

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο:

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

➤ Η μελέτη της “συμπεριφοράς” των μετοχών των χρηματιστηριακών αγορών υπήρξε ανέκαθεν και από καταβολής των αγορών αυτών, αντικείμενο σπουδής και μελέτης. Φορείς της μελέτης αυτής ήταν είτε οι μελετητές οι οποίοι προσπαθούσαν να κωδικοποιήσουν τις μεταβολές των τιμών και κατ’ επέκταση των αποδόσεων των μετοχών για λόγους προώθησης της επιστημονικής σκέψης, είτε κάποιιοι από τους αμεσότερα εμπλεκόμενους στην διαδικασία αυτή (χρηματιστές, μέτοχοι ή ακόμη και κερδοσκόποι). Ο στόχος πάντως, παρέμενε και παραμένει ο ίδιος: Να βρεθεί απάντηση στο ερώτημα εάν και σε πιο βαθμό μπορούμε να ισχυριστούμε πως οι αποδόσεις των μετοχών ακολουθούν κάποια συγκεκριμένα μοτίβα (κάτω από συγκεκριμένες προϋποθέσεις) ή απλώς πρέπει να αποδεχτούμε πως οι παράγοντες που επηρεάζουν μια χρηματιστηριακή αγορά είναι τόσο πολλοί και πολυσύνθετοι άρα δεν υπόκεινται σε κανενός είδους πρόβλεψη;

Όπως και να έχει, το σίγουρο είναι πως έχουν αναπτυχθεί πολλές θεωρίες διαχρονικά, υποστηρίζοντας με επιχειρήματα πολλές και διαφορετικές απόψεις επί του θέματος. Πάντως κοινός τόπος ήταν και είναι πως έως έναν βαθμό υπάρχει τρόπος “άντλησης” πληροφοριών από διάφορες πηγές και εν συνεχεία αξιοποίησής τους. Αυτό που διαφέρει είναι ο τρόπος άντλησης των πληροφοριών και ο βαθμός σπουδαιότητας αυτών.

Αρχικά, καθώς η έρευνα βρισκόταν σε πρώιμα στάδια, κυριάρχησε η άποψη πως το παρελθόν, η παρελθούσα πορεία μιας μετοχής, περιέχει όλες τις απαραίτητες πληροφορίες ώστε να γίνουν αξιόπιστες προβλέψεις για την μελλοντική τιμή της μετοχής. Ήταν λοιπόν κοινώς αποδεκτή η θεωρία πως όλες οι πληροφορίες που είναι χρήσιμες είναι κρυμμένες στην παρελθούσα πορεία της μετοχής. Η “ιστορία” επαναλαμβάνεται και κατά συνέπεια εάν κάποιος βρίσκεται σε θέση να ερμηνεύσει σωστά την προγενέστερη πορεία της μετοχής, θα μπορέσει να προβλέψει και την μελλοντική της τιμή.

Σε αντίθεση με τις θεωρίες αυτές, αργότερα διατυπώθηκαν νεώτερες απόψεις οι οποίες υποστήριζαν πως λίγο-πολύ το να προβλέψει κανείς την μελλοντική τιμή μιας μετοχής είναι σαν να προσπαθεί να προβλέψει μια σειρά τυχαίων αριθμών. Με

στατιστικούς όρους η άποψη αυτή υποστήριξε πως οι μελλοντικές τιμές των μετοχών είναι πλήρως ανεξάρτητες τυχαίες μεταβλητές. Με άλλα λόγια πως οι τιμές των μετοχών δεν έχουν καθόλου μνήμη και πως το παρελθόν δεν βοηθά σε τίποτε την πρόβλεψη για το μέλλον.

Έκτοτε, πολύ νερό έχει κυλήσει στο αυλάκι και πληθώρα συγγραμμάτων, άρθρων και μελετών έχουν παρουσιαστεί...

Εάν προσπαθούσαμε να εξειδικεύουμε την προσοχή μας στην Ελληνική πραγματικότητα και στην ουσία στην συμπεριφορά του Χ.Α.Α. σε ό,τι έχει να κάνει με την πορεία των τιμών των μετοχών που διαπραγματεύονται σε αυτό, θα μπορούσαμε να πούμε πως δεν αποτελεί εξαίρεση στον κανόνα. Αρκετοί μελετητές έχουν ασχοληθεί κατά καιρούς με το θέμα αυτό προερχόμενοι τόσο από τον Ελληνικό χώρο όσο και από την διεθνή επιστημονική κοινότητα.

Τα αποτελέσματα των προσπαθειών τους, κατά την προσωπική μας άποψη, είναι λίγο πολύ ταυτόσημα. Το Χ.Α.Α. είναι ένα αντιπροσωπευτικό δείγμα χρηματιστηρίου μικρής αγοράς με ό,τι αυτό το γεγονός συνεπάγεται για την συμπεριφορά τόσο των μετοχών όσο και των ίδιων των επενδυτών. Διατηρεί αδυναμίες που άλλα, μεγάλα διεθνή χρηματιστήρια έχουν ξεπεράσει προ πολλού.

ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

➤ Η εργασία τούτη, αποτελεί μια προσπάθεια εξέτασης της πορείας των τιμών των μετοχών που διαπραγματεύτηκαν τα τελευταία χρόνια στο Χ.Α.Α. και να εξάγει, ει δυνατόν, συμπεράσματα για τις αποδόσεις τους. Πιο συγκεκριμένα προσπαθεί να εφαρμόσει ένα συγκεκριμένο είδος κατανομής (την κανονική κατανομή) στις αποδόσεις αυτές και να εξάγει συμπεράσματα για το κατά πόσο θα ήταν σωστό να ισχυριστεί κάποιος πως οι αποδόσεις των μετοχών μπορούν να χαρακτηριστούν κανονικές.

Εάν ένας τέτοιος ισχυρισμός αποδεικνυόταν σωστός θα μπορούσε πραγματικά να βοηθήσει στην περαιτέρω ανάλυση και αποκωδικοποίηση των αποδόσεων του Χρηματιστηρίου. Θα ήταν με άλλα λόγια ένα πολύ σπουδαίο βοήθημα για όλους όσοι ασχολούνται με το Χ.Α.Α. να γνωρίζουν πως οι αποδόσεις των μετοχών συμπεριφέρονται με τον συγκεκριμένο τρόπο. Σε αυτό θα συντελούσε και το γεγονός πως η συγκεκριμένη κατανομή (η οποία αναλύεται διεξοδικά σε συγκεκριμένο κεφάλαιο τούτης την εργασία) είναι η πλέον γνωστή, εύκολα εξηγήσιμη και με ιδιαίτερα κατανοητές ιδιότητες.

ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ

➤ Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν είναι τα ημερήσια δεδομένα τιμών κλεισίματος των μετοχών που συναλλάσσονταν στο Χ.Α.Α. για την περίοδο από το 1996 έως και το 2005. Η χρήση ημερήσιων και όχι άλλης περιόδου δεδομένων (εβδομαδιαίων ή μηνιαίων) επιλέχθηκε σε μια προσπάθεια για καλύτερη απεικόνιση των μεταβολών των αποδόσεων των τιμών των μετοχών. Δεδομένα μεγαλύτερων περιόδων υπόκεινται αναπόφευκτα σε κινδύνους εξομάλυνσης των τιμών συνεπώς ελλοχεύει ο κίνδυνος λανθασμένης ή τουλάχιστον μιας μη λεπτομερούς απεικόνισης της πραγματικότητας.

➤ Για την επεξεργασία των δεδομένων επελέγησαν 5 διαφορετικές μέθοδοι. Η επιλογή τόσων μεθόδων κρίθηκε απαραίτητη σε μια προσπάθεια πληρέστερης και σφαιρικότερης καταγραφής της συμπεριφοράς των δεδομένων-αποδόσεων των υπό εξέταση μετοχών. Επίσης, με την χρησιμοποίηση πολλαπλών μεθόδων εξετάζεται και η περίπτωση των αντικρουόμενων αποτελεσμάτων η οποία αναμφισβήτητα θα παρουσίαζε ενδιαφέρον καταγραφής και περαιτέρω αξιολόγησης. Τα σημαντικότερα κριτήρια επιλογής των συγκεκριμένων μεθόδων είναι τα κάτωθι:

- ❖ Η συχνότητα χρησιμοποίησής τους σε προγενέστερες έρευνες
- ❖ Η σπουδαιότητά τους ως μεθόδων
- ❖ Η ευκολία στην εφαρμογή μέσω του οικονομετρικού προγράμματος E-VIEWS
- ❖ Η όσο το δυνατό ευκολότερη κατανόηση του θεωρητικού υπόβαθρου που αυτές συνεπάγονται.

ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

➤ Στο 2^ο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα πιο γνωστά και διαδεδομένα μοντέλα χαρτοφυλακίου της σύγχρονης χρηματοοικονομικής θεωρίας με τις βασικές τους αρχές, τη μαθηματική τους διατύπωση και τις ομοιότητες και τις διαφορές τους. Παρατίθενται μεταξύ άλλων τα μονοπαραγοντικά μοντέλα του CAPM, του υποδείγματος της αγοράς, η γραμμή της κεφαλαιαγοράς και τα αποδοτικά χαρτοφυλάκια Markowitz. Επίσης διατυπώνεται το πολυπαραγοντικό υπόδειγμα του Arbitrage Pricing Theory, των Treynor-Mazuy και των Henriksson και Merton.

➤ Στο 3^ο κεφάλαιο επιχειρείται μια ανασκόπηση κάποιων από τα πλέον δημοφιλή άρθρα που έχουν κατά καιρούς γραφτεί για τις αποδόσεις των χρηματιστηριακών αγορών διεθνώς. Αναφέρονται κάποια παλαιότερα άρθρα αρχικά και στη συνέχεια κάποια από τα πλέον πρόσφατα της διεθνούς βιβλιογραφίας.

➤ Το 4^ο κεφάλαιο ασχολείται αρχικά με την διεξοδική ανάλυση της Κανονικής Κατανομής όπου παρατίθενται τα χαρακτηριστικά και οι ιδιότητές της. Εν συνεχεία γίνεται λόγος για τα μέτρα της ασυμμετρίας και της κύρτωσης καθώς και τις στατιστικές Studentized Range και Jarque Berra. Τέλος, γίνεται αναφορά και στο τελευταίο μέτρο το οποίο χρησιμοποιείται στην εργασία, το Anderson-Darling test. Στο δεύτερο μέρος του κεφαλαίου γίνεται λεπτομερής αναφορά στα δεδομένα της εργασίας, αναφέρονται οι μετοχές που ερευνήθηκαν και στην ακριβή χρήση οθονών και συναρτήσεων από τα προγράμματα E-VIEWS και EXCELL.

➤ Στο 5^ο κεφάλαιο γίνεται αναλυτική παρουσίαση και σχολιασμός των εμπειρικών αποτελεσμάτων της εργασίας.

➤ Στο 6^ο κεφάλαιο γίνεται καταγραφή των συμπερασμάτων της έρευνας καθώς και συγκριτική αναφορά άλλων παρεμφερών εργασιών που έχουν παρουσιαστεί παλαιότερα. Παράλληλα διατυπώνονται προτάσεις για περαιτέρω έρευνα στο θέμα.

➤ Τέλος στο 7^ο κεφάλαιο αναγράφεται όλη η βιβλιογραφία και οι πηγές στις οποίες ανατρέξαμε κατά τη διάρκεια της συγγραφής τούτης της εργασίας.