



**ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ
ΚΡΗΤΗΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ**

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΗΜΕΡΟΛΟΓΙΑΚΕΣ ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ – ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ
ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ ΚΑΙ ΔΕΥΤΕΡΑΣ ΣΤΟΥΣ ΔΕΙΚΤΕΣ ΤΩΝ
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ**

ΝΙΚΟΛΑΟΣ Α. ΜΑΝΤΖΩΡΟΣ

ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ: ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ ΠΑΠΑΔΟΜΑΝΩΛΑΚΗΣ

**ΗΡΑΚΛΕΙΟ
ΜΑΙΟΣ 2011**

*Η παρούσα εργασία αφιερώνεται
στους γονείς μου, Ανδρέα και Μαρία.*

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	1
1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	2
2. ΑΓΟΡΕΣ.....	3
2.1. ΟΡΙΣΜΟΣ ΑΓΟΡΑΣ.....	3
2.2. ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ – ΟΡΙΣΜΟΣ.....	3
2.2.1. Ρόλος των αγορών χρήματος και κεφαλαίου.....	4
2.2.2. Κατηγορίες αγορών.....	5
2.2.3. Φάσεις αγορών.....	5
2.2.4. Πλεονεκτήματα κεφαλαιαγορών.....	6
3. Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ.....	7
3.1. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΘΕΜΕΛΙΩΣΗ.....	7
3.2. ΟΡΙΣΜΟΣ ΥΠΟΘΕΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ Ή ΕΠΑΡΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ.....	8
3.3. ΠΡΟΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΥΠΑΡΞΗΣ ΜΙΑΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ.....	9
3.3.1. Γενικές συνθήκες.....	9
3.3.2. Ιδιαίτερες συνθήκες.....	10
3.4. ΜΟΡΦΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΕΠΑΡΚΕΙΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ.....	11
3.4.1. Μορφή Ασθενούς Αποτελεσματικότητας (weak - form efficiency)	11
3.4.2. Μορφή Ημί - Ισχυρής Αποτελεσματικότητας(semi-strong form efficiency).....	11
3.4.3. Μορφή Ισχυρής Αποτελεσματικότητας(strong form efficiency).....	12
3.5. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΥΠΟΘΕΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΑΡΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ.....	13
4. ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ ΑΓΟΡΩΝ.....	14
4.1. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ.....	14
4.2. ΜΗ ΗΜΕΡΟΛΟΓΙΑΚΕΣ ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ (non calendar anomalies)	15
4.3. ΗΜΕΡΟΛΟΓΙΑΚΕΣ ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ Η ΕΠΟΧΙΚΕΣ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ (Calendar effects or Seasonality Effects)	18
4.3.1. Διακρίσεις ημερολογιακών ανωμαλιών.....	19
5. ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΟΥ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ (January effect or the Turn of the year effect)	22
5.1. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΘΕΜΕΛΙΩΣΗ.....	24
5.2. ΠΙΘΑΝΕΣ ΑΙΤΙΕΣ ΥΠΑΡΞΗΣ ΤΟΥ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΟΥ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ.....	24

5.2.1. Οικονομικοί λόγοι.....	24
5.2.2. Ανθρώπινη συμπεριφορά και ψυχολογικοί λόγοι.....	27
5.3. ΟΙ ΠΕΠΟΙΘΗΣΕΙΣ ΣΤΟΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟ ΚΥΚΛΟ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΓΙΑ ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΟΥ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ.....	29
6. ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΟΥ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗΜΕ ΤΟ ΑΜΕΡΙΚΑΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ.....	30
7. ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΔΕΥΤΕΡΑΣ (Monday effect or the Weekend effect or the Day of the week effect or Weekday effect or the Monday seasonal)	34
7.1. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΘΕΜΕΛΙΩΣΗ.....	35
7.2. ΠΙΘΑΝΕΣ ΑΙΤΙΕΣ ΥΠΑΡΞΗΣ ΤΟΥ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΔΕΥΤΕΡΑΣ.....	36
7.2.1. Κακή εφαρμογή των στατιστικών τεχνικών.....	36
7.2.2. Η Μικροδομή της αγοράς.....	37
7.2.3. Η πληροφοριακή ροή.....	38
7.2.4. Η διαφοράς ζήτησης και προσφοράς.....	40
7.2.5. Διαφορετικές συμπεριφορικές πρακτικές συναλλαγών.....	40
7.2.6. Η ίδια φύση του φαινομένου.....	43
7.2.7. Η κυρίαρχη εξήγηση λόγω της απροστάτευτης ακάλυπτης πώλησης (Short selling).....	46
8. ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΔΕΥΤΕΡΑΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....	47
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	49
<u>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</u>	50



ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η Κλασική Χρηματοοικονομική επιστήμη και κα' επέκταση και η θεμελιώδη οικονομική ορθολογική συμπεριφορά αδυνατούν να εξηγήσουν τις διάφορες ανωμαλίες των αγορών. Η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών συγκρούεται με αυτά τα φαινόμενα και οι διάφορες εξηγήσεις που δίνονται δεν είναι σύμφωνες με την θεωρία αυτή η οποία αποτελεί τον θεμέλιο λίθο στην χρηματοοικονομική θεωρία.

Στην παρούσα εργασία θα ασχοληθούμε σε θεωρητικό επίπεδο, με τις ημερολογιακές ανωμαλίες των αγορών και πιο συγκεκριμένα με το φαινόμενο του Ιανουαρίου, της Δευτέρας και τις διάφορες προσεγγίσεις που προσπαθούν να δώσουν εξηγήσεις στα φαινόμενα αυτά λαμβάνοντας υπόψη και τους ψυχολογικούς και κοινωνικούς παράγοντες που έχει εισάγει η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική.



ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ένα από τα πιο πολυσυζητημένα θέματα στο κλάδο της χρηματοοικονομικής επιστήμης είναι η δυνατότητα πρόβλεψης των τιμών και των αποδόσεων των μετοχών στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Από τον παλαιό καιρό κιόλας, στις αγορές μετοχών, οι επενδυτές σε όλο τον κόσμο αναζητούσαν διαρκώς πρακτικούς τρόπους που θα μπορούσαν να αυξήσουν την πιθανότητα της αποκόμισης αξιόλογων κερδών στο Χρηματιστήριο. Ζητούμενο τους ήταν η ορθή πρόβλεψη των τιμών και των αποδόσεων των μετοχών.

Η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών (Efficient Market Hypothesis, Fama 1970), σύμφωνα με την οποία οι χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών αντανακλούν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες και δεν υπάρχει δυνατότητα πρόβλεψης των τιμών των μετοχών, όπως θα αναλύσουμε και παρακάτω, έρχεται σε αντίθεση με τα αποτελέσματα πολλών εμπειρικών ερευνών. Από τις έρευνες αυτές προκύπτουν κάποιες ημερολογιακές ανωμαλίες οι οποίες είναι φαινόμενα τα οποία επηρεάζουν τις αποδόσεις των εισηγμένων μετοχών των εταιριών στο χρηματιστήριο. Έτσι οποιαδήποτε προσπάθεια πρόβλεψης των τιμών των μετοχών σε αυτή την περίπτωση υφίσταται ανεπαρκής. Τα φαινόμενα αυτά έχουν προσελκύσει το ενδιαφέρον αυτών που ασχολούνται με τις κεφαλαιαγορές από το 1964 και μετά. Συνοπτικά, σύμφωνα με την θεωρία της E.M.H, σε μια αποτελεσματική αγορά οι παρούσες τιμές των περιουσιακών στοιχείων αντικατοπτρίζουν πλήρως κάθε σχετική και διαθέσιμη πληροφορία με γρήγορο και ακριβή τρόπο. Έτσι δεν θα έπρεπε να υπάρχουν διάφορα ημερολογιακά φαινόμενα ή ημερολογιακές ανωμαλίες (calendar effects or calendar market anomalies), στις αποδόσεις των εισηγμένων μετοχών των εταιριών. Η ύπαρξη τέτοιων φαινομένων δηλώνει την δυνατότητα να αποκτά κάποιος επενδυτής υπεραποδόσεις με την ανάλογη στρατηγική του συγχρονισμού της αγοράς (market timing), γεγονός όμως που ανατρέπει τη θεωρία της αποτελεσματικότητας των αγορών (EMH). Καθώς οι ερευνητές έχουν εντοπίσει αυτά τα φαινόμενα τα τελευταία 50 χρόνια και τα έχουν γνωστοποιήσει θα έπρεπε να εξουδετερώνονται από τον μηχανισμό της αγοράς. Παρόλα αυτά συνεχίζουν να εμφανίζονται τόσο σε ανεπτυγμένες όσο και σε αναδυόμενες κεφαλαιαγορές.

Στη παρούσα εργασία θα αναφερθούμε στις ημερολογιακές ανωμαλίες (Calendar market anomalies or seasonal effects) καθώς και θα αναλύσουμε διεξοδικά το φαινόμενο της Δευτέρας (the Monday Effect) και το φαινόμενο του Ιανουαρίου (the January Effect).



2. ΑΓΟΡΕΣ

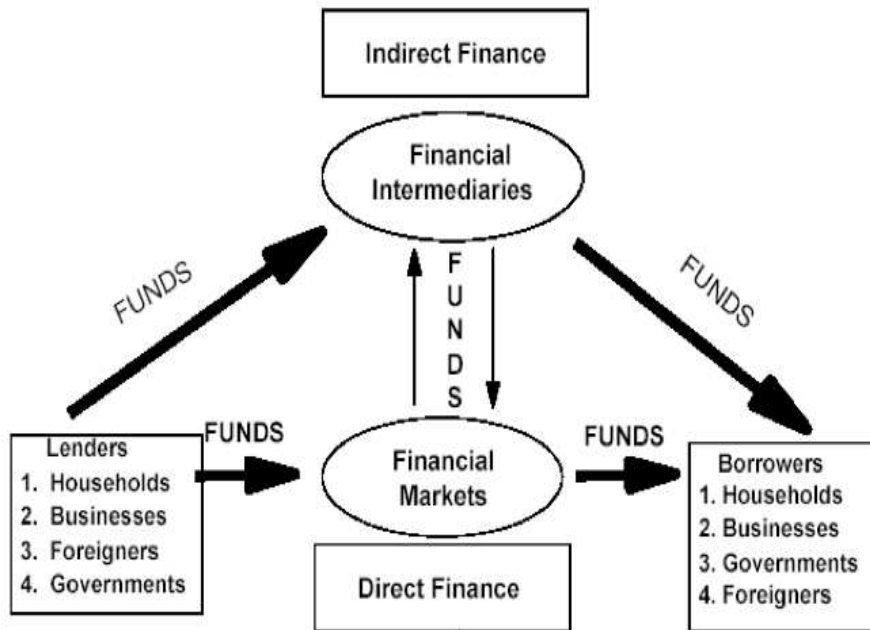
2.1. ΟΡΙΣΜΟΣ ΑΓΟΡΑΣ

Με τον όρο «Αγορά» εννοούμε τον τόπο όπου πωλούνται ή αγοράζονται αγαθά και υπηρεσίες. Εξαιτίας της ύπαρξης μεγάλης εξειδίκευσης στις παραγωγικές λειτουργίες και στον καταμερισμό των έργων είναι απαραίτητο να λειτουργούν κάποιες αγορές ώστε να ανταλλάσσονται διάφορα προϊόντα και υπηρεσίες ώστε να ικανοποιούνται οι διάφορες ανάγκες. Ο ρόλος της αγοράς είναι μείζονος σημασίας για όλες τις οικονομίες, με οποιοδήποτε σύστημα και αν αυτές λειτουργούν. Στις χώρες που εφαρμοζόταν σύστημα κεντρικού προγραμματισμού, οι αγορές αυτές λειτουργούσαν απλά σαν τόποι διάθεσης των παραχθέντων προϊόντων και υπηρεσιών προς τους καταναλωτές και ο ρόλος τους ήταν ασήμαντος στη λήψη των βασικών οικονομικών αποφάσεων (δηλαδή το πως θα παραχθεί, τι θα παραχθεί, υπό ποιες προϋποθέσεις θα παραχθεί κτλ.), οι οποίες λαμβάνονταν από τους διάφορους αρμόδιους φορείς της εκάστοτε κρατικής εξουσίας.

Αντιθέτως στις χώρες όπου η οικονομία είναι ελεύθερη και αλληλεπιδρούν δύο βασικές δυνάμεις, η ζήτηση (demand) και η προσφορά (supply), οι αγορές δεν έχουν μόνο το ρόλο των χώρων συναλλαγών αλλά λειτουργούν και σαν κέντρα οπού λαμβάνονται οικονομικές αποφάσεις, οι οποίες διαρθρώνονται μέσω της ζήτησης και της προσφοράς, 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 και το πως προωθείται και αναπτύσσεται η οικονομία της εκάστοτε κοινωνίας.

2.2. ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ – ΟΡΙΣΜΟΣ

Μια κεφαλαιαγορά είναι το σύνολο των θεσμικών κανόνων που εξυπηρετούν την μεταφορά κεφαλαίων μεταξύ των ενδιαφερόμενων επενδυτών και μεταφορά χρηματοοικονομικών αγαθών από τον ένα επενδυτή στον άλλον. Μέσω μια αγοράς είναι δυνατό να μεταφερθούν χρήματα από τους αποταμιευτές στους παραγωγούς (με μειωμένο κόστος), αυξάνοντας με αυτό τον τρόπο την αξία των χρημάτων που χρησιμοποιεί η οικονομία, γεγονός που συμβάλει στην μετέπειτα ώθηση και ανάπτυξη της, επιτρέποντας σε αυτούς που συμμετέχουν σε αυτή να διαχειρίζονται παράλληλα τον επενδυτικό κίνδυνο που αντιμετωπίζουν. Με αυτόν τον τρόπο γίνεται αποτελεσματική η κατανομή του πλούτου.



Εικόνα 1. Μεταφορά κεφαλαίων μέσω του χρηματοοικονομικού συστήματος (Συριόπουλος, 2009).

2.2.1. Ρόλος των αγορών χρήματος και κεφαλαίου

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

- ❖ Συντελούν στην αναπτυξιακή ώθηση των επιχειρήσεων (δημοσίων και ιδιωτικών) και κατ' επέκταση στην οικονομική δραστηριότητα και στο οικονομικό κύκλωμα της αγοράς μιας χώρας.
- ❖ Η παραγωγικότητα των επιχειρήσεων γίνεται πιο δυναμική, δεδομένου ότι δεν χρησιμοποιούνται επιπλέον επιχειρηματικοί πόροι εκτός των ιδίων πόρων των επιχειρήσεων.
- ❖ Συμβάλουν στην κάλυψη του ελλείμματος στον οικονομικό προϋπολογισμό με την έκδοση νέων κρατικών ομολογιών.
- ❖ Δημιουργούν, βελτιώνουν και εξασφαλίζουν συνθήκες ιδανικές επενδυτικού δέλεαρ εσωτερικά και εξωτερικά.



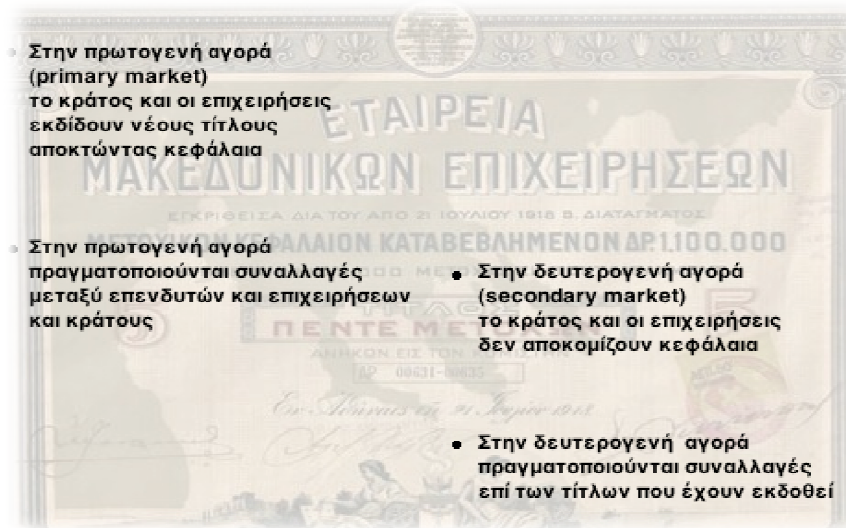
- ❖ Αναπτύσσεται και βελτιώνεται ο κλάδος των ιδιωτικών παραγωγικών μονάδων με αποτέλεσμα την ίση κατανομή κέρδους προερχόμενη από την επιχειρησιακή δραστηριότητα.
- ❖ Επιτυγχάνεται ο υγιής ανταγωνισμός και η διαφάνεια μέσω της επίβλεψης από τις αρμόδιες αρχές.

2.2.2 Κατηγορίες αγορών

Τα είδη των αγορών διακρίνονται ανάλογα με τα χρηματοοικονομικά προϊόντα που κινούνται μέσα σε αυτές. Έτσι στις αγορές κεφαλαίου (capital markets) υπάρχουν οι μετοχές (προνομιούχες, κοινές κτλ) και τα εταιρικά ομόλογα. Στις αγορές χρήματος αντικείμενο συναλλαγής και διαπραγμάτευσης αποτελούν τα ομόλογα (κρατικά, εμπορικά κτλ), το συνάλλαγμα και διάφορα άλλα χρηματοοικονομικά προϊόντα όπως παραδείγματος χάριν τα γραμμάτια κυμαινομένου επιτοκίου, οι εγγυήσεις καταθέσεων, οι συμφωνίες επαναγοράς. Επίσης στις αγορές παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων αντικείμενο διαπραγμάτευσης είναι τα προθεσμιακά συμβόλαια και τα δικαιώματα.

2.2.3 Φάσεις αγορών

Οι αγορές κεφαλαίου διαχωρίζονται σε Πρωτογενείς (κεφαλαιαγορές) και Δευτερογενείς (χρηματιστηριακές .) αγορές. Στις πρωτογενείς εκδίδονται νέες κινητές αξίες (εισαγωγή εταιριών στο Χρηματιστήριο) και διανέμονται προς το ενδιαφερόμενο επενδυτικό κοινό είτε μέσω δημοσίων προσφορών (initial public offering) είτε μέσω ιδιωτικών τοποθετήσεων (private placements), (Μπάλιος, 2006). Στην δευτερογενή αγορά γίνεται αναδιαπραγμάτευση των ήδη εισηγμένων αξιογράφων και δεν γίνεται άντληση νέων κεφαλαίων ούτε έκδοση νέων αξιογράφων παρά μόνο συναλλάσσονται τα ήδη εισηγμένα αξιόγραφα. Ακόμα μια περίπτωση στην δευτερογενή αγορά η οποία συναντάται πολλές φορές είναι οι επιχειρήσεις να αποκτούν μετοχές άλλων εταιριών με σκοπό τον έλεγχο.



Εικόνα 2. Πρωτογενής και δευτερογενής αγορά.

2.2.4 Πλεονεκτήματα κεφαλαιαγορών

Τα βασικά πλεονεκτήματα οργανωμένων κεφαλαιαγορών (πρωτογενών και δευτερογενών) για τις επιχειρήσεις είναι τα εξής:

- ❖ Οι επιχειρήσεις ικανοποιούν τις ανάγκες τους για εύρεση επιπλέον κεφαλαίων με την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο.
- ❖ Μπορούν να αντλήσουν επιπλέον κεφάλαια με αυξήσεις κεφαλαίου.
- ❖ Προσφέρουν μεγάλη ρευστότητα στους μετόχους, κάνοντας έτσι πιο ελκυστική την επένδυση στην μετοχή της επιχείρησης.
- ❖ Καθίσταται ευκολότερη η διαδικασία των συγχωνεύσεων και εξαγορών γιατί η αξία των εισηγμένων εταιριών καθορίζεται καθημερινά και είναι εύκολα μετρήσιμη.
- ❖ Οι εισηγμένες επιχειρήσεις απολαμβάνουν μεγαλύτερης δημοσιότητας (www.euretirio.com).

Από τα παραπάνω συμπεραίνεται ότι οι οργανωμένες και ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές συμβάλλουν στη οικονομική ανάπτυξη και στο οικονομικό κύκλωμα των αγορών μειώνοντας την ανεργία λόγω της ενίσχυσης των επενδύσεων των επιχειρήσεων οι οποίες αντλούν κεφάλαια από αυτές τις καλά οργανωμένες κεφαλαιαγορές μέσω της επενδυτικής δραστηριότητας των αποταμιευτών.



3. Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

3.1. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΘΕΜΕΛΙΩΣΗ

Κατά το μέσο της δεκαετίας του 1960, ο σχηματισμός των τιμών των αξιογράφων απασχόλησε την οικονομική και ακαδημαϊκή κοινότητα. Αρχικά, επικεντρώθηκαν στην ανεξαρτησία των τιμών των χρεογράφων και στο υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου (random walk).

Το υπόδειγμα αυτό αναφέρει ότι η μελλοντική πορεία της τιμής μιας μετοχής δεν είναι περισσότερο προβλέψιμη από την πορεία μιας αθροιστικής σειράς τυχαίων αριθμών. Επομένως, οι τιμές του χρηματιστηρίου δεν μπορούν να προβλεφθούν (Καράτζας, 2010). Θεωρώντας ότι οι τιμές ακλουθούν το υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί η παρελθούσα χρονοσειρά των τιμών ώστε να γίνουν προβλέψεις για την πραγματοποίηση υπερβαλουσών αποδόσεων.

Με βάση τα αποτελέσματα εκείνης της περιόδου υποστηριζόταν ότι οι τιμές των μετοχών ήταν σύμφωνες με το υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου και ότι οι αποδόσεις των μετοχών ήταν ανεξάρτητες μεταξύ τους. Έτσι ήταν αδύνατον, με βάση τις παρελθοντικές μεταβολές των τιμών η πρόβλεψη των μελλοντικών αποδόσεων.

Ως εκ' τούτου κατέληξαν στην δημιουργία της θεωρίας της αποτελεσματικής αγοράς ή υπόθεση της αποτελεσματικότητας των αγορών (Efficient Market Hypothesis), η οποία αποτελεί τα τελευταία 50 χρόνια θεμέλιο λίθο στον κλάδο της χρηματοοικονομικής.

Στην νεοκλασική θεωρία, η έννοια της αποτελεσματικής αγοράς είχε να κάνει με την επίτευξη της ισορροπίας. Επίσης, υπάρχει η κατά Pareto αποτελεσματικότητα (Vilfredo Pareto) σύμφωνα με την οποία δεν είναι εφικτή η θέση ενός ατόμου να βελτιωθεί αν δεν υποβαθμιστεί η θέση κάποιου άλλου ατόμου. Κατ' επέκταση, στην παραγωγική αποτελεσματικότητα σύμφωνα με αυτή, σε επίπεδο ισορροπίας, δεν είναι εφικτό η επίτευξη μιας παραπάνω μονάδας ενός προϊόντος, αγαθού ή υπηρεσίας αν δεν μειωθεί η παράγωγη σε κάποιο άλλο αντίστοιχα.

Στον κλάδο της οικονομικής επιστήμης η αποτελεσματική αγορά έχει να κάνει με την δραστηριότητα των συναλλαγών, τις πληροφορίες και την κατανομή των αποδόσεων. Η αποτελεσματικότητα όσο αφορά την διενέργεια των συναλλαγών, έχει να κάνει με την λειτουργική απόδοση της αγοράς (operational efficiency) έχοντας βασικό χαρακτηριστικό το χαμηλό κόστος συναλλαγών. Η αποτελεσματικότητα, όσο αφορά την κατανομή των αποδόσεων (allocational efficiency), είναι ένα θεωρητικό μέτρο του οφέλους και το



χαρακτηριστικό μιας αποδοτικής αγοράς στην οποία το κεφάλαιο διατίθεται με τέτοιο τρόπο ώστε να ωφελεί όλους τους συμμετέχοντες. Η πληροφοριακή αποτελεσματικότητα (informational efficiency) έχει να κάνει με το βαθμό στον οποίο η τιμή ενός περιουσιακού στοιχείου αντανακλά όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες.

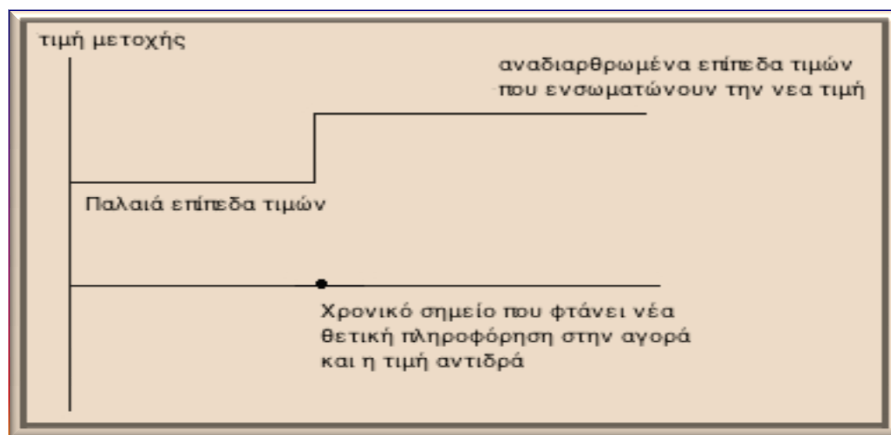
Κατά την αρχή η έννοια της αποτελεσματικότητας είχε να κάνει με την αγορά που αντιδρά άμεσα και τάχιστα στην νέα προβαλλόμενη πληροφορία. Γρήγορα όμως διαπίστωσαν ότι η συγκεκριμένη αναφορά στην έννοια δεν αντικατοπτρίζει σε μεγάλο βαθμό την ουσία των πραγμάτων για το οποίο αναφέρεται. Έτσι το 1970 ο Fama κατέληξε στον εξής ορισμό: «Μια αγορά είναι αποτελεσματική όταν οι τιμές των αξιογράφων αντανακλούν πλήρως και άμεσα όλη την διαθέσιμη πληροφόρηση που σχετίζεται με την διαδικασία σχηματισμού τους». Υπό αυτήν την έννοια η αποτελεσματική αγορά γίνεται πιο συγκεκριμένη γιατί εμπεριέχει την ορθολογική επεξεργασία της πληροφορίας. Σε γενικές γραμμές, όταν οι οικονομολόγοι μιλούν για αποτελεσματικότητα στις κεφαλαιαγορές εξετάζουν τις τιμές των μετοχών και τις αποδόσεις οι οποίες προέρχονται από το αποτέλεσμα της ζήτησης και της προσφοράς σε μια ανταγωνιστική αγορά η οποία απαρτίζεται από ορθολογικούς επενδυτές (rational traders). Αυτοί οι ορθολογικοί επενδυτές δέχονται και αφομοιώνουν οποιαδήποτε πληροφορία που σχετίζεται με τον καθορισμό των τιμών και των αποδόσεων των αξιογράφων με αποτέλεσμα μέσω της ζήτησης και της προσφοράς να ωθούν τις τιμές σε άμεση προσαρμογή. Ως εκ τούτου, οι επενδυτές δεν έχουν διαφορετικά συγκριτικά πλεονεκτήματα όσον αφορά την απόκτηση και την πρόσβαση στις πληροφορίες. Επόμενος, σε μια τέτοια αγορά δεν θα έπρεπε να υπάρχουν ευκαιρίες ώστε οι αποδόσεις των μετοχών να υπερβαίνουν την δίκαιη ανταμοιβή ανάλογα με τον κίνδυνο που την χαρακτηρίζει. Εν ολίγοις, τα μη κανονικά κέρδη θα έπρεπε να είναι μηδενικά. Κατά συνέπεια, εάν οι τρέχουσες και παρελθοντικές πληροφορίες είναι ενσωματωμένες άμεσα στις τρέχουσες τιμές, μόνο οι εκ' νέου πληροφορίες ή οι ειδήσεις μπορούν να επιφέρουν μεταβολές στις τιμές. Επειδή όμως οι νέες πληροφορίες ή ειδήσεις είναι άγνωστες έχει ως αποτέλεσμα και οι τιμές και πιο συγκεκριμένα οι αποδόσεις να είναι επίσης άγνωστες διότι δεν υπάρχει κατά τον χρόνο “t” η νωρίτερα κάποια είδηση ή πληροφορία που θα μπορούσε να συμβάλει στην πρόβλεψη των αποδόσεων ή να μειώσει το λάθος πρόβλεψης που γίνεται από έναν επενδυτή.

3.2. ΟΡΙΣΜΟΣ ΥΠΟΘΕΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ Ή ΕΠΑΡΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

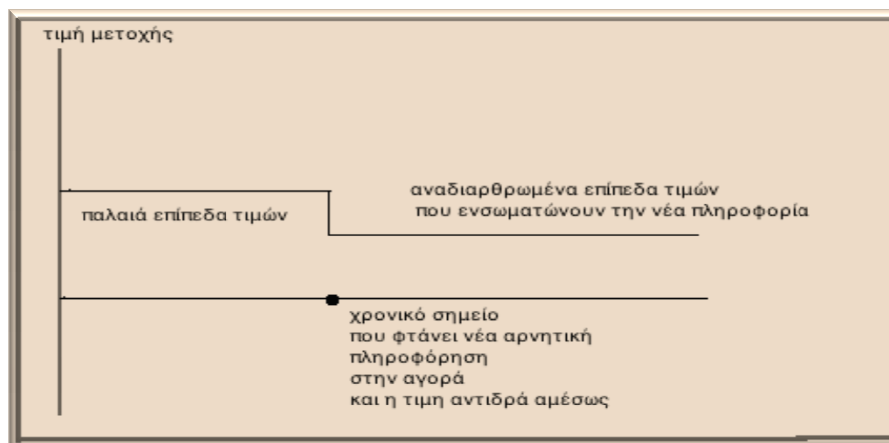
Η θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς (Efficient Market Hypothesis) η οποία έχει χρησιμοποιηθεί εκτενέστατα στον κλάδο της οικονομίας, ορίζεται ως μια αγορά κεφαλαίου



στην οποία οι τιμές των χρεογράφων προσαρμόζονται ταχύτατα, άμεσα και πλήρως σε κάθε νέα πληροφορία που εισάγεται (αποδοτικότητα πληροφορίας) στο επενδυτικό περιβάλλον, με αποτέλεσμα ανά πάσα χρονική στιγμή οι μετοχές να αντικατοπτρίζουν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες που υπάρχουν ή που πιθανόν θα δημοσιευτούν μελλοντικά στις αγορές. Εν ολίγοις, σε μια αποτελεσματική αγορά, η πραγματική τιμή ενός χρεογράφου θα αποτελεί ανά πάσα στιγμή μια ορθή αξιολόγηση της εσωτερικής του αξίας. Η αποτελεσματικότητα των αγορών περιγράφει την αντίδραση των αγορών σε σχέση με την πληροφόρηση.



Εικόνα 3. Αντίδραση της αγοράς σε θετική πληροφόρηση (www.euretirio.com).



Εικόνα 4. Αντίδραση της αγοράς σε αρνητική πληροφόρηση (www.euretirio.com).

3.3. ΠΡΟΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΥΠΑΡΞΗΣ ΜΙΑΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

3.3.1. Γενικές συνθήκες

Οι προϋποθέσεις ύπαρξης μιας αποτελεσματικής αγοράς οι οποίες πρέπει να ισχύουν παράλληλα και στα τρία επίπεδα έχουν ως ακολούθως:



- ❖ Η πρώτη υπόθεση στην οποία βασίζεται η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών είναι η συμμετοχή μεγάλου αριθμού επενδυτών οι οποίοι αποσκοπούν στην μεγιστοποίηση των κερδών εξετάζοντας μεμονωμένα ο καθένας τους την αξιολόγηση των χρεογράφων.
- ❖ Η δεύτερη υπόθεση είναι οι νέες πληροφορίες που αφορούν τις τιμές των χρεογράφων οι οποίες εισέρχονται κατά τυχαίο τρόπο (random fashion) και είναι μεταξύ τους ανεξάρτητες σε σχέση με τον χρόνο εμφάνισής τους. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την μη προβλεψιμότητα των νέων πληροφοριών και κατ' επέκταση καμιά επιρροή στις τιμές μέχρι ωστόσο την στιγμή που θα γνωστοποιηθούν αυτές.
- ❖ Τρίτη υπόθεση και βαρυσήμαντη είναι ότι το επενδυτικό κοινό με τις αποφάσεις που παίρνει μετά από επεξεργασία με απώτερο σκοπό να μεγιστοποιήσει τα κέρδη του ωθούν τις τιμές των χρεογράφων να προσαρμοστούν άμεσα στις νεοεμφανιζόμενες πληροφορίες. Αυτή η γρήγορη προσαρμογή προκαλείται από την ανταγωνιστικότητα των επενδυτών οι οποίοι προσπαθούν να ωφεληθούν από την εισαγωγή αυτών των νέων πληροφοριών.

Συμπέρασμα των παραπάνω συνθηκών, δηλαδή της μεγάλης συμμετοχής επενδυτών που ανταγωνίζονται μεταξύ τους και παράλληλα της τυχαίας εμφάνισης των πληροφοριών στις αγορές είναι μια απρόβλεπτη και ανεξάρτητη μεταβολή στις τιμές των μετοχών. Η προσαρμογή των τιμών απαιτεί υψηλό αριθμό συμμετοχών (όσο πιο πολλοί είναι οι επενδυτές που συμμετέχουν τόσο πιο αποτελεσματική είναι η αγορά) οι οποίοι με βάση τις κινήσεις των μετοχών αναλύουν και εξετάζουν τις συνέπειες των νέων πληροφοριών που επηρεάζουν τις τιμές και αναλόγως προχωρούν σε αγοραπωλησίες μέχρι η τιμή τους να αντανακλά την υπάρχουσα πληροφόρηση.

3.3.2. Ιδιαίτερες συνθήκες

Οι ιδιαίτερες συνθήκες που καθιστούν μια αγορά αποτελεσματική συνοψίζονται παρακάτω:

- ❖ Ύπαρξη μεγάλου αριθμού επενδυτών με άριστη ενημέρωση πάνω στις πληροφορίες και τις προοπτικές των επιχειρήσεων ο οποίος αποσκοπεί στην μεγέθυνση των κερδών. Επιπλέον, η ύπαρξη ομοιογενούς προσδοκίας των επενδυτών ως προς τις προοπτικές των εταιρειών.
- ❖ Ύπαρξη σημαντικού αριθμού αναλυτών με καταρτισμένες γνώσεις και πλήρη ενημέρωση όσον αφορά την προοπτική των εταιριών.



- ❖ Η λήψη αποφάσεων των επενδυτών για τις διάφορες αγοραπωλησίες πρέπει να στηρίζεται στις αναλυτικές ικανότητες και γνώσεις των ενημερωμένων αναλυτών οι οποίοι μελετάνε τις μεταβολές των τιμών των μετοχών.

3.4. ΜΟΡΦΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΕΠΑΡΚΕΙΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ

Ένα αξιοσημείωτο στάδιο είναι η ερμηνεία του περιεχομένου της πληροφόρησης. Σύμφωνα με τον Fama, η πληροφόρηση η οποία θα πρέπει να αντανακλάται στις τιμές, πρέπει να είναι διαθέσιμη και σχετική. Πως όμως αυτή η διαθεσιμότητα και η σχετικότητα είναι δυνατόν να προσδιοριστεί;

Το 1967 ο Robert διέκρινε τρία επίπεδα πληροφόρησης, τα οποία αντιστοιχούν σε τρεις τύπους πληροφοριακής αποτελεσματικότητας (informational efficiency) τα οποία αναλύονται παρακάτω.

3.4.1. Μορφή Ασθενούς Αποτελεσματικότητας (weak - form efficiency)

Η συγκεκριμένη μορφή θεωρεί ότι οι τωρινές τιμές των μετοχών είναι ενσωματωμένες σε όλες τις παρελθοντικές πληροφορίες συμπεριλαμβανομένων των ιστορικών τιμών των αποδόσεων και του όγκου των πωλήσεων και αγορών. Με βάση την υπόθεση αυτή, ότι δηλαδή στις τωρινές τιμές ενσωματώνονται όλες οι παρελθοντικές αποδόσεις και οποιαδήποτε άλλη παρελθούσα πληροφορία, αυτή η μορφή της ασθενούς αποτελεσματικότητας θεωρεί ότι δεν είναι δυνατή η πραγματοποίηση υποβαλλουσών αποδόσεων κάνοντας χρήση μόνο πληροφοριών του παρελθόντος και κατά συνέπεια η τεχνική ανάλυση δεν λειτουργεί. Αυτό ισχύει επειδή η υπόθεση του τυχαίου περιπάτου (random walk hypothesis), δέχεται την απροσδιόριστη και τυχαία μεταβολή των τιμών των χρεογράφων. Η θεωρία του τυχαίου περιπάτου, όπως αναπτύχθηκε στην οικονομική επιστήμη, αναφέρει πως οι διαδοχικές μεταβολές των τιμών είναι ανεξάρτητες μεταξύ τους και οι τυχαίες μεταβλητές είναι

, πράγμα που σημαίνει ότι

το παρελθόν δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να προβλεφτεί το μέλλον (Καρατζάς, 2010).

3.4.2. Μορφή Ημί - Ισχυρής Αποτελεσματικότητας (semi-strong form efficiency)

Κατά την Ημί-Ισχυρή αποτελεσματικότητα, οι τιμές των χρεογράφων προσαρμόζονται



άμεσα σε όλες τις νέες προβαλλόμενες πληροφορίες που εισέρχονται στην αγορά. Αυτό σημαίνει ότι οι τωρινές τιμές των χρεογράφων αντικατοπτρίζουν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες προς το επενδυτικό κοινό (δημόσια πληροφόρηση). Η υπόθεση της Ημί ισχυρής περιλαμβάνει και την υπόθεση ασθενούς αποτελεσματικότητας για το λόγο του ότι οι παρελθούσες πληροφορίες είναι ευρέως διαθέσιμες στον χώρο των επενδυτών. Σε αυτές τις διαθέσιμες πληροφορίες προς το κοινό συμπεριλαμβάνονται και οι ανακοινώσεις που σχετίζονται με την κερδοφορία και την διάθεση μερίσματος, τους χρηματοοικονομικούς δείκτες, παραδείγματος χάριν τον δείκτη τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (price to earnings ratio), τον δείκτη μερισματικής απόδοσης (dividend yield ratio), τον δείκτη αγοραίας προς ονομαστικής αξίας (price to book value), καθώς και πληροφορίες που σχετίζονται με την διάσπαση των μετοχών (stock split), νέα οικονομικού και πολιτικού περιεχομένου. Η υπόθεση της Ημί ισχυρής αποτελεσματικότητας επεξηγεί το πώς οι επενδυτές που στηρίζουν τις αποφάσεις στις νέες πληροφορίες μετά την δημοσίευση τους στο επενδυτικό κοινό δεν μπορούν να επιτύχουν υψηλές αποδόσεις (πάνω από το μέσο ορό). Δηλαδή είναι αδύνατον να πραγματοποιηθούν υπερκέρδη μετά τον ερχομό των πληροφοριών και ως εκ' τούτου η χρηματοοικονομική ανάλυση σ' αυτήν την περίπτωση δεν λειτουργεί.

3.4.3. Μορφή Ισχυρής Αποτελεσματικότητας (strong form efficiency)

Η υπόθεση της ισχυρής μορφής της αγοράς εξηγεί ότι οι τιμές των χρεογράφων αντικατοπτρίζουν πλήρως όλες τις πληροφορίες, δηλαδή αυτές που είναι διαθέσιμες και τις μη διαθέσιμες στο κοινό. Με άλλα λόγια, δεν μπορεί να επωφεληθεί καμία ομάδα επενδυτών από πληροφορίες οι οποίες είναι άγνωστες ταυτόχρονα και στους υπόλοιπους επενδυτές. Επομένως δεν υπάρχει ιδιωτική πληροφόρηση αλλά όλες οι πληροφορίες γνωστοποιούνται στο επενδυτικό κοινό. Έτσι δεν είναι δυνατή η επίτευξη συστηματικά αυξημένων αποδόσεων άνω του μέσο όρου, όπως αυτός διαμορφώνεται σε συνάρτηση με τον κίνδυνο. Αυτή η μορφή αγοράς της αποτελεσματικής ισχύος περιλαμβάνει και τις δυο προηγούμενες (ασθενούς και Ημί ισχυρής) και επεκτείνεται πέρα από την υπόθεση της τάχιστης προσαρμογής των τιμών στις νέες πληροφορίες αφήνοντας να εννοηθεί ότι η λειτουργία των αγορών είναι τέλεια εφόσον οι πληροφορίες είναι διαθέσιμες προς όλο το επενδυτικό κοινό ταυτόχρονα και δίχως κόστος.



Διάγραμμα 1. Μορφές αποτελεσματικής αγοράς.



Πίνακας 2. Υπόθεση αποτελεσματικής αγοράς (Γιαννόπουλος, 2008).

ΜΟΡΦΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ	ΣΥΝΟΛΟ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ ΑΝΤΙΚΑΤΟΠΤΡΙΖΟΜΕΝΟ ΣΤΙΣ ΤΙΜΕΣ	ΕΛΕΓΧΟΣ
Ασθενής μορφή (weak form)	Παρελθούσες τιμές	Έλεγχος προβλεπτικής ικανότητας των αποδόσεων των τιμών (Είναι δυνατόν οι παρελθούσες τιμές να προβλέψουν τις μελλοντικές τιμές των μετοχών)
Ημί – ισχυρή μορφή (semi strong form)	Κάθε διαθέσιμη δημόσια πληροφόρηση	Έλεγχος επίδρασης γεγονότων και ειδήσεων (event studies) (Πόσο γρήγορα οι τιμές των μετοχών αντικατοπτρίζουν τις δημοσιοποιημένες ειδήσεις)
Ισχυρή μορφή (strong form)	Κάθε πληροφορία, δημόσια και ιδιωτική	Έλεγχος ιδιωτικής πληροφόρησης (Μπορεί κάποιος επενδυτής να διαθέτει ιδιωτική πληροφόρηση, η οποία δεν αντικατοπτρίζεται πλήρως στα επίπεδα των τιμών)

3.5. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΥΠΟΘΕΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΑΡΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

Γενικά συμπεράσματα που εξάγονται μελετώντας την Ε.Μ.Η. είναι τα παρακάτω:

- ❖ Είναι απαραίτητη η εμφάνιση μιας νέας πληροφορίας για να αποφέρει μεταβολή στις τιμές. Η εμφάνιση μια νέας πληροφορίας έχει ως αντίκτυπο θετικά ή αρνητικά δεδομένα τα όποια εναλλάσσονται το ένα μετά το άλλο κατά τυχαίο τρόπο. Επομένως οι τιμές των μετοχών μεταβάλλονται κατά τυχαίο τρόπο μέσα στον χρόνο (random walk).



- ❖ Οι μεταβολές των τιμών αντιδρούν πλήρως και άμεσα στην εμφάνιση μιας νέας πληροφορίας με την πρόσφατα διαθέσιμη πληροφόρηση ώστε να μην μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την πρόβλεψη μελλοντικών υπέρ αποδόσεων.
- ❖ Οι μεταβολές των αναμενόμενων αποδόσεων των τιμών των μετοχών από την μια περίοδο στην άλλη συνδέονται μόνο με τις μεταβολές στο επίπεδο του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο και στο επίπεδο του ασφάλιστρου κίνδυνου (risk premium). Οι μεταβολές αυτές μπορούν να προέλθουν από μια μεταβολή στο επίπεδο κίνδυνου της μετοχής ή από την μεταβολή στην συμπεριφορά των επενδυτών, υπό την έννοια της διαφοροποίησης του επιπέδου αποστροφής στον κίνδυνο της συγκεκριμένης μετοχής (Μπάλιος, 2006).
- ❖ Η πρόβλεψη πορείας της τιμής της μετοχής βάσει διαγραμμάτων τιμής και όγκου (τεχνική ανάλυση) δεν αποδίδει καλή πληροφόρηση.
- ❖ Η απόδοση της αγοράς δεν μπορεί να υπερβαίνεται συστηματικά από τις αποδόσεις των διαχειριστών κεφαλαίων. Κατ' επέκταση, οι αποδόσεις των επενδυτών δεν είναι συστηματικές αλλά τυχαίες. Επομένως σε μια αγορά δεν γίνεται να εμφανίζονται συστηματικές αποκλίσεις από το σημείο ισορροπίας. Απόρροια των παραπάνω είναι το γεγονός ότι δεν υφίσταται κάποιος συγκεκριμένος κανόνας αγοραπωλησίας που να επιτυγχάνει υπερβάλλουσες αποδόσεις. Δηλαδή δεν είναι δυνατή η κατά μέσο ορό κερδοφορία των επενδυτών και των διαχειριστών κεφαλαίων που είναι καλά πληροφορημένοι έναντι αυτών που είναι αδαείς.
- ❖ Η τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία της τιμής της μετοχής αντανακλά τα θεμελιώδη στοιχεία της επιχείρησης.

4. ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ ΑΓΟΡΩΝ

4.1. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ

Οι έρευνες για τις αποτελεσματικές αγορές στη διεθνή βιβλιογραφία χρονολογούνται από το 1970 (Fama), ενώ υπάρχουν διάφορες πιο πρόσφατες, όπως αυτών των Fama (1991) και Keim και Ziemba (2000) οι οποίες τονίζουν τις χαρακτηριστικές ιδιαιτερότητες χρηματοδότησης. Η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς η οποία αποτελεί αντικείμενο ελέγχου στον οικονομικό κλάδο διαχρονικά ήταν αποδεκτή έως το 1977. Έπειτα, λόγω του ότι έρχεται αντιμέτωπη με κάποιες αντιφάσεις πλήθυναν οι εμπειρικές μελέτες. Στην διεθνή βιβλιογραφία αναφέρονται ως ανωμαλίες της αγοράς (market anomalies), οι οποίες



προέρχονται από κάποια εμπειρικά αποτελέσματα τα όποια φαίνονται να είναι ασυμβίβαστα με τις διάφορες θεωρίες συμπεριφοράς αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων.

Οι ανωμαλίες που προκύπτουν (ημερολογιακές και μη ημερολογιακές) δεν είναι δυνατόν να εξηγηθούν στο πλαίσιο που θέτουν οι αποτελεσματικές αγορές. Η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς, επικεντρώνεται στο γεγονός ότι οι μηχανισμοί της εποχικότητας πρέπει να είναι ανύπαρκτοι ή ελάχιστης σημασίας, γιατί επικράτηση τους ενέχει ως αποτέλεσμα την πιθανότητα υπερκέρδους με την χρήση στρατηγικών ανάλογου χρόνου. Οι εμπειρικές μελέτες έχουν διατυπώσει ότι οι ανωμαλίες των αγορών εμφανίζουν είτε την ανεπάρκεια της αγοράς είτε τις ανεπάρκειες των διαφόρων μοντέλων αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων. Μέσω των παρατηρήσεων, οι ανωμαλίες των αγορών φαίνονται συχνά να εξαφανίζονται, να αντιστέκονται ή να μειώνονται.

Η παρατήρηση αυτή θέτει το θέμα εάν τότε οι ευκαιρίες κέρδους υπήρξαν κατά το παρελθόν, ή απλά ήταν μακριά (Εξισορροπητική Κερδοσκοπία), ή εάν οι ανωμαλίες ήταν απλά στατιστικές παρεκκλίσεις οι οποίες απλά επικέντρωσαν την προσοχή των ακαδημαϊκών. Αξιοσημείωτο είναι ότι η εμπειρική διερεύνηση της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών αντιμετωπίζει την δυσκολία που ορίστηκε από τον Fama (1970, 1991) ως joint-hypothesis problem και συνίσταται στο εξής, εμπειρική διερεύνηση της EMH που επικεντρώνεται στην ανίχνευση μη κανονικών αποδόσεων με βάση τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο.

Σε βασικό επίπεδο, οι ανωμαλίες μπορούν να καθοριστούν σχετικά με ένα πρότυπο της **κανονικής** συμπεριφοράς αποτελεσματικής απόδοσης. Ο Fama επισήμανε ότι οι δοκιμές της αποτελεσματικότητας της αγοράς από κοινού εξετάζουν μια υπόθεση για την ισορροπία των αναμενόμενων αποδόσεων. Κατά συνέπεια όταν κάποιος καταλήγει στο συμπέρασμα αναποτελεσματικής αγοράς μπορεί επίσης να σημαίνει ότι το χρησιμοποιούμενο υπόδειγμα είναι ανεπαρκές.

4.2. ΜΗ ΗΜΕΡΟΛΟΓΙΑΚΕΣ ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ (non calendar anomalies)

Οι μη ημερολογιακές ανωμαλίες δεν σχετίζονται με τις ημερολογιακές περιόδους και την εποχικότητα αλλά είναι στενά συνδεδεμένες με την οικονομική δομή των επιχειρήσεων. Αναφορικά αυτές είναι:

❖ Η ανωμαλία της μικρής επιχείρησης (small firm anomaly ή Size Effect)

Οι επιχειρήσεις μικρής κεφαλαιοποίησης, έχει παρατηρηθεί ότι έχουν μεγαλύτερες αποδόσεις τον Ιανουάριο σε σχέση με αυτές της μεγάλης κεφαλαιοποίησης.



- ❖ ***Η ανωμαλία του λόγου της τιμής της μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E ratio anomaly)***

Όσο πιο μικρός είναι ο λόγος της χρηματιστηριακής τιμής μιας μετοχής με τα κέρδη ανά μετοχή της εκδότριας επιχείρησης (P/E) τόσο μεγαλύτερες αποδόσεις παράγουν.
- ❖ ***Η ανωμαλία των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου (closed & mutual funds anomaly)***

Αν τα μερίδια του αμοιβαίου διαπραγματεύονται με premium ή discount τότε θα ήταν δυνατή η επίτευξη κερδών και μάλιστα χωρίς κίνδυνο μέσω κερδοσκοπικής αγοραπωλησίας (arbitrage), (Μπάλιος, 2006).
- ❖ ***Η ανωμαλία των κερδισμένων και χαμένων (winners losers anomaly)***

Συνίσταται στην αντιστροφή των αποδόσεων των τιμών μεταξύ μετοχών με ιστορικά υψηλές αποδόσεις και μετοχών με ιστορικά χαμηλές αποδόσεις.
- ❖ ***Η ανωμαλία του αινίγματος της αξιολόγησης (the value line enigma)***

Αγοράζοντας κάνεις από την πρώτη ομάδα μετοχών στην αρχή του έτους και πωλώντας στο τέλος του έτους επιτυγχάνει μεγαλύτερα κέρδη σε σχέση με τις μετοχές άλλων ομάδων (Μπάλιος, 2006).
- ❖ ***Η ανωμαλία της μεταβλητότητας (Excessive Volatility)***

Αν η μεταβλητότητα της τιμής είναι μεγαλύτερη της τιμής που αναμένεται τότε οι τιμές δεν θα αντικατοπτρίζουν την θεμελιώδη κατανομή.
- ❖ ***Η ανωμαλία του θορύβου***

Αφορά μια σειρά μη βαρυσήμαντων γεγονότων που επηρεάζουν την τιμή των μετοχών περισσότερο σε σχέση με μια σειρά σημαντικών γεγονότων.
- ❖ ***Η ανωμαλία της φούσκας (Financial Bubbles)***

Αναφέρεται στην υπερβολική άνοδο των τιμών των μετοχών ενώ παράλληλα τα θεμελιώδη στοιχεία τους δεν μεταβάλλονται. Φτάνουν μέχρι κάποιο επίπεδο και έπειτα σπάνε και επέρχεται βίαιη αναπροσαρμογή.
- ❖ ***Η ανωμαλία της χρηματιστηριακής μόδας (Financial Fads)***

Είναι ένα φαινόμενο κατά το οποίο η τιμή μιας μετοχής απομακρύνεται από την εσωτερική της αξία λόγω κάποιων ψυχοκοινωνικών επιδράσεων που δημιουργούν μόδα.



❖ ***Η ανομαλία της πρωινής ηλιοφάνειας (Morning Sunshine Effect)***

Οι άνθρωποι με καλή διάθεση κάνουν πιο αισιόδοξες επιλογές και αποφάσεις. Ο Saunders (1993) διαπίστωσε ότι στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, ο δείκτης τείνει να είναι αρνητικός όταν έχει συννεφιά. Πιο πρόσφατα, οι Hirshleifer και Shumway (2001) ανέλυσαν τα δεδομένα για 26 χώρες, για την περίοδο από το 1982 έως το 1997 και διαπίστωσαν ότι οι αποδόσεις του χρηματιστηρίου συσχετίζονται θετικά με την ηλιοφάνεια σχεδόν σε όλες τις χώρες που μελετήθηκαν. Επίσης κατά τρόπο ενδιαφέροντα, βρίσκουν ότι το χιόνι και βροχή δεν έχουν προβλεπτική ικανότητα (Philip, Russel, Violet, Torbey, 2001).

❖ ***Η ανομαλία του Momentum Effect***

Είναι ένα φαινόμενο όπου η μετοχές με χαμηλές ή αρνητικές αποδόσεις στο παρελθόν για διάστημα 3 με 5 έτη, φαίνεται να έχουν μεγαλύτερες μελλοντικές αποδόσεις από εκείνες που για ίδιο χρονικό διάστημα στο παρελθόν είχαν μεγαλύτερες αποδόσεις.

❖ ***Χρηματιστηριακές Κρίσεις (Financial Crashes)***

Είναι η απότομη πτώση των τιμών των μετοχών, προερχόμενη από την μαζική απότομη πτώση οικονομικών δεικτών και από πιθανή πτώχευση των εταιρειών.

❖ ***Ο Γρίφος του Πριμ των Μετοχών (Equity Premium Puzzle)***

Το αινιγματικό του γρίφου αυτού είναι το γιατί επιλέγονται επενδύσεις με μηδενική απόδοση ή χαμηλό κίνδυνο ενώ σύμφωνα με την θεωρία της αποτελεσματική αγοράς, όσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος τόσο υψηλή θα είναι και η ανάλογη απόδοση. Πιθανές εξηγήσεις του γρίφου είναι η στατιστική ψευδαίσθηση, η υψηλή αποστροφή κινδύνου, η Θεωρία της προοπτικής και η μυωπική αποστροφή ζημίας.

❖ ***Ο Γρίφος των Μερισμάτων (Dividend Puzzle)***

Σε μια αποτελεσματική αγορά, η αξία της επιχείρησης δεν θα έπρεπε να επηρεάζεται ούτε από το πως η επιχείρηση χρηματοδοτείται ούτε από την μερισματική της πολιτική. Εάν όμως ισχύει αυτό δεν εξηγείται ορθολογικά γιατί οι επιχειρήσεις δίνουν μερίσματα και δεν επανεπενδύουν τα κέρδη τους. Από την πλευρά των επενδυτών φαίνεται να επικροτούν τις επιχειρήσεις που δίνουν μερίσματα ενώ κανονικά θα έπρεπε να είναι αδιάφοροι για το εάν θα πάρουν τα κέρδη σε μορφή μερίσματος ή υπεραξίας της επιχείρησης λόγω της επανεπένδυσης των κερδών.



❖ **Φαινόμενο του Διαθέσιμου Χρήματος (*house money effect*)**

Είναι η τάση των επενδυτών όπου όταν έχουν διαθέσιμα χρήματα, αναλαμβάνουν ρίσκο με προοπτική αβεβαιότητας ενώ όταν δεν έχουν διαθέσιμα χρήματα δεν αναλαμβάνουν τον ίδιο κίνδυνο, επιλέγουν προοπτικές με βεβαιότητα.

❖ **Φαινόμενο της Πλαισίωσης της Προοπτικής (*framing*)**

Ο τρόπος με τον οποίο πλαισιώνεται μια προοπτική επηρεάζει τις αποφάσεις των επενδυτών.

❖ **Λάθος του παίκτη (*gambler's fallacy / Monte Carlo fallacy*)**

Αναφέρεται στην πεποίθηση του επενδυτή όπου όταν υπάρχουν συνεχόμενες παρεκκλίσεις από μια αναμενόμενη συμπεριφορά, πιστεύεται ότι αυτές θα επιδιορθωθούν μελλοντικά.

❖ **Η Μεροληψία Διαθεσιμότητας (*availability bias*)**

Μεροληψία διαθεσιμότητας ονομάζεται η τάση των ατόμων να δίνουν μεγαλύτερες πιθανότητες από όσο πρέπει (υπερσταθμίζουν) 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 στην μνήμη τους παρόμοια γεγονότα. Αυτό οδηγεί στον να δίνουν οι άνθρωποι πολύ μεγαλύτερη έμφαση σε πληροφορία που μπορεί να ανακληθεί εύκολα από την μνήμη τους ή σε πληροφορία που έχει κάνει μεγάλη εντύπωση (www.euretirio.com).

❖ **Φαινόμενο της Απομόνωσης (*isolation effect*)**

Αναφέρεται στην τάση των ατόμων όταν έχουν εναλλακτικές προοπτικές, να εμμένουν στις διαφοροποιήσεις και να παραβλέπουν τα κοινά σημεία των εναλλακτικών. Έτσι μπορούν να οδηγηθούν σε μη ορθολογικές προτιμήσεις.

4.3. ΗΜΕΡΟΛΟΓΙΑΚΕΣ ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ Ή ΕΠΟΧΙΚΕΣ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ (Calendar effects or Seasonality Effects)

Οι ημερολογιακές ανωμαλίες θεωρούνται αυτές που σχετίζονται με την κίνηση των τιμών των μετοχών σε συγκριμένα χρονικά διαστήματα του έτους, του μηνά, της ημέρας και της συνεδρίασης οι οποίες είναι από τις βασικές ανωμαλίες της αποτελεσματικότητας της αγοράς. Οι κλασικές αναφορές στην περίπτωση αυτή είναι των French το 1980, Lakonishock & Smidt (1984,1988), Ariel (1987) και μεταγενέστερων όπως των Aggrawal & Tandom (1994), Mills & Couts (1995), Haugen & Lakonishock (1998), Mills & Siriopoulos (2000) και άλλες. Οι



μελέτες των A. Aggrawal και K. Tandon (1994) εξέτασαν τις ημερολογιακές ανωμαλίες σε 19 αγορές και κατέληξαν σε κάποια βασικά και αρκετά σημαντικά συμπεράσματα-χαρακτηριστικά καθώς υποδείκνυαν την ύπαρξη ημερολογιακών ανωμαλιών στις διεθνείς κεφαλαιαγορές και όχι μεμονωμένα, τα οποία είναι τα εξής:

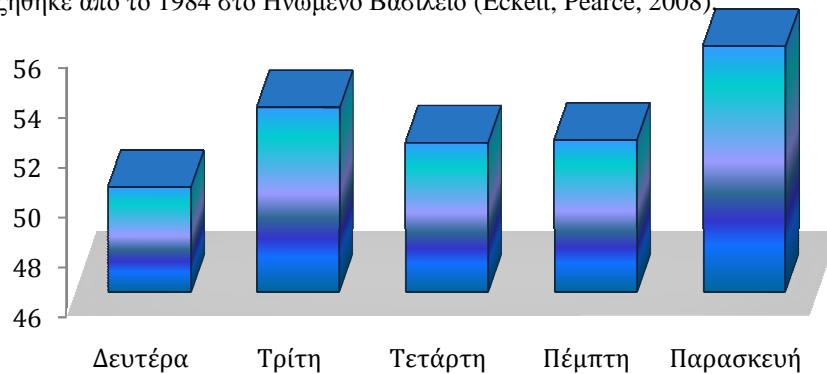
- ❖ Την Δευτέρα εντοπίζονται περισσότερες αρνητικές και χαμηλές αποδόσεις σε 9 αγορές και αντίστοιχα την Τρίτη σε 8 αγορές. Το αποτέλεσμα αυτό είναι πιο εμφανές στη δεκαετία του '70, αλλά λιγότερο τη δεκαετία του '80
- ❖ Κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου διαπιστώνεται μεγάλη και θετική απόδοση την Παρασκευή, σε όλες τις εξεταζόμενες χώρες, πλην του Λουξεμβούργου.
- ❖ Η διακύμανση των αποδόσεων είναι υψηλότερη τη Δευτέρα και χαμηλότερη την Παρασκευή.
- ❖ Οι αποδόσεις της Δευτέρας είναι χαμηλότερες όταν η προηγούμενη εβδομάδα είναι πτωτική.
- ❖ Σημειώνονται αρκετά υψηλές αποδόσεις σε 9 αγορές τις πρώτες ημέρες του Ιανουαρίου καθώς και τις τελευταίες ημέρες του Δεκεμβρίου στην χρηματιστηριακή συνεδρίαση. Το φαινόμενο αυτό είναι εντονότερο στη δεκαετία του '70, ενώ στην δεκαετία του '80 όχι.
- ❖ Εντοπίζονται υψηλές αποδόσεις σε 11 κεφαλαιαγορές πριν από τη διάρκεια των διακοπών
- ❖ Στις περισσότερες αγορές οι αποδόσεις του Ιανουαρίου είναι υψηλές και αυτές του Δεκεμβρίου είναι χαμηλές.

4.3.1. Διακρίσεις ημερολογιακών ανωμαλιών

- ❖ ***Η επίδραση της Δευτέρας (Monday Effect or Weekend Effect or Day of the week effect)***
Στο φαινόμενο της Δευτέρας, όπως θα δούμε αναλυτικότερα και παρακάτω, παρατηρείται ότι την Δευτέρα επέρχεται πτώση των τιμών μεταξύ της Παρασκευής στο κλείσιμο και της Δευτέρας κατά το άνοιγμα. Αυτές οι χαμηλές αποδόσεις προκαλούνται από την επίδραση του Σαββατοκύριακου όπου είναι κλειστή χρηματιστηριακή αγορά και δεν συνδέεται η αρνητική απόδοση της Δευτέρας με τα θετικά αποτελέσματα της προηγούμενης εβδομάδας αλλά από την διαμεσολάβηση του Σαββατοκύριακου.



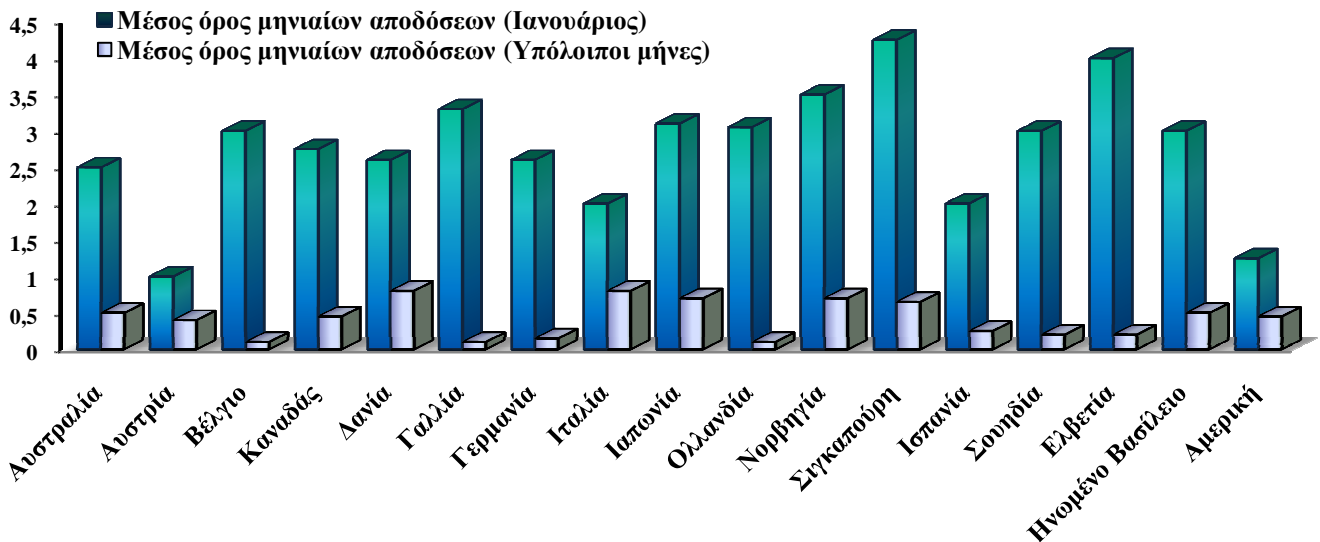
Διάγραμμα 2. Φαινόμενο Δευτέρας, ποσοστό των ημερών, όταν ο δείκτης FTSE 100 αυξήθηκε από το 1984 στο Ηνωμένο Βασίλειο (Eckett, Pearce, 2008)



❖ **Η επίδραση το Ιανουαρίου (January effect or Turn of the year effect).**

Το φαινόμενο αυτό (όπως θα δούμε αναλυτικότερα και παρακάτω) είναι παρόμοιο με το φαινόμενο της Δευτέρας. Κατά την ανωμαλία αυτή στις χρηματιστηριακές αγορές κατά τον μηνά Ιανουάριο οι αποδόσεις των τιμών των μετοχών παρουσιάζουν σημαντική διάφορα και μεγάλη αύξηση κατά την διάρκεια των πρώτων ημερών σε σχέση με τους υπόλοιπους μήνες του έτους και ειδικότερα με τον μηνά Δεκέμβριο (December effect).

Διάγραμμα 3. Ιστορικές αποδόσεις κατά το μηνά Ιανουάριο σε σχέση με τους υπόλοιπους μήνες για διάφορες χώρες ανά τον κόσμο (www.finance-trading-times.com).



❖ **Η επίδραση της Τετάρτης (Wednesday effect)**

Το φαινόμενο αυτό έχει να κάνει με το γεγονός, ότι όταν το χρηματιστήριο είναι κλειστό για αυτήν την συγκεκριμένη μέρα, τότε παρατηρείται ότι η μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών μεταξύ της Τρίτης έως την Πέμπτη είναι χαμηλότερες σε σύγκριση με την



μεταβλητότητα των τιμών μεταξύ αυτών των ημερών όταν το χρηματιστήριο λειτουργεί κανονικά.

❖ **Η επίδραση της αλλαγής του μήνα (Turn of the month effect).**

Συμφώνα με τον Ariel (1987) κατά τις πέντε πρώτες ημέρες των μηνών σημειώνονται υψηλές αποδόσεις. Συγκεκριμένα παρατηρούνται υψηλές αποδόσεις κατά την τελευταία ημέρα του μήνα και εν συνεχεία κατά τις 4 επόμενες μέρες του νέου μήνα. Μια εξήγηση του φαινομένου αυτού η οποία παραπέμπει σε ψυχολογική βάση, είναι ότι οι επενδυτές δεν θέλουν να πάρουν αποφάσεις πριν την αρχή των περιόδων. Ο Odyen το 1990 παρατήρησε, ότι η παραπάνω ανωμαλία και συγκεκριμένα στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής οφείλεται στην ρευστότητα και στο ότι το σύστημα πληρωμών των Η.Π.Α. είναι υπεύθυνο για το φαινόμενο αυτό. Οι πληρωμές σε μετρητά όπως μισθοί, μερίσματα, ενοίκια κ.τ.λ. στο τέλος και στην αρχή κάθε μήνα, είναι ταχέος επενδύσημα και οδηγούν στο φούσκωμα των μετοχικών αποδόσεων.

Πίνακας 4. Επίδραση της αλλαγής του μήνα (McGraw Hill, 2006).

Έτη	Μηνιαία απόδοση	Απόδοση υπόλοιπων ημερών
1962-2004	0,138%	0.024%

❖ **Το φαινόμενο των διακοπών ή η επίδραση των αργιών (Holiday effect or the Pre Holiday effect)**

Οι Rozeff, Kinney 1976 και Pettengil (1989) διαπίστωσαν υψηλότερες μέσες αποδόσεις τις παραμονές των αργιών ή των διακοπών (πίνακας 5).

Πίνακας 5. Μέσος όρος των αποτελεσμάτων προ διακοπών για τα τελευταία 50 χρόνια (1928 – 1975), με βάση τον S & P 500 Index σε 419 κλεισίματα των αγορών (www.StockCharts.com).

Holiday	Buy two days before, sell at year end	Buy one day before, sell at year end
President's Day*	-0.1%	12.2%
Good Friday	7.3%	17.8%
Memorial Day	-4.7%	22.8%
Independence Day	13.3%	37.3%
Labor Day	16.8%	33.7%
Election Day	17.9%	4.6%
Thanksgiving	4.3%	1.1%
Christmas	-7.1%	15.2%
New Year's	31.1%	19.6%



❖ ***To φαινόμενο Santa Claus Rally or December effect***

Το φαινόμενο αυτό αναφέρεται στην απότομη αύξηση των τιμών των μετοχών, που συμβαίνει συχνά κατά την εβδομάδα μεταξύ Χριστουγέννων και την ημέρα του νέου έτους. Η εξήγηση του προσδίδεται στην αναμονή των επενδυτών για την εκχώρηση νέων κεφαλαίων στις αρχές του Ιανουαρίου από τα συνταξιοδοτικά ταμεία κτλ, καθώς και η προσπάθεια των διαχειριστών για κλείσιμο του έτους με θετικές αποτιμήσεις για τα χαρτοφυλάκιά τους (window dressing).

❖ ***H επίδραση των αποκριών (The Halloween indicator or the 'Sell in May' principle)***

Το φαινόμενο αυτό αναφέρεται, στην αντίληψη που υπάρχει ότι από τον Νοέμβριο μέχρι τον Απρίλιο εντοπίζεται κατά μέσο ορό υψηλότερη αύξηση από τους υπόλοιπους μήνες. Έτσι η κύρια στρατηγική που ακολουθείται είναι να πωλούνται οι μετοχές κατά τις αρχές του Μαΐου και να αγοράζονται πάλι το φθινόπωρο, συνήθως γύρω στις απόκριες.

❖ ***H επίδραση του Οκτώβριου (October effect or Mark Twain effect)***

Το φαινόμενο αυτό αναφέρεται, στην τάση των αποδόσεων των μετοχών να μειώνονται κατά τον μήνα Οκτώβριο. Η ανωμαλία του Οκτωβρίου πιστεύεται ότι είναι κατά κύριο λόγο ψυχολογικής αιτίας και οι περισσότερες στατιστικές μελέτες εναντιώνονται με αυτό το φαινόμενο.

❖ ***H επίδραση των τίτλων του τύπου (Headline Effect)***

Το φαινόμενο αυτό έχει να κάνει με την επίδραση των αρνητικών ειδήσεων του τύπου προς τους επενδυτές ή και προς μια οικονομία. Η επίδραση των τίτλων στους επενδυτές μπορεί να είναι πολύ δραματική. Πολλοί οικονομολόγοι θεωρούν ότι οι αρνητικοί τίτλοι ειδήσεων καθιστούν τους καταναλωτές πιο απρόθυμους στο να ξοδέψουν χρήματα.

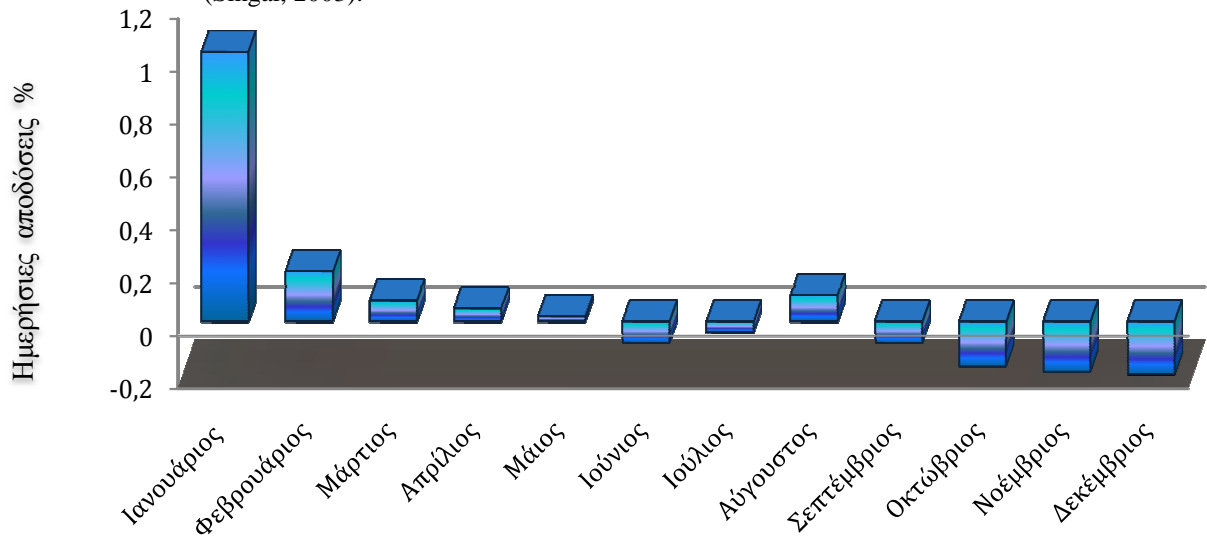
5. ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΟΥ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ (January effect or the Turn of the year effect)

Το φαινόμενο του Ιανουαρίου (January effect or the turn of the year effect), είναι μια ημερολογιακή ανωμαλία που βασίζεται σε ορισμένα στατιστικά στοιχεία όπου κατά τις πρώτες ημέρες του μήνα Ιανουαρίου, οι αποδόσεις των μετοχών εμφανίζονται υψηλότερες σε σχέση με τους υπόλοιπους μήνες του χρόνου και ειδικότερα με τον μήνα Δεκέμβριο, όπου είναι πολύ χαμηλότερες και κάποιες φορές αρνητικές. Σύμφωνα με κάποιες μελέτες ακόμα, έχει παρατηρηθεί ότι οι μέσες αποδόσεις του μήνα Ιανουαρίου σε κάποιες τιμές των μετοχών

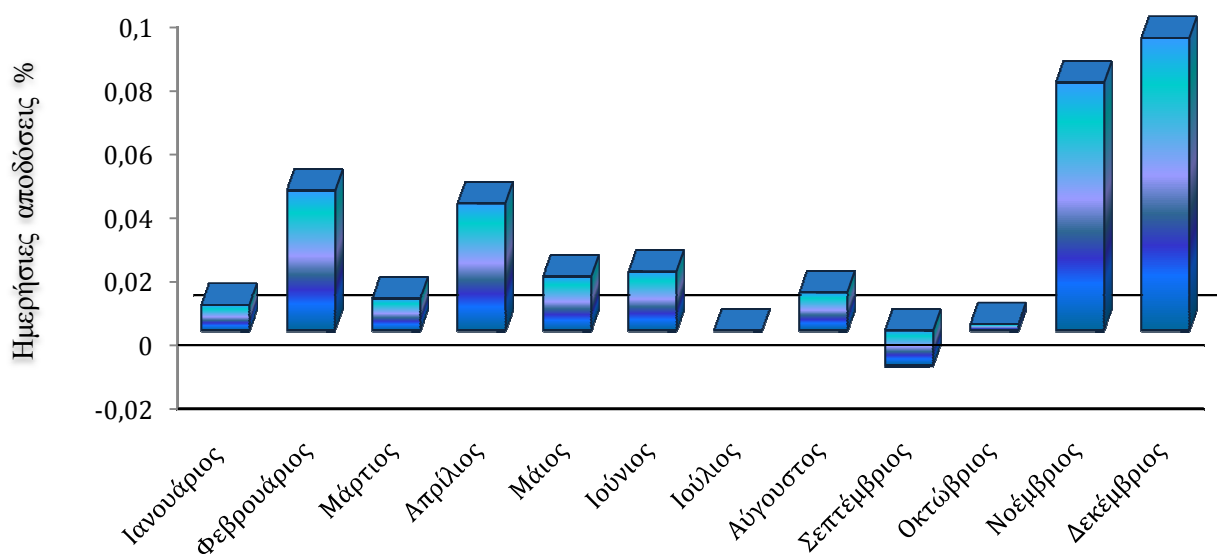


έχουν ξεπεράσει και την μέση απόδοση ολόκληρου του έτους. Επίσης, έχει παρατηρηθεί ότι η μέση απόδοση του μήνα Ιανουαρίου είναι πολύ υψηλότερη για τα χαρτοφυλάκια των μετοχών μικρής κεφαλαιοποίησης (διάγραμμα 4), σε σχέση με τα χαρτοφυλάκια των μετοχών μεγάλης κεφαλαιοποίησης (διάγραμμα 5).

Διάγραμμα 4. Ημερήσιες αποδόσεις ανά μήνα για επιχειρήσεις μικρής κεφαλαιοποίησης από περίοδο 1963-2001 για μεικτές αποδόσεις μετοχών για τους NYSE, AMEX, και Nasdaq (Singal, 2003).



Διάγραμμα 5. Ημερήσιες αποδόσεις ανά μήνα για επιχειρήσεις μεγάλης κεφαλαιοποίησης από περίοδο 1963-2001 για μεικτές αποδόσεις μετοχών για τους NYSE, AMEX, και Nasdaq (Singal, 2003).





5.1 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΘΕΜΕΛΙΩΣΗ

Οι Rozeff και Kinney, το 1976 ήταν από τους πρώτους που εμφάνισαν αποδείξεις για τις υψηλότερες αποδόσεις του μήνα Ιανουαρίου σε σχέση με του υπόλοιπους μήνες του έτους. Παρατηρώντας τις αποδόσεις του δείκτη NYSE (New York Stock Exchange) για την περίοδο 1904-1974, διαπίστωσαν ότι η μέση απόδοση κατά τον μήνα Ιανουάριο ήταν 3,48% μεγαλύτερη σε σύγκριση με το ποσοστό 0,42% των υπολοίπων μηνών του έτους.

Επόμενες μελέτες έγιναν από τους Bhardwaj και Brooks για την περίοδο 1977-1986 και από τους Leswarapu και Reinganum για την περίοδο 1961-1990, από τον Keane το 1983 ο οποίος υποστήριξε ότι το φαινόμενο λαμβάνει χώρα κατά τις πρώτες μέρες του Δεκεμβρίου και από τον Reinganum το 1983 ο οποίος υποστήριξε ότι το φαινόμενο αυτό είναι πιο έντονο για τις επιχειρήσεις μικρής κεφαλαιοποίησης.

Στις αρχές της δεκαετίας του 1980 ο Donald Keim, τελειόφοιτος του πανεπιστημίου του Σικάγο, παρατήρησε την ύπαρξη μιας ιστορικής τάσης και συγκεκριμένα εντόπισε πως αυτή η ανωμαλία εμφανίζεται κατά το χρονικό διάστημα πριν τα μέσα του Ιανουαρίου. Στον Donald Keim οφείλεται το γεγονός ότι είναι ευρέως γνωστό το φαινόμενο του Ιανουαρίου στο επενδυτικό κοινό, δημιουργώντας σε πολλούς επενδυτές το φρόνημα ότι πρόκειται για ένα εύκολο τρόπο κέρδους που εμφανίζεται μια φορά τον χρόνο. Με αυτήν την ερμηνεία, διαφώνησαν ο Costadinides το 1984, οι Jones et al. το 1987 και ο Fortune το 1991, υποστηρίζοντας ότι οι εξηγήσεις που έγιναν από τους προγενέστερους ερευνητές δεν είχαν βάση.

5.2. ΠΙΘΑΝΕΣ ΑΙΤΙΕΣ ΥΠΑΡΞΗΣ ΤΟΥ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟΥ ΤΟΥ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ

Μερικά συμπεράσματα που έχουν προκύψει για το φαινόμενο του Ιανουαρίου είναι τα εξής:

5.2.1. Οικονομικοί λόγοι

❖ *Φορολογικοί λόγοι (tax-loss selling)*

Ο Ιανουάριος επειδή είναι ο αρχικός μηνάς του νέου φορολογικού έτους, ωθεί τους ιδιώτες επενδυτές (μεταξύ αυτών και οι επιχειρήσεις), όπου αναλογικά το χαρτοφυλάκιο τους αποτελείται σε μεγάλο ποσοστό από μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης, σε μαζικές πωλήσεις ζημιωγόνων μετοχών (ωθώντας τις τιμές προς τα κάτω λόγω της υψηλής προσφοράς τίτλων) προς το τέλος του Δεκεμβρίου. Αυτό γίνεται ώστε να επιτύχουν φορολογικές απαλλαγές από ζημίες αγοραπωλησιών μετοχών. Έτσι καταγράφουν



λογιστικά τις ζημίες και καταλογίζουν τις φοροαπαλλαγές. Με την είσοδο του Ιανουαρίου κατά τις πρώτες ημέρες τις επαναγοράζουν (ωθώντας τις τιμές προς τα πάνω λόγω της υψηλής ζήτησης), για να επανέλθουν στο αρχικό τους χαρτοφυλάκιο. Έτσι αποφεύγουν την φορολογία επί των κερδών παρουσιάζοντας ζημίες. Αυτό κατά κάποιο τρόπο, μπορεί να θεωρηθεί ως μια ορθολογική συμπεριφορά-τακτική η οποία προκαλεί το φαινόμενο του Ιανουαρίου. Δεν μπορεί όμως να θεωρηθεί και άρτια γιατί σύμφωνα με τους Kato και Schallheim το 1985, διαπίστωσαν πως παρόλο που δεν υπάρχει φόρος επί των κεφαλαιακών κερδών στην Ιαπωνία και ούτε φορολογικό πλεονέκτημα για τις απώλειες, εξακολουθεί να υπάρχει μια ισχυρή επίδραση Ιανουαρίου στη χώρα αυτή. Οι Berges, McConnell, Schlarbaum το 1984, σημείωσαν ότι στον Καναδά μέχρι το 1973 δεν υπήρχε ο φόρος επί των κερδών για τις υπεραξίες αλλά το φαινόμενο του Ιανουαρίου υπήρξε στο παρελθόν τόσο πριν όσο και μετά από την εισαγωγή του φόρου. Στην Αυστραλία, παρά το γεγονός ότι το φορολογικό έτος λήγει τον Ιούνιο οι Brown, Keim, Kleidon, και Marsh το 1983, κατέγραψαν φαινόμενα του Ιανουαρίου. Οι Reinganum και Shapiro μελέτησαν δεδομένα του χρηματιστηρίου του Λονδίνου για την εποχικότητα και συμπέραναν, ότι η φορολογική επίδραση εμφανίστηκε τον Ιανουάριο αλλά και τον Απρίλιο καθώς οι ιδιώτες επενδυτές επιλέγουν ως φορολογικό έτος τον Απρίλιο. Έτσι η εξήγηση αυτή δεν μπορεί να δώσει σαφείς απαντήσεις στο γιατί προκαλείται το φαινόμενο του Ιανουαρίου, από την στιγμή που εμφανίζεται, σε χρηματιστηριακές αγορές κάποιων χωρών όπου δεν υπάρχει φορολογία στις υπεραξίες, όπως ακόμα εμφανίζεται και σε χώρες όπου έχουν άλλο μήνα φορολογικής έναρξης.

❖ **Λόγοι υψηλής ρευστότητας (*liquidity*)**

Το φαινόμενο του Ιανουαρίου, μπορεί να οφείλεται στη ρευστότητα στο τέλος του έτους. Η σημαντική αύξηση στην επιχειρηματική δραστηριότητα συσσωρευμένη στο τέλος του έτους, οδηγεί σε μεγαλύτερα κέρδη τον Δεκέμβριο. Τα κέρδη αυτά ή ένα μέρος τους διοχετεύονται στις κεφαλαιαγορές στην αρχή του χρόνου και η αντίστοιχη αύξηση ρευστότητας πιέζει ανοδικά τις τιμές των μετοχών (Ogden 1990).

❖ **Λόγω της βελτίωσης της εμφάνισης του χαρτοφυλακίου (*window dressing*)**

Σύμφωνα με τους Haugen, Lakonishok (1987) και Lakonishok et al. (1991), οι διαχειριστές μεγάλων θεσμικών χαρτοφυλακίων ακολουθούν μια στρατηγική κατά την οποία πουλούν μικρές και επικίνδυνες μετοχές με απώλειες κατά τον μήνα Δεκέμβριο ή κατά το τελευταίο τρίμηνο του χρόνου. Στην θέση αυτών αγοράζουν πιο συντηρητικές μετοχές ή μετοχές που



σημείωσαν υψηλές αποδόσεις κοντά στο τέλος του τριμήνου, έτσι ώστε στην ετήσια έκθεση να παρουσιάσουν ένα πιο συντηρητικό χαρτοφυλάκιο με μεγαλύτερες αποδόσεις προς τους ενδιαφερόμενους και τους μετόχους. Τον Ιανουάριο επαναγοράζουν τις μετοχές τις οποίες κατά τον Δεκέμβριο είχαν προβεί σε πώληση, έτσι ώστε να επανέλθουν στο αρχικό τους χαρτοφυλάκιο. Ο Chen and Singal το 2004 διατύπωσαν ότι αν το window dressing οδηγεί στο φαινόμενο του Ιανουαρίου, το ίδιο θα πρέπει να ισχύει και για τα υπόλοιπα τρίμηνα του ημερολογίου αν το εφαρμόζαν. Έτσι μελέτησαν την περίοδο από τον Ιούνιο έως τον Ιούλιο και βρήκαν λίγες ομοιότητες με την συσχέτιση της περιόδου Δεκεμβρίου-Ιανουαρίου, με αποτέλεσμα να καταλήξουν και να υποστηρίξουν ότι το window dressing δεν προκαλεί το φαινόμενο του Ιανουαρίου.

❖ **Λόγοι άμεσης χρηματικής ρευστότητας (*shoppers raising cash*)**

Οι επενδυτές επειδή θα χρειαστούν άμεση ρευστότητα κατά την διάρκεια των διακοπών (Χριστούγεννα), για τις διάφορες ανάγκες και τα ψώνια «ξεφορτώνονται» τα χρεόγραφα κατά των Δεκέμβριο και έπειτα κατά την διάρκεια του Ιανουαρίου, εξορμούν στο να τα επανακτήσουν σε χαμηλότερες τιμές.

❖ **Εκθέσεις αναφοράς (*small cap year-end research reports*)**

Στο τέλος του έτους, οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων μικρής κεφαλαιοποίησης δημοσιεύουν εκθέσεις αναφοράς, με αποτέλεσμα να θεωρούνται πιο ελκυστικά τα χαρτοφυλάκια μικρής κεφαλαιοποίησης και ως εκ τούτου στην αρχή του νέου έτους κατά τον Ιανουάριο, οι τοποθετήσεις των επενδυτών να είναι πιο μελετημένες.

❖ **Λόγω των ετήσιων προβλέψεων**

Οι ετήσιες προβλέψεις των κερδών των εταιριών αναθεωρούνται από τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές στις αρχές του νέου έτους και τείνουν συνήθως να είναι θετικές.

❖ **Λόγω των δώρων και των μισθών**

Οι μισθοί του Δεκεμβρίου είναι αυξημένοι λόγω των δώρων (διακοπών). Αυτή η αύξηση της ποσότητας χρήματος, οδηγεί τους επενδυτές στην αύξηση της ζήτησης για μετοχές με την είσοδο του νέου έτους, με αποτέλεσμα την αύξηση των τιμών των μετοχών του Ιανουαρίου.

❖ **Λόγω της ασυμμετρίας πληροφοριών (*information asymmetry*)**

Οι επενδυτές ενημερώνονται για τις επιχειρήσεις όταν δημοσιεύονται οι νέες πληροφορίες (αποτελέσματα πορείας και επιδόσεων προηγούμενου έτους), το οποίο είναι χαρακτηριστικό



του Ιανουαρίου, έτσι αυτό έχει σαν αποτέλεσμα οι επενδυτές λόγω της αυξημένης ενημέρωσης κατά το μήνα αυτό, να τείνουν να αγοράζουν εκείνη την περίοδο. Αυτό θα μπορούσε να είναι ένας ισχυρός παράγοντας που οδηγεί στο φαινόμενο του Ιανουαρίου.

❖ **Λόγω της μικροδομής της αγοράς**

Ο Keim (1989), εντόπισε συστηματικές τάσεις στις τιμές κλεισίματος της αγοράς, οι οποίες καταγράφηκαν κατά την προσφορά (bid) της τελευταίας συναλλαγής του Δεκεμβρίου και στην ζήτηση (ask) στις αρχές του Ιανουαρίου, οι οποίες αποτέλεσαν στο να είναι υψηλές οι αποδόσεις ακόμα και αν τα bid-ask spreads δεν είχαν μεταβληθεί.

❖ **Λόγω του μεγέθους της επιχείρησης (firm size) σε αναλογία με τον κίνδυνο**

Οι Rogalski και Tinic (1986), διατύπωσαν ότι οι μικρές επιχειρήσεις (small firms), έχουν υψηλότερο κίνδυνο κατά την έναρξη του νέου έτους, σε σχέση με τους υπόλοιπους μήνες και σύμφωνα με το μοντέλο αποτίμησης C.A.P.M (capital asset pricing model), οι επενδυτές θα πρέπει να έχουν μεγαλύτερες αποδόσεις λόγω του υψηλότερου κινδύνου κατά την έναρξη του νέου έτους. Συνεπώς, το size effect είναι αλληλένδετο με το φαινόμενο του Ιανουαρίου, δίνοντας έτσι μια εξήγηση στο γιατί το φαινόμενο του Ιανουαρίου προτιμάει τις επιχειρήσεις χαμηλής κεφαλαιοποίησης.

5.2.2. Ανθρώπινη συμπεριφορά και ψυχολογικοί λόγοι

Σε μια αγορά η οποία απαρτίζεται από ανθρώπινα όντα, φαίνεται λογικό ότι οι εξηγήσεις πηγάζουν μέσα από την ανθρώπινη φύση και την κοινωνική ψυχολογία, όπου θα μπορούσε έτσι να μας οδηγήσει στην κατανόηση της συμπεριφοράς της χρηματιστηριακής αγοράς. Πρόσφατες έρευνες, έχουν προσπαθήσει να εξηγήσουν τις ανωμαλίες σύμφωνα με τις ψυχολογικές προοπτικές. Με βάση την ψυχολογία, φαίνεται ότι τα άτομα έχουν περιορισμένες δυνατότητες επεξεργασίας των πληροφοριών και εμφανίζουν συστηματική μεροληψία στην επεξεργασία των πληροφοριών. Τα άτομα αυτά είναι επιρρεπή στο να κάνουν λάθη και συχνά τείνουν να βασίζονται στην απόψεις των άλλων.

Επειδή οι θεμελιώδεις οικονομικές μεταβλητές αδυνατούν να δώσουν εξηγήσεις για το φαινόμενο του Ιανουαρίου, κάποιες μελέτες στρέφονται και στον ψυχολογικό παράγοντα (μη θεμελιώδεις αιτίες) του ανθρώπου, που ίσως προκαλεί το φαινόμενο του Ιανουαρίου.

Ο Wachtel (1942) υποστήριξε, ότι η ψυχολογία των επενδυτών μπορεί να συμβάλει στο φαινόμενο του Ιανουαρίου. Η ασυνήθιστη αυτή απόδοση των μετοχών μπορεί στο τέλος του χρόνου να προκύψει από την «καλή διάθεση που δημιουργούν οι διακοπές των



Χριστουγέννων» και η «διαδεδομένη ελπίδα ότι το νέο έτος θα αποδειχθεί καλύτερο από το προηγούμενο ».

Ο Shiller διατύπωσε ότι, «εάν οι άνθρωποι βλέπουν το τέλος του έτους ως χρόνο του απολογισμού και το νέο έτος ως νέα αρχή, μπορεί τότε να τείνουν να συμπεριφερθούν διαφορετικά στον ερχομό του νέου έτους. Έτσι, και οι ψυχολογικοί παράγοντες είναι πιο συνεπείς με τις επιχειρήσεις μικρής κεφαλαιοποίησης, σε σχέση με τις πιο ισχυρές λόγω της βεβαιότητας. Άρα καταλήγουμε ότι το size effect συνδέεται και με τους ψυχολογικούς λόγους, γιατί οι αποδόσεις στο τέλος του έτους, που ήταν χαμηλές θα υποκινήσουν τους επενδυτές στο να επανεξετάσουν τις εκτιμήσεις τους. Έτσι, στην έναρξη του νέου έτους θα εισχωρήσουν δυναμικά, βλέποντας την έναρξη του νέου έτους ως μια νέα καλή αρχή, με αποτέλεσμα το φαινόμενο του Ιανουαρίου.

Έτσι έχουμε δυο κατηγορίες εξηγήσεων που οφείλονται σε ψυχολογικούς παράγοντες:

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

Οι θεσμικοί επενδυτές, τα ταμεία συντάξεων, καθώς και τα μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τείνουν να πραγματοποιούν τις επενδύσεις τους στην αρχή μιας νέας χρονιάς. Κατ' ακολουθία, οι διαχειριστές επενδυτικών κεφαλαίων τοποθετούνται στην αγορά μετοχών ώστε να μην μείνουν πίσω, από πλευράς αποδόσεων, νωρίς μέσα στο χρόνο. Όλοι οι υπόλοιποι επενδυτές συνηθίζουν να προσεγγίζουν το νέο έτος με μια αισιόδοξη διάθεση, ιδιαίτερα όταν έχει προηγηθεί μία ανεπιθύμητη χρονιά, προσδοκώντας κάτι καλύτερο τόσο από πλευράς ψυχολογίας της αγοράς, όσο και σε επίπεδο πραγματικών εξελίξεων. Έτσι τόσο αυτοί που κερδίζουν όσο και αυτοί που βγαίνουν χαμένοι, αυξάνουν τις επενδυτικές θέσεις και δημιουργούν ανοδική πίεση στις τιμές των μετοχών (www.iraj.gr).

❖ ***Λόγω της ψυχολογίας μετά από διακοπές (Holiday Psychology)***

Μετά από την εορταστική περίοδο των Χριστουγέννων, οι επενδυτές έχουν μεγαλύτερη όρεξη, διαύγεια και θετικότερη ψυχολογία στο να επενδύσουν και αυτό συνδέεται άμεσα και με το φαινόμενο του Santa claus rally που έχουμε προαναφέρει.

Με βάση τις δυο κατηγορίες που προαναφέραμε, οι οποίες δίνουν εξηγήσεις για το φαινόμενο του Ιανουαρίου, είναι αξιοσημείωτο να αναφέρουμε ότι προκύπτουν δυο κατηγορίες επενδυτών. Οι ψυχολογικά αγόμενοι επενδυτές (noise traders) και οι ορθολογικοί επενδυτές (smart money).



5.3. ΟΙ ΠΕΠΟΙΘΗΣΕΙΣ ΣΤΟΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟ ΚΥΚΛΟ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΓΙΑ ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΟΥ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ.

Ο χρηματοοικονομικός κλάδος όσον αφορά το φαινόμενο του Ιανουαρίου, είναι διχασμένος χωρίς όμως να αμφισβητείται από κανέναν ότι το φαινόμενο του Ιανουαρίου προτιμάει τις επιχειρήσεις μικρής κεφαλαιοποίησης σε σχέση με τις επιχειρήσεις μεγάλης κεφαλαιοποίησης και σίγουρα δεν είναι ξεκάθαρο αν συμβαίνει αυτό πάντα.

Υπάρχουν αναλυτές οι οποίοι πιστεύουν πως το φαινόμενο του Ιανουαρίου είναι ένας μύθος και όχι ένα οικονομικό φαινόμενο των αγορών. Ένα παράδειγμα ολοκληρωτικής αποτυχίας του φαινομένου του Ιανουαρίου, είναι το 2001 όταν τα Αμερικάνικα χρηματιστήρια είχαν πομπώδη άνοδο στην αρχή του νέου έτους και έπειτα με το τρομοκρατικό κτύπημα της 11ης Σεπτεμβρίου κατέρρευσαν παταγωδώς. Θα μπορούσε να πει κανείς, ότι σε αυτή τη περίπτωση υπήρξαν συστηματικά προβλήματα που δεν σχετίζονται με την απόδοση του Ιανουαρίου, ή ίσως πάλι προσπαθούμε να τεκμηριώσουμε μια θεωρία που εκλύει ιδιαίτερες δυσκολίες στο να εξηγηθεί.

Επιπλέον, υπάρχει μια μερίδα ατόμων που υποστηρίζει την θεωρία του βαρόμετρου του Ιανουαρίου (January Barometer), η οποία αναφέρει ότι εάν η χρηματιστηριακή αγορά κατά τον μήνα Ιανουάριο είναι ανοδική ή πτωτική τότε και οι υπόλοιποι μήνες του έτους θα ακολουθήσουν το παράδειγμα του. Ακόμα, υποστηρίζουν πως το βαρόμετρο του Ιανουαρίου έχει ένα 90% + ιστορικό ακρίβειας πρόβλεψης της κατεύθυνσης της αγοράς.

Επίσης, υπάρχουν πεποιθήσεις που υποστηρίζουν πως αν οι πέντε αρχικές συνεδριάσεις του έτους είναι ανοδικές, τότε και ο Ιανουάριος θα έχει ανοδικό κλείσιμο και κατ' επέκταση το ίδιο θα συμβεί για όλη την χρονία.

Ακόμη, μια πεποίθηση που κυριαρχεί είναι ότι το φαινόμενο του Ιανουαρίου είναι κάτι ξεπερασμένο που κάποτε λειτουργούσε αλλά πλέον δεν υφίσταται. Η λογική εξήγηση γι' αυτήν την πεποίθηση είναι ότι όταν όλοι γνωρίζουν στις αγορές πως κάτι υπάρχει, παύει πλέον να ισχύει και η εφαρμογή του.

Τέλος, υπάρχει μια μερίδα που υποστηρίζει ότι το φαινόμενο του Ιανουαρίου προέρχεται από σφάλματα της εξόρυξης δεδομένων (data mining, κατά το οποίο οι περισσότερες εάν όχι όλες οι ανωμαλίες του χρηματιστηρίου έχουν ανακαλυφθεί μέσω αυτού). Η εξόρυξη δεδομένων, είναι μια βάση που διαχειρίζεται μεγάλο όγκο πληροφοριών για τους συσχετισμούς και τα σχέδια που διαφέρουν από τα αποτελέσματα που θα προσδοκόνταν για να εμφανιστούν κατά τύχη. Παρουσιάζονται όμως τα εξής προβλήματα με την εξόρυξη



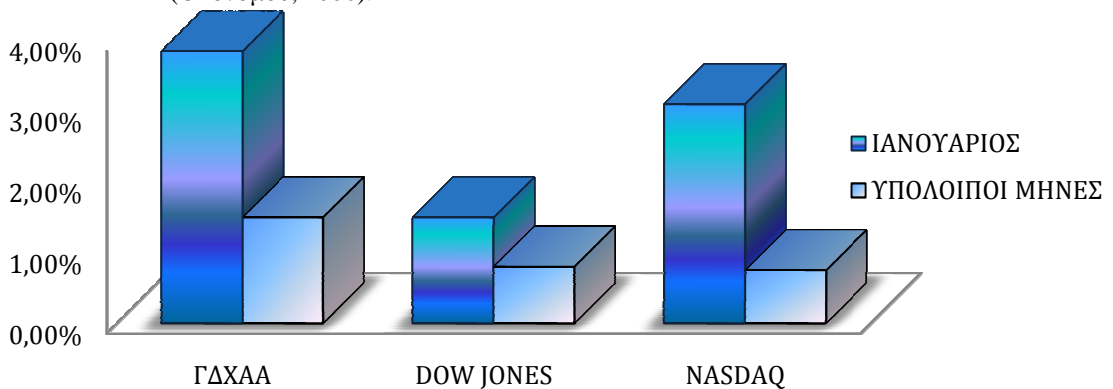
δεδομένων, όπως η πιθανότητα ότι οι σχέσεις εμφανίστηκαν τυχαία ή ότι ίσως η ανωμαλία μπορεί να είναι μοναδική στο συγκεκριμένο δείγμα που εξετάστηκε.

6. ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΟΥ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΟ ΑΜΕΡΙΚΑΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

Στην Ελλάδα, αν και οι μελέτες περί ανωμαλιών είναι περιορισμένες για το χρηματιστήριο Αθηνών, οι Καπλανίδης, Coutts και Roberts το 2000 μελέτησαν το φαινόμενο και την επίδραση του Ιανουαρίου σε τέσσερις δείκτες ASE (Γενικό, Τραπεζικό, Χρηματοδοτικής μίσθωσης και Ασφαλίσεων) και συμπέραναν ότι αν και οι μέσες αποδόσεις ήταν θετικές για τους τρεις από τους τέσσερις δείκτες, δεν ήταν οι υψηλότεροι ούτε ήταν συνεχείς. Στην μελέτη των Mills, Συριόπουλος, Μάρκελος και Χαριζάνης (2000), δεν υπήρξαν κραυγαλέες αποδείξεις για το φαινόμενο του Ιανουαρίου για τον γενικό δείκτη ASE. Όμως βρήκαν υψηλότερες αποδόσεις από τον μέσο ορό για τον Ιανουάριο και τον Φεβρουάριο, όταν ανέλυσαν εξήντα μετοχές του γενικού δείκτη ASE. Τα αποτελέσματα που εξήγαγαν, έδειξαν ότι υπήρξε σημαντική επίδραση του Ιανουαρίου σε κάποιες από αυτές τις μετοχές του γενικού δείκτη. Το 35% των μετοχών είχαν σημειώσει υψηλότερες αποδόσεις τον Ιανουάριο (23%) και τον Φεβρουάριο (12%). Εν αντιθέση, το 16% αυτών των μετοχών του γενικού δείκτη είχαν σημειώσει μείωση της απόδοσης για τον Απρίλιο. Η πλειοψηφία των μετοχών κατέδειξαν κάποια χαρακτηριστικά μηνιαίας επίδρασης, όπου το 67% είχαν τις υψηλότερες μηνιαίες αποδόσεις, ενώ το 49% είχαν τις χαμηλότερες μηνιαίες αποδόσεις. Μολονότι, ότι το φαινόμενο του Ιανουαρίου είναι περισσότερο αισθητό και εμφανές στις αγορές των Ηνωμένων Πολιτειών, το φαινόμενο του Ιανουαρίου έχει εκδηλωθεί τα τελευταία δεκαεπτά χρόνια στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, θα μπορούσαμε να δεχτούμε ως μήνες ανοδικών τάσεων τον Ιανουάριο και τον Φεβρουάριο, ενώ οι υπόλοιποι μήνες δεν παρουσιάζουν κάποιο στατιστικό σημαντικό ενδιαφέρον. Επίσης, όπως και στην Ελλάδα, το φαινόμενο του Ιανουαρίου επιδρά θετικά για τον δείκτη NASDAQ, σε αντίθεση με τον δείκτη Dow Jones, όπου οι σημαντικότερες στατιστικές επιδράσεις διαφαίνονται τους μήνες Νοέμβριο, Δεκέμβριο και Απρίλιο (διάγραμμα 6).

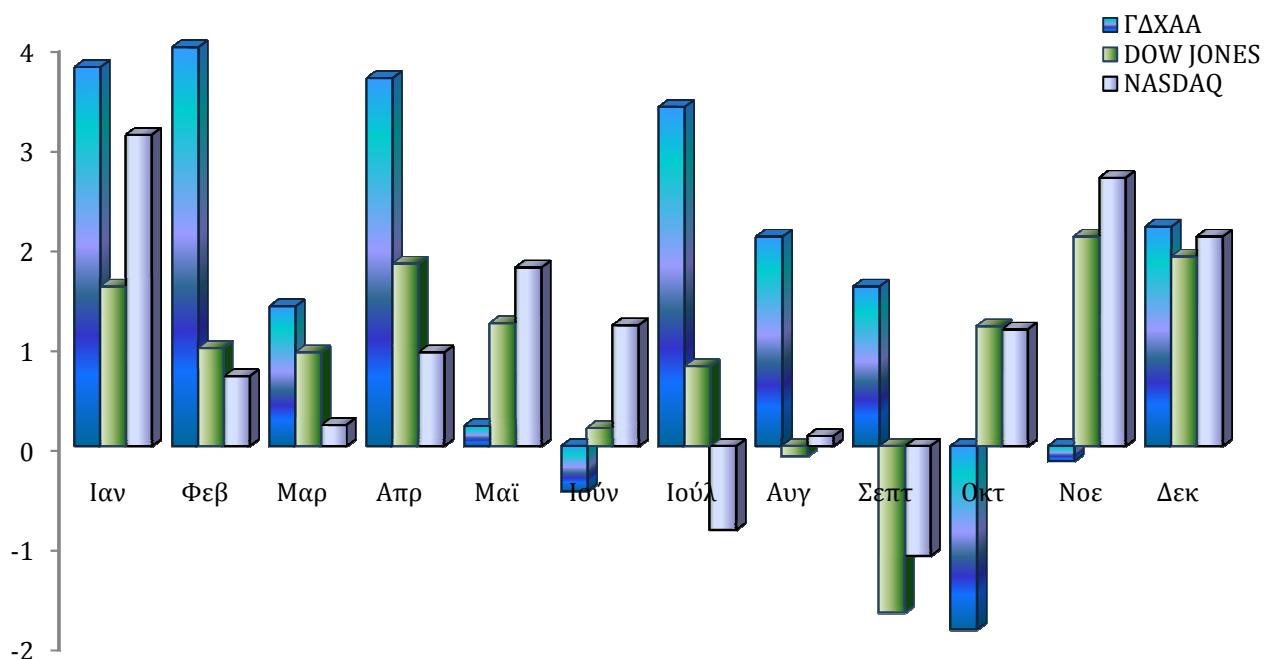


Διάγραμμα 6. Το φαινόμενο του Ιανουαρίου στην Ελληνική και στην Αμερικάνικη Χρηματιστηριακή αγορά για την περίοδο 1981 - 2005 (Οκονόμου, 2006).



Στο διάγραμμα 6, είναι ξεκάθαρες οι υψηλές αποδόσεις του Ιανουαρίου, τόσο για το Ελληνικό όσο και για το Αμερικάνικο χρηματιστήριο, όπου επαληθεύονται μακροπρόθεσμα σε επίπεδο μέσων αποδόσεων. Επίσης, στο διάγραμμα 7 απεικονίζονται οι μέσες μηνιαίες αποδόσεις της 25ετίας (1981-2005) για τους τρεις χρηματιστηριακούς δείκτες αντίστοιχα (Φωτεινή Οικονόμου 2006).

Διάγραμμα 7. Μέσες μηνιαίες αποδόσεις 1981 - 2005 (Οκονόμου, 2006).

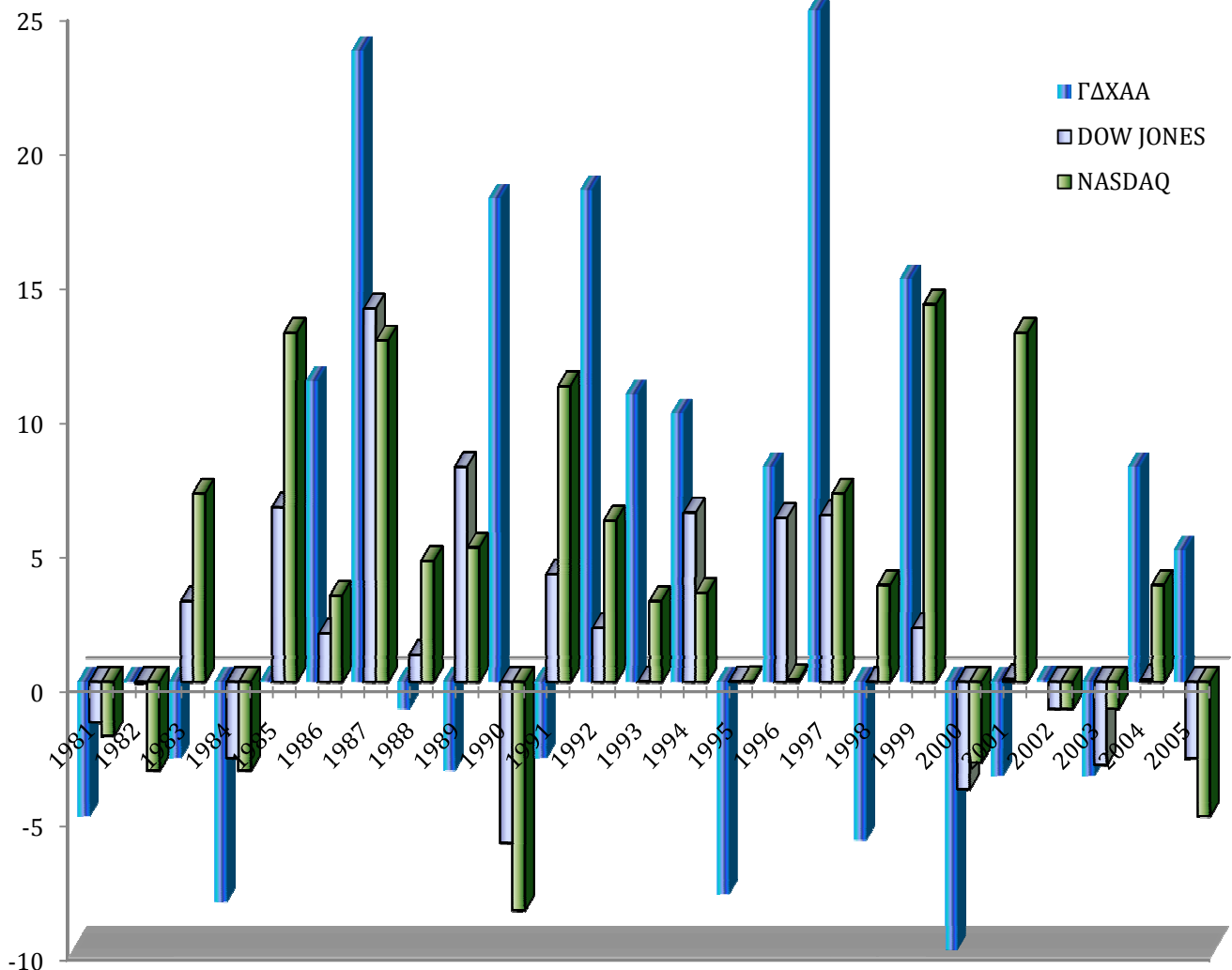


Παρά το γεγονός ότι ο Ιανουάριος πρόκειται για έναν μήνα υψηλών αποδόσεων, τόσο για την Ελληνική χρηματιστηριακή αγορά όσο και για την Αμερικανική, όντας αυτό ξεκάθαρο



και μέσα από τα διαγράμματα, δεν πρέπει να παραλείγουμε ότι ο Ιανουάριος παρουσιάζει και σημαντικές διακυμάνσεις (διάγραμμα 8), οι οποίες συμβάλουν στο να καθίσταται ανέφικτη και αβέβαιη η ασφαλής πρόβλεψη των μηνιαίων αποδόσεων μελλοντικά. Επιπρόσθετα, σε γενικότερο επίπεδο, επειδή οι ανωμαλίες των αγορών επαληθεύονται σε μακροπρόθεσμο επίπεδο, θα πρέπει να αποφευχθεί η πεποίθηση ότι και ο Ιανουάριος πρόκειται για μια ανωμαλία, η οποία προσδίδει ένα εύκολο τρόπο κέρδους που κάνει την εμφάνιση του μια φορά τον χρόνο. Έτσι υιοθετώντας την χρήση των ανωμαλιών ως μια στρατηγική (πίνακας 6) επίτευξης βραχυπρόθεσμων υπεραποδόσεων και συγκεκριμένα τον Ιανουάριο, δεν μπορεί να θεωρηθεί αποτελεσματική και βέβαιη.

Διάγραμμα 8. Αποδόσεις Ιανουαρίου 1981 - 2005 (Οκονόμου, 2006).





Πίνακας 6 Αγορά και πώληση μετοχών στο δείκτη ASE με βάση στρατηγικής σο φαινόμενο του Ιανουαρίου (*Mylonakis και Tserkezos 2008*)

Ημέρα	Συναλλαγή	Γενικός δείκτης ASE κλεισίματος	Μεταβολή (%) του Γενικού Δείκτη ASE	Τρέχουσα Τιμή Μετοχής	Συσσωρευμένη Προμήθεια	Συσσωρευμένα Κέρδη %
1985:11	BUY	56.1	0	99.33	0.67	
1986:01	SELL	72.4	29.1	127.38	1.52	27.38
1986:11	BUY	94.8		126.52	2.37	26.52
1987:01	SELL	107.6	13.6	142.71	3.32	42.71
1987:11	BUY	274.2		141.75	4.27	41.75
1988:01	SELL	264	-3.7	135.58	5.18	35.58
1988:11	BUY	276.1		134.67	6.08	34.67
1989:01	SELL	267.6	-3.1	129.63	6.95	29.63
1989:11	BUY	443.2		128.76	7.81	28.76
1990:01	SELL	460.7	3.9	132.94	8.71	32.94
1990:11	BUY	752.1		132.05	9.59	32.05
1991:01	SELL	872.2	16	152.1	10.61	52.1
1991:11	BUY	808.2		151.08	11.62	51.08
1992:01	SELL	799	-1.1	148.36	12.62	48.36
1993:01	SELL	667.7	19.5	174.9	14.77	74.9
1993:11	BUY	812.8		173.73	15.94	73.73
1994:01	SELL	990.2	21.8	210.22	17.35	110.22
1994:11	BUY	804.4		208.82	18.75	108.82
1995:01	SELL	803.9	-0.1	207.3	20.13	107.3
1995:11	BUY	852.4		205.91	21.51	105.91
1996:01	SELL	901.1	5.7	216.22	22.96	116.22
1996:11	BUY	878.4		214.77	24.4	114.77
1997:01	SELL	954.5	8.7	231.83	25.96	131.83
1997:11	BUY	1331		230.27	27.5	130.27
1998:01	SELL	1446.8	8.7	248.63	29.16	148.63
1998:11	BUY	2337.4		246.96	30.82	146.96
1999:01	SELL	2936.2	25.6	308.15	32.88	208.15
1999:11	BUY	5625.5		306.09	34.93	206.09



2000:01	SELL	5218.2	-7.2	282.02	36.82	182.02
2000:11	BUY	3493.6		280.13	38.7	180.13
2001:01	SELL	3165	-9.4	252.09	40.39	152.09
2001:11	BUY	2765.6		250.4	42.07	150.4
2002:01	SELL	2670.8	-3.4	240.19	43.68	140.19

Συνεπώς, επειδή η δυνατότητα ασφαλούς πρόβλεψης είναι σημαντικά περιορισμένη λόγω των διακυμάνσεων, είναι σημαντικό οι επενδυτές, να παρακολουθούν το συγκεκριμένο φαινόμενο νωρίτερα μελετώντας την πορεία της αγοράς, ώστε αν η αγορά διαγράψει ανοδική πορεία κατά την έναρξη του νέου έτους, να μπορούν να αντιδράσουν και να τοποθετηθούν εγκαίρως ώστε να εκμεταλλευτούν την αναποτελεσματικότητα της αγοράς του φαινομένου του Ιανουαρίου.

7. ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΔΕΥΤΕΡΑΣ (Monday effect or the Weekend effect or the Day of the week effect or Weekday effect or the Monday seasonal)

Το φαινόμενο της Δευτέρας, αποτελεί ένα 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 θα έπρεπε να γίνεται σύμφωνα με την θεωρία των αποτελεσματικών αγορών (Λυρούδη Κατερίνης, Νούλα Αθανασίου, Κομισσοπούλου Γεωργίου 2002).

Πιο συγκεκριμένα, το φαινόμενο αυτό αφορά τις σχετικές μεγάλες αποδόσεις της Παρασκευής σε σύγκριση με τις αποδόσεις της Δευτέρας. Δηλαδή, αν η χρηματιστηριακή αγορά έκλεινε θετικά την Παρασκευή, το ίδιο θα έπρεπε να συνεχιστεί να πραγματοποιηθεί και για την Δευτέρα. Σε περίπτωση έλλειψης εποχικότητας, οι αποδόσεις των εταιριών θα πρέπει κατά μέσο όρο να παρουσιάσουν τις ίδιες αποδόσεις για όλες τις μέρες της εβδομάδος και ιδιαίτερα τις παρακείμενες ημέρες συναλλαγών, εξού και το φαινόμενο του Σαββατοκύριακου, θα έπρεπε να είναι μηδενικό για όλα τα χρεόγραφα και να μένει ανεπηρέαστο από το ρίσκο ή την μεταβλητότητα ενός χρεογράφου ή από τις ροπές στις αποδόσεις.



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

7.1. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΘΕΜΕΛΙΩΣΗ

Ο Ken French, στο πανεπιστήμιο του Chicago το 1980, μελέτησε το φαινόμενο της Δευτέρας πάνω σε δυο υποθέσεις. Η πρώτη υπόθεση είναι το trading time (υπόθεση της περιόδου συναλλαγών), όπου σύμφωνα με αυτό οι αποδόσεις διαμορφώνονται μόνο κατά τις εργάσιμες ημέρες της εβδομάδας και ως εκ τούτου, οι αποδόσεις πρέπει να είναι ίδιες για όλες τις ημέρες συναλλαγών. Η δεύτερη υπόθεση είναι το calendar time (υπόθεση ημερολογιακών σημείων), όπου σύμφωνα με αυτή την υπόθεση οι αποδόσεις διαμορφώνονται και στις μη εργάσιμες ημέρες της εβδομάδας και με βάση αυτό οι αποδόσεις της Δευτέρας θα πρέπει να είναι τριπλάσιες σε σχέση με τις αποδόσεις των άλλων ημερών, επειδή ο χρόνος ανάμεσα στο κλείσιμο της Παρασκευής και στο κλείσιμο της Δευτέρας είναι ίσος με τρεις ημέρες και όχι μια όπως για τις υπόλοιπες μέρες.

Ο French, κατέληξε ότι υπάρχουν πολλά σημαντικά στοιχεία που υποστηρίζουν τις υψηλότερες αποδόσεις την Παρασκευή και της χαμηλότερες αποδόσεις την Δευτέρα. Πολλές έρευνες υπέδειξαν, ότι το φαινόμενο της Δευτέρας υπάρχει τόσο στις ΗΠΑ όσο και σε άλλες χρηματιστηριακές αγορές ανεπτυγμένων χωρών όπως στην Αγγλία, Καναδά, Αυστραλία, Ιαπωνία, Γαλλία, Σιγκαπούρη (εκ των οποίων στις τέσσερις τελευταίες, οι μεγαλύτερες αρνητικές αποδόσεις εμφανίζονται την Τρίτη) αλλά και σε αναδυόμενες χρηματιστηριακές αγορές, όπως της Μαλαισίας και του Hong Kong. Από τις έρευνες αυτές, έχει αποδειχθεί ότι η Δευτέρα και η Τρίτη εμφανίζει χαμηλές αποδόσεις και η Παρασκευή υψηλές αποδόσεις, σε αντίθεση με την Ισπανία, όπου μέσα από μελέτες έδειξαν ότι δεν παρατηρείται το φαινόμενο της Δευτέρας.

Επίσης μέσα από τις αναρίθμητες ακαδημαϊκές και επαγγελματικές μελέτες ανακάλυψαν τα εξής:

- ❖ Το φαινόμενο αυτό υπάρχει πάνω από 100 χρόνια.
- ❖ Οι αποδόσεις της Παρασκευής, είναι χαμηλότερες όταν η αγορά είναι ανοιχτή το Σάββατο.



- ❖ Το φαινόμενο της Δευτέρας είναι μεγαλύτερο όταν υπάρχουν μακρά Σαββατοκύριακα (long weekends ends).
- ❖ Ένας μεγάλος αριθμός μετοχών υψηλών αποδόσεων εμφανίζεται πριν από διακοπές-αργίες παρά μετά.
- ❖ Το φαινόμενο της Δευτέρας, αποφαίνεται περισσότερο για μετοχές που κρατούνται από οργανισμούς. Μιας και δεν υπάρχει ατομική τάση για εμπλοκή σε πρακτική κερδοσκοπικής πώλησης.
- ❖ 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 κατά την δεκαετία του 90.

7.2. ΠΙΘΑΝΕΣ ΑΙΤΙΕΣ ΥΠΑΡΞΗΣ ΤΟΥ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΔΕΥΤΕΡΑΣ

Μερικά συμπεράσματα που έχουν προκύψει για το φαινόμενο της Δευτέρας από τις διάφορες μελέτες κατά καιρούς είναι τα εξής:

7.2.1. Κακή εφαρμογή των στατιστικών τεχνικών

Μερικοί μελετητές, υποστηρίζουν ότι η ανωμαλία της Δευτέρας προκύπτει από την υιοθέτηση λανθασμένων στατιστικών μεθόδων. Παραδείγματος χάριν, οι Sullivan, Timmermann, και White το 2001, διατύπωσαν ότι οι ανωμαλίες «ανασταίνονται» από της εξόρυξη δεδομένων (data mining). Έτσι λοιπόν εφάρμοσαν μια στατιστική μεθοδολογία έλεγχου δοκιμής του data mining για τις ημερολογιακές ανωμαλίες και διαπίστωσαν ότι το φαινόμενο της Δευτέρας είναι στατιστικά λιγότερο σημαντικό από τις προηγούμενες μελέτες. Ένα ακόμα ξεχωριστό αλλά συναφές ζήτημα αφορά τη χρήση των στατιστικών δοκιμών, που θεωρούν δεδομένη την κανονικότητα των υποκείμενων κατανομών των αποδόσεων παρά τις αποδείξεις ότι η κατανομή των αποδόσεων είναι μη κανονική.

Ο Gibbons και Hess (1981), διαφώνησαν με αυτή την ανησυχία, δεδομένου ότι κατέληξαν στο συμπέρασμα, ότι η προσαρμογή για την ετεροσκεδαστικότητα δεν έχει σημαντικές επιπτώσεις στην ημέρα της εβδομάδας. Οι Chen, Lee, και Wang (2002), ωστόσο βρήκαν ότι οι προσαρμογές για την heteroskedasticity (Ετεροσκεδαστικότητα¹), μειώνουν την επίδραση της ημέρας της εβδομάδας.

1. **Ετεροσκεδαστικότητα:** Είναι μια ακολουθία ή διάλυμα από τυχαίες μεταβλητές αν οι τυχαίες αυτές μεταβλητές έχουν διαφορετική διακύμανση (<http://el.wikipedia.org/wiki/Ετεροσκεδαστικότητα>)



Περαιτέρω, οι Connolly (1989) και Najand και Yung (1994), διαπίστωσαν ότι, οι εφαρμογές της ανάλυσης Garch, αποτυγχάνουν να απορρίψουν την υπόθεση ότι οι μέσες αποδόσεις είναι ίσες για όλες της εργάσιμες μέρες της εβδομάδος.

Οι Wingender και Groff (1989), βρήκαν μια επίδραση της ημέρας της εβδομάδος με την εφαρμογή της στοχαστικής κυριαρχίας (stochastic dominance²), μια μέθοδος που δεν απαιτεί καμία υπόθεση για τις υποκείμενες κατανομές των αποδόσεων. Έτσι, με βάση τα ευρήματα τους έδειξαν, ότι η ένδειξη του φαινομένου της ημέρας της εβδομάδος δεν προκύπτουν από τις ακατάλληλες υποθέσεις για την κανονικότητα των υποκείμενων κατανομών. Εντούτοις, αμφισβήτησαν την ευρωστία αυτών των συμπερασμάτων βασισμένων στις δοκιμές Garch.

Οι Gardeazabul και Regulez, βρήκαν μια ποιο ισχυρή ένδειξη της επίδρασης της ημέρας της εβδομάδος, όταν το βασικό μοντέλο μεταβλητών είναι προσαρμοσμένο σε παρατηρήσιμες μεταβλητές διαστρέβλωσης (unobserved variables bias³ or misspecification).

7.2.2. Η Μικροδομή της αγοράς

Σε αυτήν την κατηγορία περιλαμβάνονται εξηγήσεις μικροδομής της αγοράς, και ειδικότερα με θέματα σχετικά με διακανονισμούς, μερίσματα και φόρους.

Για παράδειγμα, ο French υποστήριξε, την υπόθεση του trading time όπου σύμφωνα με αυτή την υπόθεση, οι αποδόσεις διαμορφώνονται και στις μη εργάσιμες ημέρες της εβδομάδας. Με βάση αυτό οι αποδόσεις της Δευτέρας θα πρέπει να είναι τριπλάσιες σε σχέση με τις αποδόσεις των άλλων ημερών, επειδή ο χρόνος ανάμεσα στο κλείσιμο της Παρασκευής και στο κλείσιμο της Δευτέρας είναι ίσος με τρεις ημέρες και όχι μια, όπως για τις υπόλοιπες μέρες.

Οι Lakonishok και Levi (1982), υποστήριξαν ότι οι προσδοκώμενες αποδόσεις θα πρέπει να είναι διαφορετικές για όλες τις ημέρες, λόγω της διάρκειας των 5 ημερών διακανονισμού, το οποίο έχει ως αποτέλεσμα, να δημιουργεί υψηλότερες αποδόσεις την Παρασκευή και χαμηλότερες αποδόσεις την Δευτέρα.

Επίσης, οι Lakonishok και Levi υποστήριξαν, ότι οι διακανονισμοί των αγοραπωλησιών θα μπορούσαν να επηρεαστούν από την διαδικασία εκκαθάρισης. Οι αγοραστές μετοχών είναι πρόθυμοι να πληρώσουν περισσότερα για μετοχές αγορασμένες την Παρασκευή, επειδή

2. **Stochastic dominance:** Είναι στατιστικά μέσα για τον καθορισμό την ανωτερότητας μιας κατανομής σε σχέση με μια άλλη (http://www.vosesoftware.com/ModelRiskHelp/index.htm#Help_on_ModelRisk/Other_tools/Vose_Stochastic_Dominance.htm)

3. **Unobserved variables bias:** Στην οικονομετρική θεωρία σχεδόν πάντα υποτίθεται ότι παρέχει μια «αληθινή» προδιαγραφή της πιθανολογικής εξίσωσης που υπολογίζεται. Είναι επομένως προφανές ότι εάν η οικονομική θεωρία είναι ελλιπής, οι κατ' εκτίμηση παράμετροι θα είναι διαστρεβλωμένοι (<http://www.xycoon.com/misspecification.htm>)



έχουν στην διάθεση τους 10 ημερολογιακές ημέρες για την αποπληρωμή, σε σχέση με τις υπόλοιπες μέρες εμπορικών συναλλαγών, που απαιτούνται έξι ημέρες. Η αντιστροφή αυτής της ανωμαλίας της υψηλής τιμής την Παρασκευή, θα μπορούσε να εξηγήσει τις χαμηλές αποδόσεις της Δευτέρας.

Οι Gibbons και Hess (1981), εξέτασαν τις διαδικασίες διακανονισμού συναλλαγών των αγοραπωλησιών που μπορεί να προκαλέσει το φαινόμενο της ημέρας της εβδομάδος. Επειδή οι διακανονισμοί των συναλλαγών γίνονται μερικές ημέρες μετά της αγοραπωλησία, οι τιμές spot, περιλαμβάνουν θεωρητικά μηδαμινό κίνδυνο κατά την περίοδο συναλλαγής. Επειδή όμως, η περίοδος συναλλαγής αναφέρεται σε εργάσιμες ημέρες, όπως επίσης και ο μηδαμινός κίνδυνος των τιμών spot, άρα η έλευση του Σαββατοκύριακου θα μπορούσε να τις επηρεάσει. Οι Gibbons και Hess, βρήκαν ότι το φαινόμενο της ημέρας της εβδομάδος συμβαίνει ακόμα και για περιόδους όπου η διαδικασία τακτοποίησης της αγοραπωλησίας παίρνει πάνω από 5 ημέρες, οπότε δεν θα μπορούσε να ήταν υπεύθυνο για το φαινόμενο της ημέρας της εβδομάδος.

Οι Keim and Stambaugh (1984), εξέτασαν την πιθανότητα ότι οι υψηλές αποδόσεις της Παρασκευής αντικατοπτρίζουν σφάλματα μέτρησης που αντιστρέφονται την Παρασκευή. Οι Branch και Echevarria (1991), υπέθεσαν ότι οι φορολογικοί λόγοι που επηρεάζουν την τιμή αναφοράς μερίσματος της μετοχής (share price), σε κατάσταση αποκοπής μερίσματος μπορεί να επηρεάσει το αποτέλεσμα του Σαββατοκύριακου, αν οι μέρες αποκοπής μερίσματος δεν είναι συστηματικές στις εργάσιμες ημέρες. Έπειτα, συγκρίνοντας τίτλους χωρίς δικαίωμα στο μέρισμα και τίτλους χωρίς μέρισμα δεν βρήκαν καμία διάφορα.

Οι Gregoriou, Kontonikas, και Tsitsianis, μελέτησαν τις αποδόσεις για τον δείκτη FTS 100 για την περίοδο 1986 – 1997 και υποστήριξαν, ότι η ανωμαλία της ημέρας της εβδομάδας εξαφανίζεται όταν για την ένδειξη του κόστους (δαπάνης) αγοραπωλησίας, χρησιμοποιείται η διάφορα της τιμής της προσφοράς και της ζήτησης (bis-ask spreads).

7.2.3. Η πληροφοριακή ροή

Σε μια αποτελεσματική αγορά, οι τιμές ανταποκρίνονται άμεσα στις ροές των πληροφοριών. Εάν η σχετική ροή πληροφοριών της αγοράς είχε μια ευδιάκριτη ημέρα της εβδομάδας, κάνεις θα περίμενε, πως είναι αυτή της Δευτέρας.

Οι Dyl και Maberly (1988), συμπέραναν μια επίδραση που έχει να κάνει με τις ανακοινώσεις στηρίζοντας την, στο ότι οι μεγάλες δυσμενείς μεταβολές των τιμών επικεντρώνονται τις Δευτέρες. Άλλοι ερευνητές, εξέτασαν τη δυνατότητα ενός σχεδίου του



φαινόμενου της Δευτέρας σε ένα μικροοικονομικό και μακροοικονομικό επίπεδο. Στο μικροοικονομικό επίπεδο, οι ερευνητές εξέτασαν τα σχέδια στο μέρισμα και τις ανακοινώσεις αποδοχών. Στο μακροοικονομικό επίπεδο, οι ερευνητές εξέτασαν ζητήματα όπως την στιγμή και το χρονοδιάγραμμα των ανακοινώσεων σχετικά με τη νομισματική πολιτική.

Ο French, πρότεινε ότι ο πιο προφανής λόγος που μπορεί να εξηγήσει το φαινόμενο της Δευτέρας είναι η τάση των επιχειρήσεων να καθυστερούν να ανακοινώνουν τα άσχημα γεγονότα μέχρι το Σαββατοκύριακο, για να αποφευχθούν οι τυχόν διαταραχές στις αγορές. Ο Damodaran (1989), διαπίστωσε ότι τα κέρδη και οι ανακοινώσεις μερισμάτων εξηγούν μόνο ένα μικρό ποσοστό του αποτελέσματος του Σαββατοκύριακου. Οι Fishe, Gosnell και Lasser (1993), μελετώντας την αγορά μετοχών των ΗΠΑ, και οι Choy και O'Hanlon (1989), μελετώντας την αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου κατέληξαν σε παρόμοια συμπεράσματα.

Αντίθετα οι Schatzberg και Datta (1992), σε μια μελέτη ενός μεγάλου αριθμού ανακοινώσεων μερίσματος, υποστήριξαν ότι οι ανακοινώσεις αυτές ουσιαστικά αυξάνουν τις αποδόσεις της Δευτέρας.

Ο Peterson (1990), μελέτησε και σύγκρινε έναν δείκτη όπου υπήρξαν ανακοινώσεις κερδών των επιχειρήσεων και έναν δείκτη άνευ ανακοινώσεων και συμπέρανε ότι δεν υπήρξε καμιά διαφορά καταλήγοντας στο συμπέρασμα, ότι η επίδραση της ανακοίνωσης των κερδών δεν προκαλεί το φαινόμενο της ημέρα της εβδομάδας.

Οι DeFusco, McCabe, και Yook (1993), συμπέραναν ότι η επίδραση της ανακοίνωσης έχει να κάνει και με άλλες συγκεκριμένες ανακοινώσεις των επιχειρήσεων και όχι μόνο με τις ανακοινώσεις που έχουν να κάνουν με τα μερίσματα και τα κέρδη. Αυτήν την υπόθεση την στήριξαν, εξετάζοντας τις ασφαλές αποδόσεις κατά την διάρκεια συνεδριάσεων του διοικητικού συμβούλιου σε μια περίοδο πολλών πιθανών ανακοινώσεων. Οι Pettengill και Buster (1994), απορρίπτουν αυτή την υπόθεση της μικρο μελέτης των ανακοινώσεων μιας επιχείρησης, βασιζόμενοι σε μια μελέτη που διεξήγαγαν στο δείκτη Dow Jones Business Wire Service. Οι Pettengill και Buster, διαπίστωσαν μια τάση θετικών ανακοινώσεων για το Σαββατοκύριακο, κατά την περίοδο που εξέταζαν. Επιπλέον, βρήκαν ότι οι αρνητικές επιδράσεις τις Δευτέρας, συνδέονται κατά ένα μεγάλο ποσοστό με τους τίτλους που αντιμετωπίζουν μια μικρή αρνητική απόδοση και όχι με ένα μικρό κομμάτι επιχειρήσεων που αντιμετωπίζουν με μια μεγάλη αρνητική απόδοση, η οποία συνδέεται με την επίδραση των ανακοινώσεων σε μικροοικονομικό επίπεδο. Οπότε, συμπέραναν ότι οποιαδήποτε επίδραση που έχει να κάνει με την ανακοίνωση, είναι πιθανόν να σχετίζεται με μια μακροοικονομική επιρροή.



Οι Athanassakos και Robinson (1994), βρήκαν ότι οι ανακοινώσεις που αφορούν τα μερίσματα, δεν εξηγούν τις αρνητικές αποδόσεις της Δευτέρας στο Χρηματιστήριο του Τορόντο αλλά δείχνουν ότι οι μακροοικονομικές ανακοινώσεις του Σαββατοκύριακου μπορούν να προκαλέσουν τις αρνητικές αποδόσεις.

Ο Steely (2001), είχε διαπιστώσει μια επιρροή των μακροοικονομικών ανακοινώσεων στις αποδόσεις της Δευτέρας στην κεφαλαιαγορά του Ηνωμένου Βασιλείου όταν τα δεδομένα ήταν διαρθρωμένα, είτε από αρνητικές, είτε από θετικές αποδόσεις της αγοράς. Περαιτέρω, οι Chang και Pinegar (1998), υποστήριξαν ότι για τα χαρτοφυλάκια μικρής κεφαλαιοποίησης, η αντίδραση από τις μακροοικονομικές ειδήσεις επικεντρώνεται στις Δευτέρες. Μετά τη διόρθωση για αυτήν την επιρροή, βρήκαν ότι το φαινόμενο της Δευτέρας είναι ουσιαστικά μειωμένο αλλά η μέση απόδοση της Δευτέρας παραμένει αρνητική. Έτσι, οι μακροοικονομικές ανακοινώσεις, φαίνεται να έχουν ισχυρότερη επίδραση από ότι η επίδραση των μικροοικονομικών ανακοινώσεων των επιχειρήσεων στην ανωμαλία της Δευτέρας.

7.2.4. Η διαφοράς ζήτησης και προσφοράς

Μία άλλη πιθανή εξήγηση, μπορεί να οφείλεται στην διαφορά προσφοράς-ζήτησης. Εάν οι μετοχές συναλλάσσονται στην ζητούμενη τιμή την Παρασκευή στο κλείσιμο της αγοράς και στην τιμή αγοράς την Δευτέρα, θα φαίνεται ότι η απόδοση της Δευτέρας είναι αρνητική ακόμα και αν δεν έχει υπάρξει κάποια αλλαγή στην τιμή.

7.2.5. Διαφορετικές συμπεριφορικές πρακτικές συναλλαγών

Αρκετές υποθέσεις δείχνουν, ότι οι ιδιώτες επενδυτές συμπεριφέρονται ως net sellers⁴ κατά τις Δευτέρες. Ο Miller (1988), υποστήριξε ότι οι μικροί επενδυτές έχουν διαθέσιμο χρόνο να επεξεργαστούν τις πληροφορίες κατά το Σαββατοκύριακο και να εφαρμόσουν τις αποφάσεις τους την Δευτέρα. Επειδή, κατά την διάρκεια της έρευνας του Miller, υπήρξε μια τάση των επενδυτών να πουλάνε περισσότερο από ότι να αγοράζουν (net selling), ο Miller θεώρησε ότι οι επενδυτές συμπεριφέρονται ως net sellers και ότι αυτή η τάση να πωλούν τη Δευτέρα ενισχύθηκε και από τις συστάσεις των συμβούλων οικονομικών επενδύσεων για να είναι κατά το ξεκίνημα τους θετικοί.

Ο Kelly (1930), έκανε μια παρόμοια επιχειρηματολογία πριν από πολλά χρόνια και υποστήριξε το εξής: ότι αν ο χρόνος επεξεργασίας των πληροφοριών κατά το Σαββατοκύριακο είναι σημαντικός για τους επενδυτές, ώστε να καταλήξουν σε κάποιες

4. Net sellers: Άτομα ή οργανισμός ή χώρα που πουλάει περισσότερο από ό, τι αγοράζει (<http://lexicon.ft.com/Term?term=net-seller>)



αποφάσεις όσων αφορά τα χαρτοφυλάκιο τους και αν επιπλέον οι αποφάσεις όντος χρειάζονται κάποιον χρόνο επεξεργασίας, τότε οι συναλλαγές πώλησης θα συγκεντρώνονται την Δευτέρα. Περαιτέρω, υποστήριξε ότι η εκτίμηση των αναγκών, σε ρευστότητα τη διάρκεια του Σαββατοκύριακου μπορεί να οδηγήσει σε πωλήσεις την Δευτέρα.

Ο Osborne (1962), υποστήριξε στη δημιουργική συζήτηση του για την αποτελεσματικότητα της αγοράς, ότι οι μικροεπενδυτές είναι πιο ενεργεί τη Δευτέρα ως αποτέλεσμα των χρηματοδοτικών αποφάσεων που λαμβάνουν κατά το Σαββατοκύριακο.

Οι Rystrom και Benson, αποδίδουν τη δραστηριότητα πώλησης από τους ιδιώτες επενδυτές σε ψυχολογικούς λόγους, παρά στο χρόνο επεξεργασίας της απόφασης. Υποστήριξαν, ότι οι αποδόσεις είναι χαμηλές τη Δευτέρα, διότι οι επενδυτές σύμφωνα με την κοινή λογική είναι λιγότερο αισιόδοξοι τις Δευτέρες, σε σχέση με τις υπόλοιπες εργάσιμες ημέρες. Έτσι, στις μπλε Δευτέρες (blue Mondays), οι επενδυτές πωλούν και συμπιέζουν τις τιμές. Αντίθετα, τις Παρασκευές οι αισιόδοξοι επενδυτές, αγοράζουν και αυξάνουν τις τιμές ασφαλείας. Ο Siegel (1998), προέβαλλε ένα παρόμοιο επιχειρήμα σχετικά με την Αμερικανική κεφαλαιαγορά μετοχών. Έπειτα οι Jacobs και Levy, εφάρμοσαν αυτό το επιχειρήμα στην εποχικότητα των αγορών που περιελάμβανε τις αποδόσεις από διακοπές και του Ιανουαρίου καθώς και του Σαββατοκύριακου.

Οι Foster και Viswanathan (1990), παρείχαν εξηγήσεις που έδειχναν μια πιο ορθολογική συμπεριφορά των Liquidity⁵ traders. Υποστήριξαν, ότι αυτοί οι μικροεπενδυτές (liquidity traders), αποφεύγουν να αγοράζουν τις Δευτέρες διότι φοβούνται τις δυνητικές απώλειες από την διαπραγμάτευση με ενήμερους επενδυτές που πωλούν, βασιζόμενοι σε δυσμενή πληροφορίες που ελήφθησαν κατά τη διάρκεια του Σαββατοκύριακου.

Οι Sias και Starks (1995) και Brooks και Kim (1997), προέβαλαν παρόμοιους ισχυρισμούς σε σχέση με συναλλακτική δραστηριότητα της Δευτέρας, οι οποίοι έδωσαν έμφαση στην θεσμική δραστηριότητα των επενδυτών, που πωλούν την Δευτέρα σε σχέση με τις πιθανές ροές των ιδιωτικών πληροφοριών που προκύπτουν από το Σαββατοκύριακο.

Οι Wang και Walker (2000), υποστήριξαν από ότι οι θεσμικοί επενδυτές είναι λιγότερο ενεργοί τη Δευτέρα, επειδή αντιμετωπίζεται ως μια μέρα στρατηγικού σχεδιασμού.

Ο Fields (1931), προσδιορίζει ότι οι πιθανές εμπορικές συμπεριφορές πριν από τη μη

5. **Liquidity:** Η αγορά είναι ρευστή όταν έχει ένα υψηλό επίπεδο συναλλακτικής δραστηριότητας, επιτρέποντας την αγορά και πώληση με ελάχιστη δυνατή διατάραξη των τιμών. Επίσης, μια αγορά που χαρακτηρίζεται από την ικανότητα να αγοράζουν και να πωλούν με σχετική ευκολία με την οποία περιουσιακά στοιχεία ή τίτλοι μπορούν να πουληθούν άμεσα έναντι μετρητών σε σύντομο χρονικό διάστημα σε δίκαιες τιμές (<http://www.finance-lib.com/financial-term-liquidity.html>)



συναλλακτική περίοδο, είναι πιθανή αιτία της αρνητικής απόδοσης της Δευτέρας.

Ο Pettengill (1993), παρείχε στοιχεία μέσω ενός πειράματος για τις μπλε Δευτέρες σε σχέση με την συμπεριφορά των επενδυτών στις συναλλαγές. Το πείραμα έδειξε την επιλογή στους επενδυτές, να επιλέξουν ανάμεσα σε επικίνδυνες επενδύσεις και σε επενδύσεις μηδενικού κινδύνου. Όταν το πείραμα διεξήχθη κατά την Παρασκευή, οι επενδυτές είχαν σημαντικά περισσότερες πιθανότητες να επενδύσουν σε ριψοκίνδυνες επενδύσεις απ' ό,τι όταν το πείραμα πραγματοποιήθηκε τη Δευτέρα.

Οι Abraham and Ikenberry (1994), πρότειναν ένα σημαντικό ψυχολογικό δεδομένο, υποστηρίζοντας ότι μια σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ των χαμηλών αποδόσεων της Δευτέρας με τις αποδόσεις της προηγούμενης Παρασκευής, δείχνει ότι μικροεπενδυτές αντιδρούν στις χαμηλές αποδόσεις της Παρασκευής ως υποκατάστατο για τις ευρέως δυσμενείς πληροφορίες της αγοράς.

Μια πρόσφατη μελέτη από τους Chan, Leung, και Wang (2003), παρέχει στατιστικά στοιχεία που συνδέουν την εξαφάνιση του φαινομένου της Δευτέρας λόγω της αύξησης των θεσμικών επενδυτών. Συμπερασματικά, αποδίδουν την πηγή του αποτελέσματος του φαινομένου της Δευτέρας στον αντίκτυπο των μικροεπενδυτών. Μελέτησαν τις μέσες αποδόσεις της Δευτέρας και τον μέσο όρο της διαφοράς μεταξύ των αποδόσεων της Δευτέρας και των ημερήσιων αποδόσεων των υπόλοιπων ημερών της εβδομάδας για την περίοδο 1981-1998. Το δείγμα των τίτλων έφτανε τις οκτώ χιλιάδες (8.000). Διαίρεσαν τους τίτλους των χαρτοφυλακίων σε δεκατημόρια, βασισμένοι σε θεσμικές μετοχές και διαπίστωσαν ότι κατά τη διάρκεια της περιόδου 1990 μέχρι το 1998 οι μέσες αποδόσεις της Δευτέρας είναι θετικές και δεν διαφέρουν σημαντικά από τις μέσες αποδόσεις των υπόλοιπων ημερών της εβδομάδας. Επίσης, διαπίστωσαν καθ' όλη την διάρκεια της μελέτης τους ότι σε ένα δείγμα χαρτοφυλακίων που περιείχε τίτλους χαμηλής θεσμικής κυριότητας, υπήρξαν χαμηλότερες αποδόσεις την Δευτέρα και επίσης εμφανίστηκαν μέσες αποδόσεις της Δευτέρας που είχαν μεγαλύτερη διαφορά μεταξύ του μέσου όρου των ημερήσιων αποδόσεων για το υπόλοιπο της εβδομάδας. Έτσι, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η αύξηση της θεσμικής ιδιοκτησίας μπορεί να εξαλείψει τις συνέπειες του φαινομένου της Δευτέρας καθώς οι επενδυτές μπορούν προβούν σε κερδοσκοπία (arbitrage⁶) από ένα φαινόμενο που δημιούργησαν οι μικροεπενδυτές.

Αντίθετα οι Sias και Starks, σε μια μελέτη (1995), εξήγαγαν αντίθετα συμπεράσματα με

6. **Arbitrage:** Η ταυτόχρονη αγορά και πώληση ενός τίτλου σε δύο διαφορετικές τιμές σε δύο διαφορετικές αγορές, με αποτέλεσμα τα κέρδη χωρίς κίνδυνο (<http://www.finance-lib.com/index.php>)



αυτά που κατέληξαν οι Chan, Leung, και Wang. Οι Sias και Starks, έδειξαν ότι οι θεσμικοί επενδυτές προκαλούν το φαινόμενο της Δευτέρας στην αγορά μετοχών των ΗΠΑ. Χώρισαν το δείγμα των τίτλων σε επίπεδα θεσμικότητας και συμπέραναν ότι οι τίτλοι με τα υψηλότερα επίπεδα θεσμικότητας παρουσίαζαν ισχυρότερη επίδραση στην Δευτέρα. Έτσι το φαινόμενο της Δευτέρας φάνηκε να συνδέεται με την πώληση ή την έλλειψη αγοράς από τους θεσμικούς επενδυτές.

Οι Brockman και Michayluk (1998), συμφωνήσαν με το συμπέρασμα των Sias και Starks. Υποστήριξαν ότι η απόδειξη του θετικού συσχετισμού μεταξύ των δεικτών απόδοσης της Δευτέρα και της προηγούμενης Παρασκευής συμπίπτει με τον ισχυρισμό ότι οι θεσμικοί επενδυτές προκαλούν κατά κύριο λόγο το φαινόμενο της Δευτέρας. Επίσης, υποστήριξαν ότι η συμπεριφορά αυτή σε συνάρτηση με θεσμικές συναλλαγές μπορεί να επιφέρει ένα θετικό συσχετισμό μεταξύ των αποδόσεων της Δευτέρας και της Παρασκευής, εάν οι θεσμικοί επενδυτές προβούν σε πωλήσεως τίτλων τις Δευτέρες μετά από μια χαμηλή, σε αποδόσεις Παρασκευή. Από την άλλη πλευρά, υποστήριξαν ότι οι ιδιώτες επενδυτές δρουν πουλώντας επιμέρους τίτλους και όχι χαρτοφυλάκια.

Οι Brockman και Michayluk, υποστήριξαν ότι η μεταβολή των τιμών των ιδιωτικών-ατομικών μετοχών και όχι οι μεταβολές του δείκτη τιμών θα πρέπει να επηρεάζει τις συναλλαγές των ατόμων και επειδή διαπίστωσαν μια σημαντική συσχέτιση του δείκτη αποδόσεων και όχι για τις αποδόσεις των ιδιωτικών τίτλων (επιμέρους) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η θεσμική πώληση δημιουργεί την επίδραση της Δευτέρας.

Οι Wang και Walker (2000), δείχνουν ότι οι μικροεπενδυτές προκαλούν το φαινόμενο της Δευτέρας στην αγορά της Ταϊβάν, αλλά αντίθετα ότι οι θεσμικοί επενδυτές προκαλούν το φαινόμενο της Δευτέρας στην Ιαπωνική αγορά και επίσης ότι και οι δυο τύποι επενδυτών προκαλούν το φαινόμενο της Δευτέρας στην αγορά του Hong Kong.

7.2.6. Η ίδια φύση του φαινομένου

Οι ερευνητές παρατήρησαν ότι το φαινόμενο της Δευτέρας ποικίλλει ανάλογα με τις συνθήκες της αγοράς και τα εποχιακά σχέδια. Περαιτέρω, υπάρχουν ενδείξεις ότι οι αποδόσεις από κλείσιμο σε κλείσιμο για τις Δευτέρες δεν είναι ομοιόμορφα κατανομημένες από το κλείσιμο της Παρασκευής έως στο κλείσιμο της Δευτέρας.

Ο Rogalski (1984), έδειξε ότι οι αρνητικές αποδόσεις της Δευτέρας συγκεντρώνονται από το κλείσιμο της Παρασκευής ως το άνοιγμα της Δευτέρας και πρότεινε ότι αυτά τα ευρήματα πρέπει να συνδυαστούν με τις πιθανές εξηγήσεις για τις αρνητικές αποδόσεις της Δευτέρας.



Οι Smirlock και Stalks (1986), έδειξαν ότι η κατανομή (σταθερότητα) των αρνητικών αποδόσεων σε όλη την εμπορική διάρκεια της Δευτέρας δεν ευσταθεί. Οι Smirlock και Stalks, εξέτασαν τις αποδόσεις της Δευτέρας στο δείκτη DJIA (Dow Jones Industrial Average) για την περίοδο 1963 έως το 1983 και βρήκαν στην αρχή του δείγματος τους ότι οι αρνητικές αποδόσεις, εμφανίζονταν σε κάθε ώρα των εμπορικών συναλλαγών της Δευτέρας ενώ το προηγούμενο κλείσιμο της Παρασκευής έως το άνοιγμα της Δευτέρας ήταν θετικό. Σε ένα μεταγενέστερο κομμάτι του πειράματος τους, βρήκαν ότι οι αρνητικές αποδόσεις της Δευτέρας, οφείλονταν στις αρνητικές μέσες αποδόσεις που ξεκινούσαν από το κλείσιμο της Παρασκευής έως το άνοιγμα της Δευτέρας. Επιπλέον οι Chow, Hsiao, και Solt (1997), υποστήριξαν ότι υπήρχαν ενδείξεις, ότι αυτή η μεταβολή στην κατανομή θα μπορούσε να είναι προσωρινή, καθώς βρήκαν επικερδείς αποδόσεις σε μια στρατηγική εμπορικών συναλλαγών, σκόπιμα σχεδιασμένη έτσι ώστε να επωφεληθούν από τις αρνητικές αποδόσεις κατά τη διάρκεια των ωρών διαπραγμάτευσης της Δευτέρας.

Αρκετοί επενδυτές, βρήκαν στοιχεία ότι οι αποδόσεις της Δευτέρας επηρεάζονταν από αποδόσεις προηγούμενων συναλλακτικών ημερών. Ο Cross (1973), ήταν ο πρώτος που εντόπισε αυτή την συσχέτιση. Σε ένα δείγμα βασιζόμενο στον δείκτη S&P 500 εξέτασε της διεξαγωγή του φαινομένου και βρήκε ότι οι μέσες αποδόσεις της Δευτέρας είναι -0.001% εάν η προηγούμενη Παρασκευή είχε θετική απόδοση και -0.48% εάν η προηγούμενη Παρασκευή ήταν αρνητική. Οι Keim και Stambaugh (1984), μελέτησαν κάθε ένα από τους 30 τίτλους του δείκτη DJIA και βρήκαν έναν θετικό συσχετισμό ανάμεσα στις αποδόσεις της Δευτέρας και της Παρασκευής και για τα 30 δείγματα. Κατέληξαν έτσι, ότι αυτός ο συσχετισμός είναι σημαντικότερος από τους υπόλοιπους.

Οι Bessembinder και Hartzel (1993), σε μια πιο εκτεταμένη μελέτη που διεξήγαγαν για την αυτοσυσχέτιση της ημέρας της εβδομάδας στην μετοχική αγορά των ΗΠΑ για περίοδο από το 1885 έως το 1989, βρήκαν σταθερές αυτοσυσχετίσεις ανάμεσα στις αποδόσεις της Δευτέρας και τις αποδόσεις της τελευταίας ημέρας διαπραγμάτευσης της προηγούμενης εβδομάδας σε όλο το σύνολο της περιόδου και σε δέκα υποπεριόδους του πειράματος.

Οι Abraham και Ikenberry (1994), υποστήριξαν ότι ο συσχετισμός ανάμεσα στις αποδόσεις της Δευτέρας και της Παρασκευής είναι ιδιαίτερα εντονότερος όταν οι αποδόσεις της Παρασκευής είναι αρνητικές. Επίσης υποστήριξαν ότι αυτή η συσχέτιση μπορεί να προκύψει από την συμπεριφορά των συναλλαγών από τους ιδιώτες επενδυτές.

Η συσχέτιση μεταξύ των αρνητικών αποδόσεων της Δευτέρας και της απόδοσης της προηγούμενης Παρασκευής δεν είναι αποκλειστική ιδιότητα της χρηματιστηριακής αγοράς



των ΗΠΑ. Οι Bessembinder και Hertzl (1993), βρήκαν αυτήν την συσχέτιση και στην Ιαπωνική αγορά μετοχών

Οι Athanassakos και Robinson (1994), σε μια μελέτη στην καναδική αγορά μετοχών διαπίστωσαν ότι μετά από μια αρνητική Παρασκευή, 72% οι Δευτέρες είναι αρνητικές.

Ο Tong (2000), μελέτησε τη συσχέτιση των αποδόσεων για την Παρασκευή-Δευτέρα σε 23 χρηματιστήρια και διαπίστωσε ότι η σχέση μεταξύ «κακής» Παρασκευής και Δευτέρας είναι ισχυρότερη στις αγορές εκτός των ΗΠΑ.

Ένα άλλο σημαντικό σημείο που μελετήθηκε, είναι ότι η εποχικότητα της Δευτέρας επηρεάζεται και από την εποχικότητα του μήνα. Οι Pettengill και Jordan (1988), μελέτησαν τις αποδόσεις της Δευτέρας και τις χώρισαν σε τμηματικά διαστήματα μέσα στον μήνα. Η μελέτη βασίστηκε στον δείκτη S&P 500 και σε έναν δείκτη μικρής κεφαλαιοποίησης. Διαπίστωσαν, ότι οι αποδόσεις ήταν σημαντικά υψηλές κυρίως κατά το πρώτο δεκαπενθήμερο του μήνα αλλά το φαινόμενο της Δευτέρας παρέμενε καθ' όλη την διάρκεια του μήνα. Για τις μικρές επιχειρήσεις, η μέση απόδοση της Δευτέρας ήταν θετική κατά το πρώτο δεκαπενθήμερο του μήνα. Επίσης συμπέραναν, ότι η διαφορά στις αποδόσεις σε όλο το μήνα ήταν ιδιαίτερα έντονες για τις Δευτέρες, αλλά ήταν επίσης σημαντικές και για την Πέμπτη και την Παρασκευή.

Οι Liano και Lindley (1995), Wang, Li, και Erickson (1997), υποστήριξαν επίσης το ίδιο, ότι η απόδοση της Δευτέρας επηρεάζεται από την εποχικότητα του μήνα. Και οι δυο μελέτες διαπίστωσαν τα εξής: το φαινόμενο οφείλεται κυρίως στη χαμηλή απόδοση της Δευτέρας κατά τη διάρκεια του τελευταίου μισού του μήνα, εξαρτάται ανάλογα με τον δείκτη και την περίοδο μελέτης και η διαφορά της απόδοσης μεταξύ Παρασκευή και Δευτέρας δεν μπορεί να είναι σημαντική κατά το πρώτο εξάμηνο του μήνα. Οι Wang, Li, και Erickson (1997), καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι με βάση αυτών των αποτελεσμάτων, οποιαδήποτε εξήγηση για την αρνητική απόδοση της Δευτέρας πρέπει να είναι σύμφωνη με αυτές τις διαφορετικές επίδρασεις που εμφανίζουν οι μήνες.

Οι Liano και Lindley (1995), υποστήριξαν ότι αυτή η μηνιαία διακύμανση για την διαφοροποίηση της Δευτέρας και της Παρασκευής ενδέχεται να οφείλεται στις διάφορες διακυμάνσεις που προκαλούνται από την επίδραση των μικροοικονομικών ανακοινώσεων. Επίσης παρουσίασαν στοιχεία, που αποδεικνυαν ότι η διαφοροποίηση μεταξύ της συσχέτισης της Δευτέρας και Παρασκευής παρουσιάζει μια ποικιλομορφία με την πάροδο του χρόνου και αυτή η διάφορα ποικίλει επίσης ανάλογα και με το μέγεθος της εταιρείας. Άρα, οποιαδήποτε επίδραση από τις ανακοινώσεις θα απαιτούσε και τις ανάλογες αυξομειώσεις στα ανάλογα



φαινόμενα και κατά συνέπεια κάθε φαινόμενο ξεχωριστά τις ανάλογες συνδιακυμάνσεις.

7.2.7. Η κυρίαρχη εξήγηση λόγω της απροστάτευτης ακάλυπτης πώλησης (Short selling)

Ένας ίσως από τους κυριότερους λόγους που προκαλεί το φαινόμενο της Δευτέρας είναι και η συμπεριφορά των Short sellers. Το Short selling, είναι μια εξαιρετικά αμφίβολη οικονομική στρατηγική στην οποία ένα άτομο δανείζεται (open position⁷) μετοχές τις οποίες δεν έχει την κατοχή (δεν τις έχει αγοράσει), από έναν χρηματιστή, τις πουλάει (short position⁸) και στη συνέχεια, στο μέλλον τις επαναγοράζει (covering position⁹) επιστρέφοντας πίσω τις μετοχές στον ιδιοκτήτη. Το Short selling χρησιμοποιείται από κερδοσκόπους που δανείζονται καλές μετοχές για να τις πουλήσουν έπειτα σε υψηλές τιμές. Στην συνέχεια διαχέουν αναληθή φήμες στην αγορά για τις επιχειρήσεις όπου σχετίζονται με αυτές τις μετοχές, με αποτέλεσμα να επιφέρουν μείωση των τιμών αυτών των μετοχών. Στην συνέχεια επαναγοράζουν σε χαμηλότερη τιμή τον αριθμό των μετοχών που είχαν δανειστεί και πουλήσει σε υψηλότερες τιμές με αποτέλεσμα να καλύπτουν τις θέσεις τους επιστρέφοντας πίσω στον δανειστή τους, κρατώντας αυτή την διάφορα του κέρδους που δημιούργησαν από της πώληση και την επαναγορά.

Η πρακτική του Short selling απαιτεί στενή παρακολούθηση γιατί θεωρητικά η ζημιά της κερδοσκοπικής πώλησης χρεογράφων είναι απεριόριστη. Μία κίνηση της τιμής μπορεί να εξαλείψει την κοινή μετοχή του ιδιοκτήτη σε έναν λογαριασμό. Η στενή παρακολούθηση κατά την διάρκεια που η αγορά είναι ανοιχτή μπορεί να περιορίσει την πιθανή ζημιά ενός short seller σε σχέση με τις ώρες που η αγορά είναι κλειστή λόγω του ότι δεν υπάρχει δυνατότητα συναλλαγών με αποτέλεσμα να διατρέχεται μεγαλύτερος κίνδυνος. Η μη δυνατότητα συναλλαγών κατ' επέκταση υπονοεί ότι οι short sellers δεν μπορούν να ελέγξουν τις απώλειες που πιθανόν προκύπτουν εξαιτίας των κακών ειδήσεων ή των μετακινήσεων στις τιμές των μετοχών μετά τις ώρες λειτουργίας της αγοράς.

Έτσι οι Short sellers είναι κατά του να κρατάνε ακάλυπτες θέσεις όταν είναι κλειστή η αγορά. Προτιμούν να κλείνουν τις θέσεις στο τέλος της ημέρας διότι δεν επηρεάζονται από

7. **Open position:** Μια θέση όπου η αξία της θα αλλάξει με τις ανάλογες μεταβολές που θα επέλθουν στις τιμές (<http://www.equitrend.com/glossary2696.aspx>)

8. **Short position:** Η θέση του short seller την στιγμή που πουλάει τίτλους που δεν του ανήκουν σε τρίτα πρόσωπα (<http://www.finance-lib.com/financial-term-short-sale-short-position.html>)

9. **Covering position:** Η πράξη της επαναγοράς των χρεογράφων που πωλήθηκαν ανοιχτά ονομάζεται κάλυψη θέσης. Μία θέση short μπορεί να καλυφθεί οποιαδήποτε στιγμή μέχρι την καταληκτική ημερομηνία επιστροφής (<http://www.euretirio.com/2010/07/anoixti-polisi.html#ixzz1JgwPG0JQ>)



ανόδους ή πτώσεις των τιμών καθώς έχουν στην κατοχή τους τα χρεόγραφα που απαιτούνται για να αποπληρωθεί ο δανειστής και επομένως τις ξανά ανοίγουν το επόμενο πρωί. Ωστόσο, το κόστος της συναλλαγής του κλεισίματος και του ανοίγματος μίας θέσης και η περιορισμένη διαθεσιμότητα των μετοχών καθίσταται ως δαπανηρή πρακτική για τους short sellers. Επομένως, η αδυναμία του να κάνουν συναλλαγές το Σαββατοκύριακο προκαλεί πολλούς short sellers να κλείνουν τις θέσεις τους στο τέλος της Παρασκευής και να τις ξανά ανοίγουν στην αρχή της επόμενης εβδομάδας, οδηγώντας στο φαινόμενο της Δευτέρας επειδή με αυτήν την πρακτική οι τιμές των μετοχών αυξάνονται την Παρασκευή καθώς οι short sellers καλύπτουν τις θέσεις τους (covering position) τους και μειώνονται την Δευτέρα.

8. ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΔΕΥΤΕΡΑΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Στην Ελλάδα οι έρευνες για το φαινόμενο της Δευτέρας είναι πολύ περιορισμένες. Δυο μελέτες υπάρχουν και είναι γνωστές με την ενασχόληση του φαινομένου της Δευτέρας όπου είναι οι ακόλουθες:

Η πρώτη μελέτη εκπονήθηκε από τους Αλεξάκη Χρήστο (Επίκουρος καθηγητής Τμήματος Οικονομικών Επιστημών Πανεπιστημίου Πειραιά) και Ξανθάκη Εμμανουήλ (Καθηγητής Τμήματος Οικονομικών Επιστημών Πανεπιστημίου Αθηνών). Μελέτησαν το φαινόμενο της Δευτέρας στο Ελληνικό χρηματιστήριο Αθηνών εξετάζοντας τον δείκτη του Κέντρου Χρηματιστηριακών Σπουδών του Πανεπιστημίου Αθηνών για περίοδο από Ιανουάριο 1985 έως τον Φεβρουάριο 1994 και κάποιες υποπεριόδους, 1985-1987 και 1988-1994. Τα αποτελέσματα που εξήγαγαν 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 μέση απόδοση της εβδομάδας παρατηρείται την Παρασκευή.
- ❖ Την υποπερίοδο 1988-1994 τόσο η Δευτέρα όσο και η Τρίτη παρουσιάζουν αρνητικές αποδόσεις, με μεγαλύτερη αρνητική μέση απόδοση την Δευτέρα.
- ❖ Η μεγαλύτερη τυπική απόκλιση της απόδοσης παρατηρείται την 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, αφελειών και βιομηχανιών για περίοδο 1/1/1989 – έως Ιούλιο 1995. Τα αποτελέσματα που εξήγαγε είναι τα ακόλουθα:

- ❖ Ο Γενικός Δείκτης παρουσίασε χαμηλή θετική μέση απόδοση την Δευτέρα, αρνητική μέση απόδοση την Τρίτη και Τετάρτη και υψηλή θετική μέση απόδοση την Πέμπτη και την Παρασκευή. Η απόδοση της Παρασκευής είναι πολύ υψηλότερη από τις μέσες αποδόσεις των άλλων ημερών.
- ❖ Οι μέσες ημερήσιες αποδόσεις των κλαδικών δεικτών διαμορφώθηκαν σε γενικές γραμμές όπως του Γενικού Δείκτη αλλά είχαν και κάποιες διαφοροποιήσεις.
- ❖ 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, ενώ ο Βιομηχανικός δείκτης την χαμηλότερη.
- ❖ Μόνο η Παρασκευή είχε μέση ημερήσια απόδοση στατιστικά διάφορη του μηδενός σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05 και 0,10 (Λυρούδη, Αθανασίου, Κομισοπούλου, 2002).



ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η παραδοσιακή χρηματοοικονομική επιστήμη βασίζεται στην ορθολογική οικονομική συμπεριφορά των επενδυτών η οποία αδυνατεί να δώσει εξηγήσεις για τα διάφορα φαινόμενα των αγορών. Εν αντιθέσει, η Συμπεριφορική χρηματοοικονομική επιστήμη υποστηρίζει ότι η συμπεριφορά των επενδυτών δεν είναι πάντα ορθολογική. Η Συμπεριφορική χρηματοοικονομική μπορεί να εξηγήσει την παράλογη διακύμανση των τιμών κάτι που δεν μπορεί να εξηγήσει ορθολογικά η χρηματοοικονομική. Η Συμπεριφορική χρηματοοικονομική παραδέχεται τον συνδυασμό της χρηματοοικονομικής ανάλυσης και των ψυχικών διεργασιών για την λήψη των οικονομικών αποφάσεων.

Η Συμπεριφορική χρηματοοικονομική μπορεί να καλύψει τα κενά που δημιουργούνται στις διάφορες εξηγήσεις των ανωμαλιών των αγορών με βάση στοιχεία που προέρχονται από την ψυχολογία, την κοινωνιολογία και άλλες κοινωνικές επιστήμες, τα οποία κατά το παρελθόν είχαν αγνοηθεί, από την οικονομική επιστήμη.

Με βάση τα παραπάνω, το φαινόμενο του Ιανουαρίου προκαλείται από το γεγονός ότι οι επενδυτές βλέπουν θετικά το ξεκίνημα της νέας χρονιάς. Αποτέλεσμα αυτού είναι να ορμούν προς τις αγορές με μεγαλύτερη όρεξη, ανεβασμένη ψυχολογία είτε έχοντας έναν κακό είτε ένα κάλο Δεκέμβρη. Αυτό μπορεί να οδηγήσει τους πρώτους σε αναθεώρηση των στρατηγικών πρακτικών τους και τους δεύτερους σε μια συνεχόμενη ανοδική πορεία λόγω της προηγούμενης αισιοδοξίας τους από τις καλές εκτιμήσεις.

Το φαινόμενο της Δευτέρας προκαλείται από τον εξής συνδυασμό: τις δημοσιεύσεις των δυσμενών ειδήσεων το Σαββατοκύριακο από τις επιχειρήσεις, ώστε να αποφύγουν τις αναταραχές της αγοράς με αποτέλεσμα οι επενδυτές την Δευτέρα να προχωρούν σε πωλήσεις και την τακτική των short sellers οι οποίοι βάσει της στρατηγικής τους να διαχέουν στην αγορά αναληθή φήμες για τις μετοχές που έχουν δανειστεί σύμφωνα με το χρονοδιάγραμμα της αγοραπωλησίας που ακολουθούν. Έτσι, προκαλούν αυτήν την αντίθετη συσχέτιση της χαμηλής απόδοσης της Δευτέρας και της παρακείμενης υψηλής απόδοσης της Παρασκευής.

Τέλος επειδή τα συμπεράσματα αυτά είναι σε πρώιμο στάδιο διαμόρφωσης μιας συνεκτικής θεωρητικής και προσέγγισης είναι αναγκαία η περαιτέρω επιστημονική έρευνα που θα καταστήσει πιο ολοκληρωμένη και πιο ευδιάκριτη την ανάλυση των εν λόγω φαινομένων.



ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- 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.
- Constantinides G., Harris M., Stulz R. 2003. «*Handbook of the economics of finance*». volume 1B. Εκδότης: Elsevier Science & Technology, ISBN: 0-444-51363-9, σελ: 942.
- Cuthbertson K., Nitzsche D. 2004. «*Quantitative Financiale. Economics. stocks, bonds and foreign exchange*». Second edition. Εκδόσεις: John Wiley & Sons Ltd, ISBN 0-470-09171-1, σελ: 54, 55, 56, 70, 71.
- Eckett S., Pearce C. 2008. «*Harriman's Money Miscellany. A collection of financial facts and corporate curiosities*». ISBN 13: 9781905641956, σελ: 78, 84.
- Mylonakis J., Tserkezos D. 2008. Global Journal 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.
- Singal V. 2004. «*All things considered, taxes drive the January effect*». 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: A guide to stock market anomalies and low-risk investing*». Oxford University Press. ISBN 0-19-515867-9, 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*» Umeå University, Umeå School of Business, σελ: 15.
- S. P. Kothari, Jay Shanken. 2002. S. P. Kothari, Jay Shanken. 2002. «*Anomalies and Efficient Portfolio Formation*» The Research Foundation of the Association for Investment Management and Research, ISBN 0943205603, σελ: 4, 5



- Sullivan R., Timermann A., White H. 1998. «*Dangers of Data-Driven Inference: The Case of Calendar Effects in Stock Returns*». University of California, San Diego Department of Economics, σελ: 11.
- Young-Hyun Choy, Oliver Lintonz, Yoon-Jae Whang. 2006. «*Are there Monday effects in Stock Returns: A Stochastic: Dominance Approach*», σελ: 1, 2.
- Αλεξιάκης Χ., Ξανθάκης Μ. 2008. «*Συμπεριφορική χρηματοοικονομική*». Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης 2008. ISBN: 978-960-351-733-7. σελ: 97, 98, 100, 107.
- Γιαννόπουλος Β. 2008. «*Υπάρχουν ακόμα ημερολογιακές ανωμαλίες στις διεθνείς κεφαλαιαγορές; Ενδείξεις από τα τελευταία 20 έτη*». Πανεπιστήμιο Πατρών. Μεταπτυχιακό πρόγραμμα. Τμήμα Διοίκησης επιχειρήσεων, σελ: 9,10, 12, 24, 28.
- Καραγιαννίδου Α. (2010). «*Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική*». Τμήμα λογιστικής και Χρηματοοικονομικής. Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στην Λογιστική και Χρηματοοικονομική, σελ: 12, 14, 15, 16.
- Καράτζας Δ. 2010. «*Μεθοδολογία των Event Studies: Μια εμπειρική διερεύνηση στο Ελληνικό χρηματιστήριο*». Π.Μ.Σ. στην Στρατηγική Διοικητική Λογιστική και Χρηματοοικονομική Διοίκηση για στελέχη επιχειρήσεων, σελ: 7-9, 10.
- Λυρούδη Κ., Αθανασίου Ν., Κομισσοπούλου Γ. 2002. «*ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΗΜΕΡΑΣ ΤΗΣ ΕΒΔΟΜΑΔΑΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΕΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ*». «ΣΠΟΥΔΑΙ», Τόμος 52, Τεύχος 4ο, (2002). Πανεπιστήμιο Πειραιώς, σελ: 69, 72.
- Μπάλιος Δ. 2006. «*Διερεύνηση θεμάτων αποτελεσματικότητας και μικροδομής της χρηματιστηριακής αγοράς*». Διδακτορική διατριβή. Σχολή Νομικών, Οικονομικών και Πολιτικών Επιστημών. Τμήμα Οικονομικών Επιστημών, σελ: 16, 34, 48, 62.
- Πετράκης Π. 1985. «*Η Χρηματοδότηση της ανάπτυξης (Development finance)*». Εκδόσεις Παπαζήση, σελ: 55 – 59.
- Συριόπουλος Κ. 2009. «*Η ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών και η ρύθμισή τους*». Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων. Πανεπιστήμιο Πατρών, σελ: 3.



ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ

www.marketbet.gr

«<http://www.marketbet.gr/2010/12/january-effect>»

http://blog.t3live.com

«<http://blog.t3live.com/2010/12/what-is-january-effect.html>»

www.StockCharts.com

«http://stockcharts.com/help/doku.php?id=chart_school:trading_strategies:the_pre-holiday_eff»

.http://www.westga.edu

«<http://www.westga.edu/~bquest/2002/market.html>»

www.euro2day.gr

«<http://www.euro2day.gr/news/market/123/articles/69502/Article.aspx>»

«<http://www.euro2day.gr/specials/topics/135/articles/100448/Article.aspx>»

www.euretirio.com

«<http://www.euretirio.com/2010/06/agora.html#ixzz1Gi5pDcTI>»

«<http://www.euretirio.com/2010/06/apotelesmatiki-agora.html>»

«<http://www.euretirio.com/2010/02/fainomeno-proinis-iliofaneias.html>»

«<http://www.euretirio.com/2010/06/grifos-merismaton.html>»

«<http://www.euretirio.com/2010/06/grifos-apodosis-metoxon.html>»

«<http://www.euretirio.com/2010/05/fainomeno-diathesimou-xrimatos.html>»

«<http://www.euretirio.com/2010/05/plaisiosi-prooptikis.html>»

«<http://www.euretirio.com/2010/10/lathos-tou-paikti.html>»

«<http://www.euretirio.com/2010/06/availability-bias.html>»

«<http://www.euretirio.com/2010/06/fainomeno-apomonosis.html>»

«www.euretirio.com/search/label/Ανωμαλίες_αγοράς»

www.theuptrend.com

«http://www.theuptrend.com/January_Barometer.htm»



www.investorhome.com

«<http://www.investorhome.com/mining.htm>»

www.finance-trading-times.com

«<http://www.finance-trading-times.com/2007/12/stock-prices-january-effect-on-stock.html>»

«<http://www.finance-trading-times.com/2007/12/weekend-effect-on-stock-prices-2.html>»

http://www.allbusiness.com

«<http://www.allbusiness.com/personal-finance/investing-stock-investments/221474-1.html>»

www.hrima.gr

«<http://www.hrima.gr/article.asp?view=353&ref=343>»

www.riskglossary.com

«http://www.riskglossary.com/link/capital_asset_pricing_model.htm»

www.e-m-h.org

«<http://www.e-m-h.org/joint.html>»

www.investopedia.com

«<http://www.investopedia.com/articles/stocks/08/market-anomaly-efficient-market.asp>»

«<http://www.investopedia.com/terms/s/santaclauseffect.asp>»

«<http://www.investopedia.com/terms/h/headlineeffect.asp>»

«<http://www.investopedia.com/terms/o/octobereffect.asp>»

www.nooz.gr

«<http://www.nooz.gr/page.ashx?pid=9&cid=15&aid=1139427>»

www.dummies.com

«<http://www.dummies.com/how-to/content/psychological-stock-market-calendar-effects.html>»

www.news.kathimerini.gr

«http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economy_1_14/06/2003_66583»

www.greekshares.com

«http://www.greekshares.com/gr/effective_gr.php»



<http://www.encyclo.co.uk/>

<http://www.finance-lib.com/>

http://en.wikipedia.org/wiki/Main_Page