείνουμε για να εξετάσουμε τα ευρύτερα στοιχεία των αγορών πάνω στον τρόπο με τον οποίο οι επενδυτές ενεργούν, προτού να κάνουμε τις τελικές κρίσεις μας.

Κατά τη διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών, έχει γίνει ευκολότερο να εξεταστούν οι διάφορες στρατηγικές επένδυσης από το γεγονός ότι τα δεδομένα έχουν γίνει πιο προσιτά. Τώρα υπάρχει ένα ουσιαστικό σύνολο ερευνών για στρατηγικές επένδυσης, που έχουν “κτυπήσει” την αγορά κατά

καιρούς. Παραδείγματος χάριν, οι ερευνητές έχουν ανακαλύψει πειστικά στοιχεία, τα οποία δείχνουν ότι μετοχές με χαμηλό δείκτη “Τιμή Μετοχής/Λογιστική Αξία Μετοχής”, έχουν σημειώσει σημαντικά υψηλότερες αποδόσεις από μετοχές ισοδύναμου κινδύνου και υψηλότερης τιμής του δείκτη. Θα ήταν παράτολμο να μην αναθεωρηθούν αυτά τα στοιχεία κατά τη διαδικασία ανάπτυξης της φιλοσοφίας επένδυσης. Συγχρόνως, εν τούτοις, πρέπει να ληφθούν υπόψη τρεις προειδοποιήσεις σχετικά με αυτή την έρευνα:

- Δεδομένου ότι είναι βασισμένη στο παρελθόν, πρέπει να έχουμε υπόψη ότι οι στρατηγικές που κέρδισαν τις ουσιαστικές αποδόσεις στη δεκαετία του '90 δεν μπορούν πλέον να είναι βιώσιμες στρατηγικές τώρα. Στην πραγματικότητα, καθώς οι επιτυχείς στρατηγικές κοινοποιούνται είτε άμεσα (βιβλία και άρθρα) είτε έμμεσα (από τους διαχειριστές χαρτοφυλακίων), πρέπει να αναμένεται να είναι λιγότερο αποτελεσματικές.

- Ένα μεγάλο μέρος της έρευνας είναι βασισμένο στην κατασκευή υποθετικών χαρτοφυλακίων, όπου αγοράζονται και πωλούνται μετοχές σε ιστορικές τιμές και ελάχιστη ή καμία προσοχή δε δίνεται στα κόστη συναλλαγών. Μέχρι το σημείο που οι εμπορικές συναλλαγές μπορούν να αλλάξουν τις τιμές, οι πραγματικές αποδόσεις από τις στρατηγικές ίσως να είναι πολύ διαφορετικές από τις αποδόσεις του υποθετικού χαρτοφυλακίου.

- Η δοκιμή μιας επενδυτικής στρατηγικής είναι σχεδόν πάντα μια κοινή δοκιμή τόσο της στρατηγικής όσο και ενός προτύπου για τον κίνδυνο. Για να γίνει κατανοητό, θεωρήστε ότι μετοχές με χαμηλό δείκτη “Τιμή/Λογιστική Αξία” κερδίζουν υψηλότερες αποδόσεις από μετοχές με υψηλό αντίστοιχο δείκτη, με τον ίδιο κίνδυνο (τουλάχιστον όπως μετριέται από τα πρότυπα που χρησιμοποιούνται). Εάν ο κίνδυνος μετρηθεί εσφαλμένα ή αγνοηθεί ένα βασικό συστατικό του, είναι απόλυτα πιθανό ότι οι υψηλότερες αποδόσεις είναι μια ανταμοιβή για το μεγαλύτερο κίνδυνο που συνδέεται με τις μετοχές με χαμηλό δείκτη “Τιμή/Λογιστική Αξία”.

Βήμα 3: Εύρεση της φιλοσοφίας που παρέχει το καλύτερο αποτέλεσμα

Μόλις κατανοηθούν τα βασικά της επένδυσης, διαμορφωθούν οι απόψεις μας σχετικά με την ανθρώπινη συμπεριφορά και χαρακτηριστικά και αναθεωρηθούν τα στοιχεία που συσσωρεύονται σε κάθε φιλοσοφία επένδυσης, είμαστε έτοιμοι να κάνουμε την επιλογή μας. Υπάρχει δυνατότητα για επιτυχία με κάθε σχεδόν φιλοσοφία επένδυσης αλλά οι προϋποθέσεις για επιτυχία ποικίλουν. Ειδικότερα, η επιτυχία μπορεί να στηριχτεί:

- *Στην αποστροφή κινδύνου:* Μερικές στρατηγικές είναι από τη φύση τους πιο επικίνδυνες από άλλες. Επιλογή μιας φιλοσοφίας επένδυσης (και στρατηγικής) που αναλαμβάνει περισσότερο κίνδυνο από αυτόν που επιθυμούμε είναι επικίνδυνη για το χαρτοφυλάκιό μας.
- *Το μέγεθος του χαρτοφυλακίου:* Μερικές στρατηγικές απαιτούν μεγαλύτερα χαρτοφυλάκια, προκειμένου να αποφέρουν κέρδη ενώ άλλες λειτουργούν μόνο σε μικρότερη κλίμακα. Παραδείγματος χάριν, ένας διαχειριστής χαρτοφυλακίων με 100 δισεκατομμύρια ευρώ για επένδυση, μπορεί να μην είναι σε θέση να υιοθετήσει μια στρατηγική που απαιτεί την αγορά μετοχών μικρών, παραμελημένων επιχειρήσεων. Με τέτοιο μεγάλο χαρτοφυλάκιο, πολύ γρήγορα θα κατέληγε ο κυρίαρχος μέτοχος σε κάθε μια από τις επιχειρήσεις και θα επηρέαζε την τιμή κάθε φορά που θα εμπορευόταν.
- *Ο χρονικός ορίζοντας:* Μερικές φιλοσοφίες επένδυσης επιβεβαιώνονται σε μακροχρόνιο ορίζοντα, ενώ άλλες απαιτούν πολύ μικρότερους χρονικούς ορίζοντες. Ο χρονικός ορίζοντας καθορίζεται από τα προσωπικά χαρακτηριστικά του επενδυτή – μερικοί είναι περισσότερο υπομονετικοί – και τις ανάγκες για μετρητά – όσο μεγαλύτερη η ανάγκη για ρευστότητα, τόσο βραχύτερος ο χρονικός ορίζοντας.
- *Το φορολογικό status:* Δεδομένου ότι ένα σημαντικό μέρος των χρημάτων καταλήγει σε φόρους, οι τελευταίοι έχουν ισχυρή επιρροή στις στρατηγικές επένδυσης και ίσως ακόμη και στην επενδυτική φιλοσοφία που υιοθετείται. Σε μερικές περιπτώσεις, πρέπει να εγκαταλείπονται στρατηγικές που είναι

ελκυστικές προ φόρου, λόγω του φορολογικού κόστους τους. Κατά συνέπεια, φιλοσοφίες επένδυσης που λειτουργούν για μερικούς επενδυτές δε λειτουργούν για άλλους. Επομένως, δεν υπάρχει καμία φιλοσοφία που μπορεί να αποκαλεστεί "η καλύτερη" για όλους τους επενδυτές.

3.3 Στρατηγική και υπόδειγμα CAPM

Οι επενδυτές και οι οικονομικοί ερευνητές έχουν δώσει ιδιαίτερη προσοχή κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών στις νέες χρηματαγορές που αναπτύσσονται σε ολόκληρο τον κόσμο. Αυτό το ενδιαφέρον έχει προέλθει χωρίς αμφιβολία από τις υψηλές αποδόσεις αυτών των αγορών. Επαγγελματίες σε όλο τον κόσμο χρησιμοποιούν έναν πλήθος μοντέλων στη διαδικασία επιλογής των μετοχών που θα απαρτίσουν τα επενδυτικά τους χαρτοφυλάκια και στην προσπάθειά τους να αξιολογήσουν τους πιθανούς κινδύνους από τους οποίους απειλούνται οι επενδύσεις τους.

Μια από τις σημαντικότερες εξελίξεις στην θεωρία αγοράς κεφαλαίου είναι το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM) όπως αναπτύχθηκε από τον Sharpe (1964), Lintner (1965) και Mossin (1966). Το CAPM δείχνει ότι η υψηλότερη προσδοκώμενη απόδοση συνδέεται με την υψηλότερη ανάληψη κινδύνου-ρίσκου. Αναλυτικότερα το υπόδειγμα υποστηρίζει ότι η προσδοκώμενη απόδοση μιας μετοχής πάνω από την απόδοση του αξιόγραφου χωρίς κίνδυνο (risk-free rate) είναι γραμμικά συνδεδεμένη με το μη-διαφοροποιήσιμο κίνδυνο, όπως αυτός μετριέται από τον συντελεστή βήτα (Beta) της μετοχής.

Το Beta είναι ο μοναδικός σχετικός συντελεστής μέτρησης κινδύνου μίας μετοχής. Μετρά τη σχετική μεταβλητότητα της μετοχής, δηλαδή κατά πόσο η τιμή της κινείται ανοδικά ή καθοδικά συγκριτικά με το πόσο μεταβάλλεται ο δείκτης της αγοράς συνολικά προς τις δύο κατευθύνσεις. Αν μία μετοχή κινείται απόλυτα γραμμικά με την αγορά, το Beta της ισούται με το 1. Μετοχή

με Beta ίσο με 1,5 γνωρίζει άνοδο ή πτώση 15% όταν η αγορά ανεβαίνει ή πέφτει κατά 10% αντίστοιχα.

Το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων είναι ένα μοντέλο που περιγράφει τη σχέση ανάμεσα στον κίνδυνο και την αναμενόμενη απόδοση και χρησιμοποιείται στην αξιολόγηση τίτλων που ενέχουν κίνδυνο. Ο τύπος υπολογισμού των αναμενόμενων αποδόσεων είναι:

$$r = r_f + b(r_m - r_f)$$

όπου:

r = αναμενόμενη απόδοση μετοχής

r_f = επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

b = Beta μετοχής

r_m = απόδοση αγοράς

Η γενική ιδέα πίσω από το CAPM είναι ότι οι επενδυτές επιθυμούν να αποζημιώνονται με δύο τρόπους: τη διαχρονική αξία του χρήματος και τον κίνδυνο. Η διαχρονική αξία του χρήματος «εκπροσωπείται» στον τύπο από το χωρίς κίνδυνο επιτόκιο και αποζημιώνει τους επενδυτές για την τοποθέτηση του χρήματος στην εκάστοτε επένδυση επιλεγεί για μία χρονική περίοδο. Το άλλο μισό του τύπου συνιστά τον κίνδυνο και υπολογίζει το ποσό της αποζημίωσης που επιθυμεί ο επενδυτής για την ανάληψη του επιπρόσθετου κινδύνου του κάθε τίτλου. Ο τελευταίος υπολογίζεται με το Beta που αποτελεί το μετρητή ρίσκου και το premium της αγοράς ($r_m - r_f$).

Το CAPM, λοιπόν, θεωρεί ότι η αναμενόμενη απόδοση ενός τίτλου ισούται με το επιτόκιο του χωρίς κίνδυνο τίτλου συν ένα risk premium. Εάν η αναμενόμενη αυτή απόδοση δεν ανταποκρίνεται στην απαιτούμενη απόδοση, η επένδυση δεν πραγματοποιείται.

Το μοντέλο παρουσιάζει μία πολύ απλή θεωρία που οδηγεί σε απλά αποτελέσματα. Θεωρεί ότι ο μοναδικός λόγος που ο επενδυτής θα έπρεπε να κερδίζει περισσότερα, κατά μέσο όρο, επιλέγοντας μία μετοχή από μία άλλη

είναι ότι η μετοχή αυτή ενέχει μεγαλύτερο κίνδυνο. Όχι απροσδόκητα, το υπόδειγμα έχει επικρατήσει στη σύγχρονη χρηματοοικονομική θεωρία και χρησιμοποιείται ευρέως από τους αναλυτές

Πολλοί ερευνητές έχουν προσπαθήσει είτε να υποστηρίξουν¹ είτε να αποκρούσουν² το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων με μελέτες που οδηγούν σε ποικίλα συμπεράσματα. Η ανάλυση αυτή, όμως, ξεφεύγει από τα όρια της παρούσης έρευνας. Στην παρούσα μελέτη, το υπόδειγμα αποτελεί το όργανο για τον υπολογισμό των υπερβαλλουσών αποδόσεων, οι οποίες θα μας οδηγήσουν στα συμπεράσματα για την υπό εξέταση στρατηγική επένδυσης που αφορά το δείκτη “Price to Sales” και τη χρησιμότητά του για τον εντοπισμό υποτιμημένων ή υπερτιμημένων μετοχών.

¹ Black, Jensen and Scholes 1972, Fama and McBeth 1973

² Banz 1981, Fama and French 1992

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Ελληνικό περιβάλλον

4.1 Ελληνική οικονομία κατά την περίοδο 1995-2006

4.1.1 Γενικά στοιχεία

Μία, ίσως η σημαντικότερη, νομοτέλεια της οικονομικής επιστήμης λέει το εξής: «Όσο αυξάνεται το κατά κεφαλήν εισόδημα μιας χώρας σε σχέση με το κατά κεφαλήν εισόδημα μιας χώρας αναφοράς, τόσο αυξάνεται το επίπεδο τιμών της σε σχέση με το επίπεδο τιμών της χώρας αναφοράς». Αν θεωρηθεί ως «χώρα αναφοράς» η Ευρώπη των «25» προκύπτουν, με βάση τα διαθέσιμα στατιστικά στοιχεία του 2005 που παρέχει η Ευρωπαϊκή Στατιστική Υπηρεσία (Eurostat), οι εξής εμπειρικές διαπιστώσεις:

- § Πρώτον, τα έτη 1995 - 2005 η Ελλάδα αύξησε το μέσο επίπεδο ευημερίας της (το κατά κεφαλήν εισόδημα σε μονάδες ισοδύναμης αγοραστικής δύναμης) σε σχέση με το επίπεδο ευημερίας των 25 εταίρων της στην Ε.Ε. κατά 12 εκατοστιαίες μονάδες (από 74 σε 88 με βάση την Ε.Ε. των «25» = 100). Δηλαδή επιτυγχάνει πραγματική σύγκλιση.
- § Δεύτερον, αυξήθηκε το επίπεδο των τιμών της σε σχέση με το επίπεδο των τιμών των 25 εταίρων της στην Ε.Ε. κατά 4 εκατοστιαίες μονάδες (από 84 σε 88 με βάση Ε.Ε. των «25» = 100). Δηλαδή ανατιμάται η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία της.
- § Τρίτον, η Ελλάδα το 2005 ήταν 15η στην Ε.Ε. των «25» σχετικά με το μέσο επίπεδο ευημερίας της και 15η από πλευράς ακρίβειας, δηλαδή επιπέδου τιμών. Σε σχέση με την Ε.Ε. των «15», η Ελλάδα καταλαμβάνει τη 14η θέση και στις δύο κατατάξεις (μία θέση πάνω από την Πορτογαλία).

Πιο συγκεκριμένα, το κατά κεφαλήν εισόδημα της Ελλάδας σε μονάδες ισοδύναμης αγοραστικής δύναμης αυξήθηκε κατά τα έτη 1995 - 2005 σε σχέση με αυτό των εταίρων της στην Ευρωπαϊκή Ένωση, επειδή αυξήθηκε η σχετική παραγωγικότητά της. Αυτό ήταν το αποτέλεσμα πολλών παραγόντων. Μεταξύ άλλων:

- Βελτιώθηκε η άσκηση της οικονομικής πολιτικής.
- Σταθεροποιήθηκε η οικονομία με την εισαγωγή του ευρώ.
- Αυξήθηκαν οι επενδύσεις.
- Πραγματοποιήθηκαν έργα υποδομής.
- Υπήρξε εισροή πόρων από την Ε.Ε.
- Υπήρξε εισροή εργατικού δυναμικού (οικονομικοί μετανάστες).
- Αυξήθηκε το ποσοστό αποφοίτων της Μέσης και της Ανώτερης - Ανώτατης Εκπαίδευσης στην αγορά εργασίας.

Η αύξηση της σχετικής παραγωγικότητας δημιούργησε εισοδήματα, ζήτηση και τελικά οδήγησε σε σχετικά υψηλότερες τιμές.

Υπάρχει, επίσης, η άποψη ότι επειδή η Ελλάδα είναι αρκετά πλουσιότερη από ό,τι δείχνουν τα επίσημα στοιχεία (αφού η παραοικονομία της είναι, σύμφωνα με όλες τις ενδείξεις, αρκετά μεγαλύτερη από την παραοικονομία των εταίρων της στην Ε.Ε. των «25»), έχει και υψηλότερο επίπεδο τιμών από ό,τι δικαιολογεί το (επίσημο) επίπεδο της ευημερίας της. Επιπλέον, οι τιμές ορισμένων υπηρεσιών ή και αγαθών, που πράγματι αυξήθηκαν σημαντικά τα τελευταία χρόνια και συνέβαλαν στην άνοδο του γενικού δείκτη, αντανακλούν τη βελτίωση της ποιότητας ως αποτέλεσμα των επενδύσεων που έγιναν στους τομείς αυτούς. Χαρακτηριστικό παράδειγμα τα εισιτήρια της ακτοπλοΐας ή τα εισιτήρια των σύγχρονων μέσων μαζικής μεταφοράς (Μετρό, Προαστιακός).

4.1.2 Στατιστικά στοιχεία Ελλάδας σε σχέση με Ευρώπη

Η Ελλάδα είναι μία από τις χώρες που την περίοδο 1995-2005 κατόρθωσε σημαντική πρόοδο στην πορεία της σύγκλισης με την Ευρωπαϊκή Ένωση των

25. Η περίοδος αυτή, υπήρξε για την Ελλάδα περίοδος οικονομικής απογείωσης, αποτέλεσμα της οποίας ήταν να «αφήσει δέκα χρόνια πίσω» την Πορτογαλία, δηλαδή την κατ' εξοχή συγκρίσιμη προς την Ελλάδα χώρα-μέλος της ΕΕ. Αυτό είναι το βασικό συμπέρασμα που συνάγεται από την έκθεση για τα αποτελέσματα των πολιτικών συνοχής στην ΕΕ.

Σύμφωνα με τα στοιχεία της έκθεσης αυτής, το κατά κεφαλήν ΑΕΠ στην Ελλάδα αναλογούσε το 1995 στο 74% του αντίστοιχου μέσου κοινοτικού. Δέκα χρόνια αργότερα, δηλαδή το 2005, το κατά κεφαλήν ΑΕΠ στην Ελλάδα αναλογούσε στο 88% του μέσου κοινοτικού. Την ίδια χρονιά, δηλαδή το 2005, το κατά κεφαλήν ΑΕΠ στην Πορτογαλία εξακολουθούσε να βρίσκεται στο 74% του μέσου κοινοτικού, δηλαδή στο επίπεδο που βρισκόταν η Ελλάδα το 1995.

Η πορεία της Ελλάδας την περίοδο 1995-2005 αποτελεί κατά την άποψη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ένα πολύ καλό παράδειγμα αποτελεσματικότητας των κοινοτικών πολιτικών για την επίτευξη της οικονομικής και κοινωνικής συνοχής στην ΕΕ. Σημαντικότερη οικονομική μεγέθυνση από αυτή της Ελλάδας πέτυχε στην ΕΕ την περίοδο 1995-2005 μόνο η Ιρλανδία. Ωστόσο, στην περίπτωση της Ιρλανδίας η ανάπτυξη δεν ήταν τόσο αποτέλεσμα κοινοτικών παρεμβάσεων όσο γενικότερων διεθνών οικονομικών παραγόντων, οι οποίοι την οδήγησαν σε ρυθμούς ανάπτυξης «εξωπραγματικούς» για τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες. Έτσι, ενώ το 1995 το ιρλανδικό κατά κεφαλήν ΑΕΠ αναλογούσε στο 102% του αντίστοιχου μέσου κοινοτικού, το 2005 έφθασε στο 145% φέρνοντας την Ιρλανδία στη δεύτερη θέση του κοινοτικού πίνακα από την άποψη του κατά κεφαλήν πλούτου.

Σε ό,τι αφορά τέλος την τέταρτη από τις λεγόμενες χώρες της «συνοχής», την Ισπανία, σύμφωνα με τα στοιχεία της Επιτροπής εμφάνισε, επίσης, σημαντική οικονομική μεγέθυνση, με αποτέλεσμα το κατά κεφαλήν ΑΕΠ της, το οποίο το 1995 αναλογούσε στο 91% του μέσου κοινοτικού, να φθάσει το 2005 στο 102%. Για την Ελλάδα, η Επιτροπή επισημαίνει ότι η κοινοτική πολιτική της συνοχής την περίοδο 2000-2006 (αντιστοιχεί στο Γ' Κοινοτικό Πλαίσιο Στήριξης) συνέβαλε στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 2,8%. Για τις υπόλοιπες χώρες της συνοχής στην παλαιά Ευρώπη των «15» η Επιτροπή αναφέρει ότι την ίδια περίοδο η αύξηση

του ΑΕΠ ήταν 1% στην Ισπανία, 2% στην Πορτογαλία και 1,1% στον ιταλικό νότο.

Θετικές είναι όμως οι επιδράσεις από το Γ' ΚΠΣ και στον τομέα της απασχόλησης καθώς, σύμφωνα με την έκθεση της Επιτροπής, την περίοδο 2000-2006 στην Ελλάδα δημιουργήθηκαν 85.200 θέσεις εργασίας. Στην Πορτογαλία δημιουργήθηκαν 70.600 θέσεις εργασίας, στην Ισπανία 133.500 και στον ιταλικό Νότο 55.700 θέσεις εργασίας.

Η Επιτροπή σημειώνει, επίσης, ότι το 2004 στην Ελλάδα, στη Λιθουανία, στην Πολωνία, στην Ιρλανδία, στην Ισπανία και στην Πορτογαλία το 20% του πληθυσμού ζούσε κάτω από το όριο της φτώχειας (πρόκειται για το ποσοστό του πληθυσμού που ζει με εισόδημα κάτω του 60% του μέσου εθνικού εισοδήματος). Στην Ολλανδία, την Τσεχία και τη Σουηδία ο κίνδυνος της φτώχειας αφορά το 10% του πληθυσμού, ενώ συνολικά στην ΕΕ φτάνει το 16% ή 75 εκατ. πολίτες.

Η επιτάχυνση του ΑΕΠ, που είχε ως έτος εκκίνησης το 1996, έφθασε στο ανώτατο σημείο της κατά το 2004. Κατά το 2005, επήλθε επιβράδυνση (ο ρυθμός μεγέθυνσης του ΑΕΠ περιορίστηκε στο 3,7%, έναντι 4,7% το 2003-2004), την οποία όμως ακολούθησε αύξηση του ΑΕΠ, το 2006, κατά 4,3%.

Παρά το γεγονός ότι οι επιδόσεις του 2005-2006 είναι ανώτερες αυτών που είχαν προβλεφθεί από τους διεθνείς οργανισμούς αμέσως μετά τη λήξη των Ολυμπιακών Αγώνων, υπήρξε σαφής επιβράδυνση του ΑΕΠ της ελληνικής οικονομίας κατά την διετία 2005-2006. Αναμφισβήτητα, όμως, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ παραμένει υψηλός. Κατά τις εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Spring 2007 Economic Forecasts), ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στην Ελλάδα αναμένεται να ανέλθει σε 3,7% ετησίως, κατά την επόμενη διετία. Παρόμοιες με τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τη διετία 2007-2008 είναι και αυτές της πρόσφατης έκθεσης του ΟΟΣΑ (Economic Outlook, Ιούνιος 2007).

Από μακροχρόνια άποψη, η επιβράδυνση του ΑΕΠ κατά το 2005-2006, διαρρηγνύει την ανοδική τάση που παρουσίαζε η χρονολογική σειρά των

μεταβολών του ΑΕΠ από το 1996 έως το 2004 και η οποία σηματοδοτούσε την λήξη του μακρού κύματος ύφεσης της ελληνικής οικονομίας 1974-1995. Εντούτοις, δε διαγράφεται ακόμη μια σαφής πτωτική τάση καθώς ο ρυθμός μεγέθυνσης του ΑΕΠ παραμένει υψηλός και μεσοπρόθεσμα σταθερός. Η μεσοπρόθεσμα σταθερότητα του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ τοποθετείται περίπου στο επίπεδο του 3,7%.

Η συνεχιζόμενη επί έντεκα συναπτά έτη οικονομική μεγέθυνση είχε ως αποτέλεσμα, το 2006, το ΑΕΠ να υπερβεί, για πέμπτο συνεχές έτος, τη μακροχρόνια τάση του και το μεσοπρόθεσμο δυνητικό ρυθμό αύξησης του προϊόντος. Το παραγωγικό χάσμα της ελληνικής οικονομίας έχει καταστεί θετικό ήδη από το 2001 και σε αυτό το γεγονός θα πρέπει να αποδοθεί έκτοτε η άνοδος των τιμών. Κατά το 2005-2006, ωστόσο, παρατηρείται σταθεροποίηση του θετικού παραγωγικού χάσματος και μείωση της απόστασης του ΑΕΠ από την μακροχρόνια τάση του. Έτσι, οι πληθωριστικές πιέσεις, πιθανότατα, δε θα αυξηθούν περαιτέρω κατά τα αμέσως επόμενα έτη εφόσον συνεχισθεί η επιβράδυνση του ΑΕΠ.

Εξαιτίας της επιβράδυνσης της ελληνικής οικονομίας, αλλά και της πρόσφατης επιτάχυνσης του ΑΕΠ στις άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, έχει πλέον μειωθεί η διαφορά του ρυθμού μεγέθυνσης του ΑΕΠ μεταξύ Ελλάδας και Ευρωπαϊκής Ένωσης των «15» από τις 2 έως 3 εκατοστιαίες μονάδες ετησίως κατά την πενταετία 2000-2004 σε 1 εκατοστιαία μονάδα. Ως εκ τούτου, η πραγματική σύγκλιση της ελληνικής οικονομίας προς το μέσο όρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης συνεχίζεται, πλην όμως με κατά τι μικρότερο ρυθμό.

Μετά το άλμα των 8,5 εκατοστιαίων μονάδων που πραγματοποίησε η ελληνική οικονομία κατά τα έτη 2000-2004, σε σχέση με τον μέσο όρο της ΕΕ, η σύγκλιση των ετών 2004-2008 αναμένεται να οδηγήσει το ΑΕΠ ανά κάτοικο σε Μονάδες Αγοραστικής Δύναμης, για πρώτη φορά, στο 80% του μέσου όρου των 15 «παλαιών» χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης έναντι 75% το 2004 και 66,3% το 2000. Στο τέλος της οκταετίας 2000-2008, επομένως, θα έχει πραγματοποιηθεί μια μάλλον σημαντική πρόοδος (περίπου 14 εκατοστιαίων

μονάδων) στην πραγματική σύγκλιση της Ελλάδας με τον μέσο όρο της ΕΕ των 15.

Σε διεθνή σύγκριση, οι επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας, σε ό,τι αφορά τη μεγέθυνση του ΑΕΠ, παρέμειναν κατά το 2006 από τις καλύτερες. Η Ελλάδα κατέλαβε την τέταρτη θέση στην κατάταξη των χωρών της ΕΕ των «15» με κριτήριο το ρυθμό μεγέθυνσης (έναντι της δεύτερης θέσης κατά το 2005). Τη δεύτερη θέση καταλαμβάνει στην κατάταξη των χωρών, είτε με κριτήριο το μέσο ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης της δεκαετίας 1997-2006, είτε με κριτήριο το ίδιο μέγεθος για την πενταετία 2002-2006. Αξιοσημείωτο είναι ότι κατά την πενταετία 2002-2006 η Ελλάδα ήταν η μοναδική χώρα μεταξύ των 15 «παλαιών» μελών της ΕΕ που παρουσίασε μεγέθυνση του ΑΕΠ υψηλότερη από την αντίστοιχη της πενταετίας 1997-2001.

Κατά το 2006, η αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας στην Ελλάδα ήταν σημαντική (+2,8%). Στην κατάταξη των χωρών της ΕΕ των «15» με κριτήριο την αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας κατά το 2006, η Ελλάδα κατέλαβε τη δεύτερη θέση μετά την Φιλανδία. Η αντίστοιχη αύξηση στις άλλες χώρες της σύγκλισης, στην Ισπανία, την Ιρλανδία και την Πορτογαλία ήταν μικρή (0,8% στις χώρες της Ιβηρικής χερσονήσου και 1,6% στην Ιρλανδία).

Ο συγκριτικά με τις άλλες χώρες της ΕΕ των «15» υψηλότερος ρυθμός μεγέθυνσης του ΑΕΠ στην Ελλάδα κατά την πενταετία 2002-2006 συνοδεύτηκε, όπως προαναφέρθηκε, από ταχύτερη αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας (+2,8% ετησίως, πρώτη θέση στη σχετική κατάταξη). Το αντίστοιχο μέσο μέγεθος στην Ευρωπαϊκή Ένωση των «27», κατά την ίδια περίοδο, ανήλθε σε 1,2%, ενώ στην Πορτογαλία, την Ισπανία και την Ιταλία υπήρξε στασιμότητα ή ασήμαντη αύξηση.

Την πρώτη θέση καταλαμβάνει η ελληνική οικονομία, μαζί με την ιρλανδική, και στην κατάταξη των 15 «παλαιών» χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης με κριτήριο την μέση ετήσια αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας κατά την παρελθούσα δεκαετία 1997-2006. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης της παραγωγικότητας της εργασίας κατά την εν λόγω δεκαετία ανήλθε σε

3,1% στην Ελλάδα (3,2% στην Ιρλανδία). Η αθροιστική μεταβολή για το σύνολο της δεκαετίας ανέρχεται σε 36%.

Αξιοσημείωτες είναι και οι αλλαγές που επήλθαν στο επίπεδο της παραγωγικότητας της εργασίας στην Ελλάδα σε σύγκριση με το αντίστοιχο μέσο σταθμισμένο επίπεδο των 35 ανεπτυγμένων χωρών (με τις οποίες πραγματοποιείται το μεγαλύτερο μέρος των ανταλλαγών της Ελλάδας, με εξαίρεση το πετρέλαιο), αλλά και με τις άλλες χώρες της ΕΕ των «15» και με τις 23 πιο αναπτυγμένες χώρες. Το επίπεδο παραγωγικότητας στην Ελλάδα ανήλθε θεαματικά από το 1999 έως το 2003, σε σύγκριση με όλες τις εξεταζόμενες περιοχές.

Πιο συγκεκριμένα, κατά το 2003, το επίπεδο παραγωγικότητας στην Ελλάδα είχε αυξηθεί έναντι του 1995 περίπου κατά 15% περισσότερο από την ΕΕ των «15», τις 23 και τις 35 πιο αναπτυγμένες χώρες του πλανήτη. Από το 2004, η συγκριτικά ταχύτερη άνοδος του επιπέδου της παραγωγικότητας στην Ελλάδα συνεχίζεται, πλην όμως με βραδύτερους ρυθμούς.

Παρά το γεγονός ότι αυτές οι επιδόσεις εμφανίζονται ως σημαντικές σε διεθνή σύγκριση, υστερούν σημαντικά έναντι των επιδόσεων της ίδιας της ελληνικής οικονομίας κατά την τελευταία δεκαετία. Οι μακροχρόνιοι ρυθμοί αύξησης της παραγωγικότητας της εργασίας στην Ελλάδα μέχρι και το πρώτο ήμισυ της δεκαετίας του 1990 ήταν εξαιρετικά χαμηλοί. Ακολούθησε όμως η άνοδος των ετών 1996-2003 με κινητήρια δύναμη την ταχεία αύξηση των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου, ιδιαίτερα των επενδύσεων σε μηχανικό εξοπλισμό, του οποίου μάλιστα η συμμετοχή στις συνολικές επενδύσεις έβαινε αυξανόμενη. Οι επενδύσεις σε μηχανικό εξοπλισμό μεταφέρουν τις νέες τεχνολογίες μέσα στις εργασιακές διαδικασίες, υποκαθιστούν εργασία με πάγιο κεφάλαιο και αυξάνουν, έτσι, την παραγωγικότητα της εργασίας. Εντούτοις, από το 2004 η παραγωγικότητα επιβραδύνεται από το επίπεδο 3,5% των ετών 1997-2003 στο επίπεδο 2,5%, όπου αναμένεται να παραμείνει κατά τη διετία 2007-2008.

Οι επενδύσεις σε μηχανικό εξοπλισμό αυξήθηκαν στην Ελλάδα, κατά την πενταετία 2002-2006, με μέσο ετήσιο ρυθμό 7,4% έναντι 0% στην ΕΕ των «27» κατά μέσο όρο, -1,1% στην Πορτογαλία, 4,8% στην Ισπανία, 4,5% στην Ιρλανδία και 0% στην Ιταλία. Αυτή η υπεροχή της ελληνικής οικονομίας σε επενδύσεις σε μηχανικό εξοπλισμό εξηγεί, σε μεγάλο βαθμό, την ταχύτερη αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας έναντι των άλλων χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Παρόλα αυτά, ο μέσος όρος της πενταετίας αποκρύπτει ότι κατά το 2006 υπήρξε μέτρια εξέλιξη αφού η αύξηση των επενδύσεων σε μηχανικό εξοπλισμό στην Ελλάδα ανήλθε μόλις σε 3,8%. Μάλιστα, αυτή η μέτρια επίδοση επήλθε σε συνέχεια της κακής επίδοσης +0,5% για το 2005.

Στη διατήρηση του ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης σε επίπεδα άνω του 4%, κατά το 2006, συνέβαλαν περισσότεροι παράγοντες που ενίσχυσαν την εσωτερική ζήτηση:

- § η αύξηση των πραγματικών μισθών κατά 2,4%
- § η αύξηση της απασχόλησης που αυξάνει την εσωτερική ζήτηση
- § η διατήρηση των επιτοκίων σε χαμηλά επίπεδα
- § η ταχεία πιστωτική επέκταση
- § η εισροή πόρων από τα διαρθρωτικά ταμεία της Ευρωπαϊκής Ένωσης
- § η εδραίωση αισιόδοξων προσδοκιών μεταξύ των επιχειρήσεων χάρη στην πολιτική συστηματικής ενίσχυσης των κερδών των επιχειρήσεων από την οικονομική πολιτική
- § η θεαματική ανάκαμψη των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου στις κατασκευές και
- § η αύξηση των άμεσων ξένων επενδύσεων.

Αξιοσημείωτο είναι, επίσης, ότι συνεχίζεται η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης μέσω του συνεχιζόμενου δανεισμού των νοικοκυριών και τη μείωση της ιδιωτικής αποταμίευσης. Η ιδιωτική κατανάλωση απετέλεσε κατά το 2006, όπως και κατά το 2005, σημαντική κινητήρια δύναμη της οικονομικής μεγέθυνσης, με τη διαφορά ότι ενώ η συμβολή των επενδύσεων στην αύξηση του ΑΕΠ ήταν αρνητική το 2005, ήταν ουσιαστική κατά το 2006. Πιο αναλυτικά, η κινητήρια δύναμη της ελληνικής οικονομίας το 2006, η εγχώρια ζήτηση, αυξήθηκε κατά

5,4%. Κατά τη διετία 2007-2008 αναμένεται, σύμφωνα με τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής να παρουσιάσει τάσεις επιβράδυνσης σε περίπου 4% ετησίως.

Από τη σύγκριση της εξέλιξης της εγχώριας ζήτησης στην Ελλάδα με το αντίστοιχο μέγεθος στις άλλες 23 ανεπτυγμένες χώρες προκύπτει ότι η εγχώρια ζήτηση στην Ελλάδα αυξήθηκε με πολύ ταχύτερους ρυθμούς από όσο στις άλλες ανεπτυγμένες χώρες από το 1996 μέχρι το 2007. Οι καλύτερες επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας σε μια σειρά μεγεθών όπως το ΑΕΠ, η παραγωγικότητα εργασίας, οι επενδύσεις παγίου κεφαλαίου, πρέπει να αποδοθούν στην ταχύτερη άνοδο της ζήτησης στην Ελλάδα.

Σε αντίθεση με το 2005, όταν οι εξωτερικές ανταλλαγές της χώρας είχαν θετική συμβολή στο ΑΕΠ, κατά το 2006 η συμβολή του ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών στο ΑΕΠ ήταν αρνητική. Πιο συγκεκριμένα, αφαίρεσε περίπου 1,5 εκατοστιαία μονάδα από την αύξηση του προϊόντος. Για το 2007, το εξωτερικό εμπόριο είχε ξανά αρνητική συμβολή στο ΑΕΠ (-0,8%).

Την αρνητική συμβολή του ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών, κατά το 2006, στη διαμόρφωση του ΑΕΠ, υπερέκλυσε η θετική συμβολή της ιδιωτικής κατανάλωσης περίπου κατά 2,5 εκατοστιαίες μονάδες. Η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης, κατά το 2006, εκτιμάται ότι ήταν περίπου ίση με την αντίστοιχη του 2005. Διαμορφώνεται, έτσι, μια σταθεροποίηση στις αυξήσεις της ιδιωτικής κατανάλωσης, στο επίπεδο του 2,5%, σε αντίθεση με την προηγούμενη περίοδο 1996-2004 όταν υπήρχε επιτάχυνση. Αυτή η εξέλιξη αντανακλάται και στην επιβράδυνση του ΑΕΠ μετά το 2004.

Παρατηρείται, εξάλλου, και πολύ μικρή συμβολή της δημόσιας κατανάλωσης στην αύξηση του ΑΕΠ κατά το 2006. Είναι προβλέψιμο ότι η πολιτική περιορισμού του δημοσίου ελλείμματος που ασκείται, και θα συνεχισθεί κατά τα επόμενα έτη, θα μειώσει περαιτέρω ή θα διατηρήσει στα σημερινά χαμηλά επίπεδα τη συμβολή της δημόσιας κατανάλωσης στο ΑΕΠ.

Από τη σύγκριση του δείκτη της ιδιωτικής κατανάλωσης με τον αντίστοιχο δείκτη των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου προκύπτει ότι από το 1995 ο όγκος των επενδύσεων αυξήθηκε με πολύ ταχύτερους ρυθμούς και η αναλογία των επενδύσεων προς την ιδιωτική κατανάλωση μετατράπηκε σημαντικά υπέρ των επενδύσεων. Η εξέλιξη αυτή συνεχίστηκε κατά το 2004 αλλά τερματίστηκε κατά το 2005 καθώς ο ρυθμός αύξησης της επένδυσης ήταν αρνητικός. Κατά το 2005, η μεγέθυνση του ΑΕΠ, για πρώτη φορά μετά μια δεκαετία, δεν βασίστηκε στην επένδυση παγίου κεφαλαίου, αλλά αποκλειστικά στην ιδιωτική κατανάλωση. Κατά το 2006, χάρη στη σημαντική ανάκαμψη των επενδύσεων σε κατοικίες, ο ρόλος των επενδύσεων ενισχύθηκε εκ νέου. Στη διάρκεια του 2006 υπήρξε ανοδική πορεία των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου η οποία κάλυψε το χαμένο έδαφος του 2005.

Οι επενδύσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ κατά το 2006 έφθασαν σε επίπεδα ελαφρώς ανώτερα από τα ιστορικά υψηλά επίπεδα των ετών 2003 και 2004. Η σημαντική αύξηση των επενδύσεων, ωστόσο, αφορά στις κατοικίες και στις κατασκευές γενικότερα, και όχι στο πιο κρίσιμο τμήμα τους, που είναι οι επενδύσεις σε μηχανικό εξοπλισμό. Η αύξηση κατά 12,6% των συνολικών επενδύσεων παγίου κεφαλαίου το 2006 προέρχεται από αύξηση 20,1% στις κατασκευές και μόνον 3,8% στον μηχανικό εξοπλισμό.

Συνάγεται ότι η ανοδική πορεία των επενδύσεων σε εξοπλισμό, που είχε οδηγήσει τον μακροχρόνιο μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησής τους στο ιστορικά υψηλό επίπεδο 13%, ανακόπηκε το 2005 και ότι δεν ανέκαμψε ουσιαστικά κατά το 2006. Αυτή η διαπίστωση επιβεβαιώνεται και από τα στοιχεία του ΟΟΣΑ για τον επιχειρηματικό τομέα της οικονομίας. Η τάση των ακαθάριστων επενδύσεων παγίου κεφαλαίου στον επιχειρηματικό τομέα, εξαιρουμένων των επενδύσεων σε κατασκευές, είναι καθαρά πτωτική από το 2004. Ως αποτέλεσμα της ανάκαμψης των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου κατά το 2006, η συμβολή τους στην διαμόρφωση του ΑΕΠ παρουσίασε μεγάλη άνοδο. Αυτό ήταν το αποτέλεσμα, όπως ήδη αναφέρθηκε, της αυξημένης οικοδομικής και γενικότερα κατασκευαστικής δραστηριότητας.

Η αύξηση των επενδύσεων προσέθεσε 3,1 μονάδες στην εσωτερική ζήτηση και στο ΑΕΠ. Σύμφωνα με τις εαρινές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, κατά το 2007-2008 η συμβολή των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου στο ΑΕΠ αναμένεται να περιορισθεί στις 1,8 εκατοστιαίες μονάδες. Οι προϋποθέσεις για την επενδυτική δραστηριότητα εμφανίζονται ευνοϊκές σε ό,τι αφορά την κερδοφορία. Η άνοδος της κερδοφορίας στο σύνολο της οικονομίας ανάγεται σχεδόν εξ ολοκλήρου στη μείωση του εισοδηματικού μεριδίου της εργασίας. Ωστόσο, στον επιχειρηματικό τομέα, η άνοδος οφειλόταν, ως ένα βαθμό, και στην αποτελεσματικότερη χρήση του μηχανικού εξοπλισμού που είχε ως αποτέλεσμα τη μικρή, πλην όμως υπαρκτή, άνοδο του λόγου προϊόν/κεφάλαιο (της παραγωγικότητας του κεφαλαίου).

Σύμφωνα με τα στοιχεία της Eurostat, η Ελλάδα κατείχε την πρώτη θέση στην κατάταξη των χωρών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης των «27» το 2004, με κριτήριο το μερίδιο των κερδών στον επιχειρηματικό τομέα (το μερίδιο των κερδών ισούται προς το ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα ως ποσοστό της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας). Με άλλα λόγια, οι επιχειρήσεις στην Ελλάδα ιδιοποιούνται ένα πολύ μεγαλύτερο μέρος από την προστιθέμενη αξία σε σύγκριση με αυτό που ιδιοποιούνται κατά μέσον όρο οι επιχειρήσεις των άλλων χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης των «27». Πιο συγκεκριμένα, το μερίδιο των κερδών ανερχόταν σε 56,1% έναντι 37,9% του μέσου όρου της ευρωζώνης και 36,3% της ΕΕ των «27». Μόνο στη Λιθουανία, τη Λετονία, τη Σλοβακία και την Ιρλανδία, το μερίδιο των κερδών ήταν συγκρίσιμο με αυτό της Ελλάδας.

Η οικονομική πολιτική που ασκήθηκε κατά το 2005-2007 έχει ευνοήσει σημαντικά την περαιτέρω αύξηση της κερδοφορίας με μια σειρά μέτρων και προνομίων που παραχωρήθηκαν στις επιχειρήσεις. Ως εκ τούτου, είναι δύσκολο να ισχυρισθεί κάποιος ότι η Ελλάδα δε διατηρεί σήμερα μια από τις πρώτες θέσεις (αν όχι την πρώτη θέση) στην κατάταξη των χωρών μελών της ΕΕ των «27» με κριτήριο το μερίδιο των κερδών.

Σύμφωνα με τα στοιχεία του European Economy της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ο δείκτης κερδοφορίας για το σύνολο της οικονομίας παρουσίασε μικρή περαιτέρω αύξηση κατά το 2006. Έτσι, ο δείκτης απόδοσης κεφαλαίου που δημοσιεύεται

στο European Economy ήταν το 2006 κατά 19,9% υψηλότερος από το 1995. Αυτές οι υψηλές αποδόσεις των επενδύσεων στον επιχειρηματικό τομέα έρχονται σε έντονη αντίθεση με τις επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας στο διεθνές εμπόριο.

Το ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών παραμένει ελλειμματικό σε επίπεδα που υπερβαίνουν το -7% του ΑΕΠ για περίοδο που υπερβαίνει τη δεκαετία. Ακόμα χειρότερη είναι η εξέλιξη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών που παρουσιάζει σοβαρή επιδείνωση. Ωστόσο, εάν αφαιρεθεί η επίδραση των παραγόντων κυκλικής φύσης (δηλαδή η επίδραση της διαφορετικής αύξησης της ζήτησης στην Ελλάδα και στις χώρες με τις οποίες ανταλλάσσει αγαθά και υπηρεσίες) και ορισμένων έκτακτων παραγόντων (όπως η αγορά πλοίων, η οποία διευρύνει το έλλειμμα πλην όμως ενισχύει τις εξαγωγικές δυνατότητες της ελληνικής οικονομίας), το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών εκτιμάται ότι είναι της τάξης του 6%. Η ζήτηση στην Ελλάδα αυξάνεται ταχύτερα από όσο στις ανταγωνίστριες χώρες επί σειρά ετών, και εξ αυτού του γεγονότος είναι αναμενόμενο οι εισαγωγές της να είναι αυξημένες έναντι των εξαγωγών της.

Μολονότι το «διαρθρωτικό» έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Ελλάδας (περίπου 6%) δεν είναι μικρό, δεν έχει ωστόσο τις δραματικές διαστάσεις που παρουσιάζει το έλλειμμα στο ισοζύγιο, πριν να διορθωθεί, για τις διαφορετικές θέσεις που έχουν οι χώρες στον οικονομικό κύκλο. Δυσμενή εικόνα παρουσιάζει και ο δείκτης εξαγωγικής επίδοσης της Ελλάδας, που συγκρίνει τις ελληνικές εξαγωγές σε σχέση με την μεγέθυνση των αγορών αγαθών και υπηρεσιών για τις οποίες προορίζονται οι ελληνικές εξαγωγές. Ο συγκεκριμένος δείκτης παρουσίασε μείωση κατά τη διετία 2005-2006. Αυτό σημαίνει ότι οι ελληνικές εξαγωγές αυξήθηκαν λιγότερο από όσο θα δικαιολογούσε η μεγέθυνση των αγορών στις χώρες-πελάτες της Ελλάδας. Συνεπώς, η αύξηση του όγκου των ελληνικών εξαγωγών κατά τη διετία 2005-2006 (σημαντική αύξηση που δημιουργεί ευφορία σε πολλούς παρατηρητές της οικονομίας) δεν μπορεί να αποδοθεί σε αύξηση της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών προϊόντων, αλλά στη μεγέθυνση των αγορών προορισμού των εξαγωγών της Ελλάδας.

Οι εξελίξεις στις εξωτερικές συναλλαγές της Ελλάδας παρουσιάζουν μια μάλλον δυσμενή εικόνα, πλην όμως, δε λείπουν και κάποια ενθαρρυντικά στοιχεία, όπως το γεγονός ότι η Ελλάδα φαίνεται να ωφελείται ουσιαστικά από την ανάπτυξη του εμπορίου με την Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη, και ότι οι ελληνικές άμεσες επενδύσεις είναι σχετικά υψηλές στην Ανατολική Ευρώπη και στα Βαλκάνια.

4.2 Η οικονομική ανάπτυξη στην Ελλάδα το 2007 και οι προοπτικές για το 2008 και το 2009

Το δημοσιονομικό έλλειμμα της Ελλάδας έκλεισε στο 2,9% του ΑΕΠ το 2007 και θα σημειώσει περαιτέρω μείωση το 2008 και το 2009 στο 1,8%, κάτω δηλαδή από το όριο που θέτει η Συνθήκη του Μάαστριχτ. Η Επιτροπή επισημαίνει ότι το σχέδιο προϋπολογισμού του 2008 (που έχει συνταχθεί με βάση τα μη αναθεωρημένα στοιχεία) έχει ως στόχο δημοσιονομικό έλλειμμα 1,7%, ενώ δεν έχει συμπεριληφθεί κανένα μέτρο προσωρινού χαρακτήρα. Τα συνολικά έσοδα αναμένεται να αυξηθούν κατά 0,5% του ΑΕΠ κυρίως μέσα από έσοδα που θα προέλθουν από την αυξημένη έμμεση φορολογία. Οι συνολικές δαπάνες αναμένεται να μειωθούν κατά 0,25% του ΑΕΠ, κυρίως λόγω των μειωμένων δημοσίων δαπανών.

Θετικές θα είναι οι εξελίξεις και στο μέτωπο της ανεργίας, η οποία θα συνεχίσει να εμφανίζει πτωτική πορεία την επόμενη διετία, για να φτάσει στο 7,5% το 2009. Αυτό αναφέρεται στις φθινοπωρινές οικονομικές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την εξέλιξη των βασικών οικονομικών μεγεθών των χωρών μελών της ΕΕ και των υποψηφίων χωρών για την περίοδο 2008-2009.

Σύμφωνα με τις ίδιες προβλέψεις κι ενώ το 2007 η οικονομική ανάπτυξη στην Ελλάδα έφτασε το 4% του ΑΕΠ, ο ρυθμός της θα παραμείνει σχετικά ισχυρός πάνω από το μέσο κοινοτικό όρο την επόμενη διετία, στο 3,8% του ΑΕΠ το 2008 και στο 3,7% το 2009. Σύμφωνα με τις προβλέψεις της Επιτροπής, η οικονομική

ανάπτυξη στην ευρωζώνη θα μειωθεί στο 2,2% το 2008 και στο 2,1% το 2009. Στην ΕΕ είναι 2,9% το 2007, για να μειωθεί στο 2,4% το 2008 και το 2009.

Εξάλλου, σύμφωνα με τις προβλέψεις της Επιτροπής, το δημόσιο χρέος της Ελλάδας θα μειωθεί στο 91,1% το 2008 και στο 88,8% το 2009. Το δημόσιο χρέος της Ελλάδας ήταν 99,3% την περίοδο 1992-2003, 98,6% το 2004, 98% το 2005, 95,3% το 2006 και 93,7% το 2007.

Η Επιτροπή προβλέπει, ακόμη, ότι ο πληθωρισμός στην Ελλάδα αφού έκλεισε στο 2,8% το 2007 από 3,3% το 2006, θα αυξηθεί στο 3,1% το 2008 και το 2009, ενώ η ανεργία έφτασε το 8,3% το 2007 από 8,9% το 2006 και θα μειωθεί στο 7,9% το 2008 και στο 7,5% το 2009. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή σημειώνει ότι, στις προβλέψεις της για την Ελλάδα, λαμβάνει υπόψη της το αναθεωρημένο Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν, το οποίο, σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Στατιστική Υπηρεσία, αυξήθηκε κατά 9,6%.

Στο πρώτο εξάμηνο του 2007 η οικονομική ανάπτυξη διαμορφώθηκε πάνω από το 4% σε ετήσια βάση. Σύμφωνα με την Επιτροπή, η εγχώρια ζήτηση παρέμεινε ισχυρή και κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2007, αυξανόμενη κατά 4,75%, ωστόσο η αύξηση των εισαγωγών έχει αρνητική επίδραση στο Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν. Ως αποτέλεσμα, η Επιτροπή εκτιμά ότι το 2007 η οικονομική ανάπτυξη διαμορφώθηκε γύρω στο 4%, δηλαδή να μην επιβραδύνθηκε σε σχέση με το 2006, αλλά διατηρήθηκε αρκετά υψηλά σε σύγκριση με τις χώρες της ευρωζώνης.

Η Επιτροπή τονίζει ακόμη ότι, ήδη από το δεύτερο τρίμηνο του 2007, η επενδυτική δραστηριότητα στην Ελλάδα άρχισε να κάμπτεται, σε σχέση με την εξαιρετική δυναμική που επέδειξε το αμέσως προηγούμενο έτος. Επιπλέον, η Επιτροπή τονίζει ότι η δημόσια κατανάλωση αυξάνεται ενώ εκτιμά αύξηση των εξαγωγών πάνω από 6%, την ώρα που οι εισαγωγές μειώθηκαν σε σχέση με την ισχυρή αύξηση που καταγράφηκε το 2006.

Για το 2008 και το 2009, η Επιτροπή εκτιμά ότι στα επόμενα δύο χρόνια θα υπάρξει οριακή επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας,

που θα φτάσει στο 3,8% το 2008 και στο 3,7% το 2009, και οι οποίοι θα οφείλονται σχεδόν αποκλειστικά στην εσωτερική ζήτηση.

Επισημαίνεται ότι οι αναμενόμενες αυξήσεις των επιτοκίων και οι αυξημένες αβεβαιότητες στις χρηματοπιστωτικές αγορές, σε συνδυασμό με μια συγκρατημένη αύξηση των μισθών, θα οδηγήσουν σε περαιτέρω επιβράδυνση της ιδιωτικής κατανάλωσης, η οποία θα παραμείνει ωστόσο πάνω από το 3% μέχρι το 2009. Σύμφωνα με την Επιτροπή, η δημόσια κατανάλωση αναμένεται να μειωθεί στα επίπεδα των ρυθμών ανάπτυξης, ενώ οι δημόσιες επενδύσεις θα αυξάνονται με ρυθμούς ανάλογους με τους φετινούς. Η Επιτροπή εκτιμά ακόμη ότι η επιβράδυνση που θα παρατηρηθεί σε ό,τι αφορά τις επενδύσεις για στέγαση, θα έχει πιο περιορισμένο αντίκτυπο στις κατασκευές σχετικά με το 2007, ενώ αυξητικές θα είναι οι τάσεις και για τους τεχνικούς εξοπλισμούς.

Συνολικά η εσωτερική ζήτηση αναμένεται να συμβάλει κατά 4,25% στην ανάπτυξη του ΑΕΠ μέχρι το 2009, σημειώνει η Επιτροπή στην έκθεσή της. Στο εξωτερικό «μέτωπο», η Επιτροπή αναφέρει ότι οι εισαγωγές προβλέπεται να κυμανθούν σε επίπεδα ανάλογα με την εσωτερική ζήτηση, ενώ η αναμενόμενη αύξηση του κόστους εργασίας προβλέπεται να επηρεάσει την ανταγωνιστικότητα και τις εξαγωγές προϊόντων, οι οποίες θα σημειώσουν οριακή μείωση.

Σύμφωνα με την Επιτροπή, σε συνέχεια των θετικών εξελίξεων της προηγούμενης χρονιάς, οι εξαγωγές υπηρεσιών αναμένεται να συνεχιστούν με «δυναμικό» τρόπο σε ιστορικά επίπεδα προηγούμενων ετών. Θα πρέπει να αναμένεται μια συγκρατημένη αύξηση των εισαγωγών και μια επιβράδυνση σε ό,τι αφορά την πορεία των εξαγωγών, που όμως θα επηρεάσουν οριακά την αύξηση του ΑΕΠ.

Λόγω της ισχυρής οικονομικής δραστηριότητας που παρατηρείται στην Ελλάδα, η απασχόληση αυξήθηκε κατά 1,5% το 2007, όπως και το 2006, αναφέρει η Επιτροπή. Σύμφωνα με την Επιτροπή, η ελαφρά μείωση της οικονομικής δραστηριότητας το 2009 θα οδηγήσει σε μια μικρή μείωση της δημιουργίας θέσεων εργασίας.

Σε ό,τι αφορά το δείκτη ανεργίας στην Ελλάδα, η Επιτροπή αναμένει μείωση κατά 0,5%, διατηρώντας την πτωτική τάση των τελευταίων ετών και προβλέπει ότι τα επόμενα έτη θα διαμορφωθεί κάτω από το 8%. Για το 2008, η Επιτροπή τονίζει ότι αναμένεται ελαφρά αύξηση του πληθωρισμού, κυρίως λόγω της αύξησης των τιμών του πετρελαίου και της αύξησης των έμμεσων φόρων σε υποπροϊόντα του πετρελαίου. Τέλος, για τους κατά κεφαλήν μισθούς, η Επιτροπή εκτιμά ότι θα επιβραδυνθεί η αυξητική τους τάση.

4.3 Επιχειρήσεις στην Ευρώπη

Η ραγδαία ανάπτυξη του παγκόσμιου εμπορίου αλλάζει τη μορφή των αγορών και τον τρόπο λειτουργίας των επιχειρήσεων. Οι ευρωπαϊκές επιχειρήσεις βρίσκονται στην πρωτοπορία των εξελίξεων στη διεθνή οικονομική δραστηριότητα και η Ευρώπη παραμένει ο μεγαλύτερος εξαγωγέας στον κόσμο. Σε αυτό βοήθησε καθοριστικά η διεύρυνση της Ένωσης. Η σταδιακή αύξηση των κρατών-μελών της από 6 σε 27 οδήγησε στη δημιουργία της μεγαλύτερης οικονομίας στον κόσμο.

Από την ολοκλήρωση της ενιαίας αγοράς το 1992, οι ξένες άμεσες επενδύσεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) δεκαπενταπλασιάστηκαν, το ενδοευρωπαϊκό εμπόριο προϊόντων αυξήθηκε σημαντικά και δημιουργήθηκαν εκατομμύρια νέες θέσεις εργασίας.

Στο νέο διεθνοποιημένο οικονομικό περιβάλλον, οι ευρωπαϊκές επιχειρήσεις ενσωματώνουν γρήγορα τα καινούργια δεδομένα και ευνοούνται από την παγκοσμιοποίηση των αγορών. Σύμφωνα με οικονομολόγους της Goldman Sachs, οι επιχειρήσεις της ευρωπαϊκής ηπείρου διεκδικούν μεγαλύτερο μερίδιο από εκείνες των ΗΠΑ στις εμπορικές συναλλαγές με τις ταχέως αναδυόμενες αγορές, όπως αυτές της Βραζιλίας, της Ρωσίας, της Ινδίας και της Κίνας.¹

Λαμπρά παραδείγματα επιτυχημένων ευρωπαϊκών επιχειρήσεων αποτελούν η φινλανδική Nokia, η οποία ελέγχει το 70% και πλέον της ινδικής αγοράς του

κλάδου των κινητών τηλεφώνων, η γερμανική SAP, η οποία ξεπερνά την αμερικανική ανταγωνίστριά της Oracle στην Ασία, αλλά και η γαλλική Carrefour, η οποία διαθέτει περισσότερα καταστήματα στην Κίνα από αυτά της αμερικανικής ανταγωνίστριάς της Wal-Mart.

Ένα εξίσου ενθαρρυντικό στοιχείο για την πορεία της ευρωπαϊκής οικονομίας είναι η θετική ψυχολογία που υπάρχει, ιδιαίτερα το τελευταίο έτος. Παρότι κάποιοι αναλυτές εμφανίζονται απαισιόδοξοι και αναφέρονται κυρίως στην υστέρηση της ΕΕ σε δαπάνες έρευνας και τεχνολογίας, στο χάσμα που υπάρχει στην παραγωγικότητα των κρατών της Ένωσης και των ΗΠΑ και στη διαφορά του κατά κεφαλήν ΑΕΠ μεταξύ των δύο οικονομιών, η πλειοψηφία τόσο των επιχειρηματιών, όσο και των καταναλωτών στην ΕΕ είναι αισιόδοξοι για την οικονομική ανάπτυξη της ηπείρου μας.

Σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, το Φεβρουάριο του 2007 ο Δείκτης Οικονομικού Κλίματος στην Ευρωπαϊκή Ένωση βελτιώθηκε σε σχέση με τον Ιανουάριο, υπερτερεί αισθητά σε σχέση με τον αντίστοιχο δείκτη του Φεβρουαρίου 2006 και κινείται υψηλότερα του μακροχρόνιου μέσου όρου. Επιπλέον, σύμφωνα με έρευνα του Ευρωπαϊκού Επιμελητηρίου σε 78.000 εταιρείες στην Ευρωζώνη, οι ευρωπαϊκές επιχειρήσεις προσβλέπουν στη συνέχιση της οικονομικής ανάκαμψης της Ευρωζώνης.

Αυτά τα στοιχεία είναι πολύ σημαντικά γιατί η επιχειρηματική δραστηριότητα και η οικονομία επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από την ψυχολογία της αγοράς. Ιδιαίτερα στην εποχή μας, εποχή της διεθνοποίησης των οικονομιών και της έντονης και άμεσης πληροφόρησης, μία αρνητική οικονομική είδηση κάνει το γύρω του κόσμου πολύ γρήγορα και είναι ικανή να συμπαρασύρει μία ολόκληρη οικονομία.

Αυτή η θετική επίδραση της ψυχολογίας στην οικονομία καθιστά ιδιαίτερα σημαντική την καλλιέργεια κατάλληλου επενδυτικού κλίματος, το οποίο ευνοεί τις επενδύσεις και βοηθά την αγορά να κινηθεί γρήγορα και αποτελεσματικά.

Η δημιουργία ευνοϊκού επιχειρηματικού περιβάλλοντος αποτελεί βασική προτεραιότητα τόσο για την Ευρωπαϊκή Ένωση, όσο και για τη χώρα μας. Και αυτό γιατί βελτιώνει την ψυχολογία των αγορών, ευνοεί τις επενδύσεις, ενισχύει την εξωστρέφεια της επιχειρηματικότητας και τη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας. Έτσι, οδηγούμαστε στη βιώσιμη οικονομική ανάπτυξη, η οποία ως βασικό στόχο έχει την ευημερία των πολιτών και την προστασία εκείνων οι οποίοι δεν μπορούν να εργαστούν για να εξασφαλίσουν τα προς το ζην.

Την ίδια θετική πορεία έχει και η ψυχολογία των ελληνικών επιχειρήσεων και καταναλωτών τα τελευταία χρόνια. Είναι σημαντικό ότι η Ελλάδα και οι ελληνικές επιχειρήσεις επωφελούνται ιδιαίτερα από τη βαλκανική διεύρυνση της ΕΕ. Τόσο η είσοδος της Ρουμανίας και της Βουλγαρίας στην ΕΕ, όσο και η είσοδος της Σλοβενίας στην Ευρωζώνη δημιουργούν ένα νέο οικονομικό και κοινωνικό περιβάλλον στην περιοχή των Βαλκανίων. Η ένταξη δε των δύο συγκεκριμένων χωρών δημιουργεί σημαντικές προοπτικές για τις ελληνικές επιχειρήσεις, καθώς οι ελληνικές επενδύσεις σε Ρουμανία και Βουλγαρία προσεγγίζουν τα 5 δισεκατομμύρια ευρώ.

4.4 Η πορεία των ελληνικών επιχειρήσεων τα τελευταία χρόνια

Σημαντική επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης της κερδοφορίας τους αντιμετώπισαν οι ελληνικές επιχειρήσεις κατά τη διάρκεια του 2005 ως αποτέλεσμα των αλλαγών που γνώρισε το ελληνικό επιχειρηματικό σκηνικό την πρώτη μεταολυμπιακή χρονιά της ελληνικής οικονομίας. Η μέση επιχείρηση εμφάνισε οριακή αύξηση των εσόδων της κατά 1,5% έναντι της εντυπωσιακής αύξησης κατά 5,6% την περίοδο 2003-2004 και κατά 4,8% το διάστημα 2002-2003.

Επτά στις δέκα επιχειρήσεις είναι κερδοφόρες, υπογραμμίζεται ωστόσο το γεγονός ότι οι μισές από αυτές εμφανίζουν χαμηλότερα κέρδη σε σχέση με το 2004. Η κάμψη της καθαρής κερδοφορίας φαίνεται ότι προκαλείται σε σημαντικό βαθμό από τις χρηματοοικονομικές δαπάνες και τα έκτακτα αποτελέσματα,

καθώς η μείωση των Κερδών προ Τόκων Φόρων και Αποσβέσεων κυμαίνεται στο -2%. Το συμπέρασμα αυτό υποστηρίζει και ο δείκτης κάλυψης των χρηματοοικονομικών εξόδων που μειώνεται στις 5 φορές έναντι 5,6 το 2004 και 5,9 το 2003, αλλά και η ταχύτατη - σε σύγκριση με τις πωλήσεις - αύξηση των βραχυπρόθεσμων τραπεζικών υποχρεώσεων κατά 5%. Αντίστοιχα, 2 στις 10 επιχειρήσεις εμφανίζουν είτε επιδείνωση των αρνητικών αποτελεσμάτων του 2004 είτε περνούν σε ζημίες έναντι κερδοφορίας.

Η περαιτέρω ανάλυση των στοιχείων αποκαλύπτει ότι η σημαντικότερη πίεση καταγράφεται στο εμπόριο, καθώς η μέση επιχείρηση αύξησε τα έσοδα της κατά μόλις 0,2%, ενώ η καθαρή κερδοφορία πλήττεται κατά -14,4%, έναντι αύξησης που άγγιξε το 9% το 2004. Τις μεγαλύτερες πιέσεις ωστόσο υφίστανται οι μεσαίου και μικρού μεγέθους επιχειρήσεις: οι οικονομικές μονάδες με κύκλο εργασιών από 0,3 έως 1 εκ. ευρώ εμφανίζουν μείωση εσόδων της τάξης του -8% και κατά -13,4% των καθαρών κερδών. Αντίστοιχα οι επιχειρήσεις με πωλήσεις μέχρι 300 χιλ. ευρώ εμφανίζουν μείωση εσόδων που υπερβαίνει το 10% και απώλεια κερδών κατά 6%. Αντίθετα, τα μεγέθη των μεγάλων επιχειρήσεων (έσοδα άνω των 3 εκ. ευρώ) φαίνεται να αναπτύσσονται οριακά υψηλότερα του πληθωρισμού, στο 3,7% για το 2005, με κάμψη όμως της κερδοφορίας κατά 15% (1 στις 2 επιχειρήσεις).

Η αρνητική πορεία του Δείκτη Βιομηχανικής Παραγωγής το 2005 δεν αφήνει περιθώρια αισιοδοξίας για τα μεγέθη των μεταποιητικών επιχειρήσεων: κάμψη κύκλου εργασιών κατά 1,2% (+6,8% την περίοδο 2003-2004) και κερδοφορίας κατά 6,8% (+8% την περίοδο 2003-2004). Οι αποκλίσεις μεταξύ μικρομεσαίων και μεγάλων επιχειρήσεων είναι παρούσες και στη μεταποίηση: μέση αύξηση κύκλου εργασιών κατά 5,3% στις επιχειρήσεις με έσοδα άνω των 3 εκ. ευρώ (+9,7% το 2003-2004), μέση μείωση κατά 4% στις επιχειρήσεις με έσοδα από 0,3 έως 1 εκ. ευρώ (+3,1% το 2003-2004). Ο τομέας των υπηρεσιών διαφοροποιείται από την εικόνα στασιμότητας, εμφανίζοντας μέση αύξηση του κύκλου εργασιών που αγγίζει το 3%, με οριακή ενίσχυση της κερδοφορίας κατά 0,7%. Σαφής υπεροχή των μεγάλων επιχειρήσεων έναντι των μικρότερων καταγράφεται και στον τομέα των υπηρεσιών: κατά 7,6% είναι αυξημένα τα

έσοδα των επιχειρήσεων άνω των 3 εκ. ευρώ, έναντι αύξησης 1,5% σε αυτές με πωλήσεις από 0,3 έως 1 εκ. ευρώ.

Με φθίνοντες ρυθμούς αυξάνουν οι βραχυπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις των ελληνικών επιχειρήσεων κατά την τελευταία 4ετία, σε επίπεδα όμως σαφώς υψηλότερα σε σύγκριση με τις επιδόσεις που καταγράφονται στα έσοδα τους. Συγκεκριμένα, τα βραχυπρόθεσμα τραπεζικά δάνεια των επιχειρήσεων παρουσίασαν το 2005 μέση αύξηση της τάξης του 5,9% (6,6% το 2004 και 9,7% το 2003) έναντι οριακής μέση αύξησης των πωλήσεων κατά 1,4% (4,8% το 2004) και οξείας κάμψης των καθαρών κερδών κατά 6,9% (+2,2% το 2004). Αυτές οι παρατηρήσεις επισημαίνονται στην Ετήσια Επισκόπηση που εκπονεί η Hellastat για την πορεία των ελληνικών επιχειρήσεων, η οποία στηρίζεται στα αποτελέσματα περισσότερων από 21.000 επιχειρήσεων για την περίοδο 2002-2005, βάσει των Ελληνικών και Διεθνών Λογιστικών Προτύπων.

Πιο αναλυτικά, ο συνολικός δανεισμός βραχυπρόθεσμης διάρκειας – στον οποίο περιλαμβάνεται και το βραχυπρόθεσμο μέρος των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων - του υπό εξέταση δείγματος επιχειρήσεων διαμορφώθηκε στο τέλος του 2005 στα 25,4 δισ. Ευρώ, αυξημένος κατά 4,8% σε σύγκριση με το 2004 (24,3 δισ. Ευρώ). Ο μακροπρόθεσμος τοκοφόρος δανεισμός, στον οποίο περιλαμβάνονται και τα ομολογιακά δάνεια επιχειρήσεων που αναλαμβάνουν οι Τράπεζες, ανέρχεται σε 33,6 δισ. Ευρώ, αυξημένος συνολικά κατά 12,7% σε σύγκριση με το 2004 (29,9 δισ. Ευρώ).

Η τριπλάσια, σε απόλυτα μεγέθη, αύξηση του μακροπρόθεσμου δανεισμού, σε σύγκριση με το βραχυπρόθεσμο, αντανακλά την έντονη κινητικότητα των μεγαλύτερων κυρίως επιχειρήσεων για την αναδιάρθρωση του παθητικού τους, εκδίδοντας ομολογιακά δάνεια με σκοπό την αναχρηματοδότηση των τρεχουσών τραπεζικών υποχρεώσεων. Επιπρόσθετα, το γεγονός ότι το 10% περίπου των βραχυπρόθεσμων τραπεζικών υποχρεώσεων (2,3 δισ. Ευρώ) αφορά σε μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις που πρέπει να τακτοποιηθούν εντός της τρέχουσας χρήσης, υποδηλώνει ότι η καθαρή αύξηση των μακροπρόθεσμων χορηγήσεων στις τράπεζες είναι σαφώς μεγαλύτερη.

Ο μακροπρόθεσμος τοκοφόρος δανεισμός προορίζεται κατά κύριο λόγο για τη χρηματοδότηση επενδύσεων, ώστε να «ταιριάζουν» χρονικά τα μέσο-μακροπρόθεσμα οφέλη-έσοδα της επένδυσης με το πλάνο καταβολής των τόκων και αποπληρωμής του κεφαλαίου. Είναι, συνεπώς, αναμενόμενη η μεγάλη συγκέντρωση των μακροπρόθεσμων - τραπεζικών κυρίως - κεφαλαίων σε μεγάλες επιχειρήσεις και οργανισμούς.

Η ταχύτερη αύξηση των βραχυπρόθεσμων τραπεζικών υποχρεώσεων σε σύγκριση με τον κύκλο εργασιών οδηγεί σε σημαντική επιδείνωση του αντίστοιχου δείκτη που συγκρίνει τα δύο μεγέθη: ο λόγος του βραχυπρόθεσμου τραπεζικού δανεισμού προς τις πωλήσεις εκτιμάται για το σύνολο των επιχειρήσεων στο 25,6% το 2005, έναντι 23,1% το 2004, 22,2% το 2003 και μόλις 20,9% το 2002.

Συνεπώς, η μέση ελληνική επιχείρηση χρωστάει - και πρέπει άμεσα να πληρώσει - στις τράπεζες 26 λεπτά περίπου για κάθε ένα ευρώ πωλήσεων που επιτυγχάνει. Στην ίδια κατεύθυνση κινείται εξάλλου και η ικανότητα κάλυψης των τόκων από τα λειτουργικά κέρδη (τα οποία μειώθηκαν κατά μέσο -1,4% το 2005 σε σύγκριση με το 2004), η οποία φθίνει στις 3,4 φορές το 2005, από 4 το 2004 και 4,4 το 2002.

- Οι μεσαίου και μικρού μεγέθους επιχειρήσεις φέρουν υψηλό βραχυπρόθεσμο δανεισμό σε σχέση με τα ετήσια έσοδα τους, ενώ λειτουργούν σε ιδιαίτερα χαμηλά (έως οριακά) επίπεδα κάλυψης των χρηματοοικονομικών εξόδων τους,

- Η ομάδα των μεγάλων (3-50 εκ. ευρώ σε πωλήσεις) και πολύ μεγάλων επιχειρήσεων (άνω των 50 εκ. ευρώ σε πωλήσεις), αποτελεί μια κορεσμένη αγορά για τις τράπεζες, καθώς οι 8 στις 10 έχουν βραχυπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό. Αντίθετα, μόλις οι 2 στις 10 επιχειρήσεις με έσοδα μέχρι 300 χιλ. Ευρώ έχουν λάβει βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση από πιστωτικό ίδρυμα, αντιπροσωπεύοντας - λόγω και του μεγάλου αριθμού τους, που μόνο για τις ΑΕ και ΕΠΕ υπερβαίνει τις 12.000 - μια αγορά με τεράστια περιθώρια ανάπτυξης.

Μεταξύ των κλάδων με την υψηλότερη επιβάρυνση με βραχυπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό σε σχέση με τις πωλήσεις είναι το εμπόριο ένδυσης & υπόδησης (41%, 3 φορές κάλυψη τόκων), το εμπόριο κλωστοϋφαντουργικών προϊόντων (53%, 2 φορές κάλυψη τόκων), η επεξεργασία και τα προϊόντα ξύλου (44,4%, 2,8 φορές κάλυψη τόκων) και η οινοποίηση (58,9%, 3,4 φορές κάλυψη τόκων). Μεταξύ των λιγότερο δανεισμένων κλάδων, συγκριτικά με τον κύκλο εργασιών, είναι οι υπηρεσίες χερσαίων μεταφορών (8,2%), τα super market (6,6%), οι επιχειρήσεις εστίασης (13%), οι μεταλλικές κατασκευές (16,8%), οι τηλεπικοινωνίες (15,1%) και οι τουριστικές υπηρεσίες (12,7%).

Επιπλέον, η μετεγκατάσταση επιχειρήσεων αποτελεί ένα σύνθετο φαινόμενο που βρίσκεται σε εξέλιξη και ενδεχομένως σε επιτάχυνση προς τις χώρες φθηνού κόστους εργασίας που είναι, είτε τρίτες χώρες, είτε υπό ένταξη χώρες, είτε είναι κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι επιπτώσεις για τις χώρες προέλευσης είναι σημαντικές, τόσο στο πεδίο των απωλειών θέσεων εργασίας, όσο και στην καθυστέρηση στον τεχνολογικό εκσυγχρονισμό των επιχειρήσεων. Παράλληλα, οι επιπτώσεις των μετεγκαταστάσεων στις χώρες υποδοχής, αν και τα εισοδήματα που προκύπτουν δεν παραμένουν στο σύνολό τους στην χώρα υποδοχής, εντούτοις οδηγούν τις χώρες υποδοχής σ' ένα έντονο ανταγωνισμό στα πεδία της απορρύθμισης των εργασιακών σχέσεων και της αγοράς εργασίας, της δημιουργίας ζωνών ελεύθερων συναλλαγών και ζωνών επιχειρήσεων, προκειμένου, όπως υποστηρίζουν, να αποφύγουν την αποβιομηχάνιση και την ανεργία.

Τα τελευταία χρόνια έχει τεθεί ένας έντονος προβληματισμός σχετικά με το μέλλον των μεγάλων καθώς και των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην Ελλάδα δεδομένου ότι πολλές από αυτές δεν επιβιώνουν στο σκληρό ανταγωνισμό. Η σχετική αδυναμία και ευπάθεια των ελληνικών επιχειρήσεων οφείλεται σε αρκετούς λόγους όπως :

- Στον ελλιπή στρατηγικό σχεδιασμό των επιχειρήσεων και κατά συνέπεια στην μη πλήρη και έγκαιρη αξιοποίηση των διαθέσιμων πόρων καθώς και των ευκαιριών του περιβάλλοντός τους,

- Στην έλλειψη απαραίτητων γνώσεων χρήσης και εκμετάλλευσης συστημάτων πληροφορικής και ειδικότερα συστημάτων πληροφοριών Μάρκετινγκ για την ομαλή λειτουργία της επιχείρησης και για τον καλύτερο εντοπισμό των καταναλωτικών και άλλων αναγκών των Ελλήνων πελατών,
- Στις διαρθρωτικές αδυναμίες που παρουσιάζει η διοικητική τους οργάνωση και στα απρόσφορα προγράμματα στελέχωσης και κατάρτισης που εφαρμόζουν,
- Στο ολοένα και περισσότερο περίπλοκο νομικό, φορολογικό και διοικητικό περιβάλλον,
- Στην περιορισμένη τους ικανότητα να αποκτήσουν πρόσβαση σε ερευνητικά προγράμματα και να αξιοποιήσουν τα αποτελέσματα της έρευνας,
- Στις δυσκολίες τους να αποκτήσουν χρηματοδοτικούς πόρους με λογικό κόστος και στην έλλειψη οικονομικού προγραμματισμού και
- Στα εμπόδια που συναντούν στην προσπάθεια τους να αποκτήσουν πρόσβαση σε υπάρχουσες και νέες αγορές προϊόντων και υπηρεσιών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Εμπειρική Έρευνα

5.1 Μεθοδολογία

Η περίοδος που μας απασχολεί στην παρούσα έρευνα, όπως προαναφέρθηκε, αφορά στη δεκαετία 1995-2005, συμπεριλαμβανομένων των δύο ετών. Οι υπολογισμοί για την εξαγωγή των αποτελεσμάτων θα πραγματοποιηθούν για κάθε έτος ξεχωριστά και κατά συνέπεια, τα χαρτοφυλάκια κάθε περιόδου θα αποτελούνται από μετοχές διαφορετικών εταιριών. Πιο συγκεκριμένα, παρακάτω παρατίθενται αναλυτικά τα βήματα που ακολουθούνται στη διαδικασία υπολογισμού των αποδόσεων των διαμορφωμένων χαρτοφυλακίων και δίδονται παραδείγματα που αφορούν το 1995, ως πρώτο έτος της υπό ανάλυση περιόδου. Όπως γίνεται αντιληπτό, όλα τα στάδια της διαδικασίας θα πραγματοποιηθούν 11 φορές, μία για κάθε χρόνο έρευνας.

5.1.1. Υπολογισμός P/S

Από τους ενοποιημένους ισολογισμούς των επιχειρήσεων στο τέλος κάθε διαχειριστικής περιόδου, ο κύκλος εργασιών αποτελεί τον παρονομαστή του κλάσματος του δείκτη "Price to Sales". Ξεκινώντας από το 1995, υπολογίζεται η τιμή του δείκτη για κάθε εταιρία με διαίρεση της συνολικής κεφαλαιοποίησής της προς τον κύκλο εργασιών του εν λόγω έτους. Το συγκεκριμένο δείγμα αποτελείται από 90 επιχειρήσεις, αριθμός ο οποίος αυξάνεται κάθε χρόνο λόγω της εισαγωγής νέων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αξιών, και παρατίθεται ενδεικτικά παρακάτω (Πίνακας I).

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.1

Δείκτης «Price to Sales» δείγματος 1995

Μετοχή	Χρημ. Αξία	Πωλήσεις	P/S
ALPHA ΛΗΖΙΝΓΚ (ΚΟ)	102.127.660	56.995.580	1,792
ATTICA GROUP	89.463.830	26.662.600	3,355
CHIPITA INTERNAT (ΚΟ)	32.275.862	45.963.020	0,702
COCA COLA H.B.C. (ΚΑ)	1.112.086.381	421.585.340	2,638
CROWN HELLAS CAN A.E.	134.170.946	83.243.820	1,612
CYCLON ΕΛΛΑΣ Α.Ε. (ΚΟ)	11.936.698	17.441.010	0,684
ELBISCO ΑΕ	42.934.703	52.619.910	0,816
F.G.EUROPE Α.Ε. (ΚΟ)	5.497.990	4.308.420	1,276
GOODY'S ΑΕ. (ΚΑ)	55.832.722	52.345.270	1,067
INFORM Π.ΛΥΚΟΣ (ΚΟ)	55.576.302	15.083.820	3,684
MARFIN FINANCIAL GROUP	5.787.234	4.406.440	1,313
MULTIRAMA S.A. (ΚΟ)	2.260.613	6.203.250	0,364
NEXANS HELLAS (ΚΟ)	27.159.208	81.285.600	0,334
PLIAS (ΚΑ)	9.887.894	17.464.650	0,566
REDS Α.Ε.	22.476.995	21.137.240	1,063
S&B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ	82.359.711	38.889.670	2,118
SATO (ΚΟ)	16.400.898	28.271.920	0,580
Α.Γ.ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ (ΚΟ)	28.780.883	65.446.000	0,440
ΑΒΑΞ (ΚΟ)	30.033.749	5.815.330	5,165
ΑΕΓΕΚ (ΚΟ)	119.642.553	28.621.240	4,180
ΑΘΗΝΑ Α.Τ.Ε. (ΚΟ)	17.393.250	8.814.750	1,973
ΑΛ.ΕΛΛΑΔΟΣ (ΚΟ)	211.007.043	1.116.193.690	0,189
ΑΛΛΑΤΙΝΗ (Κ)	15.376.232	28.684.570	0,536
ΑΛΥΣΙΔΑ (Κ)	4.888.147	7.865.860	0,621
ΑΤΤΙ-ΚΑΤ (ΚΟ)	71.423.331	7.526.160	9,490
ΑΧΟΝ Α.Ε. ΣΥΜΜ.(ΚΟ)	17.576.522	6.407.290	2,743
ΒΑΛΚΑΝ ΕΞ. (ΚΟ)	15.794.358	34.161.820	0,462
ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ (ΚΟ)	50.948.085	227.093.950	0,224
ΒΙΟΣΩΛ (ΚΟ)	7.009.515	7.319.180	0,958
ΒΙΟΤΕΡ Α.Ε. (ΚΟ)	18.350.349	3.092.090	5,935
ΒΙΟΧΑΛΚΟ (ΚΑ)	118.208.119	168.813.110	0,700
ΒΙΣ (ΚΟ)	15.646.926	26.740.330	0,585
ΓΕΝ. ΕΜΠΟΡΙΟΥ (ΚΑ)	11.672.360	8.506.700	1,372
ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΟ)	244.178.249	216.369.500	1,129
ΔΙΕΚΑΤ (ΚΟ)	26.412.032	14.864.440	1,777
ΕΔΡΑΣΗ Χ.ΨΑΛΛΙΔΑΣ (ΚΟ)	44.476.596	18.636.320	2,387
ΕΚΤΕΡ (ΚΟ)	16.698.459	1.476.070	11,313
ΕΛ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ	83.448.276	49.137.830	1,698
ΕΛΑΙΣ-UNILEVER Α.Ε. ΚΟ	152.826.075	177.325.040	0,862
ΕΛΛ.ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ (ΚΟ)	30.209.117	47.815.990	0,632
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ (ΚΟ)	40.188.555	74.504.470	0,539
ΕΛΜΕΚ ΣΠΟΡΤ (ΚΟ)	25.242.894	25.435.970	0,992
ΕΛΤΡΑΚ (Κ)	14.966.867	23.498.560	0,637

ΕΛΦΙΚΟ (ΚΟ)	3.662.313	6.477.950	0,565
ΕΜΠ.ΔΕΣΜΟΣ (ΚΟ)	4.434.618	19.344.950	0,229
ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ (ΚΟ)	62.928.810	46.964.930	1,340
ΕΡΓΑΣ (ΚΟ)	32.344.828	21.168.370	1,528
ΕΤΕΜ (Κ)	37.362.230	29.468.760	1,268
ΕΤΜΑ (ΚΟ)	21.159.485	62.578.310	0,338
ΖΑΜΠΑ (Κ)	8.824.182	8.117.330	1,087
ΗΡΑΚΛΗΣ (ΚΟ)	333.395.901	292.289.700	1,141
ΙΑΤΡΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ (ΚΟ)	57.549.523	36.723.300	1,567
ΙΝΤΡΑΚΟΜ (ΚΟ)	224.078.520	446.166.410	0,502
ΙΠΠΟΤΟΥΡ (Κ)	5.588.144	1.174.760	4,757
ΚΑΛ.ΣΙΜΟΣ (Κ)	40.518.709	35.108.310	1,154
ΚΑΡΕΛΙΑΣ (Κ)	57.103.448	61.565.370	0,928
ΚΑΤΣΕΛΗΣ (ΚΟ)	19.818.643	23.588.930	0,840
ΚΕΚΡΟΨ (ΚΟ)	5.775.108	705.000	8,192
ΚΛΩΝΑΤΕΞ (ΚΟ)	72.359.313	93.433.740	0,774
ΚΛΩΣΤ.ΝΑΟΥΣΗΣ (ΚΟ)	52.824.652	71.368.840	0,740
ΚΡΕΚΑ. (ΚΑ)	17.533.558	7.408.550	2,367
ΛΑΜΨΑ ΑΝ.ΕΤ.ΕΛΛ.ΞΕΝ.	14.823.360	10.929.990	1,356
ΛΑΝΑΚΑΜ (ΚΟ)	4.302.752	4.642.040	0,927
ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ (Κ)	6.109.925	5.912.490	1,033
ΜΑΪΛΗΣ (ΚΟ)	34.306.816	25.507.680	1,345
ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ (ΚΟ)	13.206.163	6.811.860	1,939
ΜΗΧΑΝΙΚΗ (ΚΟ)	145.335.316	52.580.890	2,764
ΜΟΥΖΑΚΗΣ (ΚΑ)	78.059.053	38.179.800	2,045
ΜΠ.ΣΤΑΘΗΣ (ΚΟ)	21.485.376	23.786.320	0,903
ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ (ΚΟ)	33.369.649	32.769.660	1,018
ΜΠΗΤΡΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ	18.320.176	42.855.080	0,427
ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ (ΚΑ)	18.129.098	51.041.250	0,355
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ (ΚΟ)	11.852.068	23.772.000	0,499
ΝΙΚΑΣ Π.Γ. ΑΒΕΕ (ΚΟ)	38.592.409	43.811.500	0,881
ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ ΕΠΙΧ.(ΚΟ)	64.996.649	12.987.940	5,004
ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ (ΚΟ)	63.041.379	11.581.780	5,443
ΡΙΛΚΕΝ (ΚΑ)	20.411.749	16.444.820	1,241
ΡΙΝΤΕΝΚΟ (ΚΑ)	10.702.685	8.978.940	1,192
ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ (Κ)	22.776.376	18.198.370	1,252
ΣΕΛΜΑΝ (ΚΟ)	57.378.318	93.065.560	0,617
ΣΕΛΟΝΤΑ ΙΧΘ.(ΚΟ)	56.742.652	13.966.060	4,063
ΤΕΡΝΑ (ΚΟ)	34.568.745	6.943.180	4,979
ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ (ΚΟ)	25.018.342	8.375.870	2,987
ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ (ΚΟ)	47.872.340	74.546.240	0,642
ΤΙΤΑΝ (ΚΟ)	296.713.722	288.049.140	1,030
ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ (ΚΟ)	2.153.412	3.418.220	0,630
ΦΑΝΚΟ (ΚΟ)	17.705.943	22.057.710	0,803
ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ (ΚΟ)	5.400.387	7.161.650	0,754
ΦΟΥΡΛΗΣ ΑΕ ΣΥΜ/ΧΩΝ (ΚΟ)	62.390.192	99.416.540	0,628
ΧΑΛΥΒΔΟΦΥΛΛΩΝ (ΚΟ)	11.095.381	4.632.180	2,395

5.1.2. Ταξινόμηση εταιριών σε χαρτοφυλάκια

Οι εταιρίες ταξινομούνται σε τρία χαρτοφυλάκια με βάση την υπολογισθείσα τιμή του δείκτη. Δηλαδή, στο πρώτο χαρτοφυλάκιο κατατάσσονται οι εταιρίες με το χαμηλότερο δείκτη P/S, στο δεύτερο οι εταιρίες με ενδιάμεσες τιμές του δείκτη και στο τρίτο αυτές που εμφανίζουν τους υψηλότερους δείκτες. Το κριτήριο για τη διαμόρφωση των ορίων κάθε χαρτοφυλακίου συνίσταται στη συνολική κεφαλαιοποίησή τους. Πιο συγκεκριμένα, το κάθε χαρτοφυλάκιο αντιπροσωπεύει το 1/3 της συνολικής κεφαλαιοποίησης του δείγματος. Για παράδειγμα, το 1995 οι μετοχές του δείγματος ανέρχονται σε αξία στα €5,535 δις. Το κάθε χαρτοφυλάκιο, συνεπώς, αποτελείται από μετοχές αξίας περίπου €1,845 δις ευρώ.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.2

Σχηματιζόμενα χαρτοφυλάκια δείγματος 1995
με βάση την τιμή του δείκτη «Price to Sales»

Χαρτοφυλάκιο Α			Χαρτοφυλάκιο Β			Χαρτοφυλάκιο Γ		
Μετοχή	Χρημ. Αξία	P/S	Μετοχή	Χρημ. Αξία	P/S	Μετοχή	Χρημ. Αξία	P/S
ΑΛ. ΕΛΛΑΔΟΣ	211.007.043	0,189	ΤΙΤΑΝ	296.713.722	1,030	COCA COLA	1.112.086.381	2,638
ΒΑΣΙΛΟ-ΠΟΥΛΟΣ	50.948.085	0,224	ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ	6.109.925	1,033	ΑΧΟΝ Α.Ε.	17.576.522	2,743
ΕΜΠ. ΔΕΣΜΟΣ	4.434.618	0,229	REDS Α.Ε.	22.476.995	1,063	ΜΗΧΑΝΙΚΗ	145.335.316	2,764
ΝΕΧΑΝS HELLAS	27.159.208	0,334	GOODY'S	55.832.722	1,067	ΤΕΧΝ. ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	25.018.342	2,987
ΕΤΜΑ	21.159.485	0,338	ΖΑΜΠΑ	8.824.182	1,087	ΑΤΤΙCΑ GROUP	89.463.830	3,355
ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ	18.129.098	0,355	ΔΕΛΤΑ	244.178.249	1,129	INFORM Π.ΛΥΚΟΣ	55.576.302	3,684
MULTIRAMA	2.260.613	0,364	ΗΡΑΚΛΗΣ	333.395.901	1,141	ΣΕΛΟΝΤΑ ΙΧΘ.	56.742.652	4,063
ΜΠΗΤΡΟΣ	18.320.176	0,427	ΚΑΛ.ΣΙΜΟΣ	40.518.709	1,154	ΑΕΓΕΚ	119.642.553	4,180
Α.Γ.ΠΕΤΖΕ-ΤΑΚΙΣ	28.780.883	0,44	PINTENKO	10.702.685	1,192	ΙΠΠΟΤΟΥΡ	5.588.144	4,757
ΒΑΛΚΑΝ ΕΞ.	15.794.358	0,462	ΡΙΛΚΕΝ	20.411.749	1,241	ΤΕΡΝΑ	34.568.745	4,979
			ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ	22.776.376	1,252	ΠΑΡΝΑΣ-ΣΟΣ ΕΠΙΧ.	64.996.649	5,004
			ΕΤΕΜ	37.362.230	1,268	ΑΒΑΞ	30.033.749	5,165

ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	11.852.068	0,499
ΙΝΤΡΑΚΟΜ	224.078.520	0,502
ΑΛΛΑΤΙΝΗ	15.376.232	0,536
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ	40.188.555	0,539
ΕΛΦΙΚΟ	3.662.313	0,565
ΡΛΙΑΣ	9.887.894	0,566
ΣΑΤΟ	16.400.898	0,58
ΒΙΣ	15.646.926	0,585
ΣΕΛΜΑΝ	57.378.318	0,617
ΑΛΥΣΙΔΑ	4.888.147	0,621
ΦΟΥΡΛΗΣ ΑΕ	62.390.192	0,628
ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	2.153.412	0,63
ΕΛΛ. ΥΦΑΝΤ.	30.209.117	0,632
ΕΛΤΡΑΚ	14.966.867	0,637
ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ	47.872.340	0,642
CYCLON ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	11.936.698	0,684
ΒΙΟΧΑΛΚΟ	118.208.119	0,7
CHIRITA INTERNAT	32.275.862	0,702
ΚΛΩΣΤ. ΝΑΟΥΣΗΣ	52.824.652	0,74
ΦΙΝΤΕΞ-ΠΟΡΤ	5.400.387	0,754
ΚΛΩΝΑΤΕΞ	72.359.313	0,774
ΦΑΝΚΟ	17.705.943	0,803
ELBISCO ΑΕ	42.934.703	0,816
ΚΑΤΣΕΛΗΣ	19.818.643	0,84
ΕΛΑΙΣ-UNILEVER	152.826.075	0,862
ΝΙΚΑΣ Π.Γ. ΑΒΕΕ	38.592.409	0,881
ΜΠ. ΣΤΑΘΗΣ	21.485.376	0,903
ΛΑΝΑΚΑΜ	4.302.752	0,927
ΚΑΡΕΛΙΑΣ	57.103.448	0,928

F.G.EUROPE	5.497.990	1,276
MARFIN FIN.	5.787.234	1,313
ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ	62.928.810	1,340
ΜΑΪΛΗΣ	34.306.816	1,345
ΛΑΜΨΑ	14.823.360	1,356
ΓΕΝ. ΕΜΠΟΡΙΟΥ	11.672.360	1,372
ΕΡΓΑΣ	32.344.828	1,528
ΙΑΤΡΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ	57.549.523	1,567
CROWN HELLAS	134.170.946	1,612
ΕΛ. ΤΕΧΝΟ-ΔΟΜΙΚΗ	83.448.276	1,698
ΔΙΕΚΑΤ	26.412.032	1,777
ALPHA LEASING	102.127.660	1,792
ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ	13.206.163	1,939
ΑΘΗΝΑ Α.Τ.Ε	17.393.250	1,973
ΜΟΥΖΑΚΗΣ	78.059.053	2,045
S&B ΒΙΟΜ. ΟΡΥΚΤΑ	82.359.711	2,118
ΚΡΕΚΑ	17.533.558	2,367
ΕΔΡΑΣΗ Χ.ΨΑΛΙΔΑΣ	44.476.596	2,387
ΧΑΛΥΒΔΟ-ΦΥΛΛΩΝ	11.095.381	2,395
ΣΥΝΟΛΟ	1.934.496.992	

ΠΡΟΟΔΕΥ-ΤΙΚΗ	63.041.379	5,443
ΒΙΟΤΕΡ Α.Ε.	18.350.349	5,935
ΚΕΚΡΟΨ	5.775.108	8,192
ΑΤΤΙ-ΚΑΤ	71.423.331	9,490
ΕΚΤΕΡ	16.698.459	11,313
ΣΥΝΟΛΟ	1.931.917.811	

ΒΙΟΣΩΛ	7.009.515	0,958
ΕΛΜΕΚ ΣΠΟΡΤ	25.242.894	0,992
ΜΠΕΝ- ΡΟΥΜΠΗ	33.369.649	1,018
ΣΥΝΟΛΟ	1.668.341.804	

5.1.3. Υπολογισμός αποδόσεων

Το τρίτο βήμα που ακολουθείται αφορά στον υπολογισμό των πραγματικών αποδόσεων των μετοχών και έπειτα των χαρτοφυλακίων σε τρίμηνη βάση. Για κάθε εταιρία προσδιορίζεται η απόδοση που εμφάνισε η μετοχή της κατά το εξεταζόμενο έτος, λαμβάνοντας την τιμή της στην αρχή και το τέλος καθενός από τα τέσσερα τρίμηνα και υπολογίζεται το ποσοστό ανόδου ή πτώσης της τιμής της μετοχής για όλα τα τρίμηνα. Με άλλα λόγια, για κάθε μετοχή διαμορφώνονται 4 τριμηνιαίες αποδόσεις.

Κατόπιν για την εύρεση των αποδόσεων του κάθε χαρτοφυλακίου, σταθμίζονται οι αποδόσεις των μετοχών με βάση την κεφαλαιοποίησή της κάθε επιχείρησης, δηλαδή το ποσοστό αυτής στη συνολική κεφαλαιοποίηση που κατέχει το χαρτοφυλάκιο.

5.1.4. Υπολογισμός συντελεστή Beta

Στη συνέχεια και για τον υπολογισμό των αναμενόμενων, σύμφωνα με την πραγματική διακύμανση του Γενικού Δείκτη, αποδόσεων των χαρτοφυλακίων, είναι απαραίτητος ο υπολογισμός του Beta του εκάστοτε διαμορφωμένου χαρτοφυλακίου. Χρησιμοποιώντας τα Betas των εταιριών, βρίσκουμε το σταθμισμένο μέσο όρο αυτών (σταθμισμένο Beta) για κάθε χαρτοφυλάκιο. Η στάθμιση πραγματοποιείται και πάλι με βάση την κεφαλαιοποίησή της κάθε επιχείρησης, δηλαδή το ποσοστό αυτής στη συνολική κεφαλαιοποίηση που κατέχει το χαρτοφυλάκιο.

5.1.5. Υπολογισμός αναμενόμενων αποδόσεων

Το επόμενο βήμα αφορά στον υπολογισμό των αναμενόμενων αποδόσεων των διαμορφωμένων χαρτοφυλακίων του έτους. Η ενέργεια αυτή είναι απαραίτητο να συμβαδίζει με τις πραγματικές αποδόσεις που ευρέθησαν στο τρίτο στάδιο προκειμένου για την άμεση σύγκρισή τους και για αυτό τον λόγο υπολογίζονται, όπως είναι φυσικό, και αυτές σε τρίμηνη βάση.

Λαμβάνοντας υπόψη τις πραγματικές αποδόσεις του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και το τριμηνιαίο επιτόκιο χωρίς κίνδυνο των Εντόκων Γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου, υπολογίζεται η αναμενόμενη απόδοση κάθε τριμήνου για κάθε χαρτοφυλάκιο, σύμφωνα με το εξής μοντέλο (CAPM):

$$r_{ji} = r_{fi} + b_j(r_{mi} - r_{fi})$$

όπου:

r_{ji} = αναμενόμενη απόδοση χαρτοφυλακίου j για το τρίμηνο i

r_{fi} = τριμηνιαίο επιτόκιο χωρίς κίνδυνο για το τρίμηνο i

b_j = σταθμισμένο Beta χαρτοφυλακίου j

r_{mi} = απόδοση αγοράς για το τρίμηνο i

5.1.6 Υπολογισμός υπερβαλλουσών αποδόσεων

Έχοντας στη διάθεσή μας τις πραγματικές (από το τρίτο στάδιο) και τις αναμενόμενες (από το αμέσως προηγούμενο στάδιο) αποδόσεις των τριών χαρτοφυλακίων για κάθε τρίμηνο του 1995, είναι δυνατός ο υπολογισμός των υπερβαλλουσών αποδόσεων τους (excess returns), εργαλείο που αποτελεί τη βάση για τη μελέτη μας και την εξαγωγή των συμπερασμάτων που αφορούν τον εξεταζόμενο χρηματοοικονομικό δείκτη.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.3

Υπερβάλλουσες αποδόσεις
χαρτοφυλακίων δείγματος 2005 ανά τρίμηνο

Περίοδος	Χαρτοφυλάκιο	Πραγματική Απόδοση	Αναμενόμενη Απόδοση	Υπερβάλλουσα Απόδοση
1ο τρίμηνο	A	-8,371%	-2,714%	-5,657%
	B	-0,495%	-3,966%	3,470%
	Γ	-6,599%	-3,971%	-2,628%
2ο τρίμηνο	A	-3,079%	7,351%	-10,430%
	B	6,488%	7,876%	-1,388%
	Γ	14,817%	7,879%	6,938%
3ο τρίμηνο	A	34,356%	5,634%	28,722%
	B	9,495%	5,857%	3,638%
	Γ	13,698%	5,857%	7,840%
4ο τρίμηνο	A	-5,285%	-1,444%	-3,841%
	B	0,014%	-2,471%	2,485%
	Γ	1,913%	-2,476%	4,389%

5.2 Στατιστική ανάλυση

Τέλος, επιχειρείται στατιστικός έλεγχος των αποτελεσμάτων με τη μέθοδο της ισότητας των μέσων και των διακυμάνσεων πολλαπλών δειγμάτων προκειμένου για τον έλεγχο της στατιστικής σημαντικότητας των αποτελεσμάτων.

Η ανάλυση της διακύμανσης (Analysis Of Variance – ANOVA) είναι μία στατιστική μέθοδος με την οποία η μεταβλητότητα που υπάρχει σ' ένα σύνολο δεδομένων διασπάται στις επιμέρους συνιστώσες της με στόχο την κατανόηση της σημαντικότητας των διαφορετικών πηγών προέλευσής της. Η ανάπτυξη της μεθοδολογίας οφείλεται στον θεμελιωτή της σύγχρονης στατιστικής επιστήμης, Άγγλο στατιστικό Sir Ronald Aylmer Fisher (1890-1962). Στην πραγματικότητα η ANOVA περιλαμβάνει μία ομάδα στατιστικών μεθόδων καταλλήλων για την ανάλυση δεδομένων που προκύπτουν από πειραματικούς σχεδιασμούς.

Αν Y_1 και Y_2 είναι ανεξάρτητες τυχαίες μεταβλητές από την κατανομή χ^2 με βαθμούς ελευθερίας n_1 και n_2 αντίστοιχα, τότε το κλάσμα

$$W = \frac{Y_1/n_1}{Y_2/n_2}$$

είναι τυχαία μεταβλητή που ακολουθεί μία κατανομή την οποία μελέτησε και ανέπτυξε ο Sir R.A. Fisher και η οποία προς τιμή του συμβολίζεται με F .

Στην απλούστερη μορφή της, η ANOVA μάς δίνει τη δυνατότητα να δοκιμάσουμε την υπόθεση ότι οι μέσες τιμές διαφόρων πληθυσμών είναι ίσες. Κάτω από το πλαίσιο αυτό, μπορούμε να θεωρήσουμε την ANOVA σαν προέκταση της δοκιμασίας t για τη σύγκριση των μέσων τιμών δύο πληθυσμών. Υπάρχουν όμως δύο λόγοι για τους οποίους χρησιμοποιούμε την ANOVA έναντι της δοκιμασίας t . Ο ένας είναι η συντομότερη διαδικασία ανάλυσης και ο δεύτερος (και πιο σημαντικός) η ακρίβεια της διάγνωσης. Για παράδειγμα αν υποθέσουμε ότι έχουμε να συγκρίνουμε τις μέσες τιμές για 5 πληθυσμούς, τότε θα πρέπει να κάνουμε 10 διαφορετικές ζευγαρωτές δοκιμασίες t . Στη συνέχεια και προκειμένου να αποδεχθούμε τη μηδενική υπόθεση: « H_0 : Δεν υπάρχουν διαφορές μεταξύ των 5 πληθυσμών» θα πρέπει να αποδεχθούμε και τις 10 ζευγαρωτές δοκιμασίες t . Αν το επίπεδο σημαντικότητας κάθε ζευγαρωτής δοκιμασίας είναι $\alpha = 0.05$, τότε η πιθανότητα να αποδεχθούμε και τις 10 δοκιμασίες είναι $(0.95)^{10} = 0.5987$. Συνεπώς η πιθανότητα να απορρίψουμε τουλάχιστον μία ζευγαρωτή δοκιμασία (και επομένως την H_0) θα είναι $1 - 0.5987 = 0.4013$ που σημαίνει ότι με τις 10 δοκιμασίες t υποπίπτουμε σε σφάλμα τύπου I στο 40.13% των περιπτώσεων.

Από τους υπάρχοντες πειραματικούς σχεδιασμούς ο απλούστερος είναι εκείνος που χαρακτηρίζεται από την ανάλυση της διακύμανσης κατά ένα παράγοντα (one factor ANOVA) και καλείται πλήρως τυχαίοποιημένος σχεδιασμός (completely randomized design). Η «μονόπλευρη ανάλυση της διακύμανσης», λοιπόν, χρησιμοποιείται για να διαπιστωθούν οι κύριες επιδράσεις μιας ανεξάρτητης μεταβλητής σε μία εξαρτημένη. Στην περίπτωση μας, η ανεξάρτητη μεταβλητή

είναι ο δείκτης «Price to Sales» και η εξαρτημένη οι υπερβάλλουσες αποδόσεις των χαρτοφυλακίων. Ο στατιστικός έλεγχος που θα χρησιμοποιηθεί είναι ο έλεγχος της κατανομής F που εξετάζει αν οι μέσοι των χαρτοφυλακίων που διαμορφώθηκαν βάση των τιμών της ανεξάρτητης μεταβλητής, είναι τόσο διαφορετικοί μεταξύ τους ώστε να μην οφείλονται σε τυχαίους παράγοντες αλλά στις τιμές που λαμβάνει η ανεξάρτητη μεταβλητή. Πιο συγκεκριμένα η μηδενική υπόθεση είναι:

$$H_0: \mu_1 = \mu_2 = \mu_3$$

και η εναλλακτική:

$$H_1: \mu_1 \neq \mu_2 \neq \mu_3$$

Για να ελέγξουμε, επίσης, την ομοιογένεια των διακυμάνσεων, θα προχωρήσουμε σε έναν έλεγχο Levene, ο οποίος ελέγχει τη μηδενική υπόθεση:

$$H_0: \sigma_1^2 = \sigma_2^2 = \sigma_3^2$$

έναντι της εναλλακτικής

$$H_1: \sigma_i^2 \neq \sigma_j^2 \text{ για τουλάχιστον ένα ζευγάρι.}$$

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

Συμπεράσματα μελέτης - Ερμηνεία αποτελεσμάτων

6.1 Πίνακες αποδόσεων

Έπειτα από μια σειρά υπολογισμών με βάση τα προαναφερόμενα βήματα, ανάγονται τα αποτελέσματα όσον αφορά τα τρία χαρτοφυλάκια Α, Β και Γ που διαμορφώνονται το εκάστοτε έτος. Πιο συγκεκριμένα, στο Παράρτημα Ι ο Πίνακας Ι.1 εμφανίζει τόσο τις πραγματικές αποδόσεις που εμφάνισε κάθε έτος το χαρτοφυλάκιο με τις μετοχές με τη μικρότερη τιμή του δείκτη P/S (επ' ονόματι Χαρτοφυλάκιο Α) όσο και τις αναμενόμενες αποδόσεις του, σύμφωνα με το μοντέλο CAPM που περιγράψαμε ανωτέρω. Η διαφορά τους, φυσικά, συνιστά τις υπερβάλλουσες αποδόσεις (excess returns) του χαρτοφυλακίου.

Ομοίως, οι Πίνακες Ι.2 και Ι.3 του Παραρτήματος Ι απεικονίζουν τις πραγματικές, αναμενόμενες και υπερβάλλουσες αποδόσεις των χαρτοφυλακίων, που αποτελούνται από μετοχές με ενδιάμεσες τιμές του δείκτη (Χαρτοφυλάκιο Β) και υψηλές τιμές του δείκτη (Χαρτοφυλάκιο Γ) αντίστοιχα.

6.2 Ανάλυση αποτελεσμάτων

Παρακάτω παρατίθενται οι πίνακες ανά έτος που αφορούν τα τρία διαμορφωθέντα χαρτοφυλάκια και τις υπερβάλλουσες αποδόσεις τους με την αντίστοιχη ανάλυση των αποτελεσμάτων (Πίνακες IV, V, VI, VII, VIII, IX, X, XI, XII, XIII και XIV).

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.1

Αποδόσεις 1995

Έτος	Τρίμηνο	Χαρτοφυλάκιο		
		A	B	Γ
1995	1	-5,657%	3,470%	-2,628%
	2	-10,430%	-1,388%	6,938%
	3	28,722%	3,638%	7,840%
	4	-3,841%	2,485%	4,389%

Το 1995 παρατηρούνται αποδόσεις υψηλότερες όσο αυξάνεται η τιμή του δείκτη P/S κατά το 2^ο και 4^ο τρίμηνο. Με άλλα λόγια, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις του χαρτοφυλακίου Γ είναι μεγαλύτερες από αυτές των Α και Β όπως επίσης και οι αντίστοιχες του χαρτοφυλακίου Β συγκριτικά με εκείνες του Α. Στο τρίτο τρίμηνο του εν λόγω έτους παρατηρείται ακριβώς η αντίθετη πορεία που συνιστά και την υπόθεση που εξετάζει η έρευνα, δηλαδή χαμηλότερος δείκτης P/S οδηγεί σε υψηλότερες υπερβάλλουσες αποδόσεις. Κατά το πρώτο τρίμηνο, η υπερβάλλουσα απόδοση του χαρτοφυλακίου Β είναι μεγαλύτερη από αυτές των δύο άλλων χαρτοφυλακίων.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.2

Αποδόσεις 1996

Έτος	Τρίμηνο	Χαρτοφυλάκιο		
		A	B	Γ
1996	1	-2,847%	5,022%	4,361%
	2	-5,973%	5,196%	-1,745%
	3	-2,117%	-1,298%	-1,938%
	4	-3,729%	-3,856%	-2,364%

Τα τρία πρώτα τρίμηνα του 1996, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις του χαρτοφυλακίου Β είναι μεγαλύτερες, ή σε μερικές περιπτώσεις λιγότερο μικρές, από εκείνες του χαρτοφυλακίου Α και μικρότερες από τις αντίστοιχες του Γ. Παράλληλα, το χαρτοφυλάκιο Γ εμφανίζει αποδόσεις μεγαλύτερες του Α. Το τελευταίο τρίμηνο του έτους οι αποδόσεις των Α και Β σχεδόν συμπίπτουν ενώ το Γ κινείται ελάχιστα ψηλότερα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.3

Αποδόσεις 1997

Έτος	Τρίμηνο	Χαρτοφυλάκιο		
		A	B	Γ
1997	1	-3,647%	-15,802%	-18,971%
	2	6,689%	25,811%	128,735%
	3	1,212%	7,676%	186,726%
	4	-1,281%	7,284%	-89,709%

Το επόμενο έτος της υπό εξέταση περιόδου το χαρτοφυλάκιο Γ παρουσιάζει υψηλότερες υπερβάλλουσες αποδόσεις κατά το δεύτερο και τρίτο τρίμηνο, κατά πολύ μεγαλύτερες των δύο ετέρων χαρτοφυλακίων, την ώρα που οι αντίστοιχες αποδόσεις του Β είναι υψηλότερες του Α. Στο πρώτο τρίμηνο συμβαίνει ακριβώς το αντίθετο ενώ στο τελευταίο τρίμηνο έχουμε πολύ χαμηλή αρνητική υπερβάλλουσα απόδοση για το Γ, αρκετά μεγαλύτερη αλλά αρνητική για το Α και θετική απόδοση για το Β.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.4

Αποδόσεις 1998

Έτος	Τρίμηνο	Χαρτοφυλάκιο		
		A	B	Γ
1998	1	-5,290%	4,263%	25,982%
	2	17,558%	-2,182%	20,594%
	3	1,114%	-1,317%	7,589%
	4	-1,211%	-6,173%	5,510%

Κατά το 1998 και ενώ το πρώτο τρίμηνο παρατηρείται πάλι η σχέση Υπερβάλλουσα απόδοση Γ > Υπερβάλλουσα απόδοση Β > Υπερβάλλουσα απόδοση Α, στα τρία υπόλοιπα τρίμηνα οι αποδόσεις του χαρτοφυλακίου Γ εξακολουθούν να κινούνται σε υψηλότερα επίπεδα, με τις αντίστοιχες του Β, ωστόσο, να είναι οι μικρότερες και κάτω του 0.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.5

Αποδόσεις 1999

Έτος	Τρίμηνο	Χαρτοφυλάκιο		
		A	B	Γ
1999	1	-0,989%	58,229%	25,412%
	2	33,112%	49,330%	62,974%
	3	25,034%	57,450%	94,838%
	4	-0,934%	13,428%	34,721%

Καθ' όλη τη διάρκεια του 1999, που αποτελεί και το έτος της αποκορύφωσης του Χρηματιστηρίου Αξιών, συγκριτικά οι υπερβάλλουσες αποδόσεις του χαρτοφυλακίου με τις υψηλές τιμές του δείκτη P/S είναι υψηλότερες και οι αντίστοιχες του χαρτοφυλακίου με τις χαμηλές τιμές του δείκτη P/S είναι χαμηλότερες. Μοναδική εξαίρεση αποτελεί το πρώτο τρίμηνο όπου η μόνη διαφορά έγκειται στο ότι η υπερβάλλουσα απόδοση του Β ξεπερνάει κατά πολύ την αντίστοιχη του Γ, με αυτή του Α να παραμένει η χαμηλότερη.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.6

Αποδόσεις 2000

Έτος	Τρίμηνο	Χαρτοφυλάκιο		
		A	B	Γ
2000	1	-14,120%	-6,734%	-2,820%
	2	7,894%	9,376%	12,023%
	3	-7,992%	-9,772%	-4,870%
	4	-0,971%	11,977%	-3,315%

Όπως φαίνεται από τον πίνακα, τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2000 επικρατεί και πάλι η σχέση Υπερβάλλουσα απόδοση Γ > Υπερβάλλουσα απόδοση Β > Υπερβάλλουσα απόδοση Α. Οι αποδόσεις στα δύο τελευταία τρίμηνα, από την άλλη, δεν ακολουθούν την ίδια σχέση αλλά κινούνται διαφορετικά και χωρίς κάποια συγκεκριμένη βάση.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.7

Αποδόσεις 2001

Έτος	Τρίμηνο	Χαρτοφυλάκιο		
		A	B	Γ
2001	1	4,088%	5,428%	16,295%
	2	-8,052%	0,769%	-0,599%
	3	4,457%	1,385%	4,629%
	4	4,709%	1,517%	6,321%

Η προαναφερόμενη σχέση εμφανίζεται και κατά τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2001 με τη μόνη διαφορά ότι η υπερβάλλουσα απόδοση του χαρτοφυλακίου B είναι κατά λίγο υψηλότερη από αυτή του Γ το δεύτερο τρίμηνο. Μια άλλη σχέση διέπει τις αποδόσεις των τριών χαρτοφυλακίων τα δύο τελευταία τρίμηνα, η οποία είναι η ακόλουθη: Υπερβάλλουσα απόδοση Γ > Υπερβάλλουσα απόδοση A > Υπερβάλλουσα απόδοση B. Παρατηρείται, μάλιστα, οι αποδόσεις των χαρτοφυλακίων στα δύο αυτά τρίμηνα να παραμένουν σχεδόν σταθερές (μικρή μεταβολή μόνο στο χαρτοφυλάκιο Γ).

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.8

Αποδόσεις 2002

Έτος	Τρίμηνο	Χαρτοφυλάκιο		
		A	B	Γ
2002	1	4,410%	9,747%	2,840%
	2	4,183%	2,874%	5,301%
	3	-3,707%	6,146%	0,029%
	4	-5,124%	4,262%	8,645%

Το 2002 παρατηρείται μία γενικότερη ανομοιομορφία στη σχέση που εκφράζει τις υπερβάλλουσες αποδόσεις των τριών χαρτοφυλακίων κάθε τρίμηνο, χωρίς να είναι απαραίτητο να προβούμε σε αναλυτική περιγραφή τους διότι δεν είναι αυτός καθαυτός ο αντικειμενικός σκοπός της έρευνας.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.9

Αποδόσεις 2003

Έτος	Τρίμηνο	Χαρτοφυλάκιο		
		A	B	Γ
2003	1	1,568%	-2,273%	4,464%
	2	5,801%	-0,833%	-4,220%
	3	-2,481%	5,833%	3,315%
	4	-7,974%	-2,209%	-1,553%

Το αμέσως επόμενο έτος αξιοσημείωτη είναι η σχέση των υπερβαλλουσών αποδόσεων κατά το δεύτερο και τέταρτο τρίμηνο. Πιο συγκεκριμένα, το δεύτερο τρίμηνο η απόδοση του χαρτοφυλακίου A είναι μεγαλύτερη από την αντίστοιχη του B, η οποία με τη σειρά της είναι υψηλότερη από αυτήν του Γ. Το ακριβώς αντίθετο συμβαίνει το τελευταίο τρίμηνο, δηλαδή εμφανίζεται πάλι η σχέση Υπερβάλλουσα απόδοση Γ > Υπερβάλλουσα απόδοση B > Υπερβάλλουσα απόδοση A.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.10

Αποδόσεις 2004

Έτος	Τρίμηνο	Χαρτοφυλάκιο		
		A	B	Γ
2004	1	-9,347%	5,454%	10,348%
	2	-5,591%	-4,894%	5,508%
	3	-3,306%	-4,661%	-0,012%
	4	-5,724%	-3,577%	6,221%

Η τελευταία σχέση είναι αυτή που χαρακτηρίζει και ολόκληρο το έτος 2004. Μάλιστα σχεδόν όλες οι υπερβάλλουσες αποδόσεις του χαρτοφυλακίου με τις υψηλές τιμές του δείκτη P/S είναι θετικές, την ώρα που όλες οι αντίστοιχες αποδόσεις των χαρτοφυλακίων A και B, εκτός από αυτή του B κατά το πρώτο τρίμηνο, κυμαίνονται κάτω του 0. Μοναδική παρέκκλιση από τη σχέση συνίσταται στο τρίτο τρίμηνο μεταξύ των χαρτοφυλακίων A και B (Υπερβάλλουσα απόδοση A > Υπερβάλλουσα απόδοση B).

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.11

Αποδόσεις 2005

Έτος	Τρίμηνο	Χαρτοφυλάκιο		
		A	B	Γ
2005	1	-1,685%	7,643%	5,207%
	2	-3,505%	3,535%	1,654%
	3	12,211%	3,215%	2,570%
	4	10,598%	7,867%	5,502%

Στο τελευταίο έτος, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις των χαρτοφυλακίων διέπονται από την αντίστροφη σχέση Υπερβάλλουσα απόδοση A > Υπερβάλλουσα απόδοση B > Υπερβάλλουσα απόδοση Γ κατά τα δύο τελευταία τρίμηνα. Τα δύο πρώτα τρίμηνα του 2005, ωστόσο, οι αποδόσεις του A είναι οι χαμηλότερες και οι αντίστοιχες του B παραμένουν υψηλότερες αυτών του Γ.

Όλες οι υπερβάλλουσες αποδόσεις, οι οποίες αποτελούν και το εργαλείο για την εξαγωγή των συμπερασμάτων της έρευνας, παρουσιάζονται συγκεντρωτικά για τα χαρτοφυλάκια σε όλα τα έτη στον Πίνακα XV που παρατίθεται κατωτέρω.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.12

Υπερβάλλουσες αποδόσεις

Έτος	Τρίμηνο	Χαρτοφυλάκιο		
		Α	Β	Γ
1995	1	-5,657%	3,470%	-2,628%
	2	-10,430%	-1,388%	6,938%
	3	28,722%	3,638%	7,840%
	4	-3,841%	2,485%	4,389%
1996	1	-2,847%	5,022%	4,361%
	2	-5,973%	5,196%	-1,745%
	3	-2,117%	-1,298%	-1,938%
	4	-3,729%	-3,856%	-2,364%
1997	1	-3,647%	-15,802%	-18,971%
	2	6,689%	25,811%	128,735%
	3	1,212%	7,676%	186,726%
	4	-1,281%	7,284%	-89,709%
1998	1	-5,290%	4,263%	25,982%
	2	17,558%	-2,182%	20,594%
	3	1,114%	-1,317%	7,589%
	4	-1,211%	-6,173%	5,510%
1999	1	-0,989%	58,229%	25,412%
	2	33,112%	49,330%	62,974%
	3	25,034%	57,450%	94,838%
	4	-0,934%	13,428%	34,721%
2000	1	-14,120%	-6,734%	-2,820%
	2	7,894%	9,376%	12,023%
	3	-7,992%	-9,772%	-4,870%
	4	-0,971%	11,977%	-3,315%
2001	1	4,088%	5,428%	16,295%
	2	-8,052%	0,769%	-0,599%
	3	4,457%	1,385%	4,629%
	4	4,709%	1,517%	6,321%
2002	1	4,410%	9,747%	2,840%
	2	4,183%	2,874%	5,301%
	3	-3,707%	6,146%	0,029%
	4	-5,124%	4,262%	8,645%
2003	1	1,568%	-2,273%	4,464%
	2	5,801%	-0,833%	-4,220%
	3	-2,481%	5,833%	3,315%
	4	-7,974%	-2,209%	-1,553%
2004	1	-9,347%	5,454%	10,348%
	2	-5,591%	-4,894%	5,508%
	3	-3,306%	-4,661%	-0,012%
	4	-5,724%	-3,577%	6,221%
2005	1	-1,685%	7,643%	5,207%
	2	-3,505%	3,535%	1,654%
	3	12,211%	3,215%	2,570%
	4	10,598%	7,867%	5,502%

6.3 Ερμηνεία αποτελεσμάτων

Όπως γίνεται κατανοητό από την παράθεση των αποτελεσμάτων και την ανάλυσή τους ανά έτος που προηγήθηκαν, δεν υπάρχει κάποια συγκεκριμένη σχέση που να επικρατεί ουσιαστικά, δηλαδή τουλάχιστον στο 50% των παρατηρήσεων, όσον αφορά τις υπερβάλλουσες αποδόσεις των τριών χαρτοφυλακίων των 44 τριμήνων της περιόδου 1995-2005.

Ειδικότερα, από τις 44 διαφορετικές περιόδους των παρατηρήσεων, η συγκριτική σχέση που εμφανίζεται τις περισσότερες φορές (16) και σε ποσοστό 36,36% των παρατηρήσεων είναι εκείνη στην οποία το χαρτοφυλάκιο Γ - με τις μετοχές με τη μεγαλύτερη τιμή του δείκτη «Price to Sales» - παρουσιάζει τις υψηλότερες υπερβάλλουσες αποδόσεις και ακολουθεί το χαρτοφυλάκιο Β - των μετοχών με τις μεσαίες τιμές του δείκτη «Price to Sales». Συνεπώς, το χαρτοφυλάκιο Α, που αποτελείται από τις μετοχές των εταιριών με τους χαμηλότερους δείκτες «Price to Sales», έχει τις χαμηλότερες αποδόσεις στα 16 αυτά τρίμηνα.

Έπειτα, από 10 φορές (ποσοστό 22,73%) εμφανίζονται οι δύο παρακάτω σχέσεις:

- § Υπερβάλλουσες αποδόσεις χαρτοφυλακίου Β > Υπερβάλλουσες αποδόσεις χαρτοφυλακίου Γ > Υπερβάλλουσες αποδόσεις χαρτοφυλακίου Α
- § Υπερβάλλουσες αποδόσεις χαρτοφυλακίου Γ > Υπερβάλλουσες αποδόσεις χαρτοφυλακίου Α > Υπερβάλλουσες αποδόσεις χαρτοφυλακίου Β

Στα υπόλοιπα 8 τρίμηνα παρατηρούμε τις εναπομένουσες τρεις σχέσεις μεταξύ των χαρτοφυλακίων σε αθροιστικό ποσοστό 18,18%.

Γίνεται, λοιπόν, αντιληπτό ότι στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά η στρατηγική που βασίζεται στο δείκτη P/S και υπαγορεύει ότι μετοχές εταιριών με χαμηλή τιμή του δείκτη είναι υποτιμημένες και συνεπώς ενδείκνυται η επένδυση σε αυτές για μελλοντικές υψηλές αποδόσεις, δεν αποφέρει τα αναμενόμενα

αποτελέσματα. Ίσως, οι ιδιαιτερότητες της ελληνικής αγοράς κεφαλαίου να μην επιτρέπουν στην εν λόγω στρατηγική να αποδώσει σύμφωνα με τη θεωρία και επομένως, ο δείκτης «Price to Sales» από μόνος του δεν αποτελεί χρήσιμο εργαλείο για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων.

6.4 Στατιστικός έλεγχος αποτελεσμάτων

6.4.1 Παραμετρικοί έλεγχοι

Η ολοκληρωμένη ερμηνεία των αποτελεσμάτων της έρευνας προϋποθέτει το στατιστικό έλεγχό τους, ο οποίος ουσιαστικά συνίσταται στην προσπάθεια να διαφανεί αν οι διαφορές στις υπερβάλλουσες αποδόσεις των χαρτοφυλακίων είναι τυχαίες ή όντως οφείλονται στη μεταβλητή βάσει της οποίας πραγματοποιήθηκε ο διαχωρισμός των εταιριών του δείγματος στα τρία χαρτοφυλάκια, δηλαδή ο δείκτης «Price to Sales». Για το λόγο αυτό, εφαρμόζεται ο στατιστικός έλεγχος της ισότητας των μέσων και των διακυμάνσεων πολλαπλών δειγμάτων κατά ένα παράγοντα (Analysis of Variance – ANOVA), σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=5\%$.

Ο συγκεκριμένος έλεγχος χρησιμοποιείται για να διαπιστωθούν οι κυριότερες επιδράσεις μιας ανεξάρτητης μεταβλητής σε μία εξαρτημένη. Στη συγκεκριμένη περίπτωση, η ανεξάρτητη μεταβλητή είναι ο δείκτης P/S και η εξαρτημένη οι υπερβάλλουσες αποδόσεις των χαρτοφυλακίων που αναλύθηκαν ανωτέρω. Όπως αναφέρθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο, ο στατιστικός έλεγχος που χρησιμοποιείται είναι ο έλεγχος της κατανομής F που εξετάζει αν οι μέσοι των χαρτοφυλακίων που διαμορφώθηκαν βάση των τιμών της ανεξάρτητης μεταβλητής, είναι τόσο διαφορετικοί μεταξύ τους ώστε να μην οφείλονται σε τυχαίους παράγοντες αλλά στις τιμές που λαμβάνει η ανεξάρτητη μεταβλητή. Οι υποθέσεις που ελέγχουμε είναι:

$$H_0: \mu_1 = \mu_2 = \mu_3$$

$$H_1: \mu_1 \neq \mu_2 \neq \mu_3$$

Υπάρχουν, ωστόσο, κάποιες προϋποθέσεις που πρέπει να τηρούνται προκειμένου να εφαρμοστεί ο συγκεκριμένος έλεγχος. Ειδικά:

- **Πολυμεταβλητή κανονικότητα.** Για λόγους ελέγχου στατιστικής σημαντικότητας, οι μεταβλητές θα πρέπει να ακολουθούν πολυμετάβλητες κανονικές κατανομές ενώ η εξαρτημένη μεταβλητή να κατανέμεται κανονικά σε κάθε κατηγορία της ανεξάρτητης μεταβλητής.
- **Ομοιογένεια των διακυμάνσεων.** Η εξαρτημένη μεταβλητή πρέπει να έχει την ίδια διακύμανση σε κάθε κατηγορία της ανεξάρτητης μεταβλητής.
- **Ίσα ή παρόμοια μεγέθη δειγμάτων.** Οι ομάδες που δημιουργούνται από τις τιμές της ανεξάρτητης μεταβλητής πρέπει να είναι ίσου ή παρόμοιου μεγέθους.

Από τα αποτελέσματα που αφορούν το δείγμα μας και παρατίθενται κατωτέρω συνάγεται ότι η πρώτη προϋπόθεση παραβιάζεται.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.13

Στατιστικά αποτελέσματα

ΧΑΡΤΟ-ΦΥΛΑΚΙΑ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΩΝ	ΜΕΣΟΣ	ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗ	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ	ΑΣΥΜ-ΜΕΤΡΙΑ	ΚΥΡΤΩΣΗ
A	44	0,0104175	0,00974819	0,0987329	4,43397	4,00462
B	44	0,0598504	0,0227057	0,150684	6,61074	8,67319
Γ	44	0,132441	0,160963	0,401202	6,39622	13,0872
ΣΥΝΟΛΟ	132	0,0675695	0,0660185	0,256941	16,9843	55,0543

Πιο συγκεκριμένα, η τυπική ασυμμετρία και κυρτότητα είναι έξω από το εύρος (-2, +2) για τα 3 χαρτοφυλάκια. Αυτό δείχνει σημαντική μη κανονικότητα στα δεδομένα, η οποία παραβιάζει την υπόθεση ότι τα δεδομένα προέρχονται από κανονικές κατανομές.

Ταυτόχρονα, πραγματοποιήθηκε ο έλεγχος Levene, ο οποίος χρησιμοποιείται για την εξακρίβωση της ισότητας των διακυμάνσεων σε διαφορετικά δείγματα, δηλαδή ελέγχει τη μηδενική υπόθεση:

$$H_0: \sigma_1^2 = \sigma_2^2 = \sigma_3^2$$

έναντι της εναλλακτικής

$$H_1: \sigma_i^2 \neq \sigma_j^2 \text{ για τουλάχιστον ένα ζευγάρι.}$$

Ο έλεγχος Levene ορίζεται ως εξής:

$$W = \frac{(N - k) \sum_{i=1}^k N_i (\bar{Z}_i - \bar{Z}_{..})^2}{(k - 1) \sum_{i=1}^k \sum_{j=1}^{N_i} (Z_{ij} - \bar{Z}_i)^2}$$

όπου

$$Z_{ij} = |Y_{ij} - \bar{Y}_i| \quad \text{και} \quad \bar{Y}_i \text{ ο μέσος της } i\text{-στου υποσυνόλου.}$$

Η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται όταν η δειγματική τιμή του επιπέδου σημαντικότητας (P-value) είναι μεγαλύτερη από το επίπεδο σημαντικότητας του 5%, για το οποίο γίνεται ο έλεγχος. Η τιμή του P-value ουσιαστικά μας δείχνει το πόσο πιθανό είναι κατά τύχη να έχουμε μια τιμή στην κατανομή μας τουλάχιστον ίση ή μεγαλύτερη από αυτήν που βρίσκουμε από τον έλεγχο. Κατά συνέπεια, αν η τιμή αυτή είναι χαμηλότερη από το επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=5\%$ που θέτουμε, θεωρούμε ότι η διαφορά αυτή είναι στατιστικά σημαντική ανάμεσα στις ομάδες που ελέγχουμε.

Το αποτέλεσμα του Levene test είναι 3,233 και η τιμή του P-value ίση με 4,26%, συνεπώς απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση της ισότητας των διακυμάνσεων, γεγονός που οδηγεί στην παραβίαση της δεύτερης από τις τρεις προαναφερθείσες προϋποθέσεις.

Μολονότι παραβιάζονται οι υποθέσεις της κανονικότητας και της ομοιογένειας των διακυμάνσεων, το αποτέλεσμα της στατιστικής F δεν επηρεάζεται ιδιαίτερα ώστε να έχουμε μεγαλύτερη πιθανότητα σφάλματος τύπου I στον έλεγχο των χαρτοφυλακίων (εσφαλμένη απόρριψη της H_0). Αυτό γιατί υπάρχει ισότητα στα μεγέθη των δειγμάτων, δηλαδή στα μεγέθη των παρατηρήσεων για όλα τα χαρτοφυλάκια ($n=44$).

Ο έλεγχος, λοιπόν, της ισότητας των μέσων και των διακυμάνσεων πολλαπλών δειγμάτων κατά ένα παράγοντα, εξετάζει τις υποθέσεις $H_0: \mu_1 = \mu_2 = \mu_3$ και $H_1: \mu_1 \neq \mu_2 \neq \mu_3$. Η τιμή της F ορίζεται ως το κλάσμα του $MS_{\text{betweengroups}}$ εκτιμητή προς το $MS_{\text{withingroups}}$ εκτιμητή (όπου MS =Μέσο Τετράγωνο), οι οποίοι αποτελούν τα δύο συνθετικά στα οποία διασπάται η διακύμανση των δεδομένων και υπολογίζονται ως εξής:

$$MS_{\text{between}} = \frac{n \sum_{j=1}^k (\bar{X}_{\square j} - \bar{X}_{\square \square})^2}{k-1} \quad \text{και} \quad MS_{\text{within}} = \frac{\sum_{j=1}^k \sum_{i=1}^{n_j} (X_{ij} - \bar{X}_{\square j})^2}{\sum_{j=1}^k (n_j - 1)}$$

Τα αποτελέσματα του ελέγχου παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.14**Πίνακας ANOVA**

ΠΗΓΗ	ΑΘΡΟΙΣΜΑ ΤΕΤΡΑΓΩΝΩΝ	ΒΑΘΜΟΙ ΕΛΕΥΘΕΡΙΑΣ	ΜΕΣΟ ΤΕΤΡΑΓΩΝΟ	F-RATIO	P-VALUE
BETWEEN GROUPS	0,331504	2	0,165752	2,57	0,0804
WITHIN GROUPS	8,31692	129	0,0644722		
ΣΥΝΟΛΟ (CORR)	8,648424	131			

Ο δείκτης F ισούται με 2,57091 και η τιμή του P-value του F-test είναι ίση με 0,0804, μεγαλύτερη από το επίπεδο σημαντικότητας 0,05. Οπότε δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική διαφορά μεταξύ των μέσων των 3 μεταβλητών σε επίπεδο εμπιστοσύνης 95%.

6.4.2 Έλεγχος Kruskal-Walis

Λόγω των αποτελεσμάτων του ελέγχου και της ασυμμετρίας που παρουσιάστηκε στα δείγματα, είναι σκόπιμο να πραγματοποιηθεί ο στατιστικός έλεγχος των Kruskal-Walis. Αυτό γιατί θέλουμε να δούμε αν τα χαρτοφυλάκια που διαμορφώθηκαν με βάση τον υπό εξέταση χρηματοοικονομικό δείκτη είναι στατιστικά διαφορετικά ή όχι. Ο συγκεκριμένος έλεγχος εξετάζει την υπόθεση H_0 ότι οι διάμεσοι στις τρεις στήλες είναι ίσοι. Τα δεδομένα από όλες τις στήλες πρώτα συνδυάζονται και ταξινομούνται από το μικρότερο στο μεγαλύτερο.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.15**Έλεγχος Kruskal-Wallis**

	ΜΕΓΕΘΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ	ΤΑΞΗ ΜΕΣΟΥ	ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ χ^2	P-VALUE
A	44	51,6136	11,1605	0,00377167
B	44	69,5455		
Γ	44	78,3409		

Για επίπεδο σημαντικότητας 5%, η τιμή του χ^2 ισούται με 11,1605. Λόγω του ότι η P-value είναι μικρότερη του 0,05, υπάρχει στατιστικά σημαντική διαφορά

μεταξύ των διαμέσων σε διάστημα εμπιστοσύνης 95%. Με άλλα λόγια, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις σχετίζονται με το δείκτη «Price to Sales».

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

ΠΙΝΑΚΑΣ Ι.1
Αποδόσεις Χαρτοφυλακίου Α

ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ Α				
Έτος	Τρίμηνο	Πραγματικές	Αναμενόμενες	Υπερβάλλουσες
1995	1	-8,3714%	-2,714%	-5,6570%
	2	-3,0788%	7,351%	-10,4299%
	3	34,3562%	5,634%	28,7220%
	4	-5,2848%	-1,444%	-3,8406%
1996	1	4,3920%	7,239%	-2,8473%
	2	-10,8593%	-4,886%	-5,9734%
	3	2,2914%	4,409%	-2,1175%
	4	-4,1373%	-0,408%	-3,7295%
1997	1	23,8056%	27,452%	-3,6469%
	2	14,0646%	7,375%	6,6893%
	3	11,8015%	10,590%	1,2115%
	4	-9,3175%	-8,037%	-1,2807%
1998	1	22,9761%	28,266%	-5,2899%
	2	32,1238%	14,566%	17,5579%
	3	-6,2831%	-7,397%	1,1137%
	4	22,0146%	23,226%	-1,2110%
1999	1	22,1630%	23,152%	-0,9888%
	2	52,3704%	19,259%	33,1118%
	3	65,2760%	40,242%	25,0341%
	4	-3,2290%	-2,295%	-0,9344%
2000	1	-31,9249%	-17,805%	-14,1195%
	2	-12,5062%	-20,400%	7,8942%
	3	-4,6329%	3,359%	-7,9919%
	4	-25,8544%	-24,883%	-0,9712%
2001	1	-7,7088%	-11,797%	4,0882%
	2	-19,6246%	-11,573%	-8,0515%
	3	-17,2215%	-21,679%	4,4575%
	4	23,3398%	18,631%	4,7092%
2002	1	-8,2862%	-12,696%	4,4103%
	2	2,1555%	-2,027%	4,1829%
	3	-22,6212%	-18,914%	-3,7068%
	4	-10,2835%	-5,160%	-5,1238%

2003	1	-18,5903%	-20,158%	1,5682%
	2	41,6056%	35,804%	5,8013%
	3	5,7350%	8,216%	-2,4808%
	4	6,8559%	14,830%	-7,9739%
2004	1	-4,4120%	4,935%	-9,3474%
	2	-6,5716%	-0,981%	-5,5906%
	3	-4,2706%	-0,964%	-3,3063%
	4	14,8919%	20,616%	-5,7238%
2005	1	0,4498%	2,134%	-1,6846%
	2	2,5567%	6,062%	-3,5050%
	3	20,9939%	8,783%	12,2111%
	4	17,5928%	6,995%	10,5976%

ΠΙΝΑΚΑΣ Ι.2
Αποδόσεις Χαρτοφυλακίου Β

ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ Β				
Έτος	Τρίμηνο	Πραγματικές	Αναμενόμενες	Υπερβάλλουσες
1995	1	-0,4953%	-3,966%	3,4702%
	2	6,4882%	7,876%	-1,3881%
	3	9,4948%	5,857%	3,6382%
	4	0,0142%	-2,471%	2,4853%
1996	1	14,0162%	8,994%	5,0220%
	2	-3,7024%	-8,899%	5,1964%
	3	3,5197%	4,817%	-1,2977%
	4	-6,1466%	-2,291%	-3,8560%
1997	1	34,7516%	50,553%	-15,8015%
	2	37,4732%	11,663%	25,8106%
	3	25,5651%	17,890%	7,6755%
	4	-10,9078%	-18,192%	7,2837%
1998	1	33,3610%	29,098%	4,2628%
	2	12,7671%	14,950%	-2,1825%
	3	-9,0494%	-7,732%	-1,3171%
	4	17,7194%	23,893%	-6,1733%
1999	1	82,6096%	24,380%	58,2294%
	2	69,5844%	20,255%	49,3299%
	3	99,9407%	42,490%	57,4503%
	4	10,8432%	-2,585%	13,4285%
2000	1	-20,7854%	-14,051%	-6,7339%
	2	-6,7799%	-16,156%	9,3764%
	3	-6,6578%	3,114%	-9,7722%
	4	-7,8151%	-19,792%	11,9771%

2001	1	-5,8214%	-11,249%	5,4281%
	2	-10,2658%	-11,035%	0,7691%
	3	-19,3286%	-20,713%	1,3847%
	4	19,4076%	17,891%	1,5166%
2002	1	-0,4605%	-10,208%	9,7471%
	2	1,3716%	-1,502%	2,8739%
	3	-9,1356%	-15,281%	6,1456%
	4	0,2037%	-4,058%	4,2619%
2003	1	-16,8805%	-14,608%	-2,2727%
	2	25,6419%	26,475%	-0,8333%
	3	12,0555%	6,222%	5,8333%
	4	8,8682%	11,078%	-2,2094%
2004	1	8,9579%	3,504%	5,4539%
	2	-5,3550%	-0,461%	-4,8938%
	3	-5,1114%	-0,450%	-4,6614%
	4	10,4360%	14,013%	-3,5769%
2005	1	9,6530%	2,010%	7,6431%
	2	9,1678%	5,632%	3,5354%
	3	11,3571%	8,142%	3,2150%
	4	14,3608%	6,493%	7,8675%

Πίνακας Ι.3
Αποδόσεις Χαρτοφυλακίου Γ

ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ Γ				
Έτος	Τρίμηνο	Πραγματικές	Αναμενόμενες	Υπερβάλλουσες
1995	1	-6,5990%	-3,971%	-2,6280%
	2	14,8165%	7,879%	6,9379%
	3	13,6980%	5,857%	7,8405%
	4	1,9130%	-2,476%	4,3886%
1996	1	13,1908%	8,830%	4,3611%
	2	-10,2670%	-8,523%	-1,7445%
	3	2,8414%	4,779%	-1,9378%
	4	-4,4778%	-2,114%	-2,3638%
1997	1	25,2384%	44,210%	-18,9712%
	2	139,2200%	10,485%	128,7347%
	3	202,6113%	15,885%	186,7263%
	4	-105,1119%	-15,403%	-89,7089%
1998	1	56,4564%	30,474%	25,9820%
	2	36,1781%	15,584%	20,5941%
	3	-0,6978%	-8,287%	7,5894%
	4	30,5063%	24,996%	5,5102%

1999	1	51,2379%	25,826%	25,4123%
	2	84,4003%	21,427%	62,9738%
	3	139,9742%	45,136%	94,8378%
	4	31,7938%	-2,927%	34,7212%
2000	1	-19,6692%	-16,849%	-2,8202%
	2	-7,2963%	-19,319%	12,0229%
	3	-1,5732%	3,297%	-4,8698%
	4	-26,9010%	-23,586%	-3,3149%
2001	1	7,3636%	-8,931%	16,2947%
	2	-9,3555%	-8,757%	-0,5988%
	3	-11,9957%	-16,625%	4,6294%
	4	21,0811%	14,760%	6,3213%
2002	1	-7,3297%	-10,170%	2,8399%
	2	3,8069%	-1,494%	5,3012%
	3	-15,1962%	-15,226%	0,0294%
	4	4,6034%	-4,041%	8,6447%
2003	1	-12,1301%	-16,594%	4,4637%
	2	25,5931%	29,813%	-4,2200%
	3	10,2501%	6,935%	3,3146%
	4	10,8667%	12,420%	-1,5534%
2004	1	13,6716%	3,324%	10,3476%
	2	5,1124%	-0,396%	5,5083%
	3	-0,3969%	-0,385%	-0,0115%
	4	19,4036%	13,183%	6,2206%
2005	1	7,1661%	1,959%	5,2069%
	2	7,1108%	5,457%	1,6536%
	3	10,4509%	7,881%	2,5702%
	4	11,7906%	6,289%	5,5020%

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- “*Investment Management*”, Peter L. Bernstein, Aswath Damodaran – 1988
- “*Wealth Forever: The Analytics of Stock Markets*”, Sarkis J. Khoury, Poorna Pal, Chunsheng Zhou, John E. Karayan – 2003
- “*Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*”, Aswath Damodaran – 2002
- “*Investment Philosophies: Successful Strategies and the Investors Who Made Them Work*”, Aswath Damodaran – 2003
- “*Value Investing*”, Bruce N. Greenwald, Judd Kahn, Paul D. Sonkin, Michael van Biema – 2001
- “*Optimization methods in finance*”, Gerard Cornuejols, Reha Tutucu – 2008
- “*The Relationship between Return and Market Value of Common Stock*”, R. Banz – 1981
- “*Investment Performance of Common Stocks in Relation to their Price-Earnings Ratio: A test of the Efficient Market Hypothesis*”, S. Basu – 1977
- “*Foundations of Finance*”, E. Fama – 1976
- “*The Cross Section of Expected Stock Returns*”, E. Fama and K. French – 1992

- “*Earnings Yields, Market Values and Stock Returns*”, J. Jaffe, D. Keim and R. Westerfield – 1989
- “*Detecting abnormal returns: The Empirical Power and Specification of test statistics*”, B.M. Barber and J.D. Lyon – 1997
- “*Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns*”, E.F. Fama & French – 1992
- “*Does the Stock Market Overreact?*”, Werner F. M. De Bondt and Richard Thaler – 1985
- “*Size and Earnings/Price Ratio Anomalies: One Effect or Two?*”, Cook and M. Rozeff – 1984
- “*Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk*”, Joseph Lakonishok, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny – 1994
- “*Stock Market Anomalies*”, Levis M. – 1989
- “*Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*”, Elton E., Gruber M., Brown S., Goetzmann W. – 2003

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- «*Στατιστικές και Οικονομετρικές Μέθοδοι*», Ανδρέας Α. Κιντής – 1994
- «*Στατιστική*», Βασίλειος Μπένος - 1998
- «*Εισαγωγή στις Χρηματοοικονομικές Αγορές*», Δημήτριος Φ. Παπαϊωάννου – 2002

- «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Σπύρος Σπύρου - 2003
- «Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις Επενδύσεων» Γ' έκδοση, Γεώργιος Αρτίκης - 2002.
- «Επενδύσεις: Χρηματοοικονομική Ανάλυση», Βασιλική Π. Μαλινδρέτου – 2000.
- «Προβλήματα επιλογής και αξιοπιστίας των χρηματοοικονομικών δεικτών» Διδακτορική Διατριβή Αναστάσιος Δ. Τσάμης - 1989

ΔΙΚΤΥΑΚΟΙ ΤΟΠΟΙ

- <http://www.sciencedirect.com>
- <http://www.euro2day.gr>
- <http://www.ase.gr>
- <http://www.naftemporiki.gr>
- <http://www.kathimerini.gr>
- <http://www.euromoney.com>
- <http://www.oecd.org>
- <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>
- <http://www.cbfa.gr>