

Κεφάλαιο 14

Αποτελεσματικές Κεφαλαιαγορές και Συμπεριφορικές Προκλήσεις

Βασικές Έννοιες και Δεξιότητες

- Να κατανοήσετε τη σημασία των αποτελεσματικών κεφαλαιαγορών.
- Να είστε σε θέση να ορίζετε τις μορφές αποτελεσματικότητας
- Να γνωρίζετε τους διάφορους εμπειρικούς ελέγχους της αποτελεσματικότητας της αγοράς
- Να κατανοήσετε τις επιδράσεις της αποτελεσματικότητας για τους εταιρικούς οικονομικούς διευθυντές



Επισκόπηση Κεφαλαίου

- 14.1 Μπορούν οι Χρηματοοικονομικές Αποφάσεις να Δημιουργήσουν Αξία;
- 14.2 Περιγραφή των Αποτελεσματικών Κεφαλαιαγορών
- 14.3 Διαφορετικά Είδη Αποτελεσματικότητας
- 14.4 Τα Στοιχεία
- 14.5 Η Συμπεριφορική Πρόκληση στην Αποτελεσματικότητα της Αγοράς
- 14.6 Εμπειρικές Προκλήσεις στην Αποτελεσματικότητα Αγοράς
- 14.7 Ανασκόπηση των Διαφορών
- 14.8 Επιδράσεις για τη Χρηματοοικονομική των Επιχειρήσεων

14.1 Μπορούν οι Χρηματοοικονομικές Αποφάσεις να Δημιουργήσουν Αξία;

- Σε προηγούμενα κεφάλαια του βιβλίου δείξαμε τον τρόπο αξιολόγησης έργων σύμφωνα με το κριτήριο της καθαρής παρούσας αξίας.
- Τα επόμενα πέντε κεφάλαια αφορούν τις χρηματοδοτικές αποφάσεις όπως:
 - Πόσο και ποια είδη χρέους και ιδίων κεφαλαίων πρέπει να πουλήσει μια εταιρεία
 - Πότε πρέπει να τα πουλήσει
 - Πότε και εάν θα καταβάλλει μέρισμα
- Μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε την NPV για να αξιολογήσουμε χρηματοδοτικές αποφάσεις.

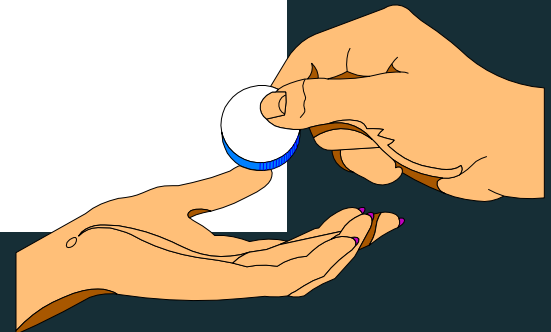
Δημιουργώντας Αξία Μέσω της Χρηματοδότησης

1. Η κοροϊδία εις βάρος των επενδυτών
 - Η θεωρία των αποτελεσματικών κεφαλαιαγορών υποδηλώνει ότι δεν είναι εύκολο να ξεγελάσει κάποιος τους επενδυτές.
2. Η μείωση του κόστους ή η αύξηση των επιδοτήσεων
 - Ορισμένες μορφές χρηματοδότησης έχουν περισσότερα φορολογικά πλεονεκτήματα σε σχέση με άλλες μορφές.
3. Η δημιουργία ενός καινούριου χρεογράφου
 - Ορισμένες φορές μια εταιρεία μπορεί να βρει έναν προηγούμενο ανικανοποίητο πελάτη και να εκδώσει νέα χρεόγραφα σε ελκυστικές τιμές.
 - Μακροχρόνια, αυτή η δημιουργία αξίας είναι σχετικά μικρή.

Η ΚΠΑ πάλι....

Έστω ότι η κυβέρνηση σου δανείζει 100.000 ευρώ για 10 χρόνια @ 3% και απαιτεί πληρωμή μόνο των τόκων πριν την λήξη. Αν η αγορά για ‘σένα’ είναι στο 10%, ποια είναι η αξία του επιδοτούμενου δανείου?

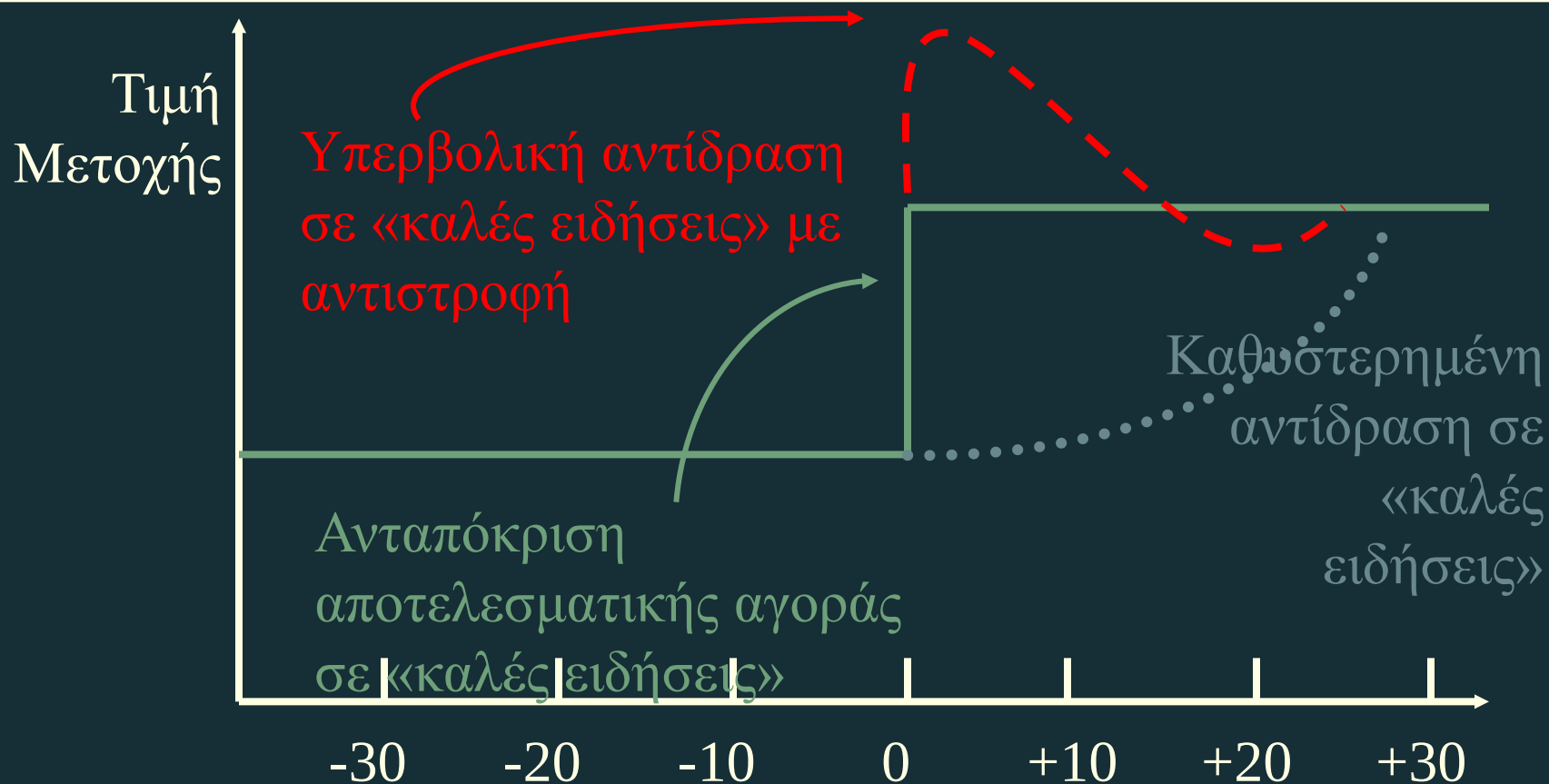
$$\begin{aligned}\text{NPV} &= 100,000 - \left[\sum_{t=1}^{10} \frac{3,000}{(1.10)^t} \right] - \frac{100,000}{(1.10)^{10}} \\ &= 100,000 - 56,988 \\ &= \$43,012\end{aligned}$$



14.2 Περιγραφή των Αποτελεσματικών Κεφαλαιαγορών

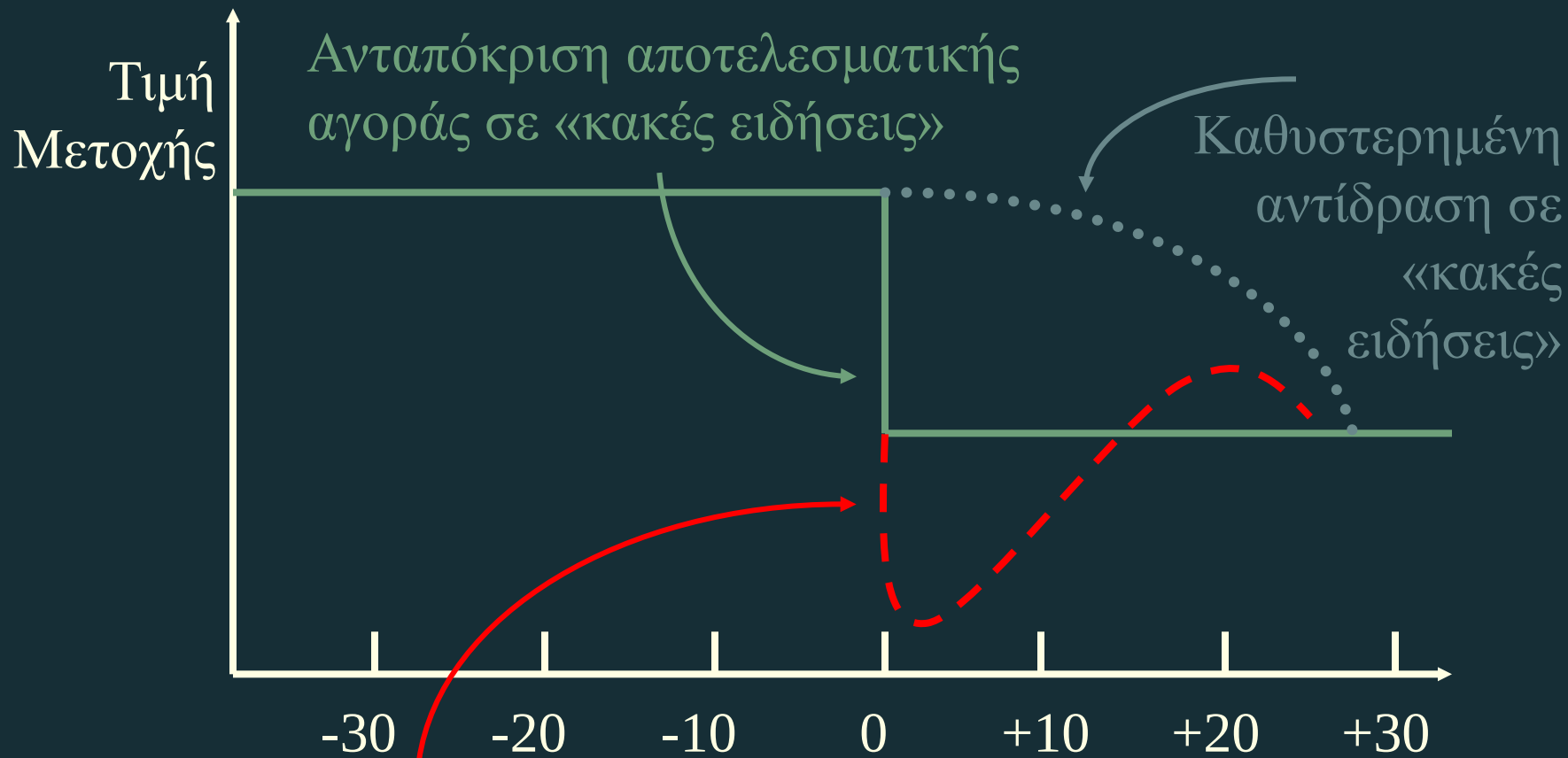
- Μία αποτελεσματική κεφαλαιαγορά για τις μετοχές είναι η αγορά στην οποία οι τιμές των μετοχών αντανακλούν πλήρως τις διαθέσιμες πληροφορίες για την υποκείμενη αξία της μετοχής.
- Η Υπόθεση Αποτελεσματικής Αγοράς (EMH) έχει συνέπειες για τους επενδυτές και για τις εταιρείες:
 - Επειδή οι πληροφορίες αντανακλώνται άμεσα στις τιμές, οι επενδυτές θα πρέπει να αναμένουν μόνο ότι θα λάβουν την **κανονική** ή **απαιτούμενη** απόδοση. Η επίγνωση των πληροφοριών όταν δημοσιοποιηθούν δεν αποδίδει κανένα όφελος στον επενδυτή.
 - Οι εταιρείες αναμένουν να λάβουν **δίκαιη** τιμή για τα χρεόγραφα που πωλούν. Η δίκαιη τιμή σημαίνει ότι η τιμή που λαμβάνουν από την έκδοση χρεογράφων είναι η παρούσα αξία. Επομένως, οι πολύτιμες χρηματοδοτικές ευκαιρίες που προκύπτουν από την κοροϊδία εις βάρος των επενδυτών δεν είναι διαθέσιμες στις αποτελεσματικές κεφαλαιαγορές.

Αντιδράσεις της Τιμής Μετοχών



Ημέρες πριν και ύστερα (+) από
την ανακοίνωση

Αντιδράσεις της Τιμής Μετοχών



Υπερβολική αντίδραση σε «κακές ειδήσεις» με αντιστροφή

Ημέρες πριν και ύστερα (+)
από την ανακοίνωση 14-8

Τα Θεμέλια της Αποτελεσματικής Αγοράς

- Ορθολογισμός (Investor Rationality)
- Οι αποκλίσεις από τον ορθολογισμό είναι ανεξάρτητες (αντισταθμιστικούς παραλογισμούς)
- Εξισορροπητική κερδοσκοπία (Arbitrage)



14.3 Διαφορετικά Είδη Αποτελεσματικότητας

- Ασθενής Μορφή (Weak Form)
 - Οι τιμές των χρεογράφων αντανακλούν όλη την ιστορική πληροφόρηση
- Ημι-Ισχυρή Μορφή (Semistrong Form)
 - Οι τιμές των χρεογράφων αντανακλούν όλη τη δημόσια διαθέσιμη πληροφόρηση
- Ισχυρή Μορφή (Strong Form)
 - Οι τιμές των χρεογράφων αντανακλούν όλη την πληροφόρηση – δημόσια και ιδιωτική.

Αποτελεσματικότητα Αγοράς Ασθενούς Μορφής

- Οι τιμές των χρεογράφων αντανakλούν όλη την πληροφόρηση που βρίσκεται σε παρελθοντικές τιμές και όγκο.
- Εάν ισχύει η ασθενούς μορφή αποτελεσματικότητας της αγοράς, τότε η τεχνική ανάλυση δεν έχει καμία αξία.
- Από τη στιγμή που οι τιμές μετοχών ανταποκρίνονται μόνο σε καινούρια πληροφόρηση, η οποία εξ ορισμού φτάνει τυχαία, οι τιμές μετοχών λέγεται ότι ακολουθούν τυχαίο περίπατο.

Γιατί Αποτυγχάνει η Τεχνική Ανάλυση

Η συμπεριφορά του επενδυτή τείνει να εξαλείφει οποιαδήποτε ευκαιρία κέρδους που σχετίζεται με μοτίβα τιμών μετοχών.

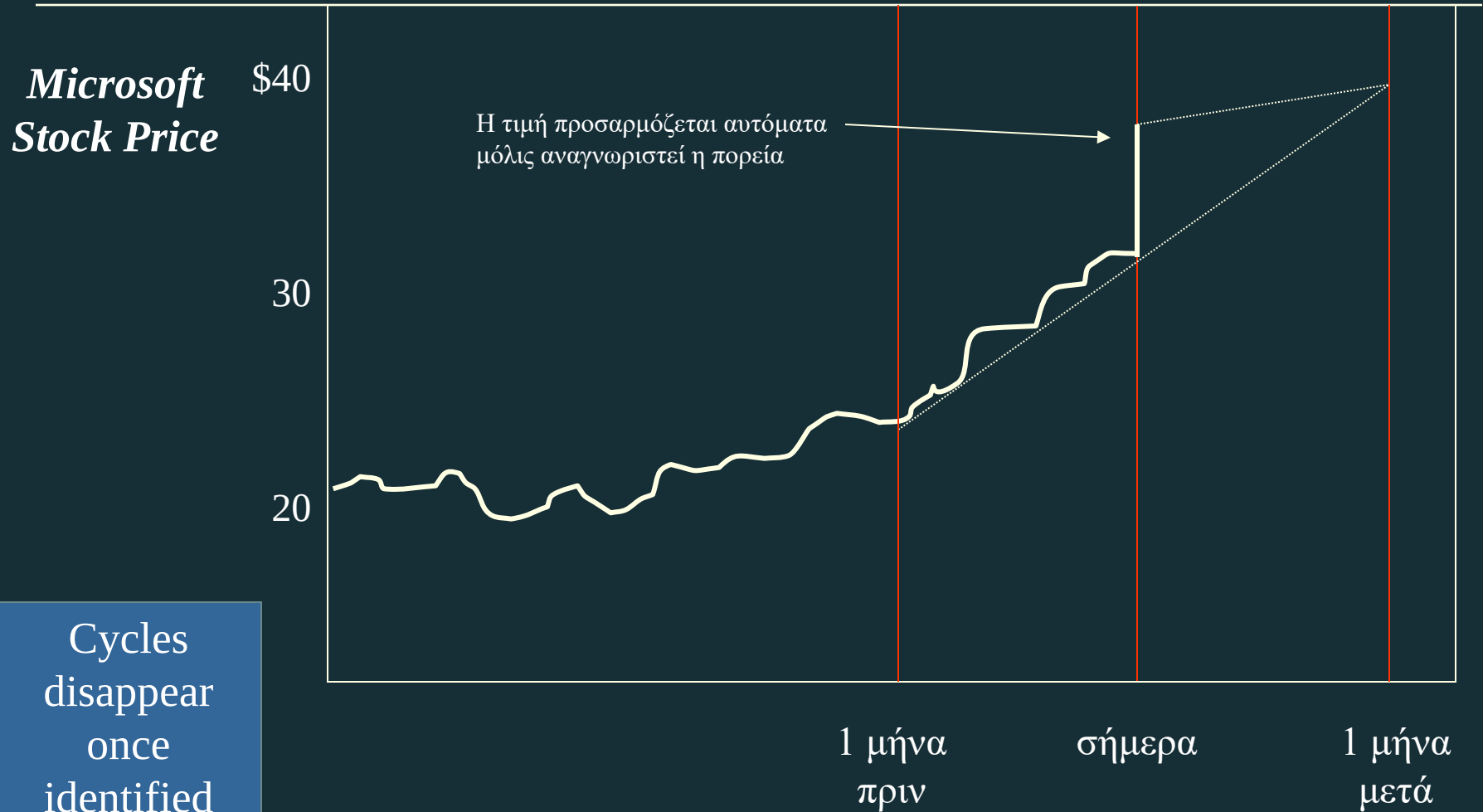


Εάν ήταν δυνατό να βγάλουμε χρήματα βρίσκοντας απλώς «το μοτίβο» στις κινήσεις των τιμών των μετοχών, όλοι θα το έκαναν, και τα κέρδη θα εξαλείφονταν.

Αποτελεσματικότητα Αγοράς Ημι-Ισχυρού Τύπου

- Οι τιμές αντικατοπτρίζουν (ενσωματωμένα) όλες τις δημόσιες διαθέσιμες πληροφορίες.
- Η δημόσια διαθέσιμη πληροφόρηση περιλαμβάνει:
 - Ιστορική τιμή και όγκο πληροφόρησης
 - Δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις
 - Οι πληροφορίες που βρίσκονται σε ετήσιες εκθέσεις.

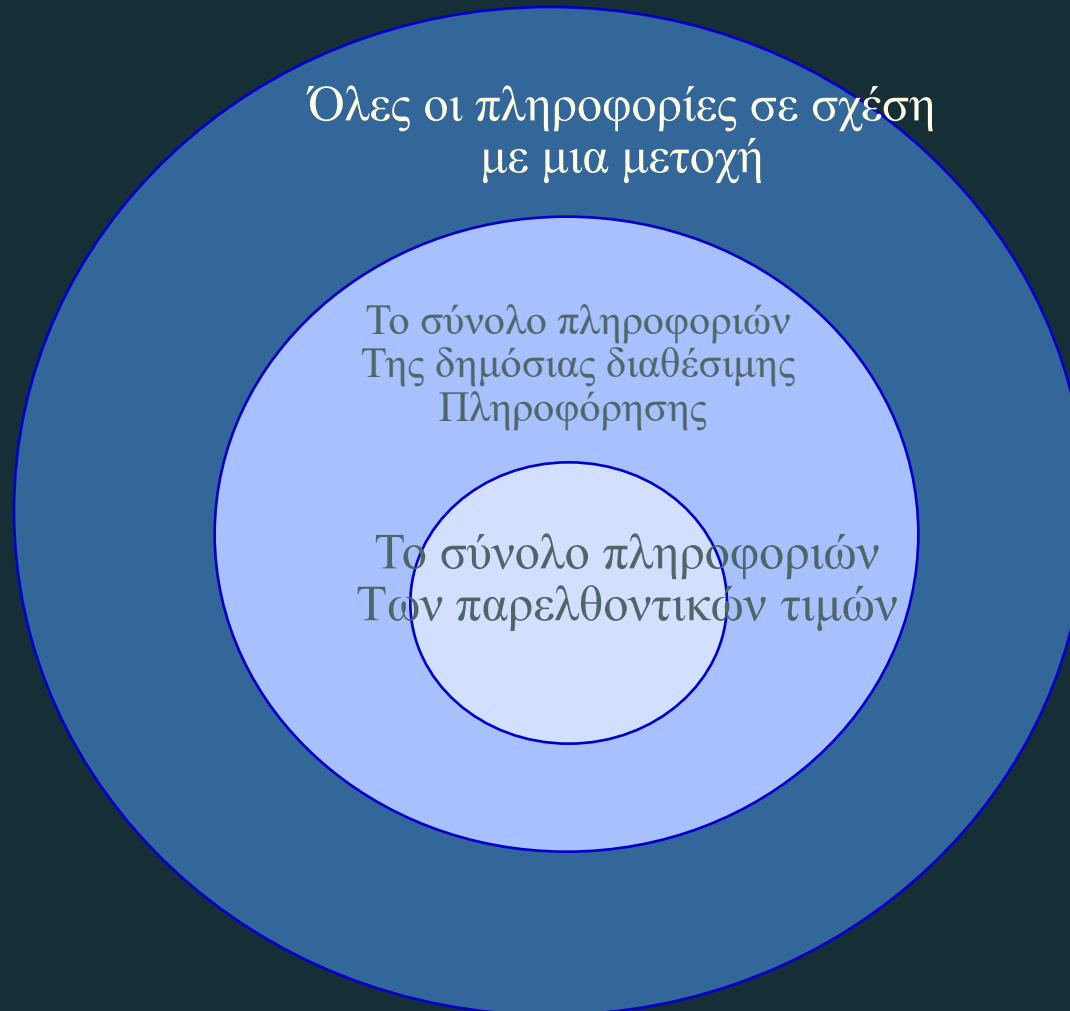
Efficient Market Theory



Αποτελεσματικότητα Αγοράς Ισχυρού Τύπου

- ❑ Οι τιμές των χρεογράφων αντανακλούν όλες τις πληροφορίες, δημόσιες ή ιδιωτικές.
- ❑ Η αποτελεσματικότητα ισχυρού τύπου ενσωματώνει την αποτελεσματικότητα ασθενούς και ημι-ισχυρού τύπου.
- ❑ Στην αποτελεσματικότητα ισχυρού τύπου οτιδήποτε είναι σχετικό με την αξία της μετοχής και το γνωρίζει τουλάχιστον ένας επενδυτής είναι, στην πραγματικότητα, πλήρως ενσωματωμένο στην τιμή της μετοχής.

Σύνολα Πληροφόρησης



Τι Υποδηλώνει και τι Όχι η ΕΜΗ

- Οι επενδυτές μπορούν να ρίξουν βέλη για να επιλέξουν μετοχές.
 - Αυτό είναι σχεδόν, αλλά όχι απόλυτα, αλήθεια.
 - Ένας επενδυτής εξακολουθεί να πρέπει να αποφασίσει πόσο επικίνδυνο χαρτοφυλάκιο θέλει με βάση την αποστροφή του στον κίνδυνο και την αναμενόμενη απόδοση.
- Οι τιμές είναι τυχαίες.
 - Οι τιμές αντικατοπτρίζουν πληροφορίες.
 - Η **METABΟΛΗ** της τιμής οδηγείται από την καινούρια πληροφόρηση, που εξ ορισμού εμφανίζεται τυχαία.
 - Επομένως, οι οικονομικοί διευθυντές δεν μπορούν να χρονολογήσουν πωλήσεις μετοχών και ομολόγων.

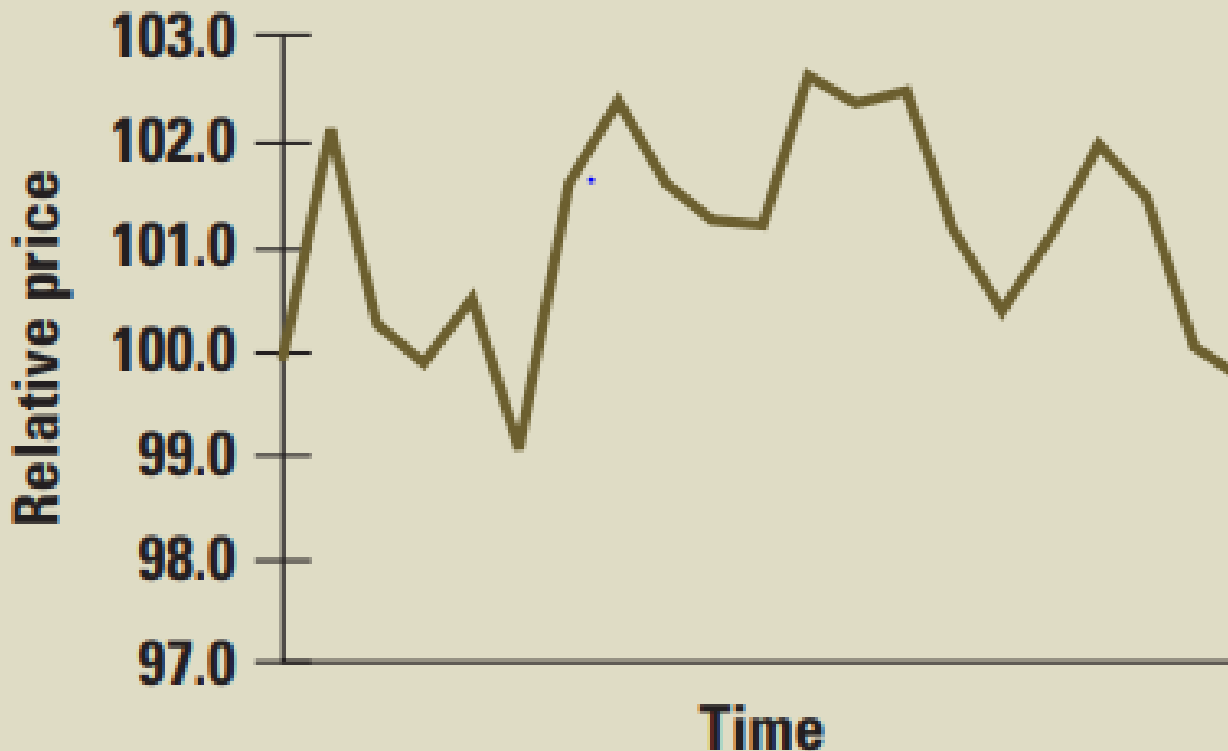
14.4 Τα Στοιχεία

- Τα αποδεικτικά στοιχεία για την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς είναι εκτεταμένα, με τις μελέτες να καλύπτουν ευρείες κατηγορίες αποτελεσματικότητας ασθενούς τύπου, ημι-ισχυρού τύπου και ισχυρού τύπου.
- Οι μελέτες εμπίπτουν σε τρεις ευρείες κατηγορίες:
 1. Οι μεταβολές των τιμών των μετοχών είναι τυχαίες; Υπάρχουν «αποδοτικοί κανόνες διαπραγμάτευσης»;
 2. Μελέτες περίπτωσης: η αγορά ανταποκρίνεται γρήγορα και με ακρίβεια στην καινούρια πληροφόρηση;
 3. Η επίδοση των εταιρικών ατόμων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες.

Οι Μεταβολές στις Τιμές των Μετοχών Είναι Τυχαίες?

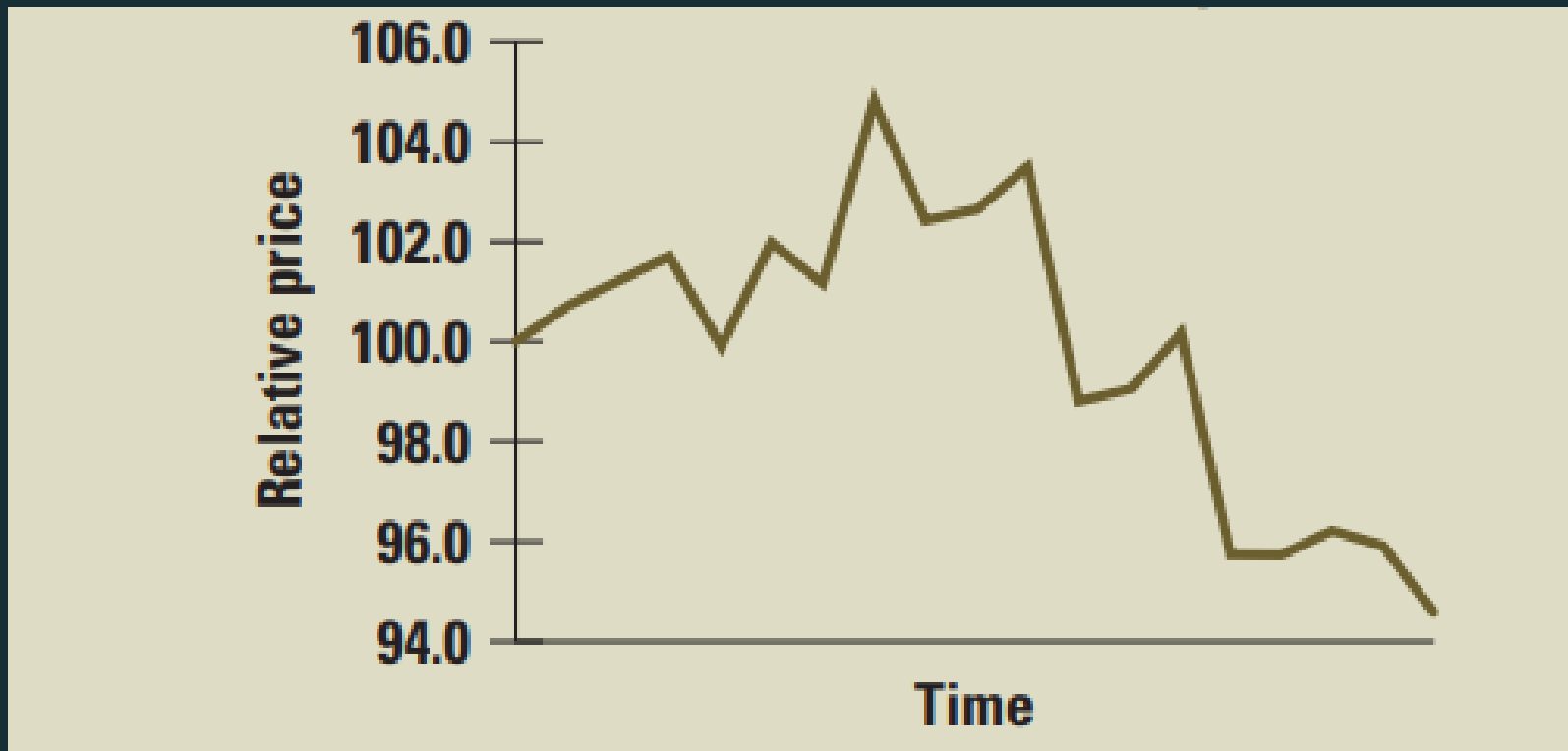
- Μπορούμε να το πούμε αυτό?
 - Πολλοί ψυχολόγοι και στατιστικολόγοι θεωρούν ότι οι περισσότεροι άνθρωποι θέλουν να βλέπουν μοτίβα ακόμη και όταν αντιμετωπίζουν καθαρή τυχαιότητα.
 - Οι άνθρωποι που υποστηρίζουν ότι βλέπουν μοτίβα στις κινήσεις των τιμών των μετοχών πιθανότατα βλέπουν οπτικές ψευδαισθήσεις.
- Θέμα βαθμού
 - Ακόμη και εάν μπορούμε να παρατηρήσουμε μοτίβα, πρέπει να έχουμε αποδόσεις που να υπερβαίνουν τα κόστη συναλλαγής.
- Οι τυχαίες αλλαγές των τιμών των μετοχών υποστηρίζουν αποτελεσματικότητα ασθενούς τύπου.

Τι Μοτίβο Παρατηρείτε?



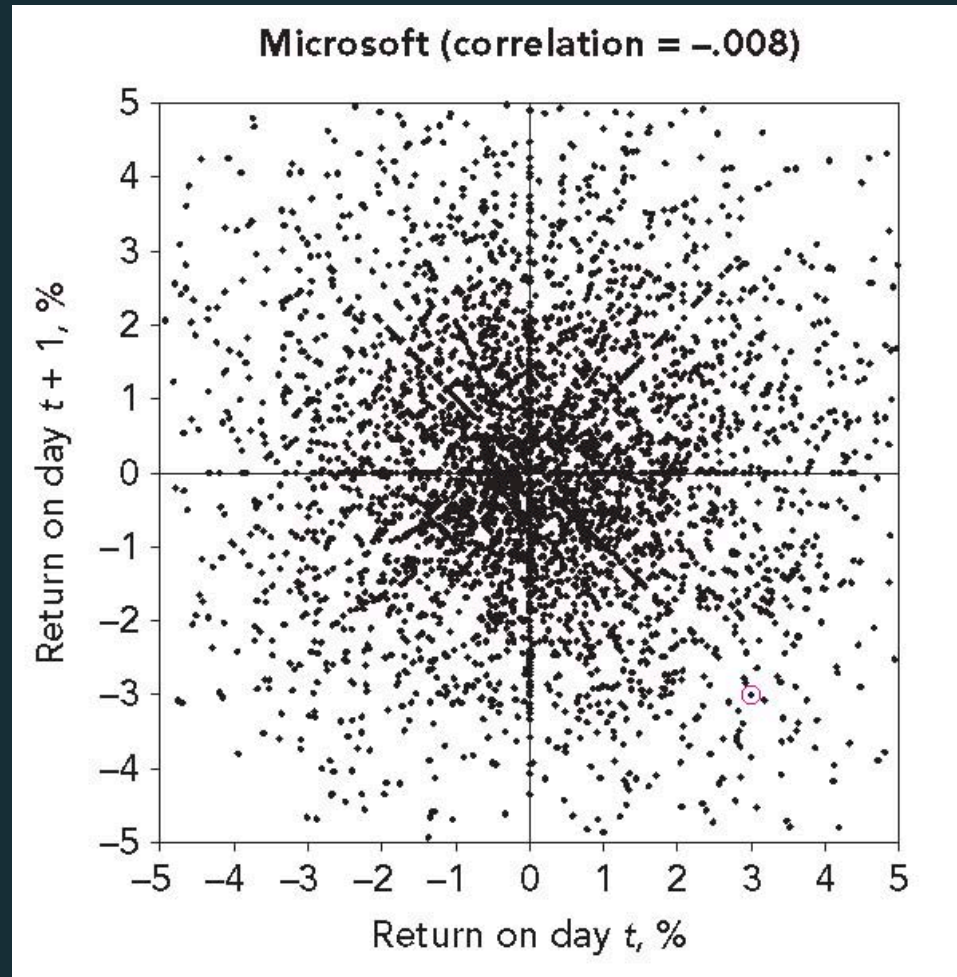
Price Movements Simulated from
Random-Walk Process

Τι Μοτίβο Παρατηρείτε?



Actual Price Movements for the Stock of The Gap

Random Walk Theory



Μελέτες Περιπτώσεων

- ❑ Οι μελέτες περιπτώσεων αποτελούν ένα είδος ελέγχου της αποτελεσματικότητας αγοράς ημι-ισχυρού τύπου.
 - ✓ Θυμηθείτε ότι αυτή η μορφή της ΕΜΗ υποδηλώνει ότι οι τιμές θα πρέπει να αντικατοπτρίζουν όλη τη δημόσια διαθέσιμη πληροφορία.
- ❑ Για να το ελέγξουν αυτό, οι μελέτες περιπτώσεων εξετάζουν τιμές και αποδόσεις με την πάροδο του χρόνου – ιδιαίτερα γύρω από την άφιξη της καινούριας πληροφορίας.
- ❑ Έλεγχος για στοιχεία υποαντίδρασης, υπερβολικής αντίδρασης, πρόωρης αντίδρασης ή καθυστερημένης αντίδρασης γύρω από το γεγονός.

Μελέτες Περιπτώσεων

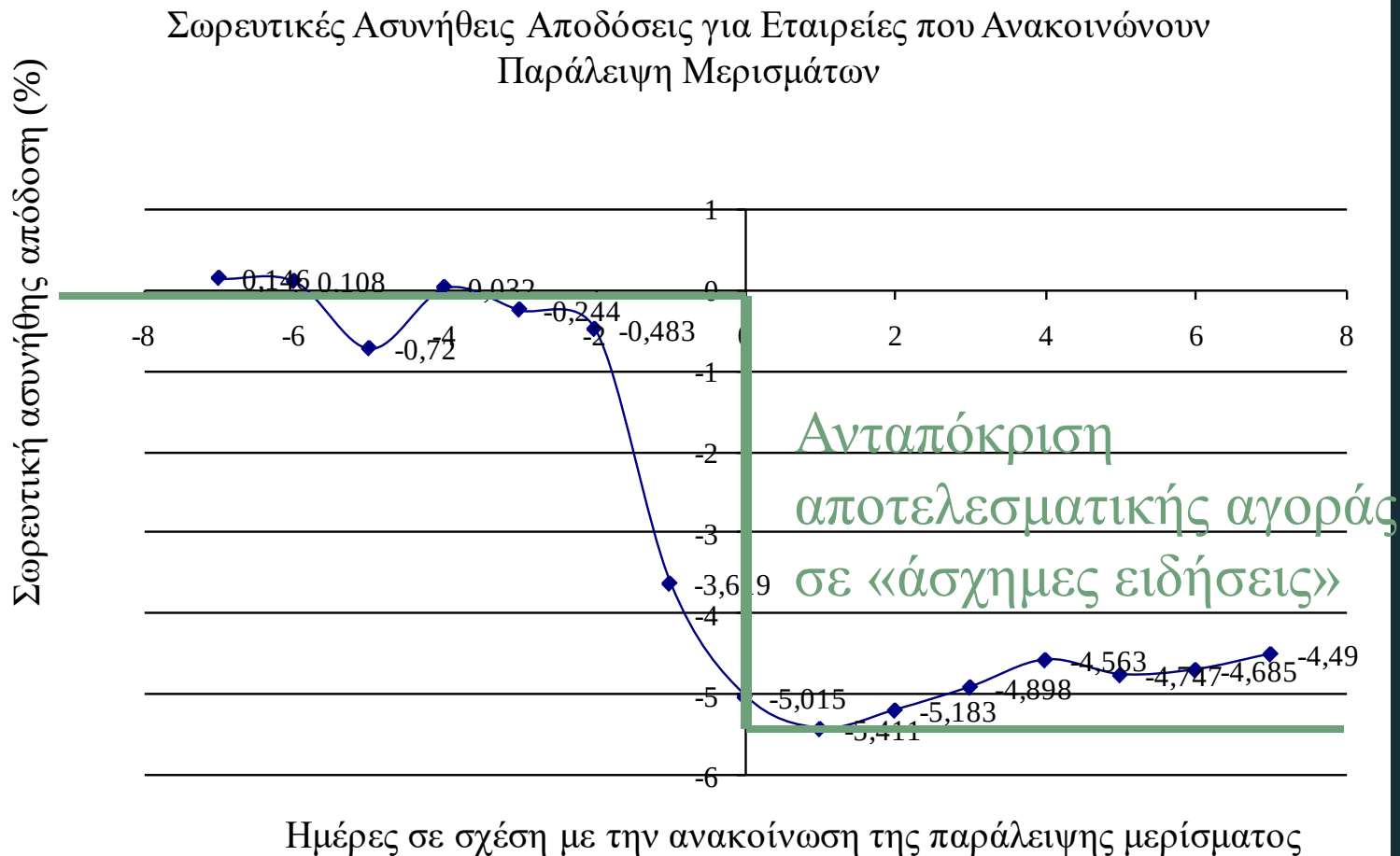
- Οι αποδόσεις προσαρμόζονται για να προσδιορίσουν εάν δεν είναι κανονικές λαμβάνοντας υπόψη την απόδοση της υπόλοιπης αγοράς εκείνη την ημέρα.
- Η μη κανονική απόδοση (abnormal return, AR) μίας δεδομένης μετοχής σε μία συγκεκριμένη ημέρα μπορεί να υπολογιστεί αφαιρώντας την απόδοση της αγοράς την ίδια ημέρα (R_m) από την απόδοση (R) της μετοχής εκείνη την ημέρα:

$$AR = R - R_M$$

- Η μη κανονική απόδοση μπορεί να υπολογιστεί χρησιμοποιώντας την προσέγγιση του Μοντέλου Αγοράς:

$$AR = R - (\alpha + \beta R_M)$$

Μελέτες Περιπτώσεων: Παραλείψεις Μερισμάτων



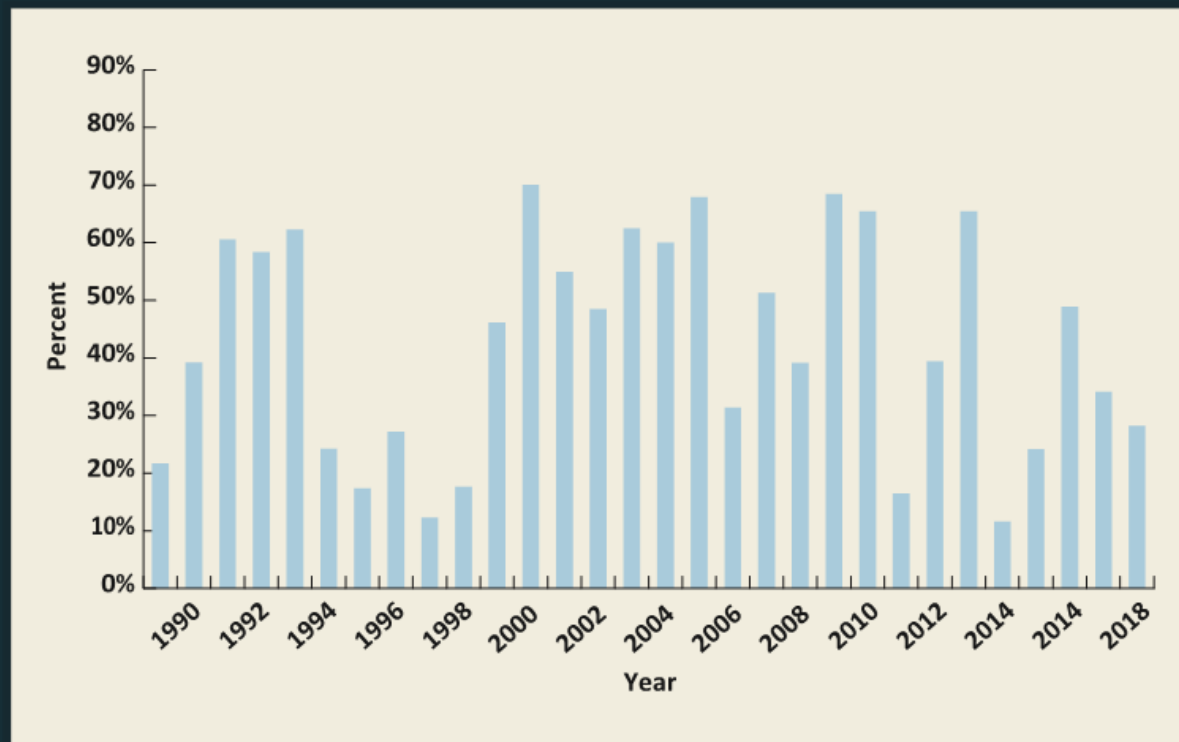
Αποτελέσματα Μελέτης Περιπτώσεων

- Κατά την πάροδο του χρόνου, αυτή η μεθοδολογία εφαρμόστηκε σε πολλά γεγονότα συμπεριλαμβανομένων:
 - Αυξήσεων και μειώσεων μερισμάτων
 - Ανακοινώσεων κερδών
 - Συγχωνεύσεων
 - Κεφαλαιακών Δαπανών
 - Καινούριων εκδόσεων μετοχών
- Οι μελέτες γενικά υποστηρίζουν την άποψη ότι η αγορά είναι αποτελεσματικότητας ημι-ισχυρού τύπου.
- Οι μελέτες δείχνουν ότι οι αγορές μπορεί να έχουν ακόμη κάποια διορατικότητα στο μέλλον, δηλαδή, ειδήσεις τείνουν να διαρρεύσουν πριν από δημόσιες ανακοινώσεις.

Η Καταγραφή των Αμοιβαίων Κεφαλαίων

- Εάν η αγορά είναι αποτελεσματική ημί-ισχυρού τύπου, τότε ανεξάρτητα από τις ποιες δημόσιες διαθέσιμες πληροφορίες που βασίζονται οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων για να επιλέξουν μετοχές, οι μέσες αποδόσεις τους θα πρέπει να είναι ίδιες με τις αποδόσεις του μέσου επενδυτή της αγοράς στο σύνολό της.
- Μπορούμε να ελέγξουμε την αποτελεσματικότητα της αγοράς, τότε, συγκρίνοντας την επίδοση των ενεργά διαχειριζόμενων αμοιβαίων κεφαλαίων με τα κεφάλαια συνδεδεμένα με δείκτες (index funds)

Η Καταγραφή των Αμοιβαίων Κεφαλαίων



Taken from Lubos Pastor and Robert F. Stambaugh, "Mutual Fund Performance and Seemingly Unrelated Assets," *Journal of Financial Economics*, 63 (2002).

Η Ισχυρού Τύπου Μορφή της ΕΜΗ

- Μία ομάδα μελετών αποτελεσματικότητας ισχυρού τύπου ερευνά την εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών.
- Τα άτομα που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες εταιρειών έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες που γενικά δεν είναι διαθέσιμες. Αλλά εάν ισχύει η υπόθεση αποτελεσματικής αγοράς ισχυρού τύπου, δε θα πρέπει να είναι σε θέση να επωφεληθούν από τη διαπραγμάτευση αυτών των πληροφοριών.
- Επομένως, η αποτελεσματικότητα ισχυρού τύπου δε φαίνεται να τεκμηριώνεται από τα αποδεικτικά στοιχεία.

14.5 Η Συμπεριφορική Πρόκληση

□ Ορθολογισμός

- Στην πραγματικότητα οι άνθρωποι είναι ορθολογικοί; Όχι πάντα.
- Πολλοί επενδυτές δεν πετυχαίνουν το βαθμό διαφοροποίησης που θα έπρεπε να πετύχουν. Άλλοι διαπραγματεύονται συχνά, δημιουργώντας προμήθειες και φόρους. Στην πραγματικότητα, οι φόροι μπορεί να αντιμετωπιστούν βέλτιστα πουλώντας τους χαμένους και κρατώντας τους νικητές.

14.5 Η Συμπεριφορική Πρόκληση

- Παραδείγματα συμπεριφορικών προκαταλήψεων
 - Overconfidence
 - Disposition effect
 - Seeking pride and avoiding regret.
 - Familiarity
 - Representativeness (overreaction)
 - Conservatism (underreaction)
 - Risk taking
 - House money and snakebite effects.

Η Συμπεριφορική Πρόκληση

- Ανεξάρτητες Αποκλίσεις από τον Ορθολογισμό
 - Οι ψυχολόγοι από καιρό υποστηρίζουν ότι οι άνθρωποι παρεκκλίνουν από τον ορθολογισμό σύμφωνα με ορισμένες βασικές αρχές:
 - Αντιπροσωπευτικότητα: Εξαγωγή συμπερασμάτων από πολύ λίγα δεδομένα
 - Μπορεί να οδηγήσει σε φούσκες στις τιμές των χρεογράφων.
 - Συντηρητισμός: οι άνθρωποι προσαρμόζουν πολύ αργά τα πιστεύω τους στην καινούρια πληροφόρηση.
 - Οι τιμές των χρεογράφων φαίνεται να ανταποκρίνονται πολύ αργά σε απρόβλεπτα κέρδη.

Η Συμπεριφορική Πρόκληση

- Εξισορροπητική Κερδοσκοπία
 - Ας υποθέσουμε ότι η “ανώτερη”, ορθολογική σας ανάλυση υποδηλώνει ότι η εταιρεία ABC είναι υπερτιμημένη.
 - Η εξισορροπητική κερδοσκοπία προτείνει το σορτάρισμα των μετοχών.
 - Μόλις το συνειδητοποιήσουν οι υπόλοιποι επενδυτές, έχετε βγάλει χρήματα επειδή ήσασταν έξυπνοι και «πουλήσατε σε υψηλή τιμή και αγοράσατε σε χαμηλή».
- Αλλά τι συμβαίνει εάν η υπόλοιπη επενδυτική κοινωνία δεν το συνειδητοποιήσει έγκαιρα έτσι ώστε να καλύψετε τη θέση πώλησης σας;
 - Αυτό δημιουργεί τον κίνδυνο εξισορροπητικής κερδοσκοπίας.

14.6 Εμπειρικές Προκλήσεις στην Αποτελεσματικότητα Αγοράς

□ Όρια στην εξισορροπητική κερδοσκοπία

- «Οι αγορές μπορούν να μείνουν μη ορθολογικές για μεγαλύτερο διάστημα από όσο μπορείτε εσείς να μείνετε φερέγγυοι» *John Maynard Keynes*

□ Απρόβλεπτα κέρδη

- Οι τιμές των μετοχών προσαρμόζονται αργά στις ανακοινώσεις για τα κέρδη.
- Οι επενδυτές εμφανίζουν συντηρητισμό επειδή προσαρμόζονται αργά στην πληροφόρηση που περιέχεται στις ανακοινώσεις.

□ Μέγεθος

- Η μέση απόδοση των μικρών μετοχών είναι υψηλότερη από τη μέση απόδοση των μεγάλων μετοχών.

□ Αξία έναντι ανάπτυξης

- Οι μετοχές με υψηλούς δείκτες λογιστικής αξίας προς τιμής μετοχής και/ή με υψηλούς δείκτες κέρδη προς τιμή (γενικά ονομάζονται μετοχές αξίας) έχουν καλύτερη επίδοση από τις μετοχές με χαμηλούς δείκτες (αναπτυξιακές μετοχές). .

Εμπειρικές Προκλήσεις

□ Καταρρεύσεις

- Η κατάρρευση της αγοράς μετοχών στις 19 Οκτωβρίου του 1987, είναι εξαιρετικά αινιγματική. Η αγορά σημείωσε πτώση μεταξύ 20 και 25 τοις εκατό τη Δευτέρα ύστερα από ένα σαββατοκύριακο όπου δημοσιεύθηκαν ελάχιστα απρόβλεπτες ειδήσεις.
- Μία πτώση αυτού του μεγέθους για κανέναν προφανή λόγο δεν συνάδει με την αποτελεσματικότητα της αγοράς.

□ Φούσκες

- Σκεφτείτε, για παράδειγμα, τη συμπεριφορά των μετοχών του διαδικτύου στα τέλη της δεκαετίας του 1990.

14.7 Ανασκόπηση των Διαφορών

- Οι ακαδημαϊκοί οικονομολόγοι κατατάσσονται σε τρία στρατόπεδα :
 1. Αποτελεσματικότητα της αγοράς
 2. Συμπεριφορική χρηματοοικονομική
 3. Και άλλοι (ίσως η πλειοψηφία) δεν έχουν πειστεί ακόμη ότι κάποια πλευρά υπερέχει στα επιχειρήματα
- Η διαμάχη εδώ είναι ίσως η πιο αμφιλεγόμενη από οποιοδήποτε άλλο θέμα της χρηματοοικονομικής

14.8 Επιδράσεις για τη Χρηματοοικονομική των Επιχειρήσεων

- Εάν η πληροφόρηση αντανακλάται στις τιμές των χρεογράφων γρήγορα, οι επενδυτές αναμένουν να λάβουν μόνο κανονικό συντελεστή απόδοσης.
 - Η συνειδητοποίηση των πληροφοριών κατά τη δημοσίευση δεν ωφελούν τους επενδυτές. Η τιμή προσαρμόζεται πριν ο επενδυτής να έχει χρόνο να ενεργήσει.
- Οι εταιρίες θα πρέπει να αναμένουν να λάβουν τη δίκαιη αξία για τα χρεόγραφα που πωλούν.
 - *Δίκαιη* σημαίνει ότι η τιμή που λαμβάνουν για τα χρεόγραφα που εκδίδουν είναι η παρούσα αξία.
 - Επομένως, οι πολύτιμες ευκαιρίες χρηματοδότησης που προκύπτουν από την κοροϊδία των επενδυτών δεν είναι διαθέσιμες στις αποτελεσματικές αγορές.

Επιδράσεις για τη Χρηματοοικονομική των Επιχειρήσεων

- Η ΕΜΗ έχει τρεις επιπτώσεις για την εταιρική χρηματοδότηση:
 1. Η τιμή της μετοχής μιας εταιρείας δεν μπορεί να επηρεαστεί από μια αλλαγή στη λογιστική.
 2. Οι χρηματοοικονομικοί διαχειριστές δεν μπορούν να "χρονίσουν" τις εκδόσεις μετοχών και ομολόγων χρησιμοποιώντας δημόσια διαθέσιμες πληροφορίες.
 3. Μια επιχείρηση μπορεί να πουλήσει όσες μετοχές ή ομόλογα επιθυμεί χωρίς να μειώσει τις τιμές.
- Υπάρχουν αντικρουόμενα εμπειρικά στοιχεία και για τα τρία σημεία.

Γιατί δεν Πιστεύουν Όλοι?

- Υπάρχουν οπτικές ψευδαισθήσεις, αντικατοπτρισμοί και προφανή μοτίβα στα διαγράμματα των αποδόσεων των χρηματιστηριακών αγορών.
- Η αλήθεια είναι λιγότερο ενδιαφέρουσα.
- Υπάρχουν ορισμένα εμπειρικά στοιχεία έναντι της αποτελεσματικότητας των αγορών:
 - Εποχικότητα
 - Μικρές έναντι μεγάλων μετοχών
 - Μετοχές αξίας έναντι ανάπτυξης
- Οι έλεγχοι για την αποτελεσματικότητα της αγοράς είναι ασθενείς.

Γρήγορο Κουίζ

- ❑ Ορίστε την αποτελεσματικότητα των κεφαλαιαγορών.
- ❑ Ποιές είναι οι τρεις μορφές αποτελεσματικότητας?
- ❑ Τι μας υποδεικνύουν τα στοιχεία αναφορικά με την αποτελεσματικότητα των κεφαλαιαγορών;
- ❑ Ποιές είναι οι συνέπειες για τους οικονομικούς διευθυντές;