

# **ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΞΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ**

## **Η περίπτωση του Ελληνικού Χρηματιστηρίου**

**Λάζαρος Ν. Μήτσης**

Δίπλωμα Μηχανικού Η/Υ και Πληροφορικής (Πανεπιστήμιο Πατρών)  
MPhil(Eng) Electronic & Electrical Engineering (University of Birmingham,UK)

Υποβληθείσα για το Μεταπτυχιακό Δίπλωμα  
στη Διοίκηση των Επιχειρήσεων (Executive MBA)

Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

2005

## **ΑΦΙΕΡΩΣΗ**

Στη σύζυγό μου Λία και στους γονείς μου Νικόλαο και Gillian

# ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΞΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

## Η περίπτωση του Ελληνικού Χρηματιστηρίου

Λάζαρος Ν. Μήσης

Σημαντικοί όροι: Επενδύσεις αξίας και ανάπτυξης, μετοχές αξίας και ανάπτυξης, επενδυτικά πρότυπα, στρατηγική εναλλαγής επενδύσεων αξίας και ανάπτυξης, αποδοτικότητα επενδυτικών προτύπων, κόστος συναλλαγών

### ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στη παρούσα διπλωματική εργασία αρχικά γίνεται παρουσίαση των διαφόρων επενδυτικών προτύπων που υπάρχουν και εξηγούνται οι λόγοι της ύπαρξής τους. Στη συνέχεια, παρουσιάζονται τα χαρακτηριστικά των στρατηγικών για επενδύσεις αξίας και ανάπτυξης και γίνεται σύγκριση μεταξύ τους. Υπολογίζουμε τη δυνατή κερδοφορία στρατηγικών που βασίζονται στην εναλλαγή επενδύσεων αξίας και ανάπτυξης στο Ελληνικό Χρηματιστήριο (Χ.Α.Α). Εξετάζεται η απόδοση των στρατηγικών αυτών για τη χρονική περίοδο 1992-2004, αφ' ενός μεν στη περίπτωση που έχουμε τέλεια δυνατότητα πρόβλεψης, αφ' ετέρου δε για κάποιες περιπτώσεις ενδιάμεσων επιπέδων δυνατότητας πρόβλεψης. Οι αποδόσεις τους εκτιμώνται επίσης θεωρώντας μη μηδενικό κόστος συναλλαγών. Με βάση τους υπολογισμούς αυτούς προκύπτουν ορισμένα συμπεράσματα για την αποδοτικότητα των συγκεκριμένων επενδυτικών προτύπων καθώς και της στρατηγικής της εναλλαγής τους.

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

	<u>Σελίδα</u>
ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	I
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ	II
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ	III
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b>	<b>1</b>
1.1 Αντικειμενικοί σκοποί	1
1.2 Μεθοδολογία	1
1.3 Χρησιμότητα	3
1.4 Διάρθρωση μελέτης	3
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΠΡΟΤΥΠΑ</b>	<b>7</b>
2.1 Γενικά	7
2.2 Λόγοι ύπαρξης των επενδυτικών προτύπων	11
2.3 Η ανάδειξη των επενδυτικών προτύπων	12
2.4 Ιστορικές αποδόσεις των επενδυτικών προτύπων	15
2.5 Εναλλαγή επενδυτικών προτύπων	20
2.6 Επενδυτικά πρότυπα και απόδοση των διαχειριστών τους	23
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΞΙΑΣ</b>	<b>27</b>
3.1 Γενικά	27
3.2 Επενδύοντας με βάση συγκεκριμένα κριτήρια	28
3.3 Επενδύοντας αντίθετα από τους υπόλοιπους	35
3.4 Επενδύοντας με σκοπό την αλλαγή της επιχείρησης	38
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ</b>	<b>42</b>
4.1 Γενικά	42
4.2 Επενδύοντας με βάση συγκεκριμένα κριτήρια	43

4.3 Επενδύοντας στη μικρή κεφαλαιοποίηση	50
4.4 Επενδύοντας στις Αρχικές Δημόσιες Προσφορές	53
4.5 Επενδύοντας σε σημαντικό ποσοστό του μ.κ. μικρών εταιριών ανάπτυξης	58
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΞΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ</b>	<b>62</b>
5.1 Γενικά	62
5.2 Σύγκριση των στρατηγικών	63
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6. ΕΝΑΛΛΑΓΗ ΤΩΝ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΞΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α.</b>	<b>73</b>
6.1 Γενικά	73
6.2 Συλλογή δεδομένων και διαμόρφωση των χαρτοφυλακίων	74
6.3 Χαρακτηριστικά των χαρτοφυλακίων	77
6.4 Αναμενόμενα κέρδη από την εναλλαγή του επενδυτικού προτύπου	85
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ</b>	<b>99</b>
<b>ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ</b>	<b>102</b>

## **ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

Επιθυμώ να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στον επιβλέποντα Καθηγητή κ. Χρήστο Καζαντζή για τη βοήθειά του στη συγγραφή της παρούσας μελέτης. Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω το σύνολο των διδασκόντων του Executive MBA (2002-2004) του τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς για τις πολύτιμες γνώσεις και εμπειρίες τις οποίες μου μετέδωσαν.

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

	<u>Σελίδα</u>
<b>Πίνακας 2.1</b> Σημαντικά επενδυτικά πρότυπα	8
<b>Πίνακας 5.1.</b> Ετήσιες αποδόσεις για U.S. δείκτες αξίας και ανάπτυξης (1979-2001)	66
<b>Πίνακας 6.1.</b> Χαρακτηριστικές μετοχές ανάπτυξης/αξίας ανά έτος (1992-2004)	76
<b>Πίνακας 6.2.</b> Κύρια χαρακτηριστικά των χαρτοφυλακίων ανάπτυξης και αξίας	81
<b>Πίνακας 6.3.</b> Μέσες ετήσιες αποδόσεις των χαρτοφυλακίων ανάπτυξης και αξίας σε σχέση με την απόδοση του ΓΔ (1992-2003)	83
<b>Πίνακας 6.4.</b> Μέσες ετήσιες αποδόσεις των χαρτοφυλακίων ανάπτυξης/αξίας/ΓΔ (1992-2003) με κόστος συναλλαγών 1%, 2% και 3%	84
<b>Πίνακας 6.5.</b> Μέσες ετήσιες αποδόσεις της στρατηγικής εναλλαγής επενδύσεων ανάπτυξης και αξίας για κόστος συναλλαγών 0%, 1% και 2%	96

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

	<u>Σελίδα</u>
<b>Διάγραμμα 2.1</b> Ιστορικές αποδόσεις χαμηλής/υψηλής κεφαλαιοποίησης στη Μεγ. Βρετανία	16
<b>Διάγραμμα 2.2.</b> Ιστορικές αποδόσεις επενδύσεων αξίας/ανάπτυξης στη Μεγ. Βρετανία	17
<b>Διάγραμμα 2.3.</b> Ετησιοποιημένες αποδόσεις διαφόρων επενδυτικών προτύπων στη Μεγ. Βρετανία (1956 – 2000)	18
<b>Διάγραμμα 2.4.</b> Ετησιοποιημένες αποδόσεις διαφόρων επενδυτικών προτύπων στις Η.Π.Α. (1956 – 2000)	19
<b>Διάγραμμα 2.5.</b> Ανάλυση των επενδυτικών προτύπων δύο χαρτοφυλακίων που δημιουργήθηκαν τη δεκαετία του 1990	25
<b>Διάγραμμα 3.1.</b> Αποδόσεις με βάση το πηλίκo P/BV των US μετοχών για τα έτη 1927-2001	30
<b>Διάγραμμα 3.2.</b> Αποδόσεις με βάση το πηλίκo P/E των US μετοχών για τα έτη 1952-2001	32
<b>Διάγραμμα 3.3.</b> Αποδόσεις νικητών/χαμένων χαρτοφυλακίων για τα έτη 1933-1978	37
<b>Διάγραμμα 4.1.</b> Σχετική απόδοση μετοχών αξίας/ανάπτυξης με βάση την ανάπτυξη κερδών	46
<b>Διάγραμμα 4.2.</b> Πηλίκo PEG και ετήσιες αποδόσεις	49
<b>Διάγραμμα 4.3.</b> Ετήσιες αποδόσεις ανάλογα με τη κατηγορία κεφαλαιοποίησης	51
<b>Διάγραμμα 4.4.</b> Υπεραπόδοση της χαμηλής κεφαλαιοποίησης (1927-2001)	52
<b>Διάγραμμα 4.5.</b> Μέση αρχική απόδοση της μετοχής ανάλογα με το μέγεθος της έκδοσης	55
<b>Διάγραμμα 4.6.</b> Απόδοση μετοχής πέντε χρόνια μετά την αρχική δημόσια προσφορά	57
<b>Διάγραμμα 6.1.</b> Μέσο πηλίκo MB (1992 – 2004)	78



<b>Διάγραμμα 6.2.</b> Μέση κεφαλαιοποίηση (1992 – 2004)	78
<b>Διάγραμμα 6.3.</b> Μέση μερισματική απόδοση (1992 – 2004)	79
<b>Διάγραμμα 6.4.</b> Διάμεσος P/E (1992 – 2004)	80
<b>Διάγραμμα 6.5.</b> Διάμεσος Price/Cash Flow (1992 – 2004)	81
<b>Διάγραμμα 6.6.</b> Αποδόσεις των χαρτοφυλακίων ανάπτυξης/αξίας και του ΓΔ (1992 – 2003)	82
<b>Διάγραμμα 6.7.</b> Spread των ετήσιων αποδόσεων μεταξύ των χαρτοφυλακίων ανάπτυξης και αξίας (1992 – 2003)	85
<b>Διάγραμμα 6.8.</b> Επίδραση της δυνατότητας πρόβλεψης του spread της επόμενης χρονιάς στην ετήσια απόδοση του χαρτοφυλακίου (κόστος 0%)	87
<b>Διάγραμμα 6.9.</b> Επίδραση της δυνατότητας πρόβλεψης του spread της επόμενης χρονιάς στην ετήσια απόδοση του χαρτοφυλακίου (κόστος 1%)	91
<b>Διάγραμμα 6.10.</b> Επίδραση της δυνατότητας πρόβλεψης του spread της επόμενης χρονιάς στην ετήσια απόδοση του χαρτοφυλακίου (κόστος 2%)	91
<b>Διάγραμμα 6.11.</b> Κατανομές ετήσιων αποδόσεων της στρατηγικής εναλλαγής επενδύσεων ανάπτυξης και αξίας (κόστος 0%)	93
<b>Διάγραμμα 6.12.</b> Κατανομές ετήσιων αποδόσεων της στρατηγικής εναλλαγής επενδύσεων ανάπτυξης και αξίας (κόστος 1%)	95
<b>Διάγραμμα 6.13.</b> Κατανομές ετήσιων αποδόσεων της στρατηγικής εναλλαγής επενδύσεων ανάπτυξης και αξίας (κόστος 2%)	95

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

### 1.1 Αντικειμενικοί σκοποί

Εμπειρικά έχει αποδειχτεί ότι σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα οι επενδύσεις αξίας υπεραποδίδουν σε σχέση με τις επενδύσεις ανάπτυξης. Σε βραχυπρόθεσμα όμως χρονικά διαστήματα είναι δυνατό να υπερέχουν οι επενδύσεις ανάπτυξης. Στη παρούσα διπλωματική εργασία αναλύονται τα χαρακτηριστικά των δυο αυτών φιλοσοφιών επενδύσεων και γίνεται σύγκριση μεταξύ τους. Εξετάζεται επίσης το κατά πόσο κάποιος επενδυτής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) μπορεί να συνδυάσει και τα δυο αυτά είδη επενδύσεων ώστε συνολικά να μεγιστοποιήσει την απόδοσή του.

### 1.2 Μεθοδολογία

Προκειμένου να προσεγγιστούν οι προαναφερθέντες αντικειμενικοί σκοποί της εργασίας, ακολουθείται συγκεκριμένη μεθοδολογία η οποία αναλύεται στα ακόλουθα βήματα:

- Εξέταση του όρου «επενδυτικό πρότυπο», τα είδη των επενδυτικών προτύπων, οι λόγοι ύπαρξής τους καθώς και οι ιστορικές αποδόσεις τους μέχρι σήμερα (τέλη 2004).

- Περιγραφή των στρατηγικών επενδύσεων με βάση το επενδυτικό πρότυπο της αξίας. Οι στρατηγικές που εξετάζονται χωρίζονται σε τρεις επί μέρους κατηγορίες: επενδύσεις με βάση συγκεκριμένα κριτήρια, επενδύσεις που γίνονται σε αντίθεση με τις επενδύσεις των υπολοίπων, επενδύσεις με σκοπό την αλλαγή της επιχείρησης.
- Περιγραφή των στρατηγικών επενδύσεων με βάση το επενδυτικό πρότυπο της ανάπτυξης. Οι στρατηγικές που εξετάζονται χωρίζονται σε τέσσερις επί μέρους κατηγορίες: επενδύσεις με βάση συγκεκριμένα κριτήρια, επενδύσεις στη μικρή κεφαλαιοποίηση, επενδύσεις στις Αρχικές Δημόσιες Προσφορές, επενδύσεις σε σημαντικό ποσοστό του μ. κ. μικρών εταιριών ανάπτυξης
- Σύγκριση των αποδόσεων των επενδύσεων αξίας και ανάπτυξης για το Αμερικάνικο Χρηματιστήριο (περίοδος υπό εξέταση: 1979 – 2002) με βάση τους δείκτες της εταιρίας Frank Russell. Ο διαχωρισμός των εταιριών σε εταιρίες αξίας και ανάπτυξης γίνεται με βάση το πηλίκο της τιμής της μετοχής προς τη λογιστική αξία της μετοχής ( $P / BV$ ) και τη πρόβλεψη για τη μέση μακροπρόθεσμη ανάπτυξη των κερδών τους.
- Εξέταση των αποδόσεων υποθετικών χαρτοφυλακίων μετοχών ανάπτυξης και αξίας του Ελληνικού Χρηματιστηρίου για τη περίοδο 1992 – 2004. Υπολογίζεται η δυνατή κερδοφορία στρατηγικών που βασίζονται στην εναλλαγή μεταξύ των δυο αυτών επενδυτικών προτύπων. Η εναλλαγή μεταξύ των δυο επενδυτικών προτύπων γίνεται τόσο με την υπόθεση διαφόρων επιπέδων δυνατότητας πρόβλεψης από τη πλευρά του επενδυτή, όσο και θεωρώντας διαφορετικά επίπεδα κόστους συναλλαγών.

- Από τα παραπάνω βήματα προκύπτουν ορισμένα συμπεράσματα τα οποία παρατίθενται στο τέλος της εργασίας.

### **1.3 Χρησιμότητα**

Τα συμπεράσματα της παρούσας μελέτης αποτελούν χρήσιμο οδηγό τόσο για τους διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων όσο και για τους ανεξάρτητους επενδυτές.

Η σύγκριση μεταξύ των επενδύσεων ανάπτυξης και αξίας που πραγματοποιείται στα πλαίσια της εργασίας αυτής, όταν ληφθεί υπόψη σε συνάρτηση με τον επενδυτικό ορίζοντα που διαθέτει κάποιος επενδυτής, μπορεί να βοηθήσει στη λήψη αποδοτικότερων επενδυτικών αποφάσεων. Ακόμη, η μελέτη αναδεικνύει τη δυσκολία που υπάρχει για κάποιον μακροπρόθεσμο επενδυτή του Χ.Α.Α. στο να ξεπεράσει την απόδοση των επενδύσεων αξίας, επενδύοντας είτε σε μετοχές ανάπτυξης είτε στην εναλλαγή μετοχών ανάπτυξης και αξίας.

### **1.4 Διάρθρωση μελέτης**

Τα αμοιβαία κεφάλαια συχνά χαρακτηρίζονται σαν αμοιβαία κεφάλαια χαμηλής κεφαλαιοποίησης, αναπτυξιακά, αξίας, διεθνή κλπ. Παρόμοια, οι επαγγελματίες του χώρου παρουσιάζουν τους εαυτούς τους στους θεσμικούς πελάτες τους ως ειδικούς στα επιθετικά αναπτυξιακά προϊόντα, στη μεγάλη κεφαλαιοποίηση ή στη

νέα τεχνολογία. Η κατηγοριοποίηση αυτή πέρα από μια απλή ταμπέλα συνήθως υποδηλώνει ότι το κεφάλαιο ή ο διαχειριστής επενδύει σε μια ιδιαίτερη ομάδα μετοχών με κοινά χαρακτηριστικά. Το φαινόμενο αυτό τα τελευταία χρόνια περιγράφεται από τον όρο επενδυτικό πρότυπο. Τα διάφορα επενδυτικά πρότυπα που υπάρχουν καθώς και τα επιμέρους χαρακτηριστικά τους εξετάζονται στο κεφάλαιο 2.

Οι επενδύσεις αξίας συνήθως αποτελούν ευκαιρίες αγοράς μετοχών σε χαμηλότερη τιμή από τη πραγματική αξία τους και ανακαλύπτονται με διάφορους τρόπους. Κάποιοι επενδυτές αξίας χρησιμοποιούν συγκεκριμένα κριτήρια για την εύρεση των υποτιμημένων αυτών μετοχών και στη συνέχεια επενδύουν σ' αυτές σε μακροπρόθεσμη βάση. Άλλοι επενδυτές προσπαθούν να αγοράζουν μετοχές μετά από παρατεταμένη πτώση των τιμών τους. Τέλος κάποιοι ακολουθούν μια πιο ενεργητική προσέγγιση και αφού αγοράσουν σημαντικά ποσοστά εταιριών για τις οποίες πιστεύουν ότι είναι υποτιμημένες, στη συνέχεια πιέζουν για αλλαγές που θα αποκαλύψουν τη κρυμμένη αυτή αξία. Τα χαρακτηριστικά των επενδύσεων αξίας καθώς και τα κριτήρια με τα οποία αυτές επιλέγονται περιγράφονται στο κεφάλαιο 3.

Υπάρχει μια γενική αντίληψη ότι οι επενδύσεις αξίας είναι για τους επενδυτές που θέλουν να αποφεύγουν τον κίνδυνο ενώ οι επενδύσεις ανάπτυξης είναι για εκείνους που επιδιώκουν τον κίνδυνο. Οι επενδύσεις ανάπτυξης έχουν κάποια αξία αλλά το θέμα είναι να τις πραγματοποιήσει κανείς σε λογική τιμή. Στο

κεφάλαιο 4, εξετάζονται τα κυριότερα χαρακτηριστικά των επενδύσεων ανάπτυξης καθώς και οι διάφορες μορφές με τις οποίες αυτές εμφανίζονται.

Στην αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων τα επενδυτικά πρότυπα αξίας και ανάπτυξης αποτελούν τις κυρίαρχες κατηγορίες. Θεωρούνται δε ως «αντίθετα» ή και «ταιριαστά» επενδυτικά πρότυπα με την έννοια ότι υλοποιώντας και τις δυο αυτές στρατηγικές σε ένα χαρτοφυλάκιο επιτυγχάνεται σημαντική διαφοροποίηση του κινδύνου. Η κάθε κατηγορία έχει τα δικά της ιδιαίτερα χαρακτηριστικά με αποτέλεσμα κάποιες περιόδους να υπερέχει η μία και άλλες φορές η άλλη κατηγορία. Η εναλλαγή αυτή της υπεροχής δημιουργεί ορισμένα ενδιαφέροντα ερωτήματα σχετικά με το πότε ξεχωρίζει η μία και πότε η άλλη κατηγορία και στο κεφάλαιο 5 γίνεται προσπάθεια ώστε να δοθούν ορισμένες απαντήσεις. Στο κεφάλαιο αυτό γίνεται σύγκριση των αποδόσεων των επενδύσεων αξίας και ανάπτυξης με βάση τα δεδομένα των τελευταίων δεκαετιών. Προκειμένου να υπάρξει επάρκεια δεδομένων σε βάθος χρόνου (ιστορία τουλάχιστον 30 ετών) η σύγκριση πραγματοποιείται για τις μετοχές ανάπτυξης και αξίας του Αμερικάνικου Χρηματιστηρίου.

Στο επόμενο κεφάλαιο της παρούσας μελέτης (κεφάλαιο 6) εξετάζονται οι αποδόσεις υποθετικών χαρτοφυλακίων μετοχών ανάπτυξης και αξίας του Ελληνικού χρηματιστηρίου για τη περίοδο 1992-2004. Υπολογίζουμε επιπλέον τη δυνατή κερδοφορία στρατηγικών που βασίζονται στην εναλλαγή μεταξύ των δυο αυτών επενδυτικών προτύπων. Οι στρατηγικές εναλλαγής μεταξύ των δυο

επενδυτικών προτύπων γίνονται τόσο με την υπόθεση της τέλειας πρόβλεψης όσο και με ενδιάμεσα επίπεδα δυνατότητας πρόβλεψης. Για κάθε επίπεδο δυνατότητας πρόβλεψης υπολογίζουμε τη χειρότερη και καλύτερη δυνατή πρόβλεψη όσο και τα μέσα δυνατά κέρδη. Η μελέτη αυτή επαναλαμβάνεται επίσης λαμβάνοντας υπόψη διάφορα επίπεδα κόστους συναλλαγών.

Στο κεφάλαιο 7 παρατίθενται τα συμπεράσματα της παρούσας μελέτης σχετικά με την αποδοτικότητα των διαφόρων στρατηγικών επενδύσεων στο Ελληνικό Χρηματιστήριο με βάση τις μετοχές αξίας και ανάπτυξης.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2°**

### **ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΠΡΟΤΥΠΑ**

#### **2.1 Γενικά**

Μια ματιά στη λίστα των αμοιβαίων κεφαλαίων του Wall Street Journal αποκαλύπτει ότι οι εταιρίες επενδύσεων συνήθως καταχωρούν τα προϊόντα τους σε κάποιες ευρύτερες κατηγορίες προϊόντων. Τα αμοιβαία κεφάλαια συχνά χαρακτηρίζονται σαν αμοιβαία κεφάλαια χαμηλής κεφαλαιοποίησης, αναπτυξιακά, αξίας, διεθνή κλπ. Παρόμοια, οι επαγγελματίες του χώρου παρουσιάζουν τους εαυτούς τους στους θεσμικούς πελάτες τους ως ειδικούς στα επιθετικά αναπτυξιακά προϊόντα, στη μεγάλη κεφαλαιοποίηση ή στη νέα τεχνολογία. Η κατηγοριοποίηση αυτή πέρα από μια απλή ταμπέλα συνήθως υποδηλώνει ότι το κεφάλαιο ή ο διαχειριστής επενδύει σε μια ιδιαίτερη ομάδα μετοχών με κοινά χαρακτηριστικά. Το φαινόμενο αυτό τα τελευταία χρόνια περιγράφεται από τον όρο επενδυτικό πρότυπο.

Παρόλο που ο όρος επενδυτικό πρότυπο έκανε την εμφάνισή του σχετικά πρόσφατα, η ιδέα αυτή δεν είναι καινούργια. Για παράδειγμα, το επενδυτικό πρότυπο αξίας, το οποίο αφορά επενδύσεις σε επιχειρήσεις που διαπραγματεύονται σε χαμηλή σχέση της τιμής της μετοχής τους προς τη θεμελιώδη αξία τους, μπορεί να ανιχνευτεί από το 1930 τουλάχιστον. Ωστόσο, τα



τελευταία μόλις χρόνια διαδόθηκε ιδιαίτερα η έννοια του επενδυτικού προτύπου. Το επενδυτικό πρότυπο αποτελεί πλέον βάση για την ανάπτυξη, ανάλυση και μέτρηση της απόδοσης των διαφόρων επενδυτικών στρατηγικών. Επίσης, η έννοια του επενδυτικού προτύπου μπορεί να βοηθήσει στην κατανόηση των δυνάμεων που υποκινούν τη μεταβολή των τιμών των μετοχών στις αγορές.

Στον Πίνακα 2.1 περιγράφονται μερικά σημαντικά και ιδιαίτερα δημοφιλή επενδυτικά πρότυπα τα οποία βασίζονται σε συγκεκριμένα τμήματα μετοχών μιας αγοράς. Η λίστα αυτή δεν είναι φυσικά πλήρης. Υπάρχουν επιπρόσθετα επενδυτικά πρότυπα στη περίπτωση που λαμβάνεται υπόψη ο διεθνής παράγοντας. Για παράδειγμα, υπάρχει το επενδυτικό πρότυπο των αναπτυσσόμενων αγορών όπως και το πρόσφατα δημοφιλές πρότυπο των επενδύσεων στην Ευρωζώνη. Είναι επίσης δυνατό να έχουμε και διάφορους συνδυασμούς. Μπορεί να έχουμε αναπτυξιακό πρότυπο χαμηλής κεφαλαιοποίησης, πρότυπο αξίας της Ευρωζώνης κ.α..

### **Πίνακας 2.1.** Σημαντικά επενδυτικά πρότυπα

Αξίας (Value)	Το επενδυτικό πρότυπο αξίας αναφέρεται σε επενδύσεις μετοχών που διαπραγματεύονται σε χαμηλή σχέση τιμής της μετοχής προς θεμελιώδη αξία. Συνήθη μέτρα που χρησιμοποιούνται για το καθορισμό στρατηγικών αξίας είναι η μερισματική απόδοση και τα πηλικά P/E, P/BV. Οι επιχειρήσεις με τα χαρακτηριστικά αυτά αναμένεται να έχουν
------------------	---

	<p>χαμηλή ανάπτυξη κερδών. Τα τελευταία χρόνια οι μετοχές αξίας είναι επιχειρήσεων καθιερωμένων και σχετικά σταθερών κλάδων όπως της βαριάς βιομηχανίας, κοινής ωφέλειας, τροφίμων.</p>
<p>Ανάπτυξης (Growth)</p>	<p>Οι επενδυτές ανάπτυξης επενδύουν σε επιχειρήσεις με ισχυρές προοπτικές ανάπτυξης. Οι μετοχές των επιχειρήσεων αυτών συνήθως διαπραγματεύονται σε τιμές σχετικά υψηλές σε σχέση με τα τρέχοντα κέρδη, μερίσματα ή λογιστικές αξίες τους.</p>
<p>Ορμής (Momentum)</p>	<p>Ένα χαρτοφυλάκιο momentum αποτελείται από μετοχές οι οποίες έχουν αποδώσει πολύ καλά το τελευταίο διάστημα (π.χ. τους τελευταίους έξι μήνες). Η υπόθεση στην οποία βασίζεται η στρατηγική αυτή είναι ότι η πρόσφατη καλή απόδοση θα συνεχιστεί το αμέσως επόμενο διάστημα. Το πρότυπο αυτό είναι ιδιαίτερα δημοφιλές τα τελευταία χρόνια.</p>
<p>Αντίθεσης (Contrarian)</p>	<p>Σε αντίθεση με το πρότυπο ορμής, ένας επενδυτής αντίθεσης αγοράζει μετοχές που είχαν κακή απόδοση το τελευταίο διάστημα. Ωστόσο, οι στρατηγικές αντίθεσης βασίζονται στην απόδοση των τελευταίων ετών ενώ οι στρατηγικές ορμής επικεντρώνονται στην απόδοση των τελευταίων 6-12 μηνών.</p>

<p>Χαμηλής κεφ. (Low cap.)</p>	<p>Ο όρος Χαμηλ. Κεφ. αναφέρεται σε επιχειρήσεις με μικρές κεφαλαιοποιήσεις στο χρηματιστήριο. Ο δείκτης Hoare Govett Smaller Companies, για παράδειγμα, παρακολουθεί την απόδοση του 10% χαμηλότερων σε κεφαλαιοποίηση επιχειρήσεων της χρηματιστηριακής αγοράς της Μ. Βρετανίας.</p>
<p>Πολύ χαμηλής κεφ. (Micro cap.)</p>	<p>Ένα χαρτοφυλάκιο πολύ μικρής κεφαλαιοποίησης αποτελείται από μετοχές πολύ μικρής κεφαλαιοποίησης στο χρηματιστήριο. Ο δείκτης ABN AMRO/LBS MicroCap, για παράδειγμα, παρακολουθεί την απόδοση του 1% χαμηλότερων σε κεφαλαιοποίηση επιχειρήσεων της χρηματιστηριακής αγοράς της Μ. Βρετανίας.</p>
<p>Υψηλής κεφ. (Large cap.)</p>	<p>Οι επενδυτές υψηλής κεφαλαιοποίησης συνήθως προσπαθούν να επενδύσουν στις μεγαλύτερες επιχειρήσεις της αγοράς (blue chips). Ενώ οι επενδυτές της χαμηλής (και πολύ χαμηλής) κεφαλαιοποίησης ελπίζουν για σχετικά καλή απόδοση των μικρών επιχειρήσεων, οι επενδυτές της υψηλής κεφαλαιοποίησης προτιμούν την ασφάλεια της επένδυσης στους πρωτοπόρους (leaders) της αγοράς.</p>

## 2.2 Λόγοι ύπαρξης των επενδυτικών προτύπων

Γιατί θα έπρεπε κάποιος να ταξινομή τις μετοχές στα διάφορα επενδυτικά πρότυπα; Θεωρητικά δεν υπάρχει τόσο σοβαρός λόγος ώστε μια εταιρία επενδύσεων να περιορίζει τις επιλογές της, για παράδειγμα, σε μετοχές ανάπτυξης και μόνο.

Σε γενικές γραμμές τα επενδυτικά πρότυπα οφείλουν την ύπαρξή τους στην ανθρώπινη επιθυμία για κατάταξη σε κατηγορίες. Οι επενδυτές καθημερινά δέχονται καταιγισμό πληροφοριών και έχουν πλήθος επενδυτικών επιλογών με πολλά και διαφορετικά χαρακτηριστικά. Η ταξινόμηση των επενδύσεων με παρόμοια χαρακτηριστικά στα διάφορα επενδυτικά πρότυπα βοηθάει τους επενδυτές να επεξεργάζονται πιο εύκολα το σύνολο των πληροφοριών που λαμβάνουν και να έχουν κάποια δομή στη κατάστρωση των στρατηγικών τους. Επιπλέον, η μεταβλητότητα των μετοχικών αποδόσεων στο χρόνο δείχνει να έχει σχέση με τη μεταβλητότητα των επενδυτικών κατηγοριών στις οποίες οι μετοχές αυτές ανήκουν. Για παράδειγμα, όταν η απόδοση της μετοχής μιας μικρής επιχείρησης παρουσιάζεται υψηλή συνήθως αυτό συμβαίνει και με την απόδοση των μετοχών άλλων μικρών επιχειρήσεων.

Η αυξανόμενη σημασία που αποδίδεται στα επενδυτικά πρότυπα ενδεχομένως να οφείλεται και στο ρόλο των επενδυτικών συμβούλων. Οι σύμβουλοι αυτοί προσλαμβάνονται για να εκτιμήσουν τις ικανότητες κάποιων διαχειριστών

χαρτοφυλακίου για λογαριασμό των πελατών τους. Εφόσον οι διαχειριστές αυτοί λειτουργούν με βάση κάποια επενδυτικά πρότυπα, οι σύμβουλοι αναγκάζονται να εκτιμούν την απόδοσή τους στην επιλογή μετοχών πραγματοποιώντας μετρήσεις απόδοσης και benchmarks βασισμένα στα αντίστοιχα πρότυπα.

### **2.3 Η ανάδειξη των επενδυτικών προτύπων**

Από τα προαναφερόμενα μοιάζει να υπάρχει κάποια λογική για τη κατηγοριοποίηση των μετοχών σε επενδυτικά πρότυπα. Ωστόσο, με ποιο τρόπο καθορίζεται ένα τέτοιο πρότυπο; Θα μπορούσε κάποιος να σκεφτεί ένα αμέτρητο πλήθος δυνατών κατηγοριοποιήσεων. Γιατί οι επενδυτές θεωρούν ορισμένα χαρακτηριστικά των επενδυτικών επιλογών τους να έχουν μεγαλύτερη σημασία από κάποια άλλα με συνέπεια την εμφάνιση κάποιου προτύπου;

Σημαντικός παράγοντας στον ορισμό ενός προτύπου αποτελεί ο βαθμός της κίνησης προς την ίδια κατεύθυνση, των τιμών μιας ομάδας μετοχών. Μερικές φορές είναι φανερός ο λόγος για την κατηγοριοποίηση. Αυτό συμβαίνει για παράδειγμα σε πρότυπα που περιλαμβάνουν επενδύσεις ανάλογα με τη γεωγραφική περιοχή. Οι τιμές των μετοχών μιας χώρας έχουν την τάση να κινούνται γενικά προς την ίδια κατεύθυνση σε αντίθεση με τις μετοχές του εξωτερικού. Παρόμοια, οι μετοχές ενός κλάδου έχουν παραπλήσια συμπεριφορά σε σχέση με τις μετοχές άλλων κλάδων. Ενδιαφέρον έχει η υιοθέτηση του κοινού

ευρωπαϊκού νομίματος στην Ευρωζώνη. Αρκετοί παρατηρητές πιστεύουν ότι το κοινό νόμισμα θα έχει σαν αποτέλεσμα την κοινή συμπεριφορά μεταξύ των διαφόρων οικονομιών της Ευρωζώνης. Γίνεται λοιπόν σταδιακά φανερή η μεταβολή από τα επενδυτικά πρότυπα των μεμονωμένων χωρών προς τα πρότυπα των διαφόρων πανευρωπαϊκών κλάδων.

Η πιο σημαντική πάντως αιτία για την εμφάνιση ενός επενδυτικού προτύπου είναι η ιστορική απόδοση. Η εργασία των Graham, Dodd (1934) κατέδειξε την αξιόλογη απόδοση στρατηγικών οι οποίες επενδύουν σε Αμερικανικές μετοχές υψηλής μερισματικής απόδοσης. Η εργασία αυτή έδωσε έναυσμα για την ανάδειξη των επενδύσεων αξίας (value style), παρόλο ότι αυτές δεν χαρακτηρίζονταν σαν ιδιαίτερο επενδυτικό πρότυπο εκείνη την εποχή. Τη δεκαετία του 1960 η σημαντική απόδοση των μετοχών επιχειρήσεων με καλές προοπτικές είχε σαν αποτέλεσμα την εμφάνιση των επενδύσεων ανάπτυξης (growth style). Το πρότυπο αυτό έγινε ιδιαίτερα δημοφιλές στις αρχές της δεκαετίας του 1990 οπότε και επαναλήφθηκαν εντυπωσιακές αποδόσεις παρόμοιων επιχειρήσεων. Στα τέλη της δεκαετίας του 1990, οι σημαντικές αποδόσεις τεχνολογικών εταιριών ανέδειξαν τα επενδυτικά πρότυπα της νέας οικονομίας και κάποιων τεχνολογικών κλάδων.

Σε κάποιες περιπτώσεις ακόμη και η ακαδημαϊκή έρευνα βοήθησε στην καθιέρωση κάποιου επενδυτικού προτύπου. Η έρευνα του Banz (1981), έδειξε ότι οι μετοχές χαμηλής κεφαλαιοποίησης ιστορικά έχουν υπεραποδώσει σε σχέση με

τις μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης της Αμερικής. Η υπεραπόδοση αυτή δεν μπορεί να εξηγηθεί από τα συμβατικά μέτρα κινδύνου (risk). Η ανακάλυψη αυτή οδήγησε ορισμένους αποφοίτους του Σικάγου στη δημιουργία της επενδυτικής εταιρίας Dimensional Fund Advisors με σκοπό την εκμετάλλευσή της. Το αμοιβαίο κεφάλαιο χαμηλής κεφαλαιοποίησης που αυτή προώθησε αποδείχτηκε ως το πιο επιτυχημένο προϊόν στην χρηματοοικονομική ιστορία. Η επιτυχία του αυτή ώθησε στη δημιουργία και άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς και δεικτών χαμηλής κεφαλαιοποίησης τόσο στην Αμερική, τη Μεγ. Βρετανία όσο και σε άλλες χώρες. Ένα νέο επενδυτικό πρότυπο είχε λοιπόν γεννηθεί. Παρόμοιες έρευνες έχουν συμβάλει στη καθιέρωση επενδυτικών προτύπων όπως η έρευνα των Fama, French (1992, 427-466) η οποία απέδειξε την ύπαρξη σημαντικού premium για τις επενδύσεις αξίας και η έρευνα των Jegadeesh και Titman (1993, 65-91) η οποία ανέδειξε τις ιστορικά υψηλές αποδόσεις των στρατηγικών ορμής (momentum).

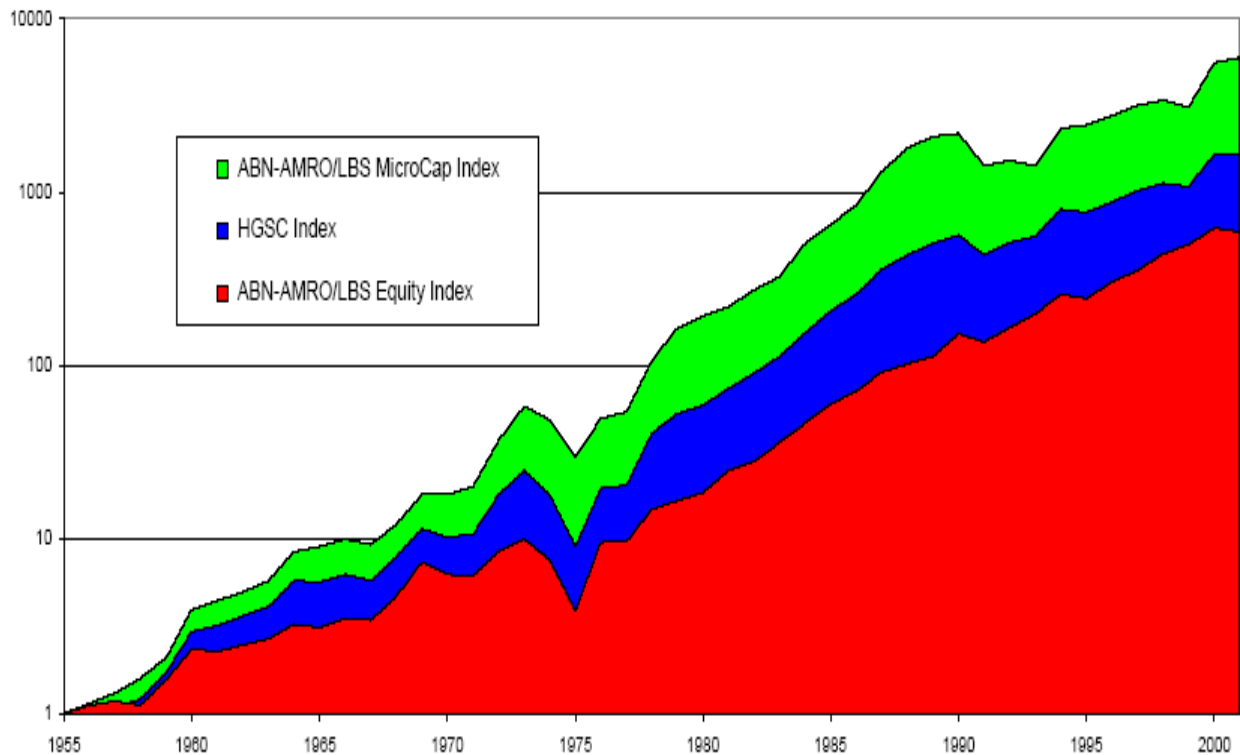
Τα τελευταία χρόνια έχουν δημιουργηθεί αρκετοί δείκτες που παρακολουθούν τμήματα της αγοράς βασισμένα στα διάφορα επενδυτικά πρότυπα. Επίσης, έχουν δημιουργηθεί αμοιβαία κεφάλαια τα οποία επενδύουν στις μετοχές που συνιστούν αυτούς τους δείκτες και επιτρέπουν την ενεργή διαχείριση επενδύσεων συγκεκριμένου επενδυτικού προτύπου και όχι μόνο επενδύσεων βασισμένων στους γενικούς δείκτες των χρηματιστηρίων.

## 2.4 Ιστορικές αποδόσεις των επενδυτικών προτύπων

Ιδιαίτερη σημασία για κάθε επενδυτικό πρότυπο έχει φυσικά η ιστορική του απόδοση. Αρκετοί επενδυτές χρησιμοποιούν τις ιστορικές αποδόσεις ως οδηγούς στις αποφάσεις χαρτοφυλακίου που λαμβάνουν. Η μακροχρόνια ιστορική απόδοση μπορεί να είναι πολύ χρήσιμη για την εκτίμηση της επικινδυνότητας καθώς και της προσδοκώμενης μελλοντικής απόδοσης για κάποιο συγκεκριμένο επενδυτικό πρότυπο. Η πιο πρόσφατη απόδοση λαμβάνεται επίσης υπόψη για την αξιολόγηση των διαχειριστών χαρτοφυλακίου που βασίζονται στο πρότυπο αυτό. Τέλος, οι αποδόσεις των επενδυτικών προτύπων μπορεί να χρησιμοποιηθούν και στη μακροοικονομική ανάλυση. Για παράδειγμα, διαφορές στις αποδόσεις μεταξύ των μικρών και μεγάλων επιχειρήσεων είναι δυνατό να υποδηλώνουν πληροφορίες για τη γενικότερη οικονομική κατάσταση.

Στο Διάγραμμα 2.1 παρουσιάζεται η ιστορική απόδοση της επένδυσης στη χαμηλή κεφαλαιοποίηση σε σχέση με την επένδυση στην υψηλή κεφαλαιοποίηση. Η παρουσίαση των αποδόσεων αυτών βασίζεται σε μια αρχική επένδυση 1 £ στην αρχή του Ιουλίου 1955 σε χαρτοφυλάκιο είτε υψηλής είτε χαμηλής είτε πολύ χαμηλής κεφαλαιοποίησης. Οι δείκτες που χρησιμοποιούνται έχουν περιγραφεί στον Πίνακα 2.1 και δείχνουν τη διαφορά απόδοσης των μετοχών μεταξύ των μεγάλων και μικρών επιχειρήσεων της Μεγ. Βρετανίας.



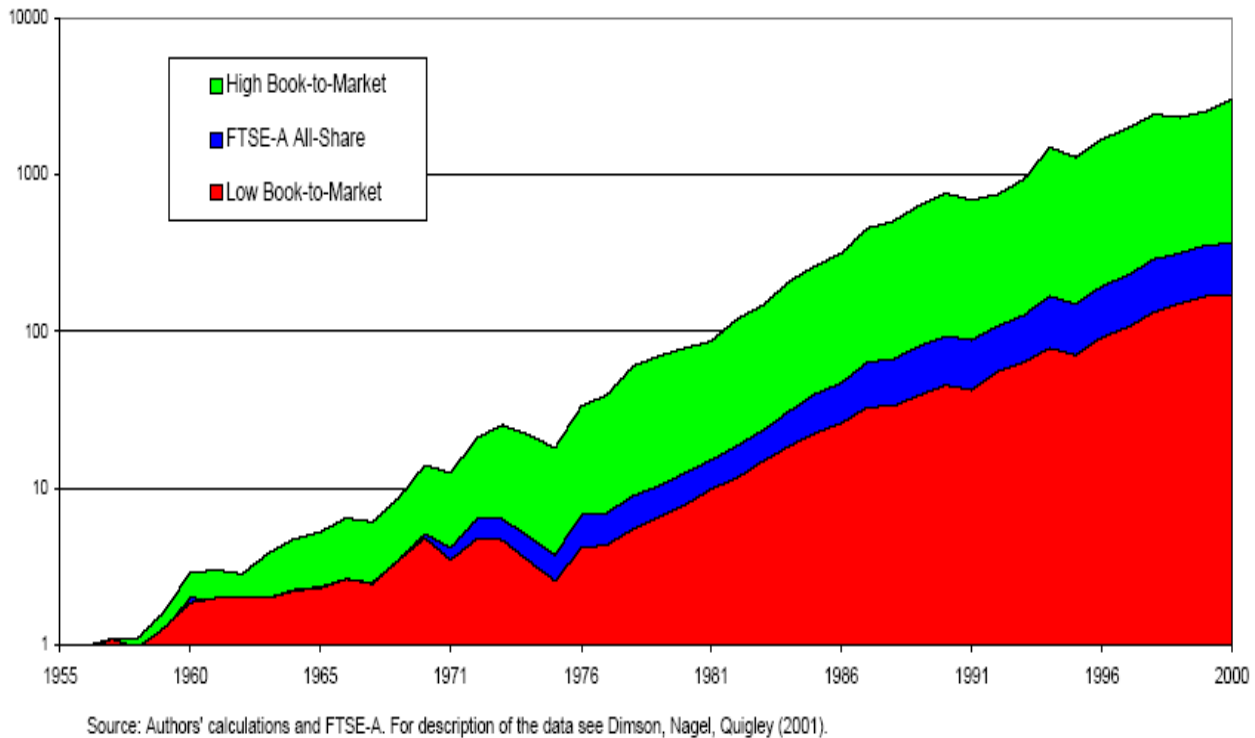


Source: Dimson, Marsh, and Staunton (2001).

**Διάγραμμα 2.1.** Ιστορικές αποδόσεις χαμηλής/υψηλής κεφαλαιοποίησης στη Μεγ. Βρετανία

Το Διάγραμμα 2.2 επικεντρώνεται στη σχέση των επενδύσεων αξίας με τις επενδύσεις ανάπτυξης. Τα χαρτοφυλάκια αξίας και ανάπτυξης που παρουσιάζονται διαχωρίζονται με βάση το πηλίκιο της χρηματιστηριακής αξίας των αντίστοιχων μετοχών τους προς τη λογιστική αξία τους (P/BV). Οι μετοχές αξίας είναι εκείνες με χαμηλό πηλίκιο P/BV ενώ οι μετοχές ανάπτυξης έχουν υψηλό P/BV. Από το Διάγραμμα φαίνεται ότι οι μετοχές αξίας έχουν αποδώσει πολύ καλά. Μια επένδυση 1 £ τον Ιούλιο του 1955 έχει γίνει 2999 £ στο τέλος του 2000. Σε αντίθεση, το χαρτοφυλάκιο ανάπτυξης έχει γίνει 172 £. Η απόδοση

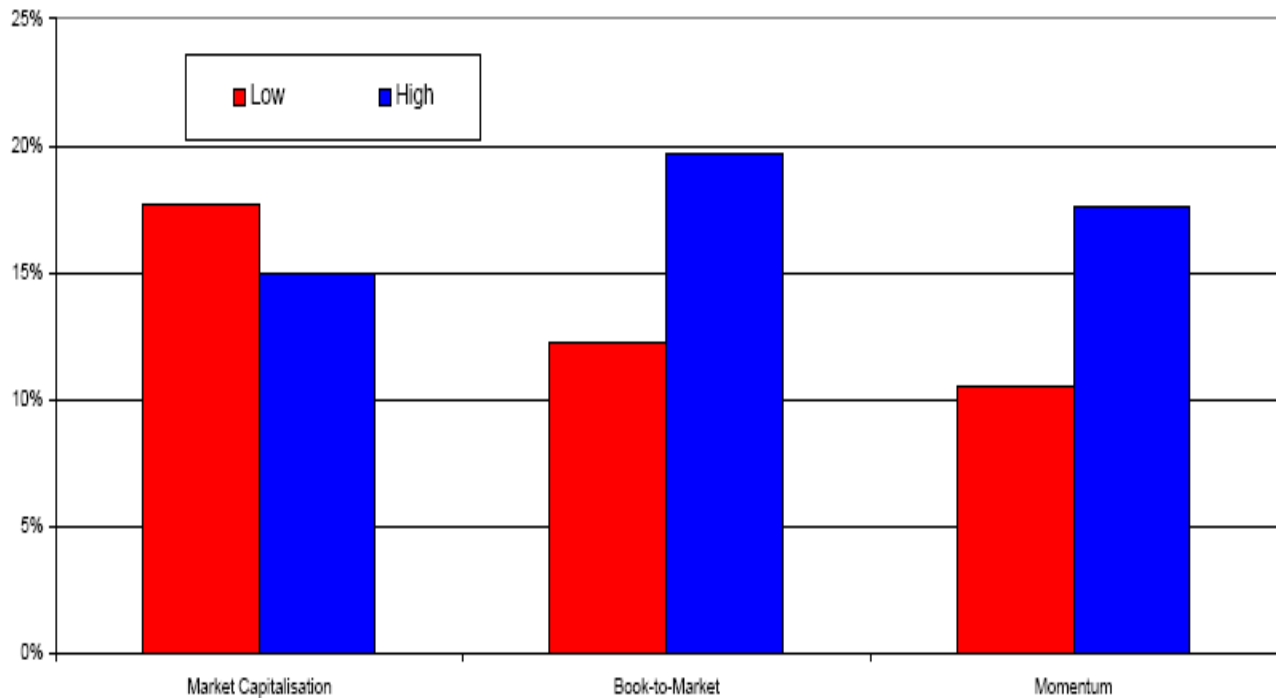
του δείκτη της συνολικής αγοράς (All-Share) πλησιάζει περισσότερο την απόδοση των επενδύσεων ανάπτυξης παρά των επενδύσεων αξίας.



**Διάγραμμα 2.2.** Ιστορικές αποδόσεις επενδύσεων αξίας/ανάπτυξης στη Μεγ. Βρετανία

Στο Διάγραμμα 2.3 παρουσιάζονται οι μέσοι όροι (π.χ. γεωμετρικοί μέσοι) των ετησιοποιημένων αποδόσεων των επενδυτικών προτύπων. Από το Διάγραμμα αυτό επιβεβαιώνονται κάποιες παρατηρήσεις που έγιναν προηγουμένως. Οι μετοχές επιχειρήσεων χαμηλής κεφαλαιοποίησης υπεραποδίδουν σε σχέση με τις μετοχές επιχειρήσεων υψηλής κεφαλαιοποίησης. Η διαφορά είναι περίπου στο 3%. Οι μετοχές χαμηλών P/BV έχουν αποδώσει τουλάχιστον 7% περισσότερο σε σχέση με τα χαρτοφυλάκια ανάπτυξης. Στο Διάγραμμα

παρουσιάζεται επίσης πληροφορία σχετικά με την απόδοση της στρατηγικής ορμής. Μια στρατηγική όπου αγοράζονται μετοχές με καλή απόδοση το τελευταίο εξάμηνο παρουσιάζει πολύ καλύτερη απόδοση από τη στρατηγική αγοράς μετοχών με φτωχή πρόσφατη απόδοση. Η διαφορά είναι περίπου 7% χωρίς να λαμβάνονται υπόψη οι προμήθειες.

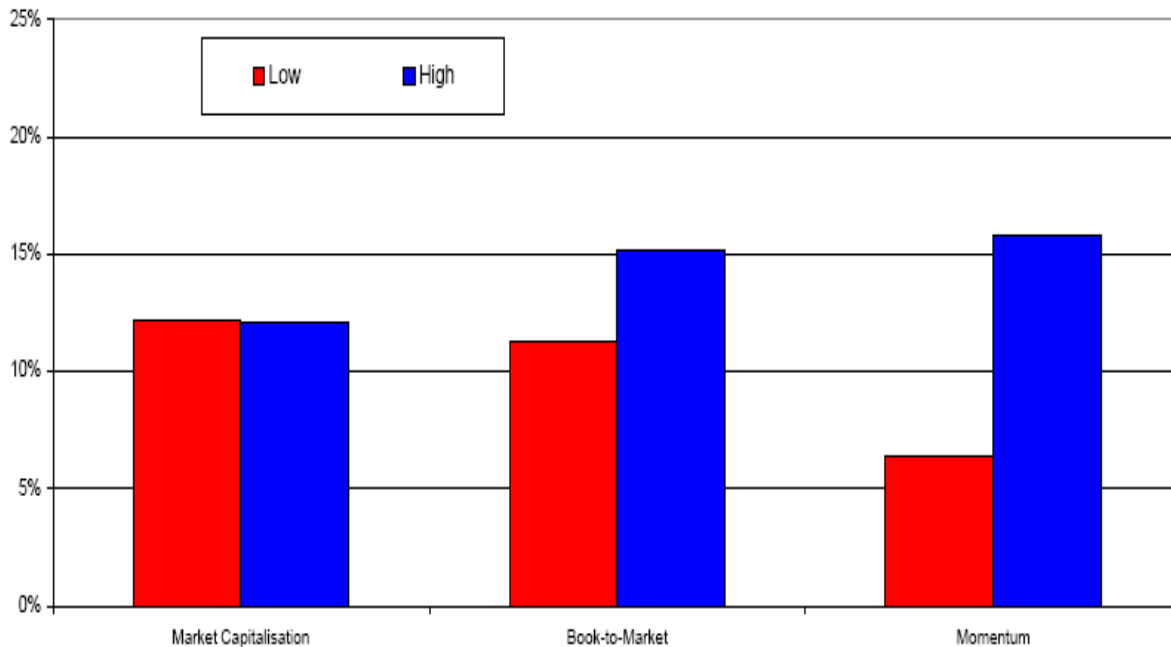


Source: Dimson, Marsh, and Staunton (2001) (market capitalisation), and authors' calculations (book-to-market and momentum). For description of the data see Dimson, Nagel, Quigley (2001).

### **Διάγραμμα 2.3.** Ετησιοποιημένες αποδόσεις διαφόρων επενδυτικών προτύπων στη Μεγ. Βρετανία (1956 – 2000)

Τα ιστορικά αυτά πρότυπα δεν έχουν παρατηρηθεί μόνο στη Μεγ. Βρετανία. Στο Διάγραμμα 2.4 παρουσιάζονται τα αντίστοιχα αποτελέσματα στην Αμερική. Όσον αφορά το μέγεθος της κεφαλαιοποίησης φαίνεται να υπάρχει μια μικρή μόνο

διαφορά απόδοσης υπέρ της χαμηλής κεφαλαιοποίησης. Διαπιστώνεται λοιπόν σημαντική διαφορά απόδοσης για το συγκεκριμένο επενδυτικό πρότυπο μεταξύ της Αμερικής και της Μεγ. Βρετανίας. Στη Μεγ. Βρετανία όμως, οι επιχειρήσεις χαμηλής κεφαλαιοποίησης έχουν χαρακτηριστικά επενδύσεων αξίας, γεγονός το οποίο μεγεθύνει την απόδοση των μετοχών των μικρών επιχειρήσεών της. Στην Αμερική αντίθετα, οι επιχειρήσεις χαμηλής κεφαλαιοποίησης έχουν χαρακτηριστικά επενδύσεων ανάπτυξης οι οποίες ιστορικά έχουν υποαποδώσει. Επομένως, με τον τρόπο αυτό, δικαιολογείται η διαφορά απόδοσης του συγκεκριμένου επενδυτικού προτύπου στην Αμερική σε σχέση με τη Μεγ. Βρετανία. Τα άλλα δύο επενδυτικά πρότυπα που παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 2.4 εμφανίζουν παρόμοια συμπεριφορά με την περίπτωση της Μεγ. Βρετανίας.



Source: Authors' calculations (Market capitalisation and momentum), and portfolio returns provided by Kenneth French (Book-to-Market). Data is from the Center of Research in Security Prices (CRSP) and COMPUSTAT. For description of the data see Fama and French (1993).

**Διάγραμμα 2.4.** Ετησιοποιημένες αποδόσεις διάφορων επενδυτικών προτύπων στις Η.Π.Α. (1956 – 2000)

Οι ουσιαστικές αυτές διαφορές που παρατηρούνται στις μέσες αποδόσεις υπογραμμίζουν το σημαντικό ρόλο του επενδυτικού προτύπου για την απόδοση μιας επένδυσης. Στη πραγματικότητα, η απόδοση που λαμβάνει ένας επενδυτής για ένα ορισμένο χρονικό διάστημα, εξαρτάται περισσότερο από το επενδυτικό πρότυπο που έχει επιλέξει παρά από την ικανότητά του να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές.

## **2.5 Εναλλαγή επενδυτικών προτύπων**

Οι επενδυτές που επιθυμούν να έχουν στην κατοχή τους ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο είναι δυνατό να το πετύχουν επενδύοντας σε χαρτοφυλάκιο που συνδυάζει διάφορα επενδυτικά πρότυπα. Επενδυτές που πιστεύουν στην υπεραπόδοση κάποιου συγκεκριμένου επενδυτικού προτύπου, για παράδειγμα κάποιου προτύπου βασισμένου στην ιστορική απόδοση, είναι λογικό να πραγματοποιούν τις επενδύσεις τους στο συγκεκριμένο πρότυπο. Ενεργοί διαχειριστές οι οποίοι ειδικεύονται σε κάποιο τμήμα της αγοράς θα επικεντρώνονται επίσης σε ιδιαίτερα επενδυτικά πρότυπα. Μια τρίτη πιθανότητα αποτελεί η εναλλαγή των επενδυτικών προτύπων και η αλλαγή των βαρών με τα οποία πραγματοποιούνται οι επιμέρους επενδύσεις κατά τη διάρκεια του χρόνου επένδυσης.

Η εναλλαγή των επενδυτικών προτύπων βασίζεται στην ιδέα ότι οι αποδόσεις ορισμένων προτύπων μπορεί να είναι μέχρι κάποιου βαθμού προβλέψιμες. Αυτό σημαίνει ότι, προκειμένου να υλοποιηθούν στρατηγικές εναλλαγής επενδυτικών προτύπων, χρειάζεται η εύρεση κατάλληλου μοντέλου πρόβλεψης της απόδοσης των επενδυτικών προτύπων. Από τις αρχές της περασμένης δεκαετίας έχουν προταθεί πολλές μεταβλητές για τη πραγματοποίηση τέτοιων προβλέψεων. Μεταξύ αυτών περιλαμβάνονται μακροοικονομικές μεταβλητές, οι πρόσφατες αποδόσεις των διαφόρων προτύπων, μετρήσεις της διαφοράς των δεικτών αποτίμησης μεταξύ των προτύπων, μετρήσεις του συναισθήματος των επενδυτών, κ.α.. Με τη χρήση ενός μοντέλου με ικανοποιητική δυνατότητα πρόβλεψης, ο επενδυτής μπορεί να βελτιώσει την απόδοση του χαρτοφυλακίου του, πραγματοποιώντας εναλλαγές των επενδυτικών προτύπων στα οποία μετέχει κατά τη διάρκεια του χρόνου.

Υπάρχουν κάποιοι λόγοι που δικαιολογούν τη δυνατότητα πρόβλεψης της απόδοσης ορισμένων επενδυτικών προτύπων. Για παράδειγμα, τουλάχιστον ένα μέρος της διαφοράς στη μέση απόδοση μεταξύ των μετοχών αξίας και των μετοχών ανάπτυξης μπορεί να εξηγηθεί από αντίστοιχες διαφορές στον κίνδυνο. Για το λόγο αυτό, σε εποχές που οι επενδυτές ζητούν επιπλέον απόδοση για την ανάληψη κινδύνου (π.χ. όταν η οικονομία εμφανίζεται σε κακή κατάσταση), η μελλοντική διαφορά απόδοσης μεταξύ επενδύσεων αξίας και επενδύσεων ανάπτυξης τείνει να είναι σημαντική. Από την άλλη πλευρά, εφόσον το συναίσθημα του επενδυτή παίζει ρόλο στις αποδόσεις των επενδυτικών

προτύπων, μια μακρά ιστορία σημαντικής απόδοσης κάποιου συγκεκριμένου προτύπου μπορεί να αποτελεί ένδειξη υπερτίμησης των μετοχών του συγκεκριμένου προτύπου εξαιτίας της επενδυτικής ψυχολογίας. Από τη στιγμή που κάποιος κάνει την υπόθεση αυτή, είναι λογικό να αναμένει χαμηλές μελλοντικές αποδόσεις για τις αντίστοιχες επενδύσεις.

Προκειμένου να υπάρχει νόημα ώστε να χρησιμοποιηθούν οι στρατηγικές εναλλαγής στη πράξη, είναι απαραίτητο οι στρατηγικές αυτές να αποφέρουν επιπρόσθετο κέρδος τουλάχιστον ίσο με το κόστος συναλλαγών που απορρέει από αυτές. Η εναλλαγή θέσεων επιφέρει σημαντικά υψηλότερο κόστος συναλλαγών από τις στρατηγικές αγοράς-και-διατήρησης. Επομένως, τίθεται το ερώτημα του κατά πόσον η δυνατότητα πρόβλεψης των αποδόσεων των διαφόρων επενδυτικών προτύπων είναι αρκετή ώστε η εναλλαγή των προτύπων να είναι κερδοφόρα μετά το κόστος συναλλαγών. Η εμπειρική έρευνα στο θέμα αυτό δεν είναι και πολύ ενθαρρυντική. Η έρευνα των Liodakis, Levis (1999, 73-86) απέδειξε ότι τα δυνατά κέρδη από την εναλλαγή μεταξύ μετοχών μικρής και μεγάλης κεφαλαιοποίησης όσο και από την εναλλαγή μεταξύ μετοχών αξίας και μετοχών ανάπτυξης εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από το αντίστοιχο κόστος συναλλαγών.

## 2.6 Επενδυτικά πρότυπα και απόδοση των διαχειριστών τους

Ο κάτοχος του βραβείου Nobel, William Sharpe, έχει εφαρμόσει την ανάλυση με βάση τα επενδυτικά πρότυπα για την επίλυση προβλημάτων διαχείρισης χαρτοφυλακίου. Στο άρθρο του, Sharpe (1992, 7-19), παρατηρεί ότι συνήθως το 90% της διακύμανσης της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων εξηγείται από την έκθεση των κεφαλαίων αυτών σε κάποιο είδος επενδύσεων όπως είναι τα ομόλογα, τα προθεσμιακά, οι μετοχές μεγάλης και μικρής κεφαλαιοποίησης, οι μετοχές αξίας και ανάπτυξης, κ.α.. Με άλλα λόγια, ένας επενδυτής θα μπορούσε να είχε επιτύχει σε σημαντικό βαθμό την απόδοση των κεφαλαίων αυτών αρκεί να είχε επενδύσει παθητικά σε μείγμα των επενδυτικών αυτών προτύπων.

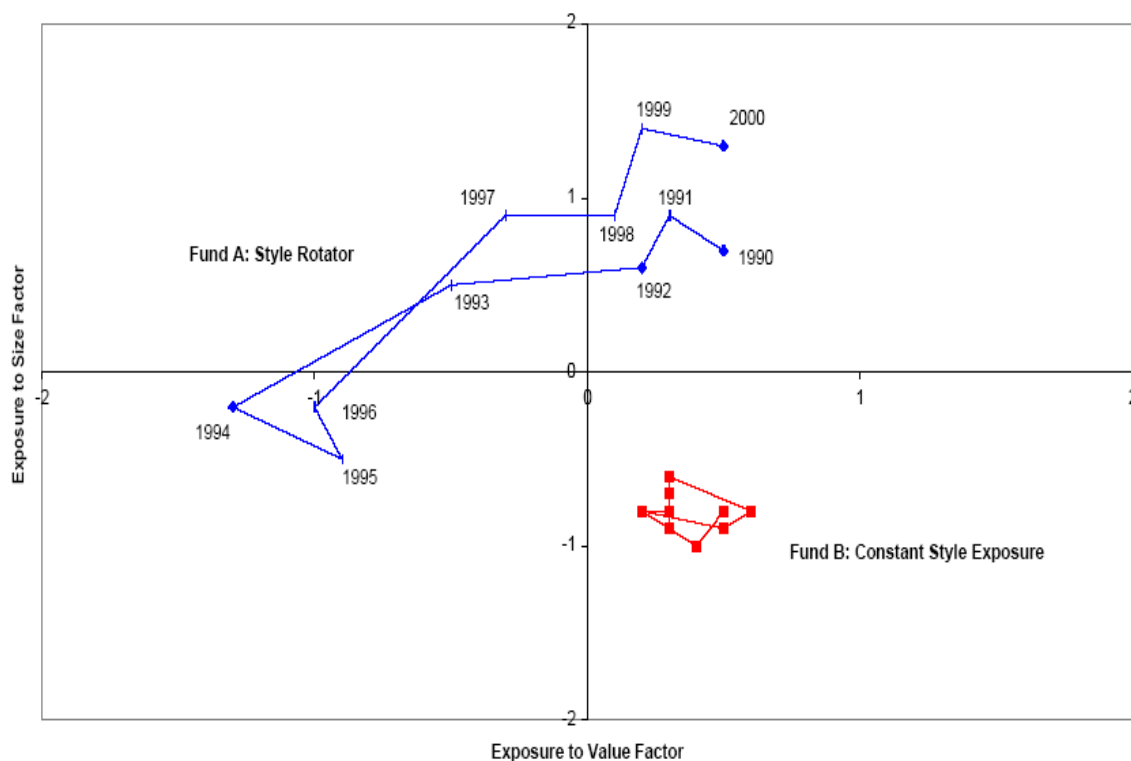
Προκύπτουν λοιπόν δύο ερωτήματα. Πρώτον, εφόσον το μεγαλύτερο μέρος της απόδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί να επαναληφθεί με επένδυση σε παθητικά χαρτοφυλάκια, κάποιος θα μπορούσε να επενδύσει απευθείας στα παθητικά αυτά χαρτοφυλάκια, χωρίς να χρειάζεται η ύπαρξη κάποιου ακριβού ενεργού διαχειριστή κεφαλαίων. Δεύτερον, αν ενδιαφερόμαστε να κρίνουμε την ικανότητα ενός ενεργού διαχειριστή στην επιλογή μετοχών μπορούμε να μετρήσουμε την απόδοσή του σε σχέση με ένα παθητικό μέτρο σύγκρισης που αντιστοιχεί στο επενδυτικό πρότυπο του χαρτοφυλακίου του. Ο λόγος είναι ότι θέλουμε να καταλήξουμε στο κατά πόσο συνεισέφερε η ικανότητα του διαχειριστή ώστε να ξεπεράσουμε την απόδοση που θα είχαμε επενδύοντας απλά σε ένα παθητικό χαρτοφυλάκιο.



Στις εταιρίες επενδύσεων είναι κοινή πρακτική η σύγκριση των διαχειριστών της εταιρίας με την ομάδα των διαχειριστών που ακολουθούν παρόμοιο επενδυτικό πρότυπο. Επιπρόσθετα, με την ανάλυση κάθε στρατηγικής στα επιμέρους επενδυτικά πρότυπα, γίνεται δυνατή η κρίση και άλλων διαχειριστών χαρτοφυλακίου με την ίδια μέθοδο. Με τον τρόπο αυτό είναι δυνατό να υπολογίσουμε ποιο μέρος της απόδοσης προέρχεται από την έκθεση σε κάποιο συγκεκριμένο επενδυτικό πρότυπο και ποιο μέρος της απόδοσης οφείλεται στην ικανότητα του διαχειριστή να επιλέγει τις σωστές μετοχές. Η μέτρηση της απόδοσης με βάση τα επενδυτικά πρότυπα είναι πλέον ευρύτερα διαδεδομένη και οι σύμβουλοι επενδύσεων βασίζονται πολύ σε αυτά για τη παροχή υπηρεσιών προς τους θεσμικούς πελάτες τους.

Η ανάλυση των επενδυτικών προτύπων έχει νόημα για τους διαχειριστές οι οποίοι ακολουθούν σχετικά σταθερή έκθεση σε κάποιο πρότυπο. Για τους διαχειριστές που επιλέγουν στρατηγικές εναλλαγής μεταξύ των επενδυτικών προτύπων, η παραπάνω μεθοδολογία σύγκρισης της απόδοσης δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί εύκολα. Οι διαχειριστές αυτοί, συνήθως ισχυρίζονται ότι το ταλέντο τους βρίσκεται στην επιλογή του κατάλληλου προτύπου την κατάλληλη κάθε φορά χρονική στιγμή. Στο Διάγραμμα 2.5 περιγράφεται μια τέτοια κατάσταση. Ο διαχειριστής του αμοιβαίου κεφαλαίου Α ακολουθεί μια στρατηγική εναλλαγής επενδυτικών προτύπων. Το 1990 ξεκίνησε με ένα χαρτοφυλάκιο βασισμένο σε μετοχές αξίας της υψηλής κεφαλαιοποίησης και σταδιακά μέχρι το

1994 το μετέτρεψε σε χαρτοφυλάκιο μετοχών ανάπτυξης της χαμηλής κεφαλαιοποίησης. Στη συνέχεια και μέχρι το 2000, επέστρεψε σταδιακά το χαρτοφυλάκιο του στη μορφή που είχε αρχικά, δηλαδή σε χαρτοφυλάκιο μετοχών αξίας της υψηλής κεφαλαιοποίησης. Αντίθετα, ο διαχειριστής του αμοιβαίου κεφαλαίου Β παρέμεινε στο ίδιο πρότυπο κατά τη διάρκεια ολόκληρης της περιόδου. Προκειμένου να αξιολογήσει κανείς τη κρίση του διαχειριστή Α, πρέπει οπωσδήποτε να λάβει υπόψη του τις χρονικές στιγμές και το είδος εναλλαγών των επενδυτικών προτύπων. Εφόσον οι εναλλαγές είναι οι σωστές και έχουν γίνει τις κατάλληλες χρονικές στιγμές, ο διαχειριστής πρέπει να πιστωθεί θετικά για τη συνεισφορά του στη συνολική απόδοση του χαρτοφυλακίου.



**Διάγραμμα 2.5.** Ανάλυση των επενδυτικών προτύπων δύο χαρτοφυλακίων που δημιουργήθηκαν τη δεκαετία του 1990

## Βιβλιογραφία

1. Graham, B. and D. Dodd, Security Analysis, 1934, McGraw Hill
2. Banz, R., "The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks", 1981, Journal of Financial Economics, v9.
3. Fama, E.F. and K.R. French, "The Cross-Section of Expected Returns", Journal of Finance, 1992, v47, 427-466.
4. Jegadeesh, N. and S. Titman, "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency", 1993, Journal of Finance, 48(1), 65-91
5. Levis M, M. Liodakis, "The Profitability of Style Rotation Strategies in UK", 1999, Journal of Portfolio Management , 73-86
6. Sharpe, William F., "Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement", 1992, Journal of Portfolio Management, Winter, 7-19
7. Dimson E., S. Nagel, "Style Investment", 2001, working paper, London Business School
8. Damodaran, Investment philosophies, 2002, New York

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>

### ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΞΙΑΣ

#### 3.1 Γενικά

Οι επενδύσεις αξίας συνήθως αποτελούν ευκαιρίες αγοράς μετοχών σε χαμηλότερη τιμή από τη πραγματική αξία τους και ανακαλύπτονται με διάφορους τρόπους. Κάποιοι επενδυτές αξίας χρησιμοποιούν συγκεκριμένα κριτήρια για την εύρεση των υποτιμημένων αυτών μετοχών και στη συνέχεια επενδύουν σ' αυτές σε μακροπρόθεσμη βάση. Άλλοι επενδυτές προσπαθούν να αγοράζουν μετοχές μετά από παρατεταμένη πτώση των τιμών τους. Τέλος κάποιοι ακολουθούν μια πιο ενεργητική προσέγγιση και αφού αγοράσουν σημαντικά ποσοστά εταιριών για τις οποίες πιστεύουν ότι είναι υποτιμημένες, στη συνέχεια πιέζουν για αλλαγές που θα αποκαλύψουν τη κρυμμένη αυτή αξία.

Η εταιρία Morningstar, η οποία αποτελεί βασική πηγή πληροφοριών για τα αμοιβαία κεφάλαια, το 2001 κατέταξε το 38% των αμοιβαίων κεφαλαίων στις επενδύσεις αξίας. Προκειμένου να κάνει τη κατηγοριοποίηση αυτή, αφ' ενός μεν έλεγξε τον τρόπο με τον οποίο τα ίδια τα αμοιβαία κεφάλαια όριζαν το χαρακτήρα τους, αφ' ετέρου δε βασίστηκε σε ένα απλό μέτρο: όποιο αμοιβαίο κεφάλαιο επένδυε σε μετοχές με χαμηλό P/BV ή χαμηλό P/E σε σχέση με την αγορά, χαρακτηριζόταν ως επένδυση αξίας. Παρόλο ότι ο τρόπος αυτός

κατηγοριοποίησης είναι αρκετά συνήθης, στη πραγματικότητα είναι αρκετά περιοριστικός σαν ορισμός των επενδύσεων αξίας.

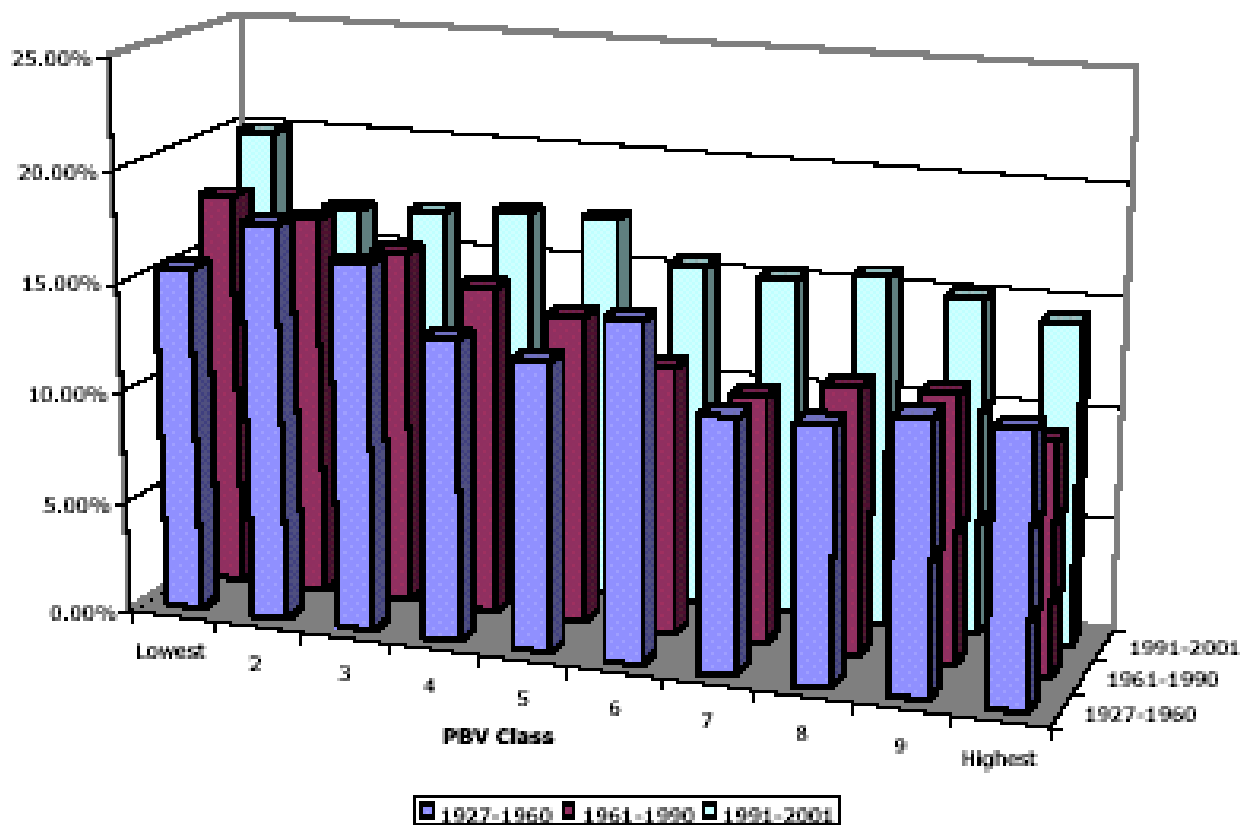
Για να αντιληφθούμε την έννοια των επενδύσεων αξίας πρέπει καταρχάς να υποθέσουμε ότι η αξία μιας επιχείρησης προέρχεται από δυο πηγές: επενδύσεις τις οποίες η επιχείρηση έχει ήδη πραγματοποιήσει (ενεργητικό της επιχείρησης) και αναμενόμενες μελλοντικές επενδύσεις (ευκαιρίες ανάπτυξης). Αυτό που ξεχωρίζει τους επενδυτές αξίας είναι η επιθυμία τους για αγορά επιχειρήσεων φθηνότερα από την αξία του ενεργητικού τους. Κατά συνέπεια, οι επενδυτές αξίας είναι συνήθως φειδωλοί απέναντι στις προσδοκίες των εταιριών για μεγάλη μελλοντική ανάπτυξη και ψάχνουν να βρουν επενδύσεις σε πιο ώριμες εταιρίες που έχουν χάσει τη λάμψη τους.

### **3.2 Επενδύοντας με βάση συγκεκριμένα κριτήρια**

Πολλοί επενδυτές πιστεύουν ότι μετοχές με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά – καλή διαχείριση, χαμηλό κίνδυνο και υψηλή ποιότητα – υπεραποδίδουν σε σχέση με άλλες μετοχές και ότι το κλειδί στη πραγματοποίηση αποδοτικών επενδύσεων είναι ο ξεκάθαρος ορισμός και χρήση των αντίστοιχων κριτηρίων. Παρόλο ότι οι επενδυτές πάντα τα αναζητούσαν, η μετατροπή των ποιοτικών αυτών χαρακτηριστικών σε αντίστοιχα ποσοτικά μέτρα έγινε από τον Ben Graham στα κλασσικά του βιβλία της δεκαετίας του 1930 (π.χ. Graham (1934)). Τα τελευταία χρόνια, η μεγάλη ευκολία στη πρόσβαση στα δεδομένα και η υπολογιστική ισχύς

που έχει πολλαπλασιαστεί διευκολύνουν την εύρεση επενδύσεων με βάση τα κριτήρια του Graham αλλά και με κάποιες παραλλαγές τους. Στη συνέχεια εξετάζονται ορισμένα από τα κριτήρια αυτά και η αποδοτικότητά τους.

Η Λογιστική Αξία (Book Value, BV) μιας επιχείρησης είναι η εκτίμηση της αξίας που έχουν οι λογιστές για τη μετοχή της επιχείρησης. Η τρέχουσα αξία της μετοχής (P) είναι η εκτίμηση της αξίας που αποδίδουν οι επενδυτές για τη μετοχή της επιχείρησης. Αρκετοί επενδυτές υποστηρίζουν ότι μετοχές που διαπραγματεύονται με χαμηλό πηλίκιο P/BV μπορεί να θεωρηθούν υποτιμημένες. Για παράδειγμα, εάν οι Αμερικάνικες εταιρίες από το 1927 έως το 2001 χωριστούν σε δέκα χαρτοφυλάκια (από πολύ χαμηλό P/BV έως πολύ υψηλό P/BV) τότε οι μέσες ετήσιες αποδόσεις των αντίστοιχων χαρτοφυλακίων φαίνονται στο Διάγραμμα 3.1.



**Διάγραμμα 3.1.** Αποδόσεις με βάση το ηηλίκο P/BV των US μετοχών για τα έτη 1927-2001

Όπως φαίνεται από το Διάγραμμα 3.1, οι καλύτερες μέσες αποδόσεις για ολόκληρο το υπό εξέταση χρονικό διάστημα εμφανίζονται στα χαρτοφυλάκια με το μικρότερο P/BV. Παρόμοιες μελέτες έγιναν και σε άλλες χώρες και επίσης επιβεβαιώθηκαν τα αποτελέσματα αυτά. Οι μετοχές με χαμηλό P/BV εμφανίζουν καλύτερες αποδόσεις από τις αντίστοιχες με υψηλότερο P/BV ακόμη και αν

χρησιμοποιηθούν συνήθη μέτρα του κινδύνου όπως είναι το βήτα (beta). Παρόλα αυτά πρέπει εδώ να ληφθεί υπόψη ότι τα μέτρα αυτά του κινδύνου μπορεί να είναι κάποιες φορές ανεπαρκή και οι εταιρίες χαμηλού P/BV να έχουν τελικά αυξημένες πιθανότητες οικονομικών προβλημάτων. Επομένως, πρέπει να γίνεται περαιτέρω έλεγχος για το αν οι επιπρόσθετες αποδόσεις από εταιρίες χαμηλών P/BV δικαιολογούν τον επιπρόσθετο κίνδυνο που αναλαμβάνεται. Ο δεύτερος περιορισμός στη στρατηγική αγοράς μετοχών χαμηλού P/BV είναι ότι οι μετοχές αυτές ενδεχομένως να μην είναι υποτιμημένες αλλά να δικαιολογούν το χαμηλό αυτό P/BV λόγω τρέχουσας και αναμενόμενης μελλοντικής χαμηλής απόδοσης μετοχικού κεφαλαίου (ROE). Για μια εταιρία σταθερής ανάπτυξης το πηλίκιο P/E δίνεται από τη σχέση:

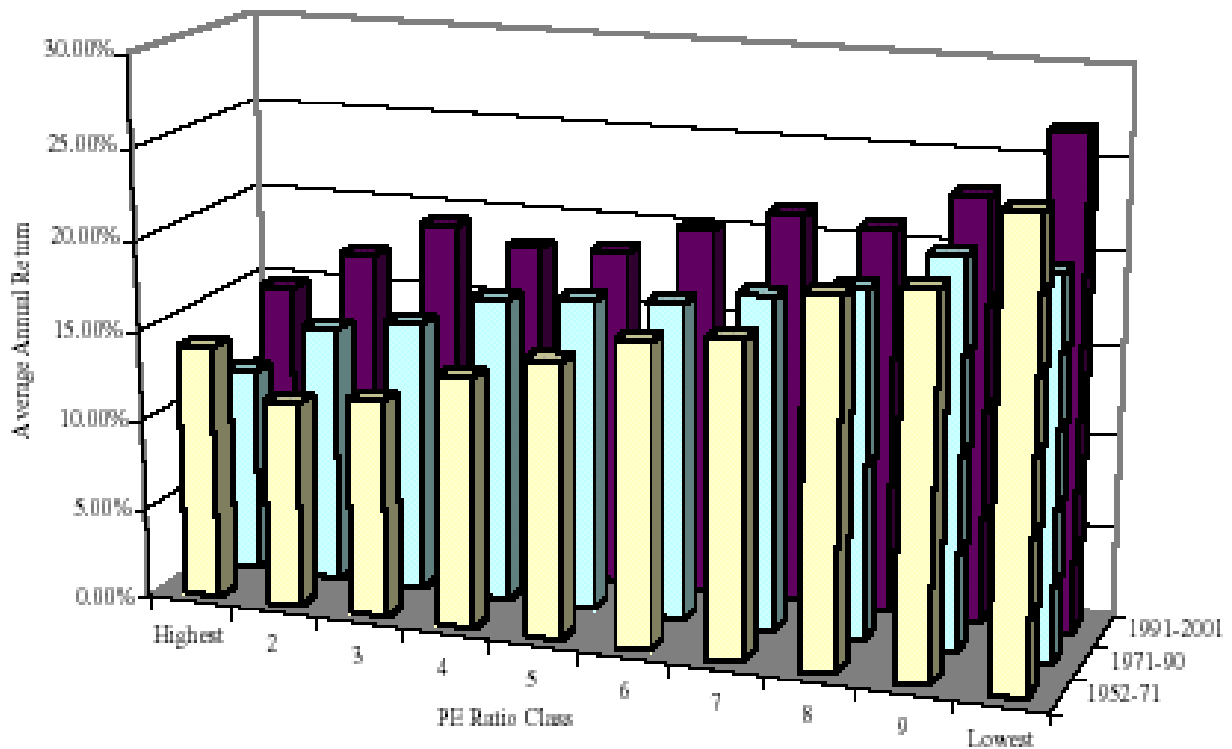
$$P/BV = \frac{(Return\_On\_Equity - Expected\_Growth\_Rate)}{(Return\_On\_Equity - Cost\_Of\_Equity)}$$

Μετοχές με χαμηλό ROE αναμένεται να εμφανίζουν χαμηλά πηλίκια P/BV. Συνολικά λοιπόν, το κριτήριο του χαμηλού P/BV για εύρεση υποτιμημένων μετοχών θα πρέπει να συνοδεύεται από κάποια ικανοποιητική εκτίμηση μελλοντικού ROE καθώς και από περιορισμένη έκθεση σε κίνδυνο.

Ένα άλλο συνηθισμένο κριτήριο εύρεσης υποτιμημένων μετοχών είναι το χαμηλό P/E. Μελέτες που εξετάζουν τη σχέση των πηλίκων P/E και των επιπρόσθετων αποδόσεων των μετοχών συμπεραίνουν ότι σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα οι μετοχές χαμηλού P/E υπεραποδίδουν των μετοχών υψηλού P/E. Στο Διάγραμμα



3.2 εμφανίζονται οι ετήσιες αποδόσεις δέκα Αμερικάνικων χαρτοφυλακίων (από χαρτοφυλάκιο μικρού P/E έως χαρτοφυλάκιο υψηλού P/E) από το 1952 έως το 2001.



**Διάγραμμα 3.2.** Αποδόσεις με βάση το πηλίκo P/E των US μετοχών για τα έτη 1952-2001

Οι μετοχές στο χαρτοφυλάκιο του πιο χαμηλού P/E κέρδισαν κατά μέσο όρο 10% περισσότερο κάθε χρόνο σε σχέση με τις μετοχές στο χαρτοφυλάκιο του πιο υψηλού P/E για τη χρονική περίοδο 1952-1971, περίπου 9% περισσότερο κάθε χρόνο για τη περίοδο 1971-1990 και περίπου 12% περισσότερο μεταξύ 1991 και 2001. Από παρόμοιες μελέτες σε άλλες χώρες επιβεβαιώνεται η μακροπρόθεσμα καλύτερη απόδοση των μετοχών χαμηλού P/E σε σχέση με αυτές υψηλού P/E.

Στη περίπτωση των μετοχών με χαμηλό P/E και πάλι είναι πιθανό να υπάρχουν ορισμένες εταιρίες με ανεπιθύμητα χαρακτηριστικά. Καταρχάς, υπάρχει περίπτωση το βήτα (beta) των εταιριών να μην αντιπροσωπεύει τον πραγματικό κίνδυνο αλλά αυτός να είναι μεγαλύτερος. Για παράδειγμα υπάρχει πολλές φορές μεγάλη αβεβαιότητα για τη μελλοντική λειτουργική κερδοφορία της εταιρίας. Τα λογιστικά κέρδη πολλές φορές παρουσιάζονται μεγαλύτερα από ότι πραγματικά είναι και το P/E της μετοχής εμφανίζεται μικρότερο. Κέρδη από πώληση θυγατρικών μπορεί να εμφανίζονται στον ισολογισμό σε μια μόνο χρήση και να επηρεάζουν το P/E. Επίσης, υπάρχει η πιθανότητα το πηλίκο P/E να είναι χαμηλό επειδή η αγορά αναμένει χαμηλό μελλοντικό ρυθμό ανάπτυξης κερδών.

Λόγω της ευκολίας με την οποία μπορεί να χειραγωγηθεί το κέρδος ανά μετοχή, είναι δυνατό να χρησιμοποιηθούν κάποια παραπλήσια κριτήρια. Στη περίπτωση κυκλικών τομέων της οικονομίας μπορεί να χρησιμοποιείται το μέσο κέρδος ανά κύκλο της οικονομίας (Price / Normalized earnings). Όταν υπάρχουν διαφορές λογιστικών προτύπων τότε μπορεί να γίνονται ανάλογες συμβάσεις (Price / Adjusted earnings). Όταν υπάρχουν αποσβέσεις ή άλλες μη ταμιακές υποχρεώσεις που επηρεάζουν το κέρδος ανά μετοχή τότε μπορεί να χρησιμοποιηθεί το ταμιακό κέρδος (Price / Cash earnings). Για όλα τα κριτήρια P/E πρέπει να ελέγχεται επιπρόσθετα το ύψος του κινδύνου που αναλαμβάνεται καθώς και να αναμένεται για την εταιρία ένας ικανοποιητικός ρυθμός ανάπτυξης κερδών.

Λόγω των προβλημάτων με τη κατάλληλη απεικόνιση των κερδών ανά μετοχή στο πηλίκο P/E, έχουν γίνει μελέτες για το κριτήριο του πηλίκου της τιμής της μετοχής προς το τζίρο της εταιρίας. Τα αποτελέσματα δεν δείχνουν κάποια αξιοσημείωτη διαφορά απόδοσης ανάμεσα στις μετοχές με χαμηλό και υψηλό πηλίκο Τιμής Μετοχής / Πωλήσεις. Επιπλέον, εταιρίες με υψηλές δανειακές υποχρεώσεις και χαμηλά περιθώρια κέρδους είναι δυνατό να εμφανίζουν χαμηλά πηλικά Τιμής Μετοχής / Πωλήσεις. Από μελέτες έχει αποδειχτεί, ότι, αν χρησιμοποιηθεί τόσο αυτό το κριτήριο (Τιμή Μετοχής / Πωλήσεις) όσο και το κριτήριο του περιθωρίου κέρδους, τότε οι μετοχές που έχουν ταυτόχρονα χαμηλό πηλίκο Τιμής Μετοχής / Πωλήσεις και υψηλό περιθώριο κέρδους είναι δυνατό να υπεραποδώσουν σε σχέση με τις υπόλοιπες μετοχές. Ένα ακόμη κριτήριο που έχει εξεταστεί για το διαχωρισμό των μετοχών αξίας από τις υπόλοιπες είναι το κριτήριο των υψηλών μερισματικών αποδόσεων. Το κριτήριο αυτό δεν έχει αποδειχτεί επαρκές για την εύρεση των μετοχών αξίας.

Θα πρέπει εδώ να σημειωθούν τα παρακάτω για τα παραπάνω κριτήρια επιλογής μετοχών αξίας:

- Χρονικός ορίζοντας: Σε όλες τις παραπάνω μελέτες το χρονικό διάστημα υπό διερεύνηση ήταν από πέντε χρόνια και πάνω. Για μικρότερα χρονικά διαστήματα, συμβαίνει μετοχές αξίας (με βάση το P/BV ή το P/E) να υποαποδίδουν σε σχέση με τις υπόλοιπες μετοχές.

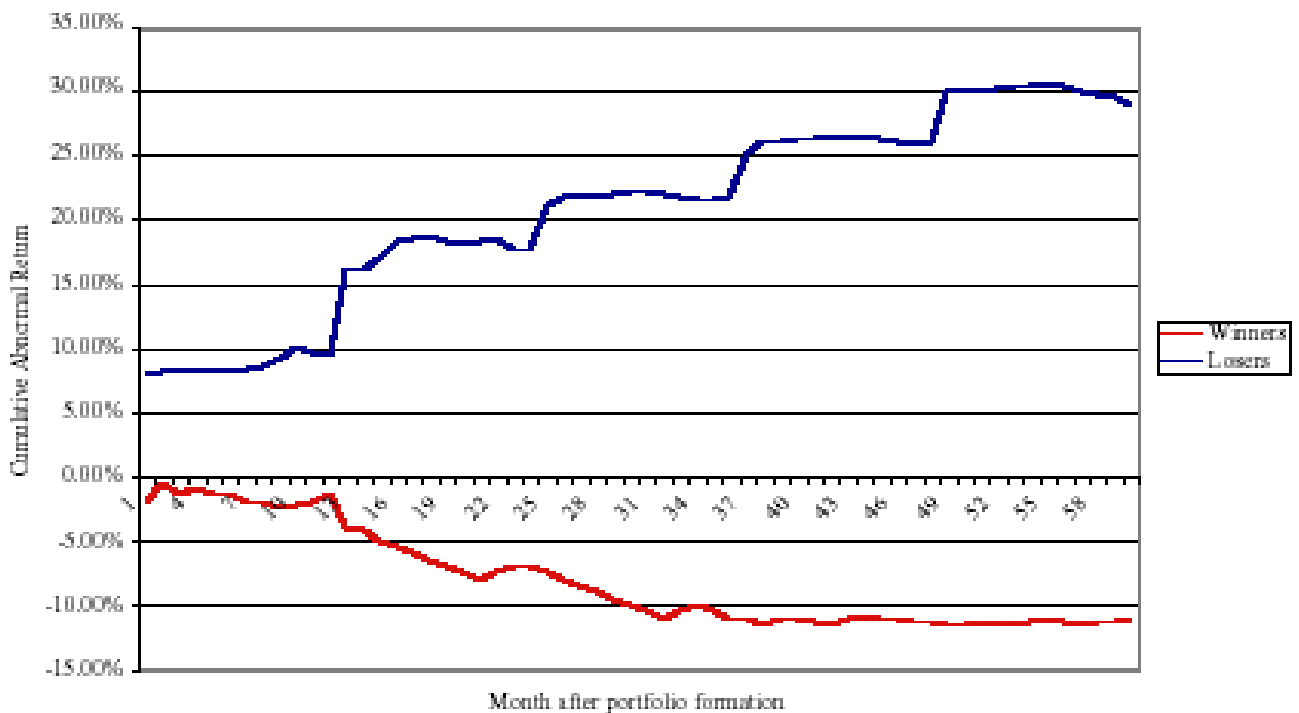
- Πολλαπλά κριτήρια: Δεν σημαίνει απαραίτητα ότι αν χρησιμοποιήσουμε πολλά κριτήρια μαζί θα βελτιωθεί περαιτέρω και η απόδοση ενός χαρτοφυλακίου.
- Έλλειψη διαφοροποίησης: Οι επενδυτές αξίας δεν πρέπει να λησμονούν το βασικό κανόνα της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου. Συνήθως μετοχές που καλύπτουν κάποιο κριτήριο προέρχονται από συγκεκριμένους κλάδους της οικονομίας και αυτό εγκυμονεί τον κίνδυνο έλλειψης διαφοροποίησης στο χαρτοφυλάκιο.
- Φόροι και κόστος συναλλαγών: Κάποια από τα κριτήρια είναι δυνατό να συνιστούν μετοχές που επιφέρουν επιπρόσθετους φόρους ή κόστος συναλλαγών.
- Αντιγραφή της επιτυχίας: Στη περίπτωση της επιτυχίας κάποιου συγκεκριμένου κριτηρίου είναι αναμενόμενο πολλοί επενδυτές να σπεύσουν να το χρησιμοποιήσουν, με συνέπεια τη σταδιακή μείωση της απόδοσής του.

### **3.3 Επενδύοντας αντίθετα από τους υπόλοιπους**

Η μεθοδολογία αυτή εύρεσης επενδύσεων αξίας βασίζεται στην υπόθεση ότι οι μετοχές των οποίων η τιμή βρίσκεται σε παρατεταμένη πτώση (λόγω μέτριας απόδοσης των επενδύσεών τους, κίνδυνο πτώχευσης ή κακή διαχείριση) τιμωρούνται από την αγορά περισσότερο από όσο πραγματικά τους αξίζει. Με τον ίδιο τρόπο εταιρίες με καλή απόδοση συχνά υπερεκτιμώνται από τους

επενδυτές. Στα πλαίσια της λογικής αυτής περιλαμβάνονται διάφορες στρατηγικές, όπως οι επενδύσεις στις μετοχές με τις μεγαλύτερες απώλειες στην αγορά, οι επενδύσεις σε μετοχές των οποίων οι προοπτικές ανάπτυξης θεωρούνται ιδιαίτερα χαμηλές, καθώς και κάποιες μέθοδοι που ξεχωρίζουν προβληματικές σε χρηματοοικονομικό επίπεδο επιχειρήσεις με ισχυρή όμως πιθανότητα να είναι υποτιμημένες. Σε όλα τις μορφές των στρατηγικών αυτών το κοινό χαρακτηριστικό είναι ο μακροπρόθεσμος χαρακτήρας τους.

Μελέτη των DeBondt, Thaler (1985, 793-805) δημιούργησε ένα χαρτοφυλάκιο – νικητών με 35 μετοχές που είχαν παρουσιάσει τη μεγαλύτερη απόδοση τη προηγούμενη χρονιά και ένα χαρτοφυλάκιο – χαμένων με 35 μετοχές που είχαν τις χειρότερες αποδόσεις τη προηγούμενη χρονιά. Τα στοιχεία καλύπτουν το χρονικό διάστημα από το 1933 έως το 1978 και ελέγχουν την απόδοση των δυο χαρτοφυλακίων για 60 μήνες μετά το σχηματισμό τους. Τα αποτελέσματα είναι στο Διάγραμμα 3.3.



**Διάγραμμα 3.3.** Αποδόσεις νικητών/χαμένων χαρτοφυλακίων για τα έτη 1933-1978

Από την ανάλυση αυτή προκύπτει ότι αν κάποιος επενδυτής αγόραζε τις 35 μεγαλύτερες σε απώλειες μετοχές του προηγούμενου χρόνου και τις κρατούσε για πέντε χρόνια θα επιτύγχανε απόδοση κατά 30% καλύτερη από την αγορά και κατά 40% καλύτερη από τον επενδυτή που θα αγόραζε το χαρτοφυλάκιο – νικητών. Η μέθοδος αυτή έχει περισσότερα κοινά με μεθόδους τεχνικής ανάλυσης παρά με τις μεθοδολογίες εύρεσης επενδύσεων αξίας.

Μια άλλη προσέγγιση επενδύσεων που έρχεται σε αντίθεση με τις συνήθεις πρακτικές των υπόλοιπων επενδυτών, αποτελεί η επένδυση σε εταιρίες με άσχημα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα. Εφ' όσον οι αγορές αντιδρούν υπερβολικά σε πρόσφατα γεγονότα, είναι λογικό να υπάρχουν χαμηλές

προσδοκίες για τις εταιρίες που εμφανίζουν τα αποτελέσματα αυτά. Υπάρχουν κάποιες μελέτες που δίνουν ενδείξεις ότι καλά διαχειριζόμενες εταιρίες ενδεχομένως να μην είναι πάντα καλές επενδύσεις ενώ κακές εταιρίες μπορεί τελικά να αποδειχτούν άριστες επενδύσεις. Με τη συγκεκριμένη στρατηγική απαιτείται μακροπρόθεσμος ορίζοντας επένδυσης και πιθανότατα σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα να υπάρξουν σημαντικές απώλειες. Ο κίνδυνος των επενδύσεων αυτών είναι αυξημένος τόσο λόγω της πιθανότητας πτώχευσης όσο και από την αυξημένη μεταβλητότητα στη τιμή της μετοχής. Μετοχές κλάδων που βρίσκονται συνολικά σε καθοδική τροχιά καθώς και μετοχές εταιριών που ενδεχομένως θα υποστούν διοικητικές αλλαγές αποτελούν τις περισσότερο υποσχόμενες επενδύσεις αυτής της κατηγορίας.

### **3.4 Επενδύοντας με σκοπό την αλλαγή της επιχείρησης**

Οι προηγούμενες στρατηγικές επένδυσης σε μετοχές αξίας έχουν το μειονέκτημα ότι ο επενδυτής έχει ελάχιστη επιρροή στις επενδύσεις που έχει πραγματοποιήσει. Έτσι για παράδειγμα, μπορεί να έχει επενδύσει σε κάποια εταιρία με κακή διοίκηση με την προσμονή ότι αυτή θα αλλάξει, αλλά αυτό να μη γίνει ποτέ. Στις επενδύσεις που γίνονται με σκοπό την αλλαγή της επιχείρησης ο επενδυτής αποκτά ένα σημαντικό μέρος μιας υποτιμημένης ή άσχημα διαχειριζόμενης εταιρίας και μετά ως σημαντικός μέτοχος πιέζει για αλλαγές που θα αναδείξουν τη κρυμμένη αξία της. Ο επενδυτής επομένως, αποτελεί τον καταλύτη των αλλαγών και η διαδικασία αυτή ωφελεί και τον ίδιο.

Επενδύσεις αυτού του τύπου γίνονται με διάφορες παραλλαγές αλλά βασικά αντικατοπτρίζουν το λόγο για τον οποίο η επιχείρηση θεωρείται υποτιμημένη. Κάποιος όμιλος εταιριών, για παράδειγμα, ο οποίος αξίζει σύμφωνα με την αγορά λιγότερο από τον άθροισμα των αξιών των επιμέρους εταιριών που τον αποτελούν, μπορεί να πρέπει σύμφωνα με κάποιον επενδυτή, να προχωρήσει σε πώληση ή κλείσιμο μιας θυγατρικής. Όταν ο επενδυτής κρίνει ότι η επιχείρηση είναι υπερβολικά συντηρητική στη λήψη δανείων μπορεί να πιέσει προς τη κατεύθυνση αλλαγής αυτής της φιλοσοφίας, π.χ. να ζητήσει να λάβει η εταιρία κάποιο δάνειο για αγορά ιδίων μετοχών της. Μια επιχείρηση η οποία μπορεί να δώσει οικονομίες συνεργιών σε κάποια άλλη ενδεχομένως να γίνει στόχος επιθετικής εξαγοράς από τη δεύτερη και ο επενδυτής της πρώτης μπορεί να ενθαρρύνει τη διαδικασία αυτή. Σε περίπτωση που μια επιχείρηση έχει χάσει μέρος της αξίας της επειδή θεωρείται ότι έχει υπερβολικά πολλά διαθέσιμα, ο επενδυτής μπορεί να ζητήσει μεγαλύτερο μέρισμα ή αγορά ιδίων μετοχών. Σε όλα αυτά τα υποθετικά σενάρια, ενδεχομένως ο επενδυτής να έρθει αντιμέτωπος με managers της εταιρίας οι οποίοι να είναι αντίθετοι στις αλλαγές. Αν μάλιστα υπάρχει τέτοιου είδους πρόβλημα, ο επενδυτής μπορεί να πιέσει ακόμη και για διοικητικές αλλαγές στην εταιρία.

Σύμφωνα με μελέτες, η επένδυση σε εταιρίες με σκοπό τη πραγματοποίηση αλλαγών σε αυτές, έχει μεγαλύτερες πιθανότητες επιτυχίας σε εκείνες τις εταιρίες των οποίων η τιμή της μετοχής έχει κακή πρόσφατη απόδοση αλλά υπάρχει



προοπτική για βελτίωσή τους στο μέλλον. Είναι αρκετά απίθανο να υπάρξουν αξιόλογες αποδόσεις σε εταιρίες των οποίων η μετοχή είχε καλή πρόσφατη απόδοση ή θεωρείται ότι έχει καλή διοίκηση.

Προκειμένου όμως να επενδύσει κανείς σε εταιρίες με σκοπό να τις αλλάξει πρέπει επιπλέον να έχει υπόψη του ορισμένα θέματα. Καταρχάς, πρέπει να έχει αξιόλογο κεφάλαιο για τη πραγματοποίηση της επένδυσης ώστε να έχει την απαραίτητη δύναμη για τη πραγματοποίηση των αλλαγών. Πρέπει επίσης να έχει αρκετό διαθέσιμο χρόνο και να γνωρίζει καλά την εταιρία και τον κλάδο της ώστε να μπορεί να ασκεί με αποτελεσματικότητα τις πιέσεις στη διοίκηση. Τέλος, δεν αναμένεται η διοίκηση να δεχτεί εύκολα τις αλλαγές και αυτό θα πρέπει ο επενδυτής να είναι προετοιμασμένος να το χειριστεί ανάλογα. Λόγω όλων αυτών των δυσκολιών εξηγείται και ο μικρός αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων που επιλέγουν την επιθετική αυτή στρατηγική. Συνήθως αυτοί που επενδύουν και πετυχαίνουν να αλλάξουν μια εταιρία, είναι είτε μεμονωμένοι μεγαλοεπενδυτές ή μικρά εξειδικευμένα αμοιβαία κεφάλαια.

## Βιβλιογραφία

1. Graham, B. and D. Dodd, Security Analysis, 1934, McGraw Hill
2. DeBondt, W.F.M. & R. Thaler, “Does the Stock Market Overreact?”, Journal of Finance, 1985, v40, pp 793-805
3. Chan, L., Lakonshok, J., “Value and growth investing: Review and update”, Financial Analysts Journal, 2004, 60, 71-86
4. Dimson, Elroy, Nagel, Stefan and Quigley, Garrett, "Capturing the Value Premium in the U.K. 1955-2001", 2003, Second Round at Financial Analysts Journal
5. Fama, French, “Value versus growth: The international evidence”, 1998, Journal of Finance 53, 1975-1999.
6. Sharpe, W.F., “Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement”, 1992, Journal of Portfolio Management, Winter, 7-19
7. Fitzpatrick E., “Growth vs. Value – Which way from here?”, An article for the Institute for Fiduciary Education
8. Ibbotson, R.G., Riepe, M.W., “Growth vs. Value Investing: And the Winner is...”, A contribution to the Journal of Financial Planning
9. Damodaran, Investment philosophies, 2002, New York
10. Αρτίκης Γεώργιος, Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις Επενδύσεων (Τρίτη έκδοση, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα, 2002)
11. Αρτίκης Γεώργιος, Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων (Τρίτη έκδοση, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα, 2002)
12. Αρτίκης Γεώργιος, Χρηματοοικονομική Ανάλυση και Προγραμματισμός (Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα, 2003)

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>

### ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

#### 4.1 Γενικά

Υπάρχει μια γενική αντίληψη ότι οι επενδύσεις αξίας είναι για τους επενδυτές που θέλουν να αποφεύγουν τον κίνδυνο ενώ οι επενδύσεις ανάπτυξης είναι για εκείνους που επιδιώκουν τον κίνδυνο. Οι επενδύσεις ανάπτυξης έχουν κάποια αξία αλλά το θέμα είναι να τις πραγματοποιήσει κανείς σε λογική τιμή. Στη συνέχεια, θα εξετάσουμε τα κυριότερα χαρακτηριστικά των επενδύσεων ανάπτυξης καθώς και τις διάφορες μορφές με τις οποίες αυτές παρουσιάζονται.

Επενδύσεις ανάπτυξης αποτελούν οι εταιρίες των οποίων η δυναμική της μελλοντικής τους ανάπτυξης είναι υποτιμημένη. Από τον ορισμό αυτό, συνάγεται ότι οι επενδυτές της κατηγορίας αυτής ενδιαφέρονται το ίδιο για την απόκτηση αξίας όσο και οι επενδυτές αξίας. Η διαφορά μεταξύ τους έγκειται στο σημείο που επικεντρώνεται το ενδιαφέρον τους για την εύρεση της αξίας αυτής. Οι επενδυτές αξίας πιστεύουν ότι είναι πιο εύκολο να βρεθεί υποτιμημένο το υπάρχον ενεργητικό μιας εταιρίας παρά οι μελλοντικές προοπτικές της. Έτσι, προτιμούν να επενδύουν σε ώριμες επιχειρήσεις με σημαντικό ενεργητικό. Αντίθετα, οι επενδυτές ανάπτυξης προτιμούν να επενδύουν σε εταιρίες των οποίων οι μελλοντικές προοπτικές είναι πολύ καλές.

Η στρατηγική των επενδύσεων ανάπτυξης εμφανίζεται με διάφορες μορφές. Αρκετές εταιρίες ανάπτυξης είναι εταιρίες με μικρή κεφαλαιοποίηση και επομένως οι επενδυτές ανάπτυξης δίνουν ιδιαίτερη σημασία στη μικρή κεφαλαιοποίηση. Επίσης, οι εταιρίες που εισάγονται στο χρηματιστήριο πραγματοποιούν δημόσιες προσφορές των μετοχών τους και εδώ υπάρχουν κάποιες ευκαιρίες για τους επενδυτές αυτούς. Μια ακόμη απλή μορφή επενδύσεων ανάπτυξης αποτελεί η επένδυση σε εταιρίες με βάση κάποια κριτήρια. Σύνηθες τέτοιο κριτήριο είναι το πηλίκο P/E το οποίο πρέπει να εμφανίζεται μικρότερο από τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης των κερδών ανά μετοχή. Άλλη μεθοδολογία αποτελεί η επιθετική στρατηγική της επένδυσης σε σημαντικό ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου εταιριών προσανατολισμένων στην ανάπτυξη. Σύμφωνα με τη μεθοδολογία αυτή, οι επενδυτές όχι μόνο επενδύουν αλλά και αναμιγνύονται ενεργά στη διοίκηση της επιχείρησης. Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν τα σχήματα venture capital και η επένδυση σε μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες.

## **4.2 Επενδύοντας με βάση συγκεκριμένα κριτήρια**

Για έναν διαχειριστή χαρτοφυλακίου με επιλογές που προέρχονται από ένα μεγάλο πλήθος μετοχών, η πιο αποτελεσματική μέθοδος δημιουργίας του χαρτοφυλακίου του είναι η εφαρμογή ορισμένων κριτηρίων και η επιλογή των μετοχών που περνούν τα κριτήρια αυτά. Με άλλα λόγια, εφαρμογή για τις μετοχές

ανάπτυξης, της μεθοδολογίας που εφήρμοσε ο Ben Graham για τις μετοχές αξίας. Στη συνέχεια, θα εξετάσουμε τρία δημοφιλή είδη κριτηρίων: με βάση τον υψηλό αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης κερδών, με βάση το υψηλό πηλίκο P/E καθώς και με βάση το συνδυασμό χαμηλής τιμής της μετοχής για δεδομένο ρυθμό ανάπτυξης κερδών (Growth At Reasonable Price strategies).

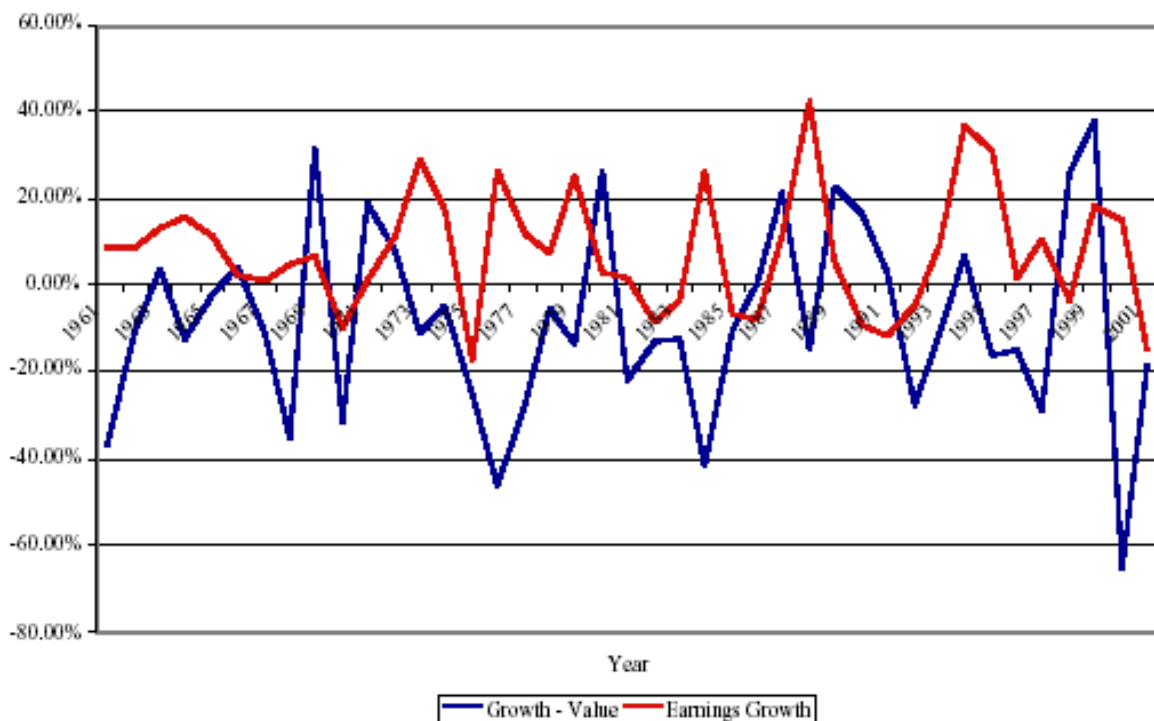
Το πιο λογικό κριτήριο για τους περισσότερους επενδυτές που θέλουν να επενδύσουν σε μετοχές αξίας αποτελεί ο υψηλός αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης κερδών. Προκειμένου να εκτιμηθεί ο ρυθμός αυτός για μια εταιρία, είτε υπολογίζεται ο ιστορικός ρυθμός ανάπτυξης των κερδών και ανάγεται στο μέλλον, ή αναζητούνται εταιρίες που παρακολουθούνται από αναλυτές και για τις οποίες προβλέπουν ισχυρούς ρυθμούς ανάπτυξης.

Ο πρώτος τρόπος έχει δύο σημαντικά μειονεκτήματα. Καταρχάς, συχνά υπάρχει αρνητική συσχέτιση στο ρυθμό ανάπτυξης ανάμεσα σε δυο χρονικές περιόδους. Μάλιστα, σε μικρότερες εταιρίες το φαινόμενο γίνεται ακόμη εντονότερο. Επιπλέον, για τις εταιρίες υπάρχει γενικά η τάση να συμβαδίζει ο ρυθμός ανάπτυξής τους με εκείνου του μέσου όρου των εταιριών. Έτσι, εταιρίες που αναπτύσσονται γρήγορα θα δουν το ρυθμό τους να μειώνεται για να πλησιάσει το μέσο όρο των εταιριών και το αντίστροφο θα συμβεί σε εταιρίες χαμηλού ρυθμού ανάπτυξης.

Η επιτυχία του δεύτερου τρόπου, παρόλο που αυτός δεν στηρίζεται σε ιστορικά δεδομένα αλλά σε εκτιμήσεις αναλυτών για το μέλλον, προϋποθέτει δυο συνθήκες. Οι αναλυτές πρέπει να είναι καλοί στις μακροπρόθεσμες προβλέψεις και η αγορά δεν θα πρέπει να έχει ήδη ενσωματώσει στη τιμή της μετοχής τις εκτιμήσεις μελλοντικής ανάπτυξης. Σε αρκετές πάντως περιπτώσεις, οι αναλυτές έχουν τη τάση να υπερεκτιμούν το ρυθμό μελλοντικής ανάπτυξης και η αγορά ιστορικά μάλλον υπερεκτιμά τη μελλοντική ανάπτυξη παρά την υποεκτιμά.

Το πιο απλό αλλά συνάμα και υψηλού κινδύνου κριτήριο για τη πραγματοποίηση επενδύσεων ανάπτυξης, είναι η επένδυση στις εταιρίες με τα ψηλότερα P/E πηλίκια της αγοράς. Όπως αποδεικνύεται από την ιστορικά μακροπρόθεσμη απόδοση των μετοχών υψηλού P/E σε σχέση με εκείνη των χαμηλών P/E, οι μετοχές υψηλών P/E υποαποδίδουν σημαντικά. Παρόλα αυτά, αξίζει να εξετάσει κανείς και τις μετοχές αυτές λόγω των κύκλων που εμφανίζονται στην οικονομία. Έχει παρατηρηθεί ότι υπάρχουν μεγάλες χρονικές περίοδοι όπου οι μετοχές υψηλών P/E υπεραποδίδουν των μετοχών χαμηλών P/E. Για παράδειγμα, οι μετοχές ανάπτυξης γενικά αποδίδουν ικανοποιητικά όταν η ανάπτυξη των κερδών στην αγορά είναι χαμηλή και οι μετοχές αξίας αποδίδουν ικανοποιητικά όταν η ανάπτυξη των κερδών είναι υψηλή. Στο Διάγραμμα 4.1 παρουσιάζεται η διαφορά στην ετήσια απόδοση των μετοχών υψηλού P/E σε σχέση με τις μετοχές χαμηλού P/E για το Αμερικάνικο χρηματιστήριο από το 1961 έως το 2001. Οι μετοχές έχουν επιλεχθεί ώστε να ανήκουν στο 10% με το υψηλότερο (ή χαμηλότερο) P/E για τη κάθε χρονιά. Μια θετική τιμή στη διαφορά υποδηλώνει ότι

οι μετοχές ανάπτυξης υπεραπέδωσαν εκείνη τη χρονιά σε σχέση με τις μετοχές αξίας. Παρατηρούμε ότι οι μετοχές ανάπτυξης αποδίδουν καλύτερα όταν η ανάπτυξη των κερδών είναι χαμηλή. Ίσως αυτό να συμβαίνει επειδή τα χρόνια αυτά οι μετοχές ανάπτυξης είναι λίγες. Αντίθετα, όταν όλες οι εταιρίες έχουν υψηλή ανάπτυξη κερδών, οι μετοχές αξίας ξεπερνούν τις προβλέψεις και προτιμώνται από τους επενδυτές.



**Διάγραμμα 4.1.** Σχετική απόδοση μετοχών αξίας/ανάπτυξης με βάση την ανάπτυξη κερδών

Ορισμένοι επενδυτές θεωρούν ότι η επένδυση σε μετοχές υψηλού P/E έχει ιδιαίτερα υψηλό κίνδυνο. Αντί αυτού του κριτηρίου, προτιμούν να χρησιμοποιούν

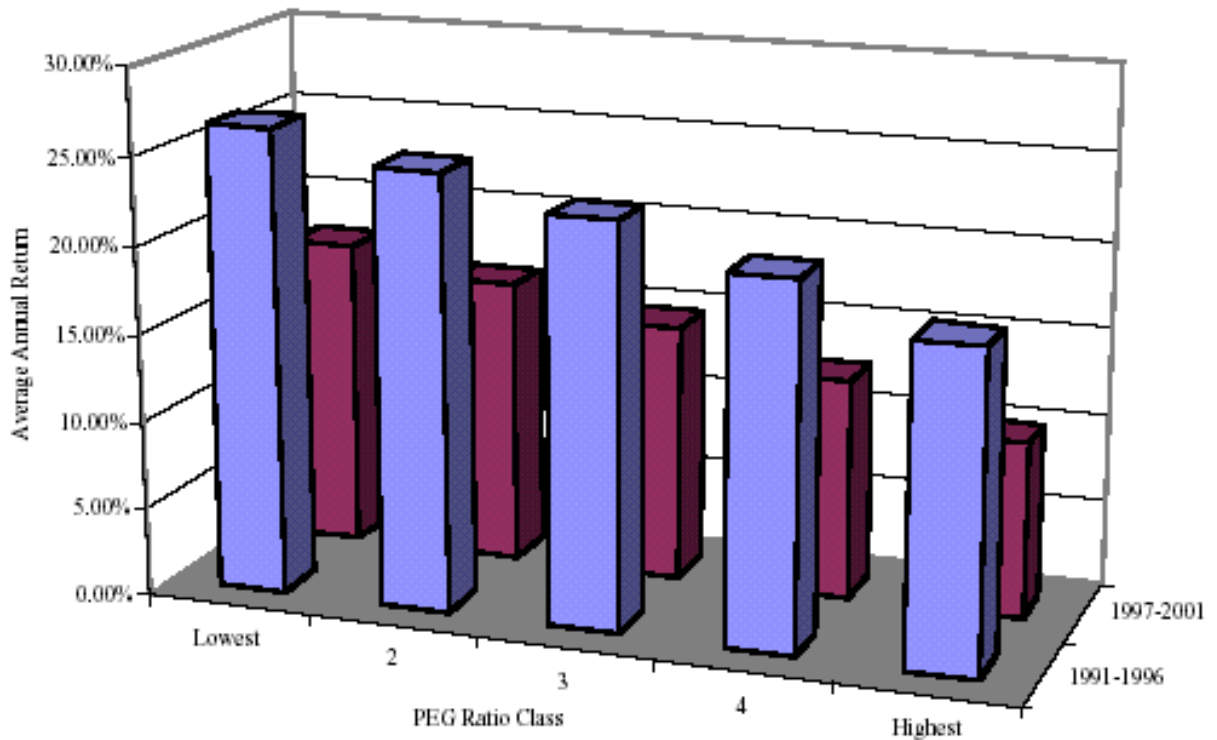
κριτήρια που συνδυάζουν την αναμενόμενη ανάπτυξη κερδών με τη τρέχουσα τιμή της μετοχής (GARP strategies). Δυο τέτοια κριτήρια είναι η αγορά μετοχών με P/E μικρότερο του αναμενόμενου ρυθμού ανάπτυξης κερδών και η αγορά μετοχών με χαμηλό πηλίκιο του P/E προς το ρυθμό ανάπτυξης (PEG ratio).

Το απλούστερο κριτήριο GARP είναι η αγορά μετοχών των οποίων το πηλίκιο P/E είναι μικρότερο του αναμενόμενου ρυθμού ανάπτυξης. Παρά το πλεονέκτημα της απλότητας, το κριτήριο αυτό περιέχει σημαντικό βαθμό κινδύνου. Από τη στιγμή που η ανάπτυξη δημιουργεί κέρδη στο μέλλον, η αξία της ανάπτυξης ισοδυναμεί με τη παρούσα αξία των κερδών που αυτή παράγει. Όταν το επιτόκιο προεξόφλησης είναι χαμηλό, η παρούσα αξία των κερδών αυτών θα είναι υψηλή. Επομένως, όταν τα επιτόκια μειώνονται, τα πηλίκια P/E αυξάνονται χωρίς να αλλάζει ο ρυθμός ανάπτυξης κερδών. Κατά συνέπεια, το πλήθος των μετοχών ανάπτυξης μειώνεται. Με τον ίδιο τρόπο, οι επενδυτές βρίσκουν περισσότερες ελκυστικές μετοχές ανάπτυξης σε περιόδους υψηλών επιτοκίων. Μάλιστα, στις αναπτυσσόμενες αγορές όπου τα επιτόκια συχνά είναι πολύ υψηλά, φαίνεται να υπάρχουν πολλές εταιρίες σε τιμές ευκαιρίας (πολύ χαμηλά P/E). Στη πραγματικότητα όμως, αυτό οφείλεται κυρίως στα υψηλά επιτόκια που επικρατούν εκεί. Επιπρόσθετο κίνδυνο για το συγκεκριμένο κριτήριο αποτελεί και πάλι το θέμα της ακρίβειας των εκτιμήσεων για τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης των υπό εξέταση εταιριών.



Μια εναλλακτική προσέγγιση που προσφέρει μεγαλύτερη ευελιξία σε σχέση με την απλή σύγκριση του P/E με τον ρυθμό ανάπτυξης είναι η εξέταση του πηλίκου των δυο αυτών μεγεθών (PEG). Τόσο ο αριθμητής (P/E) όσο και ο παρονομαστής (ανάπτυξη κερδών) πρέπει να αναφέρονται στα κέρδη της ίδιας χρονικής περιόδου. Αρκετοί αναλυτές που χρησιμοποιούν το PEG προτιμούν γενικά να αναφέρονται σε βραχυπρόθεσμα κέρδη και ρυθμούς ανάπτυξης.

Γενικά μια μετοχή με χαμηλό PEG θεωρείται φθηνή αφού ο επενδυτής πληρώνει λιγότερα για την αναμενόμενη ανάπτυξη της εταιρίας. Με το κριτήριο αυτό μπορεί να γίνει σύγκριση εταιριών με διαφορετικές προοπτικές ανάπτυξης. Από μελέτη που έγινε, προέκυψε ότι μια στρατηγική αγοράς Αμερικανικών μετοχών χαμηλού PEG έδωσε αποδόσεις σημαντικά υψηλότερες σε σχέση με το γενικό δείκτη S&P 500. Στη μελέτη αυτή, οι 1000 μεγαλύτερες μετοχές του Αμερικάνικου χρηματιστηρίου χωρίστηκαν σε πέντε ομάδες με βάση το PEG τους για τα έτη 1991 - 2001. Το αποτέλεσμα, το οποίο φαίνεται στο Διάγραμμα 4.2, αποδεικνύει ότι η επένδυση σε εταιρίες χαμηλού PEG για καθένα από τα δύο υπό εξέταση διαστήματα, θα έδινε 3% μέση καλύτερη απόδοση σε σχέση με τις επενδύσεις στις εταιρίες υψηλού PEG. Και για τα δυο πάντως διαστήματα δεν έχει ληφθεί υπόψη ο παράγοντας του κινδύνου.



**Διάγραμμα 4.2.** Πηλικά PEG και ετήσιες αποδόσεις

Υπάρχουν δυο πιθανοί λόγοι για τους οποίους η χρήση των πηλίκων PEG ενδεχομένως να μας κατατάξει μετοχές υψηλού κινδύνου αλλά με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης ως υποτιμημένες. Ο πρώτος και πιο φανερός είναι ότι, από τη στιγμή που το PEG προκύπτει ως πηλίκo του P/E προς το ρυθμό ανάπτυξης, η αβεβαιότητα σχετικά με τον αναμενόμενο αυτό ρυθμό ανάπτυξης των κερδών δεν αντικατοπτρίζεται στη τιμή του PEG. Μάλιστα, θα περίμενε κανείς μετοχές υψηλού κινδύνου να έχουν για δεδομένο ρυθμό ανάπτυξης, χαμηλότερα P/E. Επομένως, μια μετοχή που φαίνεται υποτιμημένη με βάση το PEG, στην πραγματικότητα μπορεί να είναι δίκαια αποτιμημένη ή ακόμη και υπερτιμημένη.

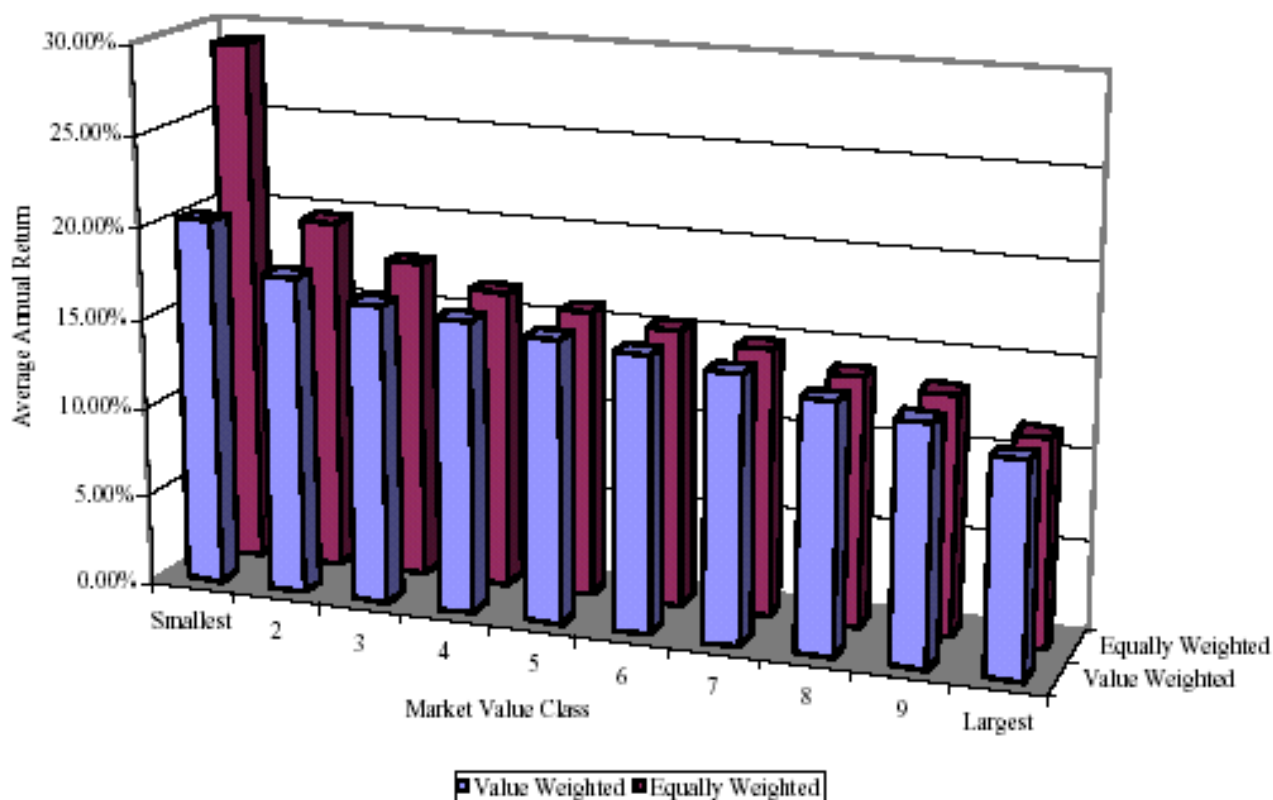
Το δεύτερο πρόβλημα με το πηλίκο PEG είναι λιγότερο φανερό αλλά περικλείει σημαντικό βαθμό κινδύνου. Πιο συγκεκριμένα, η σχέση μεταξύ P/E και αναμενόμενου ρυθμού ανάπτυξης δεν είναι γραμμική και αυτό περιπλέκει τα πράγματα όταν συγκρίνουμε μετοχές εταιριών με διαφορετικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Όταν λοιπόν συγκρίνουμε μια υψηλής ανάπτυξης εταιρία με μια χαμηλής ανάπτυξης, το πηλίκο PEG θα είναι περισσότερο χαμηλό για την πρώτη σε σχέση με τη δεύτερη από ότι θα περίμενε κανείς αν υπήρχε γραμμικότητα. Αν πάντως συγκρίναμε εταιρίες με παραπλήσιους ρυθμούς ανάπτυξης το πρόβλημα αυτό θα ήταν αμελητέο.

### **4.3 Επενδύοντας στη μικρή κεφαλαιοποίηση**

Μια από τις πιο συνήθεις στρατηγικές ανάπτυξης αποτελεί η επένδυση σε εταιρίες της μικρής κεφαλαιοποίησης. Παρόλο που μπορεί κανείς να σχηματίσει ένα χαρτοφυλάκιο αξίας αποτελούμενο από εταιρίες της μικρής κεφαλαιοποίησης, τα περισσότερα χαρτοφυλάκια της μικρής κεφαλαιοποίησης έχουν τη τάση να περιέχουν μετοχές ανάπτυξης.

Από μελέτες αποδεικνύεται, ότι, οι μικρότερες (σε όρους κεφαλαιοποίησης) εταιρίες επιτυγχάνουν συχνά υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με τις μεγαλύτερες εταιρίες ισοδύναμου κινδύνου. Στο Διάγραμμα 4.3 παρουσιάζονται οι μέσες ετήσιες αποδόσεις για δέκα ομάδες Αμερικάνικων μετοχών, από την ομάδα της

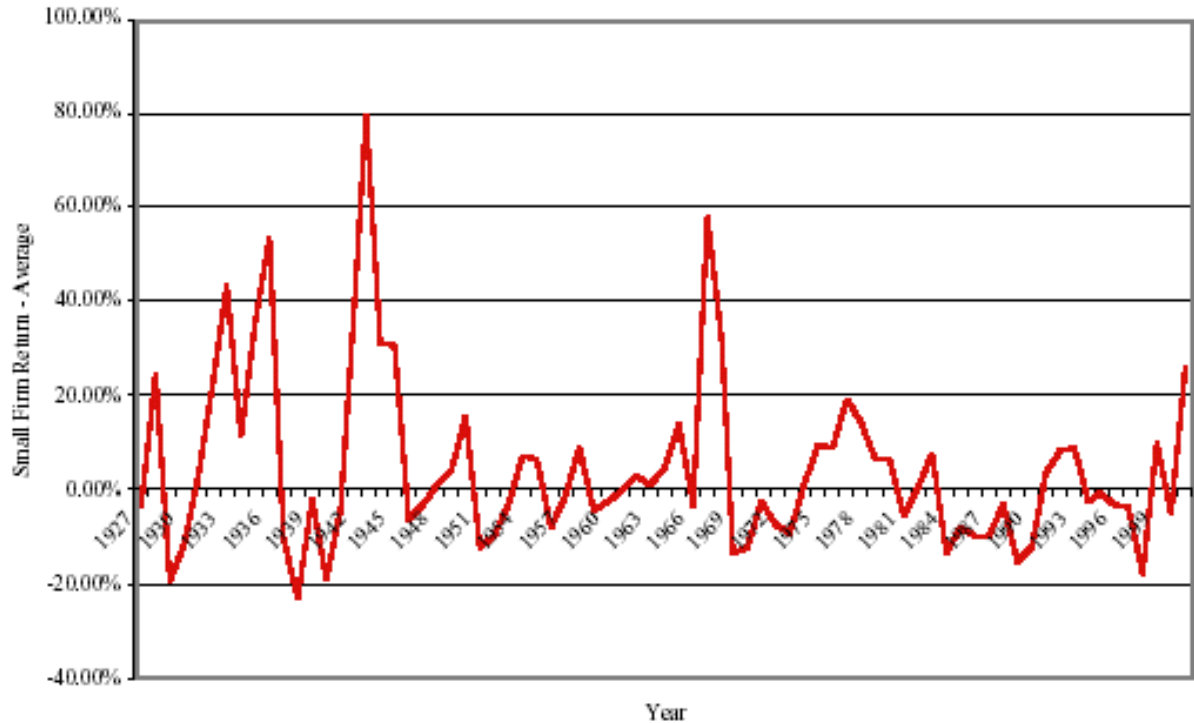
πολύ μικρής κεφαλαιοποίησης μέχρι την ομάδα της πολύ υψηλής κεφαλαιοποίησης. Η περίοδος υπό εξέταση είναι από το 1927 μέχρι το 2001.



**Διάγραμμα 4.3.** Ετήσιες αποδόσεις ανάλογα με τη κατηγορία κεφαλαιοποίησης

Παρατηρούμε ότι οι μετοχές της μικρής κεφαλαιοποίησης υπερέχουν σημαντικά σε απόδοση σε σχέση με τις αντίστοιχες της υψηλής κεφαλαιοποίησης. Μάλιστα, όσο πιο μικρής κεφαλαιοποίησης είναι η ομάδα των μετοχών τόσο καλύτερη είναι η απόδοση. Παρόλο που τα περισσότερα χρόνια στο διάστημα 1927-2001 οι εταιρίες μικρής κεφαλαιοποίησης έχουν αποδώσει καλύτερα, εντούτοις υπάρχουν και διαστήματα όπου έχουν οι εταιρίες αυτές υποαποδώσει σε σχέση με την υψηλή κεφαλαιοποίηση. Στο Διάγραμμα 4.4 φαίνεται η διαφορά στην απόδοση

μεταξύ της χαμηλής και της υψηλής κεφαλαιοποίησης για το υπό εξέταση διάστημα.



**Διάγραμμα 4.4.** Υπεραπόδοση της χαμηλής κεφαλαιοποίησης (1927-2001)

Παρατηρούμε ότι ελάχιστα μόνο χρόνια στο υπό εξέταση διάστημα η χαμηλή κεφαλαιοποίηση υποαποδίδει της υψηλής κεφαλαιοποίησης. Τη δεκαετία πάντως του 1980 η υψηλή κεφαλαιοποίηση γενικά εμφανίζεται να υπερέχει. Θα πρέπει εδώ να σημειωθεί ότι οι μετοχές της χαμηλής κεφαλαιοποίησης υπερέχουν της υψηλής κεφαλαιοποίησης κυρίως όταν τα επιτόκια μειώνονται και ο πληθωρισμός είναι υψηλός. Επίσης, η υπεροχή τους είναι εντονότερη όταν ο κίνδυνος χρεοκοπιών (default risk) των εταιρικών ομολόγων μειώνεται.

Η σημαντικά καλύτερη μέση απόδοση της χαμηλής κεφαλαιοποίησης έχει αποδοθεί από ορισμένους στο υψηλό κόστος συναλλαγών των εταιριών της κατηγορίας αυτής καθώς και στην πιθανότητα να υποεκτιμάται ο κίνδυνός τους. Παρόλο που υπάρχει κάποια βάση στα επιχειρήματα αυτά, είναι αμφίβολο το κατά πόσο η εξάλειψή τους θα εκμηδένιζε την υπεραπόδοση των εταιριών χαμηλής κεφαλαιοποίησης. Το συμπέρασμα της πλειοψηφίας των μελετών καταλήγει στο ότι η μακροπρόθεσμη επένδυση στη χαμηλή κεφαλαιοποίηση αυξάνει τις πιθανότητες υπεραπόδοσης σε σχέση με την υψηλή κεφαλαιοποίηση. Επίσης, όταν γίνονται επενδύσεις στη μικρή κεφαλαιοποίηση έχει μεγάλη σημασία η διαφοροποίηση καθώς οι περισσότερες μετοχές χαμηλής κεφαλαιοποίησης μετέχουν σε περιορισμένο αριθμό κλάδων της οικονομίας. Τέλος, οι περισσότερες από τις εταιρίες μικρής κεφαλαιοποίησης δεν παρακολουθούνται συστηματικά από αναλυτές, με αποτέλεσμα να απαιτείται αυξημένος χρόνος από τη πλευρά του επενδυτή για την εύρεση των απαιτούμενων πληροφοριών σχετικά με τις εταιρίες αυτές.

#### **4.4 Επενδύοντας στις Αρχικές Δημόσιες Προσφορές**

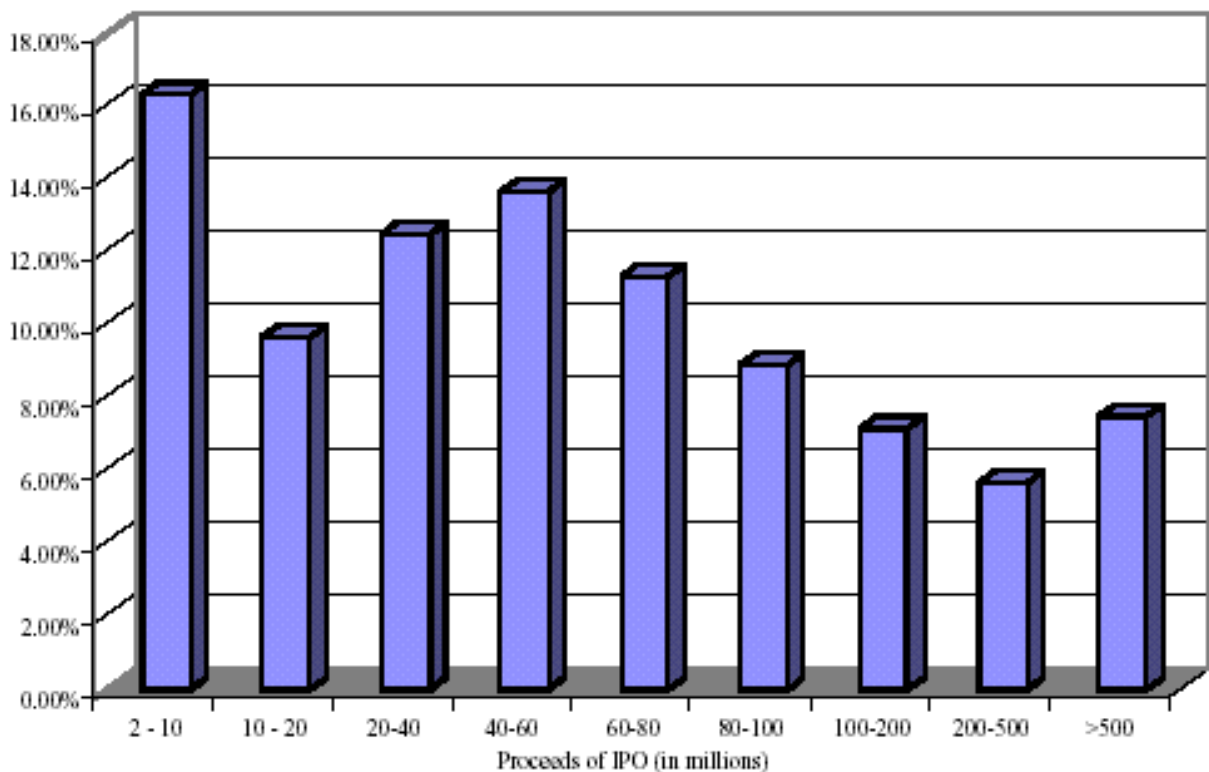
Με τις αρχικές δημόσιες προσφορές οι ιδιωτικές εταιρίες πραγματοποιούν τη μετάβασή τους στη δημόσια διαπραγμάτευση. Σε αντίθεση με τη διαδικασία της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου όπου η αγοραία τιμή της μετοχής είναι ήδη διαμορφωμένη, στην αρχική δημόσια προσφορά μια επενδυτική τράπεζα πρέπει να κάνει την ανάλογη εκτίμηση με βάση την αναμενόμενη προσφορά και ζήτηση.

Ορισμένοι επενδυτές πιστεύουν ότι κατά τη διαδικασία αυτή υπάρχουν ευκαιρίες για την πραγματοποίηση ικανοποιητικών αποδόσεων.

Με το να εισαχθεί μια εταιρία στη δημόσια διαπραγμάτευση πετυχαίνει τη πρόσβαση της στις χρηματοοικονομικές αγορές και στα απαραίτητα κεφάλαια για τη χρηματοδότηση νέων projects. Επιπλέον, οι αρχικοί ιδιοκτήτες της εταιρίας μπορούν όποτε θέλουν να ρευστοποιούν τμήματα της επιχείρησής τους. Το αντίτιμο των πλεονεκτημάτων αυτών είναι η απώλεια του πλήρους ελέγχου της εταιρίας τους καθώς και οι ενδεχόμενες υποχρεώσεις (ενημέρωσης, φορολογικές) που απορρέουν για τις εισηγμένες επιχειρήσεις.

Η εταιρία που πρόκειται να κάνει αρχική δημόσια προσφορά των μετοχών της αρχικά επιλέγει την επενδυτική τράπεζα που θα αναλάβει τη διαδικασία αυτή. Η τράπεζα αυτή στη συνέχεια, σε συνεργασία με την εταιρία, εκτιμάει τη τιμή με την οποία θα προσφερθούν οι μετοχές στους ενδιαφερόμενους επενδυτές. Για το σκοπό αυτό, χρησιμοποιούνται μοντέλα προεξόφλησης ταμιακών ροών ή γίνεται εκτίμηση της τιμής με τη χρήση του πηλίκου P/E και τη σύγκριση με άλλες εταιρίες αυτού του είδους που ήδη βρίσκονται στη δημόσια διαπραγμάτευση. Και για τις δυο μεθόδους, η έλλειψη ουσιαστικών ιστορικών πληροφοριών καθώς και το γεγονός ότι συνήθως οι εταιρίες αυτές έχουν σημαντικές προοπτικές ανάπτυξης, έχει σαν αποτέλεσμα η διαδικασία εκτίμησης να έχει μεγάλη αβεβαιότητα. Οι περισσότερες επενδυτικές τράπεζες ορίζουν τη προσφερόμενη τιμή της μετοχής λιγότερο από ότι πραγματικά πιστεύουν ότι αξίζει η εταιρία.

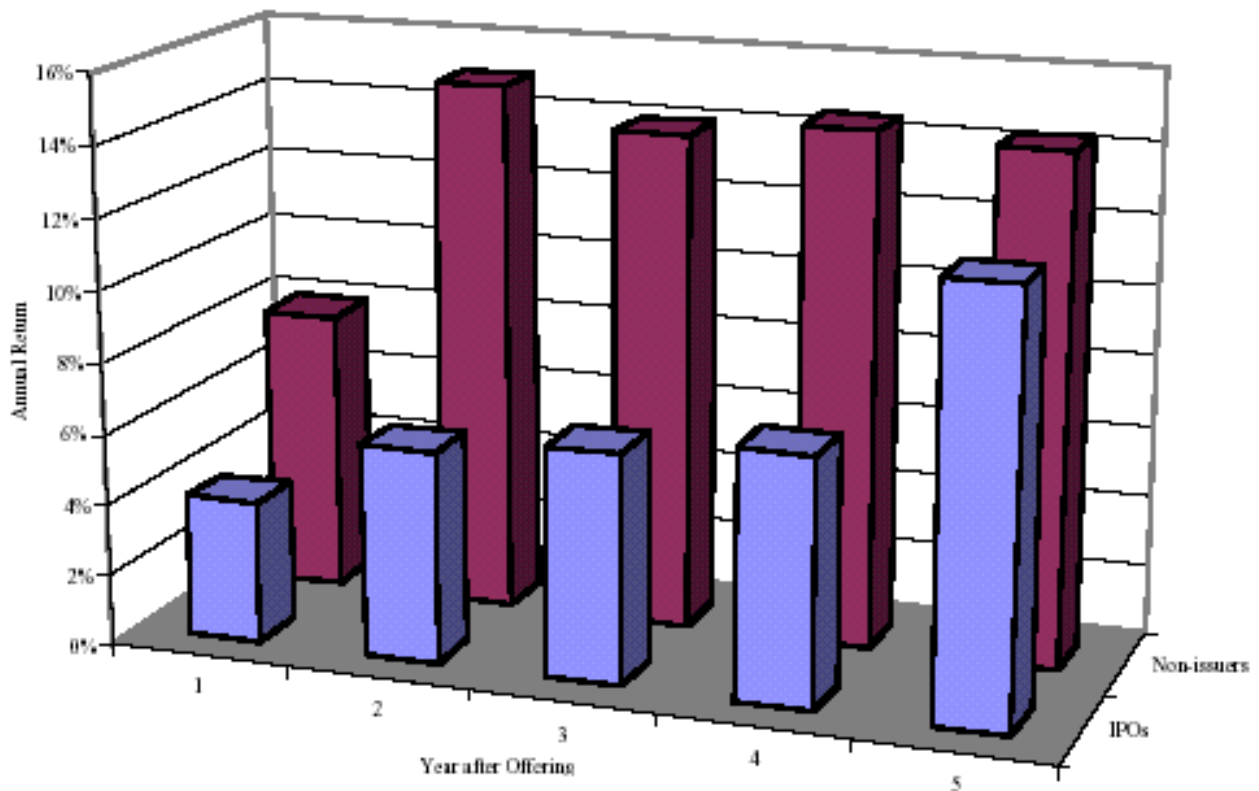
Αυτό το κάνουν για δυο κυρίως λόγους. Από τη μια πλευρά, μειώνουν τον κίνδυνο που έχουν να μην διατεθούν όλες οι μετοχές στο κοινό και από την άλλη, οι επενδυτές γενικά βλέπουν θετικά την άνοδο της τιμής της μετοχής μιας εταιρίας που μόλις έκανε αρχική δημόσια προσφορά. Έτσι, ευχαριστούν τους επενδυτές που συμμετείχαν στην αρχική αυτή προσφορά και προετοιμάζουν το έδαφος για την επόμενη δημόσια προσφορά μετοχών της εταιρίας. Στο Διάγραμμα 4.5 εμφανίζεται η αρχική άνοδος της τιμής της μετοχής 1767 Αμερικάνικων εταιριών που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια προσφορά μεταξύ των ετών 1990 και 1994.



**Διάγραμμα 4.5.** Μέση αρχική απόδοση της μετοχής ανάλογα με το μέγεθος της έκδοσης



Παρατηρούμε ότι η μέση αρχική δημόσια προσφορά εμφανίζεται υποτιμημένη κατά ένα ποσοστό μεταξύ 10-15%. Μάλιστα, όσο μικρότερο είναι το μέγεθος της έκδοσης τόσο πιο υποτιμημένη φαίνεται η προσφερόμενη τιμή για τη μετοχή. Παρόλα αυτά, από μελέτη του Ritter (1998, 5-31), προκύπτει ότι σε δείγμα 13308 αρχικών δημόσιων προσφορών το 15% αυτών ήταν υπερτιμημένες. Επομένως, οι επενδύσεις αυτού του τύπου σε καμία περίπτωση δεν μπορεί να θεωρηθούν ακίνδυνες. Παρόλο ότι κατά μέσο όρο οι μετοχές των εταιριών που πραγματοποιούν αρχική δημόσια προσφορά έχουν τη τάση αμέσως μετά να ανεβαίνουν, εντούτοις δε σημαίνει ότι μακροπρόθεσμα οι εταιρίες αυτές αποτελούν αποδοτικές επενδύσεις. Στο Διάγραμμα 4.6 παρουσιάζεται η μέση απόδοση 5821 εταιριών που έκαναν αρχική δημόσια προσφορά πέντε χρόνια μετά τη πραγματοποίησή της.



**Διάγραμμα 4.6.** Απόδοση μετοχής πέντε χρόνια μετά την αρχική δημόσια προσφορά

Από το Διάγραμμα αυτό συμπεραίνουμε ότι οι εταιρίες που έκαναν αρχική δημόσια προσφορά γενικά υποαπέδωσαν σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρίες. Τα πρώτα μάλιστα χρόνια μετά τη δημόσια προσφορά τους η απόδοση της μετοχής τους παρουσιάζεται ακόμη χειρότερη. Θα πρέπει ακόμη εδώ να σημειωθεί ότι στη περίπτωση που κάποια δημόσια προσφορά θεωρηθεί υποτιμημένη είναι δυνατό, λόγω της αυξημένης ζήτησης, ο επενδυτής να μη μπορεί να αποκτήσει το πλήθος των μετοχών που θα ήθελε. Επίσης, υπάρχουν περίοδοι όπου

εμφανίζονται ελάχιστες αρχικές δημόσιες προσφορές και οι επενδυτές αυτού του τύπου δεν έχουν πολλές επιλογές. Τέλος, επειδή οι δημόσιες προσφορές γίνονται συνήθως μαζικά ανά κλάδο υπάρχει περίπτωση οι επενδυτές να έχουν προβλήματα χαμηλής διαφοροποίησης.

#### **4.5 Επενδύοντας σε σημαντικό ποσοστό του μ.κ. μικρών εταιριών ανάπτυξης**

Όταν κάποιος γίνεται μεγαλομέτοχος σε μια μικρή εταιρία ανάπτυξης συνήθως αναλαμβάνει και ενεργό ρόλο ώστε να την καταστήσει επιτυχημένη. Επειδή οι περισσότερες εταιρίες ανάπτυξης ξεκινούν ως αρκετά μικρές επιχειρήσεις συγκεκριμένων ιδιοκτητών, οι περισσότερες επενδύσεις αυτού του τύπου γίνονται πριν αυτές εισαχθούν στο χρηματιστήριο. Ο στόχος είναι να οδηγηθούν σε αρχικές δημόσιες προσφορές δίνοντας με τον τρόπο αυτό μεγάλα κέρδη στους ιδιοκτήτες τους. Οι επενδύσεις αυτού του τύπου γίνονται συνήθως μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων venture capitals.

Τα σχήματα venture capital προσφέρουν χρηματοδότηση σε μικρές και υψηλού κινδύνου επιχειρήσεις με αντάλλαγμα μέρος της ιδιοκτησίας της επιχείρησης. Το μέγεθος της ιδιοκτησίας που αποκτάται από τα venture capitals εξαρτάται από το κεφάλαιο που επενδύεται και από τις εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης που έχει η επιχείρηση. Όσο πιο μικρή και επικίνδυνη είναι μια εταιρία, τόσο λιγότερες εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης έχει και τόσο μεγαλύτερο τμήμα του

μετοχικού κεφαλαίου της είναι αναγκασμένη να εκχωρήσει. Εκτός των venture capitals υπάρχει και ένα είδος αμοιβαίων κεφαλαίων (leveraged buyout funds), τα οποία αναπτύχθηκαν τη δεκαετία του 1980 και ειδικεύονται στο να δανείζονται μεγάλα χρηματικά ποσά μέσω των οποίων αναλαμβάνουν τον έλεγχο εισηγμένων εταιριών. Τις εταιρίες αυτές στη συνέχεια τις βγάζουν από το χρηματιστήριο και τις κρατούν υπό ιδιωτικό έλεγχο.

Τα venture capitals κάποιες φορές χρησιμοποιούν τη μέθοδο της προεξόφλησης των ταμιακών ροών για την εκτίμηση της αξίας των εταιριών ενώ άλλες φορές υπολογίζουν τη μελλοντική αξία της εταιρίας (terminal value) τη χρονιά που εκτιμάται ότι θα γίνει η αρχική δημόσια προσφορά. Για τον υπολογισμό αυτό χρησιμοποιείται το πηλίκο P/E των εταιριών του κλάδου της εταιρίας και η πρόβλεψη κερδών εκείνης της χρονιάς. Υπάρχουν τρεις τρόποι για την αποκομιδή κερδών. Ο πιο συνήθης και επιθυμητός τρόπος είναι η δημόσια προσφορά των μετοχών της εταιρίας ανάπτυξης. Άλλος τρόπος είναι η πώληση της εταιρίας σε κάποια εταιρία η οποία υλοποιεί στρατηγικούς στόχους επέκτασης. Τέλος, υπάρχει και η επιλογή της διακράτησης των μετοχών της εταιρίας, είσπραξη των μερισμάτων και στο τέλος διάλυσή της.

Εάν κανείς ελέγξει τη μακροπρόθεσμη (20ετίας) απόδοση των venture capitals θα διαπιστώσει ότι προσφέρουν υψηλές αποδόσεις αλλά όχι στο μέγεθος που κάποιος θα περίμενε. Κατά μέσο όρο, τα αμοιβαία αυτά κεφάλαια υπεραποδίδουν του δείκτη S&P 500 αλλά η διαφορά είναι σχετικά μικρή. Μεταξύ

του 1991 και του 2001, για παράδειγμα, η απόδοσή τους κατά μέσο όρο είναι μόνο 3.2% περισσότερο του S&P 500. Με δεδομένο τον υψηλό βαθμό κινδύνου των επενδύσεων αυτών, η απόδοση δεν μοιάζει ιδιαίτερα ελκυστική. Το χαρακτηριστικό των επενδύσεων αυτών είναι ότι η όποια απόδοσή τους προκύπτει από ένα μικρό μόλις αριθμό εταιριών που παρουσιάζουν πολύ υψηλές αποδόσεις. Η πλειοψηφία πάντως των εταιριών στις οποίες τα venture capitals συμμετέχουν, αποτυγχάνουν, και οι αντίστοιχες αποδόσεις είναι αρνητικές. Συμπερασματικά, η μέθοδος αυτή των επενδύσεων σε σημαντικό μέρος του μετοχικού κεφαλαίου μικρών εταιριών ανάπτυξης, είναι για ριψοκίνδυνους επενδυτές με μεγάλο κεφάλαιο και μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

## Βιβλιογραφία

1. Ritter, J.R., "Initial Public Offerings", 1998, Contemporary Finance Digest, v2, 5-31
2. Chan, L., Lakonshok, J., "Value and growth investing: Review and update", 2004, Financial Analysts Journal, 60, 71-86
3. Dimson, Elroy, Nagel, Stefan and Quigley, Garrett, "Capturing the Value Premium in the U.K. 1955-2001", 2003, Second Round at Financial Analysts Journal
4. Fama, French, "Value versus growth: The international evidence", 1998, Journal of Finance 53, 1975-1999.
5. Sharpe, W.F., "Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement", 1992, Journal of Portfolio Management, Winter, 7-19
6. Fitzpatrick E., "Growth vs. Value – Which way from here?", An article for the Institute for Fiduciary Education
7. Ibbotson, R.G., Riepe, M.W., "Growth vs. Value Investing: And the Winner is...", A contribution to the Journal of Financial Planning
8. Damodaran, Investment philosophies, 2002, New York
9. Αρτίκης Γεώργιος, Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις Επενδύσεων (Τρίτη έκδοση, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα, 2002)
10. Αρτίκης Γεώργιος, Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων (Τρίτη έκδοση, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα, 2002)
11. Ναούμ Χρήστος, Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Λογιστική, Β' έκδοση, (Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα, 1994)

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup>

### ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΞΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

#### 5.1 Γενικά

Η πλειοψηφία των μελετών που εξετάζουν τη διαφορά της απόδοσης των επενδύσεων αξίας σε σχέση με τις επενδύσεις ανάπτυξης καλύπτουν τη περίοδο μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1990. Η εργασία των L. Chan, J. Lakonishok (2004, 71-86) επεκτείνει τη περίοδο εξέτασης μέχρι και τις αρχές του 2002.

Η εργασία αυτή παρουσιάζει ενδιαφέρον για διάφορους λόγους. Καταρχάς, επιβεβαιώνει τη καλύτερη απόδοση των στρατηγικών αξίας μέχρι και πολύ πρόσφατα. Από τη στιγμή που οι επενδυτές άρχισαν να αναγνωρίζουν τα πλεονεκτήματα των στρατηγικών αξίας είναι λογικό οι καλύτερες αυτές αποδόσεις να έχουν αρχίσει να μειώνονται. Στο φαινόμενο αυτό είχε αποδοθεί και η κατάρρευση του φαινομένου της υπεροχής εταιριών μικρής κεφαλαιοποίησης μετά το 1980. Στα τέλη πάντως της δεκαετίας του 1990 υπήρξε μια έκρηξη στις αποδόσεις των επενδύσεων ανάπτυξης και πιο συγκεκριμένα στις τεχνολογικές μετοχές. Το συγκεκριμένο διάστημα οι μετοχές ανάπτυξης υπεραπέδωσαν σε σχέση με τις μετοχές αξίας.

## 5.2 Σύγκριση των στρατηγικών

Η μελέτη των των L. Chan, J. Lakonishok (2004, 71-86) βασίζεται στους δείκτες της εταιρίας Frank Russell. Οι δείκτες αυτοί καλύπτουν διάφορες κατηγορίες μετοχών όπως μεγάλης, μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης και στη συνέχεια αυτές χωρίζονται στις υποκατηγορίες ανάπτυξης και αξίας.

Ο δείκτης Russell 1000 εκπροσωπεί το τμήμα μεγάλης κεφαλαιοποίησης του δείκτη Russell 3000. Οι εταιρίες αυτές είναι 1000 μεγάλες Αμερικάνικες εταιρίες, η μικρότερη εκ των οποίων έχει κεφαλαιοποίηση της τάξης των 250 εκατομμυρίων δολαρίων. Ο δείκτης Russell 2000 εκπροσωπεί τις μικρότερες 2000 εταιρίες από το δείγμα αυτό των 3000 εταιριών.

Τόσο ο δείκτης των 1000 όσο και των 2000 εταιριών χωρίζονται σε τμήματα μετοχών ανάπτυξης και αξίας. Τα τμήματα μετοχών ανάπτυξης περιέχουν εταιρίες με περισσότερο του μέσου όρου προοπτικές ανάπτυξης και τείνουν να εμφανίζουν υψηλότερα P/BV και P/E, χαμηλότερες μερισματικές αποδόσεις και καλύτερες προβλέψεις ανάπτυξης κερδών σε σχέση με τα αντίστοιχα τμήματα μετοχών αξίας.

Ο διαχωρισμός των εταιριών σε εταιρίες αξίας και ανάπτυξης για τους δείκτες Russell 1000 και 2000 έχει γίνει με βάση το πηλίκο P/BV. Από το 1994 και μετά έχει ληφθεί ως επιπρόσθετο κριτήριο η πρόβλεψη για τη μέση μακροπρόθεσμη



ανάπτυξη των κερδών τους. Για τους δείκτες αξίας και ανάπτυξης του Russell 1000 και από τον Ιούνιο του 1995 και μετά εφαρμόζεται μια μεθοδολογία σύμφωνα με την οποία δίδεται κάποια πιθανότητα μια μετοχή να είναι ανάπτυξης ή αξίας. Πριν από αυτή την ημερομηνία οι μετοχές του Russell 1000 θεωρούνταν είτε ως 100% ανάπτυξης είτε ως 100% αξίας. Οι δείκτες αξίας και ανάπτυξης του Russell 2000 ακολουθούν τη μεθοδολογία αυτή από την αρχή της ιστορίας τους.

Σύμφωνα με τη παραπάνω μεθοδολογία, σε όλες τις εταιρίες δίνεται μια πιθανότητα να έχουν μετοχή ανάπτυξης ή αξίας. Περίπου το 70% των μετοχών των εταιριών θεωρείται ότι έχουν αμιγώς μετοχή ανάπτυξης ή μετοχή αξίας. Στις υπόλοιπες αποδίδεται μια πιθανότητα να είναι ταυτόχρονα και αξίας και ανάπτυξης. Ανάλογα με τις πιθανότητες αυτές, προκύπτουν για τις μετοχές αντίστοιχα βάρη με τα οποία πλέον συμμετέχουν στη διαμόρφωση των δεικτών.

Όπως μπορεί κανείς να παρατηρήσει από τον Πίνακα 5.1, το τέλος της δεκαετίας του 1990 ήταν δύσκολο για της μετοχές αξίας. Ο γεωμετρικός μέσος της απόδοσης του δείκτη ανάπτυξης Russell 1000 μεταξύ των ετών 1996 – 1999 είναι 31.2% ενώ ο αντίστοιχος μέσος για το δείκτη αξίας Russell 1000 είναι 19.5%. Η διαφορά απόδοσης γίνεται ακόμα μεγαλύτερη αν εξετάσουμε τις 200 μεγαλύτερες σε κεφαλαιοποίηση εταιρίες (δείκτης Russell Top 200). Ο δείκτης ανάπτυξης Russell 200 εμφανίζει μέση ετήσια απόδοση της τάξης του 33.3% για αυτή τη περίοδο ενώ ο δείκτης αξίας Russell 2000 εμφανίζει απόδοση μόλις

10.2%. Εξαιτίας των υψηλών αυτών αποδόσεων των μετοχών ανάπτυξης οι αναλυτές άρχισαν να αμφιβάλλουν για τα πλεονεκτήματα της στρατηγικής αξίας.

**Πίνακας 5.1. Ετήσιες αποδόσεις για U.S. δείκτες αξίας και ανάπτυξης (1979-2001)**

Έτος	Russell 3000		Russell Top 200		Russell Mid-Cap		Russell 1000		Russell 2000		S&P 500
	Ανάπτυξης	Αξίας	Ανάπτυξης	Αξίας	Ανάπτυξης	Αξίας	Ανάπτυξης	Αξίας	Ανάπτυξης	Αξίας	
1979	26.20	21.85					23.91	20.55	50.83	35.38	18.44
1980	40.74	24.52					39.57	24.41	52.26	25.39	32.42
1981	-11.09	2.49					-11.31	1.26	-9.24	14.85	-4.91
1982	20.51	20.83					20.46	20.04	20.98	28.52	21.41
1983	16.29	29.24					15.98	28.29	20.13	38.64	22.51
1984	-2.75	9.28					-0.95	10.10	-15.83	2.27	6.27
1985	32.69	31.48					32.85	31.51	30.97	31.01	32.16
1986	14.25	18.78	13.99	21.44	17.55	17.87	15.36	19.98	3.58	7.41	18.47
1987	3.92	-0.13	6.45	2.20	2.76	-2.19	5.31	0.50	-10.48	-7.11	5.23
1988	12.00	23.63	10.88	22.02	12.92	24.61	11.27	23.16	20.37	29.47	16.81
1989	34.68	24.22	37.68	26.66	31.48	22.70	35.92	25.19	20.17	12.43	31.49
1990	-1.31	-8.85	1.37	-3.67	-5.13	-16.09	-0.26	-8.08	-17.41	-21.77	-3.17
1991	41.66	25.41	39.41	18.16	47.03	37.92	41.16	24.61	51.19	41.70	30.55
1992	5.22	14.90	3.89	9.07	8.71	21.68	5.00	13.81	7.77	29.14	7.67
1993	3.69	18.65	-0.07	19.76	11.19	15.62	2.90	18.12	13.36	23.84	9.99
1994	2.20	-1.95	4.85	-1.90	-2.17	-2.13	2.66	-1.99	-2.43	-1.55	1.31
1995	36.57	37.03	38.65	40.03	33.98	34.93	37.19	38.35	31.04	25.75	37.43
1996	21.88	21.60	25.57	22.31	17.48	20.26	23.12	21.63	11.26	21.37	23.07
1997	28.74	34.83	33.73	35.47	22.54	34.37	30.49	35.18	12.95	31.78	33.36
1998	35.02	13.50	45.09	21.24	17.86	5.08	38.71	15.62	1.23	-6.45	28.58
1999	33.82	6.64	29.68	10.94	51.29	-0.11	33.16	7.35	43.10	-1.49	21.04
2000	-22.42	8.02	-24.51	2.31	-11.75	19.19	-22.43	7.02	-22.44	22.82	-9.11
2001	-19.63	-4.33	-20.50	-8.80	-20.16	2.33	-20.42	-5.59	-9.24	14.02	-11.88
Ιαν-Απρ 2002	-10.10	1.46	-11.32	-2.53	-6.97	7.82	-10.54	0.52	-4.08	13.44	-5.80
Γεωμ. μέσος (από 1979)	13.00	15.30					13.24	15.22	10.71	16.42	14.15
Τυπ. απόκλιση (από 1979)	18.53	14.16					18.33	14.22	24.07	16.27	15.13
Γεωμ. μέσος (από 1986)	11.18	12.96	11.78	12.96	11.81	13.38	11.59	13.05	7.11	12.55	12.75
Τυπ. απόκλιση (από 1986)	20.15	13.58	21.61	14.27	19.93	15.07	20.64	13.83	20.17	16.94	15.93
% ετών αξία > ανάπτυξη		54		53		65		50		67	

Μελέτη των Chan, Karczeski, Lakonishok (2000, 23-36) εξετάζει τις αποδόσεις των διαφόρων κατηγοριών μετοχών στα τέλη της δεκαετίας του 1990 και προσπαθεί να δώσει κάποιες εξηγήσεις. Στη μελέτη ελέγχεται αν οι μεταβολές της αξίας των μετοχών συμβαδίζουν με αντίστοιχες αλλαγές στη λειτουργική κερδοφορία τους. Η εντυπωσιακή συμπεριφορά των μετοχών αξίας μπορεί να αποδοθεί σε μια σειρά μη αναμενόμενων θετικών ειδήσεων για τα μελλοντικές ταμιακές ροές τους (υπό τη προϋπόθεση ότι δεν αλλάζει ο βαθμός κινδύνου οπότε το επιτόκιο προεξόφλησης παραμένει σταθερό). Δεχόμενοι τη λογική αυτή, οι προοπτικές των εταιριών ανάπτυξης δεν είχαν ακόμη ενσωματωθεί πλήρως στις τιμές των μετοχών τους, οπότε θεωρητικά αναμενόταν επιπρόσθετη καλή απόδοση για τις μετοχές αυτές τα επόμενα χρόνια.

Από τη συγκεκριμένη μελέτη διαπιστώθηκε ότι για το διάστημα 1996-1998 δεν υπάρχουν αξιόλογες διαφορές στα κέρδη προ αποσβέσεων για τις μετοχές αξίας και ανάπτυξης της υψηλής κεφαλαιοποίησης. Επιπλέον, παρόλο ότι οι μετοχές ανάπτυξης της υψηλής κεφαλαιοποίησης είχαν αποδόσεις πολύ υψηλότερες από τον ιστορικό μέσο όρο τους, δεν εμφάνιζαν αντίστοιχη άνοδο της λειτουργικής κερδοφορίας τους. Στη πραγματικότητα, οι υψηλές τιμές των μετοχών αυτών αντικατόπτριζαν τις υψηλές προσδοκίες των επενδυτών για μελλοντική και διατηρήσιμη ανάπτυξη των εταιριών. Οι προσδοκίες αυτές όμως γρήγορα διαψεύστηκαν, εξαιτίας αφ' ενός μεν του αυξανόμενου ανταγωνισμού στις παγκόσμιες αγορές και αφ' ετέρου δε στη μεγάλη δυσκολία που έχουν οι εταιρίες

για τη διατήρηση της θέσης τους στις ταχύτατα μεταβαλλόμενες αγορές. Το αποτέλεσμα ήταν η ραγδαία πτώση των τιμών των μετοχών αυτών τα επόμενα χρόνια μετά το 1999.

Ακόμα και με την εμπειρία του τέλους της δεκαετίας του 1990, οι ιστορικές αποδόσεις και πάλι δίνουν πλεονέκτημα στις επενδύσεις αξίας. Από τότε που πρωτοεμφανίστηκαν οι δείκτες Russell (1979) μέχρι και τον Απρίλη του 2002 οι μετοχές αξίας υπεραποδίδουν σε σχέση με τις μετοχές ανάπτυξης (Πίνακας 5.1). Η διαφορά στην απόδοση γίνεται ακόμα μεγαλύτερη στις μετοχές μικρότερης κεφαλαιοποίησης: οι αποδόσεις για τους δείκτες αξίας και ανάπτυξης Russell 2000 είναι 16.42% και 10.71% αντίστοιχα. Στη περίπτωση ωστόσο των μεγαλύτερων σε κεφαλαιοποίηση μετοχών (Russell 1000), το πλεονέκτημα των μετοχών αξίας δεν είναι το ίδιο εντυπωσιακό. Για το δείκτη αξίας Russell 1000 ο γεωμετρικός μέσος είναι 15.22% ενώ για τον αντίστοιχο δείκτη ανάπτυξης ο γεωμετρικός μέσος είναι 13.24%. Πρέπει εδώ να σημειωθεί ότι οι δείκτες αξίας έχουν μικρότερες τυπικές αποκλίσεις σε σχέση με τους δείκτες ανάπτυξης οπότε και από αυτή την άποψη οι επενδύσεις αξίας πλεονεκτούν.

Παρόλο ότι αποδεικνύεται η μακροπρόθεσμη υπεραπόδοση των επενδύσεων αξίας σε σχέση με τις επενδύσεις ανάπτυξης, τα πράγματα δεν είναι τόσο ξεκάθαρα για το που οφείλεται η διαφορά αυτή. Η μελέτη των Fama, French (1996, 55-84) ισχυρίζεται ότι εταιρίες με μετοχές χαμηλών πηλίκων P/BV έχουν μεγαλύτερες πιθανότητες να εμφανίσουν οικονομικά προβλήματα και επομένως

έχουν μεγαλύτερο κίνδυνο. Με τη παραδοχή όμως αυτή, θα έπρεπε οι ιντερνετικές μετοχές του τέλους της δεκαετίας του 1990 (που είχαν μηδενική Λογιστική Αξία) να έχουν πολύ μικρότερο κίνδυνο σε σχέση π.χ. με τις εταιρίες κοινής ωφελείας των χαμηλών P/BV. Επιπρόσθετα, οι μελέτες αυτές προέκυψαν αφότου διαπιστώθηκε η υπεραπόδοση των μετοχών αξίας. Οι Lakonishok, Shleifer, Vishny (1994, 1541-1578), εξέτασαν το κίνδυνο των μετοχών αξίας σε σχέση με τις μετοχές ανάπτυξης με βάση την απόδοσή τους σε συνολικά καθοδικές αγορές και έφτασαν στο συμπέρασμα ότι η διαφορά του κινδύνου στα θεμελιώδη μεγέθη τους δεν εξηγεί την καλύτερη απόδοση των επενδύσεων αξίας.

Νέες σχετικά μελέτες αποδίδουν τη διαφορά αυτή στη συμπεριφορά των ανεξάρτητων επενδυτών αλλά και των διαχειριστών των χαρτοφυλακίων. Ψυχολόγοι αναφέρουν ότι οι επενδυτές τείνουν να χρησιμοποιούν απλές προσωπικές μεθόδους (heuristics) για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Πολλές φορές ανάγουν τη παρελθούσα απόδοση των εταιριών για υπερβολικά πολύ χρόνο στο μέλλον. Οι μετοχές αξίας συνήθως έχουν πρόσφατη ιστορία μέτριας απόδοσης όσον αφορά τα κέρδη, τις ταμιακές ροές και τις πωλήσεις τους. Αντίθετα, οι εταιρίες ανάπτυξης ξεπερνούν τις εταιρίες αξίας στη πρόσφατη ανάπτυξη κερδών. Πολλές φορές η πρόσφατη αυτή ανάπτυξη υπερεκτιμάται από τους επενδυτές και τους αναλυτές και δεν λαμβάνεται υπόψη κατά πόσο αυτή είναι διατηρήσιμη. Έτσι γίνεται αναγωγή της πρόσφατης ανάπτυξης στο μέλλον και δημιουργείται ιδιαίτερα θετική ψυχολογία για τις μετοχές αυτές. Επιπλέον, οι

αναλυτές έχουν προσωπικό συμφέρον για να προτείνουν επιτυχημένες μετοχές ώστε να καρπώνονται τις ανάλογες προμήθειες αλλά και να αυξάνουν το τζίρο των επενδυτικών εταιριών τους. Συνήθως οι μετοχές ανάπτυξης βρίσκονται σε νέους και συναρπαστικούς κλάδους και είναι πιο εύκολο να διαφημιστούν από αναλύσεις αλλά και γενικότερα από τα ΜΜΕ. Όλα αυτά έχουν να κάνουν με τις καριέρες πολλών εμπλεκόμενων στο χώρο των επενδύσεων. Τα άτομα αυτά κάποιες φορές δεν αισθάνονται άνετα με το να έχουν στη κατοχή τους μετοχές με μέτριας απόδοσης παρελθόν οπότε τείνουν στην απόκτηση επιτυχημένων μετοχών ανάπτυξης. Το αποτέλεσμα είναι αρκετές φορές οι μετοχές αξίας να είναι υποτιμημένες και οι μετοχές ανάπτυξης να είναι υπερτιμημένες σε σχέση με τα θεμελιώδη μεγέθη τους. Τα φαινόμενα μάλιστα αυτά μπορεί να διατηρούνται για αρκετά μεγάλο διάστημα όπως δείχνει η εργασία των Shleifer, Vishny (1997, 35-55).

Οι υπερεκτιμημένες λοιπόν προσδοκίες για τις μετοχές ανάπτυξης είναι ένας από τους λόγους για την υπεραπόδοση των μετοχών αξίας. Στις περιπτώσεις που οι προσδοκίες για τις μετοχές ανάπτυξης διαψεύονται, επέρχεται η απογοήτευση των επενδυτών για τις μετοχές αυτές. Με τον ίδιο τρόπο, η απαισιοδοξία που αρχικά υπάρχει για τις μετοχές αξίας μερικές φορές διαψεύδεται ευχάριστα και οι τιμές των μετοχών αυτών αυξάνουν.

Συμπερασματικά, αποδεικνύεται στατιστικά ότι οι μετοχές αξίας κατά μέσο όρο υπεραποδίδουν των μετοχών ανάπτυξης. Η διαφορά αυτή είναι μεγαλύτερη στις

μετοχές της μικρής κεφαλαιοποίησης αλλά παρουσιάζεται επίσης και στις μετοχές της μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Μελέτες βασισμένες σε πληθώρα δεικτών κινδύνου (βήτα, τυπική απόκλιση, συμπεριφορά σε καθοδική αγορά, κλπ.) έχουν αποδείξει ότι οι μετοχές αξίας δεν έχουν μεγαλύτερο κίνδυνο από τις μετοχές ανάπτυξης. Η διαφορά υπέρ της απόδοσης των μετοχών αξίας αποδίδεται στην επενδυτική συμπεριφορά και στα κίνητρα των επαγγελματιών στον επενδυτικό χώρο. Όπως έχει συμβεί μέχρι τώρα πολλές φορές στη χρηματοοικονομική ιστορία, οι επενδυτές θα συνεχίσουν να αναγάγουν το παρελθόν στο μέλλον και θα συνεχίσουν να συναρπάζονται από πολλά υποσχόμενες νέες τεχνολογίες. Θα εξακολουθήσουν να υπερεκτιμούν τις μετοχές ανάπτυξης και ανάλογα θα υποτιμούν τις μετοχές αξίας. Σαν αποτέλεσμα, η υπομονετική στρατηγική επενδύσεων σε μετοχές αξίας θα εξακολουθήσει να αποδίδει σε μακροπρόθεσμη βάση.



## Βιβλιογραφία

1. Chan, L., Lakonshok, J., “Value and growth investing: Review and update”, 2004, Financial Analysts Journal, 60, 71-86
2. Chan, L., J. Karceski, J. Lakonishok, “New paradigm or same old hype in equity investing?”, 2000, Financial Analysts Journal 56, 23-36
3. Fama, E.F., K.R. French, “Multifactor explanations of asset pricing anomalies”, 1996, Journal of Finance 51, 55-84
4. Lakonishok, J., A. Shleifer, R. Vishny, “Contrarian investment, extrapolation and risk”, 1994, Journal of Finance 49, 1541-1578
5. Shleifer, A. and R. Vishny, “The limits of arbitrage”, 1997, Journal of Finance 52, 35-55
6. Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, “Value versus growth: The international evidence”, 1998, Journal of Finance 53, 1975-1999
7. Sharpe, W.F., “Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement”, 1992, Journal of Portfolio Management, Winter, 7-19

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6°**

### **ΕΝΑΛΛΑΓΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΞΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α.**

#### **6.1 Γενικά**

Όπως περιγράφηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο, οι μετοχές αξίας θεωρείται ότι υπεραποδίδουν των μετοχών ανάπτυξης σε μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα. Πολλές εργασίες επιβεβαιώνουν τον κανόνα αυτό και για άλλα χρηματιστήρια πέρα από το Αμερικάνικο. Στις περισσότερες περιπτώσεις, η κατάταξη των μετοχών στις κατηγορίες αξίας και ανάπτυξης γίνεται με βάση το πηλίκο MB (Τρέχουσα αξία μετοχής προς τη λογιστική της αξία).

Η διατήρηση όμως του ίδιου επενδυτικού προτύπου σε μακροπρόθεσμη βάση δεν είναι απαραίτητα η βέλτιστη στρατηγική επενδύσεων. Για τον ενεργό διαχειριστή χαρτοφυλακίων, η εναλλαγή μεταξύ διαφορετικών επενδυτικών προτύπων πολλές φορές προσφέρει ευκαιρίες για βελτίωση της συνολικής απόδοσης του χαρτοφυλακίου. Για παράδειγμα, στην έρευνα του ο Kahn (1996, 70-75), διαπίστωσε ότι τα περισσότερα επενδυτικά κεφάλαια δεν ακολουθούν με συστηματικό τρόπο αποκλειστικά μετοχές ανάπτυξης ή μετοχές αξίας, αλλά έχουν τη τάση να εναλλάσσουν θέσεις μεταξύ των δυο αυτών κατηγοριών μετοχών ή να κατέχουν μείγμα τους.

Στο παρόν κεφάλαιο της μελέτης εξετάζονται οι αποδόσεις υποθετικών χαρτοφυλακίων μετοχών ανάπτυξης και αξίας του Ελληνικού χρηματιστηρίου για τη περίοδο 1992-2004. Υπολογίζουμε τη δυνατή κερδοφορία στρατηγικών που βασίζονται στην εναλλαγή μεταξύ των δυο αυτών επενδυτικών προτύπων. Οι στρατηγικές εναλλαγής μεταξύ των δυο επενδυτικών προτύπων γίνονται τόσο με την υπόθεση της τέλεις πρόβλεψης όσο και με ενδιάμεσα επίπεδα δυνατότητας πρόβλεψης. Για κάθε επίπεδο δυνατότητας πρόβλεψης υπολογίζουμε τη χειρότερη και καλύτερη δυνατή πρόβλεψη όσο και τα μέσα δυνατά κέρδη. Η μελέτη αυτή επαναλαμβάνεται επίσης λαμβάνοντας υπόψη διάφορα επίπεδα κόστους συναλλαγών. Στο τέλος, προκύπτουν ορισμένα χρήσιμα συμπεράσματα για τις μεθοδολογίες επενδύσεων στο Χ.Α.Α. με βάση τις μετοχές αξίας και ανάπτυξης.

## **6.2 Συλλογή δεδομένων και διαμόρφωση των χαρτοφυλακίων**

Τα δείγματα που χρησιμοποιήθηκαν στη παρούσα μελέτη προέρχονται από τη περίοδο 1992 – 2004 και βασίζονται στο σύνολο των μετοχών που διαπραγματεύονταν στο Χ.Α.Α. τη συγκεκριμένη περίοδο. Οι περισσότερες από τις μετοχές αυτές εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο τα τελευταία χρόνια ενώ υπάρχουν και κάποιες οι οποίες ήταν από τα πρώτα χρόνια διαπραγματεύσιμες στο Χ.Α.Α. αλλά έχουν πλέον αποσυρθεί.

Για την αποφυγή προβλημάτων που ενδεχομένως να προέκυπταν λόγω των διαφορετικών λογιστικών συμβάσεων που υφίστανται για κάποιες κατηγορίες επιχειρήσεων, αφαιρέθηκαν από το σύνολο των μετοχών οι μετοχές συγκεκριμένων κατηγοριών επιχειρήσεων. Έτσι, δεν λήφθηκαν υπόψη οι μετοχές τραπεζών, ασφαλιστικών εταιριών, εταιριών επενδύσεων και εταιριών real estate.

Προκειμένου να δημιουργηθούν τα χαρτοφυλάκια ανάπτυξης και αξίας για κάθε χρονιά από το 1992 ως το 2004, αρχικά έγινε ταξινόμηση των εταιριών με βάση το πηλίκο της τρέχουσας αξίας της μετοχής τους προς τη λογιστική τους αξία (MB) για την αρχή του Απρίλη κάθε έτους. Από τη ταξινόμηση απορρίφθηκαν οι εταιρίες με αρνητικό πηλίκο MB. Η αρχή του Απρίλη επιλέχθηκε ως ημερομηνία λήψης του πηλίκου MB επειδή πρακτικά όλες οι εισηγμένες εταιρίες έχουν δημοσιεύσει τα ετήσια αποτελέσματά τους μέσα στο πρώτο τρίμηνο του επόμενου έτους. Με τον τρόπο αυτό, στην αρχή του Απρίλη μπορούμε να θεωρήσουμε ότι οι τιμές όλων των μετοχών ενσωματώνουν τις πληροφορίες για τα αποτελέσματα της προηγούμενης χρονιάς.

Στη συνέχεια, για κάθε έτος από το 1992 ως το 2004 δημιουργήθηκε ένα χαρτοφυλάκιο ανάπτυξης με το 10% των μετοχών με το υψηλότερο MB και ένα χαρτοφυλάκιο αξίας με το 10% των μετοχών με το χαμηλότερο MB. Η μέθοδος αυτή σχηματισμού χαρτοφυλακίων έχει σα συνέπεια να αλλάζει η σύνθεση των χαρτοφυλακίων κάθε χρόνο. Επίσης ποικίλλει και το πλήθος των μετοχών που απαρτίζουν κάθε χρόνο τα χαρτοφυλάκια. Για παράδειγμα, το 1992 τα

χαρτοφυλάκια περιλαμβάνουν 8 μετοχές έκαστο, ενώ το 2004 περιλαμβάνουν από 33 μετοχές το καθένα. Στον Πίνακα 6.1 δίνονται για κάθε έτος κάποιες χαρακτηριστικές μετοχές των δυο χαρτοφυλακίων.

**Πίνακας 6.1.** Χαρακτηριστικές μετοχές ανάπτυξης/αξίας ανά έτος (1992-2004)

Έτος	Μετοχές Ανάπτυξης	Μετοχές Αξίας
1992	Intracom, Κατσέλης	Αλουμίνιο Ελλάδας, Coca cola
1993	Intracom, Κατσέλης	Αλουμίνιο Ελλάδας, Ξενοδοχεία Ionian
1994	Intracom, Viohalco	ΑΒ Βασιλόπουλος, Shelman
1995	Intracom, Chipita	Βιοσσώλ, Shelman
1996	Inform Lykos, Altec	Σιδενόρ, Βαλκάν Εξπορτ
1997	Πουλιάδης, Goodys	Σιδενόρ, Blue Star
1998	Intracom, Altec	ΕΤΜΑ, Ευρωπαϊκή Τεχνική
1999	Multirama, Info Quest	Μηχανική, SATO
2000	Αττικές Εκδόσεις, Unisystems	ΕΥΔΑΠ, Coca cola
2001	Αττικές Εκδόσεις, Multirama	Αλλατίνη, Κεράνης
2002	Unibrain, Γρηγόρης Μικρογ.	Κωτσόβολος, Τεγόπουλος
2003	Follie-Follie, Intralot	ΟΛΘ, Blue Star
2004	Follie-Follie, Intralot	Shelman, Ευρωπαϊκή Τεχνική

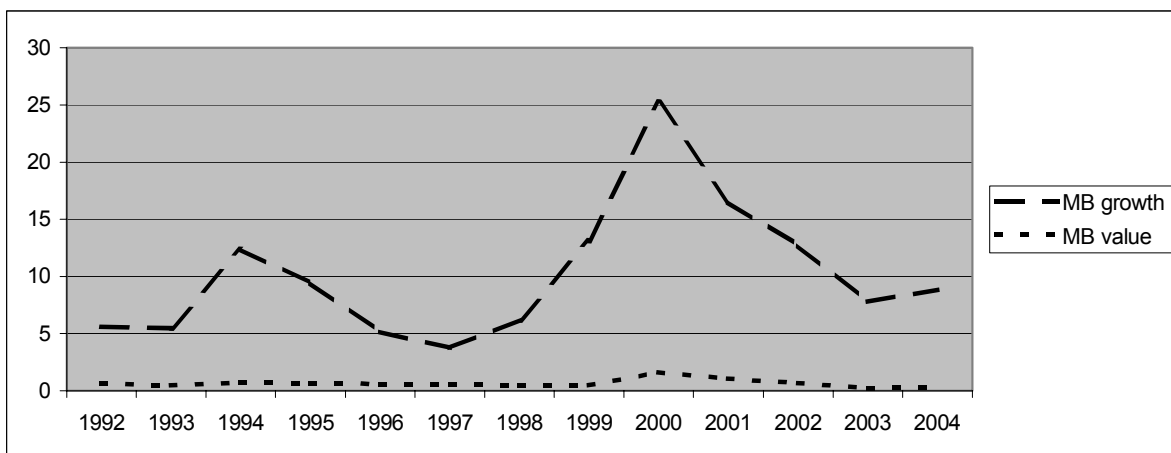
Για τις μετοχές που απαρτίζουν τα δυο χαρτοφυλάκια κάθε έτους (1992-2004), συλλέχθηκαν επιπλέον τα στοιχεία της τρέχουσας κεφαλαιοποίησης, του DY (μερισματική απόδοση), του πηλίκου P/E (τρέχουσα αξία μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή) και του πηλίκου P/C (τρέχουσα αξία μετοχής προς ταμιακή ροή της εταιρίας). Οι τιμές ελήφθησαν για την αρχή του Απρίλη κάθε έτους και αναφέρονται είτε στη πρώτη μέρα του Απρίλη (τιμές κεφαλαιοποίησης) είτε για

ολόκληρη τη προηγούμενη χρήση της επιχείρησης (DY, P/E, P/C). Οι παραπάνω πληροφορίες, η απόδοση του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. τη περίοδο 1992-2004, οι αποδόσεις των επιμέρους μετοχών των χαρτοφυλακίων ανάπτυξης και αξίας καθώς και τα ετήσια μερίσματά τους ελήφθησαν από τη βάση Datastream.

### **6.3 Χαρακτηριστικά των χαρτοφυλακίων**

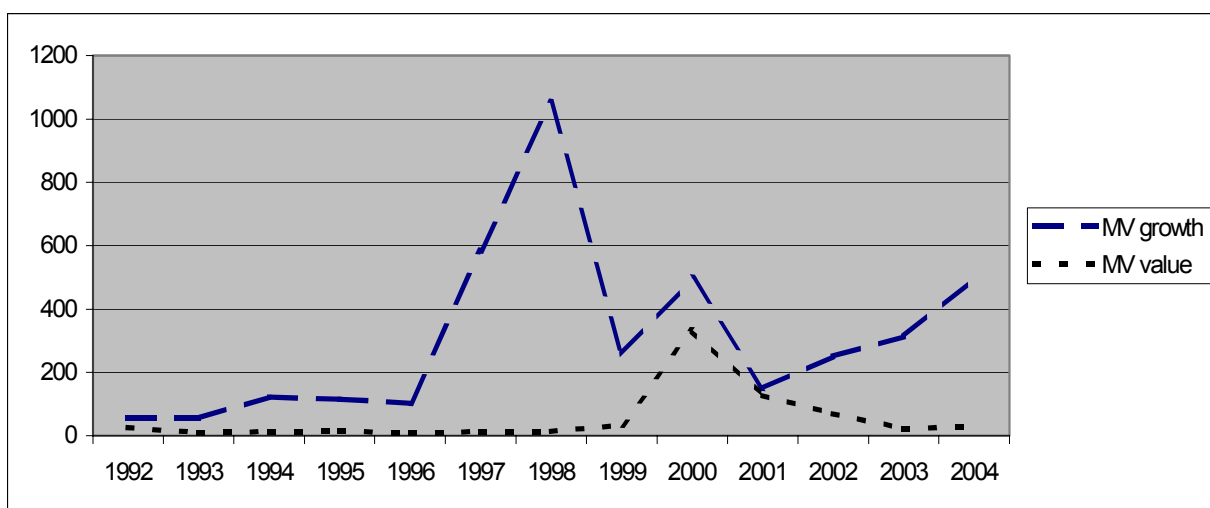
Για καθένα από τα δυο χαρτοφυλάκια και για κάθε έτος της υπό εξέταση χρονικής περιόδου (1992-2004), υπολογίζουμε το μέσο πηλίκο MB (Διάγραμμα 6.1), τη μέση κεφαλαιοποίηση (Διάγραμμα 6.2), τη μέση μερισματική απόδοση (Διάγραμμα 6.3) και τους διαμέσους των πηλίκων P/E (Διάγραμμα 6.4) και P/C (Διάγραμμα 6.5). Για τα πηλίκια P/E και P/C προτιμήθηκε η εύρεση των διαμέσων των αντίστοιχων μεγεθών για το λόγο ότι ακραίες τιμές επηρεάζουν έντονα τους μέσους όρους τους και αυτοί κρίθηκε ότι δεν θα ήταν αντιπροσωπευτικοί.

Όπως παρατηρούμε από το Διάγραμμα 6.1 και λαμβάνοντας υπόψη τη μεθοδολογία σχηματισμού των δυο χαρτοφυλακίων, τα χαρτοφυλάκια διαφέρουν σημαντικά ως προς το πηλίκιο της τρέχουσας τιμής προς τη λογιστική αξία της μετοχής τους (MB). Μάλιστα τα έτη 1994 και 2000 η διαφορά γίνεται ακόμη μεγαλύτερη σε σχέση με τις διαφορές των υπόλοιπων ετών του υπό εξέταση διαστήματος.



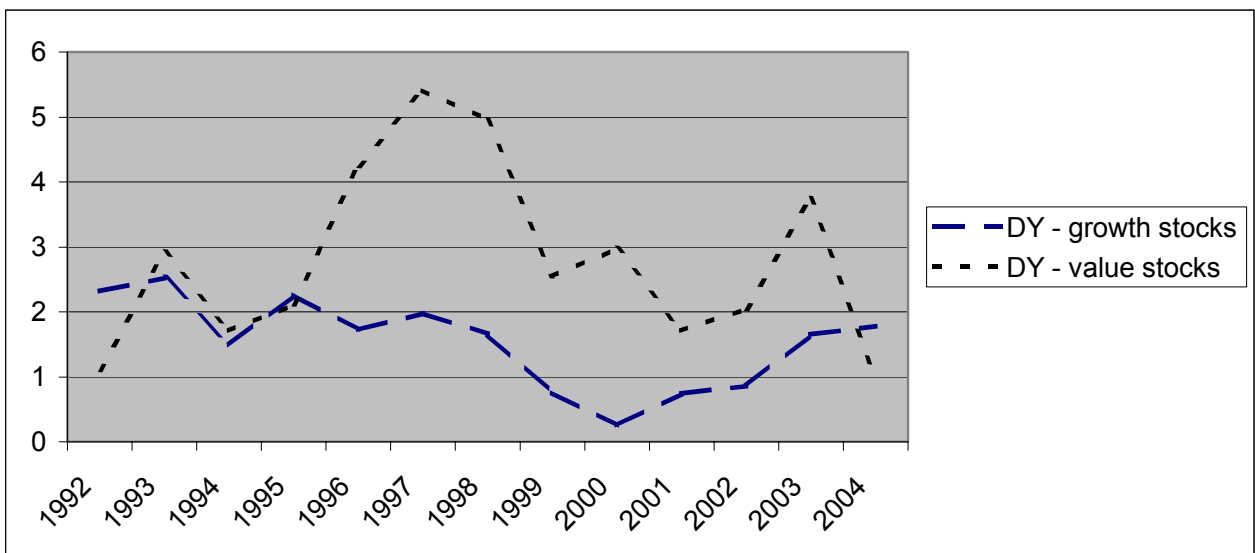
**Διάγραμμα 6.1.** Μέσο πηλίκο MB (1992 – 2004)

Το Διάγραμμα 6.2 παρουσιάζει τη σχέση των μέσων κεφαλαιοποιήσεων μεταξύ των δυο χαρτοφυλακίων. Παρατηρούμε ότι η διαφορά παραμένει για ολόκληρο το χρονικό διάστημα υπέρ των μετοχών ανάπτυξης και μάλιστα μεγιστοποιείται το 1998. Μέχρι το 2001 οι κεφαλαιοποιήσεις εμφανίζονται να συγκλίνουν και στη συνέχεια η διαφορά μεταξύ τους σταδιακά μεγαλώνει.



**Διάγραμμα 6.2.** Μέση κεφαλαιοποίηση (1992 – 2004)

Το Διάγραμμα 6.3 παρουσιάζει τις μέσες μερισματικές αποδόσεις των δυο χαρτοφυλακίων. Παρατηρούμε ότι σταθερά το χαρτοφυλάκιο αξίας παρουσιάζει μεγαλύτερη μερισματική απόδοση σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο ανάπτυξης. Μόλις σε δυο έτη (1992 και 2004) οι μετοχές ανάπτυξης εμφανίζουν μεγαλύτερη μερισματική απόδοση. Αντιθέτως, τη περίοδο 1997-98 οι μετοχές αξίας εμφανίζουν υπερδιπλάσια μέση μερισματική απόδοση σε σχέση με τις μετοχές ανάπτυξης.

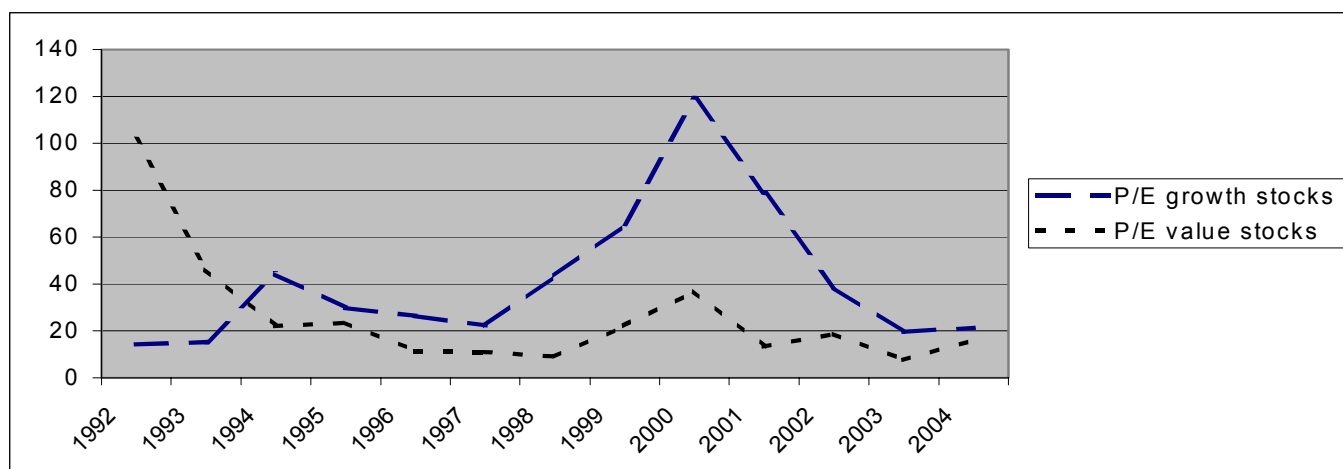


**Διάγραμμα 6.3.** Μέση μερισματική απόδοση (1992 – 2004)

Το Διάγραμμα 6.4 περιγράφει τη σχέση των ηλικίων P/E για τα χαρτοφυλάκια αξίας και ανάπτυξης. Μόνο τα δυο πρώτα χρόνια (1992-93) οι μετοχές αξίας έχουν μεγαλύτερο διάμεσο P/E σε σχέση με τις μετοχές ανάπτυξης. Από το 1994 και μέχρι το 2004 σταθερά οι μετοχές ανάπτυξης έχουν μεγαλύτερο P/E. Το 2000

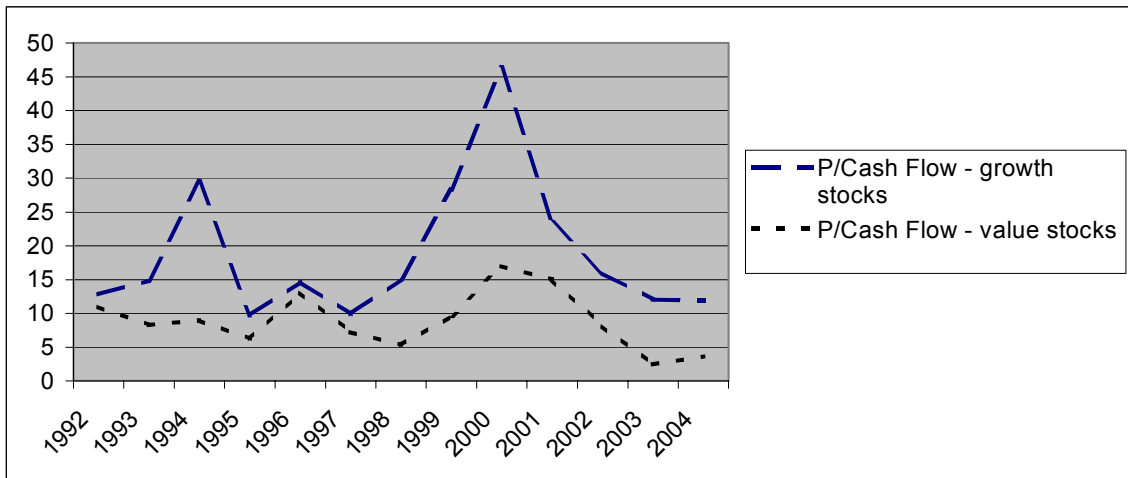


μάλιστα, η διαφορά γίνεται μέγιστη και αυτό εξηγείται από την υπερεκτίμηση που υπήρξε για την αξία αρκετών μετοχών του Χ.Α.Α. τη περίοδο 1999-2000. Θα πρέπει εδώ να σημειωθεί ότι συχνά ο διαχωρισμός των μετοχών στις κατηγορίες αξίας και ανάπτυξης γίνεται με βάση το κριτήριο του P/E. Επομένως, το Διάγραμμα 6.4 επιβεβαιώνει ότι, τα χαρτοφυλάκια που σχηματίστηκαν με βάση το κριτήριο του MB έχουν την αναμενόμενη αντιστοιχία σε όρους P/E.



**Διάγραμμα 6.4.** Διάμεσος P/E (1992 – 2004)

Το Διάγραμμα 6.5 επιβεβαιώνει τον κανόνα σύμφωνα με τον οποίο οι μετοχές αξίας έχουν μικρότερο πηλίκο Τρέχουσας τιμής μετοχής προς Ταμιακή ροή της εταιρίας (PC) σε σχέση με τις μετοχές ανάπτυξης. Τα έτη 1994 και 2000 η διαφορά μεγιστοποιείται ενώ τη περίοδο 1995-97 τα πηλικά PC των δυο αυτών κατηγοριών μετοχών συγκλίνουν.



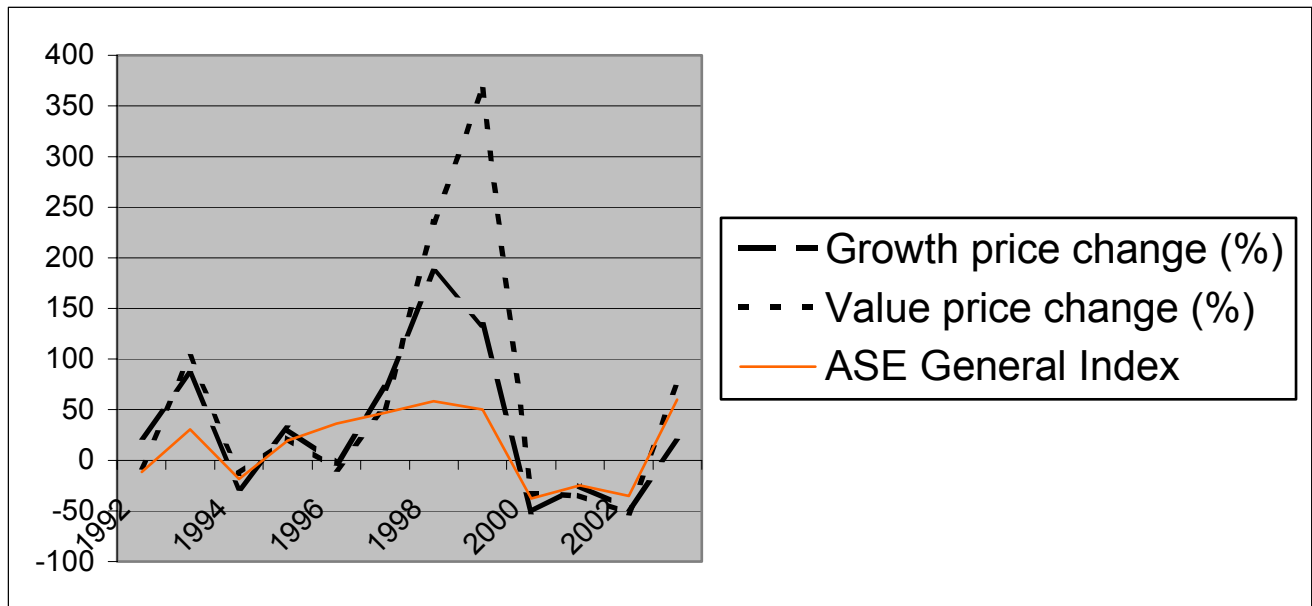
**Διάγραμμα 6.5.** Διάμεσος Price/Cash Flow (1992 – 2004)

Στον Πίνακα 6.2 παρουσιάζονται οι μέσες τιμές των μεγεθών MB, κεφαλαιοποίησης, DY, P/E, P/C των δυο χαρτοφυλακίων για ολόκληρη την χρονική περίοδο 1992-2004. Οι μέσες αυτές τιμές επιβεβαιώνουν τα στοιχεία που προέκυψαν από τα Διαγράμματα 6.1 – 6.5.

**Πίνακας 6.2.** Κύρια χαρακτηριστικά των χαρτοφυλακίων ανάπτυξης και αξίας

	<b>MB</b>	<b>Κεφαλαιοποίηση</b>	<b>DY</b>	<b>P/E</b>	<b>P/C</b>
<b>Χαρτοφ/κιο Ανάπτυξης</b>	10,1643	312,154	1,5399	41,4	18,83
<b>Χαρτοφ/κιο Αξίας</b>	0,65687	55,1251	2,80809	26,1154	8,93231

Στο Διάγραμμα 6.6 παρουσιάζονται οι ετήσιες αποδόσεις των χαρτοφυλακίων αξίας και ανάπτυξης σε σχέση με τη απόδοση του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. για τη χρονική περίοδο 1992-2003. Πιο συγκεκριμένα, για καθένα από τα έτη 1992 – 2003, έχει υπολογιστεί η απόδοση του κάθε χαρτοφυλακίου από τη πρώτη του Απρίλη του συγκεκριμένου έτους μέχρι και έναν ακριβώς χρόνο μετά. Για παράδειγμα, για το έτος 1992 υπολογίζεται η μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου ανάπτυξης από τη πρώτη Απρίλη 1992 μέχρι τη πρώτη Απρίλη του 1993.



**Διάγραμμα 6.6.** Αποδόσεις των χαρτοφυλακίων ανάπτυξης/αξίας και του ΓΔ  
(1992 – 2003)

Από το Διάγραμμα 6.6 μπορεί κανείς να παρατηρήσει ότι γενικά τα χαρτοφυλάκια αξίας και ανάπτυξης παρουσιάζουν παρόμοιες μεταβολές σε σχέση με τον ΓΔ

εκτός από τις περιόδους 1992-93 και 1997-99 όπου υπεραποδίδουν σε σχέση με εκείνον. Μάλιστα, κατά τα διαστήματα αυτά το χαρτοφυλάκιο αξίας εμφανίζεται να ξεπερνά σε απόδοση ακόμα και το χαρτοφυλάκιο ανάπτυξης. Πιο εμφανής γίνεται η διαφορά στην απόδοση ανάμεσα στα χαρτοφυλάκια στον Πίνακα 6.3. Στον πίνακα αυτό παρουσιάζονται οι μέσες ετήσιες αποδόσεις των τριών χαρτοφυλακίων (ανάπτυξης, αξίας, ΓΔ).

**Πίνακας 6.3.** Μέσες ετήσιες αποδόσεις των χαρτοφυλακίων ανάπτυξης και αξίας σε σχέση με την απόδοση του ΓΔ (1992-2003)

	<b>Μέση ετήσια απόδοση</b>
<b>ΓΔ</b>	14,48 %
<b>Χαρτοφυλάκιο Ανάπτυξης</b>	32,83 %
<b>Χαρτοφυλάκιο Αξίας</b>	58,57 %

Η μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου ανάπτυξης είναι υπερδιπλάσια της μέσης απόδοσης του ΓΔ και επιπλέον η απόδοση του χαρτοφυλακίου αξίας είναι μεγαλύτερη της απόδοσης του χαρτοφυλακίου ανάπτυξης κατά τουλάχιστον 25 ποσοστιαίες μονάδες. Μια επένδυση 100 € στο χαρτοφυλάκιο ανάπτυξης την πρώτη Απριλίου 1992 θα απέδιδε 545 € την πρώτη Απριλίου 2003 ενώ επένδυση 100 € στο χαρτοφυλάκιο αξίας θα είχε αποδώσει 1572 €. Αντίθετα, η επένδυση 100 € στις μετοχές που απαρτίζουν τον Γενικό Δείκτη του Χ.Α.Α. θα είχε αποδώσει μόλις 258 €.

Οι παραπάνω αποδόσεις των χαρτοφυλακίων ανάπτυξης και αξίας έχουν πραγματοποιηθεί χωρίς να λάβουμε υπόψη το ενδεχόμενο κόστος συναλλαγών. Αν λάβει κανείς υπόψη και το κόστος αυτό και υποθέτοντας ότι κάθε έτος αλλάζει το σύνολο των μετοχών που απαρτίζει κάθε χαρτοφυλάκιο (χειρότερη περίπτωση), οι αποδόσεις των δυο χαρτοφυλακίων μειώνονται. Στον Πίνακα 6.4 παρουσιάζονται οι μέσες ετήσιες αποδόσεις των χαρτοφυλακίων ανάπτυξης και αξίας όταν υπάρχει κόστος συναλλαγών της τάξης του 1%, 2% και 3%.

**Πίνακας 6.4.** Μέσες ετήσιες αποδόσεις των χαρτοφυλακίων ανάπτυξης/αξίας/ΓΔ (1992-2003) με κόστος συναλλαγών 1%, 2% και 3%

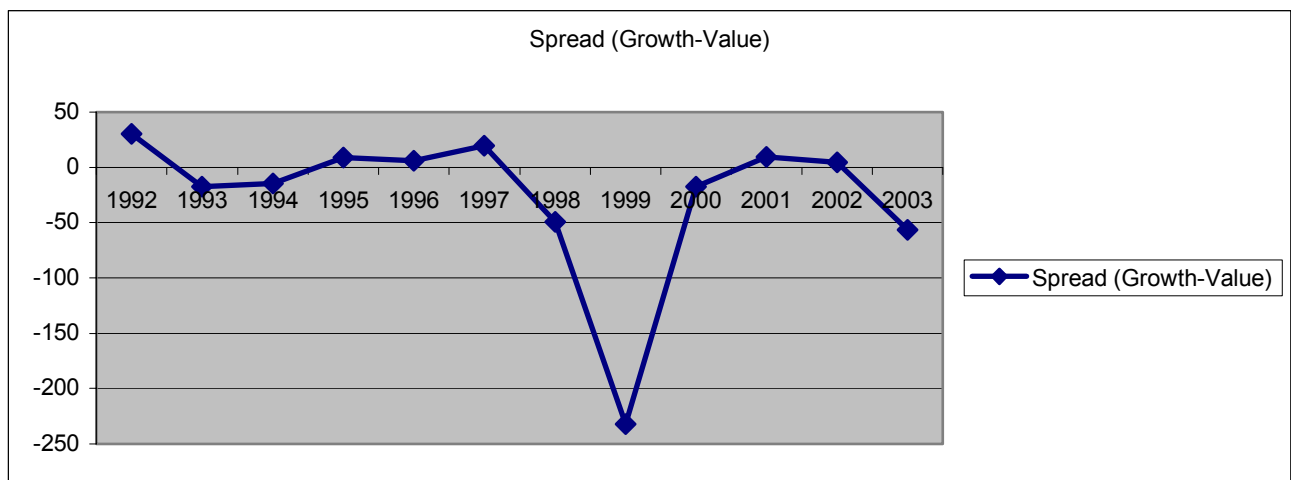
	<b>Μέση ετήσια απόδοση</b>			
	<b>Κόστος 0%</b>	<b>Κόστος 1%</b>	<b>Κόστος 2%</b>	<b>Κόστος 3%</b>
<b>ΓΔ</b>	14,48 %			
<b>Χαρτοφ/κιο Ανάπτυξης</b>	32,83 %	32,50%	32,17%	31,84%
<b>Χαρτοφ/κιο Αξίας</b>	58,57 %	57,98	57,39%	56,81%

Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι η απόδοση του χαρτοφυλακίου αξίας στο Χ.Α.Α. σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα αποτελεί την πιο συμφέρουσα επιλογή για τον επενδυτή. Υπάρχουν όμως κάποιες χρονιές όπου το χαρτοφυλάκιο ανάπτυξης ξεπερνά σε απόδοση το χαρτοφυλάκιο αξίας. Ενδεχομένως λοιπόν η εναλλαγή μεταξύ των δυο χαρτοφυλακίων τις κατάλληλες χρονιές να είχε σαν αποτέλεσμα την περαιτέρω βελτίωση της απόδοσης που μπορεί να πετύχει κάποιος. Στις επόμενες ενότητες εξετάζουμε τις δυνατότητες εναλλαγής μεταξύ των

χαρτοφυλακίων αξίας και ανάπτυξης και τη βελτίωση της απόδοσης που προκύπτει.

#### 6.4 Αναμενόμενα κέρδη από την εναλλαγή του επενδυτικού προτύπου

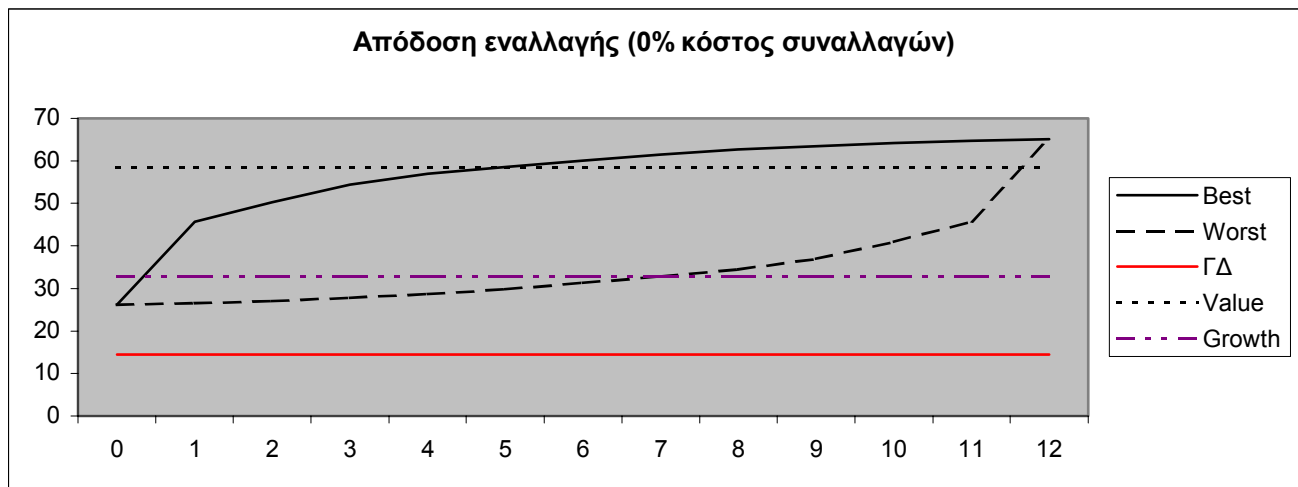
Το Διάγραμμα 6.7 παρουσιάζει τη διαφορά (spread) των ετήσιων αποδόσεων ανάμεσα στα χαρτοφυλάκια ανάπτυξης και αξίας. Είναι φανερό ότι καθένα από τα δυο επενδυτικά πρότυπα εμφανίζει κατά περιόδους καλύτερη απόδοση σε σχέση με το άλλο. Για παράδειγμα, το επενδυτικό πρότυπο ανάπτυξης έχει δυο καλές περιόδους, καθεμιά από τις οποίες διήρκεσε από δύο έως τρία χρόνια (1995-1997 και 2001-2002). Από την άλλη πλευρά, το επενδυτικό πρότυπο αξίας απέδωσε περισσότερο μεταξύ των ετών 1993-1994 και 1998-2000.



**Διάγραμμα 6.7.** Spread των ετήσιων αποδόσεων μεταξύ των χαρτοφυλακίων ανάπτυξης και αξίας (1992 – 2003)

Εκτός των κυκλικών κινήσεων του spread ανάπτυξης/αξίας, η λογική των εναλλαγών του επενδυτικού προτύπου φαίνεται και από τον συνολικό χρόνο που το καθένα από τα δυο αυτά επενδυτικά πρότυπα υπεραπέδωσε του άλλου. Από τα 12 έτη του δείγματός μας, οι μετοχές ανάπτυξης απέδωσαν καλύτερα στα μισά χρόνια (50% του συνολικού χρονικού διαστήματος) και οι μετοχές αξίας στα άλλα μισά χρόνια του δείγματος. Γίνεται λοιπόν φανερό, ότι, κάποιος που θα μπορούσε να προβλέψει τις εναλλαγές στο spread μεταξύ των δυο επενδυτικών προτύπων, θα κατάφερνε να υπεραποδώσει σε σχέση με τη στρατηγική ενός σταθερού επενδυτικού προτύπου.

Ο σχεδιασμός και η υλοποίηση της στρατηγικής εναλλαγής των επενδυτικών προτύπων ανάπτυξης και αξίας, προϋποθέτει μια ρεαλιστική εκτίμηση για το βαθμό δυνατότητας πρόβλεψης του διαχειριστή του χαρτοφυλακίου. Στο Διάγραμμα 6.8 παρουσιάζεται το μέγιστο και ελάχιστο δυνατό κέρδος, επενδυτών με διαφορετικά επίπεδα δυνατότητας πρόβλεψης, οι οποίοι εναλλάσσουν πλήρως το χαρτοφυλάκιό τους μεταξύ των μετοχών ανάπτυξης και αξίας (υποθέτουμε μηδενικό κόστος συναλλαγών). Η απόφαση επένδυσης στο χαρτοφυλάκιο ανάπτυξης ή στο χαρτοφυλάκιο αξίας λαμβάνεται την πρώτη του Απρίλη κάθε έτους με βάση την απόδοση καθενός χαρτοφυλακίου κατά τη διάρκεια του επόμενου έτους. Υποθέτουμε ότι ένα έτος έχει προβλεφθεί με επιτυχία όταν ο επενδυτής έχει επιλέξει να επενδύσει ολόκληρο το κεφάλαιό του στο χαρτοφυλάκιο με την καλύτερη απόδοση για το έτος που ακολουθεί.



**Διάγραμμα 6.8.** Επίδραση της δυνατότητας πρόβλεψης του spread της επόμενης χρονιάς στην ετήσια απόδοση του χαρτοφυλακίου (κόστος 0%)

Το Διάγραμμα 6.8 παρουσιάζει τις δυο ακραίες περιπτώσεις που θα μπορούσαν να εμφανιστούν εφόσον κάποιος ακολουθούσε τη στρατηγική της εναλλαγής των επενδυτικών προτύπων ανάπτυξης και αξίας στο Χ.Α.Α μεταξύ των ετών 1992 και 2003. Οι περιπτώσεις αυτές αποτελούν τις δυο καμπύλες που συνδέουν το σημείο όπου ο επενδυτής ήταν πάντα απόλυτα σωστός (καμπύλη πάνω αριστερά) και το σημείο όπου ήταν πάντα απόλυτα λάθος (καμπύλη κάτω δεξιά). Στο δείγμα μας (12 έτη, από την πρώτη Απρίλη 1992 μέχρι και την πρώτη Απρίλη 2003) υπάρχουν 12 περιπτώσεις όπου ο επενδυτής θα κληθεί να αποφασίσει αν την επόμενη χρονιά θα αποδώσει καλύτερα το χαρτοφυλάκιο ανάπτυξης ή το χαρτοφυλάκιο αξίας. Κάποιος που κατόρθωσε να προβλέψει σωστά καθεμιά από τις 12 αυτές περιπτώσεις και να ακολουθήσει το σωστό κάθε



φορά επενδυτικό πρότυπο, θα είχε πετύχει μέση ετήσια απόδοση της τάξης του 65,14%, ή 50 περίπου ποσοστιαίες μονάδες παραπάνω από τη μέση απόδοση του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. για το ίδιο χρονικό διάστημα. Αν υποθέσουμε κόστος συναλλαγών 1% για την εναλλαγή του χαρτοφυλακίου σε διαφορετικές μετοχές ανά έτος (είτε αλλάξουμε επενδυτικό πρότυπο είτε όχι), η τέλεια πρόβλεψη αποδίδει 63,49% κατά μέσο όρο ανά έτος. Θα πρέπει εδώ να σημειωθεί ότι η μέση ετήσια απόδοση του επενδυτή που ακολούθησε σταθερά το επενδυτικό πρότυπο αξίας θα ήταν 57,98% για κόστος συναλλαγών 1%. Παρατηρούμε επομένως ότι η απόδοση της στρατηγικής των επενδύσεων αξίας είναι πολύ κοντά (περίπου 10% μικρότερη) από τη τέλεια πρόβλεψη στη στρατηγική εναλλαγής επενδύσεων ανάπτυξης και αξίας.

Από την άλλη πλευρά, επενδυτής ο οποίος είναι μονίμως λάθος σε όλες του τις επιλογές για τη κατεύθυνση του spread, με μηδενικό κόστος συναλλαγών θα είχε μέση ετήσια απόδοση 26,25%. Με κόστος συναλλαγών 1% η απόδοση του επενδυτή αυτού μειώνεται στο 24,99%. Και πάλι επομένως η απόδοση αυτή είναι υψηλότερη της απόδοσης του ΓΔ (14,48% ανά έτος) αλλά χαμηλότερη κατά 40 περίπου ποσοστιαίες μονάδες της στρατηγικής επενδύσεων αποκλειστικά σε μετοχές αξίας.

Μια επένδυση 100 € την πρώτη Απρίλη 1992 στις μετοχές που απαρτίζουν το Γενικό Δείκτη και ακολουθώντας κάθε χρόνο τη σύνθεση του Γ.Δ. θα είχε ως αποτέλεσμα την πρώτη Απρίλη του 2003 η επένδυση να είχε γίνει 258 €.

Αντίστοιχα, επένδυση 100 € στο χαρτοφυλάκιο ανάπτυξης με κόστος συναλλαγών 1% θα γινόταν 483 € ενώ επένδυση 100 € στο χαρτοφυλάκιο αξίας θα είχε γίνει 1393 €.

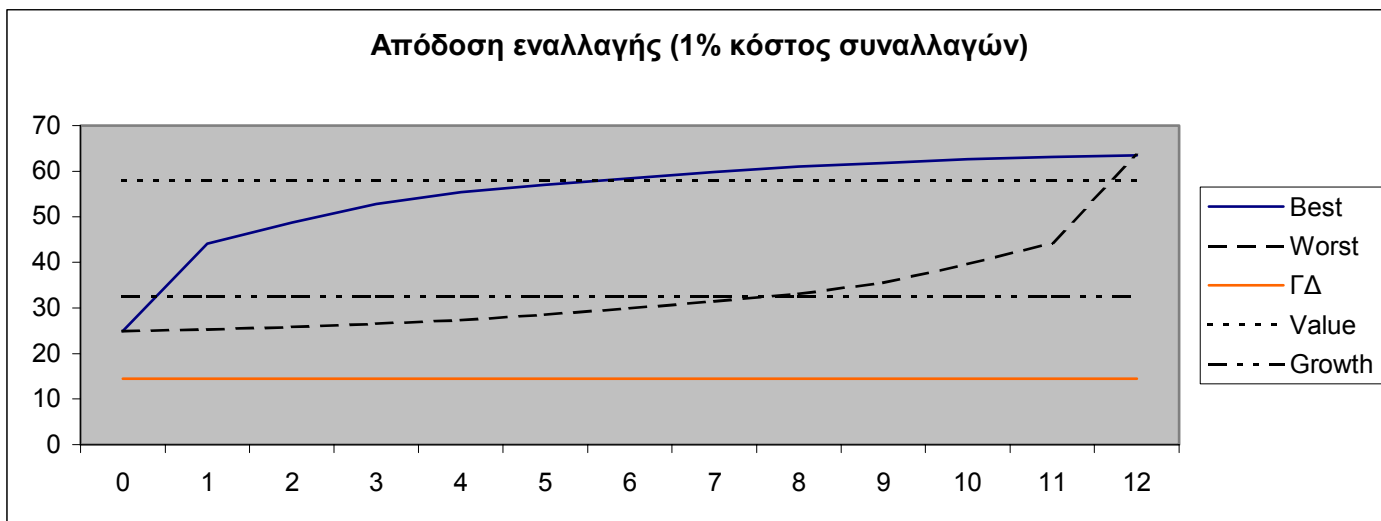
Υποθέτουμε ότι ένας επενδυτής μπορεί να προβλέψει με επιτυχία τη κατεύθυνση του spread για ένα συγκεκριμένο μόνο αριθμό ετών από τα 12 συνολικά έτη που εξετάζουμε. Προκειμένου να ελέγξουμε τις δυνατότητες επιτυχίας με τη στρατηγική της εναλλαγής των επενδυτικών προτύπων ανάπτυξης και αξίας, υπολογίζουμε το μέγιστο και ελάχιστο κέρδος για τα διαφορετικά επίπεδα πρόβλεψης από 8,33% (επιτυχία μόνο για 1 από τα 12 έτη) έως 91,66% (επιτυχία για 11 από τα 12 έτη). Για παράδειγμα, το μέγιστο κέρδος για τη δυνατότητα πρόβλεψης 75% επιτυγχάνεται στη περίπτωση όπου ο επενδυτής προβλέπει σωστά τα 9 μεγαλύτερα spreads (σε απόλυτες τιμές) των 12 ετών. Από την άλλη πλευρά, το ελάχιστο κέρδος προκύπτει στη περίπτωση όπου ο επενδυτής δεν συμπεριλαμβάνει στις προβλέψεις του τα 3 μεγαλύτερα (σε απόλυτες τιμές) spreads.

Το Διάγραμμα 6.8 παρουσιάζει τη σχέση των δυνατοτήτων πρόβλεψης του επενδυτή με τα μέσα ετήσια κέρδη του χαρτοφυλακίου του (κόστος συναλλαγών 0%). Η πάνω καμπύλη αντιστοιχεί στο καλύτερο σενάριο ενώ η κάτω καμπύλη στο χειρότερο σενάριο για συγκεκριμένο επίπεδο πρόβλεψης. Η κλίση της πάνω καμπύλης είναι αρκετά απότομη στην αρχή αλλά όσο η δυνατότητα πρόβλεψης αυξάνει η κλίση αυτή γίνεται όλο και πιο μικρή. Ακριβώς το αντίθετο

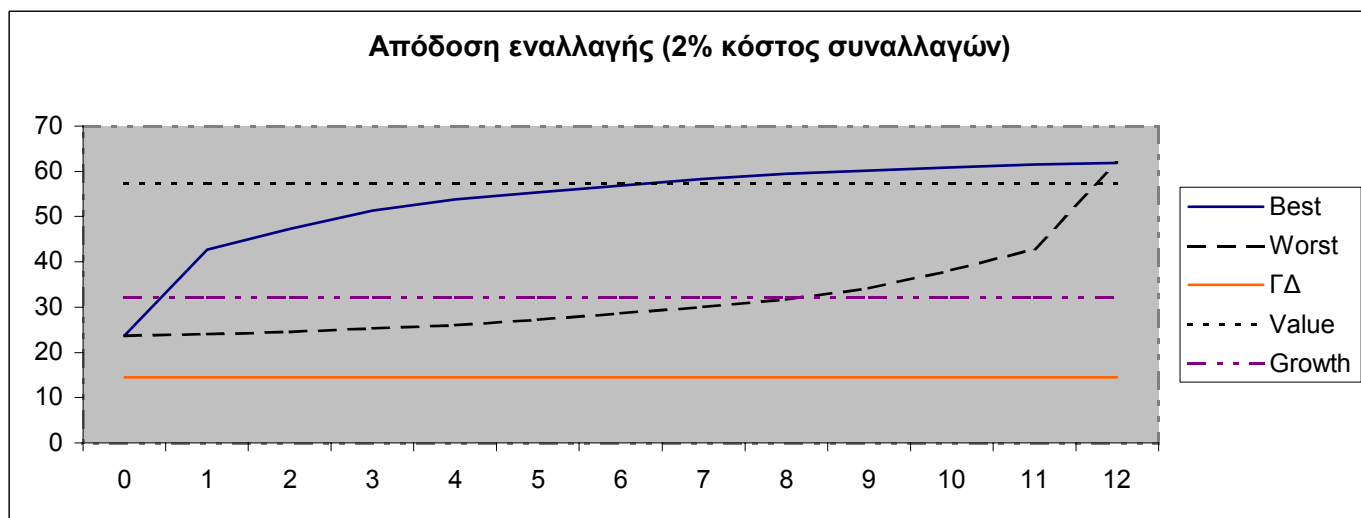
παρατηρούμε στη καμπύλη του χειρότερου σεναρίου. Η καμπύλη αυτή ξεκινά με μικρή κλίση προς τα πάνω αλλά όσο η δυνατότητα πρόβλεψης αυξάνει, η κλίση γίνεται όλο και πιο απότομη.

Είναι ενδιαφέρουσα η παρατήρηση, ότι, ακόμη και στη χειρότερη περίπτωση (δυνατότητα επιτυχούς πρόβλεψης 0%), η απόδοση των στρατηγικών ανάπτυξης, αξίας καθώς και της εναλλαγής τους υπεραποδίδουν σε σχέση με την απόδοση του Γενικού Δείκτη. Προκειμένου η στρατηγική της εναλλαγής επενδυτικών προτύπων να έχει καλύτερη μέση ετήσια απόδοση σε σχέση με τη στρατηγική της σταθερής επένδυσης σε μετοχές ανάπτυξης είναι απαραίτητο ο επενδυτής να πετυχαίνει σε 7 τουλάχιστον από τις 12 προβλέψεις του (ποσοστό πρόβλεψης 58%) τη κατεύθυνση του spread της επόμενης χρονιάς. Η στρατηγική της σταθερής επένδυσης σε μετοχές αξίας δεν μπορεί σε καμία περίπτωση να ξεπεραστεί από τη στρατηγική εναλλαγής των επενδύσεων με λιγότερες από 5 σωστές προβλέψεις στις 12 (ποσοστό πρόβλεψης 41%). Μάλιστα, προκειμένου η στρατηγική εναλλαγής να ξεπεράσει την απόδοση της στρατηγικής αξίας, χρειάζεται το ποσοστό επιτυχών προβλέψεων να ξεπερνάει το 95%.

Παραπλήσια είναι τα αποτελέσματα και στη περίπτωση που υπάρχει κόστος συναλλαγών 1% (Διάγραμμα 6.9). Το υψηλότερο κόστος συναλλαγών έχει επίδραση τόσο στη στρατηγική εναλλαγής επενδύσεων όσο και στις στρατηγικές ανάπτυξης και αξίας. Ακόμη μεγαλύτερο κόστος συναλλαγών (π.χ. 2%) θα έχει επιπρόσθετη επίδραση στις αποδόσεις των χαρτοφυλακίων (Διάγραμμα 6.10).



**Διάγραμμα 6.9.** Επίδραση της δυνατότητας πρόβλεψης του spread της επόμενης χρονιάς στην ετήσια απόδοση του χαρτοφυλακίου (κόστος 1%)



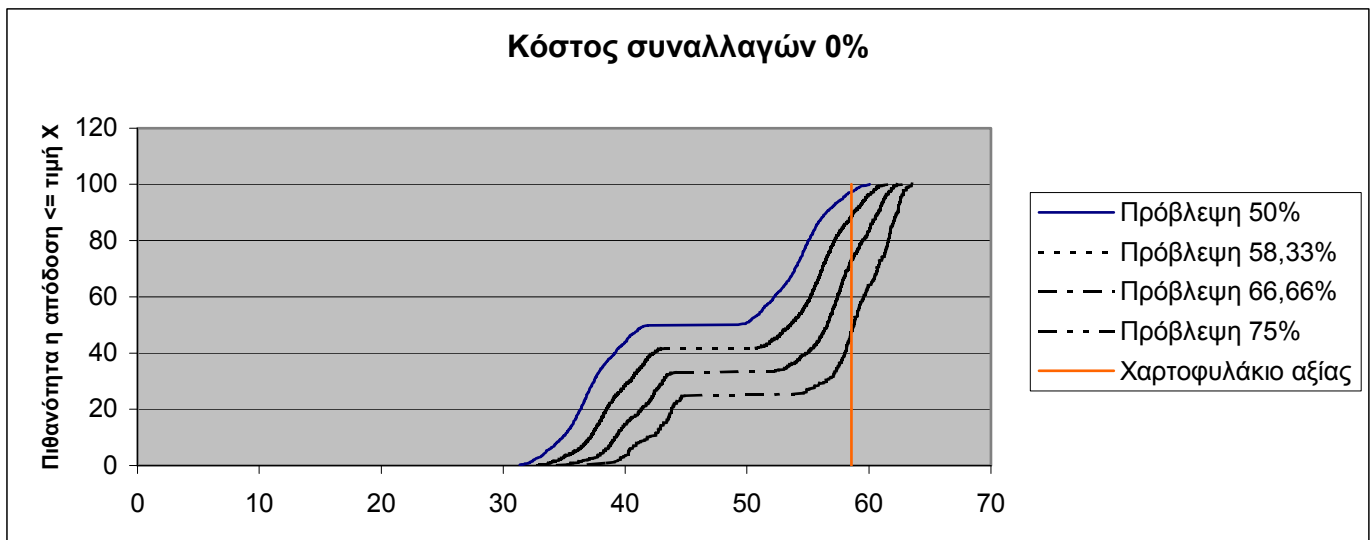
**Διάγραμμα 6.10.** Επίδραση της δυνατότητας πρόβλεψης του spread της επόμενης χρονιάς στην ετήσια απόδοση του χαρτοφυλακίου (κόστος 2%)

Η παραπάνω ανάλυση δείχνει ότι το να είναι ο επενδυτής γενικά σωστός στις προβλέψεις του είναι σημαντικό αλλά το πιο σημαντικό είναι να είναι σωστός στις προβλέψεις του σε συγκεκριμένα χρόνια της υπό εξέταση περιόδου. Η υψηλή δυνατότητα πρόβλεψης μπορεί να μην δώσει μεγάλες αποδόσεις εφόσον ο επενδυτής χάσει ένα ή δύο χρόνια όπου το απόλυτο spread ανάμεσα στα δυο επενδυτικά πρότυπα είναι μεγάλο. Ο ικανός επομένως διαχειριστής χαρτοφυλακίου είναι εκείνος ο οποίος όχι μόνο μπορεί να έχει μεγάλα ποσοστά επιτυχών προβλέψεων αλλά είναι σωστός ιδιαίτερα στις περιπτώσεις των ετών που μετρούν περισσότερο.

Μέχρι το σημείο αυτό της παρούσας μελέτης έχουμε υποθέσει ότι ο επενδυτής κάνει είτε τη καλύτερη είτε τη χειρότερη επιλογή για δεδομένο επίπεδο δυνατότητας πρόβλεψης. Παρόλα αυτά, για κάθε επίπεδο δυνατότητας πρόβλεψης υπάρχει μια ολόκληρη κατανομή κερδών. Για να υπολογίσουμε τη μέση κερδοφορία μιας στρατηγικής εναλλαγής επενδύσεων ανάπτυξης και αξίας χρειάζεται να εξετάσουμε τις αποδόσεις ολόκληρης της κατανομής για διαφορετικά επίπεδα δυνατότητας πρόβλεψης. Για το σκοπό αυτό πραγματοποιήθηκε μια εξομοίωση της κατανομής μέσω προγράμματος H/Y η οποία σε κάθε επανάληψή της αντιστοιχούσε σε διαφορετικό συνδυασμό ετών τα οποία υποθετικά προβλέφθηκαν σωστά για δεδομένη δυνατότητα πρόβλεψης. Από την εξομοίωση αυτή προκύπτει η μέση ετήσια απόδοση της στρατηγικής εναλλαγής των επενδυτικών προτύπων. Η εξομοίωση πραγματοποιήθηκε για τέσσερα διαφορετικά επίπεδα δυνατότητας πρόβλεψης – 6 έτη από τα 12

(πρόβλεψη με επιτυχία 50%, 924 επαναλήψεις), 7 έτη από τα 12 (πρόβλεψη με επιτυχία 58,33%, 792 επαναλήψεις), 8 έτη από τα 12 (πρόβλεψη με επιτυχία 66,66%, 495 επαναλήψεις), 9 έτη από τα 12 (πρόβλεψη με επιτυχία 75%, 220 επαναλήψεις).

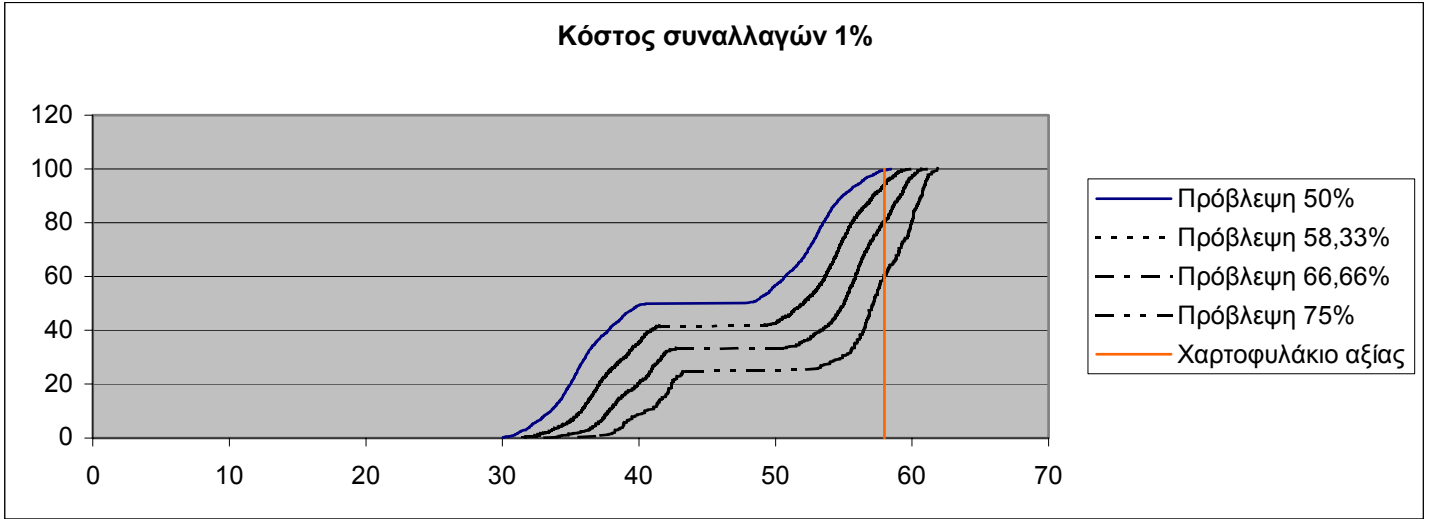
Το Διάγραμμα 6.11 δείχνει τις κατανομές των ετησίων αποδόσεων που προκύπτουν από τη στρατηγική της ετήσιας εναλλαγής επενδύσεων ανάπτυξης και αξίας. Ο κάθετος άξονας αναφέρεται στη πιθανότητα η απόδοση του επενδυτή να είναι μικρότερη από την αντίστοιχη τιμή του οριζόντιου άξονα. Καθεμιά καμπύλη αντιστοιχεί σε διαφορετικό επίπεδο δυνατότητας πρόβλεψης. Και οι τέσσερις καμπύλες ξεπερνούν στο πάνω τμήμα τους την απόδοση του χαρτοφυλακίου της σταθερής στρατηγικής σε επενδύσεις αξίας (58,56%).



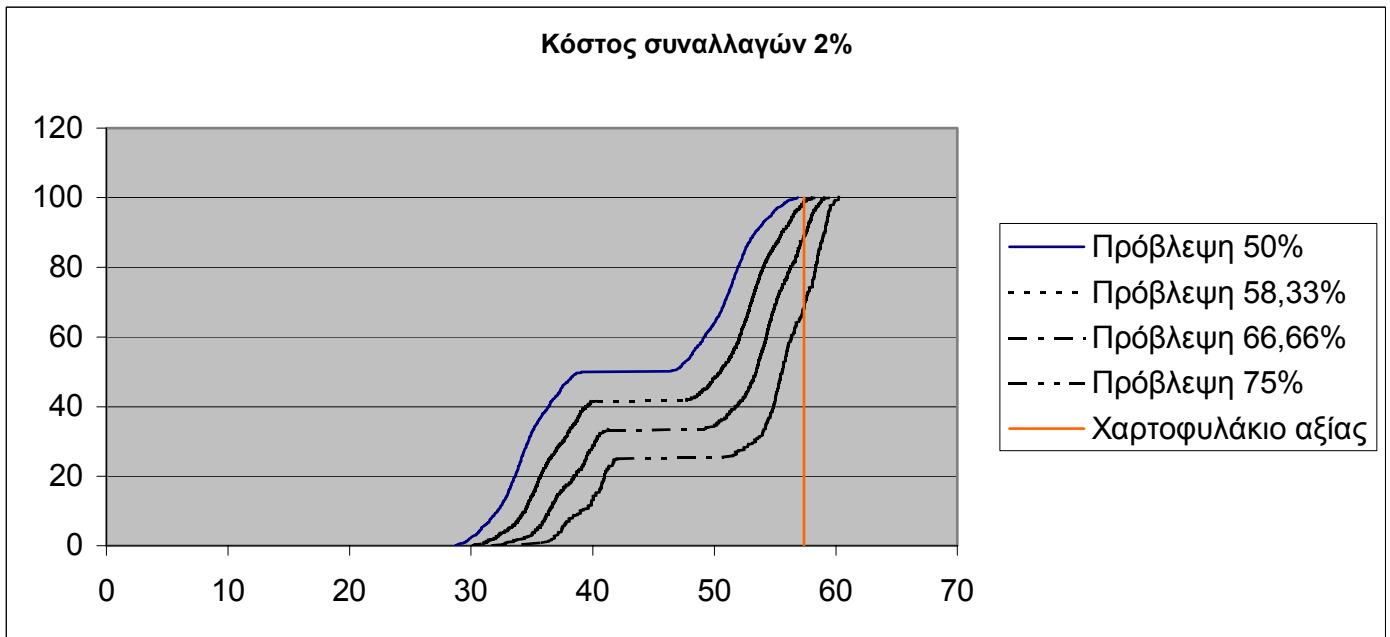
**Διάγραμμα 6.11.** Κατανομές ετήσιων αποδόσεων της στρατηγικής εναλλαγής επενδύσεων ανάπτυξης και αξίας (κόστος 0%)

Η επίδραση του επιπέδου δυνατότητας πρόβλεψης στη κατανομή των αποδόσεων του επενδυτή φαίνεται καθαρά στο Διάγραμμα 6.11. Καθώς η δυνατότητα πρόβλεψης αυξάνει, ολόκληρη η καμπύλη της κατανομής μετατοπίζεται προς τα δεξιά. Όσο αυξάνεται λοιπόν η δυνατότητα πρόβλεψης τόσο η καμπύλη της κατανομής πλησιάζει την απόδοση του χαρτοφυλακίου της σταθερής στρατηγικής σε επενδύσεις αξίας (58,56%). Για το επίπεδο πρόβλεψης των 6 ετών από τα 12 η μέση απόδοση που προκύπτει από την εξομοίωση είναι 45,69%, για την επιτυχή πρόβλεψη των 7 ετών από τα 12 η μέση απόδοση είναι 48,93%, για την επιτυχή πρόβλεψη των 8 ετών από τα 12 η μέση απόδοση είναι 52,18% και τέλος για την επιτυχή πρόβλεψη 9 ετών από τα 12 η μέση απόδοση ανεβαίνει στο 55,42%.

Τα Διαγράμματα 6.12, 6.13 δείχνουν τις κατανομές των ετησίων αποδόσεων που προκύπτουν από τη στρατηγική της εναλλαγής επενδύσεων ανάπτυξης και αξίας για τις περιπτώσεις που υπάρχει κόστος συναλλαγών 1% και 2% αντίστοιχα. Στον Πίνακα 6.5 δίνονται οι μέσες ετήσιες αποδόσεις που προκύπτουν από την εξομοίωση για τις περιπτώσεις του κόστους συναλλαγών 0%, 1%, 2%.



**Διάγραμμα 6.12.** Κατανομές ετήσιων αποδόσεων της στρατηγικής εναλλαγής επενδύσεων ανάπτυξης και αξίας (κόστος 1%)



**Διάγραμμα 6.13.** Κατανομές ετήσιων αποδόσεων της στρατηγικής εναλλαγής επενδύσεων ανάπτυξης και αξίας (κόστος 2%)



**Πίνακας 6.5.** Μέσες ετήσιες αποδόσεις της στρατηγικής εναλλαγής επενδύσεων ανάπτυξης και αξίας για κόστος συναλλαγών 0%, 1% και 2%

	<b>Κόστος 0%</b>	<b>Κόστος 1%</b>	<b>Κόστος 2%</b>
<b>Πρόβλεψη 50%</b>	45,69%	44,24%	42,78%
<b>Πρόβλεψη 58,33%</b>	48,93%	47,45%	45,96%
<b>Πρόβλεψη 66,66%</b>	52,18%	50,65%	49,13%
<b>Πρόβλεψη 75%</b>	55,42%	53,86%	52,31%

Τα παραπάνω αποτελέσματα δείχνουν ότι ακόμη και με δυνατότητα επιτυχούς πρόβλεψης 75%, η πιθανότητα να ξεπεράσει ο επενδυτής τη στρατηγική της σταθερής επένδυσης με μετοχές αξίας είναι περίπου 50%. Μάλιστα, εφόσον λάβουμε υπόψη και το κόστος συναλλαγών η πιθανότητα αυτή μειώνεται περαιτέρω. Για παράδειγμα, με δυνατότητα επιτυχούς πρόβλεψης 75% και με κόστος συναλλαγών 1%, η πιθανότητα να ξεπεράσει ο επενδυτής τη στρατηγική σταθερής επένδυσης σε μετοχές αξίας μειώνεται περίπου στο 40% ενώ με κόστος συναλλαγών 2% η πιθανότητα αυτή μειώνεται περαιτέρω στο 30% περίπου.

Γίνεται επομένως φανερό ότι η στρατηγική της εναλλαγής των επενδύσεων ανάπτυξης και αξίας στο Χ.Α.Α. απαιτεί υψηλή δυνατότητα πρόβλεψης. Προκειμένου να ξεπεράσει ο επενδυτής την απόδοση της στρατηγικής σταθερής επένδυσης σε μετοχές αξίας και λαμβάνοντας υπόψη το κόστος συναλλαγών, πρέπει να είναι σωστός στις προβλέψεις του τουλάχιστον στο 95% των

περιπτώσεων. Με μικρότερα ποσοστά επιτυχών προβλέψεων η στρατηγική της εναλλαγής επενδύσεων ανάπτυξης και αξίας περικλείει αυξανόμενο βαθμό κινδύνου σε σχέση με τη μακρόχρονη τοποθέτηση αποκλειστικά σε μετοχές αξίας.

## Βιβλιογραφία

1. Kahn, V., "A question of Style: Must Consistency Equal Mediocrity in Mutual Funds?", 1996, Financial World, July 8th, 70-75
2. Levis, M., and M. Liodakis, "The Profitability of Style Rotation Strategies in the United Kingdom", 1999, Journal of Portfolio Management, Fall, 1-14
3. Kyriazis, D. and G. Diacogiannis, "Testing the performance of value strategies in the Athens Stock Exchange", 2002, Working paper
4. Levis, M., and N. Tessaromatis, "Style rotation strategies: issues of implementation", 2003, Working paper
5. Aczel A., Complete Business Statistics, McGraw-Hill, 2001
6. Αλεξόπουλος Σεραφείμ, Μαθηματικός Προγραμματισμός, (Πανεπ/μιακές Εκδόσεις Θεσσαλίας, Βόλος 2002)
7. Alexopoulos S.V., "A fast conic method for function minimization", 2002, Journal of Intedisciplinary Mathematics, Vol. 5,3, 303-311
8. Sharpe, W.F., "Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement", 1992, Journal of Portfolio Management, Winter, 7-19

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7<sup>ο</sup>

### ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Τα τελευταία χρόνια έχουν δημιουργηθεί αρκετοί δείκτες που παρακολουθούν τμήματα της αγοράς βασισμένα στα διάφορα επενδυτικά πρότυπα. Τα επενδυτικά πρότυπα αποτελούν επομένως τη βάση για την ανάπτυξη, ανάλυση και μέτρηση της απόδοσης των διαφόρων επενδυτικών στρατηγικών. Σε γενικές γραμμές τα επενδυτικά πρότυπα οφείλουν την ύπαρξή τους στην ανθρώπινη επιθυμία για κατάταξη σε κατηγορίες. Η εναλλαγή των επενδυτικών προτύπων από πλευράς των επενδυτών βασίζεται στην ιδέα ότι οι αποδόσεις ορισμένων προτύπων μπορεί να είναι μέχρι κάποιου βαθμού προβλέψιμες.

Οι επενδύσεις αξίας συνήθως αποτελούν ευκαιρίες αγοράς μετοχών σε χαμηλότερη τιμή από τη πραγματική αξία τους και ανακαλύπτονται με διάφορους τρόπους. Κάποιοι επενδυτές αξίας χρησιμοποιούν συγκεκριμένα κριτήρια για την εύρεση των υποτιμημένων αυτών μετοχών και στη συνέχεια επενδύουν σ' αυτές σε μακροπρόθεσμη βάση. Άλλοι επενδυτές προσπαθούν να αγοράζουν μετοχές μετά από παρατεταμένη πτώση των τιμών τους. Τέλος κάποιοι ακολουθούν μια πιο ενεργητική προσέγγιση και αφού αγοράσουν σημαντικά ποσοστά εταιριών για τις οποίες πιστεύουν ότι είναι υποτιμημένες, στη συνέχεια πιέζουν για αλλαγές που θα αποκαλύψουν τη κρυμμένη αυτή αξία.

Η στρατηγική των επενδύσεων ανάπτυξης εμφανίζεται με διάφορες μορφές. Αρκετές εταιρίες ανάπτυξης είναι εταιρίες με μικρή κεφαλαιοποίηση και επομένως οι επενδυτές ανάπτυξης δίνουν ιδιαίτερη σημασία στη μικρή κεφαλαιοποίηση. Επίσης, οι εταιρίες που εισάγονται στο χρηματιστήριο πραγματοποιούν δημόσιες προσφορές των μετοχών τους και εδώ υπάρχουν κάποιες ευκαιρίες για τους επενδυτές αυτούς. Μια ακόμη απλή μορφή επενδύσεων ανάπτυξης αποτελεί η επένδυση σε εταιρίες με βάση κάποια κριτήρια. Σύνηθες τέτοιο κριτήριο είναι το πηλίκο P/E το οποίο πρέπει να εμφανίζεται μικρότερο από τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης των κερδών ανά μετοχή. Άλλη μεθοδολογία αποτελεί η επιθετική στρατηγική της επένδυσης σε σημαντικό ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου εταιριών προσανατολισμένων στην ανάπτυξη. Σύμφωνα με τη μεθοδολογία αυτή, οι επενδυτές όχι μόνο επενδύουν αλλά και αναμιγνύονται ενεργά στη διοίκηση της επιχείρησης. Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν τα σχήματα venture capital και η επένδυση σε μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες.

Από μελέτες αποδεικνύεται στατιστικά ότι οι μετοχές αξίας κατά μέσο όρο υπεραποδίδουν των μετοχών ανάπτυξης. Η διαφορά αυτή είναι μεγαλύτερη στις μετοχές της μικρής κεφαλαιοποίησης αλλά παρουσιάζεται επίσης και στις μετοχές της μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Μελέτες βασισμένες σε πληθώρα δεικτών κινδύνου (βήτα, τυπική απόκλιση, συμπεριφορά σε καθοδική αγορά, κλπ.) έχουν αποδείξει ότι οι μετοχές αξίας δεν έχουν μεγαλύτερο κίνδυνο από τις μετοχές ανάπτυξης. Η διαφορά υπέρ της απόδοσης των μετοχών αξίας αποδίδεται στην

επενδυτική συμπεριφορά και στα κίνητρα των επαγγελματιών στον επενδυτικό χώρο. Όπως έχει συμβεί μέχρι τώρα πολλές φορές στη χρηματοοικονομική ιστορία, οι επενδυτές έχουν τη τάση να αναγάγουν το παρελθόν στο μέλλον και να συναρπάζονται από πολλά υποσχόμενες νέες τεχνολογίες. Με τον τρόπο αυτό όμως υπερεκτιμούν τις μετοχές ανάπτυξης και ανάλογα υποτιμούν τις μετοχές αξίας. Η υπομονετική λοιπόν στρατηγική επενδύσεων σε μετοχές αξίας μπορούμε να θεωρήσουμε ότι αποδίδει ικανοποιητικά σε μακροπρόθεσμη βάση σε σχέση με τις μετοχές ανάπτυξης. Το Ελληνικό Χρηματιστήριο δεν αποτελεί εξαίρεση στον κανόνα αυτό με βάση όσα προέκυψαν από τη παρούσα μελέτη.

Κατά τη περίοδο 1992-2003, στο Ελληνικό Χρηματιστήριο οι μετοχές αξίας υπεραπέδωσαν των μετοχών ανάπτυξης κατά περίπου 26 ποσοστιαίες μονάδες ετησίως. Η στατιστική επεξεργασία της εναλλαγής των χαρτοφυλακίων ανάπτυξης και αξίας έδειξε ότι προκειμένου να ξεπεράσει ο επενδυτής τη μακρόχρονη απόδοση των επενδύσεων αποκλειστικά σε μετοχές αξίας είναι απαραίτητο να έχει τουλάχιστον 95% σωστές προβλέψεις για το spread της επόμενης χρονιάς ανάμεσα στα υποθετικά αυτά χαρτοφυλάκια. Μόνο στη περίπτωση που υπάρχει η πολύ υψηλή αυτή ικανότητα πρόβλεψης θα είχε νόημα ο επενδυτής να ακολουθήσει τη στρατηγική της εναλλαγής των τοποθετήσεων του ανάμεσα στα δυο αυτά είδη επενδύσεων (ανάπτυξης, αξίας). Υπό την προϋπόθεση αυτή (η οποία δύσκολα μπορεί να επιτευχθεί), θα κατάφερνε να βελτιώσει περαιτέρω την απόδοση του χαρτοφυλακίου του σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο επενδύσεων αποκλειστικά σε μετοχές αξίας.

## ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

### ΕΛΛΗΝΙΚΗ

1. Αλεξόπουλος Σεραφείμ, Μαθηματικός Προγραμματισμός, (Πανεπ/μιακές Εκδόσεις Θεσσαλίας, Βόλος 2002)
2. Αρτίκης Γεώργιος, Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις Επενδύσεων (Τρίτη έκδοση, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα, 2002)
3. Αρτίκης Γεώργιος, Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων (Τρίτη έκδοση, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα, 2002)
4. Αρτίκης Γεώργιος, Χρηματοοικονομική Ανάλυση και Προγραμματισμός (Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα, 2003)
5. Ναούμ Χρήστος, Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Λογιστική, Β' έκδοση, (Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα, 1994)

### ΞΕΝΗ

1. Aczel A., Complete Business Statistics, McGraw-Hill, 2001
2. Alexopoulos S.V., "A fast conic method for function minimization", 2002, Journal of Intedisciplinary Mathematics, Vol. 5,3, 303-311
3. Banz, R., "The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks", 1981, Journal of Financial Economics, v9.
4. Chan, L., Lakonshok, J., "Value and growth investing: Review and update", 2004, Financial Analysts Journal, 60, 71-86
5. Chan, L., J. Karceski, J. Lakonishok, "New paradigm or same old hype in equity investing?", 2000, Financial Analysts Journal 56, 23-36
6. Damodaran, Investment philosophies, 2002, New York
7. DeBondt, W.F.M. & R. Thaler, "Does the Stock Market Overreact?", 1985, Journal of Finance, v40, pp 793-805

8. Dimson, Elroy, Nagel, Stefan and Quigley, Garrett, "Capturing the Value Premium in the U.K. 1955-2001", 2003, Second Round at Financial Analysts Journal
9. Dimson E., S. Nagel, 2001, "Style Investment", working paper, London Business School
10. Fama, E.F. and K.R. French, "The Cross-Section of Expected Returns", 1992, Journal of Finance, v47, 427-466.
11. Fama, French, "Value versus growth: The international evidence", 1998, Journal of Finance 53, 1975-1999.
12. Fama, E.F., K.R. French, "Multifactor explanations of asset pricing anomalies", 1996, Journal of Finance 51, 55-84
13. Fitzpatrick E., "Growth vs. Value – Which way from here?", An article for the Institute for Fiduciary Education
14. Graham, B. and D. Dodd, Security Analysis, 1934, McGraw Hill
15. Ibbotson, R.G., Riepe, M.W., "Growth vs. Value Investing: And the Winner is...", A contribution to the Journal of Financial Planning
16. Jegadeesh, N. and S. Titman, "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency", 1993, Journal of Finance, 48(1), 65-91
17. Kahn, V., "A question of Style: Must Consistency Equal Mediocrity in Mutual Funds?", 1996, Financial World, July 8th, 70-75
18. Kyriazis, D. and G. Diacogiannis, "Testing the performance of value strategies in the Athens Stock Exchange", 2002, Working paper
19. Lakonishok, J., A. Shleifer, R. Vishny, "Contrarian investment, extrapolation and risk", 1994, Journal of Finance 49, 1541-1578
20. Levis, M., and M. Liodakis, "The Profitability of Style Rotation Strategies in the United Kingdom", 1999, Journal of Portfolio Management, Fall, 1-14
21. Levis, M., and N. Tessaromatis, "Style rotation strategies: issues of implementation", 2003, Working paper
22. Ritter, J.R., "Initial Public Offerings", 1998, Contemporary Finance Digest, v2, 5-31



23. Sharpe, W.F., "Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement", 1992, Journal of Portfolio Management, Winter, 7-19
24. Shleifer, A. and R. Vishny, "The limits of arbitrage", 1997, Journal of Finance 52, 35-55