

Ανοικτό Πανεπιστήμιο Κύπρου

Σχολή Οικονομικών Επιστημών και Διοίκησης

**Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών *MBA ΔΙΟΙΚΗΣΗ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ***

Μεταπτυχιακή Διατριβή



**Ημερολογιακές Επιδράσεις και Ανωμαλίες της Αγοράς: Μια
Εμπειρική Ανάλυση Για Μια Χώρα ή Για Μια Ομάδα Χωρών**

Μαρία Καπουσούζογλου

**Επιβλέπων Καθηγητής
Δημήτριος Αστερίου**

Μάιος 2019

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η Κλασική Χρηματοοικονομική επιστήμη και η οικονομική ορθολογική συμπεριφορά δεν είναι σε θέση να εξηγήσουν τις διάφορες ανωμαλίες των αγορών. Η θεωρία των αποτελεσματικών θεωριών έρχεται σε αντίθεση με αυτά τα φαινόμενα και οι διάφορες εξηγήσεις που δίνονται δεν συμφωνούν με την θεωρία αυτή η οποία αποτελεί τη βάση στη χρηματοοικονομική θεωρία.

Στην παρούσα εργασία θα ασχοληθούμε σε θεωρητικό επίπεδο, με τις ημερολογιακές ανωμαλίες των αγορών και τις διάφορες προσεγγίσεις που προσπαθούν να δώσουν εξηγήσεις στα φαινόμενα αυτά λαμβάνοντας υπόψη τους διάφορους παράγοντες όπως ψυχολογικούς και κοινωνικούς.

SYMMARY

Classical Financial Science and economic rationality are not able to explain the various market anomalies. The theory of effective theories contrasts with these phenomena and the various explanations given do not agree with this theory which is the basis in financial theory. In the present paper we will deal with the theoretical level with the calendar abnormalities of the markets and the various approaches that attempt to explain these phenomena taking into account various factors such as psychological and social.

Περιεχόμενα

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	8
1 ΑΓΟΡΕΣ	
1.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΑΓΟΡΑΣ.....	11
1.2 ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ- ΟΡΙΣΜΟΣ.....	11
1.2.1 Ρόλος των αγορών του χρήματος κεφαλαίου.....	12
1.2.2. Κατηγορίες αγορών.....	12
1.2.3 Φάσεις αγορών.....	12
1.2.4 Πλεονεκτήματα κεφαλαιαγορών.....	13
2 ΘΕΩΡΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	
2.1 ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ.....	14
2.2 ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ.....	14
2.3 Η ΘΕΩΡΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΤΟΥ MARKOWITZ.....	17
2.4 Ο ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΤΟΥ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ.....	18
3 Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ	
3.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΘΕΜΕΛΙΩΣΗ.....	20
3.2 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ.....	20
3.3 Η ΚΙΝΗΣΗ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΣΕ ΜΙΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ.....	22
3.4 ΤΥΠΟΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ.....	24
I. Λειτουργική αποτελεσματικότητα.....	24
II. Αποτελεσματικότητα κατανομής.....	24
III. Αποτελεσματικότητα ως προς τις τιμές.....	24
3.5 ΜΟΡΦΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ.....	25
I. Η ασθενής μορφής αποτελεσματικής αγοράς.....	25
II. Η ημι-ισχυρή μορφή αποτελεσματικής αγοράς.....	26
III. Η ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας.....	27
3.6 ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ ΚΑΙ ΤΙΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ.....	28
3.7 ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΝΑΦΟΡΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ.....	29
4 ΕΛΕΓΧΟΙ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ	
4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	30
4.2 ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ ΥΠΟΘΕΣΗΣ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ.....	31
4.2.1 Έλεγχοι για την ασθενή μορφή αποτελεσματικότητας.....	32
4.2.2 Έλεγχοι για την ημι- ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας.....	33
4.2.2.1 EVENT STUDIES.....	33
4.2.2.2 Θεμελιώδης ανάλυση.....	37
4.3 ΕΛΕΓΧΟΙ ΙΣΧΥΡΗΣ ΜΟΡΦΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ.....	38
4.3.1 Εσωτερική πληροφόρηση.....	39
4.3.2 Η λειτουργία της πληροφορίας στις προβλέψεις των αναλυτών και στους διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων.....	40
5 ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ	
5.1 ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ.....	44
5.2 ΜΗ ΗΜΕΡΟΛΟΓΙΑΚΕΣ ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ.....	47
5.3 ΗΜΕΡΟΛΟΓΙΑΚΕΣ ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ.....	50
5.4 ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ ΗΜΕΡΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΑΝΩΜΑΛΙΩΝ.....	52
6 ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ	
6.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΘΕΜΕΛΙΩΣΗ.....	55
6.2 ΠΙΘΑΝΕΣ ΑΙΤΙΕΣ ΥΠΑΡΞΗΣ ΤΟΥ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟΥ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ.....	56

6.2.1	Οικονομικοί Λόγοι.....	56
6.2.2	Ανθρώπινη συμπεριφορά και ψυχολογικοί λόγοι.....	58
7	ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΔΕΥΤΕΡΑΣ	
7.1	ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΘΕΜΕΛΙΩΣΗ.....	60
7.2	ΠΙΘΑΝΕΣ ΑΙΤΙΕΣ ΥΠΑΡΞΗΣ ΤΟΥ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟΥ ΔΕΥΤΕΡΑΣ.....	61
8	ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΔΕΥΤΕΡΑΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....	63
	ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....	65

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το πιο πολυσυζητημένο θέμα στην χρηματοοικονομική επιστήμη είναι η δυνατότητα πρόβλεψης των τιμών και των αποδόσεων των μετοχών στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Παλιότερα, στις αγορές μετοχών, οι επενδυτές παγκοσμίως έψαχναν συνεχώς πρακτικούς τρόπους για να μεγεθύνουν τη πιθανότητα απόκτησης κερδών στο Χρηματιστήριο. Ενδιαφερόταν για την ορθή πρόβλεψη των τιμών και των αποδόσεων των μετοχών.

Η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών (Efficient Market Hypothesis, Fama 1970), οι χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών αντανακλούν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες και δεν μπορούν να υπολογιστούν οι τιμές των μετοχών, έρχεται σε αντιπαράθεση με πολλές έρευνες. Από τις έρευνες αυτές προκύπτουν κάποιες ημερολογιακές ανωμαλίες οι οποίες έχουν ως αντίκτυπο στις αποδόσεις των εισηγμένων μετοχών των εταιριών στο χρηματιστήριο. Όλες οι προσπάθειες που έχουν γίνει για να προβλέψουμε τις τιμές των μετοχών δεν είχαν κάποιο αποτέλεσμα. Τα φαινόμενα αυτά είχαν απασχολήσει αυτούς που ασχολούταν με τις κεφαλαιαγορές από το 1964 και μετά. Όπως αναφέρει και η θεωρία της E.M.H σε μια αποτελεσματική αγορά οι παρούσες τιμές των περιουσιακών στοιχείων αντανακλούν κάθε διαθέσιμη πληροφορία με ακρίβεια. Με αποτέλεσμα δε θα έπρεπε να υπάρχουν διάφορα ημερολογιακά φαινόμενα ή ημερολογιακές ανωμαλίες (calendar effects or calendar market anomalies), στις αποδόσεις των εισηγμένων μετοχών των εταιριών. Τέτοια φαινόμενα μας φανερώνουν τη δυνατότητα να αποκτά κάποιος επενδυτής υψηλές αποδόσεις με την αντίστοιχη στρατηγική του συγχρονισμού της αγοράς (market timing), που ανατρέπει τη θεωρία της αποτελεσματικότητας των αγορών (EMH). Τα τελευταία 50 χρόνια οι ερευνητές έχουν εντοπίσει αυτά τα φαινόμενα και τα έχουν φέρει στο φως, θα έπρεπε να εξουδετερωθούν παρόλο αυτά όμως συνεχίζουν να εμφανίζονται στις κεφαλαιαγορές.

Η οικονομία ως επιστήμη κατατάσσεται στις κοινωνικές επιστήμες, οι οποίες μελετούν, την ανάλυση και τον προσδιορισμό όλων εκείνων των παραγόντων και των νόμων που

ορίζουν τη συμπεριφορά των ανθρώπων στην αγορά και κατά συνέπεια σε μια κοινωνία.

Η οικονομική επιστήμη επικεντρώνεται στις πράξεις των ανθρώπων που έχουν ως στόχο την ικανοποίηση των αναγκών τους. Ως συνέπεια αυτού, η οικονομική επιστήμη έχει ως αντικείμενο τις οικονομικές πράξεις των ανθρώπων που θέλουν να εξασφαλίσουν τα μέσα με τα οποία θα ικανοποιήσουν τις ανάγκες τους.

Στις χώρες όπου η οικονομία είναι ελεύθερη και αλληλοεπιδρούν δύο βασικές δυνάμεις, η ζήτηση και η προσφορά, οι αγορές δεν έχουν μόνο το ρόλο των χώρων συναλλαγών αλλά λειτουργούν και ως κέντρα που λαμβάνονται οι οικονομικές αποφάσεις. Αυτές οι οικονομικές αποφάσεις καθορίζουν ποια αγαθά και ποιες υπηρεσίες θα παραχθούν, σε τι ποσότητες, ο τρόπος παραγωγής τους, ο τρόπος διανομής τους μεταξύ των μελών που απαρτίζουν αυτή την κοινωνία. Ο όρος χώρος δε σημαίνει αναγκαστικά ο φυσικός χώρος αλλά και το θεσμικό και λειτουργικό πλαίσιο της αγοράς.

Η ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς και το συχνό επενδυτικό ενδιαφέρον, ώθησε τους οικονομολόγους να ερευνήσουν περισσότερο τις αγορές αυτές. Οι επενδυτές έδειχναν πολύ ενδιαφέρον να μάθουν τον τρόπο που κινούνται οι τιμές των μετοχών, τον τρόπο τιμολόγησης των μετοχών και να κατανοήσουν τον τρόπο λειτουργίας της χρηματοοικονομικής αγοράς. Οι μελέτες επικεντρώθηκαν στην αναζήτηση της ερμηνείας των όρων απόδοση, κίνδυνος, χαρτοφυλάκιο και η πρόβλεψη των τιμών και των αποδόσεων των μετοχών στις χρηματοοικονομικές αγορές. Οι επενδυτικές αποφάσεις επηρεάζονται από το μέγεθος της απόδοσης μια επένδυσης, από τον κίνδυνο που θα αναλάβει ο κάθε επενδυτής.

Οι επιστήμονες αφοσιώθηκαν στην δημιουργία υποδειγμάτων για τη δημιουργία υποδειγμάτων, χαρτοφυλακίων και τον υπολογισμό των αποδόσεων τους. Η θεωρία χαρτοφυλακίου περιγράφει τον τρόπο δημιουργίας αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων, τα οποία αποτελούνται από περιουσιακά στοιχεία. Οι επενδυτές θα διαλέξουν το πιο ιδανικό για αυτούς.

Η θεωρία χαρτοφυλακίου αφορά τον τρόπο συμπεριφοράς των επενδυτών χωρίς να μας δίνει πληροφορίες για τον τρόπο που διαμορφώνονται οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Ο Sharpe ανέπτυξε το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιουχικών στοιχείων, ο

οποίο αποτυπώνει τη σχέση μεταξύ της αναμενόμενης απόδοσης ενός κεφαλαιουχικού στοιχείο και στον κίνδυνό του.

Στην παρούσα εργασία θα αναφερθούμε στις ημερολογιακές ανωμαλίες (calendar market anomalies or seasonal effects).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΑΓΟΡΕΣ

1.1. ΟΡΙΣΜΟΣ ΑΓΟΡΑΣ

Με τον όρο αγορά εννοούμε το χώρο που αναπτύσσονται περιουσιακά στοιχεία, όπου πωλούνται ή αγοράζονται αγαθά και υπηρεσίες. Εξαιτίας της μεγάλης εξειδίκευσης στις παραγωγικές λειτουργίες και στον καταμερισμό των έργων θα πρέπει να λειτουργούν κάποιες αγορές για να ανταλλάσσονται διάφορα προϊόντα και υπηρεσίες, έτσι ώστε να ικανοποιούνται οι ανάγκες των ανθρώπων. Ο ρόλος της αγοράς είναι σημαντικής σημασίας για όλες τις οικονομίες με οποιοδήποτε σύστημα και αν λειτουργούν. Στις χώρες που λειτουργεί σύστημα κεντρικού προγραμματισμού. Αυτές οι αγορές λειτουργούν ως τόποι διάθεσης των παραχθέντων προϊόντων και υπηρεσιών προς τους καταναλωτές και ο ρόλος τους ήταν ασήμαντος στη λήψη των βασικών οικονομικών αποφάσεων, οι οποίες λαμβάνονταν από τους διάφορους φορείς της εκάστοτε κρατικής εξουσίας.

Στις χώρες όπου η οικονομία είναι ελεύθερη υπάρχουν δύο δυνάμεις, η ζήτηση (demand) και η προσφορά (supply), οι αγορές λειτουργούν όχι μόνο ως χώροι συναλλαγών αλλά και ως κέντρα όπου λαμβάνονται οικονομικές αποφάσεις. Αυτές οι αποφάσεις καθορίζουν ποια αγαθά και ποιες υπηρεσίες θα παραχθούν, σε τι ποσότητες, ο τρόπος παραγωγής τους, ο τρόπος διαμονής τους μεταξύ των μελών που απαρτίζουν την κοινωνία και πως αναπτύσσεται η οικονομία της εκάστοτε κοινωνίας.

1.2.ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ-ΟΡΙΣΜΟΣ

Μια κεφαλαιαγορά είναι το σύνολο των κανόνων που εξυπηρετούν τη μεταφορά κεφαλαίων μεταξύ των ενδιαφερόμενων επενδυτών και μεταφορά χρηματοοικονομικών αγαθών από τον έναν επενδυτή στον άλλον. Μέσω μιας αγοράς

μπορούν να μεταφερθούν χρήματα από τους αποταμιευτές στους παραγωγούς, αυξάνοντας τα χρήματα που χρησιμοποιεί η οικονομία. Με αυτό τον τρόπο γίνεται αποτελεσματική η οικονομία του πλούτου.

1.2.1 Ρόλος των αγορών του χρήματος και κεφαλαίου

Ο ρόλος των αγορών χρήματος και κεφαλαίου είναι πολύ σημαντικός για μια οικονομία για τους επόμενους λόγους:

- Συμβάλλουν στην ώθηση της ανάπτυξης των επιχειρήσεων, δημοσίων και ιδιωτικών, και ως επακόλουθο στην ανάπτυξη της χώρας.
- Η παραγωγικότητα των επιχειρήσεων αυξάνεται και δυναμώνει, μιας και δεν χρησιμοποιούνται όλοι οι επιχειρηματικοί πόροι εκτός των ιδίων πόρων των επιχειρήσεων.
- Φροντίζουν να καλύψουν το έλλειμμα στον οικονομικό προϋπολογισμό με την έκδοση κρατικών ομολογίων.
- Βελτιώνουν και εξασφαλίζουν πιο ιδανικές συνθήκες στον επενδυτικό τομέα.
- Άνοδο παρουσιάζει ο κλάδος των ιδιωτικών παραγωγικών μονάδων με αποτέλεσμα την ίση κατανομή κέρδους, η οποία προέρχεται από την επιχειρησιακή δραστηριότητα.
- Υφίστανται ο ανταγωνισμός, την επίβλεψη την κατέχουν οι αρμόδιες αρχές.

1.2.2 Κατηγορίες αγορών

Οι αγορές διακρίνονται ανάλογα με τα χρηματοοικονομικά προϊόντα που κινούνται μέσα σε αυτές. Στις αγορές κεφαλαίου (capital markets) υπάρχουν οι μετοχές (προνομιούχες, κοινές κτλ.) και τα εταιρικά ομόλογα. Στις αγορές χρήματος, ως αντικείμενο συναλλαγής χρησιμοποιούνται τα ομόλογα (κρατικά, εμπορικά κτλ.), το συνάλλαγμα και άλλα χρηματοοικονομικά προϊόντα, όπως τα γραμμάτια κυμαινομένου επιτοκίου, οι εγγυήσεις καταθέσεων, οι συμφωνίες επαναγοράς. Στις αγορές παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων αντικείμενο συναλλαγής είναι τα προθεσμιακά συμβόλαια και τα δικαιώματα.

1.2.3 Φάσεις αγορών

Οι αγορές κεφαλαίου χωρίζονται σε Πρωτογενείς (κεφαλαιαγορές) και Δευτερογενείς (χρηματιστηριακές) αγορές. Στις πρωτογενείς υφίστανται οι κινητές αξίες (εισαγωγή εταιριών στο Χρηματιστήριο) και παραδίδονται στο επενδυτικό κοινό μέσω δημόσιων προσφορών (initial public offering) ή μέσω ιδιωτικών τοποθετήσεων (private placement), (Μπάλιος, 2006). Στην δευτερογενή αγορά γίνεται διαπραγμάτευση των ήδη εισηγμένων αξιογράφων, χωρίς να γίνεται λήψη νέων κεφαλαίων αλλά ούτε κυκλοφορία νέων αξιογράφων παρά μόνο ανταλλάσσονται τα ήδη εισηγμένα αξιόγραφα. Ένα ακόμη παράδειγμα, το οποίο συναντάται αρκετές φορές στην δευτερογενή αγορά είναι οι επιχειρήσεις να αποκτούν μετοχές άλλων εταιριών με σκοπό τον έλεγχο.

1.2.4 Πλεονεκτήματα κεφαλαιαγορών

Τα βασικά πλεονεκτήματα των οργανωμένων κεφαλαιαγορών, πρωτογενών και δευτερογενών, για τις επιχειρήσεις είναι τα εξής:

- Οι επιχειρήσεις φροντίζουν να ικανοποιήσουν τις ανάγκες τους για επιπρόσθετα κεφάλαια με την ένταξη τους στο χρηματιστήριο.
- Μπορούν να επιφέρουν επιπρόσθετα κεφάλαια με αυξήσεις κεφαλαίου.
- Υφίστανται ευκολότερη η διαδικασία συγχωνεύσεων και εξαγωγών γιατί η αξία των εισηγμένων εταιριών καθορίζεται καθημερινά και είναι εύκολα μετρήσιμη.
- Οι εισηγμένες επιχειρήσεις απολαμβάνουν πιο μεγάλη δημοσιότητα.

Συμπεραίνουμε από τα παραπάνω ότι οι οργανωμένες και ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές παίζουν δραστικό ρόλο για την ανάπτυξη και στο οικονομικό κύκλωμα των αγορών, μειώνοντας την ανεργία εξαιτίας της αύξησης των επενδύσεων οι οποίες εξασφαλίζουν κεφάλαια από αυτές τις καλά οργανωμένες κεφαλαιαγορές μέσω της επένδυσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΘΕΩΡΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

2.1 ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ

Με τον όρο χαρτοφυλάκιο εννοούμε την ένωση αξιογράφων και περιουσιακών στοιχείων, όπως τα μετρητά, οι μετοχές, τα ομόλογα, τα αμοιβαία κεφάλαια κλπ., σε μία περίοδο, που έχει ως απώτερο στόχο να προσφέρει στον επενδυτή την καλύτερη απόδοση με τον μικρότερο κίνδυνο. Ένα χαρτοφυλάκιο ίσως να περιλαμβάνει όλα τα αξιόγραφα που έχει στη διάθεση του ένας επενδυτής.

Η διαχείριση χαρτοφυλακίου συνδυάζει διαφορετικά αξιόγραφα σε ένα χαρτοφυλάκιο, όπως επίσης και την παρακολούθηση του χαρτοφυλακίου και την αποτίμηση της απόδοσης του. Ο επενδυτής θα διαλέξει σε ποια περιουσιακά στοιχεία θα επενδύσει τα κεφάλαια του, όπως και τον τρόπο που θα καταβάλει για να αποκτήσει μακροχρόνια ή βραχυχρόνια απόδοση.

Η παλαιωμένη προσέγγιση για τη διαχείριση χαρτοφυλακίου επικεντρώνεται στην επιλογή χαρτοφυλακίου που κατοπτρίζουν τις ανάγκες του επενδυτή. Σε αντίθεση με την σύγχρονη προσέγγιση επικεντρώνεται στις προβλέψεις της απόδοσης και τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου που διατρέχει. Ένας επενδυτής που είναι διατεθειμένος να κινδυνέψει, θα τοποθετήσει τα κεφάλαιά του σε επενδύσεις που αποδίδουν υψηλές αποδόσεις παραβλέποντας τον κίνδυνο που αυτές κατέχουν. Αντιθέτως ένας πιο συντηρητικός επενδυτής, θα επενδύσει σε μετοχές ή ομόλογα με μικρό κίνδυνο αλλά και όχι τόσο υψηλή απόδοση. Το καλύτερο χαρτοφυλάκιο αποτελείται από τον συνδυασμό αποδοτικότητας και κινδύνου ώστε να είναι μεγαλύτερη η χρησιμότητα του επενδυτή.

2.2 ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Ένα χαρτοφυλάκιο αποτελείται από διαφορετικά αξιόγραφα. Η συγκρότηση ενός χαρτοφυλακίου απαιτεί την ανάλυση των αξιολογίων ως προς την απόδοση και τον κίνδυνο που αυτά διαθέτουν.

Ο Λελεδάκης (2007) μας εξηγεί ότι η απόδοση μιας επένδυσης υπολογίζει το μέγεθος με το οποίο μεγεθύνεται ή ελαττώνεται το κεφάλαιο του κάθε επενδυτή. Με την έννοια της απόδοσης, εννοούμε την αμοιβή ή το κέρδος που θα αποκτήσει ο επενδυτής από τα κεφάλαια του σε διάφορες επενδύσεις. Με τον όρο απόδοση μπορούν να χρησιμοποιηθούν διαφορετικές ερμηνείες, όπως :

- Πραγματοποιηθείσα απόδοση εννοούμε την πραγματική απόδοση μιας επένδυσης η οποία θα συμβαίνει σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο (Λελεδάκης, 2007).
- Αναμενόμενη ή προσδοκώμενη απόδοση εννοούμε την απόδοση μιας επένδυσης, η οποία ελπίζουν οι επενδυτές να κατακτήσουν στο μέλλον. Η διαφορά ανάμεσα στην αναμενόμενη και την πραγματοποιηθείσα απόδοση είναι ότι η πρώτη μπορεί να πραγματοποιηθεί ή και να μην πραγματοποιηθεί (Λελεδάκης, 2007).
- Απαιτούμενη απόδοση εννοούμε την ελάχιστη απόδοση που απαιτούν οι επενδυτές για να κατακτήσουν μια επένδυση. Η απαιτούμενη απόδοση αποτελείται από την πραγματική απόδοση χωρίς κίνδυνο, το αναμενόμενο ποσοστό πληθωρισμού και την αμοιβή για την ανάληψη του κινδύνου από τον επενδυτή. Η αμοιβή του επενδυτή αποτελείται από διάφορους παράγοντες αβεβαιότητας, όπως ο επιχειρηματικός κίνδυνος, ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος, ο κίνδυνος ρευστότητας, ο συναλλαγματικός κίνδυνος και ο πολιτικός κίνδυνος (Λελεδάκης, 2007).

Η απόδοση της επένδυσης αποτελείται από τα κέρδη ή τις ζημίες του κεφαλαίου, τη μεταβολή της τιμής του χαρτοφυλακίου σε μια χρονική στιγμή και από την απόδοση εισοδήματος, τις ταμειακές εισροές που αποκτήσει ένας επενδυτής από μία επένδυση (Λελεδάκης, 2007).

Ο κίνδυνος είναι συνώνυμος με την αβεβαιότητα της απόδοσης που αποδίδει μια επένδυση, με λίγα λόγια το πραγματικό αποτέλεσμα μίας επένδυσης να διαφέρει από το αναμενόμενο. Όταν η πιθανότητα είναι αρκετά μεγάλη το πραγματικό αποτέλεσμα μιας επένδυσης να διαφέρει από το αναμενόμενο, συμπεραίνουμε ότι το περιουσιακό

στοιχείο έχει μεγάλο κίνδυνο, μιας και όσο μεγαλύτερη είναι η διασπορά των αποτελεσμάτων γύρω από το αναμενόμενο, τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος τον οποίο κατέχει η επένδυση. Ο κίνδυνος αποτελεί τη μεταβλητότητα των αποτελεσμάτων γύρω από την αναμενόμενη τιμή τους ή τον αριθμητικό τους μέσο (Βασιλείου, σελ. 31).

Όλες οι επενδύσεις περιέχουν τον κίνδυνο που δημιουργεί αβεβαιότητα για τις αποδόσεις του μέλλοντος. Στην παλαιωμένη προσέγγιση, οι πηγές κινδύνου μιας επένδυσης είναι οι εξής :

- Κίνδυνος επιτοκίων, είναι η πιθανότητα μεταβολής της αξίας μιας επένδυσης εξαιτίας των μεταβολών στο επίπεδο των επιτοκίων της αγοράς. Αν όλοι οι παράγοντες είναι σταθεροί, μια αύξηση των επιτοκίων θα οδηγήσει μείωση στις τιμές των αξιογράφων, και κατά συνέπεια μείωση των επιτοκίων θα αυξήσει τις τιμές των αξιογράφων.
- Κίνδυνος πληθωρισμού, είναι η μεταβολή της απόδοσης μιας επένδυσης, η οποία οφείλεται στην αύξηση του πληθωρισμού και στη συνέχεια θα οδηγήσει στη μείωση της αγοραστικής δύναμης των κεφαλαίων των επενδύσεων.
- Χρηματοοικονομικός κίνδυνος, ο κίνδυνος αυτός προέρχεται από τη χρήση δανειακών κεφαλαίων.
- Επιχειρηματικός κίνδυνος, αποτελεί τη μεταβολή της απόδοσης μιας επένδυσης, η οποία συμβαίνει εξαιτίας του είδους της δραστηριότητας της.
- Κίνδυνος ρευστότητας, αποτελεί την αβεβαιότητα της έγκαιρης ρευστοποίησης μίας επένδυσης, χωρίς ο επενδυτής να δέχεται εκπτώσεις ή και απώλεια του κεφαλαίου του. Όσο μεγαλύτερη είναι η αβεβαιότητα που αφορά το χρόνο και τις παραχωρήσεις που πρέπει να γίνουν για να μετατραπεί μία επένδυση σε μετρητά, τόσο πιο μεγάλος κίνδυνος τη διακατέχει. Κάποια περιουσιακά στοιχεία είναι εύκολο να ρευστοποιηθούν με μικρό κίνδυνο, ενώ κάποια άλλα περιέχουν μεγάλο κίνδυνο.
- Συναλλαγματικός κίνδυνος, αποκαλούμε τον κίνδυνο που αντιμετωπίζουν οι επενδύσεις σε ξένες κεφαλαιαγορές, η οποία εμπεριέχει τον κίνδυνο απώλειας των αποδόσεων των κεφαλαίων από μείωση συναλλαγματικής ισοτιμίας ή της υποτίμησης του νομίσματος (Λελεδάκης, 2007).
- Πολιτικός κίνδυνος, είναι η ανασφάλεια των αποδόσεων μιας επένδυσης, η οποία συμβαίνει εξαιτίας από πολιτικές, διπλωματικές, νομοθετικές και στρατιωτικές εξελίξεις σε μια χώρα (Λελεδάκης, 2007).

Στη σημερινή ανάλυση των επενδύσεων ο κίνδυνος χωρίζεται σε δύο κατηγορίες, στο συστηματικό κίνδυνο και στο μη συστηματικό κίνδυνο, τους κινδύνους δηλαδή που αποτελούνται από τις κινήσεις της αγοράς και σε εκείνες που επηρεάζουν τον κάθε επενδυτή ξεχωριστά.

Ο συστηματικός κίνδυνος ή ο κίνδυνος της αγοράς, είναι ο κίνδυνος της επένδυσης που συνδέεται με την πορεία ολόκληρης της αγοράς. Καθρεφτίζει τη κατάσταση της οικονομίας, τις μεταβολές στα επιτόκια, τη φορολογία, την πολιτική κατάσταση κλπ. , με αποτέλεσμα να έχει επιπτώσεις στις αξίες των αξιογράφων, χαρτοφυλακίων και επενδύσεων. Η έκταση της είναι τέτοια που μπορεί να καλύψει τη συγκεκριμένη αγορά, μια χώρα ή ολόκληρο το οικονομικό σύστημα. Στο συστηματικό κίνδυνο είναι δημοσιοποιημένες όλες οι κινητές αξίες της αγοράς και δεν μπορεί να αλλοιωθεί με τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου μιας και είναι ανεξάρτητος από κάθε επένδυση του χαρτοφυλακίου. Στον συγκεκριμένο κίνδυνο προστίθεται και ο κίνδυνος των επιτοκίων, ο κίνδυνος της αγοράς, ο κίνδυνος του πληθωρισμού, ο πολιτικός κίνδυνος και ο συναλλαγματικός κίνδυνος (Βασιλείου, σελ. 32- 34).

Ο μη συστηματικός κίνδυνος είναι ένα κομμάτι του συνολικού κινδύνου μιας επένδυσης, είναι μοναδικός για κάθε περιουσιακό στοιχείο και μπορεί να αλλοιωθεί με τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Στον μη συστηματικό κίνδυνο προστίθεται ο επιχειρηματικός κίνδυνος, ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος και ο κίνδυνος ρευστότητας. ο κίνδυνος ρευστότητας μπορεί να γίνει συστηματικός αν κατά την εξεταζόμενη περίοδο ολόκληρη η αγορά δείχνει σημάδια έλλειψης ρευστότητας (Βασιλείου , σελ 32-34).

Η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου είναι η ανάκληση των επενδύσεων που έχουν ως στόχο την ελαχιστοποίηση του κινδύνου. Αν κάποιος επενδυτής αγοράζοντας ένα σύνολο αξιογράφων από διαφορετικά είδη, τότε θα πραγματοποιήσει διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου (Βασιλείου. , σελ. 32-34)

2.3 Η ΘΕΩΡΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ MARKOWITZ

Η θεωρία του χαρτοφυλακίου του Harry Markowitz (1959), κάνει μια αναφορά στον τρόπο που ένας επενδυτής δημιουργεί το χαρτοφυλάκιο του, συνδυάζοντας τα

περιουσιακά στοιχεία που έχει στην κατοχή του κάποιος επενδυτής. Τα περιουσιακά στοιχεία ή τα αξιόγραφα, αντιπροσωπεύονται από την απόδοση, τον κίνδυνο και την διακύμανση των αποδόσεων. Στο άρθρο του Portfolio Selection (1952), ο Markowitz ερευνά την εξάρτηση της αναμενόμενης απόδοσης και του κινδύνου του χαρτοφυλακίου και οδηγήθηκε στο συμπέρασμα ότι και τα δύο εξαρτώνται από τα ποσοστά συμμετοχής των περιουσιακών στοιχείων στο χαρτοφυλάκιο.

Ο Markowitz αποτύπωσε τις παρακάτω υποθέσεις που σχετίζονται με τον τρόπο που δρουν οι επενδυτές:

- Οι επενδυτές αξιολογούν ένα χαρτοφυλάκιο, υποθέτοντας ότι η απόδοση του ισοδυναμεί σε μια κανονική κατανομή πιθανοτήτων των αναμενόμενων αποδόσεων των στοιχείων για το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα (Βασιλείου, σελ. 145).
- Οι επενδυτές προσπαθούν να διαφύγουν τον κίνδυνο αν και θέλουν όλο και περισσότερα χρήματα. Η χρησιμότητα που θα αποκτήσει ένας επενδυτής από την επένδυση του σε ένα χαρτοφυλάκιο, εξαρτάται από την αναμενόμενη απόδοση και τη διακύμανση των αποδόσεων (Βασιλείου, σελ. 145- 146).
- Οι επενδυτές ορίζουν τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου ανάλογα με την μεταβλητότητα των αποδόσεων (Βασιλείου, σελ. 146).
- Οι αποφάσεις των επενδυτών παίρνονται ανάλογα με την απόδοση και τον κίνδυνο, οι καμπύλες χρησιμότητας τους αποτελούν συνδυασμό της αναμενόμενης απόδοσης και της διακύμανσης των αποδόσεων (Βασιλείου, σελ. 146).
- Οι επενδυτές δείχνουν ενδιαφέρον για μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση από τη μικρότερη για κάποιο συγκεκριμένο επίπεδο κινδύνου και για συγκεκριμένο επίπεδο αναμενόμενης απόδοσης δείχνουν ενδιαφέρον για το λιγότερο κίνδυνο (Βασιλείου, σελ. 146).

Σύμφωνα με τις παραπάνω υποθέσεις συμπεραίνουμε ότι η χρησιμότητα αποτελεί συνάρτηση της αναμενόμενης απόδοσης και του κινδύνου, οι οποίες είναι δύο σημαντικές παραμέτρους των επενδυτικών αποφάσεων (Βασιλείου, σελ. 146).

2.4 Ο ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου συνδέεται με τον κίνδυνο που έχει το κάθε αξιόγραφο του χαρτοφυλακίου και υπολογίζεται με τα μέτρα της διασποράς και της τυπικής απόκλισης. Ο υπολογισμός της συνδιακύμανσης και της τυπικής απόκλισης του χαρτοφυλακίου διαφέρει σε σχέση με τα περιουσιακά στοιχεία καθώς εμπεριέχεται και το στοιχείο του κινδύνου των περιουσιακών στοιχείων (Βασιλείου, σελ. 148).

Ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου υπολογίζεται με τη διακύμανση ή την τυπική απόκλιση. Ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου αποτελείται από τον κίνδυνο που περιέχει το κάθε αξιόγραφο του χαρτοφυλακίου, τις τυπικές αποκλίσεις των αποδόσεων του καθώς και τις συνδιακυμάνσεις όλων των αξιογράφων (Βασιλείου, σελ. 148).

Η θεωρία του Markowitz (1952) παρουσιάζει τη σημαντικότητα της διακύμανσης, η οποία υπερνικά τη σημαντικότητα του κινδύνου του κάθε αξιογράφου. Τελικά, η μέση συνδιακύμανση της απόδοσης ενός αξιογράφου θα συμπεριληφθεί σε ένα χαρτοφυλάκιο το οποίο περιέχει έναν αριθμό αξιογράφων, επηρεάζονται τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου. Με λίγα λόγια, όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των αξιογράφων ενός χαρτοφυλακίου, η σημαντικότητα του κινδύνου του κάθε αξιογράφου μειώνεται, ενώ η σημαντικότητα της συνδιακύμανσης των αποδόσεων των αξιογράφων αυξάνεται (Βασιλείου, σελ. 151).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ

ΑΓΟΡΩΝ

3.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΘΕΜΕΛΙΩΣΗ

Στα μέσα της δεκαετίας του 1960, οι τιμές των τιμών των αξιογράφων απασχόλησαν την οικονομική και πανεπιστημιακή κοινότητα. Στην αρχή, έθεσαν τον ενδιαφέρον στην ανεξαρτησία των τιμών των χρεογράφων του τυχαίου περιπάτου (random walk).

Το παράδειγμα αυτό μας δείχνει τη μελλοντική πορεία της τιμής μιας μετοχής δεν είναι τόσο αναμενόμενη από την πορεία μιας αθροιστικής σειράς τυχαίων αριθμών. Είναι αδύνατον να μπορέσουν να οριστούν οι τιμές του χρηματιστηρίου (Καράτζας, 2010). Εφόσον θεωρηθεί δεδομένο ότι οι τιμές ακολουθούν το υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου, καταλήγουμε στο αποτέλεσμα ότι δε θα χρησιμοποιηθεί η παρελθούσα χρονοσειρά των τιμών ώστε να γίνουν προβλέψεις για να επιτευχθούν οι υψηλές αποδόσεις.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα εκείνης της εποχής, οι τιμές των μετοχών συμβάδιζαν με το υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου και οι αποδόσεις των μετοχών ήταν ανεξάρτητες μεταξύ τους. Ήταν αδύνατο να προβλεφθούν οι μελλοντικές αποδόσεις σε σχέση με τις μεταβολές του παρελθόντος.

Με αποτέλεσμα κατέληξαν στη θεωρία της αποτελεσματικής της αποτελεσματικής αγοράς, η οποία τα τελευταία 50 χρόνια αποτελεί έναν από του πιο σημαντικούς λίθους στον χρηματοοικονομικό κλάδο.

Η έννοια της αποτελεσματικής αγοράς είχε να κάνει με την επίτευξη της ισορροπίας. Σύμφωνα με την κατά Pareto αποτελεσματικότητα (Vilfredo Pareto) , δεν είναι εφικτή η θέση ενός ατόμου να βελτιωθεί αν δεν υποβαθμιστεί η θέση κάποιου άλλου ατόμου, για παράδειγμα δεν είναι εφικτή η επίτευξη μιας παραπάνω μονάδας προϊόντος, αγαθού ή υπηρεσίας αν δεν μειωθεί η παραγωγή σε κάποιο άλλο.

Η αποτελεσματική αγορά έχει να κάνει με τις συναλλαγές, τις πληροφορίες και την κατανομή των αποδόσεων. Η αποτελεσματική αγορά όσο αφορά τις συναλλαγές , έχει να κάνει με τη λειτουργική απόδοση της αγοράς (operational efficiency) και αυτό που τη χαρακτηρίζει είναι το χαμηλό κόστος συναλλαγών. Η αποτελεσματικότητα, όσο αφορά την κατανομή των αποδόσεων (allocational efficiency) , όπου το κεφάλαιο χρησιμοποιείται με τέτοιο τρόπο ώστε να ευνοεί τους συμμετέχοντες. Ενώ η πληροφοριακή αποτελεσματικότητα (informational efficiency) , αφορά το βαθμό στον οποίο η τιμή ενός περιουσιακού στοιχείου αντανακλά όλες τις πληροφορίες.

Αρχικά η αποτελεσματικότητα είχε να κάνει με την αγορά, η οποία αντιδρά στην πληροφορία. Το 1970 ο Fama έθεσε τον εξής ορισμό «Μία αγορά είναι αποτελεσματική όταν οι τιμές των αξιογράφων αντανακλούν πλήρως και άμεσα όλη τη διαθέσιμη πληροφορία που σχετίζεται με τη διαδικασία σχηματισμού τους ». Γενικά όταν οι οικονομολόγοι αναφέρονται για την αποτελεσματικότητα στις αγορές .

Η έννοια της θεωρίας της αποτελεσματικότητας είναι μια θεμελιώδης οικονομική θεωρία, η οποία θεωρεί ότι οι χρηματαγορές είναι πλήρως ενημερωμένες ή με λίγα λόγια ότι οι παρούσες τιμές των χρεογράφων αντικατοπτρίζουν εξολοκλήρου κάθε σχετική και διαθέσιμη πληροφορία με αποτελεσματικότητα και αλλάζοντας συνεχώς για να μπορέσουν να ενσωματωθούν σε οποιαδήποτε νέα πληροφορία που θα προκύψει.

Με αποτέλεσμα αδυνατεί κάποιος να υπερβεί νικώντας την αγορά, χρησιμοποιώντας οποιαδήποτε πληροφορία, διότι σύμφωνα με τη θεωρία η πληροφορία έχει προεξοφληθεί και ενσωματωθεί στη τιμή του χρεογράφου.

Έτσι δημιουργείται ένα κλίμα ανταγωνισμού μεταξύ των επενδυτών, οι οποίοι καταβάλουν δυνάμεις για να αξιολογήσουν και να αναλύσουν τα χρεόγραφα που διαπραγματεύονται στην αγορά. Αν η αγορά της μετοχής είναι αποτελεσματική σε

σχέση με τις διαθέσιμες πληροφορίες, κανένας επενδυτής δε μπορεί να πετύχει υπερβολικές αποδόσεις.

Συνεπώς ούτε η τεχνική ανάλυση, η μελέτη των παρελθουσών τιμών των μετοχών σε μια προσπάθεια πρόβλεψης των μελλοντικών τιμών αλλά ούτε η θεμελιώδης ανάλυση, η ανάλυση των οικονομικών στοιχείων της εταιρείας είναι σε θέση να βοηθήσει τους επενδυτές να διαλέξουν «υποτιμημένες» μετοχές έτσι ώστε να πετύχουν υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με αυτές που θα είχαν αν επέλεγαν ένα τυχαίο χαρτοφυλάκιο μεμονωμένων μετοχών. Το μοντέλο της αποτελεσματικότητας το σχετίζουμε με την ιδέα ενός «τυχαίου περιπάτου», που χαρακτηρίζει μια σειρά τιμών, που οι επόμενες μεταβολές τιμών αποτελούν τη συνέχεια των προηγούμενων τιμών, έτσι οι αυριανές τιμές θα αντικατοπτρίζουν τις αυριανές πληροφορίες και θα είναι ανεξάρτητες από τις τιμές των μεταβολών σήμερα.

Σύμφωνα με άλλους οικονομολόγους, ισχυρίζονται ότι οι τιμές των χρεογράφων ενσωματώνουν πληροφορίες μέχρι το σημείο όπου το οριακό κόστος του να δρουν οι επενδυτές βασισμένοι στις πληροφορίες δεν ξεπερνά τα οριακά οφέλη.

Οι επενδυτές όταν δρουν με ορθολογικό τρόπο, αναγνωρίζουν ποια πληροφορία μπορεί να είναι σημαντική και επεξεργάζοντας οποιαδήποτε νέα πληροφορία και τους κινδύνους που μπορεί να τη διατρέχουν, θα εξασφαλιστεί η τιμή ισορροπίας. Για το λόγο ότι οι πληροφορίες ρέουν συνεχώς, και η κατάσταση ισορροπίας της αγοράς μεταβάλλεται συνεχώς. Οι ισορροπίες της στιγμής αλλάζουν και οι συναλλασσόμενες πράξεις οδηγούν σε νέες ισορροπίες. Η αποτελεσματική αγορά δε θα δεχτεί τη περίπτωση των συνεχόμενων και επαναλαμβανόμενων αποκλίσεων από τις τιμές ισορροπίας, με αποτέλεσμα οι επενδυτές να μην πετυχαίνουν σπουδαία κέρδη.

3.2 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

I. Οι επενδυτές, οι οποίοι είναι πλήρως ενημερωμένοι σχετικά με την πορεία της εταιρείας, με στόχο τη μεγιστοποίηση των κερδών τους. Θα πρέπει να ενεργούν με ορθότητα και ανεξάρτητα ο ένας με τον άλλον, αλλά συγχρόνως μελετούν την ανάλυση και εκτίμηση των αξιογράφων της αγοράς.

- II. Όλοι οι επενδυτές ενημερώνονται εξίσου με τον ίδιο τρόπο, υπάρχει ισότιμη ενημέρωση και μηδενικό κόστος πληροφόρησης.
- III. Οι πληροφορίες, οι οποίες αναφέρονται στα αξιόγραφα καλό θα ήταν να κυκλοφορούν στην αγορά με τρόπο τυχαίο και ανεξάρτητο.
- IV. Οι τιμές των αξιογράφων αλλά και οι αποφάσεις των επενδυτών θα πρέπει να συνδέονται αλληλένδετα με την είσοδο των καινούργιων πληροφοριών.
- V. Οι αγοραστές θα πρέπει να ρυθμίζουν τις τιμές των αξιογράφων, αναλόγως της πληροφορία που εισέρχεται. Οι τιμές των αξιογράφων ρυθμίζονται γρήγορα εξαιτίας των πολλών επενδυτών που υπάρχουν στην αγορά.
- VI. Οι τιμές που άλλαξαν λόγω εισροής της καινούργιας πληροφορίας, έχουν συμπεριλάβει όλες τις παλιές.

Για να υφίστανται μια αγορά στα πλαίσια της αποτελεσματικής αγοράς εννοούμε όλους κείνους τους αναλυτές, οι οποίοι με τις γνώσεις τους είναι σε θέση να επεξεργαστούν όλες τις πληροφορίες της εταιρίας αλλά και όλους εκείνους τους επενδυτές, οι οποίοι συμβουλεύονται τους αναλυτές για τις αποφάσεις τους ή οι ίδιοι είναι αρμόδιοι να επεξεργαστούν τις πληροφορίες που απορρέουν από πηγές.

Η φορολογία και τα κόστη ισχύουν σε όλες τις συναλλαγές που ολοκληρώνονται. Οι αγορές θα πρέπει να διαχωριστούν σε τέλεια αποτελεσματικές και στις οικονομικά αποτελεσματικές. Για να θεωρείται μία αγορά τέλεια αποτελεσματική θα πρέπει να ικανοποιεί τις παραπάνω προϋποθέσεις, οι τιμές ενσωματώνονται στην υπάρχουσα πληροφορία και αντιδρούν σε οποιαδήποτε νέα πληροφορία, επομένως οι υψηλές αποδόσεις είναι καθαρά θέμα τύχης. Αντίθετα στις οικονομικά αποτελεσματικές αγορές, οι τιμές δεν προσαρμόζονται απευθείας σε οποιαδήποτε νέα πληροφορία. Τα υψηλά κέρδη σε αυτές τις αγορές δεν μπορούν να επιτευχθούν όταν κάποιος κάνει χρήση την υπάρχουσα πληροφόρηση εξαιτίας των εξόδων στις συναλλαγές.

Στην πραγματικότητα και σύμφωνα με το άρθρο του 'Efficiency Capital Market', The Journal of Finance, 46(Dec.1991) του Fama, στην αναφορά για τα κόστη των συναλλαγών, οι τιμές ενσωματώνουν την πληροφόρηση μέχρι το σημείο που το οριακό κόστος της απόκτησης της πληροφόρησης και των συναλλαγών δεν ξεπερνούν την οριακή ωφέλεια από την πληροφόρηση.

3.3 Η ΚΙΝΗΣΗ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΣΕ ΜΙΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

Όπως παρατηρήσαμε και παραπάνω η αποτελεσματική αγορά είναι συνώνυμη με την έννοια του τυχαίου περιπάτου. Οι τιμές κινούνται τυχαία αναλόγως των προτύπων, με αποτέλεσμα και οι επενδυτές να μη μπορούν να βασιστούν σε τέτοια πρότυπα για την εξοικονόμηση κερδών. Σε μια αποτελεσματική αγορά οι τιμές ενσωματώνουν τη διαθέσιμη πληροφορία μέχρι εκείνη τη στιγμή και ο τυχαίος περίπατος είναι αποτέλεσμα της κίνησης των μετοχών που ενσωματώνουν όλες τις πληροφορίες που αφορούν τις μετοχές άμεσα και επακριβώς. Οι τιμές των αξιογράφων είναι ισότιμα κατανομημένες και αντικατοπτρίζουν την εικόνα την εικόνα της επιχείρησης τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή αλλά και τις προοπτικές της. Οι μετοχές θα κινούνται ή θα κινούνται ακανόνιστα και τυχαία, δηλαδή θα παρουσιάσουν διακυμάνσεις που θα περιέχουν το ρίσκο. Μεταβολές θα παρουσιάζονται λόγω του επιτοκίου του ρίσκου της μετοχής. Οι επενδυτές σε καμία περίπτωση δε θα μπορούν να αποκομίζουν υπερβάλλουσες αποδόσεις σε κλίμα κινδύνου, επειδή υπό το καθεστώς αποτελεσματικών αγορών κανείς δε κατέχει πλήρη πληροφόρηση. Αν οι τιμές των μετοχών αντιδρούν σε περιστάσεις που δεν επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης αλλά ούτε και τις προοπτικές της, αυτό θα αποτελούσε μια αναποτελεσματική αγορά. Για την ορθολογική συμπεριφορά της αγοράς γίνονται διάφοροι έλεγχοι στις διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών, έλεγχοι που αφορούν την ύπαρξη αλλά και την καταμέτρησή τους. Ο ρόλος του ανταγωνισμού είναι ύψιστης σημασίας στις αποτελεσματικές αγορές, μέσω της οποίας ενσωματώνονται όλες οι πληροφορίες που αφορούν αυτές, οι μετοχές είναι αποτιμημένες με δίκαιο τρόπο από την αγορά.

3.4 ΤΥΠΟΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Υπάρχουν τρεις διαφορετικές κατηγορίες αποτελεσματικότητας:

I. ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ:

Μας αποδεικνύει πως μια αγορά πετυχαίνει το στόχο της. Στόχος της είναι να ωθήσει την αποδοτικότητα, έτσι ώστε οι συναλλαγές να γίνονται με χαμηλό κόστος, αν και όσο

πιο γρήγορα γίνονται τόσο μεγαλύτερο κέρδος αποδίδεται. Αυτό μπορεί να το καταφέρουν με ποικίλους τρόπους, παραδείγματος χάριν δημιουργώντας ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον σε σχέση με τους μεσάζοντες που υπάρχουν στην αγορά, κερδίζοντας κανονικά και όχι υπερβολικά κέρδη.

II. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΤΑΝΟΜΗΣ

Είναι πολύ λίγοι οι πόροι που κατέχει η κάθε κοινωνία. Θα πρέπει να βρεθούν τρόποι ώστε να καταμεριστούν οι πόροι στις δραστηριότητες εκείνες που θα είναι πιο αποτελεσματικές. Βιομηχανικές και εμπορικές εταιρίες χρησιμοποιούν τα κεφάλαιά τους δημιουργικά, έτσι θα χρειαστούν έναν τρόπο που θα αποθηκεύσει τα κεφάλαιά τους. Τα χρηματιστήρια είναι κατάλληλα για να κατανεύμουν τους πόρους στις ανταγωνιστικές επενδύσεις.

III. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΙΣ ΤΙΜΕΣ

Μια αγορά θεωρείται αποτελεσματική ως προς τις τιμές όταν οι επενδυτές αναμένουν μια απόδοση προσαρμοσμένη στον κίνδυνο, καθώς οι τιμές προσαρμόζονται ακαριαία.

3.5 ΜΟΡΦΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Στο άρθρο του 'Efficient Capital Markets : A review of Theory and Empirical Work' ο Fama το 1996 μας ενημερώνει ότι υπάρχουν 3 μορφές αποτελεσματικής αγοράς, οι οποίες διαχωρίζονται ανάλογα με τον περιεχόμενο του όρου ' όλη η διαθέσιμη πληροφόρηση'. Οι μορφές αυτές είναι η ασθενής μορφή(weak form)- η οποία ελέγχει αν η πληροφόρηση που περιέχεται στις ιστορικές τιμές ενσωματώνεται και στις τρέχουσες τιμές, η ημι- ισχυρή μορφή (semistrong form)- η οποία εξετάζει κατά πόσο η δημοσίως γνωστή πληροφόρηση περιέχεται στις τρέχουσες τιμές των μετοχών και η ισχυρή μορφή (strong form) - η οποία εξετάζει το κατά πόσο όλη η διαθέσιμη πληροφόρηση (δημόσια ή ιδιωτική) ενσωματώνονται στις τιμές των μετοχών.

I. Η Ασθενής Μορφή Αποτελεσματικής Αγοράς

Μια αγορά μπορεί να θεωρηθεί ασθενώς αποτελεσματική όταν η ανάλυση των τιμών των μετοχών, οι οποίες ενσωματώνουν όλες τις πληροφορίες που προκύπτουν από τις

συναλλαγές, όπως τις παρελθούσες τιμές των μετοχών ή τις παρελθούσες αξίες και όγκους των συναλλαγών. Έτσι προκύπτει ότι ο επενδυτής δεν μπορεί να βασιστεί σε δεδομένα παρελθοντικών τιμών των μετοχών για να επενδύσει σε αυτές για να κερδίσει περισσότερα κέρδη, διότι αυτή η μορφή υπόθεσης της αποτελεσματικής αγοράς δεν δίνει κάποια πρόβλεψη για τη μελλοντική κίνηση των μετοχών. Αν η τιμή μιας μετοχής παρουσιάσει άνοδο ή πτώση τις τελευταίες μέρες, δε μας δίνει κανένα στοιχείο το πώς θα κινηθεί η αγορά τις επόμενες μέρες. Τα αποτελέσματα των παρελθοντικών τιμών των μετοχών είναι σε όλους γνωστά, αν το θελήσουν, και δεν κοστίζουν κάτι για να τα αποκτήσει κάποιος. Επιπλέον αν τέτοια δεδομένα περιείχαν σημάδια για τις μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών, οι επενδυτές θα γνώριζαν το πώς να τα εκμεταλλευτούν. Τα σημάδια αυτά χάνουν την αξία τους εφόσον γίνονται γνωστά, για παράδειγμα ένα σημάδι για αγορά, θα είχε ως συνέπεια την αύξηση της τιμής της αγοράς.

II. Η Ημι-ισχυρή Μορφή Αποτελεσματικής Αγοράς

Στην ήμι-ισχυρή μορφή αποτελεσματικής αγοράς, οι τρέχουσες τιμές των διαφόρων αξιογράφων, οι οποίες είναι γνωστές και διαθέσιμες στο κοινό, οι πληροφορίες αυτές συνδέονται με τάσεις του κλάδου στον οποίο ανήκει μια επιχείρηση ή γενικά η οικονομία της. Επίσης αφορούν θεμελιώδη μεγέθη της εταιρείας, όπως προϊόντα της εταιρείας, προβλεπόμενα κέρδη της, μερισματική πολιτική, split μετοχών, προοπτικές ανάπτυξης, ποιότητα management, ισολογισμούς, πρακτικές λογιστικής, κλπ., μεγέθη δηλαδή που επηρεάζουν τις τιμές. Ανταποκρίνονται στις παρούσες τιμές και δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν για μελλοντικές προβλέψεις με απώτερο σκοπό την κερδοφορία. Με αποτέλεσμα κανείς να μην μπορεί να πετύχει υψηλά κέρδη σε μία αποτελεσματική αγορά, η οποία είναι ημι-ισχυρή. Αν μία αγορά είναι αποτελεσματική στην ημι-ισχυρή μορφή, τότε θα είναι αποτελεσματική και στην ασθενή μορφή, διότι οι τιμές και οι πληροφορίες είναι ελεύθερες και διαθέσιμες στην αγορά, αν και η επεξεργασία τους κοστίζει στους επενδυτές. Οι τιμές των αξιογράφων καλό είναι να αντανακλούν κόστος μεγαλύτερο από την αμοιβή για τον επενδυτικό κίνδυνο. Μιας και υπάρχουν πολλές επενδυτικές εταιρίες και μεσίτες στην αγορά, οι οποίοι επεξεργάζονται τις πληροφορίες, το κόστος θα πρέπει να είναι πολύ μικρό για κάθε

αξιόγραφο. Οι τιμές των αξιογράφων θα πρέπει να επεξεργάζεται όλες τις τρέχουσες και παρελθούσες πληροφορίες της αγοράς για τις μεταβλητές που την επηρεάζουν.

Όπως αναφέραμε και στην παραπάνω μορφή της αποτελεσματικής αγοράς, στην ασθενή μορφή, έτσι και σ' αυτή τη μορφή αποτελεσματικής αγοράς, την ημι- ισχυρή μορφή, οι επενδυτές δεν μπορούν να αποκτήσουν πολλά κέρδη από την πώληση των αξιογράφων, αν και αυτή η μορφή περιλαμβάνει εκτός από παρελθούσες τιμές και μεταβλητές της οικονομίας που μπορούν να καθορίσουν τις τιμές την τρέχουσα περίοδο. Μπορούμε να θεωρήσουμε ότι οι πληροφορίες αυτές και τα χρήματα που χρειάζονται για την επεξεργασία τους, προστίθενται στις τιμές των αξιογράφων.

III. Η Ισχυρή Μορφή Αποτελεσματικότητας

Η ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας σημαίνει όταν οι τιμές της αγοράς αντανακλούν όλες τις πληροφορίες, δημοσιευμένες και μη, και όχι μόνο τις παρελθούσες τιμές τους. Και σε αυτή τη μορφή αποτελεσματικότητας, οι επενδυτές ή οι μεσίτες δεν μπορούν να αποκτήσουν υπερβολικά κέρδη. Ακόμη και αν κάποιος έχει εσωτερικές πληροφορίες και πράξει, αγοράζοντας ή πουλώντας το αξιόγραφο με στόχο την επίτευξη κέρδους, αυτό θα λήξει σύντομα και γρήγορα μιας και θα αποκαλυφθούν από τις πολλές συναλλαγές που δημοσιεύονται καθημερινώς. Οι πληροφορίες αυτές συντόμως θα γίνουν αντιληπτές από τους επενδυτές και τους μεσίτες, με αποτέλεσμα να γίνουν μέρος του κοινού συνόλου πληροφοριών. Με λίγα λόγια και οι μη δημοσιευμένες πληροφορίες ενσωματώνονται στις παρούσες τιμές και έτσι δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν για μελλοντικές προβλέψεις.

Στην αγορά της ισχυρής μορφής αποτελεσματικότητας, οι τιμές θα πρέπει να είναι δίκαιες και δεν υπάρχει ειδική κατηγορία επενδυτών, οι οποίοι θα έχουν το προνόμιο να κατέχουν ιδιαιτέρως τις πληροφορίες, οι οποίες μπορεί να επηρεάσουν τις τιμές των μετοχών.

Αξίζει να σημειωθεί ότι οι τρεις μορφές αποτελεσματικότητας της αγοράς συνδέονται αλληλένδετα μεταξύ τους. Αν η αγορά είναι αποτελεσματική στην ημι- ισχυρή μορφή της, θα πρέπει να είναι επίσης αποτελεσματική και στην ασθενή μορφή της. Επιπλέον, αν η αγορά είναι αποτελεσματική στην ισχυρή μορφή της θα πρέπει να είναι αποτελεσματική και στην ασθενή και στην ημι- ισχυρή μορφή της.

Συνοπτικά, στην ασθενή μορφή αποτελεσματικότητας, οι τιμές της αγοράς απεικονίζουν όλες τις παρελθούσες πληροφορίες στις εξίσου παρελθούσες τιμές και συναλλαγές. Στην ημι- ισχυρή μορφή, οι τιμές παρουσιάζουν όλες τις δημόσιες πληροφορίες και τις παρελθούσες τιμές. Στην ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας, οι τιμές προβάλλουν όλες τις δημόσιες και ιδιωτικές πληροφορίες προς χρήση.

Σε ένα άρθρο του ο Fama (1965), για να θεωρήσει μία αγορά αποτελεσματική, έπρεπε να τηρούνται οι παρακάτω προϋποθέσεις:

- Η ύπαρξη πολλών επενδυτών, οι οποίοι θα έχουν ως στόχο την αύξηση των κερδών τους.
- Οι επενδυτές καλό θα ήταν να ασχοληθούν με την ανάλυση και αποτίμηση των αξιόγραφων, δρώντας ορθά και ανεξάρτητοι μεταξύ τους.
- Οι πληροφορίες να μην κοστίζουν. Όλοι οι συμμετέχοντες να έχουν γνώση αυτού.

3.6 ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ ΚΑΙ ΤΙΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ

Οι πιο σημαντικές συνέπειες που είχαν ως αντίκτυπο τους επενδυτές στα πλαίσια μιας αποτελεσματικής αγοράς αφορά τη μελέτη των ιστορικών τιμών δε μας επιφέρει πολύ υψηλά κέρδη και η απόδοση από τις μετοχές είναι η συνάρτηση του κινδύνου τους. Οι επενδυτές οφείλουν να εντοπίζουν τον κίνδυνο που επιθυμούν να αναλάβουν και να επιλέγουν τα χαρτοφυλάκια τους ανάλογα με τον υπάρχοντα κίνδυνο. Δεν είναι αναγκαίο ο επενδυτής να πληρώνει για να λάβει επενδυτικές συμβουλές εφόσον δεν πρόκειται να έχει κάποιο κέρδος από αυτές. Ο ρόλος των αναλυτών κρίνεται αναγκαίος , μιας και συμβάλλουν στην αποτελεσματικότητα της αγοράς.

Οι διοικήσεις των εταιρειών θα πρέπει να εμπιστεύονται και να αποδέχονται τις τιμές των αγορών, εφόσον αντικατοπτρίζουν την καλύτερη εκτίμηση της αξίας της μετοχής. Οι τιμές μπορούν να χρησιμοποιηθούν για διάφορους λόγους, όπως :

- a. Για την αποτίμηση της συνολικής αξίας της εταιρείας
- b. Για τον προσδιορισμό του κόστους κεφαλαίου

- c. Για την αξιολόγηση των επενδυτικών έργων της εταιρείας
- d. Για την αξιολόγηση των επιδόσεων της διοίκησης της εταιρείας

3.7 ΜΕΛΕΤΕΣ ΑΝΑΦΟΡΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

Από τον προηγούμενο αιώνα, οι επιστήμονες έδειξαν ιδιαίτερο ενδιαφέρον για την επιβεβαίωση ή απόρριψη της υπόθεσης της αποτελεσματικής αγοράς στην ασθενή της μορφή.

Για πρώτη φορά συναντάμε την ερμηνεία του τυχαίου περιπάτου στην εργασία Bachelier (1990). Μετέπειτα ο H. Working (1934) ασχολήθηκε με τη συμπεριφορά των τιμών διάφορων προϊόντων και οδηγήθηκε στο αποτέλεσμα ότι ακολουθεί το υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου. Στη συνέχεια ο M. Kendall (1953) απέτυχε στον εντοπισμό κύκλων σε δείκτες μετοχών και τιμές προϊόντων. Ο Roberts (1959) , απέδειξε ότι οι χρονοσειρές που προκύπτουν από τυχαίους από τυχαίους αριθμούς έχουν μεγάλες ομοιότητες με τις χρονοσειρές των τιμών των μετοχών, όπως και οι χρονοσειρές των πρώτων διαφορών τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΕΛΕΓΧΟΙ ΤΗΣ

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ

ΑΓΟΡΩΝ

4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Αυτός ο διαχωρισμός των ελέγχων παρατηρείται για πρώτη φορά στο άρθρο του Fama : Efficient Market Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work το 1970. Η σημασία των παραπάνω ελέγχων είναι σημαντική και τα συμπεράσματα διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο για την ανάλυση και τη διαχείριση στη θεωρία του χαρτοφυλακίου. Αν κάποια τεστ κάνουν αναφορά ότι δεν είναι εφικτό μελλοντικές τιμές να προβλεφθούν από τις ιστορικές τιμές, τότε οποιαδήποτε στρατηγική επένδυσης η οποία εξετάζει και αναλύει την πορεία των ιστορικών τιμών των μετοχών είναι εντελώς άχρηστη. Εάν η ημι- ισχυρή μορφή της Υπόθεσης των Αποτελεσματικών Αγορών υποστηρίζεται από τις έρευνες, τότε θέτει σε αμφισβήτηση οποιοσδήποτε στρατηγικές, οι οποίες χρησιμοποιούν δημοσίως γνωστές πληροφορίες. Τέλος, η ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας θέτει σε αμφισβήτηση οποιαδήποτε προσπάθεια ανάλυσης των μετοχών.

Οπότε αναλόγως την εκτίμηση της πληροφορίας και τη βαρύτητα αυτής, οι επενδυτές θα διαμορφώνουν προς τα πάνω ή προς τα κάτω την αξία.

Σε ένα μεταγενέστερο άρθρο του ο Fama (1991) αναθεώρησε τις απόψεις του για τις μορφές της αποτελεσματικής αγοράς και έδωσε νέες ονομασίες. Οι νέες ονομασίες μορφών αποτελεσματικής αγοράς είναι οι παρακάτω:

a) Έλεγχοι για την προβλεψιμότητα των αποδόσεων (tests for return predictability)

Αυτή η μορφή περιλαμβάνει τώρα:

I. Πρόβλεψη για διαστρωματικά δεδομένα (cross- sectional predictability of returns). Οι έρευνες αφορούν την προβλεψιμότητα, λαμβάνοντας υπόψη τους την κατανομή στα διάφορα επίπεδα προβλεψιμότητα των αποδόσεων, εφόσον η αποτελεσματικότητα της αγοράς και οι τιμές ισορροπίας είναι δύο ξεχωριστά ζητήματα.

II. Ημερολογιακές επιδράσεις (the calendar effect). Σε αυτές τις έρευνες εξετάζεται η εποχικότητα των αποδόσεων, τέτοιου είδους είναι το φαινόμενο της Δευτέρας ή το φαινόμενο του Ιανουαρίου.

III. Προβλεπτική ικανότητα των προηγούμενων αποδόσεων (the forecast power of past return). Εξετάζουμε κατά πόσο οι διαστρωματικές αποδόσεις των μετοχών έχουν συσχέτιση με τις αποδόσεις του παρελθόντος.

IV. Προβλεπτική ικανότητα άλλων μεταβλητών (the forecast power of other variables). Εξετάζουμε κατά πόσο κάποιες μεταβλητές μπορούν να επηρεάσουν τις αποδόσεις στο μέλλον.

V. Έλεγχοι μεταβλητότητας (volatility tests).

b) Έρευνες γεγονότων (event studies).

Αυτές οι έρευνες εξετάζουν κατά πόσο γρήγορα οι τιμές των μετοχών προσαρμόζονται στην περίοδο ανακοίνωσης μια είδησης ή ενός γεγονότος.

c) Έρευνες για εσωτερική πληροφόρηση (tests for private information).

Οι έρευνες αυτές εξετάζουν κατά πόσο κάποιοι επενδυτές μπορούν να αποκτήσουν υψηλά κέρδη χρησιμοποιώντας διάφορες εσωτερικές πληροφορίες.

4.2 ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ ΥΠΟΘΕΣΗΣ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Θα κάνουμε αναφορά στους τρόπους με τους οποίους μπορεί να ελεγχθεί καθεμία από τις παραπάνω μορφές αποτελεσματικής αγοράς. Οι έλεγχοι αυτοί ερευνούν κατά πόσο μια αγορά είναι αποτελεσματική και εξετάζουν τη συνέπεια με την οποία οι επενδυτές μπορούν να αποκτήσουν υψηλά κέρδη. Λέγοντας υψηλά εννοούμε μεγαλύτερα από τον κίνδυνο με τον οποίο έχουν αναλάβει.

4.2.1 Έλεγχοι για την ασθενή μορφή αποτελεσματικότητας.

Όσο αναφορά τους ελέγχους που γίνονται στην αποτελεσματική αγορά για να ελέγξουν αν ισχύει η ασθενής μορφή αποτελεσματικής αγοράς, μπορούμε να διακρίνουμε δύο ομάδες : 1) έλεγχοι που γίνονται για την εξέταση κατά πόσο συσχετίζονται οι μεταβολές των τιμών κατά τη διάρκεια του χρόνου και 2) έλεγχοι που εξετάζουν κατά πόσο καρποφόρες θα είναι κάποιες στρατηγικές, οι οποίες θα εφαρμοστούν, με λίγα λόγια εξετάζουν την πορεία των μετοχών.

Όσο αναφορά το πρώτο είδος των ελέγχων, γνωρίζουμε ότι η Θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών αναφέρει ότι οι τιμές των μετοχών αλλάζουν αναλόγως με τις καινούργιες πληροφορίες που εισέρχονται, οι αλλαγές αυτές θα είναι είτε θετικές είτε αρνητικές, το οποίο εξαρτάται αν η νέα πληροφόρηση είναι θετική ή αρνητική. Με λίγα λόγια, σύμφωνα με τη Θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών, οι τιμές των μετοχών θα ακολουθούν τυχαίο περίπατο. Πολλές έρευνες δημιουργήθηκαν για να υπολογίσουν το βαθμό συσχέτισης των αποδόσεων των μετοχών στη διάρκεια του χρόνου. Οι μελέτες που έχουν γίνει απέδειξαν ότι οι βραχυπρόθεσμες αποδόσεις των μετοχών δείχνουν τάσεις μιας θετικής συσχέτισης και έτσι η απόδοση που παρατηρείται την μεταγενέστερη μέρα είναι μικρότερη σε σχέση με την προηγούμενη μέρα. Όμως οι συσχετίσεις αυτές είναι πολύ μικρές και έτσι δεν μπορεί κάποιος να τις εκμεταλλευτεί για να επιφέρουν κέρδη στην επενδυτική στρατηγική, μιας και τα οφέλη εξαλείφονται λόγω των εξόδων.

Από την άλλη το δεύτερο είδος των ελέγχων στην ασθενή μορφή αποτελεσματικότητας, ελέγχεται η πορεία των μετοχών στο παρελθόν με βάση τις τιμές αυτών σύμφωνα με τη δεδομένη επενδυτική στρατηγική, δίνοντας του την ευκαιρία για πολύ υψηλές αποδόσεις στο μέλλον . Τα αποτελέσματα των ελέγχων

αυτής της μορφής αποδεικνύουν ότι η εφαρμογή των technical trading rules δεν μας παρουσιάζουν πολλά κέρδη ακόμη και όταν αφαιρούμε φόρους και έξοδα συναλλαγών.

Θα κάνουμε μία αναφορά στις σημαντικότερες έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί ως σήμερα στην ασθενή μορφή αποτελεσματικότητας. Ο Fama, ο 'πατέρας' της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών στο άρθρο του 'Efficient Capital Markets : II' το 1991 αναφέρει ότι οι έλεγχοι ασθενούς μορφής περιλαμβάνουν εκτός από την μελλοντικές τιμές των μετοχών και την γενικότερη πρόβλεψη στις αποδόσεις των τιμών.

4.2.2 Έλεγχοι για την ημι- ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας

Τα εμπειρικά τεστ γίνονται για να ελέγξουν την αποτελεσματικότητα ημι- ισχυρής μορφής, που αφορά το πως αντιδρούν οι τιμές στις νέες πληροφορίες. Έχουν γίνει πολλά τεστ τις τελευταίες δεκαετίες που εξετάζουν την αντίδραση των τιμών των μετοχών στις διάφορες πληροφορίες, τα event studies. Καταγράφουν πως αντιδρούν οι μετοχές σε ανακοινώσεις stock splits, αυξομειώσεις μερίσματος, αυξομειώσεις κερδοφορίας, συγχωνεύσεις, κλπ εξετάζοντας αν ένας επενδυτής θα αποκτήσει κέρδη αν αγοράσει κάποια μετοχή αμέσως μετά τη γνωστοποίηση της πληροφορίας. Τα event studies μελετούν αν οι αγορές ήταν αποτελεσματικές και πόσο εύκολη ήταν η ενσωμάτωση της πληροφορίας στην τιμή της αγοράς.

4.2.2.1 EVENT STUDIES

Η λειτουργία της πληροφορίας στις αποτελεσματικές αγορές μας καθοδηγούν σε ερευνητική μεθοδολογία. Οι τιμές των αξιογράφων περιέχουν όλη τη διαθέσιμη πληροφορία της στιγμής με αποτέλεσμα και οι αλλαγές της τιμής να περιέχουν τη μεταβολή της πληροφόρησης. Κάποιος θα πρέπει να εξετάζει την αλλαγή της τιμής την περίοδο που διαδραματίζεται το γεγονός.

Ένα event study απεικονίζει μια τεχνική μιας εμπειρικής χρηματοοικονομικής έρευνας, όπου ο παρατηρητής μπορεί να υπολογίσει το αντίκτυπο ενός γεγονότος στην τιμή της μετοχής. Το event study θα ποσοτικοποιήσει τη σχέση των αλλαγών στα μερίσματα και τις αποδόσεις των μετοχών. Εφόσον χρησιμοποιήσει τα αποτελέσματα της έρευνας σε συνδυασμό με τεχνικές πρόβλεψης των μετοχών, ο αναλυτής θα μπορεί να αποκομίσει αρκετά κέρδη.

Ο κανόνας που ισχύει στα case studies είναι να αποτιμηθούν τα abnormal returns στην ημερομηνία που η πληροφορία γίνεται ευρέως γνωστή στην αγορά με αποτέλεσμα να θεωρούμε ότι η νέα πληροφορία είναι υπεύθυνη για την υπερβάλλουσα απόδοση στη μετοχή.

Τέλος, τα βήματα που ακολουθούν τα περισσότερα case studies στη μεθολογία είναι τα εξής:

1. Να συγκεντρωθούν οι εταιρείες για τις οποίες ανακοινώθηκαν νέα που δεν ήταν αναμενόμενα.

Αυτό που μπορεί να προκαλέσει μεταβολή στην τιμή της μετοχής είναι μία ανακοίνωση μη προσδοκώμενη από τους επενδυτές. Μια τέτοια ανακοίνωση μπορεί να κάνει λόγο για συγχώνευση. Αν όμως μια ανακοίνωση αναφέρει τα κέρδη της εταιρείας, τότε αυτή η ανακοίνωση θα έχει πιο περίπλοκο αντίκτυπο. Θα πρέπει να συγκρίνουμε την ανακοίνωση με το τι περιμέναμε να συμβεί όσον αφορά τα κέρδη της εταιρείας από τους έμπειρους αναλυτές. Οι αναλυτές στη συνέχεια θα χωρίζουν τις εταιρείες σε αυτές που περίμεναν τα αντίστοιχα αποτελέσματα που ανακοινώθηκαν και σε αυτές που δεν περίμεναν τα αντίστοιχα αποτελέσματα. Η τελευταία έχει δύο παρακλάδια με βάση το αν το αποτέλεσμα ήταν ευχάριστο θετικά ή εντελώς αρνητικό για την εταιρεία.

2. Να προσδιοριστεί η ακριβής ημέρα που ανακοινώθηκε το γεγονός και να θεωρηθεί αυτή η ημέρα ως 0.

Στην πλειοψηφία οι ημέρες χρησιμοποιούν ημερήσια δεδομένα, σε αντίθεση με τις πρώτες έρευνες οι οποίες χρησιμοποίησαν μηνιαία δεδομένα. Όμως η χρησιμοποίηση των μηνιαίων στοιχείων δε θα μας δώσει ακριβή αποτελέσματα, διότι μέσα μέσα στο μήνα μπορούν να αλλάξουν πολλά γεγονότα. Για τον έλεγχο της αποτελεσματικότητας της αγοράς πρέπει να μετρηθεί η συνέπεια της ανακοίνωσης χρησιμοποιώντας πιο μικρά χρονικά διαστήματα. Γι' αυτό το λόγο οι περισσότερες έρευνες χρησιμοποιούν ημερήσια στοιχεία.

3. Να προσδιορίσουμε το χρόνο μελέτης του.

Για παράδειγμα αν μελετήσουμε για 60 μέρες ένα γεγονός, θα χωρίσουμε την περίοδο μελέτης σε 30 μέρες πριν το γεγονός και σε 30 μέρες μετά το γεγονός.

4. Για κάθε εταιρεία του δείγματος που θα μελετηθεί, θα υπολογιστούν οι αποδόσεις για την περίοδο μελέτης που επέλεξε.

Όπως αναφέραμε και παραπάνω στο παράδειγμα, θα υπολογιστούν 61 αποδόσεις (30 για τις ημέρες πριν το γεγονός, 1 για την ημέρα ανακοίνωσης του γεγονότος και 30 αποδόσεις για τις ημέρες μετά την ανακοίνωση του γεγονότος).

5. Να υπολογιστούν οι μη κανονικές αποδόσεις για κάθε μια από τις ημέρες που εξετάζονται και για κάθε μία εταιρεία του δείγματος.

Οι μη κανονικές αποδόσεις προκύπτουν από τη διαφορά των πραγματικών αποδόσεων και από τις αναμενόμενες.

6. Να υπολογιστεί η μέση μη κανονική απόδοση για όλη την περίοδο ανάλυσης για κάθε μία εταιρεία που αναλύεται.

Ενδιαφερόμαστε και για τις μέσες συνέπειες που είχαν σε όλη την περίοδο ανάλυσης του γεγονότος της ανακοίνωσης της πληροφορίας.

7. Οι μη κανονικές συνέπειες κάθε ημέρας προστίθεται για τον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων από την αρχή της περιόδου ανάλυσης.

Πράττοντας αυτόν τον τρόπο αλλά και με τη γραφική απεικόνιση των αποδόσεων για την περίοδο της ανάλυσης, έχουμε το συμπέρασμα της αντίδρασης της τιμής. Σύμφωνα με μια τυπική συμπεριφορά αντίδρασης της τιμής σε μια πληροφορία και εφόσον η αγορά είναι αποτελεσματική ημι- ισχυρούς μορφής, αναμένουμε ότι την ημέρα ανακοίνωσης του γεγονότος θα παρατηρηθούν πολύ υψηλές αποδόσεις.

Όσον αφορά τις ημέρες μετά το γεγονός, μπορεί να παρατηρηθούν ορισμένες πολύ υψηλές αποδόσεις, οι οποίες οφείλονται είτε στο ότι χρειάζεται κάποιος χρόνος για να ενσωματωθεί η πληροφορία στην τιμή της μετοχής, είτε στο ότι η πληροφόρηση για το γεγονός έγινε μετά το κλείσιμο της συνεδρίασης της ημέρας που θεωρείται ημέρα της

ανακοίνωσης, σαν συνέπεια η αντίδραση της τιμής της μετοχής να ξεκινήσει με την έναρξη της συνεδρίασης της επόμενης ημέρας.

Το ζήτημα της ύπαρξης μη κανονικών αποδόσεων κατά τις ημέρες πριν την ανακοίνωση της πληροφορίας, συμβάλλουν δύο παράγοντες : ο πρώτος αφορά τη γνωστοποίηση προς το επενδυτικό κοινό, της οποίας η ενημέρωση τους θα συμβεί μια συγκεκριμένη ημέρα για κάποιο γεγονός.

Ο δεύτερος αφορά το ζήτημα της διαρροής της πληροφορίας και το οποίο δυσκολεύει τα event studies. Το αποτέλεσμα του γεγονότος αυτού είναι η διαρροή της πληροφορίας που αφορά ένα γεγονός και γίνεται γνωστή σε μια ομάδα επενδυτών, γι' αυτό οι ερευνητές παίρνουν κάποιες ημέρες πριν από την ημερομηνία της ανακοίνωσης. Η τιμή της μετοχής μπορεί να αρχίσει να ανεβαίνει μέρες ή και εβδομάδες πριν από την ανακοίνωση της πληροφορίας. Έτσι η υπερβάλλουσα απόδοση κατά την ημέρα της ανακοίνωσης δεν είναι η καλύτερη εκτίμηση για τη συνολική επίδραση της ανακοίνωσης της πληροφορίας. Η καλύτερη εκτίμηση που σημειώθηκε είναι η σωρευτική υπερβάλλουσα απόδοση, η οποία είναι το άθροισμα όλων των υπερβαλλουσών αποδόσεων για όλη την περίοδο. Μιας και η cumulative abnormal return αφορά όλη την πορεία της συγκεκριμένης μετοχής για το χρονικό διάστημα που η αγορά αντιδρά σε μια νέα πληροφορία.

Η διαρροή των πληροφοριών παίρνει κάποιες ακραίες μορφές κατά τις οποίες οι abnormal returns γίνονται γνωστές αρκετό καιρό πριν γνωστοποιηθεί το γεγονός και το διάστημα που γνωστοποιούνται οι abnormal returns είναι γύρω στο μηδέν. Σε αυτό το σημείο ο έλεγχος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είναι καθοριστικός.

Σε μια αποτελεσματική αγορά τόσο πριν όσο και μετά την ανακοίνωση, δε θα πρέπει να παρουσιάζονται θετικές ή αρνητικές υψηλές αποδόσεις. Η συμπεριφορά των αποδόσεων για τις ημέρες που προηγούνται αλλά και αυτές που ακολουθούν τη δημόσια ανακοίνωση της πληροφορίας ανασύρει κάποια σημαντικά στοιχεία γύρω από την αποτελεσματικότητα της αγοράς και τους κανόνες διαφάνειας. Αν οι εσωτερικοί κανόνες υπάρχουν και λειτουργούν σωστά, οι τιμές των μετοχών δεν πρέπει να παρουσιάζουν υψηλές αποδόσεις ειδικά στις ημέρες πριν τη δημόσια ανακοίνωση της

πληροφορίας, εφόσον δεν μπορεί να υπάρχει διαθέσιμη ειδική πληροφόρηση στην αγορά για την εταιρεία πριν τη δημόσια ανακοίνωση της πληροφορίας.

Στο τέλος, μια αύξηση στα abnormal returns στην ημέρα ανακοίνωσης της πληροφορίας, αποτελεί ένα μέρος από αυτές τις ανακοινώσεις είναι νέα για την αγορά και οι τιμές των μετοχών δεν εντάσσουν το σύνολο της πληροφόρησης για το γεγονός.

8. Εξέταση και ανάλυση των αποτελεσμάτων

Έχοντας συμπληρώσει όλα τα απαιτούμενα βήματα και διαδικασίες ανάλυσης των δεδομένων, οι ερευνητές οδηγήθηκαν στην ανάλυση των αποτελεσμάτων και στην εξαγωγή αποτελεσμάτων.

4.2.2.2 Θεμελιώδης ανάλυση

Η θεμελιώδης ανάλυση κάνει χρήση τα θεμελιώδη μεγέθη της εταιρείας, τα κέρδη της για τα μελλοντικά μερίσματα της, τις προσδοκίες για τη μελλοντική διάρθρωση των επιτοκίων, όπως και τον προσδιορισμό του κινδύνου που διατρέχει η εταιρεία για να προσδιορίσει ποια είναι η τιμή της μετοχής. Προσπαθεί να ορίσει ποια είναι η αξία των πληρωμών που θα αποκτήσει ο μέτοχος της εταιρείας από κάθε μετοχή. Αν η αξία κάθε μετοχής που προκύπτει από την ανάλυση είναι μεγαλύτερη από την τιμή της μετοχής, τότε ο αναλυτής προτείνει την αγορά της μετοχής ακολουθώντας τη θεμελιώδη ανάλυση.

Οι αναλυτές τις περισσότερες φορές ξεκινούν μια ανάλυση της κερδοφορίας του παρελθόντος της εταιρείας και μια εξέταση των ισολογισμών της εταιρείας. Η ανάλυση αυτή ολοκληρώνεται με μια λεπτομερέστατη οικονομική ανάλυση, που περιλαμβάνει μια αξιολόγηση της ποιότητας του management της εταιρείας, τη θέση της εταιρείας μέσα στον κλάδο και τις προοπτικές του κλάδου. Η ελπίδα είναι να προβλεφθεί η μελλοντική πορεία της εταιρείας. Αν ο αναλυτής βασιστεί σε γνωστή δημοσίως πληροφορία για τα κέρδη της εταιρείας αλλά και για την ίδια εταιρεία, οι αναλύσεις του δεν υφίστανται να είναι πιο ακριβείς από των ανταγωνιστών αναλυτών. Τα σημερινά χρόνια υπάρχουν πολύ οργανωμένες εταιρείες που οργανώνουν τέτοιες αναλύσεις και έρευνες, με αποτέλεσμα να υπάρχει υψηλός ανταγωνισμός και να είναι λίγο δύσκολο να

αποκαλυφθούν στοιχεία που δεν είναι γνωστά σε άλλους αναλυτές. Αυτό έχει ως συνέπεια να ανταμειφθούν μόνο αναλυτές με εξέχουσες ικανότητες.

Η θεμελιώδης ανάλυση δεν έχει να κάνει μόνο στο να αναγνωρίζει καλές εταιρείες με εξαιρετες προοπτικές. Δε συνεπάγεται ότι αν κάποιος ανακαλύπτει μια καλή εταιρεία είναι και καλός αναλυτής ακόμη και αν η υπόλοιπη αγορά αναγνωρίζει ότι η εταιρεία είναι καλή. Αν η πληροφορία είναι ήδη γνωστή, ο επενδυτής θα αγοράσει τη μετοχή σε υψηλή τιμή και δε θα έχει ουσιαστική απόδοση.

Σκοπός δεν είναι να αναγνωριστούν ποιες εταιρείες είναι καλές, αλλά να βρεθούν οι εταιρείες οι οποίες είναι καλύτερες από αυτό που οι άλλοι πιστεύουν.

Αναποτελεσματικές εταιρείες μπορεί να είναι επενδυτικές ευκαιρίες αν δεν είναι τόσο 'κακές' όσο αντανακλούν οι τιμές των μετοχών τους.

Η θεμελιώδης ανάλυση είναι δύσκολη. Το να κάνει κάποιος μια ανάλυση της εταιρείας δεν είναι αρκετό. Επενδυτικό κέρδος υπάρχει μόνο αν η ανάλυση του είναι καλύτερη από των ανταγωνιστών του, εφόσον η αγοραία τιμή ενσωματώνει τη γνωστή πληροφορία.

Συνοπτικά, οι αποτελεσματικές αγορές ημι - ισχυρούς μορφής, οι τιμές των μετοχών που περιέχουν όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση, έτσι οποιαδήποτε προσπάθεια για απόκτηση κερδών από πληροφορίες, οι οποίες είναι διαθέσιμες στην αγορά την καθιστά αποτελεσματική, εφόσον η αγορά περιέχει άμεσα αυτή την πληροφόρηση. Στα αποτελέσματα που μπορεί να έχει μια επενδυτική στρατηγική που στηρίζεται στη θεμελιώδη ανάλυση, αυτά όμως δεν είναι εμφανή σε μία ημι - ισχυρή μορφής αγοράς.

4.3 ΕΛΕΓΧΟΙ ΙΣΧΥΡΗΣ ΜΟΡΦΗΣ

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Οι έλεγχοι πάνω στη μορφή ισχυρής αποτελεσματικότητας μπορούν να διακριθούν σε δύο είδη - μορφές. Αρχικά, μπορούν να εξετάζουν κατά πόσο οι έχοντες εσωτερική πληροφόρηση μπορούν να αποκτήσουν υψηλές αποδόσεις και κατά δεύτερο είδος εμπεριέχει την εξέταση του κατά πόσο οι διαχειριστές, οι αναλυτές της αγοράς και οι

διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων έχουν πρόσβαση στην πληροφόρηση και αποκτούν υψηλά κέρδη.

4.3.1 Εσωτερική πληροφόρηση

Σύμφωνα με το πρώτο είδος από τα τεστ που αναφέραμε παραπάνω, σε χώρες όπως οι Ηνωμένες Πολιτείες, οι συναλλαγές που στηρίζονται στην εσωτερική πληροφόρηση είναι παράνομες και διώκονται ποινικά. Οι επενδυτές, οι οποίοι κατέχουν παραπάνω από ένα ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου μιας εταιρείας ή κατέχουν υψηλές θέσεις, κατέχουν εσωτερική πληροφόρηση. Στις ΗΠΑ οι insiders έχουν σαν υποχρέωση να αναφέρουν τη λίστα με τις αγοραπωλησίες μετοχών που έχουν στην κατοχή τους. Το Securities and Exchange Commission των ΗΠΑ έχει ως απαίτηση από τους insiders να γνωστοποιούν τις συναλλακτικές τους πράξεις. Το SEC δημοσιεύει στο Official Summary of Insider Trading τις συναλλαγές. Μετέπειτα οι συναλλαγές των insiders γίνονται γνωστές στο ευρύ κοινό. Αν οι αγορές είναι αποτελεσματικές, οποιοσδήποτε επενδυτής δεν πρέπει θεωρητικά να είναι πλέον σε θέση να αποκομίσει κέρδη από συναλλαγές που ακολουθούν το είδος των συναλλαγών των insiders.

Το πιο σημαντικό ερώτημα σε αυτό το σημείο είναι αν μπορούν οι επενδυτές να κερδίσουν ακολουθώντας τις κινήσεις- συναλλαγές των insiders. Θεωρείται αναμενόμενο οι έχοντες εσωτερική πληροφόρηση στις εταιρείες να αποκτούν υψηλά κέρδη από τις συναλλαγές τους με τις μετοχές της εταιρείας που έχουν στην κατοχή τους τη συγκεκριμένη πληροφόρηση. Αυτή η ικανότητα των επενδυτών να επενδύουν με κερδοφόρα αποτελέσματα, παρουσιάζονται σε εργασίες των Jaffee, Seyhum, Givoly and Palmon. Η εργασία του Jaffee, ήταν η πρώτη εργασία η οποία εντόπισε την τάση των τιμών των μετοχών να ανεβαίνουν μετά από έντονες αγορές των Insiders, αλλά και την τάση να πέφτουν μετά από πολλές πωλήσεις τίτλων που προήλθαν από τους insiders. Αν οι insiders εκτελούν συναλλαγές με βάση την πληροφόρηση που διαθέτουν, τότε κάποιος θα παρατηρούσε τις κινήσεις των insiders για να προβλέψει την κίνηση της μετοχής, για παράδειγμα αν παρατηρούσε ότι οι insiders αγόραζαν μετοχές θα περίμενε ότι σε λίγους μήνες οι τιμές θα ανέβουν, με αποτέλεσμα να προχωρούσε και αυτός σε αγορές μετοχών και το αντίστροφο. Ο Jaffee και οι Lorie και Niederhoffer επιβεβαίωσαν αυτό το πρότυπο, επίσης παρατήρησαν ότι οι insiders αποσπούσαν υψηλές αποδόσεις παραπάνω από τις αναμενόμενες αποδόσεις. Αυτές οι υψηλές

αποδόσεις που απέκτησαν προέρχονταν πιθανότατα από παράνομη χρήση της εσωτερικής πληροφόρησης, εκτός και αν προερχόταν από ιδιαίτερες ικανότητες που κατείχαν όσον αφορά τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου. Ο Seyhuni ακολούθησε τις συναλλαγές των insiders μετά τη δημοσίευση του Official Summary of Insider Trading, μας αναφέρει ότι ακολουθώντας αυτές τις συναλλαγές θα ήταν μια πράξη χωρίς αποτέλεσμα. Αν και παρατηρείται μια αύξηση των τιμών των μετοχών ακόμη και μετά την δημοσίευση του Official Summary που παρουσιάζει κινήσεις αγοράς των μετοχών από τους insiders, οι υψηλές αποδόσεις που μπορεί να αποκτήσει κάποιος δεν είναι ουσιαστικές ώστε να καλύψει τα κόστη των συναλλαγών.

Το Value Line μας παρέχει επενδυτικές συμβουλές, χωρίζει τις μετοχές σε 5 ομάδες, ανάλογα με τις προβλέψεις και την ανάλυση που πραγματοποιούνται για τη μελλοντική πορεία των αποδόσεων των μετοχών. Στην πρώτη ομάδα ανήκουν μετοχές που αποτελούν προτάσεις στην αγορά, ενώ στην πέμπτη ομάδα ανήκουν μετοχές προς πώληση. Ο Black αναφέρει ότι η πρώτη ομάδα είχε μια προσαρμοσμένη υψηλή απόδοση στον κίνδυνο της τάξης του 10%, ενώ η πέμπτη ομάδα μετοχών είχε μια υψηλή απόδοση της τάξης του - 10%. Οι Copeland και Mayers χρησιμοποίησαν μια τεχνική όσον αφορά την προσαρμογή στον κίνδυνο και απέδειξαν πως η διαφορά στην προσαρμοσμένη στον κίνδυνο απόδοση μεταξύ της πρώτης και της πέμπτης ομάδας μετοχών είναι μικρότερη.

4.3.2 Η λειτουργία της πληροφορίας στις προβλέψεις των αναλυτών και στους διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Το δεύτερο είδος από τα τεστ που εκτελούνται για τον έλεγχο του semi –strong market efficiency εμπεριέχει της ικανότητας των διαχειριστών χαρτοφυλακίων και των αμοιβαίων κεφαλαίων να ξεπερνούν οι επιδόσεις των χαρτοφυλακίων τους αυτές της αγοράς. Σε μια ημι- ισχυρή αποτελεσματικότητα αγοράς, ο οποίος έχει πληροφόρηση για όλες τις γνωστές πληροφορίες δεν μπορεί να 'νικά' την αγορά. Οι αναλυτές και οι επαγγελματίες που διαχειρίζονται τα κεφάλαια έχουν πρόσβαση μόνο σε δημοσίως γνωστές πληροφορίες. Κάποιοι διαχειριστές μπορούν να επιτύχουν καλές επιδόσεις από την αγορά και άλλοι χειρότερες από αυτή, αλλά οι επαγγελματίες δεν καταφέρνουν να νικούν την αγορά. Προκύπτει μια ανάλυση της λειτουργίας και της συνεισφοράς της

πληροφορίας στους επαγγελματίες αναλυτές της αγοράς, στους επαγγελματίες διαχειριστές μεγάλων κεφαλαίων.

a. Η διαχείριση της πληροφορίας από τους επαγγελματίες αναλυτές.

Οι αναλυτές της αγοράς έχουν πρόσβαση σε πληροφόρηση η οποία δεν περιέχεται στις τιμές των μετοχών. Ένα πρόβλημα που παρουσιάζουν οι εργασίες των ερευνητών, είναι το λεγόμενο selection bias. Οι ερευνητές εξηγούν τις ιστορικές προβλέψεις αναλυτών της αγοράς, οι οποίες επιβλέπονται από επενδυτικούς οίκους και είναι αυτοί που επιτρέπουν ποιοι άνθρωποι θα έχουν πρόσβαση σε ιστορικές αναλύσεις- προβλέψεις. Οι εν λόγω επενδυτικοί οίκοι δίνουν στη δημοσιότητα τις αναλύσεις που είχαν επιτυχία για να δείξουν ότι οι αναλυτές τους είχαν πληροφόρηση που μπορούσε να τους επιφέρει υψηλά κέρδη, αν και οι προβλέψεις των αναλυτών μπορεί να στηρίχθηκαν στην τύχη.

Υπάρχουν δύο έρευνες, οι οποίες δεν αντιμετωπίζουν τέτοιο πρόβλημα είναι των Dimson και Marsh και των Elton, Gruber και Grossman. Οι Dimson και Marsh ανέλυσαν 4.000 προβλέψεις για αποδόσεις οι οποίες έγιναν για τις 200 μεγαλύτερες μετοχές του Ηνωμένου Βασιλείου, οι οποίες προέρχονται από 35 εταιρείες. Τα στοιχεία συγκεντρώθηκαν από ένα μεγάλο fund το οποίο έθεσε τους brokers να προβλέψουν υψηλές αποδόσεις μετοχών υποθέτοντας μηδενική απόδοση της αγοράς.

Οι Elton, Gruber και Grossman χρησιμοποίησαν μια βάση δεδομένων, η οποία δημιουργήθηκε από μια μεγάλη τράπεζα. Αυτή η βάση περιείχε διαβαθμίσεις των μετοχών σε 5 ομάδες και αυτές είναι οι εξής: “best buys”, “buys”, “holds” και δύο ομάδες “sells”. Οι Elton, Gruber και Grossman ανέλυσαν ότι η ταξινόμηση των μετοχών όσο και οι αλλαγές των μετοχών ανάμεσα στις ταξινομήσεις περιείχαν κάποια πληροφορία. Θετικά υψηλές προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις μπορούν να χρησιμοποιηθούν αγοράζοντας κάποιος μετοχές που αναβαθμίστηκαν ή μετοχές που ανήκουν στην καλύτερη κατηγορία μετοχών, αρνητικές προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις των εταιρειών που υποβιβάστηκαν κατηγορία ή ανήκαν στις χαμηλότερες διαβαθμίσεις. Μεγαλύτερες υψηλές αποδόσεις προερχόταν από μετοχές που άλλαζαν κατηγορία παρά από μετοχές που ανήκαν σε συγκεκριμένη κατηγορία. Αλλά δεν βρέθηκαν αξιόλογες προβλέψεις.

Οι Dimson και Marsh, οι Elton, Gruber και Grossman εντόπισαν τις πληροφορίες στις προβλέψεις των αναλυτών. Για μερικές εταιρείες συμβούλων βρέθηκε μικρή ύπαρξη πληροφόρησης, ενώ αθροιστικά για όλες τις εταιρείες συμβούλων βρέθηκε να υπάρχει πληροφόρηση, η οποία είναι βραχυχρόνια.

Πάντως από έρευνες που έχουν γίνει και με την ύπαρξη επιτυχών προβλέψεων υπηρεσιών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, υπάρχουν στοιχεία ότι οι αναλυτές της αγοράς έχουν πληροφορίες που δεν είναι ενσωματωμένες στις τιμές των μετοχών.

b. Οι επιδόσεις των θεσμικών επενδυτών.

Οι εκπαιδευμένοι επενδυτές και διαχειριστές μπορούν να αποκτούν υψηλές αποδόσεις. Μπορεί κάποιος να παρατηρήσει να δει τις επιδόσεις των επαγγελματιών της αγοράς έτσι ώστε να δει αν η επίδοση τους είναι καλύτερη από μια παθητική διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου που ακολουθεί την αγορά.

Μια έρευνα, η οποία έγινε από τους Elton, Gruber, Das και Hklarka (1991) με τίτλο “efficiency with costly information: a reinterpretation of evidence from managed portfolios”, μας παρουσιάζει ότι οι διαχειριστές κεφαλαίων στοχεύουν σε μικρότερες αποδόσεις σε σχέση με τους δείκτες οι οποίοι έχουν ισάξιο ρίσκο με τα διαχειριστικά κεφάλαια, συνυπολογίζοντας τις προμήθειες και τα έξοδα. Συμπεραίνουμε ότι οι διαχειριστές χρεώνουν προμήθειες περισσότερο από όσο αξίζει η διαχείριση που αυτοί κάνουν στα κεφάλαια.

Λογικό είναι ότι υπάρχουν και καλοί και κακοί διαχειριστές, το χαρακτηριστικό που κάνει να ξεχωρίζουν οι καλοί διαχειριστές είναι ότι αποδίδουν περισσότερο σε σχέση με τους δείκτες. Θα πρέπει να ελέγξουμε κατά πόσο οι διαχειριστές κεφαλαίων επέδειξαν καλές επιδόσεις σε μια συγκεκριμένη χρονιά, μπορούν να επαναλάβουν αυτή την επίδοση και τα επόμενα χρόνια. Επιπλέον θα πρέπει να ελέγξουμε κατά πόσο οι υψηλές αποδόσεις οφείλονται στην τύχη ή στις ικανότητες των διαχειριστών.

Σε μια πρόσφατη έρευνα, οι Dunn και Theisen εξέτασαν τις επιδόσεις χαρτοφυλακίων για το διάστημα 1973 έως 1982. Η έρευνα αυτή μας απέδειξε πως μια καλή επίδοση σε μια περίοδο είναι περισσότερο θέμα τύχης παρά κάποιας ικανότητας να πετυχαίνει υψηλές αποδόσεις ο διαχειριστής.

Συμπέρασμα από τις έρευνες που έχουν γίνει για να εξετάσουν τις ικανότητες των διαχειριστών χαρτοφυλακίων είναι ότι οι επιδόσεις τους συνάδουν με την έννοια και το περιεχόμενο του market efficiency. Το κατά πόσο οι επιδόσεις τους ξεπερνούν ή όχι την αγορά άγεται στο σύστημα της στατιστικής ερμηνείας των αποτελεσμάτων. Οι διαχειριστές δεν μπορούν να υπεραποδίδουν σε σχέση με την παθητική διαχείριση, είναι ελάχιστες οι περιπτώσεις που οι διαχειριστές υπεραποδίδουν. Κάποιοι από τους διαχειριστές οι οποίοι ήταν εξάαιρετοι και με εξαιρετική καριέρα είναι οι εξής : ο Peter Lynch, ο John Templeton και ο John Neff, επέδειξαν μια συστηματική ικανότητα επίτευξης υψηλών αποδόσεων, η οποία δεν συνάδει με την έννοια και την ουσία των αποτελεσματικών αγορών. Ο Paul Samuelson κάνει αναφορά σε όλους τους διαχειριστές που διακρίθηκαν στον τομέα αυτό, αλλά η πλειοψηφία των διαχειριστών κεφαλαίων προσφέρουν ενδείξεις ότι δεν μπορούν να εφεύρουν στρατηγικές που θα επιφέρουν επιτυχία στις αγορές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

5.1 ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

Οι ανωμαλίες, ημερολογιακές ή μη ημερολογιακές, δεν μπορούν να εξηγηθούν στο πλαίσιο της αποτελεσματικής αγοράς. Η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς εστιάζεται στο γεγονός ότι οι μηχανισμοί της εποχικότητας είναι ανύπαρκτοι ή μηδαμινής σημασίας, και έχει ως αποτέλεσμα τη πιθανότητα υπερκέρδους. Οι μελέτες αυτές υπέδειξαν ότι οι ανωμαλίες αυτές εμφανίζουν την ανεπάρκεια της αγοράς ή τις ανεπάρκειες των διαφόρων μελετών αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων. Οι ανωμαλίες των αγορών εξαλείφονται, αντιστέκονται ή μειώνονται.

Οι ανωμαλίες μπορούν να καθοριστούν σύμφωνα με ένα πρότυπο κανονικής συμπεριφοράς αποτελεσματικής απόδοσης. Ο Fama μας αναφέρει ότι οι δοκιμές της αποτελεσματικότητας της αγοράς από κοινού εξετάζουν μια υπόθεση για την ισορροπία των αναμενόμενων αποδόσεων. Όταν κάποιος καταλήγει στο συμπέρασμα της αναποτελεσματικής αγοράς, σημαίνει ότι το χρησιμοποιούμενο υπόδειγμα δεν είναι επαρκές.

Η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς αποτελεί αντικείμενο ελέγχου και ερευνών.

Τα στοιχεία εκείνα που απορρίπτουν τις υποθέσεις της αποτελεσματικής αγοράς αναφέρονται ως ανωμαλίες της αγοράς. Οι ανωμαλίες της αγοράς είναι αποτελέσματα που δεν συμβιβάζονται με τις θεωρίες τιμολόγησης περιουσιακών στοιχείων.

Παρουσιάζουν είτε την ανεπάρκεια αγοράς από άποψη ευκαιρίας κέρδους είτε τις ανεπάρκειες των μοντέλων τιμολόγησης περιουσιακών στοιχείων. Οι ανωμαλίες συχνά εξαφανίζονται, αντιστρέφονται και μειώνονται. Το θέμα είναι αν οι ευκαιρίες κέρδους

υπήρχαν από το παρελθόν ή αν οι ανωμαλίες ήταν στατιστικές που απλά προσέλκυαν το ενδιαφέρον και την προσοχή των επαγγελματιών.

Οι έρευνες για τις αποτελεσματικές αγορές προϋπήρχαν από το 1970 (Fama) ενώ υπάρχουν και πιο πρόσφατες όπως των Fama (1991) και Keim και Ziemba (2000), που ασχολούνται με τη χρηματοδότηση. Οι έρευνες αντικατοπτρίζουν απόψεις και προοπτικές των συντακτών τους.

Ο Fama (1970) επισήμανε ότι οι δοκιμές της αποτελεσματικότητας της αγοράς επίσης από κοινού ερευνούν την υπόθεση για ισορροπία των αποδόσεων. Όταν κάποιος συμπεραίνει το γεγονός της αποτελεσματικής αγοράς, ίσως και να σημαίνει το χρησιμοποιούμενο υπόδειγμα είναι ανεπαρκές. Ο Jensen (1978) στην αξιολόγηση της αποτελεσματικής αγοράς τόνισε τη σημαντικότητα των εμπορικών συναλλαγών.

Αν η συμπεριφορά ανώμαλης απόδοσης δεν είναι οριστική για να κάνει εμπόριο χρημάτων για κάποιον έμπορο δεν είναι οικονομικά σημαντικό. Δείχνει μεγάλη έμφαση στη σημασία των δαπανών συναλλαγών και άλλων ζητημάτων μικροδομής της αγοράς για τον καθορισμό της αποτελεσματικότητας της αγοράς.

Οι πιο συχνές ανωμαλίες της αγοράς που αξίζει να σημειώσουμε είναι οι εξής:

- I. Το μέγεθος της εταιρείας. Οι μικρού μεγέθους εταιρείες εμφανίζουν μεγαλύτερες αποδόσεις τιμών σε σχέση με τις μεγάλου μεγέθους εταιρείες.
- II. Ημερολογιακές ανωμαλίες (calendar effect). Η ημερολογιακή ανωμαλία εμφανίζεται ασθενέστερη σε μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης ενώ είναι ισχυρότερη σε μετοχές με υψηλό συντελεστή κινδύνου.
- III. Ο λόγος τιμή προς λογιστική αξία. Παρουσιάζονται υψηλές αποδόσεις στις εταιρείες που παρατηρείται μικρή τιμή του εν λόγω δείκτη.
- IV. Ο λόγος P/E. Παρατηρούνται υψηλές αποδόσεις στις εταιρείες με χαμηλό λόγο P/E.

Ο S. Basu (1977) ερμήνευσε ότι αν η απόδοση των επενδύσεων σε χαρτοφυλάκια κοινών μετοχών συνδέεται με το λόγο P/E των μετοχών. Συμπεραίνουμε ότι τα χαρτοφυλάκια με χαμηλή τιμή του λόγου P/E έχουν υψηλές αποδόσεις. Επιπλέον, τα

αποτελέσματα αυτά μας οδηγούν ότι ο λόγος P/E δεν αντικατοπτρίζεται άμεσα στα επίπεδα των μετοχών, όπως και η υπόθεση αποτελεσματικής αγοράς.

Ο Banz (1981) μελέτησε τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Τα αποτελέσματα της έρευνας αυτής ήταν ότι οι τιμές των μετοχών των εταιρειών μικρής κεφαλαιοποίησης δίνουν μεγάλες αποδόσεις σε σχέση με αυτές της μεγάλης κεφαλαιοποίησης.

Έχουν προγραμματιστεί πολλές έρευνες σε σχέση με το μέγεθος της εταιρείας στα διεθνή χρηματιστήρια και τα αποτελέσματα μας οδηγούν στην ανωμαλία της αγοράς. Οι ερμηνείες σχετικά με την ανωμαλία της αποτελεσματικότητας της αγοράς που έχουν δημοσιευθεί κατά καιρούς είναι περιορισμένες. Οι πληροφορίες για τις μικρές εταιρείες δε φτάνουν στην αγορά τόσο γρήγορα όσο για τις μεγάλες εταιρείες, με αποτέλεσμα να υπάρχει μεγαλύτερος κίνδυνος. Αυτό όμως μπορεί να συμβαίνει εξαιτίας της εκτίμησης των συντελεστών βήτα των εταιρειών, οι οποίοι είναι χαμηλοί, επειδή οι μετοχές αυτές δεν διαπραγματεύονται καθημερινά εξαιτίας του περιορισμένου επενδυτικού ενδιαφέροντος. Επιπλέον, η ανωμαλία αυτή έχει σχέση με τη μερισματική απόδοση των εταιρειών ή το λόγο P/E ή την αποτελεσματικότητα της αγοράς.

Με την αύξηση του αριθμού ενεργών εμπειρικών ερευνητών στα χρηματοοικονομικά από την περίοδο της δημοσίευσης των άρθρων του Fama (1970), δημιουργούνται τα πρώτα ερωτήματα για τα πρότυπα της αποτελεσματικότητας των κύριων αγορών. Η τάση των ανθρώπων να επικεντρωθούν σε ασυνήθιστα συμπεράσματα, οδηγηθήκαμε στην υπέρ- ανακάλυψη ' των ανωμαλιών'.

Αν μια τυχαία διαδικασία μας οδηγήσει σε ένα δείγμα μη συνηθισμένο, είναι ένας τρόπος να προσελκύσει το ενδιαφέρον των ερευνητών. Μερικές ερωτήσεις δημιουργούνται όταν φαίνονται να εξαφανίζονται οι αντιληπτές ανεπάρκειες ή οι ανωμαλίες αγοράς: Η εξαφάνιση τους απεικονίζει την επιλογή δειγμάτων, αυτό σημαίνει ότι δεν υπήρξε η ανωμαλία αρχικά ; Ή απεικονίζει τις ενέργειες των επαγγελματιών που μαθαίνουν για την ανωμαλία και το εμπόριο έτσι ώστε οι κερδοφόρες συναλλαγές να εξαφανίζονται ;

Σύμφωνα με τις μελέτες των Banz και Reinganum (1981) καθιερώθηκε η ύπαρξη ενός μεγέθους ανωμαλίας αγοράς στη συμπεριφορά των τιμών των αποθεμάτων. Το

φαινόμενο του Ιανουαρίου εμπεριείχε την διορατικότητα στην ανωμαλία μεγέθους και περιέπλεξε παρά έλυσε το γρίφο. Οι στρατηγικές επένδυσης βασίζονται στα κέρδη ή στις μερισματικές αποδόσεις που πέτυχαν θετικές και σημαντικές αποδόσεις.

5.2 ΜΗ ΗΜΕΡΟΛΟΓΙΑΚΕΣ ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ

Οι μη ημερολογιακές ανωμαλίες δεν σχετίζονται ούτε με την εποχικότητα ούτε με τις ημερολογιακές περιόδους αλλά αφορούν την οικονομική δομή της επιχείρησης. Αυτές είναι οι παρακάτω:

❖ Η ανωμαλία της μικρής επιχείρησης

Οι πιο μικρές σε κεφαλαιοποίηση εταιρείες παρατηρήσαμε ότι έχουν και μεγαλύτερες αποδόσεις τον Ιανουάριο σε σχέση με τις εταιρείες με μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση.

❖ Η ανωμαλία του λόγου της τιμής της μετοχής ως προς τα κέρδη ανά μετοχή

Όσο πιο μικρός είναι ο λόγος της χρηματιστηριακής τιμής μιας μετοχής με τα κέρδη ανά μετοχή της επιχείρησης τόσο μεγαλύτερες είναι οι αποδόσεις.

❖ Η ανωμαλία των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου

Αν τα μερίδια διαπραγματεύονται με premium ή discount τότε θα ήταν δυνατή η επίτευξη κερδών, χωρίς κίνδυνο μέσω κερδοσκοπικής αγοραπωλησίας, (Μπάλιος , 2006).

❖ Η ανωμαλία των κερδισμένων και χαμένων

Προτείνεται στην αντίστροφη των αποδόσεων των τιμών ανάμεσα σε μετοχές με ιστορικά υψηλές αποδόσεις και σε μετοχές με ιστορικά χαμηλές αποδόσεις.

❖ Η ανωμαλία του αινίγματος της αξιολόγησης

Αν αγοράσει κάποιος μετοχές στην αρχή του έτους και τις πουλήσει στο τέλος του έτους, τότε μπορεί να πετύχει μεγάλα κέρδη , (Μπάλιος, 2006).

❖ **Η ανωμαλία της μεταβλητότητας**

Αν η μεταβλητότητα είναι μεγαλύτερη της τιμής που αναμένουμε, τότε οι τιμές δε θα αντιπροσωπεύουν την θεμελιώδη κατανομή.

❖ **Η ανωμαλία του θορύβου**

Αναφέρεται σε κάποια μη βαρυσήμαντα γεγονότα που έχουν ως αντίκτυπο την τιμή των μετοχών περισσότερο σε σχέση με μια σειρά σημαντικών γεγονότων.

❖ **Η ανωμαλία της φούσκας**

Αναφέρεται στην υψηλή άνοδο των τιμών των μετοχών ενώ τα θεμελιώδη στοιχεία τους δεν μεταβάλλονται. Φτάνουν μέχρι κάποιο σημείο και στη συνέχεια σπάνε και επακολουθεί μια βίαιη αναπροσαρμογή.

❖ **Η ανωμαλία της χρηματιστηριακής μόδας**

Κατά το φαινόμενο αυτό η τιμή μιας μετοχής απομακρύνεται από την εσωτερική της αξία εξαιτίας κάποιων ψυχοκοινωνικών επιδράσεων.

❖ **Η ανωμαλία της πρωινής ηλιοφάνειας**

Οι άνθρωποι κάνουν πιο σωστές επιλογές όταν έχουν καλή διάθεση. Ο Saunders (1993) απέδειξε σε μελέτη του στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, ότι όταν έχει συννεφιά ο δείκτης είναι αρνητικός. Ο Hirshleifer και ο Shumway (2001) έκαναν μιας έρευνα για 26 χώρες, από το 1982 έως το 1997 απέδειξαν ότι αποδόσεις του χρηματιστηρίου συσχετίζονται θετικά με την ηλιοφάνεια σε όλες τις χώρες. Επιπλέον αποδεικνύουν ότι το χιόνι και η βροχή δεν έχουν προβλεπτική ικανότητα (Philip, Russel, Violet, Torbey, 2001).

❖ **Η ανωμαλία του Momentum Effect**

Κατά το φαινόμενο αυτό οι μετοχές έχουν χαμηλές αποδόσεις στο παρελθόν για διάστημα 3 με 5 έτη, παρουσιάζουν μεγάλες μελλοντικές αποδόσεις σε σχέση με εκείνες που για το ίδιο χρονικό διάστημα στο παρελθόν είχαν υψηλότερες αποδόσεις.

❖ **Χρηματιστηριακές Κρίσεις**

Φανερώνει την πτώση των τιμών των μετοχών, η οποία προέλθετε από την μαζική πτώση οικονομικών δεικτών και από την πτώχευση των εταιρειών.

❖ **Ο γρίφος του πριμ των μετοχών**

Το ερώτημα του φαινομένου αυτού είναι γιατί διαλέγουν επενδύσεις με χαμηλή απόδοση ή χαμηλό κίνδυνο, αλλά σύμφωνα με την αποτελεσματική αγορά, όσο πιο μεγάλος είναι ο κίνδυνος τόσο πιο υψηλή θα είναι η ανάλυση της απόδοσης. Εξηγήσεις που δόθηκαν κατά καιρούς για το φαινόμενο αυτό είναι η υψηλή αποστροφή του κινδύνου, η στατιστική ψευδαίσθηση, η θεωρία της προοπτικής και η αποστροφή της ζημιάς.

❖ **Ο γρίφος των μερισμάτων**

Η αξία της επιχείρησης σε μια αποτελεσματική αγορά, δε θα πρέπει να επηρεάζεται ούτε από το πως η επιχείρηση χρηματοδοτείται αλλά ούτε από τη μερισματική πολιτική. Οι επιχειρήσεις δίνουν μερίσματα και δεν επενδύουν ξανά τα κέρδη τους. Από τη μεριά των επενδυτών, αυτοί συγχαίρουν τις επιχειρήσεις που δίνουν μερίσματα, αν και δε θα έπρεπε να μην νοιάζονται για το αν θα πάρουν τα κέρδη σε μορφή μερίσματος.

❖ **Φαινόμενο του διαθέσιμου χρήματος**

Οι επενδυτές όταν έχουν διαθέσιμα χρήματα, αναλαμβάνουν ρίσκο με προοπτική αβεβαιότητας, ενώ όταν δεν έχουν στη διάθεση τους χρήματα δεν αναλαμβάνουν με τον ίδιο κίνδυνο, αντιθέτως αναλαμβάνουν προοπτικές με βεβαιότητα.

❖ **Φαινόμενο της πλαisiώσης της προοπτικής**

Οι αποφάσεις των επενδυτών επηρεάζονται με τον τρόπο που πλαisiώνεται μια προοπτική.

❖ **Λάθος του παίχτη**

Ο επενδυτής πιστεύει ότι όταν υπάρχουν συνεχόμενες παρεκκλίσεις από μια αναμενόμενη συμπεριφορά, έχει την εντύπωση ότι στο μέλλον θα επιδιορθωθούν.

❖ **Η μεροληψία διαθεσιμότητας**

Η μεροληψία διαθεσιμότητας αναφέρεται η τάση των ατόμων να δίνουν μεγαλύτερες πιθανότητες από όσο πρέπει στο πιο έντονο ή συναισθηματικά φορτισμένο ενδεχόμενο ή να κάνουν μεροληπτικές κρίσεις σχετικά με την πιθανότητα να συμβεί ένα γεγονός με βάση το πόσο εύκολα μπορούν να ανακαλέσουν στη μνήμη τους τέτοιου είδους γεγονότα.

❖ **Φαινόμενο της απομόνωσης**

Το φαινόμενο αυτό αναφέρεται ότι τα άτομα έχουν εναλλακτικές προοπτικές να επιμένουν στις διαφοροποιήσεις και να αδιαφορούν για τα κοινά σημεία των εναλλακτικών. Με αποτέλεσμα να οδηγούμαστε σε μη ορθολογικές προτιμήσεις.

5.3 Ημερολογιακές ανωμαλίες των αγορών

Ημερολογιακές ανωμαλίες μπορούμε να θεωρήσουμε την κίνηση των τιμών των μετοχών σε συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα του έτους, του μήνα, της ημέρας και της συνεδρίασης, που μπορούν να θεωρηθούν από τις πιο σημαντικές ανωμαλίες της αποτελεσματικής αγοράς.

Μερικές από τις αναφορές είναι των French (1980), Lakonishok and Tandom (1994), Mills and Couts (1995), Haugen and Lakonishok (1988), Mills and Siriopoulos (2000) και άλλες.

Σε πολλές από τις δημοσιευμένες μελέτες παρατηρήθηκαν τα εξής:

1. Οι αποδόσεις τη Δευτέρα είναι χαμηλότερες σε σχέση με τις αποδόσεις των άλλων ημερών της εβδομάδας.
2. Οι αποδόσεις των ημερών πριν από τις αργίες είναι υψηλότερες.
3. Οι αποδόσεις είναι υψηλότερες τις τελευταίες μέρες του μήνα.

4. Οι αποδόσεις των τιμών (κυρίως των μικρών εταιρειών) είναι υψηλότερες τον Ιανουάριο σε σχέση με τους υπόλοιπους μήνες του έτους.

Επιπλέον παρατηρήσαμε ότι το φαινόμενο των υψηλών αποδόσεων του Ιανουαρίου, οφείλεται εξαιτίας στην άνοδο των τιμών των μετοχών των εταιρειών μικρής κεφαλαιοποίησης, που πραγματοποιείται μεταξύ της τελευταίας ημέρας του Δεκεμβρίου και των πέντε πρώτων ημερών του Ιανουαρίου .

Η μελέτη των A. Aggrawal και K. Tandon (1994), εξετάζει τις ημερολογιακές ανωμαλίες σε 19 κεφαλαιαγορές. Τα συμπεράσματα είναι πολύ σημαντικά καθώς αποδεικνύουν την ύπαρξη ημερολογιακών ανωμαλιών στις διεθνείς αγορές και γίνεται μια αναφορά αυτών παρακάτω:

- Οι χαμηλότερες και αρνητικές αποδόσεις εμφανίζονται τη Δευτέρα σε 9 αγορές και την Τρίτη σε 8 αγορές. Το αποτέλεσμα αυτό είναι πιο συχνό στη δεκαετία του 70, και δεν είναι τόσο συχνή τη δεκαετία του 80.
- Την Παρασκευή οι αποδόσεις είναι υψηλές και θετικές, σε όλες τις χώρες κατά την εξεταζόμενη περίοδο εκτός του Λουξεμβούργου.
- Οι αποδόσεις είναι υψηλές τη Δευτέρα και χαμηλότερες την Παρασκευή.
- Οι αποδόσεις της Δευτέρας είναι χαμηλότερες όταν η προηγούμενη εβδομάδα είναι πτωτική.
- Σε 9 αγορές οι αποδόσεις στην αρχή του νέου μήνα καθώς και στην τελευταία χρηματιστηριακή συνεδρίαση του μήνα, είναι υψηλές. Το φαινόμενο αυτό είναι έντονο τη δεκαετία του 70 καθώς και τη δεκαετία του 80.
- Σε 11 κεφαλαιαγορές οι αποδόσεις πριν από τις ημέρες διακοπών είναι υψηλές.
- Οι αποδόσεις του Ιανουαρίου είναι υψηλές και κατά τον Δεκέμβριο είναι χαμηλές στις περισσότερες αγορές.

Ο Jaffe και Westerfield (1985 a,b) έδειξαν ιδιαίτερο ενδιαφέρον για την επίδραση του Σαββατοκύριακου σε πέντε μεγάλες κεφαλαιαγορές, όπου παρατήρησαν την ύπαρξη αρνητικών μέσων αποδόσεων τη Δευτέρα στις κεφαλαιαγορές στις ΗΠΑ, Καναδά και Ηνωμένου Βασιλείου και την Τρίτη στις αγορές της Ιαπωνίας και της Αυστραλίας. Οι Aggarwal και Rivoli (1989) παρατηρούνται χαμηλές αποδόσεις τη Δευτέρα και την Τρίτη, στις μετοχές των Χονγκ- Κονγκ, Σιγκαπούρης, Μαλαισίας και Φιλιππίνων την

περίοδο Σεπτεμβρίου 1976 και Ιούνιο 1988. Οι Alexakis και Xanthakis (1995) ερεύνησαν τις ημερολογιακές ανωμαλίες ενός σταθμισμένου δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, το οποίο προήλθε από το Κέντρο Χρηματοοικονομικών Μελετών του Πανεπιστημίου Αθηνών.

Στο άρθρο των Mills T.C. , Sirioroulos C. , Markellos R.N. , Harizianis D. , μελετήθηκαν οι μορφές ημερολογιακών ανωμαλιών σε κάθε μετοχή του Γενικού Δείκτη Τιμών για το διάστημα 1986- 1997. Τα αποτελέσματα της εξέτασης δείχνουν του day of the week effect φανερώνουν ότι ο δείκτης παρουσιάζει υψηλές αποδόσεις την Παρασκευή και χαμηλές την Τετάρτη, με εξαίρεση το 42% των μετοχών που σημειώνουν υψηλή απόδοση την Παρασκευή.

Ο Bouman Jacobsen (2002) σημείωσαν την ύπαρξη του Halloween effect στις 36 από τις 37 αγορές που μελέτησαν. Οι Sirioroulos και Giannopoulos (2006), πραγματοποίησαν εφαρμογή σε όλους τους δείκτες του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών για την περίοδο του 1986- 2004, αλλά δεν πιστοποίησαν την ύπαρξη του Sell in May-effect στην κεφαλαιαγορά της Ελλάδας προς την οικονομική αποτελεσματικότητα.

Η έρευνα των ημερολογιακών ανωμαλιών προς τα χαρακτηριστικά των μετοχών εμφανίζει πολύ μεγάλο ενδιαφέρον. Η έρευνα αυτή μας παράγει τα παρακάτω αποτελέσματα:

- Η ημερολογιακή ανωμαλία είναι πιο ασθενής σε μετοχές με μεγάλη κεφαλαιοποίηση, σε αντίθεση με τις μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης, που είναι επιρρεπείς στις ανωμαλίες της αγοράς.
- Η ημερολογιακή ανωμαλία είναι πιο ισχυρή όταν οι μετοχές έχουν υψηλό συντελεστή κινδύνου, εκτός φυσικά την ανωμαλία της αλλαγής του μήνα.
- Η ημερολογιακή ανωμαλία είναι πιο έντονη στις μετοχές που ανήκουν στον ίδιο κλάδο. Το είδος του κλάδου διαδραματίζει σημαντικό παράγοντα στην εξήγηση της ημερολογιακής ανωμαλίας. Η μοναδική εξαίρεση είναι η ημερολογιακή ανωμαλία των αργιών.

5.4 ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ ΗΜΕΡΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΑΝΩΜΑΛΙΩΝ

✓ **Η επίδραση της Δευτέρας**

Στο φαινόμενο της Δευτέρας, αναφέρεται ότι την Δευτέρα παρατηρείται μια πτώση των τιμών μεταξύ της Παρασκευής στο τέλος της ημέρας και στην αρχή της ημέρας της Δευτέρας. Αυτές οι χαμηλές αποδόσεις συμβαίνουν από την επίδραση του Σαββατοκύριακου, επειδή δεν είναι ανοιχτή η χρηματιστηριακή αγορά και δεν συνδέεται η αρνητική επίδραση της Δευτέρας με τα θετικά αποτελέσματα της προηγούμενης εβδομάδας αλλά εξαιτίας του Σαββατοκύριακου.

✓ **Η επίδραση του Ιανουαρίου**

Το φαινόμενο αυτό έχει ομοιότητες με το φαινόμενο της Δευτέρας. Στις χρηματιστηριακές αγορές κατά το μήνα Ιανουάριο οι αποδόσεις των τιμών των μετοχών παρουσιάζουν μεγάλη αύξηση στις πρώτες ημέρες σε σχέση με τους υπόλοιπους μήνες του έτους και ειδικά το μήνα του Δεκεμβρίου.

✓ **Η επίδραση της Τετάρτης**

Κατά το φαινόμενο αυτό, όταν το χρηματιστήριο είναι κλειστό για τη συγκεκριμένη ημέρα, τότε η μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών από την Τρίτη έως και την Πέμπτη είναι πιο χαμηλές σε σχέση με τη μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών κατά τις ημέρες που το χρηματιστήριο σε αυτές τις ημέρες λειτουργεί κανονικά.

✓ **Η επίδραση της αλλαγής του μήνα**

Όπως αναφέρει ο Ariel (1987) στις πέντε πρώτες ημέρες των μηνών υπάρχουν υψηλές αποδόσεις. Παρατηρούνται υψηλές αποδόσεις την τελευταία ημέρα του μήνα και στις 4 επόμενες μέρες του νέου μήνα. Σύμφωνα με το φαινόμενο αυτό, οι επενδυτές δεν είναι σε θέση να πάρουν αποφάσεις πριν την αρχή των περιόδων που αναφέραμε προηγουμένως. Ο Odyen το 1990 δίνει μια εξήγηση ότι η ανωμαλία αυτή οφείλεται στη ρευστότητα που σημειώνεται στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής και ότι το σύστημα των πληρωμών των Η.Π.Α έχει μερίδιο ευθύνης για το παραπάνω φαινόμενο. Οι πληρωμές σε μετρητά, μισθοί, μερίσματα , ενοίκια, κ.τ.λ. στο τέλος αλλά και στην αρχή του μήνα είναι επενδύση και καταλήγουν στο φούσκωμα των μετοχικών επενδύσεων.

✓ **Το φαινόμενο των διακοπών**

Οι Rozeff, Kinney (1976) και Pettengil (1989) αναφέρουν υψηλές μέσες αποδόσεις στα διαστήματα των αργιών ή των διακοπών.

✓ **Το φαινόμενο του Santa Claus rally or December effect**

Το φαινόμενο αυτό ας οδηγεί στην αύξηση των τιμών των μετοχών, το οποίο διαδραματίζεται μεταξύ των Χριστουγέννων και την ημέρα του καινούργιου έτους. Η εξήγηση του οφείλεται στην αναμονή των επενδυτών για την εκχώρηση νέων κεφαλαίων στις αρχές του Ιανουαρίου από τα ταμεία των συντάξεων κτλ, ακόμη και στην προσπάθεια των διαχειριστών για να κλείσει το έτος με θετικές κριτικές για τα χαρτοφυλάκια τους.

✓ **Η επίδραση των αποκριών**

Παρουσιάζεται μεγαλύτερη αύξηση από τον Νοέμβριο μέχρι τον Απρίλιο συγκριτικά με τους υπόλοιπους μήνες. Με αποτέλεσμα να πωλούνται μετοχές στις αρχές Μαΐου και να αγοράζονται το φθινόπωρο, κοντά στις απόκριες.

✓ **Η επίδραση του Οκτωβρίου**

Το φαινόμενο αυτό αναφέρεται ότι οι αποδόσεις των μετοχών μειώνονται κατά το μήνα Οκτώβριο. Η ανωμαλία αυτή οφείλεται κυρίως σε ψυχολογικά αίτια και οι στατιστικές μελέτες εναντιώνονται με αυτό το φαινόμενο.

✓ **Η επίδραση των τίτλων του τύπου**

Το φαινόμενο αυτό σχετίζεται με τις αρνητικές ειδήσεις του τύπου προς τους επενδυτές ή και προς την οικονομία. Η επίδραση των τίτλων στους επενδυτές είναι πολύ δραματική. Οι οικονομολόγοι πιστεύουν ότι οι αρνητικοί τίτλοι των ειδήσεων στρέφουν τους καταναλωτές αρνητικούς στο να ξοδέψουν χρήματα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΟΥ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ

Το φαινόμενο του Ιανουαρίου είναι μια ημερολογιακή ανωμαλία, η οποία βασίζεται σε κάποια στατιστικά στοιχεία, όπου οι αποδόσεις των μετοχών είναι υψηλότερες τις πρώτες ημέρες του Ιανουαρίου σε σχέση με τους υπόλοιπους μήνες του χρόνου και ειδικά το μήνα του Δεκεμβρίου, όπου οι αποδόσεις των μετοχών είναι πιο χαμηλές και κάποιες φορές αρνητικές. Κάποιες μελέτες έχουν αποδείξει ότι οι μέσες αποδόσεις του Ιανουαρίου σε κάποιες τιμές των μετοχών έχουν ξεπεράσει και τη μέση απόδοση ολόκληρου του έτους. Επιπλέον παρατηρήθηκε ότι η μέση απόδοση του μήνα Ιανουαρίου είναι πιο υψηλή για τα χαρτοφυλάκια των μετοχών της μικρής κεφαλαιοποίησης συγκριτικά με τα χαρτοφυλάκια των μετοχών της μεγάλης κεφαλαιοποίησης.

6.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΘΕΜΕΛΙΩΣΗ

Ο Rozeff και Kinney ήταν οι πρώτοι που το 1976 απέδειξαν ότι οι αποδόσεις είναι υψηλότερες το μήνα του Ιανουαρίου σε σχέση με τους υπόλοιπους μήνες του έτους.

Άλλες μελέτες σημειώθηκαν από τους Bhardwaj και Brooks την περίοδο του 1977-1986 και από τους Leswarapu και Reinganum για την περίοδο 1961-1990, από τον

Keane το 1983, ο οποίος σημείωσε ότι το γεγονός λαμβάνει χώρα τις πρώτες ημέρες του Δεκεμβρίου και από τον Reinganum το 1983, ο οποίος τόνισε ότι το φαινόμενο αυτό είναι πιο έντονο στις επιχειρήσεις μικρής κεφαλαιοποίησης.

Το 1980 ο Donald Keim, απέδειξε ότι η ανωμαλία αυτή είναι πιο έντονη στα μέσα του Ιανουαρίου. Ο ίδιος είναι υπεύθυνος για το γεγονός ότι το φαινόμενο αυτό είναι ευρέως γνωστό στο επενδυτικό κοινό, δημιουργώντας σε πολλούς επενδυτές την εικόνα ότι πρόκειται για έναν εύκολο τρόπο κέρδους που λαμβάνει χώρα μια φορά το χρόνο. Αντίθετοι στράφηκαν ο Costadinides το 1984, οι Jones et al. το 1987 και ο Fortune το 1991, οι οποίοι υποστήριξαν ότι οι μελέτες των παραπάνω ήταν αναληθείς και χωρίς βάση.

6.2 ΠΙΘΑΝΕΣ ΑΙΤΙΕΣ ΥΠΑΡΞΗΣ ΤΟΥ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟΥ ΤΟΥ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ

Παρακάτω γίνεται μια αναφορά στα συμπεράσματα του φαινομένου του Ιανουαρίου

6.2.1. Οικονομικοί λόγοι

➤ Φορολογικοί λόγοι

Οι ιδιώτες επενδυτές και οι επιχειρήσεις τον Ιανουάριο (ο πρώτος μήνας του έτους) μιας και το χαρτοφυλάκιο τους αποτελείται σε μεγάλο ποσοστό από μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης σε μαζικές πωλήσεις ζημιογόνων μετοχών, μειώνοντας τις τιμές λόγω της υψηλής προσφοράς τίτλων, προς το τέλος του Δεκεμβρίου. Αυτό συμβαίνει για να απαλλαγούν από τη φορολογία από ζημίες αγοραπωλησιών μετοχών. Καταγράφουν λογιστικά τις ζημίες και καταλογίζουν τις φοροαπαλλαγές. Τις πρώτες ημέρες του Ιανουαρίου ωθούν τις τιμές προς τα πάνω λόγω της υψηλής ζήτησης για να επανέλθουν στο αρχικό τους χαρτοφυλάκιο. Αποφεύγουν τη φορολογία επί των κερδών παρουσιάζοντας τις ζημίες. Αυτή η συμπεριφορά μπορεί να δημιουργήσει το φαινόμενο του Ιανουαρίου.

➤ Λόγω υψηλής ρευστότητας

Το φαινόμενο του Ιανουαρίου οφείλεται στη ρευστότητα στο τέλος του έτους. Εξαιτίας της αύξησης στην επιχειρηματική δραστηριότητα στο τέλος του έτους, οδηγεί σε μεγαλύτερα κέρδη τον Δεκέμβριο. Τα κέρδη αυτά ή ένα μέρος από αυτά εισέρχονται στις κεφαλαιαγορές στην αρχή του χρόνου και οι τιμές των μετοχών ανοδικά αυξάνονται (Ogden 1990).

➤ **Λόγω της βελτίωσης της εμφάνισης του χαρτοφυλακίου**

Σύμφωνα με τους Haugen, Lakonishok (1987) και Lakonishok et al. (1991), οι διαχειριστές των θεσμικών χαρτοφυλακίων εφαρμόζουν μια στρατηγική κατά την οποία πωλούν μικρές και επικίνδυνες μετοχές με απώλειες τον μήνα Δεκέμβριο ή στο τελευταίο τρίμηνο του χρόνου. Στη θέση αυτών αγοράζουν πιο συντηρητικές μετοχές ή μετοχές που αποδίδουν υψηλές αποδόσεις στο τέλος του τρίμηνου, με αποτέλεσμα να παρουσιάσουν ένα πιο συντηρητικό χαρτοφυλάκιο με υψηλές αποδόσεις στους μετόχους. Τον Ιανουάριο αγοράζουν ξανά τις μετοχές τις οποίες τον Δεκέμβριο τις είχαν πουλήσει, έτσι ώστε να επανέλθουν στο αρχικό τους χαρτοφυλάκιο. Ο Chen and Singal το 2004 ανακάλυψαν ότι αν το window dressing οδηγεί στο φαινόμενο του Ιανουαρίου, το ίδιο θα πρέπει να ισχύει και στα υπόλοιπα τρίμηνα.

➤ **Λόγοι άμεσης χρηματικής ρευστότητας**

Οι επενδυτές κατά τη διάρκεια των διακοπών (Χριστούγεννα) θα χρειαστούν ρευστότητα για τις ανάγκες και τα ψώνια, με αποτέλεσμα να 'διώχνουν' τα χρεόγραφα κατά τον Δεκέμβριο και μετέπειτα τον Ιανουάριο έχουν την ανάγκη να τα επανακτήσουν σε χαμηλότερες τιμές.

➤ **Εκθέσεις αναφοράς**

Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων μικρής κεφαλαιοποίησης στο τέλος του έτους εμφανίζουν εκθέσεις αναφοράς, όπου τελικώς θεωρούνται πιο ελκυστικά τα χαρτοφυλάκια μικρής κεφαλαιοποίησης και στην αρχή του νέου έτους και συγκεκριμένα τον Ιανουάριο οι τοποθετήσεις των επενδυτών να είναι πιο μελετημένες.

➤ **Λόγω των ετήσιων προβλέψεων**

Στις αρχές του έτους, οι ετήσιες προβλέψεις των κερδών των εταιριών αναθεωρούνται από τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές και συνήθως είναι θετικές.

➤ **Λόγω των δώρων και των μισθών**

Οι μισθοί τον Δεκέμβριο είναι συνήθως αυξημένοι λόγω των δώρων. Αυτή η αύξηση της ποσότητας χρήματος οδηγεί τους επενδυτές στην αύξηση της ζήτησης για μετοχές με τον καινούργιο χρόνο.

➤ **Λόγω της ασυμμετρίας πληροφοριών**

Οι επιχειρήσεις ενημερώνουν τους επενδυτές όταν δημοσιεύονται οι νέες πληροφορίες, το οποίο είναι χαρακτηριστικό του Ιανουαρίου, με αποτέλεσμα οι επενδυτές λόγω της αυξημένης ενημέρωσης έχουν την τάση να αγοράζουν εκείνη την περίοδο.

➤ **Λόγω της μικροδομής της αγοράς**

Ο Keim (1989), ανακάλυψε τάσεις στις τιμές του κλεισίματος της αγοράς, οι οποίες καταγράφηκαν κατά την προσφορά της τελευταίας συναλλαγής του Δεκεμβρίου και στην ζήτηση στις αρχές του Ιανουαρίου, οι οποίες έδρασαν στο να είναι υψηλές οι αποδόσεις.

➤ **Λόγω του μεγέθους της επιχείρησης σε αναλογία με τον κίνδυνο**

Οι Rogalski και Tinic (1986), αναφέρουν ότι οι μικρές επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερο κίνδυνο στην αρχή του έτους, σε σχέση με τους υπόλοιπους μήνες.

6.2.2. Ανθρώπινη συμπεριφορά και ψυχολογικοί λόγοι

Εφόσον η αγορά απαρτίζεται από ανθρώπινα όντα, οι εξηγήσεις πηγάζουν μέσα από την ανθρώπινη φύση και την κοινωνική ψυχολογία, με αποτέλεσμα να μας οδηγήσει στην κατανόηση της συμπεριφοράς της χρηματιστηριακής ψυχολογίας. Με βάση την ψυχολογία, τα άτομα έχουν λίγες δυνατότητες επεξεργασίας πληροφοριών. Τα άτομα ίσως κάνουν λάθη και βασίζονται στις απόψεις των άλλων.

Παρατηρούνται δύο κατηγορίες εξηγήσεων που οφείλονται σε ψυχολογικούς παράγοντες:

➤ **Λόγω της ψυχολογίας και των προσδοκιών στις αρχές του έτους**

Οι θεσμικοί επενδυτές, τα ταμεία συντάξεων αλλά και τα μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα πραγματοποιούν τις επενδύσεις τους στην αρχή του καινούργιου έτους. Οι διαχειριστές επενδυτικών κεφαλαίων τοποθετούνται στην αγορά μετοχών ώστε να μην μείνουν πίσω από πλευράς αποδόσεων αρκετά νωρίς μέσα στο χρόνο. Οι υπόλοιποι επενδυτές προσεγγίζουν το νέο έτος με μια αισιόδοξη διάθεση, προσπαθώντας να επιτύχουν το καλύτερο δυνατό από θέμα ψυχολογίας της αγοράς, αλλά τόσο και σε επίπεδο πραγματικών εξελίξεων. Οι κερδισμένοι είναι τόσοι όσοι και οι χαμένοι, αυξάνονται οι επενδυτικές θέσεις αλλά και υπάρχει άνοδος στις τιμές των μετοχών (www.iraj.gr)

➤ **Λόγω της ψυχολογίας μετά τις διακοπές**

Παρατηρείται μεγαλύτερη όρεξη, διαύγεια και θετικότερη ψυχολογία μετά από την περίοδο των Χριστουγέννων στο να επενδύσουν και υτό συνδέεται με το φαινόμενο του santa claus rally.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΔΕΥΤΕΡΑΣ

Το φαινόμενο της Δευτέρας, είναι κάποιο είδος ανωμαλίας της αποτελεσματικότητας των κεφαλαιαγορών. Σύμφωνα με το φαινόμενο της Δευτέρας, δεν παρουσιάζεται σε όλες τις μέρες της εβδομάδος η ίδια ημερήσια μέση απόδοση στις αγορές, όπως πρέπει να γίνεται σύμφωνα με τη θεωρία των αποτελεσματικών αγορών (Λυρούδη Κατερίνης, Νούλα Αθανασίου, Κομισσοπούλου Γεωργίου 2002).

Το φαινόμενο αυτό αφορά τις μεγάλες αποδόσεις της Παρασκευής σε σύγκριση με τις αποδόσεις της Δευτέρας. Αν η χρηματιστηριακή αγορά έκλινε θετικά την Παρασκευή, το ίδιο θα έπρεπε να συμβαίνει και τη Δευτέρα. Οι αποδόσεις των εταιρειών θα έπρεπε να παρουσιάζουν τις ίδιες αποδόσεις για όλες τις ημέρες της εβδομάδας και ιδιαίτερα τις ημέρες των συναλλαγών, και έτσι προκύπτει το φαινόμενο του Σαββατοκύριακου, θα έπρεπε να είναι μηδενικό για όλα τα χρεόγραφα και να μείνει ανεπηρέαστο από το ρίσκο ή την μεταβλητότητα ενός χρεογράφου ή από τις ροπές στις αποδόσεις.

Η ανωμαλία της Δευτέρας θα μπορούσε να οριστεί ως οι αποδόσεις της Παρασκευής μείον τις αποδόσεις της ερχόμενης Δευτέρας ενός ατομικού χρεογράφου ή ενός χαρτοφυλακίου χρεογράφων. Το φαινόμενο της Δευτέρας έγκειται στις προ του Σαββατοκύριακου υψηλές αποδόσεις και τις μετά του Σαββατοκύριακου χαμηλές αποδόσεις, δηλαδή της Δευτέρας (Vijay Singal 2003).

7.1. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΘΕΜΕΛΙΩΣΗ

Ο Ken French, το 1980 μελέτησε το φαινόμενο της Δευτέρας πάνω σε δύο υποθέσεις. Η πρώτη υπόθεση είναι το trading time, οι αποδόσεις διαμορφώνονται κατά τις εργάσιμες ημέρες της εβδομάδας μόνο και έτσι οι αποδόσεις πρέπει να είναι ίδιες για όλες τις ημέρες των συναλλαγών. Η δεύτερη υπόθεση είναι το calendar time, οι αποδόσεις διαμορφώνονται στις μη εργάσιμες ημέρες της εβδομάδας και βάση αυτού οι αποδόσεις της Δευτέρας πρέπει να είναι τριπλάσιες σε σχέση με τις αποδόσεις των υπολοίπων ημερών, επειδή ο χρόνος ανάμεσα στο κλείσιμο της Παρασκευής και στο κλείσιμο της Δευτέρας είναι ίσος με τρεις ημέρες και όχι με μια όπως για τις υπόλοιπες ημέρες.

Ο French, συμπέρανε ότι υπάρχουν πολλά σημαντικά στοιχεία που υποστηρίζουν τις υψηλές αποδόσεις την Παρασκευή και τις χαμηλότερες την Δευτέρα. Από πολλές έρευνες έχει αποδειχθεί ότι η Δευτέρα και η Τρίτη εμφανίζει χαμηλές αποδόσεις και η Παρασκευή υψηλές αποδόσεις.

Μια ακαδημαϊκή μελέτη ανακάλυψε τα εξής:

- Το φαινόμενο αυτό υπάρχει πάνω από 100 χρόνια.
- Οι αποδόσεις της Παρασκευής είναι πιο χαμηλές όταν η αγορά είναι ανοιχτή το Σάββατο.
- Το φαινόμενο της Δευτέρας είναι μεγαλύτερο όταν υπάρχουν μικρά Σαββατοκύριακα
- Μεγάλος αριθμός υψηλών αποδόσεων εμφανίζεται πριν από διακοπές- αργίες παρά μετά.
- Το φαινόμενο της Δευτέρας παρουσιάζεται περισσότερο για μετοχές που κρατούνται από οργανισμούς.
- Το φαινόμενο της Δευτέρας θα είναι μεγαλύτερο όπου οι θεσμικοί επενδυτές είναι πιο ενεργοί.
- Το φαινόμενο της Δευτέρας έχει μειωθεί για τις μετοχές που ήταν πιο ενεργές σε αγοραπωλησίες τη δεκαετία του 90.

7.2. ΠΙΘΑΝΕΣ ΑΙΤΙΕΣ ΥΠΑΡΞΗΣ ΤΟΥ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟΥ ΤΗΣ ΔΕΥΤΕΡΑΣ

Κάποια από τα συμπεράσματα που προκύπτουν από το φαινόμενο της Δευτέρας από τις διάφορες μελέτες είναι τα εξής:

1. Κακή εφαρμογή των στατιστικών στοιχείων
2. Μικροδομή της αγοράς
3. Η πληροφοριακή ροή
4. Η διαφορά ζήτησης και προσφοράς
5. Διαφορετικές συμπεριφορικές πρακτικές συναλλαγών
6. Η ίδια φύση του φαινομένου
7. Η κυρίαρχη εξήγηση λόγω της απροστάτευτης ακάλυπτης πώλησης

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΔΕΥΤΕΡΑΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Στην Ελλάδα το φαινόμενο της Δευτέρας είναι πολύ περιορισμένες οι μελέτες του. Δυο μελέτες είναι γνωστές που ασχολούνται με το φαινόμενο της Δευτέρας και είναι οι εξής:

Η πρώτη μελέτη δημιουργήθηκε από τους Αλεξάκη Χρήστο και Ξανθάκη Εμμανουήλ. Μελέτησαν το φαινόμενο της Δευτέρας στο Ελληνικό χρηματιστήριο Αθηνών εξετάζοντας τον δείκτη του Κέντρου Χρηματιστηριακών Σπουδών του Πανεπιστημίου Αθηνών για την περίοδο από τον Ιανουάριο 1985 έως τον Φεβρουάριο 1994 και κάποιες υποπεριόδους 1985-1987 και 1988-1994. Τα αποτελέσματα είναι τα εξής:

- Για όλη την περίοδο (1985-1994) και την υποπερίοδο (1985-1987) οι μέσες αποδόσεις όλων των ημερών της εβδομάδας είναι θετικές εκτός της Τρίτης.
- Για την υποπερίοδο (1985-1987) η υψηλότερη απόδοση παρατηρείται την Παρασκευή.
- Την υποπερίοδο (1988-1994) τόσο η Δευτέρα όσο και η Τρίτη εμφανίζουν αρνητικές αποδόσεις, με μεγαλύτερη αρνητική απόδοση την Δευτέρα.
- Η μεγαλύτερη τυπική απόκλιση της απόδοσης παρατηρείται τη Δευτέρα σε όλες τις χρονικές περιόδους (Λυρούδη, Αθανασίου, Κομισσοπούλου, 2002)

Η δεύτερη μελέτη για το φαινόμενο της Δευτέρας στο Ελληνικό χρηματιστήριο Αθηνών διεξήχθη από την Νίκου Κ. κάνοντας χρήση των τιμών κλεισίματος του γενικού δείκτη και των κλαδικών δεικτών των τραπεζών, ωφελειών και βιομηχανιών για την περίοδο 1/1/1989- Ιούλιο 1995. Τα αποτελέσματα που προκύπτουν είναι τα εξής:

- Ο γενικός δείκτης παρουσίασε χαμηλή θετική μέση απόδοση τη Δευτέρα, αρνητική μέση απόδοση την Τρίτη και Τετάρτη και υψηλή θετική μέση απόδοση την Πέμπτη και την Παρασκευή. Η απόδοση της Παρασκευής είναι πολύ πιο υψηλή από τις μέσες αποδόσεις τω άλλων ημερών.
- Οι μέσες ημερήσιες αποδόσεις των κλαδικών δεικτών διαμορφώθηκαν όπως του γενικού δείκτη αλλά είχαν και κάποιες διαφορές.
- Όλοι οι δείκτες παρουσίασαν υψηλές τυπικές αποκλίσεις των μέσων αποδόσεων την Δευτέρα και την Τρίτη και χαμηλές την Παρασκευή. Ο δείκτης των τραπεζών παρουσίασε την υψηλότερη τυπική απόκλιση και ο βιομηχανικός δείκτης τη χαμηλότερη.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Από την εποχή της εμφάνισης της Θεωρίας Αποτελεσματικών Αγορών, έχουν γίνει δεκάδες έρευνες οι οποίες προσπαθούν να ερμηνεύσουν τη συμπεριφορά των αγορών και να τις κατατάξουν σε κατηγορίες ανάλογα με το πόσο αποτελεσματικές είναι. Όσο περισσότερο ανεπτυγμένες και ώριμες είναι οι αγορές, τόσο πιο αποτελεσματικές γίνονται. Σημαντικό ρόλο παίζει η ύπαρξη και ο βαθμός του ανταγωνισμού για την αποκόμιση πληροφοριών στην κάθε αγορά, εφόσον όλοι οι επενδυτές στηρίζουν τις αποφάσεις τους για τη διαχείριση των χαρτοφυλακίων τους και τη συλλογή των ειδήσεων που επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης και όχι σε γεγονότα που δεν αφορούν τα μεγέθη της, γίνεται πιο αποτελεσματική η αγορά και οι μετοχές ακολουθούν τον ' τυχαίο περίπατο '. Στη συνέχεια οι επενδυτές ανάλογα με την πορεία που ακολουθεί η αγορά, αν δηλαδή είναι αποτελεσματική ή όχι και ποιας μορφής, εφαρμόζουν ανάλογες στρατηγικές.

Μελέτες έχουν δείξει ότι οι αγορές δεν είναι τέλεια αποτελεσματικές, εμφανίζουν κάποια σημάδια αναποτελεσματικότητας. Όπως οι μελέτες που ασχολούνται με τον έλεγχο της ασθενούς μορφής αποτελεσματικότητας, παρατηρείται κάποια συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων των τιμών των μετοχών. Όσον αφορά στις μελέτες των αγορών που αφορούν μορφές ισχυρής αποτελεσματικότητας, οδηγούμαστε ότι υπάρχει κάποια μορφή προνομιακής πληροφόρησης στα χέρια ολίγων, που σημαίνει ότι οι τιμές των μετοχών δεν εμπεριέχουν όλη την πληροφόρηση της αγοράς. Τελικά οι έρευνες που αφορούν τον εντοπισμό διαφόρων μορφών χρηματιστηριακών ανωμαλιών, φαίνεται ότι τα παραπάνω φαινόμενα κάνουν αισθητή την παρουσία τους αλλού λιγότερο και αλλού περισσότερο. Διάφορες εξηγήσεις προσπαθούν να ερμηνεύσουν από που πηγάζουν τα φαινόμενα των χρηματιστηριακών ανωμαλιών. Η πρώτη εξήγηση θεωρεί ότι η υπεραντίδραση στα πλαίσια των θεωριών συμπεριφοράς ευθύνεται για τη βραχυχρόνια τιμολόγηση. Το γεγονός αυτό οδηγεί σε ανάπτυξη επενδυτικών στρατηγικών για την εκμετάλλευση αυτών των φαινομένων και την

αποκόμιση μη κανονικών αποδόσεων. Από την άλλη πλευρά, στα πλαίσια μιας ορθολογικής αγοράς, οι μετοχές αξίας περιέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο.

Επιπλέον η παραδοσιακή χρηματοοικονομική επιστήμη βασίζεται στην ορθολογική οικονομική συμπεριφορά των επενδυτών, η οποία αδυνατεί να αποδώσει κάποιες εξηγήσεις για τα διάφορα φαινόμενα των αγορών. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική επιστήμη υποστηρίζει ότι η συμπεριφορά των επενδυτών δεν είναι πάντα ορθολογική. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική εξηγεί την διακύμανση των τιμών κάτι το οποίο δεν μπορεί να εξηγήσει η χρηματοοικονομική. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική παραδέχεται τον συνδυασμό της χρηματοοικονομικής ανάλυσης και των ψυχικών διεργασιών για τη λήψη των αποφάσεων.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική είναι σε θέση να καλύψει τα κενά που δημιουργούνται στις διάφορες εξηγήσεις των ανωμαλιών των αγορών με βάση στοιχεία όπως η ψυχολογία, η κοινωνιολογία και άλλες κοινωνικές επιστήμες, τα οποία κατά καιρούς αγνοήθηκαν από την οικονομική επιστήμη.

Το φαινόμενο του Ιανουαρίου προέρχεται από το γεγονός ότι οι επενδυτές βλέπουν θετικά το ξεκίνημα του καινούργιου χρόνου. Με αποτέλεσμα να κάνουν τις αγορές τους με περισσότερη όρεξη, ανεβασμένη ψυχολογία ανεξαρτήτως με τι Δεκέμβρη είχαν.

Το φαινόμενο της Δευτέρας δημιουργείται από τον εξής συνδυασμό: τις δημοσιεύσεις των ειδήσεων του Σαββατοκύριακου από τις επιχειρήσεις, ώστε να αποφύγουν τις αναταραχές της αγοράς με αποτέλεσμα οι επενδυτές την Δευτέρα να κάνουν πωλήσεις.

Παρατηρούνται εποχικά πρότυπα που αφορούν σε θετικές και αρνητικές αποδόσεις, εκτός του Ιανουαρίου και οδηγούν σε χρηματιστηριακές αγορές μακριά από την αποτελεσματικότητα. Η εμφάνιση των εποχικών φαινομένων αποτελεί απόδειξη ότι οι συγκεκριμένες αγορές δεν είναι αποτελεσματικές και επιτρέπουν στους επενδυτές να επιτύχουν υψηλές αποδόσεις συγκριτικά με της αγοράς επιλέγοντας τη κατάλληλη στρατηγική, λαμβάνοντας υπόψη τους μήνες που παρουσιάζουν συστηματικά αρνητικές αποδόσεις

Βιβλιογραφία

Ελληνική Βιβλιογραφία

Βασιλείου Δ. (2008), Στρατηγική Τραπεζών, Διαχείριση Χαρτοφυλακίου, Τόμος Β, Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο, Πάτρα.

Βασιλείου Δ. και Ν. Ηρειώτης (2008), Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Εκδόσεις Rosili, Αθήνα.

Βασιλείου Δ. και Ν. Ηρειώτης (2009), Ανάλυση Επενδύσεων και Διαχείριση Χαρτοφυλακίου, Εκδόσεις Rosili, Αθήνα.

Δράκος Α., Καραθανάσης Γ. (2010), Χρηματοοικονομική Διοίκηση των Επιχειρήσεων, Μπένου Ε., Αθήνα.

Λελεδάκης Γ. (2007), Ανάλυση και Διαχείριση Χαρτοφυλακίου, Εκδόσεις Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών, Αθήνα.

Συριόπουλος κ. (1999), Διεθνείς Κεφαλαιαγορές, Εκδόσεις Ανικούλα, Θεσσαλονίκη.

Ξενόγλωσση Βιβλιογραφία

Anderson L., Gerlach J., Ditraglia F. (2005). "Yes, Wall Street There Is a January Effect Evidence from Laboratory Auctions". College of William and Mary Department of Economics. Working Paper Number 15, σελ: 2,3,5,6.

Ariel, R.A., (1990), High Stock Returns Before Holidays : Existence and Evidence on Possible Causes, Journal of Finance, 45(5), December, 1611-1626.

Constantinides G., Harris M., Stulz R. 2003. "Handbook of the economics of finance". Volume IB. Εκδότης: Elsevier Science & Technology, ISBN : 0-444-51363-9, σελ : 942.

Cuthbertson K., Nitzsche D. (2004). "Quantitative Financiae. Economics. Stocks, bonds and foreign exchange". Second edition. Εκδόσεις: John Wiley & Sons Ltd, ISBN 0-470-09171-1, σελ: 54,55,56,70,71.

Fama, E. F. (1970), Efficient Capital Markets: A Review of the Theory and Empirical Work, Journal of Finance 25(2), pp. 383-417.

Frensch, K.R., (1980), Stock returns and the weekend effect. Journal of Financial Economics, March, 8(1).

Gibbons, M.R., Hess, p., (1981), Day of the week effects and asset returns, Journal of Business, 54(4), 582-583.

Giovanis, E. (2009) The Month-of-the-year Effect : Evidence from GARCH models in Fifty Five Stock Markets. MPRA Paper 22328, University Library of Munich, Germany.

Gu, A.Y. (2006) The declining January effect: Experience of five G7 countries. *Academy of Accounting and Financial studies journal* 10(1).pp. 41-48.

Gultekin, M.N. & Gultekin, N.B. (1983) Stock Market Seasonality : International Evidence. *Journal of Financial Economics* 12(4).pp. 41-48.

Hansen P.R & Lunde A. (2003), Testing the Significance of Calendar Effects, Working Paper No. 200303 January, Brown University Department of Economics.

Hansen, P.R., A. Lunde. & J.M. Nason . (2005) Testing the significance of calendar effects. Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper number 2005-02.

Harris,L., (1986), How to profit from intraday stock returns. *Journal of Portfolio Management*, October, 12(2).

Hirshleifer, D. and Shumway, T. (2003), Good Day Sunshine : Stock Returns and the weather, *Journal of Finance*, vol.58, pp.1009-1032.

Keim, Donald B. (1982), "Size Related Anomalies and Stock Return Seasonality", *Journal of Financial Economics*, June 1983, 13-22.

Mills, T.C., Siriopoulos, C., Markellos, R.N. & Harizanis, D., (2000), Seasonality in the Athens stock exchange. *Applied Financial Economics*, 10, 137-142.

Mylonakis J., Tserkezos D. (2008). *Global of Finance and Banking Issues* Vol. 2. No. 2. "The 'January effect' results in the Athens stock exchange (ASE)". University of Crete, Department of Economics Sciences. Crete- Greece, σελ: 45,54.

Roll, Richard. (1983), Vas ist das? The turn-of- the-year effect and the return premia of small firms, *Journal of Portofolio Management* 9, 18-28.

Rozeff, M. And W. R. Kineey, Jr. (1976) Capital Market Seasonality: The Case of Stock Returns. *Journal of Financial Economics* 3(4). Pp. 379-402.

Schwert, G.W. (2003) Anomalies and Market Efficiency, Chaper 15 of *Handbook of the Economics and Finance* 1. pp.939-974.

Singal V. (2004). "All things considered, taxes drive the January effecr". *The Journal of Financial Research* Vol. XXVII, No. 3 Pages 351-372. Honghui Chen University of Central Florida, σελ: 369.

Singal V. (2003). "Beyond the random walks: Aguide to stock market anomalies and low-risk investing". Oxford University Press. ISBN0-19-515867-9, σελ: 26, 27,40,41,44,46,47,48,53.

Siqi Guo, Zhiqiang Wang.(2007). “Market efficiency anomalies : A study of seasonality effect on the Chinese stock exchange” Umea University, Umea School of Business, σελ : 15.

S. P. Kothari, Jay Shanken .(2002). S. P. Kothari, Jay Shanken.(2002). “Anomalies and Efficient Portofolio Formation” The Research Foundation of the Association for Investment Management and Research, ISBN 0943205603, σελ: 4,5.

