



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΠΜΣ στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση
για Στελέχη

Τίτλος Διπλωματικής Διατριβής
«Η Κρίση του 1999»

Συγγραφέας: Μπάστου-Κέστη Βασιλική

Επιβλέπων Καθηγητής: Φίλιππος Νικόλαος

Πειραιάς 2008

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

	Σελ.
ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	3
ΠΡΟΛΟΓΟΣ	4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Χρηματιστηριακές Κρίσεις	6
1.1 «Φούσκες»	6
1.2 Ορισμός και Επισκόπηση Εμπειρικών Μελετών	7
1.3 Περιγραφή Διάσημων «Φούσκων»	9
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η Υπόθεση των Αποτελεσματικών Αγορών	20
2.1 Η Υπόθεση των Αποτελεσματικών Αγορών	20
2.2 Οι Μορφές της Αποτελεσματικότητας των Αγορών	23
2.3 Οι Ατέλειες των Αποτελεσματικών Αγορών	31
2.3.1 Το Φαινόμενο του Ιανουαρίου	32
2.3.2. Το Φαινόμενο της Δευτέρας	33
2.3.3. Το Φαινόμενο των Μικρών Εταιρειών	34
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Ο Ρόλος των Noise Traders στις χρηματιστηριακές αγορές	35
3.1 Ο Ρόλος των Noise Traders στις χρηματιστηριακές αγορές	35
3.2 Ο Ρόλος των Noise Traders στις χρηματιστηριακές αγορές	45
3.3 Ο Κίνδυνος των Noise Traders και η Αντιμετώπισή του	47
3.4 Μεταβλητότητα των Τιμών των Μετοχών	50

<i>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Η Ψυχολογία των Επενδυτών</i>	53
4.1 Η Ψυχολογία των Επενδυτών	53
4.1.1. Η Ψυχολογία των Επενδυτών στις Αποτελεσματικές Αγορές	53
4.1.2. Η Ψυχολογία των Επενδυτών στις Χρηματιστηριακές Αγορές	57
4.1.3. Το Συναίσθημα των Επενδυτών	62
<i>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Η Ψυχολογία των Επενδυτών</i>	74
5.1 Η Συναλλαγές των Επενδυτών	74
<i>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Η Κρίση του '99 στην Ελλάδα</i>	83
6.1 Η Κρίση του '99 στην Ελλάδα	83
6.2 Ο ρόλος των Μικρο-Επενδυτών στην Κρίση του '99	84
6.3 Αμοιβαία Μετοχικά Κεφάλαια Εσωτερικού	90

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Στο σημείο αυτό θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου, Κο Φίλιππα Νικόλαο για το θέμα που με βοήθησε να επιλέξω, τις κατευθυντήριες οδηγίες, τις υποδείξεις και τη συμπαράσταση που μου παρείχε καθ' όλη τη διάρκεια του εξαμήνου. Ακόμα, θα ήθελα να τον ευχαριστήσω για τη συνεχή παρακολούθηση και τις απαραίτητες συμβουλές που μου παρείχε κατά τη διάρκεια εκπόνησης της παρούσας εργασίας.

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η βιβλιογραφία, τα δημοσιευμένα άρθρα, οι επιστημονικές μελέτες σχετικά με τις αγορές χρήματος και κεφαλαίου αποτελούν εδώ και δεκαετίες ένα τεράστιο κομμάτι της χρηματοοικονομικής επιστήμης. Η αντίστοιχη βιβλιογραφία και τα δημοσιευμένα άρθρα – μελέτες που αφορούν συγκεκριμένα στην ψυχολογία των επενδυτών, οι οποίοι και συμμετέχουν στις αγορές αυτές, μετρούν ελάχιστες δεκαετίες, όπως και η συμβολή τους στη διαμόρφωση χρηματιστηριακών «φούσκων».

Η διπλωματική αυτή περιλαμβάνει συνοπτικά την ψυχολογία των επενδυτών, τους παράγοντες που επηρεάζουν τις επενδυτικές τους αποφάσεις καθώς και τις αγορές που δραστηριοποιούνται, ενώ παράλληλα προσδιορίζει τους παράγοντες που επιδρούν εν τέλει καταλυτικά στη συμπεριφορά τους και τις χρηματιστηριακές πράξεις τους.

Στο κεφάλαιο 1 γίνεται αναφορά στο ρόλο της χρηματιστηριακής αγοράς, στις έννοιες κερδοσκοπία και επένδυση καθώς και στις έντονες διακυμάνσεις των αγορών. Επιπρόσθετα, περιγράφονται μερικές από τις διασημότερες «φούσκες» ιστορικά που παρότρυναν το ενδιαφέρον των αναλυτών για έρευνα.

Το κεφάλαιο 2 αναφέρεται στην Υπόθεση των Αποτελεσματικών Αγορών, την πρώτη επιστημονική προσέγγιση των χρηματαγορών και αγορών κεφαλαίου γενικότερα, πολύ πριν κάνει την εμφάνισή της η θεωρία περί ψυχολογίας των επενδυτών κατά τη λήψη των επενδυτικών τους αποφάσεων. Στα πλαίσια του κεφαλαίου αυτού περιγράφονται οι συνήθειες και οι επιλογές του ορθολογικού επενδυτή, όπως η έννοια χρησιμοποιήθηκε στις εμπειρικές μελέτες, που πραγματεύονται την έννοια της Αποτελεσματικότητας των Αγορών.

Στο **τρίτο κεφάλαιο** γίνεται αναφορά στην επενδυτική ψυχολογία, αναλύεται ο όρος των noise traders, ο ρόλος τους στις χρηματιστηριακές αγορές, οι συνήθειές τους,

οι κίνδυνοι που αντιμετωπίζουν και τα προβλήματα που προκαλούν στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου.

Στο **κεφάλαιο 4** γίνεται μια περιγραφή της ψυχολογίας των επενδυτών που συμμετέχουν στις χρηματιστηριακές αγορές, περιγράφονται τα συναισθήματά τους, οι αδυναμίες τους και οι παράγοντες που περιγράφουν την ψυχολογία τους και τον τρόπο που αντιδρούν. Ακόμα, ειδική αναφορά γίνεται στη ψυχολογία της μάζας και τη συμπεριφορά της αγέλης που φαίνεται να έχει προκαλέσει προβλήματα στην κρίση του '99 στο Χρηματιστήριο των Αθηνών.

Στο **κεφάλαιο 5** περιγράφεται ο τρόπος με τον οποίο οι επενδυτές πραγματοποιούν τις συναλλαγές τους, τους παράγοντες που επηρεάζονται .

Τέλος, στο **κεφάλαιο 6** περιγράφεται η χρηματιστική αγορά της Ελλάδας την περίοδο του 1999, όπου συνέβη το κραχ και πολύ επενδυτές απώλεσαν τα κεφάλαιά τους. Περιγράφεται ο ρόλος των μικρο-επενδυτών στη διαμόρφωση της κατάστασης εκείνης και η συμπεριφορά τους.

Κεφάλαιο 1ο

Χρηματιστηριακές Κρίσεις

1.1. «Φούσκες»

Μια «Φούσκα» μπορεί αν οριστεί ως ... *«μια ραγδαία αύξηση της τιμής ενός περιουσιακού στοιχείου ή μιας ομάδας περιουσιακών στοιχείων, σε μια συνεχή διαδικασία, όταν όμως η αρχική άνοδος συνοδεύεται με προσδοκίες για περαιτέρω άνοδο – και προσελκύει νέους αγοραστές – κυρίως κερδοσκόπους, οι οποίοι ενδιαφέρονται για κέρδη από τη διαπραγματέυσή του παρά από την αξία που ενέχει το ίδιο το στοιχείο (Kindleberger, 1978).* Από την κυκλοφορία του βιβλίου του Kindleberger “Manias, Panics and Crashes”, το 1978, πολλοί ερευνητές έχουν ενδιαφερθεί για την εξερεύνηση των διαφόρων γεγονότων που προκαλούν ή ακολουθούν τις «φούσκες» στις χρηματιστηριακές αγορές και γενικότερα στις οργανωμένες αγορές περιουσιακών στοιχείων. Δύο είναι τα βασικά ερωτήματα που έχουν αναδυθεί: α) μπορούν οι «φούσκες» να ερμηνευτούν στη θεωρία; και β) αν μπορούν να εξεταστούν στην πράξη και να αντιμετωπιστούν αποτελεσματικά.

Οι κερδοσκοπικές φούσκες έχουν απασχολήσει πολλούς ερευνητές παγκοσμίως σε διάφορες χώρες του κόσμου και για όλου του τύπου τις οργανωμένες αγορές περιουσιακών στοιχείων (Χρηματιστήρια, Νομίσματα Χωρών, το Χρυσό και το Πετρέλαιο κ.λπ.). Ο όρος «Φούσκα» παρατηρήθηκε για πρώτη φορά το 1720 στο Ην. Βασίλειο, για να χαρακτηρίσει την απότομη άνοδο της τιμής των μετοχών της South Sea Company και εν συνεχεία τη ραγδαία πτώση των μετοχών της. Η αρχική άνοδος οδήγησε σε ένα διάχυτο ενθουσιασμό το επενδυτικό κοινό για τη χρηματιστηριακή αγορά αλλά και ένα μεγαλύτερο ενδιαφέρον πολλών εταιρειών να εκμεταλλευτούν την κατάσταση και να πουλήσουν μετοχές τους σε επενδυτές.

1.2. Ορισμός και Επισκόπηση Εμπειρικών Μελετών

Δεν υπάρχει ένας κοινά αποδεκτός ορισμός των asset price bubbles. Γενικά χαρακτηρίζονται σαν περίοδοι ανοδικών τιμών που ακολουθούνται από μια απότομη και σημαντική πτώση και αφορά όλα τα περιουσιακά στοιχεία (γη, συναλλαγματική ισοτιμία, μετοχές). Εναλλακτικά, ορίζεται ως μια απότομη αύξηση στην τιμή ενός περιουσιακού στοιχείου, η οποία είναι συνεχιζόμενη, δημιουργεί προσδοκίες για περαιτέρω άνοδο των τιμών και προσελκύει νέους επενδυτές. Οι κερδοσκόποι ενδιαφέρονται περισσότερο για τα οφέλη που αποκομίζουν από τις συναλλαγές των περιουσιακών στοιχείων παρά από τα κέρδη που μπορεί να προκύψουν από τη διακράτησή τους (Eatwell et al. 1987). Αυτός ο ορισμός υπονοεί ότι η αύξηση της τιμής είναι αδικαιολόγητη και τροφοδοτείται από την τάση των επενδυτών να αγοράσουν και να πουλήσουν γρήγορα σε άλλους επενδυτές σε ακόμα υψηλότερη τιμή.

Στην περίπτωση της χρηματιστηριακής αγοράς, ένα stock market bubble υποκινείται από ένα κύμα ενθουσιασμού, το οποίο εξελίσσεται σε συμπεριφορά της αγέλης και προκαλεί μια ιδιαίτερα ανοδική αγορά. Οι τιμές των μετοχών αυξάνονται δραματικά καθιστώντας τες υπερτιμημένες χρησιμοποιώντας οποιοδήποτε υπόδειγμα αποτίμησης μετοχών. Εν γένει, τα stock market bubbles ακολουθούνται από χρηματιστηριακές κρίσεις και δε συνάδουν με την υπόθεση αποτελεσματικότητας της αγοράς (Efficient Markets Hypothesis).

Οι οικονομολόγοι έχουν προσπαθήσει να δώσουν ένα επιπλέον νόημα σε αυτόν τον ορισμό συνδέοντας τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων με τα θεμελιώδη μεγέθη (fundamentals). Τα θεμελιώδη μεγέθη σχετίζονται με οικονομικούς παράγοντες, όπως οι ταμειακές ροές ή τα προεξοφλητικά επιτόκια, οι οποίοι στο σύνολό τους προσδιορίζουν τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Ο Peter Garber στο βιβλίο του “Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias” (2000) σημειώνει ότι ο ορισμός των bubbles που χρησιμοποιείται συχνότερα από τους μελετητές είναι το τμήμα της τιμής ενός περιουσιακού στοιχείου το οποίο δεν εξηγείται από τα θεμελιώδη

μεγέθη. Ένα κερδοσκοπικό bubble υπάρχει όταν η τιμή δεν ισούται με τη θεωρητική τιμή βάσει των θεμελιωδών μεγεθών για ένα χρονικό διάστημα, για λόγους που δεν οφείλονται στις βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις της οικονομίας. Σύμφωνα με τον Rosser τα θεμελιώδη μεγέθη πρέπει να αντανakλούν την αναμενόμενη αξία βάσει μακροπρόθεσμης ισορροπίας, επιτρέπουν όμως σε έκτακτα τυχαία γεγονότα να επηρεάζουν τις τιμές βραχυπρόθεσμα.

Επιπλέον, δεν υπάρχει ένας κοινά αποδεκτός τρόπος ελέγχου της ύπαρξης των bubbles. Ο εντοπισμός των bubbles είναι αρκετά δύσκολος τόσο εκ των προτέρων (ex ante) όσο και εκ των υστέρων (ex post). Ο Kindleberger (1996) υποστηρίζει ότι τα asset price bubbles εντοπίζονται από την ίδια τη συμπεριφορά των τιμών. Μια έντονα ανοδική πορεία που διακόπτεται απότομα είναι ίσως η πιο χαρακτηριστική εικόνα ενός bubble, η ανάλυση όμως δεν είναι τόσο απλή. Οι Diba & Grossmann (1988) προτείνουν ότι στην περίπτωση ενός rational bubble, η διαφορά πρώτης τάξης των τιμών της μετοχής πρέπει να μην είναι στάσιμη. Οι Mishkin & White (2002) έχοντας μελετήσει το σύνολο των χρηματιστηριακών κρίσεων του 20^{ου} αιώνα καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι μια πτώση της χρηματιστηριακής αγοράς κατά 20%, σε σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα, χαρακτηρίζει μια χρηματιστηριακή κρίση εξετάζοντας παράλληλα την ταχύτητα και τη διάρκεια της πτωτικής αγοράς. Ασφαλώς, δεν συνεπάγονται όλες οι χρηματιστηριακές κρίσεις την ύπαρξη των asset price bubbles, αλλά η ύπαρξη των asset price bubbles ακολουθεί τις περισσότερες φορές από μια χρηματιστηριακή κρίση. Ο Jeremy Siegel (2003) προσπαθεί να δώσει έναν περισσότερο πρακτικό ορισμό των asset price bubbles. Ο ορισμός αυτός βασίζεται στο αν η μελλοντική πραγματική απόδοση ενεργητικού δικαιολογεί την αρχική τιμή για μια περίοδο, τέτοιας διάρκειας όπου η παρούσα αξία των χρηματικών ροών που λαμβάνουν οι επενδυτές να αποτελεί τουλάχιστον το 50% αυτής της τιμής. Αυτή η χρονική περίοδος υπολογίζεται μέσω της σταθμισμένης διάρκειας του περιουσιακού στοιχείου. Εάν, λοιπόν η πραγματική απόδοση υπερβαίνει κατά δύο τυπικές αποκλίσεις την αναμενόμενη απόδοση, τότε εντοπίζεται ένα bubble. Σύμφωνα με αυτήν την προσέγγιση είναι αδύνατον να

γνωρίζουμε άμεσα εάν μια ασυνήθιστη συμπεριφορά στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων αποτελεί ένα bubble.

1.3. Περιγραφή Διάσημων «Φούσκων»

§ Tulipmania (1634-1638)

Είναι ίσως το πιο γνωστό παράδειγμα κερδοσκοπικής «φούσκας» το οποίο συνέβη τον 17^ο αιώνα στην Ολλανδία. Γνωστοί για το πάθος τους για τα λουλούδια, οι ολλανδοί τιμολόγησαν πολύ ακριβά τις τουλίπες από την εμφάνισή τους στη Δυτική Ευρώπη τον 16^ο αιώνα. Οι συλλέκτες ιεράρχησαν τις ποικιλίες τουλίπας ανάλογα με το είδος και το χρώμα τους προσδίδοντάς τους διαφορετική αξία. Καθώς είναι αδύνατο να προσδιορισθεί η ποικιλοχρωμία του φυτού μέχρι να ανθίσει, οι τουλίπες έγιναν αντικείμενο κερδοσκοπίας, αρχικά μόνο για τους εύπορους αλλά από τα μέσα της δεκαετίας του 1630 και για τους μικρομεσαίους αλλά και για τις φτωχότερες οικογένειες. Η αυξημένη ζήτηση οδήγησε την τιμή της τουλίπας στα ύψη. Η αγορά έφτασε στο ανώτερο σημείο της στα τέλη του 1636 και στις αρχές του 1637 καθώς περίμεναν να ανθίσουν οι τουλίπες για την ερχόμενη άνοιξη. Οι άνθρωποι έβαζαν υποθήκη τα σπίτια και τις επιχειρήσεις τους για να αγοράσουν τους πολυπόθητους βολβούς.

Το Φεβρουάριο του 1637, καθώς πλησίαζε η άνοιξη και πλησίαζε η περίοδος που θα άνθιζαν τα λουλούδια, η εμπιστοσύνη των καταναλωτών εξαφανίστηκε και η αγορά έπεσε ξαφνικά. Καθώς κατέρρεε η τιμή, εκατοντάδες άνθρωποι, οι οποίοι είχαν αρχίσει να αμφιβάλλουν για το αν υπάρχει ακόμα φτώχεια, είχαν στην ιδιοκτησία τους μερικούς βολβούς που κανένας δεν ήθελε να αγοράσει ακόμα και αν τους πουλούσαν

στο ένα τέταρτο της τιμής που τους είχαν αγοράσει. Το Μάιο του 1963 τα συμβόλαια βολβών τουλίπας ακυρώνονταν στο 3,5% της συμφωνημένης τιμής.

§ The Mississippi Bubble (1719-1720)

Το όνομα προκύπτει από το όνομα της γαλλικής εταιρείας Mississippi και συνέβη στις δυσμενείς οικονομικές συνθήκες της Γαλλίας στις αρχές του 18^{ου} αιώνα. Με το θάνατο του Louis XIV το 1715 το Υπουργείο Οικονομικών ήταν σε φρικτή κατάσταση με την αξία των μεταλλικών νομισμάτων να έχει μεγάλη διακύμανση. Το επόμενο έτος, ο αντιβασιλέας της Γαλλίας προσέτρεξε στον σκοτσέζο John Law για βοήθεια. Ο Law πρότεινε την χρησιμοποίηση των καταθέσεων για την έκδοση χαρτονομισμάτων από την Banque Royale, τα οποία θα είχαν την αξία των μεταλλικών νομισμάτων με την έκδοσή τους. Η στρατηγική του Law βοήθησε τη Γαλλία να περάσει από τα μεταλλικά νομίσματα στα χαρτονομίσματα και οδήγησε σε μια περίοδο οικονομικής σταθερότητας, αυξάνοντας την προσωπική του φήμη και δύναμη. Τον Αύγουστο του 1717, ο Law απέκτησε την εταιρεία Compagnie des Indes (γνωστή ως Mississippi Company), στην οποία ο αντιβασιλέας έδωσε το μονοπώλιο στις εμπορικές συναλλαγές με τις γαλλικές αποικίες. Τον Αύγουστο του 1719, ο Law επινόησε ένα εύρημα με το οποίο ένταξε το συνολικό γαλλικό χρέος στην Mississippi Company και μέρη του χρέους θα ανταλλάσσονταν με μετοχές της εταιρείας. Βασιζόμενος στο μονοπωλιακό του πλεονέκτημα ο Law υποσχέθηκε 120% κέρδος στους μετόχους και υπήρξαν τουλάχιστον 300.000 αιτήσεις για τις 50.000 μετοχές της εταιρείας. Καθώς η ζήτηση συνέχισε να αυξάνεται η Banque Royale, η οποία ανήκε στη γαλλική Κυβέρνηση αλλά στην ουσία ελεγχόταν από τον Law συνέχισε να εκδίδει χαρτονομίσματα αυξάνοντας σημαντικά τον πληθωρισμό.

Η «φούσκα» έσκασε το Μάιο του 1720, όταν η Banque Royale ανάγκασε την Κυβέρνηση να ανακοινώσει ότι τα μεταλλικά νομίσματα αντιστοιχούσαν στην μισή

αξία των χαρτονομισμάτων σε κυκλοφορία. Στις 22 Μαΐου η Κυβέρνηση σταδιακά υποτίμησε της μετοχές της Mississippi Company ώστε στο τέλος του έτους η τιμή τους ήταν η μισή της ονομαστικής τους αξίας. Η κοινωνική κατακραυγή ήταν τέτοια που μια εβδομάδα αργότερα, στις 27 Μαΐου, το συμβούλιο του αντιβασιλέα ανακοίνωσε την επαναφορά των μετοχών στην αρχική τους αξία. Την ίδια ημέρα όμως η Banque Royale σταμάτησε να πληρώνει σε κέρματα. Όταν η Banque Royale ξανάνοιξε τον Ιούνιο οι απαιτήσεις των καταθετών συνεχίστηκαν. Μέχρι το Νοέμβριο οι μετοχές της Mississippi είχαν χάσει την αξία τους, η εταιρεία αναγκάστηκε να ρευστοποιήσει τα εναπομείναντα περιουσιακά της στοιχεία και ο Law εκδιώχθηκε από τη χώρα.

§ The South Sea Bubble (1720)

Την ίδια περίοδο που οι γάλλοι κερδοσκόποι οδηγούσαν στα ύψη την τιμή των μετοχών της Mississippi, άγγλοι κερδοσκόποι κυνηγούσαν την μετοχή της εταιρείας South Sea. Η εταιρεία δημιουργήθηκε το 1711 από τον Robert Harley, για να μετατρέψει £10 εκατ. κυβερνητικού χρέους από τον πόλεμο σε μετοχές της εταιρείας. Σε αντάλλαγμα η εταιρεία θα λάμβανε ετήσιες πληρωμές τόκου από την Κυβέρνηση και το μονοπώλιο στο εμπόριο με τη Νότια θάλασσα και τη Νότια Αμερική. Η ανταλλαγή ήταν επιτυχημένη και παρότι τα αναμενόμενα οφέλη από το μονοπώλιο δεν πραγματοποιήθηκαν, η εταιρεία συνέχισε τη μετατροπή χρέους. Το 1720, ακολουθώντας το παράδειγμα του John Law στη Γαλλία, η εταιρεία πρότεινε τη μετατροπή ολόκληρου του κυβερνητικού χρέους. Μόλις ανακοινώθηκε το σχέδιο στη Βουλή η τιμή της μετοχής ξεκίνησε να αυξάνεται καθώς οι κερδοσκόποι στοιχημάτιζαν στο σχέδιο. Το σχέδιο εγκρίθηκε στις 7 Απριλίου 1720 αφού κυβερνητικά στελέχη δωροδοκήθηκαν με μυστική τοποθέτηση σε μετοχές. Στις 14 Απριλίου του 1720, £2 εκατ. μετοχές της South Sea προσφέρθηκαν στο κοινό με £300 ανά μετοχή και η εγγραφή εξαντλήθηκε μέσα σε μια ώρα. Η εταιρεία συνέχισε και με άλλες εγγραφές που έτυχαν της ίδιας αποδοχής, με επενδυτές από όλες τις κοινωνικές τάξεις. Μετά από

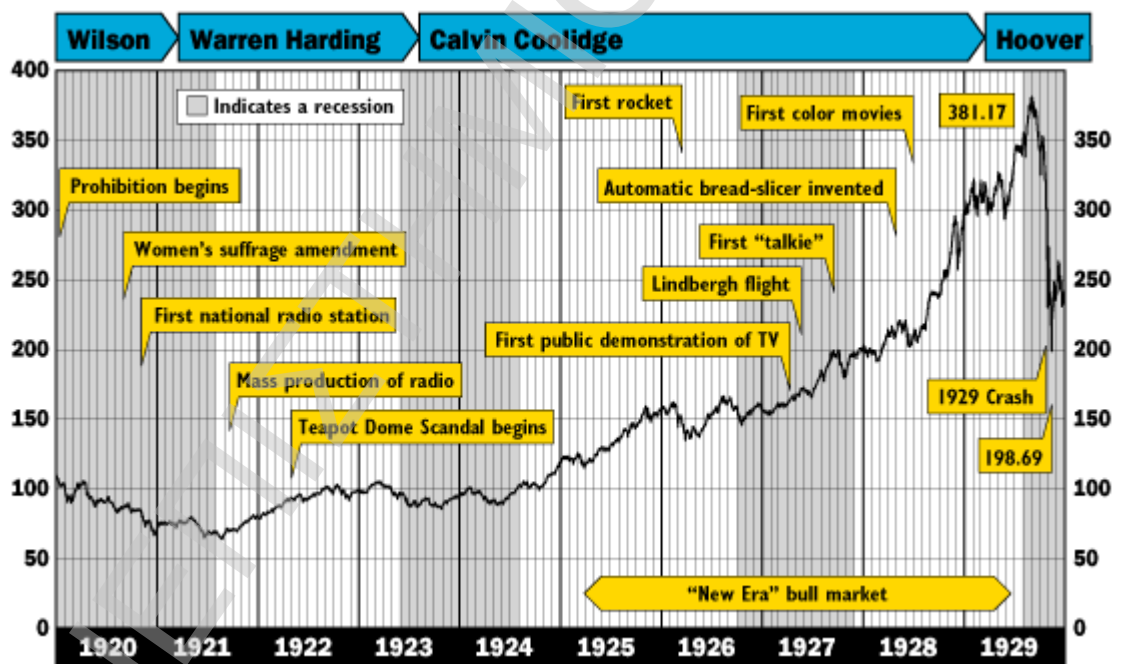
την επιτυχία της South Sea Company παρουσιάσθηκαν πολλές νέες εταιρείες γνωστές ως "bubble" companies. Αυτή η εξέλιξη ανησύχησε την εταιρεία η οποία έπεισε την Κυβέρνηση να περάσει το Bubble Act τον Ιούνιο του 1720 και απαγόρευσε τη δημιουργία νέων τέτοιων εταιρειών χωρίς την έγκριση της Κυβέρνησης. Η τιμή της μετοχής της South Sea έφτασε στο ψηλότερο σημείο (£1050) στα τέλη του Ιουνίου του 1720. Η πρώτη μεγάλη πτώση συνέβη τον Αύγουστο καθώς οι επενδυτές άρχισαν να αποσύρονται από την αγορά ώσπου κατέρρευσε τον Σεπτέμβριο έχοντας χάσει 75% της αξίας της σε τέσσερις εβδομάδες. Η Βουλή διενήργησε έρευνα, οι διεφθαρμένοι πολιτικοί και επιχειρηματίες φυλακίσθηκαν και πάνω από £2 εκατ. δεσμεύτηκαν από τους διευθυντές της South Sea.

§ The bull market of 1920's (1924-1929)

Η εντυπωσιακή άνοδος της αμερικάνικης χρηματιστηριακής αγοράς της δεκαετίας του 1920 θεωρήθηκε σημάδι μιας νέας εποχής οικονομικών θεμελιωδών μεγεθών. Οι υποστηρικτές αυτής της θεωρίας προέβαλαν τη δημιουργία του Federal Reserve το 1913, τις πολιτικές που υιοθετήθηκαν ανάμεσα στις οποίες και το ελεύθερο εμπόριο, τα αντιπληθωριστικά μέτρα και τις εταιρικές εξελίξεις (αύξηση παραγωγικότητας, εκτεταμένη έρευνα και ανάπτυξη κ.λπ.). Στην πραγματικότητα ο καθοριστικός παράγοντας τόσο του πληθωρισμού όσο και της χρηματιστηριακής φούσκας ήταν η εκτεταμένη μόχλευση από ιδιώτες και επιχειρήσεις. Η δεκαετία χαρακτηρίστηκε από σημαντική επέκταση της καταναλωτικής πίστης, την οποία οι αμερικάνοι χρησιμοποίησαν για να χρηματοδοτήσουν την αγορά προϊόντων (π.χ. αυτοκίνητα) που παράγονταν μαζικά με τη χρήση νέων τεχνολογιών. Οι καταναλωτές χρησιμοποίησαν αυτά τα χρήματα και για την αγορά μετοχών, κυρίως εταιρειών που χρησιμοποιούσαν τη νέα τεχνολογία (αυτοκινητοβιομηχανία, βιομηχανίες αεροπλάνων κ.λπ.). Στις 3 Σεπτεμβρίου του 1929 ο Dow Jones έφτασε στο ανώτερο επίπεδό του.

Στις 24 Οκτωβρίου 1929, ημέρα που έγινε γνωστή ως "Black Thursday", ξεκίνησε η σημαντική πτώση της χρηματιστηριακής αγοράς γνωστή ως "Crash of 1929." Περίπου 13 εκατ. μετοχές διαπραγματεύτηκαν εκείνη την ημέρα καθώς οι επενδυτές κυριεύθηκαν από πανικό. Τη Δευτέρα 28 Οκτωβρίου, ο Dow Jones έπεσε κατά -12,82% και κατά 11,73% στις 29 Οκτωβρίου όταν διαπραγματεύτηκαν 16,5 εκατ. μετοχές. Μετά από το χάος που επικράτησε τον Οκτώβριο η αγορά ανέκαμψε λίγο μέχρι την άνοιξη του 1930 πριν ακολουθήσει και πάλι καθοδική πορεία στις αρχές της δεκαετίας του 1930. Στο διάγραμμα 1 παρουσιάζεται η πορεία του χρηματιστηριακού δείκτη Dow Jones για την δεκαετία 1920, με αναφορά των σημαντικότερων πολιτικών και οικονομικών γεγονότων της εξεταζόμενης περιόδου.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1



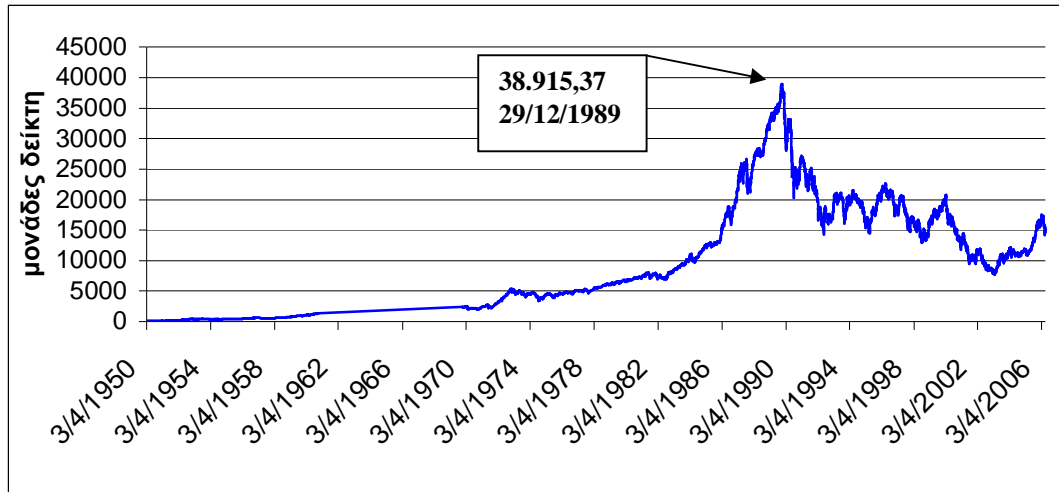
πηγή: www.dowjones.com

§ The Japanese "Bubble Economy" (1984-1989)

Για την περίοδο 1960-1980, η Ιαπωνία είχε έναν από τους σημαντικότερους ρυθμούς ανάπτυξης στον κόσμο. Την δεκαετία του 1970, η Κυβέρνηση ξεκίνησε την αποκανονικοποίηση των χρηματοοικονομικών αγορών, επιτρέποντας στις τράπεζες να

ψάξουν για νέους πελάτες. Στα μέσα της δεκαετίας του 1980, η Ιαπωνία είχε μια χαλαρή προσέγγιση της νομισματικής πολιτικής, η οποία οδήγησε σε αύξηση της προσφοράς χρήματος και στη μείωση των επιτοκίων. Αυτός ο συνδυασμός ήταν καθοριστικής σημασίας για τη δημιουργία ενός κερδοσκοπικού bubble καθώς με τα χαμηλά επιτόκια και την εύκολη πρόσβαση στο χρηματοπιστωτικό σύστημα νέοι «παίχτες» μπήκαν στην αγορά. Μετά την απόκτηση δανείων με χαμηλό επιτόκιο, οι εταιρείες μπορούσαν εύκολα να αντλήσουν κεφάλαια από τις αγορές. Αν και μερικές φορές τα κεφάλαια αυτά χρηματοδότησαν επενδύσεις κεφαλαίου, συχνά ανακυκλώνονταν σε κερδοσκοπικές ενέργειες. Καθώς ο Nikkei συνέχιζε την ανοδική του πορεία, οι εταιρείες παρουσίαζαν τα κερδοσκοπικά τους κέρδη σαν υψηλότερα λειτουργικά κέρδη. Οι επενδυτές έσπευδαν να αγοράσουν τις μετοχές τους, οδηγώντας τα κέρδη ακόμα ψηλότερα και παρέχοντας ακόμα περισσότερα κεφάλαια για τις κερδοσκοπικές δραστηριότητες των εταιρειών. Στο τέλος της δεκαετίας, το 50% των κερδών των μεγαλύτερων ιαπωνικών εταιρειών προερχόταν από κερδοσκοπία. Η κερδοσκοπία της γης ήταν ακόμα ένα χαρακτηριστικό στοιχείο της εξεταζόμενης περιόδου. Παραδοσιακά η τιμές της γης στην Ιαπωνία ήταν αυξημένες και λόγω της υψηλής της αξίας οι τράπεζες την δέχονταν σαν ενέχυρο για τη χορήγηση δανείων. Το 1989 τα κυβερνητικά στελέχη της Ιαπωνίας ανησυχούσαν για τις υψηλές τιμές του Nikkei και της γης. Το Μάιο του 1989 αυξήθηκαν τα επιτόκια. Ο Nikkei έφτασε στο ιστορικό υψηλό του στα τέλη του Δεκεμβρίου και οι τιμές των μετοχών ξεκίνησαν να πέφτουν από τον Ιανουάριο (διάγραμμα 2). Η Κυβέρνηση αύξησε τα επιτόκια 5 ακόμα φορές πριν τον Αύγουστο του 1990 προσπαθώντας να σταματήσει τη συνεχιζόμενη αύξηση των τιμών της ιδιοκτησίας. Όμως καθώς ο Nikkei συνέχιζε να πέφτει αναγκάστηκε να παρέμβει προσπαθώντας να αναζωογονήσει την αγορά και να σταματήσει την ύφεση. Καθ' όλη τη δεκαετία του 1980, η Ιαπωνία είχε το χαμηλότερο ρυθμό ανάπτυξης από οποιαδήποτε άλλη μεγάλη βιομηχανική χώρα.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2
NIKKEI 225 STOCK AVERAGE
1950-2006



πηγή: Datastream

§ Black Monday- the Stock Market Crash of 1987

Το χρηματιστηριακό κραχ του 1987 αποτέλεσε τη μεγαλύτερη πτώση του χρηματιστηρίου σε περίοδο μιας ημέρας. Ο Dow Jones έχασε 22,6% της αξίας του ή \$500 δις δολάρια στις 19 Οκτωβρίου 1987! Το 1986 και το 1987 ήταν χρονιές ορόσημο για την χρηματιστηριακή αγορά. Αυτά τα χρόνια ήταν η επέκταση μιας ιδιαίτερα ανοδικής αγοράς που ξεκίνησε το καλοκαίρι του 1982. Η ανοδική αγορά υποκινήθηκε από εχθρικές εξαγορές, μοχλευμένες εξαγορές και συγχωνεύσεις. Η φιλοσοφία της εποχής ήταν ότι οι εταιρείες θα αυξηθούν εκθετικά εάν απλά αγόραζαν συνεχώς άλλες εταιρείες. Οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές ήταν μια βιομηχανία με μεγάλη ανάπτυξη και οι άνθρωποι άρχισαν να τους βλέπουν σαν ένα επαναστατικό εργαλείο που θα αλλάξει τον τρόπο ζωής τους και θα δημιουργήσει ευκαιρίες κέρδους. Οι επενδυτές διακατέχονταν από μια «μεταδοτική» αισιοδοξία, όμοια με αυτήν που παρουσιάζεται σε κάθε χρηματιστηριακή κρίση στην ιστορία.

Στις αρχές του 1987, η αμερικάνικη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μετά από μια σειρά ερευνών εντόπισε παράνομες εσωτερικές συναλλαγές (insider trading) γεγονός που ανησύχησε τους επενδυτές. Επιπλέον, λόγω της ιδιαίτερα υψηλής οικονομικής ανάπτυξης ο πληθωρισμός αποτελούσε πλέον απειλή. Το Fed αύξησε γρήγορα τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια για να αντιμετωπίσει τις πληθωριστικές πιέσεις. Αυτή η ενέργεια δυστυχώς έβλαψε τις μετοχές. Πολλοί θεσμικοί επενδυτές χρησιμοποίησαν ασφάλιση χαρτοφυλακίου (portfolio insurance) μια πρακτική που χρησιμοποιεί συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures contracts) σαν προστασία από την πτώση των χρηματιστηριακών τιμών, αντισταθμίζοντας τις απώλειες από τους μετοχικούς τίτλους. Με την άνοδο των επιτοκίων πολλοί θεσμικοί χρησιμοποίησαν αυτήν την προστασία την ίδια χρονική στιγμή προκαλώντας αστάθεια στην αγορά των futures ενώ παράλληλα όλοι οι κάτοχοι μετοχών ήθελαν να απαλλαγούν από τις μετοχές τους. Η αγορά δεν μπορούσε να χειριστεί τόσες πολλές εντολές. Μέσα σε μια ημέρα \$500 δις έφυγαν από τον Dow Jones. Οι επενδυτές άρχισαν να πουλούν χωρίς στην πραγματικότητα να γνωρίζουν το λόγο, απλά επειδή και οι υπόλοιποι πουλούσαν. Αρκετοί brokers έχασαν ακόμα και τη ζωή τους από την ξέφρενη συμπεριφορά των πελατών τους, οι οποίοι επιθυμούσαν απεγνωσμένα να απαλλαγούν από τις μετοχές τους. Αυτή η παράλογη συμπεριφορά οδήγησε στη μεγάλη χρηματιστηριακή κρίση. Οι περισσότερες χρηματιστηριακές αγορές και αγορές futures έκλεισαν για την ημέρα. Σε αυτό ακριβώς το σημείο παρενέβη το Fed, μειώνοντας τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια για να αποτρέψει την ύφεση και μια κρίση στο τραπεζικό σύστημα. Τα επιτόκια ξανά αυξήθηκαν σύντομα και η χρηματιστηριακή αγορά ανέκαμψε σχετικά γρήγορα, καθώς οι εταιρείες έσπευσαν να ξανά αγοράσουν τις υποτιμημένες μετοχές τους.

Στο διάγραμμα 3 παρουσιάζεται η πορεία του χρηματιστηριακού δείκτη Dow Jones για την δεκαετία 1980, με αναφορά των σημαντικότερων πολιτικών και οικονομικών γεγονότων της εξεταζόμενης περιόδου.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3



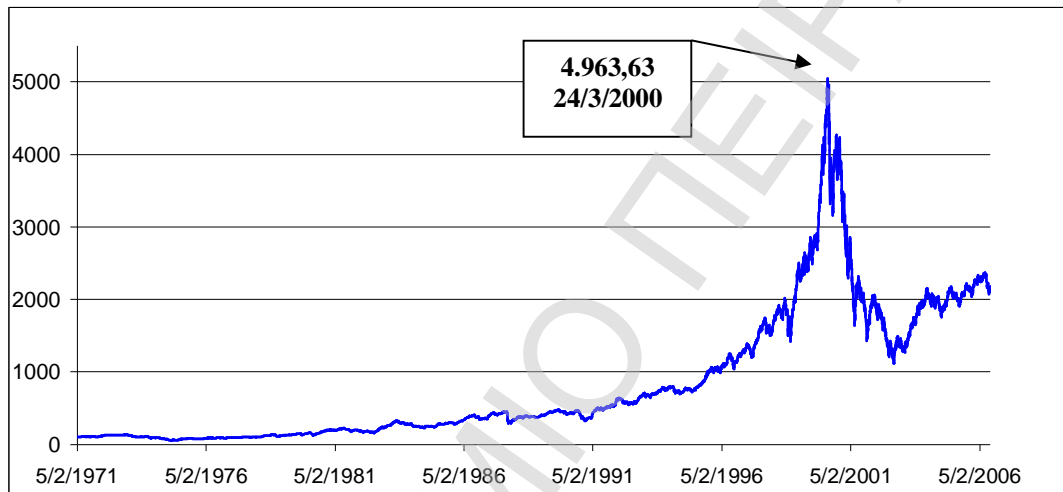
πηγή: www.dowjones.com

§ The Internet Bubble or the "dot-com bubble" of the late 1990's

Το Internet Bubble αποτελεί ένα κερδοσκοπικό bubble που κάλυψε την περίοδο 1997-2001. Η εντυπωσιακή άνοδος της χρηματιστηριακής αγοράς προήλθε από τη ραγδαία ανάπτυξη του Internet και των σχετικών κλάδων. Η περίοδος χαρακτηρίζεται από την ίδρυση εταιρειών που σχετίζονται με το Internet γνωστές ως «dot-coms». Οι καταναλωτές έγιναν πλουσιότεροι καθώς τα μετοχικά τους χαρτοφυλάκια υπερτιμήθηκαν. Το γνωστό «wealth effect» οδήγησε στη σημαντική αύξηση των καταναλωτικών δαπανών, οι οποίες αναλογούν περίπου στα δύο τρίτα του ΑΕΠ των ΗΠΑ. Η γρήγορη αύξηση των χρηματιστηριακών τιμών οδήγησε στην αύξηση των επιχειρηματικών επενδύσεων μειώνοντας το κόστος κεφαλαίου για τις εταιρείες. Το Μάρτιο του 2000, η μακροβιότερη ανοδική αγορά στις ΗΠΑ έφτασε στο τέλος της και οι χρηματιστηριακές τιμές πολλών εταιρειών έπεσαν κατακόρυφα. Περίπου \$8 τρις χρηματιστηριακού πλούτου εξαφανίσθηκαν. Ο χρηματιστηριακός δείκτης NASDAQ

Composite, ο οποίος περιλαμβάνει πολλές τεχνολογικές μετοχές έφθασε στο υψηλότερο σημείο του τον Μάρτιο του 2000, όπως φαίνεται στο διάγραμμα 4.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4
NASDAQ COMPOSITE INDEX
1971-2006

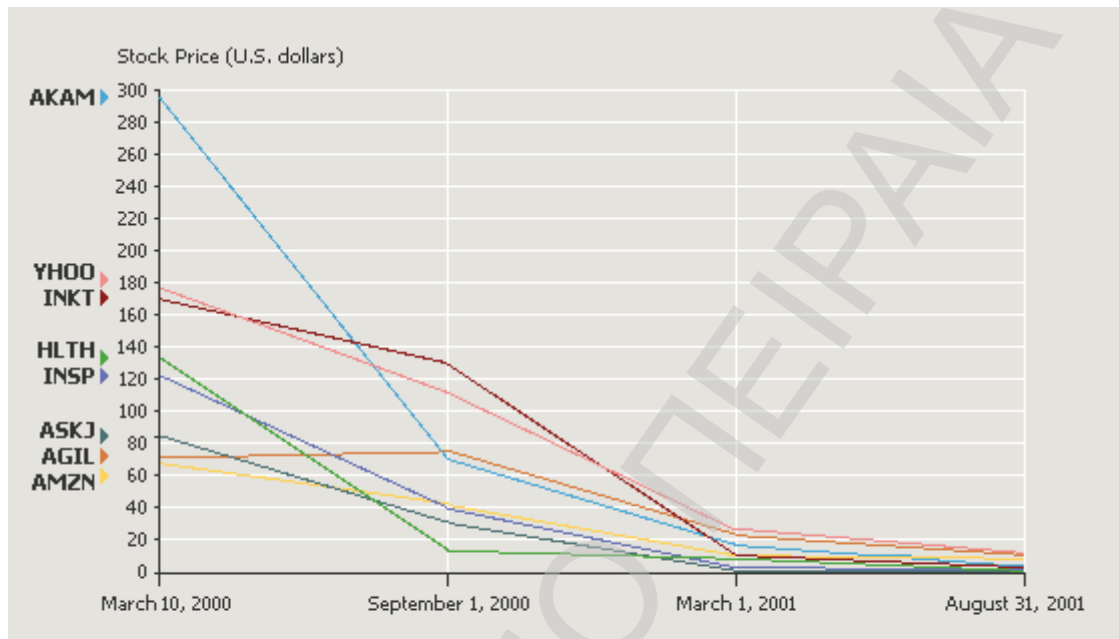


πηγή: Datastream

Παρά το γεγονός ότι οι εταιρείες που σχετίζονταν με το Internet υπέστησαν την μεγαλύτερη πτώση, επηρεάστηκε το σύνολο της χρηματιστηριακής αγοράς, η οποία οδηγήθηκε σε μια μακρά περίοδο χαμηλών τιμών. Στο διάγραμμα 5 φαίνεται η επίδοση των μετοχών επιλεγμένων εταιρειών μετά την κρίση μέχρι και τον Αύγουστο του 2001.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5

Η χρηματιστηριακή πορεία των dot-coms



		highest stock price		highest stock price	
Agile Software	AGIL	\$217.23	InfoSpace.com	INSP	\$130.53
Akamai Technology	AKAM	\$327.63	Inktomi	INKT	\$231.63
Amazon.com	AMZN	\$106.69	WebMD	HLTH	\$172.00
AskJeeves	ASKJ	\$186.00	Yahoo!	YHOO	\$432.69

πηγή: msn.encarta

Κεφάλαιο 2ο

Η Αποτελεσματικότητα των Αγορών

2.1. Η Αποτελεσματικότητα των Αγορών

Οι οικονομολόγοι προσπάθησαν να κατανοήσουν τις κεφαλαιαγορές χρησιμοποιώντας μοντέλα στα οποία όλοι οι συμμετέχοντες στην αγορά - επενδυτές, διαχειριστές και άλλοι - λειτουργούν με ορθολογικό τρόπο: επεξεργάζονται όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες σωστά όταν κάνουν προβλέψεις σχετικά με το μέλλον και έχουν συγκεκριμένους στόχους.

Η πιο γνωστή από τις παραπάνω προσεγγίσεις είναι η Υπόθεση των Αποτελεσματικών Αγορών, σύμφωνα με την οποία η τιμή κάθε περιουσιακού στοιχείου αντανακλά την θεμελιώδη αξία του υπολογισμένη ως εξής: εκτιμώνται οι πιο πιθανές μελλοντικές ταμειακές ροές και προεξοφλούνται χρησιμοποιώντας ένα επιτόκιο ανάλογο με το βαθμό κινδύνου τους (Fama, 1970). Είναι προφανές γιατί αυτή η υπόθεση εμφανίστηκε ως μια πρόβλεψη της ορθολογικής προσέγγισης των κεφαλαιαγορών: εάν οι επενδυτές είναι ορθολογικοί, θα κάνουν την καλύτερη δυνατή χρήση της διαθέσιμης πληροφόρησης όταν προβλέπουν τις ταμειακές ροές και όταν τις προεξοφλούν με το κατάλληλο επιτόκιο ανάλογο με το βαθμό κινδύνου.

Η Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς έχει να κάνει με την πληροφορία και τον τρόπο που αυτή ενσωματώνεται από τους ανταγωνιζόμενους επενδυτές στις χρηματιστηριακές τιμές.

Οι προϋποθέσεις ύπαρξης μιας αποτελεσματικής αγοράς έχουν ως ακολούθως:

1. Υπάρχουν πολλοί έξυπνοι, λογικοί, πληροφορημένοι συμμετέχοντες οι οποίοι - ο καθένας ανεξάρτητα από τον άλλο - αναλύουν και αποτιμούν μετοχές.
2. Κάθε νέα πληροφορία για μία εταιρία ή μετοχή της, εμφανίζεται στην αγορά εντελώς τυχαία και ανεξάρτητα από άλλα γεγονότα και διαχέεται ταυτόχρονα.
3. Το κόστος της πληροφορίας είναι είτε μηδενικό είτε το ίδιο για όλους.
4. Οι επενδυτές στη προσπάθειά τους να αγοράσουν μετοχές χαμηλά και να τις πουλήσουν υψηλά, ενσωματώνουν πλήρως και άμεσα τις πληροφορίες για τις χρηματιστηριακές τιμές, μέσω κινήσεων αγοραπωλησιών.
5. Η τιμή της μετοχής δε πρέπει να επηρεάζεται από έναν ή από ομάδα επενδυτών.

Οι παραπάνω προϋποθέσεις είναι ικανές αλλά όχι αναγκαίες και οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι τιμές των μετοχών πρέπει να κινούνται εντελώς τυχαία και ανεξάρτητα από την εμφάνιση οποιουδήποτε γεγονότος που αφορά τις εισηγμένες εταιρίες. Στην πραγματικότητα όμως κάτι τέτοιο δεν ισχύει ούτε σε απόλυτους ούτε σε συγκριτικούς όρους (Frankfurter, George M. & McGoun, Elton, (2000), Van der Sar Nico (2004)). Επίσης, μία αποτελεσματική αγορά προϋποθέτει ότι ένας πολύ μεγάλος αριθμός επενδυτών παρακολουθεί και αναλύει την κάθε μετοχή, με αποτέλεσμα όταν η τιμή της τελευταίας προσαρμόζεται *αυτόματα* σε κάθε νέα πληροφορία, αυτό να γίνεται από ένα διαρκώς μεγαλύτερο αριθμό συμμετεχόντων. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των επενδυτών που συμμετέχουν σε μία αγορά και *προσαρμόζουν* έμμεσα τις τιμές των μετοχών της, τόσο πιο αποτελεσματική θεωρείται η εν λόγω αγορά. Ωστόσο επισημαίνεται το γεγονός ότι ανά πάσα στιγμή, οι τιμές των μετοχών πρέπει να αντανακλούν όχι μόνο όλη τη διαθέσιμη προς το επενδυτικό κοινό πληροφόρηση αλλά και τον επενδυτικό κίνδυνο που εμπεριέχει η τοποθέτηση κεφαλαίων στο Χρηματιστήριο.

Σε μια αποτελεσματική χρηματιστηριακή αγορά, η τρέχουσα τιμή ενός αξιογράφου ή μιας μετοχής αντανακλά όλη τη νέα πληροφόρηση γύρω από αυτή, αφού

η τιμή της προσαρμόζεται γρήγορα και σωστά σε κάθε νέα πληροφορία. Ακολουθώντας αυτό το προσδιορισμό μπορούμε να οδηγηθούμε στο συμπέρασμα ότι σε αυτές τις αγορές καθώς οι τιμές των μετοχών με ακρίβεια αντανακλούν την πραγματική οικονομική τους αξία, δεν παρουσιάζονται υποτιμημένες και υπερτιμημένες μετοχές. Όμως η Θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών αναπτύχθηκε κάτω από την υπόθεση ότι όλοι οι συμμετέχοντες στις κεφαλαιαγορές είναι ιδιαίτερα ορθολογικοί (rational investors) και γι' αυτό το λόγο πέρα από την ισχυρή της μορφή περιλαμβάνει τόσο την μέτρια όσο και την αδύνατη μορφή αποτελεσματικότητας (Roberts, 1967 – Fama, 1970).

Η Υπόθεση των Αποτελεσματικών Αγορών δεν ισχυρίζεται ότι όλοι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί αλλά ισχυρίζεται ότι οι αγορές είναι ορθολογικές.

Ο Statman (1999) αναφέρεται στη διπλή ερμηνεία της αποτελεσματικής χρησιμότητας. Η πρώτη αναφέρεται στο ότι οι επενδυτές δε μπορούν συστηματικά να επιτυγχάνουν υπερ αποδόσεις. Η πτυχή αυτή ενισχύεται και από εμπειρικά στοιχεία σχετικά με την απόδοση των εξειδικευμένων επαγγελματιών διαχειριστών κεφαλαίων. Στατιστικά έχει αποδειχθεί ότι οι διαχειριστές Αμοιβαίων Κεφαλαίων επιτυγχάνουν αποδόσεις κατώτερες από ό,τι με τη χρήση Στρατηγικών Παθητικής Διαχείρισης Κεφαλαίων. Η δεύτερη ερμηνεία της Υπόθεσης των Αποτελεσματικών Αγορών έχει να κάνει με το γεγονός ότι οι τιμές θεωρούνται ορθολογικές. Σύμφωνα με τον Statman, οι ορθολογικές τιμές αντικατοπτρίζουν χαρακτηριστικά χρησιμότητας και όχι απεικόνισης της αξίας των μετοχών, όπως το συναίσθημα των επενδυτών για αυτές. Υποστηρίζει ότι η αποδοχή της θεωρίας των Αποτελεσματικών Αγορών μπορεί να γίνει δεκτή σχετικά με την συστηματική υπερ απόδοση έναντι της μέσης απόδοσης της αγοράς αλλά και να απορριφθεί στο περιεχόμενο της ορθολογικής τιμολόγησης των χρηματοοικονομικών προϊόντων. Στο απορριπτικό μέρος της ΥΑΑ, ο Statman προτείνει τη Συμπεριφορική Θεωρία Τιμολόγησης Χρηματοοικονομικών Προϊόντων (Behavioral Asset Pricing Theory). Σύμφωνα με αυτή, δύο διαφορετικές ομάδες συμμετέχουν στην αγορά. Η μία αποτελείται από τους ενημερωμένους επενδυτές ενώ η άλλη από μη ενημερωμένους. Οι

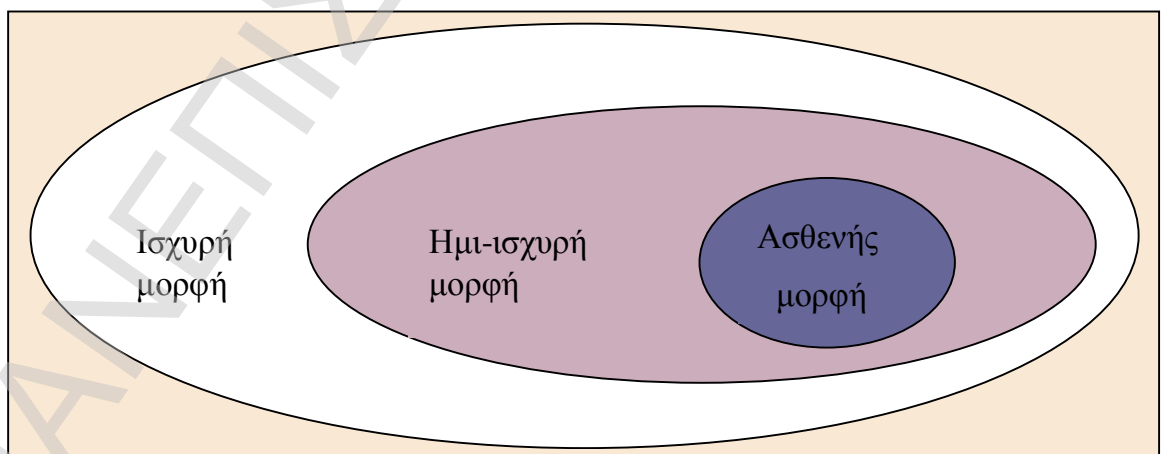
ενημερωμένοι δεν επηρεάζονται από λάθη που προέρχονται από τη γνωστική ψυχολογία και επηρεάζουν τις πεποιθήσεις των επενδυτών πάντα με γνώμονα το βέλτιστο συνδυασμό απόδοσης – ρίσκου των χρηματοοικονομικών προϊόντων. Από την άλλη μεριά, οι μη ενημερωμένοι υποπίπτουν σε συστηματικά λάθη και αναλαμβάνουν επενδύσεις με μη βέλτιστο λόγο απόδοσης – ρίσκου.

2.2. Οι Μορφές της Αποτελεσματικότητας των Αγορών

Ο E. Fama (1970) με βάση τα σύνολα πληροφοριών που χρησιμοποιούμε κάθε φορά για να προβλέψουμε τις χρηματιστηριακές τιμές, όρισε τρία είδη αποτελεσματικής αγοράς: την ισχυρώς αποτελεσματική, την ημι ισχυρώς και την ασθενώς αποτελεσματική.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6

ΜΟΡΦΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ



Η ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας (*strong form efficient*) αφορά στην υπόθεση ότι οι τιμές στην αγορά αντικατοπτρίζουν την ευφυΐα των πολλών συμμετεχόντων που όμως λειτουργούν ανεξάρτητα και κατά συνέπεια απεικονίζουν την πραγματικότητα καλύτερα από ό,τι ο κάθε ένας που συμμετέχει ατομικά. Άρα η χρηματιστηριακή αποτίμηση ενός αξιόγραφου είναι η καλύτερη εκτίμηση της πραγματικής του αξίας. Έτσι η χρηματιστηριακή αγορά δεν είναι παρά ένας χώρος όπου πολλοί ορθολογικοί και με στόχο τη μεγιστοποίηση του κέρδους επενδυτές, με σχεδόν την ίδια δυνατότητα πρόσβασης στην πληροφόρηση, ανταγωνίζονται στην πρόβλεψη των μελλοντικών τιμών. Η αγορά αντιδρά τόσο άμεσα όσο και σωστά στις νέες πληροφορίες με την σειρά που αυτές εμφανίζονται. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα κανείς επενδυτής να μη μπορεί να κερδίσει από τις συγκεκριμένες πληροφορίες. Ένας επενδυτής δεν μπορεί να φέρει καλύτερα αποτελέσματα από την αγορά χρησιμοποιώντας δημόσια διαθέσιμες πληροφορίες. Αν κάτι τέτοιο συμβεί είναι αποτέλεσμα απλής τύχης. Η ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας προεκτείνει την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών, στις οποίες οι τιμές προσαρμόζονται γρήγορα σε κάθε νέα πληροφορία που βλέπει το φως της δημοσιότητας και στην οποία όλη η πληροφόρηση είναι διαθέσιμη σε όλους στον ίδιο ακριβώς χρόνο. Σύμφωνα με τον Fama (1991), οι επενδυτές εντάσσονται σε 3 κατηγορίες, αυτούς που έχουν πρόσβαση σε εσωτερικές πληροφορίες, στους αναλυτές των μετοχών και στους επαγγελματίες διαχειριστές χαρτοφυλακίων. Η πρώτη κατηγορία είναι δυνατόν να αποκομίσει υπερ αποδόσεις (θεωρητικά) εκμεταλλευόμενοι την πληροφόρηση που δεν έχουν οι άλλες δυο κατηγορίες. Ειδικότερα, αν και σε πλεονεκτική θέση είναι εκείνοι που διαχειρίζονται *pension* και *mutual funds*, εντούτοις δεν αποκομίζουν υπερ αποδόσεις όσο αρχικά είχε διαφανεί. Οι αποδόσεις των *funds* αυτών δεν είναι τόσο εντυπωσιακές συγκρινόμενες με τις αποδόσεις ομολόγων και μετοχών.

Η ημι-ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας (*semistrong efficient*) υποστηρίζει ότι οι τιμές των αξιόγραφων προσαρμόζονται γρήγορα στις νέες πληροφορίες που

διαχέονται δημόσια. Αυτό σημαίνει ότι οι τρέχουσες τιμές των μετοχών αντικατοπτρίζουν πλήρως όλες τις δημόσιες πληροφορίες όπως είναι οι ισολογισμοί, ώστε να μη μπορούν να χρησιμοποιηθούν από επενδυτές και αναλυτές για την πρόβλεψη μελλοντικής πορείας της τιμής και συνεπώς υπερ αποδόσεων. Στις δημόσιες πληροφορίες περιλαμβάνονται επίσης και όλες εκείνες που δεν δίνονται άμεσα από την αγορά, όπως είναι οι ανακοινώσεις κερδών και μερισμάτων, ο λόγος τιμής προς κέρδη, η μερισματική απόδοση και όλοι οι άλλοι δημόσια διαθέσιμοι χρηματοοικονομικοί δείκτες αλλά και νέα γύρω από το πολιτικό περιβάλλον και την οικονομία. Η υπόθεση υπονοεί ότι οι επενδυτές, των οποίων οι αποφάσεις βασίζονται στις σημαντικές νέες δημοσιευμένες πληροφορίες, δεν θα έπρεπε να επιτυγχάνουν κέρδη άνω του μέσου όρου από τις συναλλαγές τους καθώς οι τιμές των μετοχών αντικατοπτρίζουν ήδη όλες αυτές τις πληροφορίες. Για τον έλεγχο της ημι-ισχυρής μορφής αποτελεσματικότητας διενεργούνται *event studies* με αντικείμενο τη μελέτη της συμπεριφοράς της τιμής γύρω από ένα γεγονός το οποίο απομονώνεται γιατί θεωρείται σημαντικό και ικανό να επηρεάσει τις τιμές του αξιογράφου.

Η τιμή της μετοχής αντιδρά αποτελεσματικά σε ένα θετικό νέο το οποίο εισέρχεται στην αγορά. Από ένα σημείο ισορροπίας η τιμή της μετοχής κινείται σε ένα υψηλότερο νέο σημείο ισορροπίας αφομοιώνοντας την πληροφορία και μία νέα *fair value*. Με την έλευση μίας ακόμα νεότερης πληροφορίας η τιμή της μετοχής θα κινηθεί είτε ανοδικά αφομοιώνοντας το θετικό νέο είτε πτωτικά σε περίπτωση αρνητικού νέου. Οι αντιδράσεις των επενδυτών δεν είναι πάντα ίδιες στο άκουσμα των νέων πληροφοριών. Παρατηρείται το φαινόμενο της υπερ αντίδρασης (*over reaction*) ή και το αντίθετο της υπο αντίδρασης (*under reaction*). Οι έντονες αντιδράσεις σχετίζονται και με τα καλά νέα και με τα άσχημα (De Bondt and Thaler). Σε αυτές τις περιπτώσεις οι επενδυτές μπορούν να πετύχουν υπερβάλλουσες αποδόσεις με την προπώληση (*short sale*). Σε μια αγορά που παρατηρούνται υπερ αντιδράσεις και σε περίπτωση θετικών νέων, ο ενημερωμένος επενδυτής επιμένει μέχρι η τιμή να ανέβει σε ένα πολύ υψηλό

σημείο προκειμένου να προχωρήσει σε προπώληση. Όταν η ενημέρωση φθάσει και σε υπόλοιπους επενδυτές, προχωρούν σε πωλήσεις ώστε να καταγράψουν κέρδη κι έτσι ρίχνουν την τιμή χαμηλότερα. Σε αυτό το σημείο παρεμβαίνει ο επενδυτής και αγοράζει λαμβάνοντας ως κέρδος τη διαφορά μεταξύ τιμής πώλησης και την τιμή αγοράς. Επίσης, ο επενδυτής μπορεί να επιτύχει υπερ αποδόσεις αν οι υπόλοιποι επενδυτές υπερ αντιδρούν σε αρνητικές πληροφορίες, με συνέπεια τη μείωση της τιμής της μετοχής.

Σε επικείμενα *split* της μετοχής, η αγορά αντιδρά αποτελεσματικά. Σε μελέτες αποδόσεων μετοχών 30 μήνες πριν και 30 μήνες μετά από *split* μετοχών στις ΗΠΑ, διαπιστώθηκαν θετικές αποδόσεις πριν τη διενέργεια του *split* της μετοχής ενώ μετά το *split* δεν υπήρξαν θετικές αποδόσεις. Αυτό δείχνει ότι προεξοφλήθηκε στην τιμή της μετοχής το επικείμενο *split* και δεν υπήρξε υπερβολική αντίδραση. Η Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς είναι σε ισχύ σε αυτή τη περίπτωση καθώς δε παρατηρήθηκαν υπερ ή υπο αντιδράσεις με τις ανακοινώσεις περί διάσπασης της τιμής της μετοχής.

Η ασθενής μορφή αποτελεσματικότητας (*weakform efficient*) είναι συνδεδεμένη με την έννοια του τυχαίου περιπάτου. Επισημαίνει ότι οι τιμές δεν έχουν μνήμη και το τι έγινε την προηγούμενη μέρα είναι ανεξάρτητο από την επόμενη. Αυτό σημαίνει ότι η καταγραφή των ιστορικών τιμών δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί στην πρόβλεψη των μελλοντικών τιμών με αποτέλεσμα να μην είναι δυνατόν να επιτευχθεί χρονισμός της αγοράς. Οι συμμετέχοντες δραστηριοποιούμενοι σε διάφορους χρόνους κάνουν την τιμή ενός αξιόγραφου να κινείται τυχαία γύρω από το επίπεδο ισορροπίας. Αυτό το βέλτιστο επίπεδο ισορροπίας θα αλλάζει με την πάροδο του χρόνου, σε ανταπόκριση των νέων πληροφοριών όπως αυτές παρουσιάζονται σποραδικά. Κανένας δεν είναι σε θέση να γνωρίζει τα νέα θετικά ή αρνητικά δεδομένα που θα δουν το φως της δημοσιότητας, αν θα επιδράσουν στο σύνολο της αγοράς ή θα αφορούν μόνο μια συγκεκριμένη αξία.

Έχει παρατηρηθεί ότι υπάρχει η δυνατότητα επίτευξης κερδών πέραν του κανονικού με τη χρήση ιστορικών στοιχείων και αριθμοδεικτών μιας εταιρίας, όπως ο λόγος χρηματιστηριακή αξία προς λογιστική αξία (market value / book value). Μετά από σειρά ερευνών, παρατηρήθηκε ότι οι μετοχές ενός χαρτοφυλακίου με υψηλό MV / BV παρουσιάζουν μέση ετήσια διαφορά απόδοσης από ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών με χαμηλό MV / BV περίπου 8%. Ο δείκτης αυτός σε συνάρτηση με το μέγεθος της εταιρίας επιτρέπει προβλεψιμότητα σε μελλοντικές αποδόσεις αν και έχουν παρατηρηθεί υπερ αποδόσεις που δεν δικαιολογούνται ως αμοιβή για τον αναληφθέντα επενδυτικό κίνδυνο.

Ο Basu (1977) μελέτησε 753 μετοχές στο NYSE και διαπίστωσε ότι χαρτοφυλάκια με χαμηλό P/E παρουσιάζουν κατά μέσο όρο υψηλότερες αποδόσεις από χαρτοφυλάκια με υψηλό P/E, ανεξάρτητα τον επενδυτικό κίνδυνο και σχετίζονται θετικά με το λόγο Earnings / Price των εταιριών. Οι εταιρίες με χαμηλό λόγο P/E απέδωσαν υψηλότερα κατά την περίοδο που ερευνήθηκε 1957-1971. Ανάλογα ήταν τα συμπεράσματα του Dreman (1979). Τα συμπεράσματα αυτά είναι αντίθετα με την έννοια της αποτελεσματικής αγοράς.

Εάν μια αγορά είναι ισχυρώς αποτελεσματική είναι και ημι-ισχυρώς και ασθενώς. Το αντίθετο όμως δεν ισχύει. Δύο εργαλεία για τον έλεγχο αποτελεσματικότητας μιας αγοράς είναι η *τεχνική* και η *θεμελιώδης* ανάλυση.

Η *τεχνική ανάλυση* ασχολείται με τη μελέτη των πράξεων της αγοράς σε αντίθεση από τη μελέτη των θεμελιωδών παραγόντων από τους οποίους εξαρτάται η αγορά (Ziolonka Piotr, 2004). Οι χρηματιστηριακές τιμές αντικατοπτρίζουν όχι μόνο τις διαφορές στις απόψεις των οικονομικών αναλυτών τις οποίες βασίζουν σε ανάλυση οικονομικών παραγόντων, αλλά επίσης τις ελπίδες, τους φόβους, τις εκτιμήσεις και τις διαθέσεις, λογικές ή όχι, των αγοραστών και των πωλητών μετοχών. Οι παράγοντες αυτοί συντίθενται, σταθμίζονται και τελικά εκφράζονται σε έναν αριθμό: τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής. Με βάση τη χρηματιστηριακή τιμή οι αγοραστής και οι πωλητές έρχονται σε επαφή και κάνουν πράξεις αγοράς και πώλησης. Η *τεχνική*

ανάλυση (chartist theory) λοιπόν είναι η μελέτη των χρηματιστηριακών τιμών με τη χρήση στατιστικών τεχνικών ή ακόμα και με την οπτική παρατήρηση γραφικών παραστάσεων με σκοπό την πρόβλεψη των μελλοντικών τιμών της αγοράς, εφόσον παρακολουθώντας την διαμόρφωση των τιμών έχουμε μια συνολική εικόνα των παραγόντων που επηρεάζουν την αγορά (patterns). Σύμφωνα με την τεχνική ανάλυση, ένας αναλυτής μπορεί να διαβάσει ένα διάγραμμα τιμών μιας μετοχής την οποία ούτε καν γνωρίζει ποια είναι και να εξάγει συμπεράσματα για αγορά ή πώληση, εφόσον τα στοιχεία των χρηματιστηριακών τιμών είναι ακριβή και καλύπτουν μια αρκετά μεγάλη περίοδο ώστε να του επιτρέπεται η μελέτη της μετοχής. Οι βασικές μεταβλητές στις οποίες στηρίζεται η τεχνική ανάλυση είναι οι τιμές των μετοχών και ο όγκος των συναλλαγών.

Ο William Peter Hamilton, εκδότης μετά τον Dow, υποστήριξε ότι οι μετοχές των μετοχών είναι δυνατόν από μόνες τους να δώσουν επαρκείς για την πορεία τους πληροφορίες. Οι επενδυτικές του προτάσεις δεν βρήκαν σύμφωνο τον Cowles (1993) που τον επέκρινε καθώς μόλις το 50% των συστάσεων του Hamilton αποδείχτηκαν εκ των υστέρων ορθές. Ο Cowles δημοσίευσε μια ανάλυση πολλών επενδυτικών επιλογών από επαγγελματίες διαχειριστές κεφαλαίων (1993). Συγκέντρωσε τη μέση απόδοση 16 εταιριών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών η οποία αποδείχτηκε κατώτερη της μέσης απόδοσης μιας κοινής μετοχής κατά 1,43 % το χρόνο. Επίσης, η μέση απόδοση 25 εταιριών ασφαλιστικών προϊόντων ήταν χειρότερη από τη μέση απόδοση του γενικού δείκτη τιμών κατά 1,20% το χρόνο.

Σύμφωνα με τη *θεμελιώδη ανάλυση* κάθε μετοχή έχει μια αντικειμενική αξία που ονομάζεται *εσωτερική αξία* (intrinsic value). Αυτή η αξία είναι που ισορροπεί στην αγορά η τιμή της μετοχής της εταιρίας. Στην χρηματιστηριακή αγορά η αξία αυτή ονομάζεται *δίκαιη τιμή αγοράς* (fair market value).

Σε μια ασθενώς αποτελεσματική αγορά, η χρήση τεχνικής ανάλυσης η οποία εξετάζει τη πορεία των τιμών, δεν αποφέρει κέρδη ενώ αντίστοιχα σε μια ημι-ισχυρή αγορά η χρήση θεμελιώδους ανάλυσης δεν αποφέρει κέρδη. Η έρευνα σχετικών

υποδειγμάτων έδειξε ότι οι χρηματιστηριακές αγορές είναι απρόβλεπτες χωρίς αυτό να σημαίνει ότι η ανάλυση πληροφοριών δεν δύναται να αποφέρει κέρδη.

Οι μορφές της Αποτελεσματικότητας της Αγοράς, μας οδηγεί σε ορισμένα συμπεράσματα που αφορούν τους επενδυτές αλλά και τις εταιρείες, των οποίων ο τίτλοι διαπραγματεύονται στις διεθνείς αγορές. Παρακάτω αναπτύσσονται ορισμένα συμπεράσματα αναφορικά με τα συμπεράσματα της διεθνούς βιβλιογραφίας για την Υπόθεση των Αποτελεσματικών Αγορών.

Οι επενδυτές:

- Δεν μπορούν να επιτύχουν υπερκέρδη από την απλή παρατήρηση των τιμών των μετοχών
- Η απόδοση στα χαρτοφυλάκιά τους είναι συνάρτηση του κινδύνου που αναλαμβάνουν, δηλ. οι επενδύσεις με υψηλότερο κίνδυνο, επιφέρουν υψηλότερες αποδόσεις.
- Οι επενδυτικοί σύμβουλοι δεν προσθέτουν καμία προστιθέμενη αξία στις αποδόσεις τους.
- Η ύπαρξη και οι αναλύσεις των ειδικών συμβάλλουν στην αποτελεσματικότητα των αγορών

Οι εταιρείες:

- Οι ιθύνοντες των εταιρειών πρέπει να εμπιστεύονται τις τιμές της μετοχής της εταιρείας τους, γιατί είναι η «δίκαιη»
- Οι τιμές που διαμορφώνονται στη χρηματιστηριακή αγορά αποτελούν την καλύτερη εκτίμηση για την αξία της εταιρείας.

Η Υπόθεση των Αποτελεσματικών Αγορών, παρά το γεγονός ότι δέχεται ισχυρή αμφισβήτηση, από τους εισηγητές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής και τη

σαφή υπεροχή του Behavioral Finance από τους εμπειρικούς της αγοράς, αλλά και από ερευνητές που έχουν εντοπίσει μια πληθώρα ατελειών στην «Αποτελεσματική» λειτουργία των χρηματοοικονομικών αγορών.

2.3. Οι Ατέλειες των Αποτελεσματικών Αγορών

Όπως αναφέρθηκε στις προηγούμενες παραγράφους, οι τιμές για τα περιουσιακά στοιχεία σε μια αποτελεσματική αγορά αντικατοπτρίζουν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες, με δεδομένο ότι οι επενδυτές ενεργούν ορθολογικά. Εν ολίγοις, οι τιμές που διαμορφώνονται είναι οι «δίκαιες τιμές». Ωστόσο, στην εμπειρική βιβλιογραφία, έχουν παρατηρηθεί ορισμένα φαινόμενα που συσχετίζονται με συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα στη διάρκεια του έτους, με ορισμένες ημέρες της εβδομάδας, με το μέγεθος των εταιρειών κ.α. που έχουν χαρακτηριστεί ως «Ανωμαλίες των Αγορών» και φαίνονται να επηρεάζουν τις αποδόσεις των αγορών και μετοχών. Οι ανωμαλίες αυτές είναι ημερολογιακά φαινόμενα (calendar effects), όπως το «φαινόμενο του Ιανουαρίου», «το φαινόμενο της Δευτέρας» κ.α. ή ανωμαλίες των αγορών, όπως το «μέγεθος των εταιρειών» (size effect).

2.3.1. Το Φαινόμενο του Ιανουαρίου

Σύμφωνα με την εμπειρική βιβλιογραφία, το μήνα Ιανουάριο σε πολλές διεθνείς χρηματιστηριακές συμπεριλαμβανομένων των Η.Π.Α., του Ην. Βασιλείου, της Γερμανίας, της Ελλάδας και πολλών άλλων, παρατηρούνται αποδόσεις υψηλότερες συγκριτικά με όλους τους άλλους μήνες του έτους. Το φαινόμενο αυτό παρατηρείται

εντονότερα στις εταιρείες μικρού μεγέθους (small size). Οι πιθανές εξηγήσεις του φαινομένου φαίνονται να είναι ψυχολογικοί παράγοντες και λόγοι που αφορούν τα χαρτοφυλάκια των θεσμικών επενδυτών. Για να δοθεί μια απάντηση στο ερώτημα για την ύπαρξη εποχικότητας στις αποδόσεις των χρηματιστηρίων, χρησιμοποιούνται μηνιαίες αποδόσεις τόσο ονομαστικές όσο και πραγματικές για τις χρηματιστηριακές αγορές, σε υποδείγματα που χρησιμοποιούν 12 ερμηνευτικές μεταβλητές – ψευδομεταβλητές, που η κάθε μια αντιπροσωπεύει κάθε μήνα του έτους. Για το Ελληνικό Χρηματιστήριο φαίνεται ότι οι μήνες που παρουσιάζουν σημαντικές αποδόσεις για τους επενδυτές είναι ο Ιανουάριος και ο Φεβρουάριος, ενώ σημαντικές αποδόσεις παρουσιάζει και ο μήνας Ιούλιος. Ενώ οι υπόλοιποι μήνες δεν παρουσιάζουν στατιστικά σημαντικές αποδόσεις.

Οι πιθανοί λόγοι για την εμφάνιση του φαινομένου φαίνονται να είναι:

α) Tax-Loss Selling, πολλοί επενδυτές προκαλούν απώλειες σε κάποιες επενδύσεις τους το μήνα Δεκέμβριο, ζημιώνοντας το χαρτοφυλάκιό τους, για να αντισταθμίσουν τα κέρδη τους και να μειώσουν τη φορολογία τους. Κατόπι, επαναγοράζουν τις επενδύσεις τους ή άλλες το μήνα Ιανουάριο, παρουσιάζοντας απώλειες το Δεκέμβριο και πραγματοποιώντας κεφαλαιακά κέρδη τον Ιανουάριο. Το φαινόμενο αυτό παρατηρείται σε μετοχές μικρού μεγέθους, λόγω του μικρού όγκου συναλλαγών και της υψηλότερης μεταβλητότητας που παρουσιάζουν.

β) Year-End Window Dressing: Οι επαγγελματίες διαχειριστές και οι διαχειριστές Αμοιβαίων Κεφαλαίων στο τέλος του οικονομικού έτους πωλούν τις επενδύσεις που δημιουργούν απώλειες στο χαρτοφυλάκιό τους για να μην εμφανίζουν άσχημα αποτελέσματα στις ετήσιες εκθέσεις τους. Εν συνεχεία και εφόσον εμπιστεύονται τη μελλοντική ανοδική πορεία των μετοχών αυτών τις αγοράζουν ξανά τον Ιανουάριο.

γ) Η Ψυχολογία: Οι επενδυτές συνηθίζουν να προσεγγίζουν το νέο έτος με αισιοδοξία ιδιαίτερα εάν έχει προηγηθεί μια άσχημη χρονιά.

δ) Size Effect Hypothesis: Οι επιχειρήσεις έχουν στην αρχή του έτους υψηλότερο κίνδυνο συγκριτικά με οποιαδήποτε άλλη περίοδο του έτους. Για να αντισταθμίσουν

τον κίνδυνο αυτό οι επενδυτές επιλέγουν μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης για να επιτύχουν υψηλότερες αποδόσεις.

2.3.2. Το Φαινόμενο της Δευτέρας

Στις χρηματιστηριακές αγορές συνήθως τη Δευτέρα παρουσιάζονται χαμηλότερες αποδόσεις συγκριτικά με όλες τις υπόλοιπες ημέρες της εβδομάδας, ενώ αντίθετα, την Παρασκευή παρουσιάζονται υψηλότερες αποδόσεις. Μια πιθανή εξήγηση του φαινομένου αυτού είναι ότι κατά τη διάρκεια του σαββατοκύριακου δημοσιεύονται όλες οι άσχημες ειδήσεις για τις εταιρείες για να αφομοιωθούν με περισσότερη ομαλότητα στην αγορά. Οι Agrawal και Tandom (1994) για 18 χρηματιστηριακούς δείκτες ισχυρών παγκόσμιων οικονομιών παρατήρησαν την αρνητική μέση απόδοση της Δευτέρας και τη θετική απόδοση της Παρασκευής.

Η ικανοποιητικότερη εξήγηση για την ερμηνεία του φαινομένου της Δευτέρας προέρχεται από το χώρο της Ψυχολογία των επενδυτών και εντάσσεται στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική. Οι επιχειρήσεις συνήθως ανακοινώνουν άσχημα επενδυτικά νέα το σαββατοκύριακο ενώ αντίθετα, τα καλά νέα παρουσιάζονται στο επενδυτικό κοινό αμέσως. Το γεγονός αυτό εντάσσεται στη φύση του ότι προσπαθούμε να αποκρύψουμε οτιδήποτε κακό και να προβάλλουμε οτιδήποτε καλό.

2.3.3. Το Φαινόμενο των Μικρών Εταιρειών

Το φαινόμενο του μεγέθους των εταιρειών έχει παρατηρηθεί στις χρηματιστηριακές αγορές από τις αρχές της δεκαετίας του '80. το φαινόμενο αυτό είναι γνωστό παγκοσμίως στην επιστημονική βιβλιογραφία, ως το φαινόμενο των μικρών εταιρειών. Σύμφωνα με το φαινόμενο αυτό, οι εταιρείες μικρής κεφαλαιοποίησης

παρουσιάζουν υψηλότερες αποδόσεις συγκριτικά με τις εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης.

Η επίδραση του μεγέθους των εταιρειών, όπως από μετράται από τη χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας ή κεφαλαιοποίηση, έχει τεκμηριωθεί από πολύ μεγάλο αριθμό επιστημονικών και εμπειρικών μελετών, σε πολλές χρηματιστηριακές αγορές, τόσο αναπτυγμένων οικονομιών, όσο και αναπτυσσομένων. Οι μελέτες αυτές υποστηρίζουν ότι οι αποδόσεις των εταιρειών μικρής κεφαλαιοποίησης παρουσιάζουν μακροπρόθεσμα πολύ υψηλότερες αποδόσεις συγκριτικά με τις εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Οι σαφώς υψηλότερες αποδόσεις που παρουσιάζουν οφείλονται κυρίως στο ασφάλιστρο κινδύνου που είναι μεγαλύτερο από εκείνο των εταιρειών υψηλής κεφαλαιοποίησης, διότι ενέχουν υψηλότερο κίνδυνο και μεταβλητότητα για τους επενδυτές. Ωστόσο, παρά το εύρος των εμπειρικών μελετών, για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, δεν έχει παρατηρηθεί το φαινόμενο της υψηλότερης απόδοσης των εταιρειών μικρής κεφαλαιοποίησης σε σχέση με τις εταιρείες blue chips.

Ο Fong στη μελέτη του το 1992 μελέτησε το φαινόμενο του μεγέθους των εταιρειών για το χρηματιστήριο του Λονδίνου την περίοδο 1979-1988 χρησιμοποιώντας τις μεθοδολογίες των Roll (1973) και των Blume και Stambough (1983) και τα αποτελέσματά του έδειξαν ότι οι μέσες αποδόσεις των εταιρειών μικρής κεφαλαιοποίησης είναι ευαίσθητος ως προς την κάθε στρατηγική δηλαδή της συνεχούς εξισορρόπησης και της στρατηγικής αγοράς και διακράτησης. Με τι αποδόσεις της πρώτης στρατηγικής να υπερέχουν.

Κεφάλαιο 3ο

3.1. Ο Ρόλος των Noise Traders στις χρηματιστηριακές αγορές

Η έννοια του θορύβου (*noise*) έκανε την εμφάνισή της στις διεθνείς χρηματαγορές πριν περίπου τρεις δεκαετίες. Είναι μία έννοια που ίσως αντιμετωπίζεται ακόμα με δυσπιστία καθώς δεν έχει αναπτυχθεί ιδιαίτερα. Οι συνέπειες της ύπαρξης του θορύβου στις διεθνείς αγορές καθώς επίσης, και στην διαμόρφωση των απόψεων των επενδυτών σχετικά με αυτές παραμένουν δυσνόητες.

Οι επενδυτές αντιδρούν σε πληροφορίες που δεν θα έπρεπε να επιδρούν σε χρηματιστηριακές τιμές (Roll, 1988). Ο *θορύβος* (*noise*) στις χρηματιστηριακές αγορές ορίζεται ως ένας μεγάλος αριθμός γεγονότων μη σχετικών με την οικονομική θεωρία, τα οποία δημιουργούν διακυμάνσεις στις χρηματιστηριακές τιμές πολύ περισσότερο από σημαντικά γεγονότα (F. Black 1986). Θεωρούμε συνεπώς ότι σε κάθε χρηματιστηριακή αγορά υπάρχουν οι *ορθολογικοί επενδυτές* (*smart money*) και οι *ψυχολογικά αγόμενοι επενδυτές* (*noise traders*). Οι *noisy traders* και το *smart money* συνυπάρχουν σε κάθε χρηματιστηριακή αγορά. Οι *noise traders* κάνουν συστηματικά λάθη βασιζόμενοι κυρίως στη ψυχολογία τους (Haugen, 1995). Μετά από μια περίοδο έντονης ανόδου, αισιοδοξούν, αγοράζουν μετοχές και τελικά οδηγούν τις τιμές στα ύψη. Σε περιόδους πτώσης, πωλούν βασιζόμενοι στην απαισιοδοξία τους οδηγώντας τις τιμές σε κατάρρευση. Με τις παραπάνω κινήσεις τους αποσταθεροποιούν την αγορά.

Στηριζόμενοι στην υπεραισιοδοξία τους και την εμπιστοσύνη που έχουν στις προβλέψεις τους και τις ικανότητές τους, γίνονται επιθετικοί και αναλαμβάνουν μεγάλο ρίσκο (Barber και Odean, 1999). Επειδή η ανάληψη κινδύνων αμοίβεται, οι πιθανές αποδόσεις τους θα είναι υψηλές. Συνέπεια των αρχικά υψηλών αποδόσεων που πιθανόν απολαμβάνουν, θεωρούν ότι έχουν σωστή στρατηγική και γίνονται ακόμα επιθετικότεροι στις αγορές τους. Παρασύρουν και άλλους επενδυτές (ορθολογικούς συνήθως) να τους μιμηθούν, εκτινάσσοντας τις τιμές των μετοχών ακόμα ψηλότερα (De Long, 1990).

Στην κλασική ερώτηση αν οι noise traders μπορούν να επιβιώσουν σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον μακροχρόνια, ο Friedman (1953) απάντησε αρνητικά. Η θέση του ήταν ότι συνήθως αγοράζουν σε υψηλές τιμές και πωλούν χαμηλά συγκριτικά με τους ορθολογικούς επενδυτές και μακροχρόνια χάνουν τα κεφάλαια τους. Ο Figlewski (1979) παρατήρησε ότι οι επενδυτές που έχουν παράλογα χαρτοφυλάκια είναι καταδικασμένοι σε αποτυχία.

Ο F. Black (1986) θεωρεί τη διαπραγμάτευση θορύβου ουσιαστική για την ύπαρξη αγορών με ρευστότητα, αφού είναι το συστατικό που κάνει τις χρηματοοικονομικές αγορές μια πραγματικότητα αλλά και αναποτελεσματικές ταυτόχρονα. Στην περίπτωση που κάποιος έχει στη διάθεσή του συγκεκριμένες πληροφορίες για μια εταιρία και θέλει να πραγματοποιήσει μια συναλλαγή, αυτή η συναλλαγή είναι εφικτή μόνο αν κάποιος άλλος θέλει να πάρει την αντίθετη θέση. Θα πρέπει να υποτεθεί ότι το δεύτερο πρόσωπο έχει επίσης πληροφόρηση στη διάθεσή του, διαφορετικά δεν θα είχε κανένα λόγο να κάνει την συγκεκριμένη συναλλαγή.

Ο Fischer Black (1986) στο ίδιο άρθρο του προσαρμόζει την έννοια του «θορύβου» σε τρεις διαφορετικούς τομείς. Καταρχήν, θεωρεί ότι ο «θόρυβος» αντιτίθεται με την πληροφόρηση. Αναφέρει, συγκεκριμένα, ότι οι επενδυτές πραγματοποιούν τις συναλλαγές τους με βάση τις πληροφορίες που διαθέτουν και εφόσον θεωρούν ότι οι πληροφορίες αυτές είναι σωστές, αναμένουν κέρδη από αυτές τις συναλλαγές. Από την άλλη, ορισμένοι επενδυτές πραγματοποιούν τις συναλλαγές τους με βάση τον θόρυβο, που λανθασμένα θεωρούν ότι πρόκειται για σωστή πληροφόρηση, και επίσης λανθασμένα, αναμένουν κέρδη. Παρόλα αυτά, ο θόρυβος αποτελεί σημαντικό παράγοντα στην διατήρηση της ρευστότητας των αγορών.

Στη συνέχεια, θα αναλύσουμε την έννοια του θορύβου (noise) σε αυτούς τους τρεις τομείς: α) στον τομέα της χρηματοοικονομικής επιστήμης (*finance*), β) στον τομέα της οικονομετρίας (*econometrics*) και γ) στον τομέα της μακροοικονομίας (*macroeconomics*).

Ø Finance

Οι χρηματαγορές οφείλουν την ύπαρξη τους στον θόρυβο καθώς το noise trading είναι αυτό που οδηγεί τους επενδυτές στο να πραγματοποιούν διάφορες συναλλαγές. Διαφορετικά, οι επενδυτές θα κρατούσαν είτε άμεσα είτε έμμεσα τα περιουσιακά τους στοιχεία και δεν θα επιθυμούσαν να εμπλακούν στη διαδικασία των συναλλαγών.

Το noise trading σημαίνει ότι οι άνθρωποι πραγματοποιούν τις συναλλαγές τους βασιζόμενοι στον θόρυβο σαν να ήταν μία πραγματική πληροφορία. Τις περισσότερες φορές οι επενδυτές που πραγματοποιούν τέτοιου είδους συναλλαγές - noise traders- θα έχουν ζημίες, ενώ οι επενδυτές που πραγματοποιούν τις συναλλαγές τους βασιζόμενοι σε ορθή πληροφόρηση -information traders- θα έχουν κέρδη. Παρόλα αυτά, οι επενδυτές εξακολουθούν να συναλλάσσονται βασιζόμενοι στον θόρυβο, ίσως γιατί θεωρούν ότι αποτελεί πραγματική πληροφορία.

Όσο αυξάνεται η ύπαρξη του noise trading σε μία αγορά, τόσο πιο ρευστή θα είναι αυτή η αγορά, δηλαδή θα πραγματοποιούνται περισσότερες συναλλαγές, γεγονός που θα μας επιτρέπει μία καλύτερη παρατήρηση των τιμών. Από την άλλη, όσο αυξάνεται η ύπαρξη του noise trading, τόσο μεγαλύτερος θα είναι ο «θόρυβος» που θα εμπεριέχεται στην τιμή μιας μετοχής.

Επίσης, είναι άξιο σχολιασμού το γεγονός ότι ο «θόρυβος» που υπάρχει στις τιμές των μετοχών λειτουργεί αθροιστικά, δηλαδή γίνεται ολοένα και μεγαλύτερος. Για να αντισταθμιστεί αυτή η κατάσταση θα πρέπει οι information traders να δράσουν γρήγορα και αποτελεσματικά. Όσο περισσότερο η τιμή μιας μετοχής απομακρύνεται από την εσωτερική της αξία, τόσο πιο επιθετικά θα δρουν οι information traders.

Η ύπαρξη των noise traders στις χρηματαγορές είναι σημαντική για έναν ακόμη λόγο. Επειδή οι information traders συναλλάσσονται περισσότερο με τους noise traders παρά με άλλους information traders, ο περιορισμός του noise trading θα έχει ως αποτέλεσμα τον περιορισμό των συναλλαγών γενικότερα. Τέλος, πρέπει να

ομολογήσουμε ότι ο «θόρυβος» δίνει στον επενδυτή την ευκαιρία να πραγματοποιήσει κερδοφόρες συναλλαγές αλλά ταυτόχρονα τις καθιστά ιδιαίτερα δύσκολες.

Ø Econometrics

Στον συγκεκριμένο τομέα, το βασικό ερώτημα που τίθεται είναι γιατί οι άνθρωποι πραγματοποιούν τις συναλλαγές βασιζόμενοι στον «θόρυβο». Υπάρχουν δύο λόγοι, ο πρώτος είναι ότι αρέσκονται σε αυτό και ο δεύτερος είναι ότι υπάρχει τόσο «θόρυβος» στις χρηματαγορές που δεν μπορούν να καταλάβουν πλέον ότι πρόκειται για «θόρυβο». Όμως, κανένας από τους παραπάνω λόγους δεν αποτελεί σοβαρή αιτιολογία σε έναν κόσμο που οι άνθρωποι προβαίνουν σε διάφορες ενέργειες προκειμένου να μεγιστοποιήσουν την αναμενόμενη χρησιμότητά τους και κάνουν την καλύτερη δυνατή χρήση όλων των διαθέσιμων πληροφοριών.

Για την ενίσχυση της παραπάνω θεωρίας, δηλαδή ότι οι άνθρωποι επιθυμούν να μεγιστοποιούν την αναμενόμενη χρησιμότητά τους, ο Black προτείνει ότι, σύμφωνα με την φορολογική νομοθεσία, οι εταιρείες δεν θα έπρεπε να μοιράζουν μέρισμα στους μετόχους γιατί τους αναγκάζουν να πληρώσουν επιπλέον φόρους. Η καλύτερη λύση θα ήταν η επαναγορά μετοχών της εταιρείας κατά μη συστηματικό τρόπο.

Η ύπαρξη του «θόρυβου» στις χρηματαγορές καθιστά ορισμένα στοιχεία μη παρατηρήσιμα. Για παράδειγμα, δεν μπορούμε να γνωρίζουμε ποια θα είναι η απόδοση ενός χρηματιστηριακού δείκτη στο μέλλον. Υπάρχει κάθε λόγος να πιστεύει κάποιος ότι η απόδοση μεταβάλλεται συνέχεια με την πάροδο του χρόνου αλλά και ότι οι μεταβολές αυτές συμβαίνουν τόσο αργά που είναι σχεδόν μη παρατηρήσιμες. Συνήθως χρησιμοποιούμε παρελθοντικά στοιχεία για να μπορέσουμε να έχουμε μία εκτίμηση της αναμενόμενης απόδοσης, η οποία περιέχει όμως «θόρυβο».

Συνεπώς, λόγω του ότι οι οικονομικές μεταβλητές είναι λιγότερο εύκολο να παρατηρηθούν από ότι οι χρηματοοικονομικές μεταβλητές, μία οικονομετρική ανάλυση η οποία θα περιλαμβάνει οικονομικές μεταβλητές είναι δύσκολο να ερμηνευτεί για τους εξής λόγους : α) οι συντελεστές των μεταβλητών αυτών μας προσφέρουν λίγες πληροφορίες σχετικά με την σχέση αιτίου και αιτιατού όσον

αναφορά στις μεταβλητές οι οποίες είναι παρατηρήσιμες και β) οι μεταβλητές αυτές εμπεριέχουν σημαντικά μετρήσιμα σφάλματα.

Σε αυτό που θέλουμε να καταλήξουμε είναι ότι όσες μεταβλητές και αν συμπεριλάβουμε σε μία οικονομετρική ανάλυση, είναι βέβαιο ότι πάντα θα υπάρχουν κάποιες ενδεχομένως σημαντικές μεταβλητές τις οποίες θα έχουμε παραλείψει γιατί δεν ήταν εύκολο να παρατηρηθούν.

Ø Macroeconomics

Σε μακροοικονομικό επίπεδο, μπορούμε να πούμε ότι «θόρυβος» είναι η αβεβαιότητα που υπάρχει σχετικά με τις μεταβολές των τεχνολογιών που χρησιμοποιούν οι επιμέρους τομείς της οικονομίας αλλά και του τρόπου λειτουργίας τους οι οποίοι διαμορφώνουν την πορεία των οικονομικών κύκλων. Οι μεταβολές αυτές αποτελούν έναν πολύ σημαντικό παράγοντα για μία οικονομία καθώς δεν μπορούν να αντισταθμιστούν με κανένα τρόπο. Όταν υπάρχει μεγάλη συσχέτιση μεταξύ των τεχνολογιών τότε μία οικονομία οδηγείται σε ανάπτυξη, διαφορετικά οδηγείται σε ύφεση.

Ο λόγος για τον οποίο οι μεταβολές δεν μπορούν να αντισταθμιστούν με κανένα τρόπο είναι γιατί οι μεταβολές αυτές δεν είναι ανεξάρτητες μεταξύ τους. Για παράδειγμα, αν ανέβει η τιμή του πετρελαίου τότε αυτό θα επηρεάσει όλους τους τομείς στους οποίους απαιτείται η χρήση πετρελαίου για την λειτουργία των μηχανημάτων προκειμένου τα παραχθούν τα προϊόντα τους. Συνεπώς, βλέπουμε ότι οι μεταβολές των φυσικών και ανθρώπινων πόρων που απαιτούνται για την λειτουργία των διαφόρων κλάδων έχει σημαντικές επιπτώσεις.

Στο ερώτημα αν η κυβέρνηση μιας χώρας μπορεί να επέμβει σε μία τέτοια κατάσταση και να βοηθήσει την οικονομία αυτής της χώρας, η απάντηση είναι πως δεν μπορεί. Ο λόγος για τον οποίο δεν μπορεί είναι γιατί τα στελέχη μίας κυβέρνησης δεν μπορούν να έχουν καλύτερη πληροφόρηση σχετικά με την μελλοντική διαμόρφωση της

προσφοράς και της ζήτησης από ότι οι άνθρωποι που εργάζονται στις επιχειρήσεις οι οποίοι βλέπουν την αγορά στην ρεαλιστική της μορφή. Άρα, δεν υπάρχουν πολλά πράγματα που θα μπορούσε να κάνει η κυβέρνηση μιας χώρας για να εμποδίσει την οικονομία της να εισέλθει σε περίοδο ύφεσης.

Όσον αφορά στο επίπεδο τιμών μιας χώρας και στο επίπεδο του πληθωρισμού, αυτά είναι πραγματικά ακαθόριστα. Διαμορφώνονται με βάση τις προσδοκίες των ανθρώπων αλλά οι προσδοκίες δεν ακολουθούν κανένα κανόνα λογικής. Για παράδειγμα, αν οι άνθρωποι πιστεύουν ότι η οικονομία της χώρας τους παρουσιάζει ανάπτυξη και γίνεται «πλουσιότερη» τότε αυτό μπορεί να επιφέρει αύξηση του πληθωρισμού. Αν οι προσδοκίες σχετικά με την παραπάνω υπόθεση είναι ισχυρές τότε η υπόθεση αυτή είναι σίγουρο ότι θα γίνει πραγματικότητα.

Τέλος, συμπεραίνουμε ότι υπάρχει μία παγκόσμια ισορροπία μεταξύ των αγορών η οποία παραμένει ανεπηρέαστη από το επίπεδο τιμών ή από διάφορες νομισματικές πολιτικές.

Λαμβάνοντας υπόψη την πληροφόρηση και των δύο πλευρών μπορούμε εύκολα να καταλήξουμε ότι ο ένας από τους δύο συναλλασσόμενους θα πρέπει να κάνει λάθος και στην περίπτωση που ο συναλλασσόμενος με τη λανθασμένη πληροφόρηση δεν θελήσει να προχωρήσει στην συναλλαγή, τότε η διαπραγμάτευση με βάση την πληροφόρηση των επενδυτών δεν θα γίνει.

Αφού με αυτό τον τρόπο λειτουργούν οι αγορές, τι ακριβώς θα γινόταν αν ένας συναλλασσόμενος που κατέχει μια συγκεκριμένη πληροφορία γνώριζε όταν και όλοι οι άλλοι συναλλασσόμενοι είχαν στην κατοχή τους μια αντίστοιχης σημασίας πληροφορία; Το πιο λογικό αποτέλεσμα μια τέτοιας υπόθεσης θα ήταν ο περιορισμός των συναλλαγών (low volume of trade).

Γνωρίζοντας ότι συναλλαγές σε συγκεκριμένες μετοχές δεν πραγματοποιούνται ή ότι πραγματοποιούνται σπάνια, καμιά συναλλαγή δεν μπορεί να πραγματοποιηθεί ούτε σε Αμοιβαία Κεφάλαια, ούτε σε Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης και

Δικαιώματα ή χαρτοφυλάκια αυτών, αφού η διαπραγμάτευση στις υποκείμενες μετοχές είναι αυτή που προσφέρει τις τιμές για όλα τα παραπάνω.

Η γνώμη του F. Black (1986) για τους διαπραγματευτές θορύβου είναι ότι ως ομάδα, τον περισσότερο χρόνο θα χάνουν χρήματα από τις συναλλαγές, αφού θα επιλέξουν τη συναλλαγή ακόμα και όταν θα ήταν σε σημαντικά καλύτερη θέση αν την απόφευγαν, σύμφωνα με την κατάσταση. Από την άλλη πλευρά οι συναλλασσόμενοι που διαπραγματεύονται με βάση συγκεκριμένες πραγματικές πληροφορίες, θεωρούνται μία ομάδα που τον περισσότερο χρόνο θα κερδίζουν χρήματα. Πιστεύει ότι οι διαπραγματευτές θορύβου διαπραγματεύονται ουσιαστικά τον θόρυβο σα να ήταν πληροφόρηση. Αν δεν υπήρχε η ομάδα αυτή, ισχυρίζεται, η εμπορευσιμότητα των μετοχών θα ήταν πολύ περιορισμένη. Οι επενδυτές θα διατηρούσαν τα χαρτοφυλάκιά τους και πολύ σπάνια θα τα πωλούσαν. Δε θα υπήρχε λόγος να αγοράσουν ή και να πωλήσουν μετοχές αλλά θα εμπορεύονταν σε δείκτες, σε αμοιβαία κεφάλαια, σε παράγωγα.

Ο Palomino (1996) συμπεριλαμβάνει το μέγεθος της αγοράς και το τύπο της προκειμένου να επανεξεταστεί η άποψη του Black ότι οι noise traders θα χάνουν χρήματα. Στις μεγάλες αγορές, ούτε καν οι θεσμικοί επενδυτές δεν είναι σε θέση να επηρεάσουν τις τιμές αλλά σε αγορές που κυρίως διαπραγματεύονται μετοχές εταιριών μικρής κεφαλαιοποίησης, όπως είναι αρκετές από τις Ευρωπαϊκές, ο ρόλος των θεσμικών επενδυτών μπορεί να είναι ιδιαίτερα σημαντικός στην τιμολόγηση των αξιόγραφων. Οι συναλλασσόμενοι με βάση τις πληροφορίες μπορεί να βρεθούν σε δύσκολη θέση όταν διαπραγματεύονται σε μία αγορά όπου υπάρχουν και άλλοι συναλλασσόμενοι με βάση τις πληροφορίες αλλά μπορούν να βρεθούν σε ακόμη δυσκολότερη θέση σε μία αγορά με noise traders και αυτό προκύπτει από την ίδια την ισχύ της αγοράς. Αποτέλεσμα των παραπάνω είναι ότι οι συναλλασσόμενοι με βάση τις πληροφορίες αποφεύγουν να διαπραγματεύονται σε μικρές αγορές και αυτό συντηρεί τον κίνδυνο της διαπραγμάτευσης θορύβου. Συνεπώς, οι ασυνήθιστες

αποδόσεις των μικρών εταιρειών κυμαίνονται ανάλογα με τις απόψεις και τα πιστεύω των noise traders.

Η διαπραγμάτευση θορύβου μπορεί να επηρεάσει την ρευστότητα μιας αγοράς. Η μεγάλη συχνότητα συναλλαγών προσφέρει ένα μεγάλο αριθμό από μεταβολές της τιμής που παρατηρείται αλλά αυτές οι τιμές δεν αντικατοπτρίζουν μόνο τις πληροφορίες τις οποίες κατέχουν οι συναλλασσόμενοι αλλά ταυτόχρονα και τον θόρυβο που έχουν δημιουργήσει οι διαπραγματευτές θορύβου.

Μία συνέπεια της διαπραγμάτευσης θορύβου μπορεί να παρατηρηθεί στην περίπτωση όπου οι επενδυτές έχουν μικρό ορίζοντα επένδυσης και οι arbitrageurs δεν είναι σε θέση να προβλέψουν τις διαθέσεις των διαπραγματευτών θορύβου. Αυτό σημαίνει ότι ο θεμελιώδης κίνδυνος δεν είναι ο μόνος που υπάρχει στην αγορά. Ο συνδυασμός του προβληματισμού των συναλλασσόμενων με βάση τις πληροφορίες για την τιμή στην οποία θα είναι δυνατή η πώληση των μετοχών που θα αγοράσουν - και όχι για την παρούσα αξία των μερισμάτων - με την αδυναμία τους να προβλέψουν τις διαθέσεις των διαπραγματευτών θορύβου, προσθέτει ένα κίνδυνο. Ο κίνδυνος είναι ότι οι διαθέσεις των διαπραγματευτών θορύβου μπορεί να μη συγκλίνουν προς το μέσο όρο για σχετικά μεγάλο χρονικό διάστημα και μπορεί ακόμα και να επιλέξουν μια ακραία συμπεριφορά πριν τελικά συγκλίνουν.

Ας θεωρήσουμε ότι οι διαπραγματευτές θορύβου είναι απαισιόδοξοι για μία μετοχή στην παρούσα φάση και ότι αυτός είναι ο λόγος που έχει οδηγήσει την τιμή της μετοχής χαμηλά. Ένας arbitrageur που σκέφτεται να αγοράσει συγκεκριμένες μετοχές πρέπει να γνωρίζει ότι στο κοντινό μέλλον οι διαπραγματευτές θορύβου μπορεί να γίνουν ακόμη περισσότερο απαισιόδοξοι για την μετοχή με αποτέλεσμα να οδηγήσουν την τιμή σε ακόμη χαμηλότερα επίπεδα από τα τρέχοντα. Αυτή η συναλλαγή περιλαμβάνει τον κίνδυνο μιας πιθανής ζημιάς αν ο arbitrageur υποχρεωθεί να προχωρήσει σε ρευστοποίηση της θέσης του πριν την ανάκαμψη της τιμής της μετοχής. Από την άλλη πλευρά, μπορεί να συμβεί ακριβώς το αντίθετο - δηλαδή ότι ο arbitrageur μπορεί να πουλήσει μία μετοχή της οποίας την τιμή οι διαπραγματευτές

θορύβου έχουν οδηγήσει σε υψηλότερα επίπεδα - αλλά στο κοντινό μέλλον οι απόψεις που επικρατούν να οδηγήσουν την τιμή ακόμη ψηλότερα, όταν ο arbitrageur είναι αναγκασμένος να αγοράσει πίσω τις μετοχές που πούλησε.

Αυτό ονομάζεται κίνδυνος διαπραγματευτών θορύβου και αφορά στη μελλοντική απομάκρυνση των απόψεων των διαπραγματευτών θορύβου σχετικά με την τιμή ενός αξιογράφου από το μέσο όρο, ο οποίος είναι και ο κυριότερος λόγος που περιορίζει την δράση των arbitragers στις αγορές. Στην ερευνά τους οι DeLong's, Sheifer's, Summer's και Walldmann's (1990) παρουσιάζουν ένα απλό μοντέλο επικάλυψης των γενεών σε μία αγορά αξιογράφων, στην οποία οι noise traders με λανθασμένες απόψεις ταυτόχρονα επηρεάζουν τις τιμές και κερδίζουν υψηλότερες αποδόσεις.

Η αδυναμία πρόβλεψης των απόψεων αυτής της ομάδας δημιουργεί ένα κίνδυνο στην τιμή ενός αξιογράφου που απομακρύνει τους ορθολογικούς arbitrageurs από το να λάβουν τις αντίθετες θέσεις επιθετικά. Συνεπώς, οι τιμές μπορεί να αποκλίνουν σημαντικά από τις θεμελιώδεις αξίες τους ακόμα και όταν δεν υπάρχει θεμελιώδης κίνδυνος. Επιπρόσθετα, αναλαμβάνοντας μια δυσανάλογη ποσότητα κινδύνου που οι ίδιοι έχουν δημιουργήσει, επιτρέπει στους διαπραγματευτές θορύβου να επιτυγχάνουν υψηλότερη αναμενόμενη απόδοση από εκείνη των ορθολογικών επενδυτών. Αυτό το απλό μοντέλο ξεκαθαρίζει μια σειρά από ανωμαλίες στις αγορές και εφαρμόζεται στις αγορές συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης.

Τα θεωρητικά αποτελέσματα προβλέπουν ότι οι εξαιρετικά αισιόδοξοι (απαισιόδοξοι) διαπραγματευτές θορύβου συμβάλλουν στην ύπαρξη τιμών μετοχών που είναι μεγαλύτερες (μικρότερες) από τις θεμελιώδεις τιμές τους. Αυτό σημαίνει ότι οι αποδόσεις μπορούν να προβλεφθούν χρησιμοποιώντας το επίπεδο της διάθεσης των διαπραγματευτών θορύβου. Η βασική υπόθεση των ορθολογικών εκτιμήσεων εξετάζεται έναντι της εναλλακτικής των διαπραγματευτών θορύβου με τη χρήση ενός δείκτη διάθεσης από την αγορά του εμπορίου (commercial market sentiment index) ως υποκατάστατο της διάθεσης των διαπραγματευτών θορύβου.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα ανάλυσης των Fama και MacBeth (cross-sectional regression) οδήγησαν στα ακόλουθα συμπεράσματα:

1. Δεν υπάρχει κανένα στοιχείο ότι η διάθεση των διαπραγματευτών θορύβου δημιουργεί συστηματική μεροληψία στις μελλοντικές τιμές.
2. Προβλέψιμες τιμές αγοράς χρησιμοποιώντας την διάθεση των διαπραγματευτών θορύβου δεν αποτελούν χαρακτηριστικό των αγορών συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης (future markets),
3. Οι μεταβολές των αγορών συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης σε εβδομαδιαία διαστήματα χαρακτηρίζονται από χαμηλής τάξης θετική αυτο-συσχέτιση με σχετικά μικρές αυτο-παλίνδρομες παραμέτρους.

Στις περιπτώσεις όπου παρατηρείται επίδραση των διαπραγματευτών θορύβου, είναι συνήθως απομονωμένες αγορές με ειδικά χαρακτηριστικά (Sanders, Irwin, and Leuthold, 1997).

Η διαπραγμάτευση θορύβου μπορεί να είναι είτε μία ευκαιρία για την δημιουργία κέρδους είτε μια απειλή. Η ευκαιρία που παρουσιάζεται στους διαπραγματευτές με ανταγωνιστική πληροφόρηση, αφορά στη δυνατότητά τους να αγοράζουν όταν οι διαπραγματευτές θορύβου μειώνουν τις τιμές και να πουλούν όταν οι ίδιες πεποιθήσεις οδηγούν τις τιμές σε υψηλότερα επίπεδα. Η απειλή προσωποποιείται στην επίδραση που έχουν οι πράξεις και οι πεποιθήσεις των διαπραγματευτών θορύβου στις επενδύσεις, τις οποίες μπορούν με αυτό τον τρόπο να μετατρέψουν από κερδοφόρες σε ζημιογόνες.

Μια συνέπεια της διαπραγμάτευσης θορύβου μπορεί να παρατηρηθεί στην περίπτωση όπου οι επενδυτές έχουν ιδιαίτερα μικρό επενδυτικό ορίζοντα και οι arbitragers δεν μπορούν να προβλέψουν τις προθέσεις των διαπραγματευτών θορύβου. Σαν αποτέλεσμα αυτού, ο θεμελιώδης κίνδυνος δεν είναι ο μόνος που υπάρχει στη συγκεκριμένη αγορά. Ο συνδυασμός του προβληματισμού των διαπραγματευτών με βάση την πληροφόρηση, σχετικά με την τιμή μεταπώλησης μιας μετοχής (και όχι

σχετικά με την παρούσα αξία των μερισμάτων αυτής) με την αδυναμία τους να προβλέψουν τις προθέσεις των διαπραγματευτών θορύβου, δημιουργεί έναν ακόμα κίνδυνο. Ο κίνδυνος δεν είναι άλλος από το γεγονός ότι οι προθέσεις των διαπραγματευτών θορύβου μπορεί να μη κινηθούν προς το μέσο όρο τους για ένα αρκετά μεγάλο χρονικό διάστημα και μπορεί ακόμα να υιοθετήσουν μια ακόμα πιο ακραία θέση στην αγορά πριν τελικά το πραγματοποιήσουν.

Για να είμαστε περισσότερο ακριβείς, ας υποθέσουμε ότι η άποψη των διαπραγματευτών θορύβου σχετικά με μια μετοχή είναι απαισιόδοξη και ότι αυτό οδηγεί την τιμή της σε χαμηλότερα επίπεδα. Ένας arbitrageur ο οποίος σκέφτεται να αγοράσει τη συγκεκριμένη μετοχή στον ίδιο χρόνο, θα πρέπει να λάβει υπόψη του ότι στο άμεσο μέλλον οι διαπραγματευτές θορύβου μπορεί να υιοθετήσουν μια ακόμα περισσότερο απαισιόδοξη άποψη για τη συγκεκριμένη μετοχή και να οδηγήσουν την τιμή της σε ακόμη χαμηλότερα επίπεδα από τα τρέχοντα. Αυτή η συναλλαγή υποκρύπτει μια πιθανή ζημιά στην περίπτωση που ο arbitrageur υποχρεωθεί να ρευστοποιήσει την θέση του πριν η τιμή της μετοχής ανακάμψει. Από την άλλη πλευρά θα μπορούσε να συμβεί και το ακριβώς αντίθετο δηλαδή ο arbitrageur μπορεί να πουλήσει την μετοχή της οποίας η τιμή έχει σημειώσει άνοδο λόγω των πεποιθήσεων των διαπραγματευτών θορύβου αλλά στο άμεσο μέλλον οι ίδιες πεποιθήσεις να οδηγήσουν την τιμή σε ακόμη υψηλότερα επίπεδα όπου θα πρέπει τελικά να αγοραστεί πίσω η μετοχή. Αυτό αποκαλείται *κίνδυνος των διαπραγματευτών θορύβου* και δεν είναι άλλος από την επιπλέον απομάκρυνση των απόψεων των διαπραγματευτών θορύβου από την *μέση άποψη* σχετικά με ένα αξιόγραφο, που είναι και ο βασικότερος λόγος για τον περιορισμό των δραστηριοτήτων των arbitrageurs.

3.2. Η Ταυτότητα των Noise Traders

Με την πάροδο του χρόνου όμως αποδεικνύεται ότι μία τέτοια θεωρία δεν ισχύει. Οι *Shleifer* και *Summers* στο άρθρο τους "*The Noise Trader Approach to*

Finance” (1990) αποδεικνύουν ότι ένα σημαντικό ποσοστό των μεταβολών των τιμών των μετοχών οφείλεται στις μεταβολές των προσδοκιών των επενδυτών οι οποίες δεν ανταποκρίνονται στις υπάρχουσες πληροφορίες. Οι μεταβολές αυτές χαρακτηρίζονται ως «ψευδοσινιάλα» (pseudo signals) και οι επενδυτές που βασίζονται σε αυτά τα «ψευδοσινιάλα», τα οποία θεωρούν ότι περιλαμβάνουν πραγματικές πληροφορίες σχετικά με την μελλοντική πορεία μιας μετοχής, χαρακτηρίζονται ως “noise-traders”.

Η νέα αυτή κατηγορία επενδυτών απασχολεί τις χρηματιστηριακές αγορές γιατί οι “noise-traders”, με τη χρήση των «ψευδοσινιάλων» και συγκεκριμένων μοντέλων τα οποία σχετίζονται σε μεγάλο βαθμό μεταξύ τους, μπορούν πραγματικά να οδηγήσουν σε μεγάλες μεταβολές στη ζήτηση αξιόγραφων. Ο λόγος είναι ότι οι επενδυτές αυτοί έχουν την τάση να επαναλαμβάνουν τα λάθη που κάνουν σχετικά με τις επενδυτικές τους επιλογές. Τέτοιου είδους λάθη είναι η υπερβολική αυτοπεποίθηση η οποία τους παροτρύνει να αναλάβουν μεγαλύτερο κίνδυνο, η τάση να εικάζουν ότι μια τάση που διήρκεσε για μεγάλο χρονικό διάστημα στο παρελθόν θα επαναληφθεί και στο μέλλον και η υπερβολική τους αντίδραση στις διάφορες πληροφορίες που ανακοινώνονται η οποία οφείλεται σε λάθος εκτίμηση αυτών των πληροφοριών.

Οι *Shleifer* και *Summers* αναφέρουν ότι ο βασικός λόγος για τον οποίο οι υποστηρικτές της σύγχρονης οικονομικής θεωρίας θεωρούν ότι οι παραπάνω λόγοι που επηρεάζουν τους noise traders προκαλώντας τη μεταβολή της ζήτησης των μετοχών δεν είναι σημαντικοί, είναι ότι θεωρούν ως δεδομένο το γεγονός ότι οι noise traders θα παρουσιάσουν απώλειες λόγω των λανθασμένων επιλογών τους και θα χρησιμοποιήσουν πλέον τον ορθολογικό τρόπο αξιολόγησης των μετοχών όπως και οι arbitrageurs (ορθολογικοί επενδυτές). Όμως, μια τέτοια παραδοχή δεν είναι προφανής. Αρχικά, οι noise traders μπορεί να προβαίνουν σε περισσότερο επιθετικές κινήσεις σε σύγκριση με τους arbitrageurs είτε επειδή είναι υπερβολικά αισιόδοξοι, είτε επειδή έχουν μεγαλύτερη αυτοπεποίθηση και έτσι αναλαμβάνουν μεγαλύτερο κίνδυνο. Αυτό μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα να κερδίσουν αρκετά υψηλότερες αποδόσεις. Κατά

συνέπεια οι noise traders θα εξακολουθήσουν να κινούνται στην αγορά ακριβώς με τον ίδιο τρόπο.

Η παραπάνω πρόταση αντιτίθεται στην παραδοχή των υποστηρικτών της σύγχρονης οικονομικής θεωρίας καθώς νέοι noise traders εισέρχονται συνεχώς στην αγορά και εκείνοι που έχουν υποστεί απώλειες επιστρέφουν επαναλαμβάνοντας ακριβώς τα ίδια λάθη. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα η επιρροή των noise traders στις μεταβολές των τιμών των μετοχών να αυξάνεται συνεχώς. Το συμπέρασμα που μπορούμε να εξάγουμε από τα παραπάνω είναι ότι οι μεταβολές στη ζήτηση των μετοχών, οι οποίες προκαλούνται από τους noise traders μπορεί να έχουν μακροχρόνια επίδραση στις τιμές τους.

Για παράδειγμα, αν οι noise traders είναι υπερβολικά αισιόδοξοι για την πορεία μιας συγκεκριμένης μετοχής, τότε θα σπεύσουν να αγοράσουν μεγάλο αριθμό τεμαχίων της συγκεκριμένης μετοχής κι αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα την άνοδο της τιμής της. Σε μία τέτοια περίπτωση, οι ορθολογικοί επενδυτές θα λάβουν αντίθετες θέσεις, δηλαδή θα πουλήσουν τεμάχια αυτής μετοχής. Όμως, λόγω των υπερβολικά θετικών προσδοκιών των noise traders, η τιμή της συγκεκριμένης μετοχής θα σημειώσει περαιτέρω άνοδο με αποτέλεσμα οι arbitrageurs να παρουσιάσουν απώλειες στο χαρτοφυλάκιό τους.

Οι *De Long, Shleifer, Summers* και *Waldmann* στο εξαιρετικό για την εποχή άρθρο τους “*Noise Trader Risk in Financial Markets*” (1986) παραθέτουν ως γενικότερο ορισμό των noise traders τον εξής: «ένα μεγάλο σύνολο μικροεπενδυτών οι οποίοι φαίνονται να συμπεριφέρονται κατά μη απόλυτα ορθολογικό τρόπο όσον αφορά τις επενδυτικές κινήσεις τους και η συμμετοχή τους στις καθημερινές συναλλαγές της αγοράς παρουσιάζει μεταβλητότητα». Τα παραπάνω χαρακτηριστικά καθιστούν τους noise traders σημαντική πηγή του noise trader risk. Το noise trader risk αποτελεί εκείνη τη μορφή κινδύνου που διέπει την αγορά κατά την οποία οι προσδοκίες των noise traders μπορούν να ενταθούν σε μεγάλο βαθμό και αυτό θα έχει αρνητικές επιπτώσεις για τους ορθολογικούς επενδυτές (arbitrageurs).

3.3. Ο Κίνδυνος των Noise Traders και η Αντιμετώπισή του

Τα αποτελέσματα της μελέτης με τίτλο *“Noise Trader Risk Exists...But The Noise Traders Are Not Who They Think They Are”* που διενήργησε ο Andrew Jackson για το London School of Economics το 2003 έρχονται σε αντίθεση με τη μέχρι τώρα ισχύουσα θεωρία, παρόλα αυτά είναι εντυπωσιακά. Σύμφωνα με τα υπάρχοντα δεδομένα, όσο περισσότερο αυξάνεται το ποσοστό συμμετοχής των noise traders σε μία μετοχή, δηλαδή όσο περισσότερα τεμάχια της συγκεκριμένης μετοχής κατέχουν, τότε η μεταβλητότητα της συγκεκριμένης μετοχής θα πρέπει να αυξάνεται (excess volatility) και η συσχέτιση της μετοχής αυτής με ένα χαρτοφυλάκιο στο οποίο επίσης η συμμετοχή των noise traders είναι μεγάλη θα πρέπει επίσης να αυξάνεται (excess co movement).

Στο πρώτο τεστ που πραγματοποίησε σε αυτή τη μελέτη, που αφορά στην υπερβάλλουσα μεταβλητότητα μιας μετοχής, απέδειξε ότι όταν η συμμετοχή των noise traders σε μια συγκεκριμένη μετοχή αυξάνεται, τότε η μεταβλητότητα που θα παρουσιάζει αυτή η μετοχή στο μέλλον σταδιακά θα μειώνεται. Όμως το σημαντικότερο μέρος των αποτελεσμάτων αυτού του τεστ είναι η απόδειξη ότι η μεταβλητότητα μιας μετοχής αυξάνεται όταν αυξάνεται η συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών σε αυτή τη μετοχή.

Με το δεύτερο τεστ που πραγματοποίησε (σχετικά με την υπερβάλλουσα συσχέτιση μιας μετοχής με ένα χαρτοφυλάκιο στο οποίο συμμετέχουν οι noise traders κατά ίδιο ποσοστό), απέδειξε ότι η αύξηση της συμμετοχής των noise traders σε μία μετοχή δεν επηρεάζει τον βαθμό συσχέτισης της μετοχής αυτής με αυτό το χαρτοφυλάκιο. Εν αντιθέσει, η αύξηση της συμμετοχής των θεσμικών επενδυτών σε αυτή τη μετοχή οδηγεί σε αύξηση του βαθμού συσχέτισης της μετοχής αυτής με το χαρτοφυλάκιο. Τα παραπάνω αποτελέσματα μας οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι

θεσμικοί επενδυτές αποτελούν μία μορφή κινδύνου (non-fundamental risk). Πιο συγκεκριμένα, οι διενέξεις των θεσμικών επενδυτών σχετικά με τις αποδόσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, τις κοινές επενδυτικές στρατηγικές και τη νοοτροπία που υιοθετούν προκειμένου να προωθήσουν την καριέρα τους αποτελούν πηγή κινδύνου.

Οι κοινές επενδυτικές στρατηγικές που ακολουθούν οι θεσμικοί επενδυτές μπορεί να προκαλέσουν ξαφνικά υπερβάλλουσα ζήτηση σε μία συγκεκριμένη μετοχή, η οποία να μην δικαιολογείται από τα θεμελιώδη δεδομένα και τις υπάρχουσες πληροφορίες για την συγκεκριμένη εταιρία. Για παράδειγμα, μετά από μία διαχρονικά καλή πορεία που πραγματοποίησε ο δείκτης τιμών κεφαλαιοποίησης, το ενδιαφέρον των managers διαφορετικών εταιριών θα εστιαστεί μόνο σε αυτό το δείκτη ακολουθώντας τα ίδια βήματα και πραγματοποιώντας ίσως τα ίδια λάθη. Η κατάσταση αυτή είναι πολύ πιθανό να οδηγήσει σε αυξημένη μεταβλητότητα και αυξημένη συσχέτιση μεταξύ των μετοχών αυτού του δείκτη.

Στο άρθρο τους *“The Size and Incidence of the Losses from Noise Trading”* (1988) οι *De Long, Shleifer, Summers, Waldmann* προσπαθούν να απαντήσουν στο ερώτημα πώς οι αγορές θα βρουν ένα τρόπο ώστε να μπορεί να μειωθεί η επιρροή των noise traders στην οικονομική θέση και τα συμφέροντα των ορθολογικών επενδυτών. Δηλαδή, να βρεθούν κάποιες πολιτικές οι οποίες θα καταφέρουν να περιορίσουν σημαντικά τον παράγοντα του «θορύβου» ώστε να παραμείνουν ανέπαφες οι ικανότητες της αγοράς για ανεύρεση οικονομικών πόρων και παροχή ρευστότητας. Τέτοιου είδους πολιτικές που θα μπορούσαν να εφαρμόζονται από την κυβέρνηση μιας χώρας είναι οι εξής: α) OMO's (Open Market Operations), β) φορολόγηση των συναλλαγών και γ) φορολόγηση των κεφαλαιακών κερδών.

A) Open Market Operations

Στην χρηματιστηριακή αγορά, η παρουσία των noise traders μπορεί να γίνει αισθητή από τις αρχές καθώς εμφανίζονται υψηλοί λόγοι P/E σε συγκεκριμένες εισηγμένες εταιρείες. Η κυβέρνηση χρησιμοποιώντας αυτήν την πολιτική θα αγοράσει

μετοχές όταν η τιμή τους είναι χαμηλή και θα πουλήσει μετοχές όταν η τιμή τους είναι υψηλή. Αυτή η πολιτική θα ομαλοποιήσει τις ακραίες κινήσεις των noise traders ενώ, παράλληλα, θα επιτρέψει στις τιμές των μετοχών να επανέλθουν στην θεμελιώδη τιμή τους.

Σημαντικό ρόλο στην εφαρμογή αυτής της πολιτικής είναι η ικανότητα της πολιτικής ηγεσίας μιας χώρας να μπορεί να ξεχωρίζει πότε η μεταβολή των τιμών των αξιόγραφων προέρχεται από πραγματική πληροφόρηση και πότε είναι απόρροια των κινήσεων των noise traders. Στην περίπτωση που μπορεί να διακρίνει την διαφορά, θα πάρει αντίθετη θέση από τους noise traders στην αγορά όπως και οι ορθολογικοί επενδυτές. Έτσι, θα είναι σε θέση να αναλάβουν μεγαλύτερο κίνδυνο αντισταθμίζοντας την ενδεχομένως μεγάλη ζήτηση ή προσφορά που δημιουργούν οι noise traders. Αντιθέτως, αν η κυβέρνηση δεν είναι σε θέση να διακρίνει αυτή την διαφορά, τότε η εφαρμογή των “Open Market Operations” δεν αποτελεί το κατάλληλο μέτρο.

B) Φορολόγηση Συναλλαγών

Ένα δεύτερο μέτρο παρέμβασης θα μπορούσε να είναι η επιβολή φορολογίας επί των συναλλαγών που πραγματοποιούνται. Κατά αυτόν τον τρόπο, θα μπορούσε να περιοριστεί η προθυμία των noise traders να πραγματοποιούν πλήθος συναλλαγών σε καθημερινή βάση βασιζόμενοι στην υπερβολική αυτοπεποίθησή τους.

Γ) Φορολόγηση των Κεφαλαιακών Κερδών

Η φορολόγηση των κεφαλαιακών κερδών ίσως θεωρείται το αποτελεσματικότερο μέτρο εκ των τριών. Κι αυτό γιατί οι noise traders, γνωρίζοντας ότι η φορολογία που θα τους επιβληθεί θα μειώσει τα κέρδη μετά φόρων, θα είναι περισσότερο φειδωλοί στην διαμόρφωση των επιλογών τους.

Στην περίπτωση που έχουμε να κάνουμε με κεφαλαιακά κέρδη που είναι αποτέλεσμα εφαρμογής κερδοσκοπικών πολιτικών, τότε η πλήρης φορολόγηση τους καθιστά την κερδοσκοπία μη αποτελεσματική και κατά συνέπεια, επαναφέρει τις τιμές των μετοχών στην θεμελιώδη τιμή τους.

3.4. Μεταβλητότητα των Τιμών των Μετοχών

Στην χρηματιστηριακή αγορά, και κυρίως στην αγορά των μετοχών, ορισμένες φορές παρατηρείται η τιμή μιας μετοχής να παρουσιάζει αυξημένη μεταβλητότητα γύρω από τη μέση τιμή της η οποία δεν μπορεί να ερμηνευτεί σύμφωνα με τα θεμελιώδη δεδομένα της επιχείρησης. Το γεγονός αυτό αποτελεί ισχυρή ένδειξη της ύπαρξης των noise traders.

Όμως, αυτή η αυξημένη μεταβλητότητα μπορεί να ερμηνευτεί καλύτερα αν υποθέσουμε ότι σε μία αγορά, πέραν των ορθολογικών επενδυτών και των noise traders, υπάρχει ακόμη μία κατηγορία επενδυτών. Πιο συγκεκριμένα, αυτή η κατηγορία επενδυτών ακολουθεί «παθητικές» επενδυτικές στρατηγικές, δηλαδή ούτε ακολουθεί τις στρατηγικές των noise traders ούτε λαμβάνει θέσεις αντίθετες από τις δικές τους. Έτσι, αν μεγάλο ποσοστό των επενδυτών ανήκουν σε αυτή την κατηγορία, δηλαδή έχουν ένα συγκεκριμένο χαρτοφυλάκιο αξιόγραφων το οποίο κρατούν σταθερό, τότε ακόμα και ένα πολύ μικρό ποσοστό των noise traders στην αγορά μπορεί να προκαλέσει σημαντική μεταβολή των τιμών των μετοχών. Συνεπώς, όσο μικρότερος είναι ο αριθμός των ορθολογικών επενδυτών σε μία αγορά σε σύγκριση με τον αριθμό των noise traders, τόσο μεγαλύτερη θα είναι η επιρροή του «θορύβου» στην χρηματιστηριακή αγορά.

Επίσης, αν οι λανθασμένες εκτιμήσεις των noise traders παρουσιάζουν ισχυρή αυτοσυσχέτιση μεταξύ τους ανάμεσα σε δύο περιόδους, τότε οι ορθολογικοί επενδυτές θα διστάσουν να λάβουν αντίθετες θέσεις καθώς θα υπάρχει μεγάλη αβεβαιότητα σχετικά με το αν οι τιμές θα επιστρέψουν στη μέση τιμή τους την επόμενη περίοδο. Έτσι, δεν μπορούν να αναλάβουν τέτοιου είδους κίνδυνο ο οποίος δεν αντισταθμίζεται από ανάλογη απόδοση.

Ο μόνος τρόπος για να αποφευχθεί η μακροχρόνια επίδραση του «θορύβου» στην αγορά, σύμφωνα με τους *De Long, Shleifer, Summers* και *Waldmann (1986)*, είναι τα λάθη που κάνουν οι noise traders στις εκτιμήσεις τους να είναι προσωρινά και έτσι θα δίνεται η δυνατότητα στις μετοχές να «επιστρέψουν» στο μέσο τους.

Σε μία τέτοια αγορά, η ιδανική επενδυτική στρατηγική διαφέρει πολύ από αυτήν του κλασικού επενδυτικού μοντέλου σύμφωνα με την οποία κάποιος δημιουργούσε ένα χαρτοφυλάκιο και δεν πραγματοποιούσε περαιτέρω μεταβολές σε αυτό προκειμένου να το διαφοροποιήσει. Η ιδανική επενδυτική στρατηγική για τον κάθε ορθολογικό επενδυτή είναι η στρατηγική “market timing” σύμφωνα με την οποία το ποσοστό του χαρτοφυλακίου του σε μετοχές θα πρέπει να αυξάνεται μετά από πτώση των τιμών των μετοχών και το ποσοστό αυτό θα πρέπει να μειώνεται όταν συμβαίνει το αντίστροφο. Επίσης, η σωστή πολιτική που θα πρέπει να ακολουθεί κάθε ορθολογικός επενδυτής είναι να λάβει αντίθετη θέση από αυτή των noise traders την κατάλληλη στιγμή, δηλαδή όταν οι noise traders είναι απαισιόδοξοι, αναμένοντας μεταβολή αυτού του συναισθήματος. Το γεγονός που την καθιστά αποτελεσματική είναι ότι οι ορθολογικοί επενδυτές εκμεταλλεύονται το γεγονός ότι οι πεποιθήσεις των noise traders έχουν την ιδιότητα να επιστρέφουν πάντα σε μία μέση κατάσταση.

Όμως, αυτή η πολιτική που αφορά τους noise traders συνήθως απαιτεί μακροχρόνιο ορίζοντα για να γίνουν εμφανή τα αποτελέσματα και αυτό την καθιστά μη ασφαλή πολιτική καθώς αυξάνεται το noise trader risk. Μία εναλλακτική επενδυτική στρατηγική που μπορεί να ακολουθηθεί είναι οι ορθολογικοί επενδυτές να συγκεντρώνουν πληροφορίες σχετικά με τις μελλοντικές μεταβολές της ζήτησης των noise traders για αξιόγραφα και να πραγματοποιούν τις συναλλαγές τους βασιζόμενοι σε αυτήν την πληροφόρηση. Η συγκεκριμένη πολιτική δεν απαιτεί μακροχρόνιο ορίζοντα, συνεπώς είναι περισσότερο προτιμητέα από τους arbitrageurs.

Προκαλεί έκπληξη ίσως το γεγονός ότι η ύπαρξη των noise traders αποτελεί συγχρόνως μία μεγάλη ευκαιρία αλλά και μεγάλο κόστος για μία οικονομία. Μεγάλη

ευκαιρία αποτελεί γιατί δίνει την δυνατότητα στους ορθολογικούς επενδυτές να εκμεταλλευτούν κερδοφόρα την ύπαρξη τους και κόστος αποτελεί γιατί η ύπαρξή τους προσδίδει μεγάλο κίνδυνο σε μία οικονομία τέτοιο ώστε τις πραγματικά παραγωγικές επενδύσεις να τις καθιστά μη κερδοφόρες.

Συμπερασματικά, αξίζει να αναφέρουμε ότι, παρόλα όσα έχουν αναφερθεί στο παρόν κεφάλαιο, η ύπαρξη του noise trading δεν αποτελεί πάντα ανασταλτικό παράγοντα σε μία οικονομία. Αυτό συμβαίνει μόνο όταν οι noise traders είναι υπερβολικά αισιόδοξοι πραγματοποιώντας σημαντικές επενδύσεις σε μετοχές με αποτέλεσμα να μειώνουν σημαντικά το κόστος κεφαλαίου και να αυξάνουν την ρευστότητα σε μία οικονομία. Η κατάσταση αυτή, ενώ δρα ευεργετικά για την οικονομία, προκαλεί ζημία στους noise traders.

Κεφάλαιο 4ο

Οι γνώσεις μας για την εκτίμηση της απόδοσης, για τα επόμενα δέκα χρόνια, ενός σιδηροδρόμου, ενός ορυχείου χαλκού, ενός υφαντουργείου, της φήμης ενός φαρμάκου, ενός υπερωκεάνιου, ενός κτιρίου στο Σίτυ του Λονδίνου είναι ελάχιστες και κάποτε μηδαμινές. Το ίδιο ισχύει και για την εκτίμηση της απόδοσής τους για τα επόμενα πέντε χρόνια. Όσοι προσπαθούν να κάνουν τέτοια εκτίμηση είναι, συχνά, τόσο λίγοι ώστε η συμπεριφορά τους να μην επηρεάζει την αγορά.

J.M. Keynes

4.1. Η Ψυχολογία των Επενδυτών

4.1.1. Η Ψυχολογία των Επενδυτών στις Αποτελεσματικές Αγορές

Η υπόθεση ότι όλοι συμπεριφέρονται ορθολογικά δεν είναι ρεαλιστική στην καθημερινή λειτουργία των χρηματιστηριακών αγορών και δεν απεικονίζεται από τις συναλλαγές των επενδυτών. Οι αποκλίσεις από την ορθολογική σκέψη είναι συστηματικές. Αν και οι αντικειμενικοί στόχοι των επενδυτών είναι ίδιοι, τα κίνητρα διαφέρουν, τα συναισθήματά τους και οι προσδοκίες τους επίσης. Δεν είναι μόνο το υλικό κέρδος που όλοι προσδοκούν αλλά και η χαρά της συμμετοχής στο παιχνίδι, η ηθική ικανοποίηση της νίκης επί του αντιπάλου. Οι επενδυτές διακατέχονται από συναισθήματα, όπως είναι ο φόβος και η απληστία. Επενδυτικές στρατηγικές έχουν αναπτυχθεί στηριζόμενες στα ανθρώπινα συναισθήματα: τα διανοητικά λάθη των επενδυτών οδηγούν σε υπό και υπέρ αντιδράσεις στις επιλογές τους και ο έλεγχος αυτών οδηγεί σε σωστές, θεωρητικά, επιλογές. Στα πλαίσια μιας αποτελεσματικής αγοράς, οι ψυχολογικές αρχές παίζουν σημαντικό ρόλο.

Μια ψυχολογική αρχή είναι η *συνέπεια*. Ακολουθώντας πιστά μία μέθοδο και μη παρεκκλίνοντας, αποκτάται πλεονέκτημα, θεωρητικά, στις αποδόσεις.

Άλλη ψυχολογική αρχή είναι η *εξουσία*. Οι άνθρωποι αντιδρούν αρχικά στην εξουσία μέχρι να εξοικωθούν μαζί της και να μη τους φοβίζει.

Η έννοια της αποτελεσματικότητας μιας αγοράς στηρίχτηκε αρχικά στον τυχαίο περίπατο. Ως τυχαίος περίπατος θεωρείται ένας βηματισμός στον οποίο τα μελλοντικά βήματα ή οι κατευθύνσεις που θα ακολουθηθούν δεν μπορούν να προβλεφθούν με βάση ενέργειες του παρελθόντος. Η εφαρμογή αυτού του όρου στις χρηματιστηριακές αγορές σημαίνει ότι οι μεταβολές στις τιμές στο βραχυχρόνιο διάστημα δεν μπορούν να προβλεφθούν με βάση τις παρατηρήσεις του παρελθόντος (Burton Malkiel, 2003) η οποία μπορεί να χαρακτηριστεί ως μία σειρά τιμών στην οποία οι μεταβολές είναι τυχαία βήματα τα οποία ακολούθησαν άλλα επίσης τυχαία βήματα. Το μοντέλο του τυχαίου περιπάτου (Random Walk Hypothesis) υποστηρίζει ότι οι πιθανές αποδόσεις μιας επένδυσης είναι ανεξάρτητες σειριακά και ότι η πιθανοτική τους κατανομή είναι σταθερή στη διάρκεια του χρόνου.

Ο Bachelier με το σύγγραμμά του *The Theory of Speculation* εξήγησε γιατί οι τιμές των μετοχών είναι αδύνατο να προβλεφθούν: παλαιά, παρόντα και προεξοφλημένα μελλοντικά γεγονότα αντικατοπτρίζονται στις τιμές της αγοράς αλλά παρουσιάζονται να μην έχουν καμία σχέση με τις μεταβολές των τιμών. Οι μεταβολές των τιμών εξαρτώνται από άπειρο αριθμό παραγόντων και είναι αδύνατον να παραχθούν μαθηματικές προβλέψεις.

Ο Bachelier περιγράφει την κατάσταση σε μια αγορά όπου οι συμμετέχοντες σε αυτό έχουν τις ίδιες πιθανότητες είτε να κερδίσουν είτε να χάσουν, ως *δίκαιο παιχνίδι* (fair game).

Στο ερώτημα, ποια από τις δύο σειρές αποτελεσμάτων ρίψης ενός νομίσματος φαίνεται πιο πιθανή

ΚΚΚΚΓΤΤΤ ή ΚΚΓΚΓΤΚΓ

Οι περισσότεροι απάντησαν τη δεύτερη διότι αυτή τους φαίνεται πιο τυχαία, ενώ στη πραγματικότητα και οι δύο σειρές έχουν την ίδια πιθανότητα εμφάνισης. Συνεπώς, κάποιες συνεχόμενες άνοδοι ή πτώσεις των χρηματιστηριακών τιμών μπορεί να είναι τελείως τυχαίες αλλά η αναζήτηση κανονικών προτύπων μας κάνει να τις βλέπουμε ως βάση για να προβλέψουμε το μέλλον.

Η *χρηματιστηριακή φούσκα* (bubble) είναι ένα φαινόμενο βασισμένο κυρίως στη ψυχολογική διάθεση των επενδυτών. Με τον όρο φούσκα εννοούμε τη διαφορά μεταξύ θεμελιώδους αξίας μιας μετοχής και της χρηματιστηριακής της τιμής η οποία συνεχώς μεγαλώνει μέχρι να σταματήσει απότομα και να πέσει (Camerer, 1989).

Σύμφωνα με τον Shiller (2000), είναι μια κατάσταση στην οποία υψηλές τιμές μετοχών συστήνονται προσωρινά, περισσότερο από τον ενθουσιασμό των επενδυτών παρά από εκτιμήσεις πραγματικών δεδομένων. Αν ένας επενδυτής αγοράσει και κρατήσει μια μετοχή για πεπερασμένο χρονικό διάστημα και τη μεταπωλήσει σε άλλον επενδυτή κι ο τελευταίος ενεργήσει όπως και ο προηγούμενος πωλώντας την σε άλλον επενδυτή, αυτή η κερδοσκοπική διαδικασία θα σταματήσει απότομα και η τιμή της μετοχής να καταρρεύσει. Οι επενδυτές αγοράζουν ακριβά εν γνώση τους ότι η μετοχή μπορεί να παραμείνει στα χέρια τους χωρίς να βρουν αγοραστή λόγω της ήδη υψηλής τιμής της, πωλούν ακριβότερα κι αυτό θα συνεχιστεί μέχρι να παραμείνει στον *τελευταίο* ο οποίος θα υποστεί τη ζημία.

Ειδικός τύπος της χρηματιστηριακής φούσκας είναι η *χρηματιστηριακή μόδα*. Οι τιμές των μετοχών συχνά καθορίζονται και από την ευημερία που απολαμβάνουν οι επενδυτές. Η αγορά ορισμένων μετοχών μπορεί να γίνεται από λόγους επίδειξης κοινωνικού *status* παρά για οικονομικούς λόγους. Το ίδιο μπορεί να συμβεί και για τη πώληση κάποιας μετοχής ή ακόμα και ολόκληρου κλάδου (ο κλάδος πληροφορικής προσέφερε κοινωνική επίδειξη - καταξίωση την δεκαετία του 1990 ενώ τα επόμενα έτη δεν ήταν της *μόδας*).

Όλες οι *μανίες* έχουν κάποια κοινά χαρακτηριστικά . Οι πραγματικές μανίες είναι λίγες και με μεγάλη χρονική απόσταση μεταξύ τους. Τα χαρακτηριστικά που προσδιορίζουν μια χρηματιστηριακή μανία σύμφωνα με το Contrarian Investing (Galea & Patallon) είναι τα εξής:

- § Οι κερδοσκοπικές μανίες παρουσιάζονται σχεδόν πάντα στη διάρκεια περιόδων ευημερίας. Μόνο τότε οι άνθρωποι έχουν περισσευούμενα χρήματα για να κερδοσκοπήσουν.
- § Το εύκολο χρήμα τροφοδοτεί τις μανίες.
- § Οι μανίες είναι ευρύτερα αποδεκτές. Οι πλούσιοι διοχετεύουν το σπόρο της μανίας σε επαγγελματίες επενδυτές. Οι μάζες ακολουθούν πολύ αργότερα προσπαθώντας να συναγωνισθούν τους *market makers*.
- § Έγκυρες γνώμες σχεδόν πάντα καθησυχάζουν τους επενδυτές.
- § Οι απαισιόδοξοι δεν εισακούονται.
- § Όλες οι μανίες τελειώνουν απότομα και απροειδοποίητα. Γίνονται φανερές μόνο εκ των υστέρων.

Σε όλες τις παραπάνω περιπτώσεις (φούσκα, μανία, μόδα) το αποτέλεσμα είναι η χρηματιστηριακή κρίση που ορίζεται ως η απότομη πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων και η οποία συνοδεύεται από χειροτέρευση οικονομικών δεικτών και πτωχεύσεις εταιριών (Kindleberger,1978).

4.1.2. Η Ψυχολογία των Επενδυτών στις Χρηματιστηριακές Αγορές

Θεωρητικά, κάθε επενδυτής εξετάζει προσεκτικά όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες πριν λάβει τις επενδυτικές του αποφάσεις. Αυτό δε συμβαίνει όμως πάντα.

Η Χρηματοοικονομική της Συμπεριφοράς δίνει έμφαση στην ψυχολογία και προσπαθεί να εξηγήσει γιατί οι άνθρωποι αγοράζουν ή πωλούν μετοχές.

Οι έρευνες που έγιναν τις δεκαετίες μετά τους Von Neumann και Morgenstern έδειξαν ότι, δυστυχώς, οι άνθρωποι παραβιάζουν συστηματικά την θεωρία της αναμενόμενης χρησιμότητας όταν πρόκειται να επιλέξουν ανάμεσα σε επικίνδυνες στρατηγικές. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να υπάρξει μία εκρηκτική εξέλιξη στις έρευνες που αφορούσαν τις λεγόμενες «μεθόδους μη αναμενόμενης χρησιμότητας», οι οποίες προσπαθούσαν να συνταυτιστούν καλύτερα με τα εμπειρικά δεδομένα. Οι πιο γνωστές είναι: η θεωρία της σταθμισμένης χρησιμότητας [Chew και MacCrimmon (1979), Chew (1983)], η θεωρία της πλήρους αναμενόμενης χρησιμότητας [Chew (1989), Dekel (1986)], η θεωρία της απέχθειας της απογοήτευσης [Gul (1981)], η θεωρία της θλίψης [Bell (1982), Loomes και Sugden (1982)] και η θεωρία των προσδοκιών [Kahneman και Tversky (1979), Tversky και Kahneman (1992)].

Κατά πόσο, όμως, οι οικονομολόγοι ενδιαφέρονται για αυτές τις εναλλακτικές μεθόδους; Η θεωρία της αναμενόμενης χρησιμότητας αποτελεί μία πολύ καλή προσέγγιση της συμπεριφοράς των επενδυτών απέναντι σε επενδυτικές επιλογές που εμπεριέχουν κίνδυνο, όπως το χρηματιστήριο, παρόλο που δεν έχει την δυνατότητα να ερμηνεύσει την συμπεριφορά τους απέναντι σε επικίνδυνες στρατηγικές όπως αυτές που μελετώνται στις εμπειρικές αναλύσεις. Από την άλλη πλευρά, η δυσκολία που η θεωρία της αναμενόμενης χρησιμότητας συναντά στην προσπάθειά της να εξηγήσει βασικά σημεία σχετικά με το χρηματιστήριο υποδεικνύει ότι αξίζει μία πιο προσεκτική ματιά στις εμπειρικές αναλύσεις. Πράγματι, κάποιες πρόσφατες έρευνες πάνω στη ψυχολογία των επενδυτών έδειξαν ότι οι παραβιάσεις της θεωρίας της αναμενόμενης χρησιμότητας αποτελούν ένα πολύ σημαντικό μάθημα για την κατανόηση πλήθους χρηματοοικονομικών φαινομένων.

Ο ψυχολόγος Ward Edwards (1968) περιγράφει τον συντηρητισμό και την ανησυχία των ανθρώπων απέναντι σε κάτι νέο ως αποτυχία επεξεργασίας κάθε νέας πληροφορίας π.χ. ως προς τα κέρδη μιας μετοχής σε σχέση με τις παλαιότερες

πληροφορίες για σταθερή κατανομή κερδών. Οι επενδυτές αυτοί δε δίνουν σημασία σε νέα στατιστικά στοιχεία που είναι αντίθετα με πληροφορίες του παρελθόντος και τις οποίες έχουν αφομοιώσει.

Σύμφωνα με την *Θεωρία των προσδοκιών* (R. Shiller, Kahneman and Tversky, 1979), οι άνθρωποι ανταποκρίνονται διαφορετικά στις ισοδύναμες καταστάσεις ανάλογα με το εάν παρουσιάζονται στα πλαίσια μιας απώλειας ή ενός κέρδους. Οι άνθρωποι έχουν αντίρρηση στο να χάνουν. Απογοητεύονται περισσότερο από την προοπτική των απωλειών σε σχέση με το πόσο χαρούμενοι γίνονται από τα ισοδύναμα κέρδη. Αυτή η *αποστροφή των απωλειών* σημαίνει ότι οι άνθρωποι είναι πρόθυμοι να αναλάβουν περισσότερους κινδύνους για να αποφύγουν τις απώλειες (mental penalty) από ό,τι για να πραγματοποιήσουν τα κέρδη (mental reward): ακόμη και αν βρεθούν αντιμέτωποι με το σίγουρο κέρδος, οι περισσότεροι επενδυτές αποφεύγουν τον κίνδυνο (risk-aversion) αλλά όταν βρίσκονται αντιμέτωποι με την σίγουρη απώλεια, γίνονται περισσότερο ρισοκίνδυνοι (risk-taking).

Όπως γράφει ο Tversky (1986), «το σημαντικότερο χαρακτηριστικό της ανθρώπινης συμπεριφοράς όσον αφορά στην ικανοποίηση είναι ότι οι άνθρωποι είναι πολύ περισσότερο ευαίσθητοι στα αρνητικά παρά στα θετικά ερεθίσματα. Υπάρχουν λίγα πράγματα που θα μπορούσαν να μας κάνουν να νιώσουμε καλύτερα ενώ υπάρχουν πάρα πολλά πράγματα που θα μπορούσαν να μας κάνουν να νιώσουμε χειρότερα».

Ο Shefrin (2001) σχολιάζοντας την αποστροφή των επενδυτών προς την πραγματοποίηση ζημιών, υπέθεσε πως αυτή μπορεί να μετριασθεί από τον πανικό στον οποίο μπορεί να βρεθεί ο επενδυτής, οδηγώντας τον σε απεμπόληση των μετοχών όταν συνειδητοποιήσει ότι αρχίζει να χάνει. Υποστηρίζει πως υπάρχει μια αιτιώδη σχέση ανάμεσα στην υπο αντίδραση και υπερ αντίδραση των επενδυτών και σε κάποιους παράγοντες, όπως στις ιστορικές πληροφορίες βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου χαρακτήρα. Ο Rabin (2000) αναφέρει ότι οι επενδυτές αποφεύγουν υπερβολικά το ρίσκο όταν είναι να αντιμετωπίζουν διλήμματα (gamble) που περικλείουν μεγάλα ποσά.

Η Μελέτη των Scheinkman και Xiong “Overconfidence and Speculative Bubbles”, περιλαμβάνει μια έρευνα αναφορικά με μία υποθετική αγορά με ένα μόνο τίτλο με κίνδυνο, με περιορισμένη προσφορά και πολλούς ουδέτερους στον κίνδυνο επενδυτές, σε ένα μοντέλο συνεχούς χρόνου με απεριόριστο ορίζοντα. Το τρέχον μέρισμα του τίτλου, είναι μία «θορυβώδης» παρατήρηση μιας θεμελιώδους μεταβλητής και καθορίζει τα μελλοντικά μερίσματα. Εκτός των μερισμάτων, δύο άλλα σύνολα πληροφοριών είναι διαθέσιμα κάθε στιγμή.

Οι πληροφορίες είναι διαθέσιμες σε όλους τους επενδυτές οι οποίοι όμως χωρίζονται σε δύο ομάδες, η κάθε μία από τις οποίες έχει μεγαλύτερη εμπιστοσύνη σε ένα από τα δύο σύνολα πληροφοριών. Σαν αποτέλεσμα, κατά την πρόβλεψη των μελλοντικών μερισμάτων, κάθε ομάδα ρίχνει διαφορετικό βάρος σε αυτά τα σύνολα, καταλήγοντας σε διαφορετικά αποτελέσματα. Παρόλο που η κάθε ομάδα γνωρίζει κατά πόσο η πρόβλεψή της διαφέρει από την πρόβλεψη της άλλης ομάδας, περιορισμοί συμπεριφοράς τους οδηγούν στο να συμφωνήσουν ότι πρέπει να διαφωνήσουν. Καθώς οι πληροφορίες ρέουν, οι προβλέψεις των δύο ομάδων παρουσιάζουν διακύμανση, και η ομάδα που κάποια στιγμή μπορεί να είναι σχετικά πιο αισιόδοξη, μπορεί μελλοντικά να εμφανίζεται σχετικά λιγότερο αισιόδοξη από την άλλη ομάδα. Αυτή η εναλλαγή στις σχετικές γνώμες είναι που προκαλεί τις συναλλαγές.

Όταν αποφασίζουν την αξία ενός τίτλου, οι επενδυτές λαμβάνουν υπόψη την γνώμη τους για την αξία του θεμελιώδους μεγέθους καθώς επίσης και το γεγονός ότι ο κάτοχος του τίτλου έχει το δικαίωμα να τον πουλήσει μελλοντικά στους επενδυτές της άλλης ομάδας. Το δικαίωμα αυτό μπορεί να ασκηθεί από τον τρέχοντα κάτοχο του τίτλου οποτεδήποτε, και ο νέος κάτοχος αποκτά με τη σειρά του το ίδιο ακριβώς δικαίωμα. Αυτά τα χαρακτηριστικά καθιστούν το δικαίωμα αυτό «αμερικανικό» και του προσδίδουν μία επαναλαμβανόμενη δομή.

Η «φούσκα» στη μελέτη αυτή γεννιέται από τις προσδοκίες των επενδυτών για εκμετάλλευση του πλεονεκτήματος των μελλοντικών λαθών άλλων επενδυτών. Σε αντίθεση με τις ορθολογικές «φούσκες», οι «φούσκες» του μοντέλου αυτού δεν είναι

απαραίτητο να είναι «εκρηκτικές». Κατά συνέπεια, μεταβλητές όπως οι τιμές των τίτλων και η αλλαγή των τιμών αυτών, μπορεί να έχουν σταθερές κατανομές. Ενώ το μοντέλο έχει έναν απεριόριστο ορίζοντα, η «φούσκα» μπορεί να υπάρχει ακόμα και για ένα τίτλο με πεπερασμένη λήξη, πράγμα που δεν είναι δυνατό στις ορθολογικές «φούσκες». Επιπλέον, η «φούσκα» εδώ μπορεί να παράγει προβλέψιμες αποδόσεις.

Γενικότερα, οι θεωρίες βασισμένες στην υπερεμπιστοσύνη των επενδυτών και στις αλλαγές στην εμπιστοσύνη, οι οποίες οφείλονται στην λανθασμένη απόδοση υπερβολικής σημασίας από πλευράς των επενδυτών στη συνεισφορά τους στα αποτελέσματα των επενδύσεων. Η θεωρία υποστηρίζει ότι οι επενδυτές θα υπεραντιδράσουν στις προσωπικές πληροφορίες και θα υποαντιδράσουν στις δημόσιες πληροφορίες. Σε αντίθεση με την συνήθη σχέση θετικών (αρνητικών) αυτοσυσχετίσεων των αποδόσεων με υποαντίδραση (υπεραντίδραση) στις νέες πληροφορίες, αποδεικνύεται ότι θετικές αυτοσυσχετίσεις των αποδόσεων μπορεί να είναι αποτέλεσμα της συνεχούς υπεραντίδρασης. Αυτό ακολουθείται από μακροπρόθεσμη διόρθωση. Έτσι, βραχυχρόνιες θετικές αυτοσυσχετίσεις μπορεί να είναι σύμφωνες με μακροχρόνιες αρνητικές αυτοσυσχετίσεις. Η θεωρία επίσης προσφέρει μία εξήγηση για το φαινόμενο των μέσων αντιδράσεων των τιμών των μετοχών σε ένα δημόσιο γεγονός, με την ίδια ένδειξη όπως οι μετά το γεγονός μακροχρόνιες μη κανονικές αποδόσεις. Αυτό το φαινόμενο, έχει συχνά ερμηνευθεί σαν υποαντίδραση της αγοράς στο γεγονός. Δείχνεται ότι αυτή η υποαντίδραση στις δημόσιες πληροφορίες δεν είναι ούτε αναγκαία, ούτε ικανή συνθήκη για προβλεψιμότητα τόσο πολύ βασισμένη στο γεγονός. Μία τέτοια προβλεψιμότητα, μπορεί να προκληθεί από υποαντίδραση μόνο εάν το γεγονός επιλέγεται σαν απάντηση στη λανθασμένη τιμολόγηση της αγοράς. Εναλλακτικά, η προβλεψιμότητα μπορεί να εμφανιστεί όταν το δημόσιο γεγονός αποτελεί το έναυσμα μιας συνεχούς υπεραντίδρασης.

Οι Barberis και Thaler στο άρθρο τους “A survey of Behavioral Finance” (2003) αναφέρουν ότι οι σύγχρονοι οικονομολόγοι είναι ιδιαίτερα επιφυλακτικοί με τα παραπάνω εμπειρικά ευρήματα των ψυχολόγων καθώς πιστεύουν ότι 1) οι άνθρωποι,

μέσα από την συστηματική επανάληψη των σφαλμάτων τους, θα μάθουν τελικά ποιο είναι το σωστό, 2) οι ειδικοί σε έναν συγκεκριμένο τομέα θα κάνουν λιγότερα σφάλματα και 3) αν οι άνθρωποι έχουν ισχυρότερα κίνητρα τότε όλοι οι παραπάνω παράγοντες θα τείνουν να εξαφανιστούν.

Ενώ όλοι οι παραπάνω παράγοντες μπορούν να μειώσουν τα συστηματικά σφάλματα σε κάποιο βαθμό, δεν μπορούν να τα εξαφανίσουν τελείως. Οι έρευνες έχουν δείξει ότι όταν ένα συστηματικό σφάλμα εξηγείται σε αυτόν που το κάνει, και ενώ καταλαβαίνει πού κάνει το σφάλμα, αμέσως μετά μπορεί να το ξανακάνει. Επίσης, έχει αποδειχτεί ότι η εξειδίκευση σε ένα συγκεκριμένο τομέα αποτελεί περισσότερο εμπόδιο παρά βοηθητικό εργαλείο καθώς οι άνθρωποι αυτοί τείνουν να δείχνουν μεγαλύτερη αυτοπεποίθηση. Τέλος, ενώ κάποιες έρευνες έχουν δείξει ότι τα ισχυρότερα κίνητρα μπορούν κάποιες φορές να μειώσουν τα συστηματικά σφάλματα, παρόλα αυτά δεν αποτελούν σημαντικό στοιχείο για την αποκατάσταση της ορθολογικότητας.

Οι επενδυτές έχουν τη τάση να βάζουν υψηλότερη τιμή σε κάτι που κατέχουν και πωλούν παρά στο ίδιο πράγμα όταν δεν είναι δικό τους. Ενοχλούνται από την ιδέα ότι κάποιος άλλος θα κερδίσει μελλοντικά από αυτό που δε το θέλουν πια και το πωλούν. Στη πώληση μια μετοχής, φοβούνται μη το μετανιώσουν που την πωλούν ενώ κάποιος άλλος θα κερδίσει από αυτό.

Οι επενδυτές επιθυμούν να αποφεύγουν το *αίσθημα της μετάνοιας* (regret aversion) που προκύπτει από μια ανεπιτυχή επενδυτική επιλογή. Η μετάνοια δεν αναφέρεται μόνο στην οικονομική ζημία αλλά και στο αίσθημα της λανθασμένης αυτής επιλογής. Στην προσπάθεια να αποφευχθεί η καταγραφή των ζημιών, οι επενδυτές αναβάλλουν τη πώληση των μετοχών με αρνητικές αποδόσεις, κυρίως λόγω της αποστροφής του συναισθήματος της μετάνοιας. Ο Koenig (1999) αναφέρει ότι οι επενδυτές προτιμούν μετοχές που θεωρούνται καλές ως άλλοθι στο συναίσθημα της μετάνοιας.

Απέναντι στα διλήμματα που τους παρουσιάζονται, οι άνθρωποι μπαίνουν σε μια νοητική διαδικασία επιλογής που καλείται *mental accounting*. Οι προτιμήσεις αλλάζουν

ανάλογα με το γενικότερο πλαίσιο στο οποίο παρουσιάζονται. Πολλοί άνθρωποι έχουν ένα προϋπολογισμό φαγητού για το σπίτι τους κι έναν για τη διασκέδασή τους. Στο σπίτι δε θα αγοράσουν γαρίδες κι άλλα ακριβά ψαρικά επειδή είναι πολύ ακριβά. Στο εστιατόριο όμως θα παραγγείλουν γαρίδες και άλλα ψαρικά αν και γνωρίζουν ότι εκεί θα τα πληρώσουν πολύ πιο ακριβά. Θα μπορούσαν να γλυτώσουν πολλά χρήματα αν επέλεγαν να φάνε στο σπίτι τα ακριβά φαγητά από ό,τι να τα έτρωγαν σε εστιατόριο. Επειδή όμως σκέφτονται ξεχωριστά για το φαγητό στο σπίτι και στο εστιατόριο επιλέγουν να τρώνε λιγότερο στο σπίτι.

Οι άνθρωποι αντιμετωπίζουν κάθε στοίχημα που εμπεριέχει ρίσκο χωριστά από το επίπεδο πλούτου που κατέχουν. Αυτό σημαίνει ότι κάθε μετοχή του χαρτοφυλακίου τους αντιμετωπίζεται χωριστά. Η συνήθεια αυτή τους οδηγεί συχνά σε μη άριστες, θεωρητικά, αποφάσεις αλλά φοβούνται να αποδεχτούν ότι έκαναν λάθος επιλογή.

4.1.3. Το Συναίσθημα των Επενδυτών

Διαχρονικά, η χρηματιστηριακή αγορά χαρακτηρίζεται από σημαντικές κρίσεις όπως είναι το μεγάλο κραχ του 1929, η «Μαύρη Δευτέρα» τον Οκτώβριο του 1987 και το Internet ή Dot.com bubble της δεκαετίας του 1990. Κάθε ένα από αυτά τα γεγονότα αναφέρεται σε μια δραματική μεταβολή των χρηματιστηριακών τιμών. Η παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία, οι χρηματιστηριακές τιμές είναι πάντοτε ίσες με τις προεξοφλημένες χρηματικές ταμειακές ροές, δυσκολεύεται να εξηγήσει τέτοιου είδους φαινόμενα.

Γι αυτόν το λόγο, οι ερευνητές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής προσπαθούν να ενισχύσουν και να βελτιώσουν τα παραδοσιακά υποδείγματα βασιζόμενοι σε δύο βασικές υποθέσεις. Η πρώτη υπόθεση αφορά την επίδραση του συναισθήματος στους επενδυτές και διατυπώθηκε από τους Delong, Shleifer, Summers και Waldmann (1990). Το συναίσθημα του επενδυτή ορίζεται γενικά ως η πεποίθηση που υπάρχει για τις μελλοντικές ταμειακές ροές, η οποία δε βασίζεται σε χειροπιαστά

δεδομένα. Σύμφωνα με τη δεύτερη υπόθεση, η οποία διατυπώθηκε από τους Shleifer και Vishny (1997), το να στοιχηματίζει κάποιος αντίθετα από το συναίσθημα του επενδυτή είναι δαπανηρό και επικίνδυνο. Σαν αποτέλεσμα, οι ορθολογικοί επενδυτές δε θα κινούνται αυστηρά προς διαμόρφωση των τιμών με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη, όπως απαιτεί η παραδοσιακή θεωρία. Στην ορολογία της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, φαίνεται ότι υπάρχουν όρια στην αντισταθμιστική κερδοσκοπία των επενδυτών (limits to arbitrage). Η πρόσφατη χρηματιστηριακή ιστορία επιβεβαιώνει αυτήν τη θεωρία. Το Internet bubble της δεκαετίας του 1990, μια περίοδος υπερβολικού συναίσθηματος του επενδυτή, οδήγησε τις τιμές κερδοσκοπικών μετοχών καθώς και τεχνολογικών μετοχών που δύσκολα αποτιμώνται, σε εξαιρετικά υψηλά συνεχώς αυξανόμενα επίπεδα.

Το ερώτημα που τίθεται πλέον δεν είναι αν το συναίσθημα του επενδυτή επηρεάζει τις χρηματιστηριακές τιμές, αλλά πως μπορούμε να μετρήσουμε και να ποσοτικοποιήσουμε αυτήν την επίδραση. Οι αρχικές μελέτες της δεκαετία του 1980, δεν ήταν αρκετά θεωρητικές και εξέταζαν αν η αγορά συνολικά δεν ήταν σωστά αποτιμημένη. Οι πιο πρόσφατες μελέτες όπως αυτή των Baker και Wurgler (2006), χρησιμοποιούν τις τελευταίες εξελίξεις της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής και παρέχουν πιο αξιόπιστους και ακριβείς ελέγχους .

Αν και το συναίσθημα του επενδυτή δεν είναι εύκολο να προσεγγισθεί, αυτό δε σημαίνει ότι δεν υπάρχουν χρήσιμες μεταβλητές που να προσεγγίζουν αυτήν τη συμπεριφορά. Στη συνέχεια καταγράφονται οι σημαντικότερες από αυτές τις μεταβλητές:

- *Ερευνες σε επενδυτές (Investor Surveys)*. Είναι ίσως ο πιο απλός και άμεσος τρόπος, ρωτώντας τους επενδυτές πόσο αισιόδοξοι είναι για τη χρηματιστηριακή αγορά. Πλήθος μελετητών έχουν χρησιμοποιήσει αυτή τη μέθοδο (Robert Shiller από το 1989, Brown & Cliff, 2005, Qiu & Welch, 2006, Lemmon & Portniaguina, 2006). Σύμφωνα με τα ευρήματά τους, μεταβολές στην καταναλωτική εμπιστοσύνη (consumer confidence) συσχετίζονται ισχυρά με τις αποδόσεις των μετοχών μικρής

κεφαλαιοποίησης και με αυτές των μετοχών που έχουν στη κατοχή τους κυρίως οι μικροεπενδυτές.

- *Η διάθεση των επενδυτών (Investor Mood)*. Άλλοι μελετητές προσπαθούν να συνδέσουν τις μεταβολές των τιμών με εξωγενείς αλλαγές στα ανθρώπινα συναισθήματα. Σύμφωνα με τους Kamstra, Kramer και Levi (2003), οι χρηματιστηριακές αποδόσεις είναι κατά μέσο όρο χαμηλότερες το φθινόπωρο και το χειμώνα, γεγονός που αποδίδουν στην εποχικότητα και τη χειρότερη διάθεση των επενδυτών λόγω της χειμερινής ώρας και της έλλειψης ηλιοφάνειας. Παραδόξως, οι Edmans, Garcia, και Norli (2008) θεωρούν σαν δείκτη τα αποτελέσματα των διεθνών αγώνων ποδοσφαίρου σαν μεταβλητή της διάθεσης και βρίσκουν ότι η χώρα που έχει ηττηθεί τείνει να παρουσιάζει χαμηλότερες αποδόσεις την επόμενη ημέρα, κυρίως για τις μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης.

- *Οι συναλλαγές των μικροεπενδυτών (Retail Investor Trades)*. Ο άπειρος μικροεπενδυτής είναι πιθανότερο να επηρεάζεται από το συναίσθημα του επενδυτή απ' ό,τι οι επαγγελματίες. Σύμφωνα με τους Greenwood και Nagel (2006) βρήκαν ότι οι νεαρότεροι επενδυτές ήταν πιθανότερο να αγοράσουν μετοχές στην κορυφή του Internet bubble.

- *Οι ροές των Α/Κ (Mutual Fund Flows)*. Οι Brown, Goetzmann, Hiraki, Shiraishi, και Watanabe (2002) πρότειναν ένα μέτρο προσέγγισης του συναισθήματος του επενδυτή βάσει των εισροών και των εκροών των μεριδιούχων ασφαλών ομολογιακών Α/Κ και επικίνδυνων μετοχικών Α/Κ υπεραξίας. Οι μεριδιούχοι Α/Κ τείνουν να κυνηγούν τις πρόσφατες παρελθούσες αποδόσεις και αυτή η συμπεριφορά μπορεί να οδηγήσει σε λανθασμένη αποτίμηση. Συγκεκριμένα, οι Frazzini και Lamont (2006) επιβεβαίωσαν αυτή την άποψη χρησιμοποιώντας ροές Α/Κ για να προσεγγίσουν το συναίσθημα του επενδυτή για μεμονωμένες μετοχές και βρήκαν ότι όταν τα Α/Κ που διακρατούν μια συγκεκριμένη μετοχή δέχονται σημαντικές εισροές, η μετέπειτα επίδοση αυτής της μετοχής είναι χαμηλή.

- *Όγκος συναλλαγών (Trading Volume)*. Ο όγκος συναλλαγών ή απλά η ρευστότητα μπορεί να θεωρηθεί σαν δείκτης του συναισθήματος του επενδυτή. Σύμφωνα με τους Baker και Stein (2004), εάν το short-selling είναι πιο δαπανηρό από το άνοιγμα και το κλείσιμο long θέσεων, οι μη ορθολογικοί επενδυτές είναι πιθανότερο να συναλλάσσονται, προσθέτοντας ρευστότητα, όταν είναι αισιόδοξοι παρά όταν είναι απαισιόδοξοι

- *Dividend Premium*. Οι μετοχές που πληρώνουν μέρισμα μοιάζουν αρκετά με τα ομόλογα στο γεγονός ότι οι περιοδικές πληρωμές τους αντιπροσωπεύουν ένα στοιχείο ασφάλειας. Το “premium” για τις μετοχές που πληρώνουν μέρισμα έχει αντίστροφη σχέση με το συναίσθημα του επενδυτή. Οι Baker και Wurgler (2004), ορίζουν αυτό το dividend premium ως τη διαφορά μεταξύ του μέσου MV/BV των μετοχών που πληρώνουν και αυτών που δεν πληρώνουν μέρισμα.

- *Υποτιμολόγηση των A.E.E.X. (Closed-End Fund Discount)*. Οι Εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου αποτελούν επενδυτικές εταιρείες με σταθερό αριθμό μετοχών οι οποίες διαπραγματεύονται στις χρηματιστηριακές αγορές. Το “discount” που παρουσιάζουν οι μετοχές των A.E.E.X. (ή περιστασιακά premium) είναι η διαφορά μεταξύ της εσωτερικής αξίας του χαρτοφυλακίου της και της χρηματιστηριακής τιμής της. Πολλοί ερευνητές, όπως οι Zweig (1973), Lee, Shleifer και Thaler (1991) και Neal και Wheatley (1998), υποστηρίζουν ότι όταν οι μετοχές των A.E.E.X διακρατούνται κυρίως από ιδιώτες επενδυτές, το μέσο discount μπορεί να αποτελεί δείκτη του συναισθήματος του επενδυτή, με το discount να αυξάνεται όταν είναι απαισιόδοξοι για την πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς. Το διάγραμμα X8 παρουσιάζει ενδεικτικά το discount της A.E.E.X. Δίας που υπήρχε την περίοδο του '99, στη χρηματιστηριακή κρίση και οι αντίστοιχες μονάδες του Γ.Δ.Χ.Α..

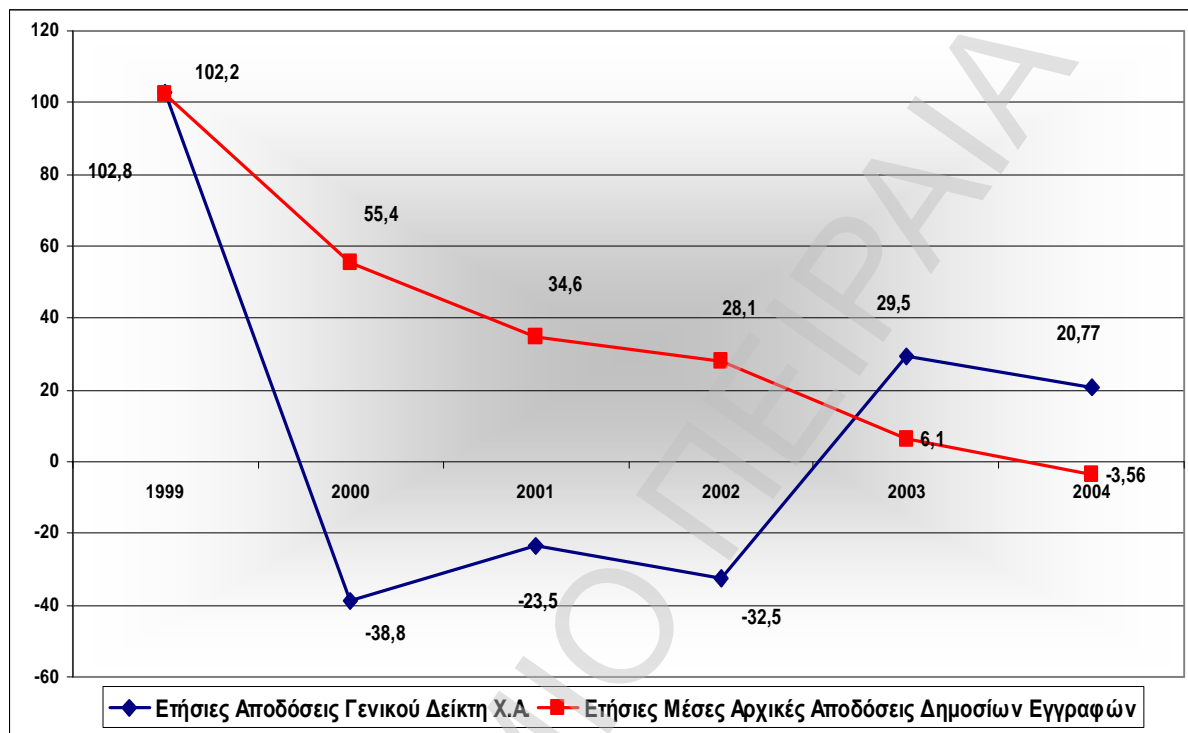
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8



- Απόδοση της 1^{ης} ημέρας των Αρχικών Δημοσίων Εγγρα

φών (IPO First-Day Returns). Κατά τις Αρχικές δημόσιες εγγραφές παρουσιάζονται πολύ συχνά εντυπωσιακές αποδόσεις κατά την 1^η ημέρα διαπραγμάτευσης των μετοχών, γεγονός που είναι δύσκολο να ερμηνευθεί χωρίς να επικαλεστεί το συναίσθημα και ο ενθουσιασμός των επενδυτών. Το διάγραμμα 9 παρουσιάζει τον αριθμό των Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών στο Χ.Α. για την περίοδο 1999-2004 και τις μέσες αποδόσεις την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής τους. Αντίστοιχα, στον πίνακα XX παρουσιάζονται οι αποδόσεις των αρχικών δημοσίων εγγραφών για τις πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσης τους έως και το διάστημα ενός έτους από την εισαγωγή τους. Αντίστοιχα ο πίνακας XX παρουσιάζει τις αποδόσεις των Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών το πρώτο έτος διαπραγμάτευσής τους στο Χ.Α.Α. και τις αντίστοιχες αποδόσεις του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών για τις ίδιες ημέρες.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 9



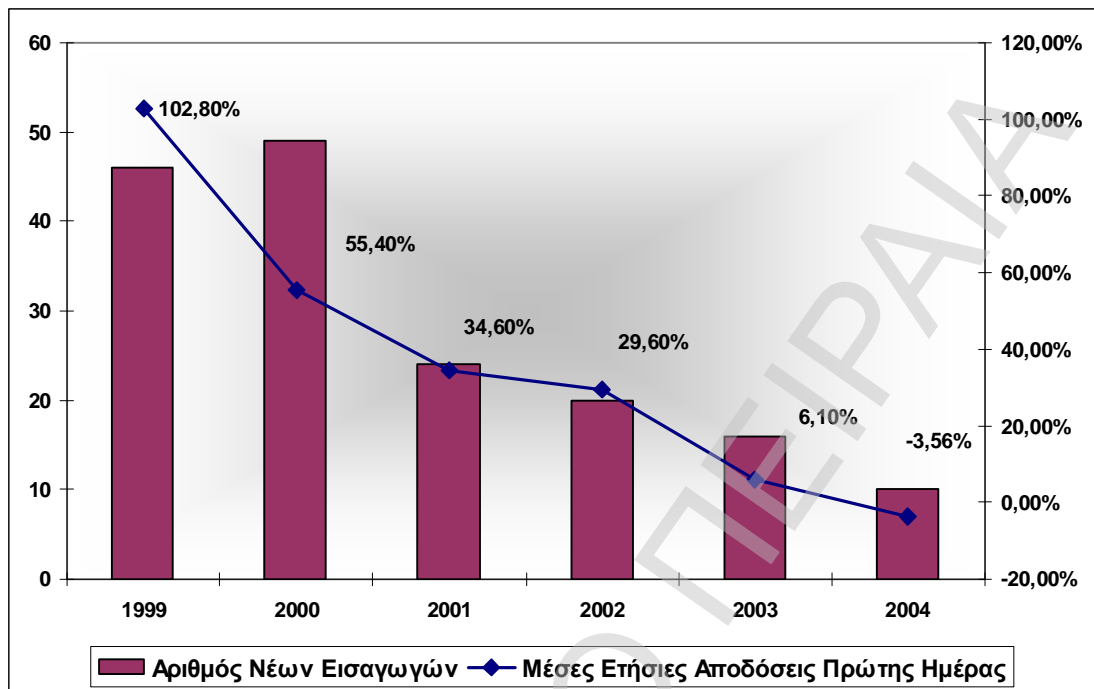
ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Υπερβάλλουσες Αποδόσεις και Επιπλέον Αποδόσεις από Δημόσιες Εγγραφές
στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών - Χρονική Περίοδος 1999-2004

ΑΠΟΔΟΣΗ¹	ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (%)	ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΑΡΑΤΗ- ΡΗΣΕΩΝ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ (%)	ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΜΕΓΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)
ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ						
1ης ημέρας	42,57%	27,19%	163	15,48%	-48,52%	175,47%
21ης ημέρας	62,58%	34,12%	163	19,23%	-69,36%	241,90%
63ης ημέρας	63,27%	22,19%	163	16,33%	-100,00%	221,18%
126ης ημέρας	64,03%	11,71%	163	6,20%	-100,00%	218,52%
189ης ημέρας	62,89%	1,30%	163	-6,43%	-100,00%	193,54%
250ης ημέρας	68,03%	2,13%	163	-5,58%	-100,00%	306,39%

ΑΠΟΔΟΣΗ²	ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΤΥΠΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (%)	ΑΡΙΘΜΟΣ ΠΑΡΑΤΗ- ΡΗΣΕΩΝ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ (%)	ΕΛΑΧΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)	ΜΕΓΙΣΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (%)
ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ						
21ης ημέρας	6,92%	38,04%	163	-0,18%	-66,84%	173,89%
63ης ημέρας	-5,01%	48,10%	163	-7,68%	-100,00%	156,25%
126ης ημέρας	-15,49%	56,72%	163	-15,15%	-100,00%	173,53%
189ης ημέρας	-25,90%	59,23%	163	-26,22%	-100,00%	148,55%
250ης ημέρας	-29,28%	58,15%	163	-29,03%	-100,00%	115,27%

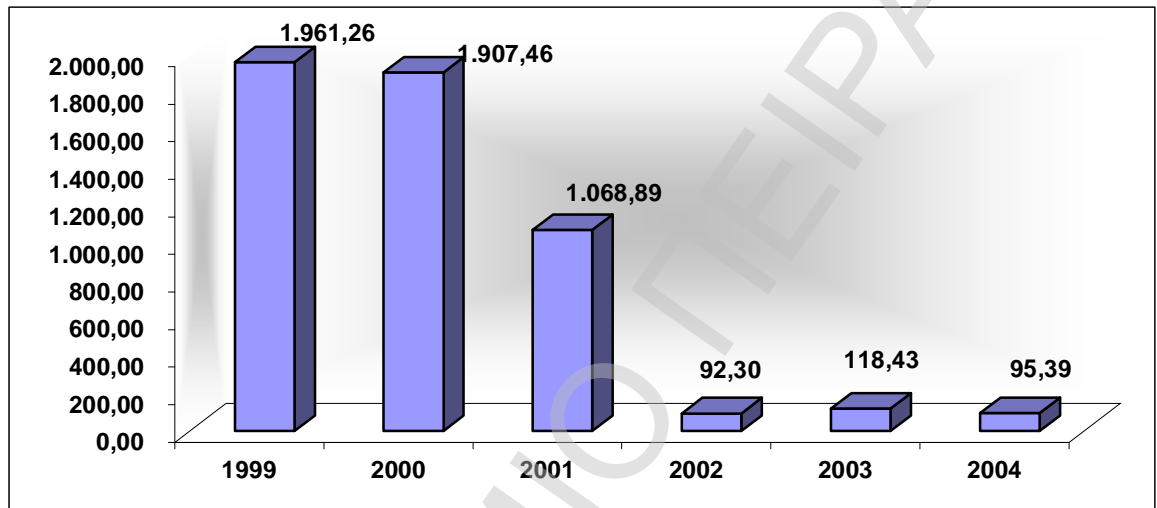
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 10



- Αντληθέντα κεφάλαια από Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές (IPO Volume). Η ζήτηση που παρατηρείται κατά τις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές επηρεάζεται από το συναίσθημα του επενδυτή. Δεν είναι τυχαίο το γεγονός ότι κατά τις περιόδους που επικρατεί αισιοδοξία για την πορεία της αγοράς παρατηρούνται περισσότερες Αρχικές Δημόσιες εγγραφές. Στο διάγραμμα 11 παρουσιάζονται τα κεφάλαια που αντλήθηκαν από τις Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές την περίοδο 1999-2004.

Διάγραμμα 11

Σύνολο Αντληθέντων Κεφαλαίων Δημοσίων Εγγραφών
για την Περίοδο 1999-2004



4.1.4. Η Ψυχολογία της Μάζας και η Συμπεριφορά της Αγέλης

Οι χρηματιστηριακές τιμές εκτός από τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη, επηρεάζονται και από την ψυχολογία των επενδυτών (Cohen, 2001), την ψυχολογία του κάθε επενδυτή ξεχωριστά αλλά και τη ψυχολογία του συνόλου που συχνά διαφέρει από το άθροισμα των μερών. Όταν η θέση συναλλαγής αποφέρει κέρδος ο αυτοσεβασμός του επενδυτή ενισχύεται και μαζί ο πλούτος του. Στην επικοινωνία του με άλλους επενδυτές με παρόμοιες κερδοφόρες θέσεις συναλλαγής επιβεβαιώνονται για την ορθότητα των αποφάσεών τους. Όταν οι αναλύσεις των ειδικών επιβεβαιώνουν και ενισχύουν τις αποφάσεις τους, βελτιώνεται ο συναισθηματικός τους κόσμος. Κάθε μέλος της ομάδας με τις ορθές επιλογές δε νιώθει μόνο του στην επενδυτική του επιλογή. Τείνουν να τονίζουν όχι μόνο τη δικαίωσή τους στις επιλογές αλλά και την αποτυχία του *ανεπιτυχούς πλήθους*. Οι τελευταίοι αισθάνονται μειονεκτικά έναντι της

επιτυχημένης ομάδας και τείνουν να ενδιαφέρονται για το μακροπρόθεσμο μέλλον αντί του άμεσου προκειμένου να κατευνάσουν τις αμφιβολίες για τις λάθος επιλογές τους. Ο κάθε επενδυτής ταυτίζεται με την ομάδα του και την ακολουθεί συχνά στις επιλογές της ανεξάρτητα της ορθότητας των αποφάσεών της.

Ο κάθε επενδυτής μπορεί να θεωρεί ότι λειτουργεί ορθολογικά στην αγορά αλλά το σύνολο να λειτουργεί παράλογα. Παράδειγμα που αναφέρεται για να δείξει τη δύναμη της ψυχολογικής παρόρμησης πάνω στη λογική και τη διαφορά της συμπεριφοράς του συνόλου σε σχέση με τη συμπεριφορά της μονάδας, είναι όταν σε ένα θέατρο που πιάνει φωτιά ο καθένας δρα ορθολογικά τρέχοντας προς την έξοδο αλλά το σύνολο δρα παράλογα, εφόσον όταν στοιβαχτούν όλοι στην έξοδο κανένας δε θα καταφέρει να βγει από το θέατρο. Παρόμοια είναι η περίπτωση που οι θεατές σε ένα γήπεδο σηκώνονται ταυτόχρονα όρθιοι σε κάποια στιγμή έντασης ενώ θα μπορούσαν να βλέπουν εξίσου καλά όλοι αν παρέμεναν καθιστοί στις θέσεις τους.

Η πρόβλεψη της *μαζικής ψυχολογίας* είναι σημαντικό βήμα για να κερδίσει κάποιος στο χρηματιστηριακό πεδίο (Geist, 1999). Ο Shleifer (2000) θεωρεί την χρηματιστηριακή αγορά σαν ένα εκρεμμές που κινείται μεταξύ φόβου και απληστίας. Ο εντοπισμός της κατεύθυνσης που κινείται το εκρεμμές είναι το ζητούμενο καθώς οι συνθήκες της απληστίας ή του φόβου αναγνωρίζονται εύκολα.

Ψυχολογικά πειράματα έχουν δείξει ότι ενώ ένα άτομο όταν λειτουργεί μόνο του δίνει σωστές απαντήσεις σε ερωτήσεις παρατηρηκότητας, όταν συμμετέχει με άλλους σε ομάδα που συνήθως δίνουν λάθος απαντήσεις, τότε και το άτομο ακολουθεί την ομάδα σε λανθασμένες απαντήσεις. Το άτομο δεν εκφράζει από φόβο την διαφορετική του άποψη.

Το φαινόμενο της μαζικής συμπεριφοράς ή *αγέλης (herding)*, συναντάται συχνά στις χρηματιστηριακές αγορές. Παρατηρήθηκε αρχικά στα μυρμήγκια τα οποία έχοντας να επιλέξουν δύο εστίες τροφής, αντί να μοιραζονται στις δύο εστίες, πήγαιναν κατά 80% στη μία εστία και κατά 20% στην άλλη. Οι επενδυτές, όπως και τα μυρμήγκια, τείνουν να αναπτύσσουν συμπεριφορά αγέλης. Πωλούν και αγοράζουν μαζικά μετοχές

γιατί το επιβάλλει η αγέλη. Μέσα στο πλήθος επενδυτών στη χρηματιστηριακή αγορά αναπτύσσονται οι λεγόμενοι *παπαγάλοι*. Επαναλαμβάνουν αυτά που τους λέει το αφεντικό τους σχετικά με μία μετοχή με σκοπό να πείσουν όσο περισσότερους μπορούν και να τους οδηγήσουν στην αγέλη με αποτέλεσμα να αγοράζουν και να πωλούν μαζικά.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα μιας χρηματιστηριακής αγοράς που βρήκε εφαρμογή η συμπεριφορά αγέλης ήταν ο Dow Jones το 1987. Η μη ορθολογική συμπεριφορά των επενδυτών παρέσυρε σε μεγάλη πτώση τις τιμές των μετοχών χωρίς να υπάρχει ουσιαστικός λόγος από κάποιες πιθανές μεταβολές σε θεμελιώδη μεγέθη των μετοχών αλλά και του κοινωνικο - οικονομικού περιβάλλοντος. Η συμπεριφορά του *κοπαδιού* αν και θεωρητικά μπορεί να περιγράψει την κίνηση των μετοχών, εμπειρικά είναι αδύνατον να ελεγχθεί. Οι όποιες σχετικές ερμηνείες εμπεριέχουν αυθαιρεσίες στην ανάλυσή τους κι αυτό αποτελεί βασικό πρόβλημα στην διερεύνηση των αποτελεσμάτων.

Παράδειγμα:

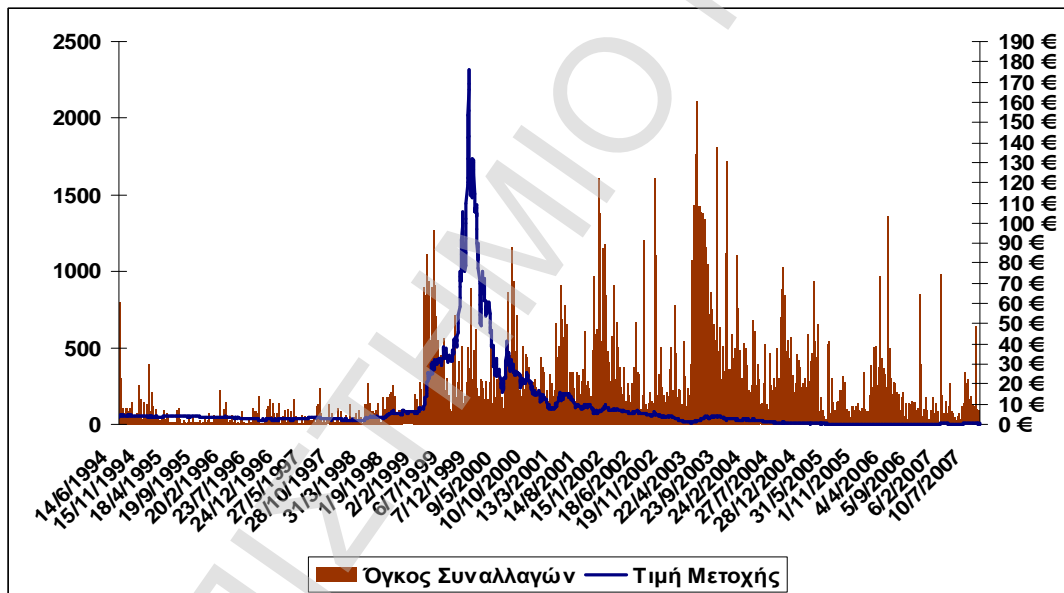
Η εταιρεία «Κλωστήρια Ναούσης Α.Ε.» αποτελεί ένα εξαιρετικό παράδειγμα της ύπαρξης των *noise traders*. Όπως παρατηρούμε από τον παρακάτω πίνακα αλλά και από το γράφημα, η χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης έγινε 12 φορές μεγαλύτερη μέσα σε έναν χρόνο ενώ ταυτόχρονα οι πωλήσεις της μειώθηκαν κατά 6,14% στο ίδιο χρονικό διάστημα. Αυτή η τεράστια αύξηση που σημειώθηκε δεν μπορεί να ερμηνευτεί με βάση τα θεμελιώδη δεδομένα της επιχείρησης ούτε ακόμα και από την αύξηση του μερίσματος η οποία ήταν της τάξεως του 118%. Κατά την κρίσιμη τριετία 1999-2001 η τιμή της μετοχής της έφτασε μέχρι και 175,98 ευρώ με το market value της επιχείρησης να είναι 3313,98 εκατ. ευρώ. Τέλος, η τιμή της μετοχής της σημείωσε ραγδαία πτώση μετά την έλευση αυτής της κρίσιμης περιόδου.

Ένας δείκτης που αξίζει ιδιαίτερης προσοχής είναι ο δείκτης της χρηματιστηριακής αξίας προς τις πωλήσεις. Ο δείκτης αυτός αποτελεί πολύ σημαντικό

στοιχείο για την ανάλυση και κατανόηση της οικονομικής κατάστασης κάθε επιχείρησης καθώς απεικονίζει την χρηματοοικονομική σε σχέση με την πραγματική εικόνα της επιχείρησης. Δηλαδή, μας δείχνει κατά πόσο η χρηματιστηριακή αξία μιας επιχείρησης καλύπτεται από και ανταποκρίνεται στις πωλήσεις της. Αυτό που μπορούμε να παρατηρήσουμε σχετικά με τον δείκτη αυτόν είναι ότι η τιμή που παίρνει κατά το έτος 1999 είναι ιδιαίτερα υψηλή η οποία μετά την έλευση της κρίσιμης τριετίας μειώνεται δραματικά, τόσο που σχεδόν μηδενίζεται.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 12

Πορεία Τιμής Μετοχής Κλωστήρια Ναούσης και Όγκου Συναλλαγών



Θεμελιώδης Ανάλυση της Κλωστήρια Ναούσης Α.Ε.

Κλωστήρια Ναούσης Α.Ε.	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Πωλήσεις (εκατ. ευρώ)	73,61	69,09	78,07	98,09	111,72	120,49	80,20	40,19	54,26
Καθαρά Κέρδη προ Φόρων (εκατ. ευρώ)	4,14	10,93	19,00	-16,54	-18,3	0,20	-73,13	-41,75	-42,62
Φόρος Εισοδήματος	1,17	2,25	0,66	0,89	-	-	0,42	1,33	3,52
Καθαρά Κέρδη μετά Φόρων (εκατ. ευρώ)	2,97	8,68	18,34	-17,43	-18,3	0,20	-73,55	-43,08	-46,14
Ίδια Κεφάλαια (εκατ. ευρώ)	54,88	190,30	204,12	379,25	236,15	202,01	153,95	35,69	32,85
Ξένα Κεφάλαια	32,28	45,30	50,86	101,74	104,45	89,75	138,50	133,20	270,84
Ίδια/ Ξένα Κεφάλαια	1,70	4,20	4,01	3,73	2,26	2,25	1,11	0,27	0,12
Κέρδη/ Μετοχή (προ Φόρων)	0,08	0,21	0,37	-0,21	-0,23	0,01	-3,61	-0,85	-0,48
Μέρισμα ανά Μετοχή	0,06	0,17	0,35	-	-	-	-	-	-
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων**	7,54%	5,74%	9,31%	-4,36%	-7,75%	0,10%	-47,50%	-116,98%	-129,74%
Αριθμός Μετοχών (εκατ.)	51,97	51,97	51,97	80,12	80,12	20,03	20,27	49,27	89,62
Τιμή Μετοχής (εκατ.)	5,32	61,63	10,93	6,71	2,54	2,32	0,55	0,20	0,24
Χρηματοπιστωτική Αξία (εκατ.)	276,48	3.202,91	568,03	537,61	203,50	46,47	11,15	9,85	21,51
Δείκτης προς Χρημ./κή Αξίας προς Πωλήσεις	3,76	46,36	7,28	5,48	1,82	0,39	0,14	0,25	0,40

*Υπολογίζεται το Μέρισμα / Μετοχή του 2006

**Για τον Υπολογισμό της Απόδοσης των Ιδίων Κεφαλαίων χρησιμοποιούνται τα κέρδη προ φόρων

Αξίζει να σημειωθεί ότι στις 21/10/1999 η Χρημ./κή Τιμή της Μετοχής Κλωστήρια Ναούσης ήταν στο ιστορικό υψηλό της 175,98€ με ΔΝ = 3313,98 εκατ. €

Κεφάλαιο 5ο

5.1. Η Συναλλαγές των Επενδυτών

Στο μέρος αυτό της παρούσης διπλωματικής εργασίας θα εξετάσουμε και θα προσπαθήσουμε να ερμηνεύσουμε τη δραστηριότητα των επενδυτών στη χρηματιστηριακή αγορά, τόσο των θεσμικών όσο και των ιδιωτών. Για την εξέταση του φαινομένου αυτού θα χρησιμοποιηθούν στοιχεία από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών που πλέον αποτελεί μέρος των Ελληνικών Χρηματιστηρίων.

Στην υπάρχουσα έρευνα της παραδοσιακής νέο-κλασικής Χρηματοοικονομικής Θεωρίας, γίνεται η υπόθεση για την ύπαρξη ενός απλού και αντιπροσωπευτικού επενδυτή ο οποίος αποτιμά «ορθολογικά». Η πεποίθηση για την ύπαρξη αυτής της ορθολογικότητας ουσιαστικά στηρίζει τη Θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών, από την άποψη ότι οι πραγματικές τιμές των περιουσιακών στοιχείων, αυτές που παρατηρούμε καθημερινά, τείνουν να συμπίπτουν με τις θεμελιώδεις τιμές. Ωστόσο, οι υποθέσεις αυτές, που δε λαμβάνουν υπόψη τους την ετερογένεια των επενδυτών, στο νέο-κλασικό υπόδειγμα, δεν αξιολογούν την αγοραπωλησία των περιουσιακών στοιχείων που πραγματοποιεί ο επενδυτής (no trading). Τα σημαντικότερα ερευνητικά παραδείγματα υποδειγμάτων που στηρίζονται στον «ορθολογικό αντιπροσωπευτικό επενδυτή» είναι η Θεωρία Χαρτοφυλακίου που αποτυπώθηκε από το Markowitz (1952), το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων από τους Sharpe (1964) και Lintner (1965), και η Θεωρία της Κεφαλαιακής Διάρθρωσης από τους Modigliani και Miller (1958).

Τα τέλη της δεκαετίας του 1970, η ασύμμετρη πληροφόρηση και υποδείγματα βασισμένα σε εκείνη, εισήχθησαν στη κλασική βιβλιογραφία της

Χρηματοοικονομικής. Τα υποδείγματα αυτά υποθέτουν κυρίως δύο είδη επενδυτών α) του πληροφορημένους επενδυτές και β) τους απληροφόρητους (ή ευρέως γνωστούς ως noise traders). Τα πρώτα παραδείγματα αυτών των υποδειγμάτων είναι τα άρθρα των Grossman (1976) και Holmström (1979). Παρόλο που τα υποδείγματα που στηρίζονται στην ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης προσέφεραν μια νέα πρόκληση για την Κλασική Χρηματοοικονομική Θεωρία, τα παραδοσιακά υποδείγματα με την υπόθεση του αντιπροσωπευτικού επενδυτή, μπορούν να χαρακτηριστούν στη γλώσσα του Kuhn (1970), ως κυρίαρχο παράδειγμα

Στα μέσα της δεκαετίας του '80, εμφανίστηκε και άνθισε μια νέα προσέγγιση, - η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική (Behavioral Finance). Θεωρητικές και εμπειρικές προσεγγίσεις της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής έγιναν από τους Kahneman και Tversky (1972, 1973, 1979). Στις αρχικές αλλά και θεμελιώδεις εφαρμογές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, περιλαμβάνονται η μελέτη των Shefrin και Statman (1985), οι οποίοι εφάρμοσαν τη prospect theory των Kahneman και Tversky για να εξηγήσουν αυτό που καλείται σήμερα "Disposition Effect". Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική χαρακτηρίζεται από επενδυτές με περιορισμένη ικανότητα να ερμηνεύσουν τις διαθέσιμες για εκείνους πληροφορίες και τη συστηματική μεροληψία τους από διάφορους παράγοντες, στη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων.

Μέχρι το τέλος της χιλιετίας, η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, συγκέντρωσε περισσότερο ενδιαφέρον: διάφορα θεωρητικά και εμπειρικά υποδείγματα δημοσιεύτηκαν σε leading finance journals. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική εισήχθει δυναμικά για να ανταγωνιστεί το μέχρι τότε «καθεστώς» των νέο-κλασικών θεωριών για τη συμπεριφορά του επενδυτή και την αποτίμηση περιουσιακών στοιχείων. Αλλά τι συμβαίνει με τον αντιπροσωπευτικό επενδυτή; Μπορεί η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική να αναγνωρίσει και να ερμηνεύσει τις διαφορές στη συμπεριφορά και την ανταπόκριση σε διάφορα ερεθίσματα των επενδυτών ανάλογα με το χαρακτήρα τους (εάν είναι θεσμικοί

επενδυτές ή ιδιώτες); Συνήθως δεν δύναται. Τα θεμελιώδη θεωρητικά υποδείγματα της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής όπως των Daniel, Hirshleifer και Subrahmanyam (1998) και των Barberis, Shleifer and Vishny (1998) κατασκευάστηκαν με τις παραδοχές από άλλα παραδοσιακά υποδείγματα που χρησιμοποιούσαν τον αντιπροσωπευτικό επενδυτή.

Η εμπειρική βιβλιογραφία που αφορά τη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική δεν τα κατάφερε καλύτερα. Με δεδομένη την απουσία δεδομένων αξιόπιστων και ικανών να εξετάσουν τις συμπεριφορές που τους ενδιέφεραν, συνήθως μόνο μια μερίδα επενδυτών μπορούσε και μπορεί να μελετηθεί κάθε φορά, όπως για παράδειγμα μερικοί διαχειριστές Αμοιβαίων Κεφαλαίων, ή οι συναλλαγές ορισμένων ιδιωτών επενδυτών μεμονωμένων επενδυτικών εταιρειών. Παρά το γεγονός ότι τέτοιες μελέτες προσέφεραν τεράστιες ανακατανομές στη γνώση για το πώς πραγματικά συμπεριφέρονται οι επενδυτές, δεν μπορούν να παρουσιάσουν την καθολική εικόνα της δυναμικής της αγοράς διάφοροι επενδυτές με διαφορετικές ανάγκες και προσδοκίες επενδύουν με διαφορετικό τρόπο.

Ο κάθε επενδυτής και trader φαίνεται να ακολουθεί τα τρία βασικά και θεμελιώδη στάδια επένδυσης. Πρώτον έρχεται το πρώτο στάδιο όπου ο απλός επενδυτής το μόνο που σκέφτεται είναι πως αυτό που πρέπει να κάνει είναι να αναλύσει πολύ καλά την αγορά και με τον τρόπο αυτό θα επιτύχει. Αυτό τον οδηγεί στην μελέτη των θεμελιωδών στοιχείων της μετοχής που τον ενδιαφέρει να επενδύσει (π.χ. το δείκτη P/E, το δείκτη P/BV, τη μερισματική απόδοση της μετοχής, τα κέρδη της, το μάνατζμεντ της κ.λπ.). Άλλοι επενδυτές στο στάδιο αυτό προτιμούν να αναλύουν τα τεχνικά χαρακτηριστικά των μετοχών (π.χ. τον όγκο συναλλαγών, το δείκτη RSI, τους κινητούς μέσους όρους κ.λπ.). Ή κάποιοι άλλοι προτιμούν να συνδυάζουν τις δύο μεθόδους. Μερικοί επενδυτές τέλος δεν προχωρούν από αυτό το πρωταρχικό στάδιο της ανάλυσής τους και την οποιαδήποτε αποτυχία τους την αποδίδουν απλώς στο γεγονός ότι δεν μπόρεσαν να συγκεντρώσουν τις πληροφορίες

που χρειάζονταν για την επένδυσή τους και ότι ερμήνευσαν λάθος τις πληροφορίες που είχαν στην κατοχή τους.

Δεύτερον έρχεται το στάδιο της διερεύνησης, όπου ο επενδυτής καταλαβαίνει ότι το στάδιο της ανάλυσης είναι μόνο ένα μέρος της συνολικής εικόνας. Στο στάδιο αυτό επίσης ο επενδυτής συνειδητοποιεί ότι τα κέρδη από τις επενδύσεις του και από τις συναλλαγές του στη χρηματιστηριακή αγορά θα προέλθουν από τον κίνδυνο στον οποίο έχει εκτεθεί. Αν επενδύσουμε σε ένα προϊόν που δεν ενέχει κίνδυνο, τότε η απόδοση που θα λάβουμε θα είναι πολύ μικρή ή μηδαμινή. Στο σημείο αυτό καταλαβαίνουμε ότι η διαχείριση του κινδύνου και των διαθεσίμων μας είναι πολύ σημαντικός παράγοντας για να έχουμε κάνει επιτυχημένες επιλογές. Ωστόσο, και αυτό ακόμα δεν είναι αρκετό.

Τέλος έρχεται η ολοκλήρωση του «γρίφου» όταν θα έχουμε συνειδητοποιήσει ότι οι άνθρωποι και οι αγορές δεν λειτουργούν ορθολογικά!!! Η μεγάλη μάχη γίνεται πάντοτε μέσα στο μυαλό μας. Εμείς παρατηρούμε πως οι καλοί επενδυτές μπορούν και ηρεμούν σε δύσκολες καταστάσεις και πειθαρχούν στην αγορά, ενώ παράλληλα καταλαβαίνουμε ότι οι επενδύσεις είναι παράλληλα «συναρπαστικές» αλλά και πολύ «αγχώδεις. Τότε συνηδεοποιούμε ότι η ψυχολογία είναι το μέρος που λείπει για να συμπληρωθεί η εικόνα και ουσιαστικά το τελευταίο κομμάτι του παζλ.

Ελάχιστοι επενδυτές φτάνουν στο τρίτο στάδιο ενώ ακόμα χειρότερα υπάρχουν στις αγορές επενδυτές που αρνούνται την επίδραση της ψυχολογίας στη λειτουργία των αγορών. Ο μεγαλύτερος κατά πολλούς επενδυτής εν ζωή, ο Warren Buffet, έχει δηλώσει ότι έχει καταλάβει το ρόλο της ψυχολογίας στις αγορές και ότι ήταν πάντοτε προσεκτικός στις επιλογές του. Αυτό είναι που έγραψε στον πρόλογο του κλασσικού βιβλίου του B. Graham “The Intelligent Investor”: «Για να επενδύσεις με επιτυχία κατά τη διάρκεια της ζωής σου δεν απαιτείται να διαθέτεις πολύ υψηλό δείκτη IQ, ασυνήθιστες ικανότητες ή εσωτερική πληροφόρηση. Αυτό που χρειάζεται είναι ένα υγιές διανοητικό πλαίσιο για τις αποφάσεις και τη δυνατότητα να συγκρατηθούν συγκινήσεις από το να διαβρώσουν εκείνο το πλαίσιο».

Ένα καλό παράδειγμα για την ψυχολογία των επενδυτών και τις συναλλαγές που πραγματοποιούν σε μια αγορά είναι η παγίδα που στην οποία πολλοί επενδυτές πέφτουν: και αφορά “the market’s money”. Αυτή είναι μια πολύ διαδεδομένη ιδέα που δεν αναγνωρίζεται από του επενδυτές και τους διαχειριστές. Ας υποθέσουμε ότι παρατηρούμε την πορεία της τιμής μιας μετοχής σε ένα γράφημα. Το ερώτημα που τίθεται στην περίπτωση αυτή είναι σε ποια χρονική στιγμή θα πρέπει να πουλήσουμε. το ερώτημα μας θα ακολουθήσει ένα άλλο πολύ βασικό ερώτημα «Πότε αγόρασα;» Ως επενδυτές θα πρέπει να έχουμε την εικόνα, του σε ποια τιμή αγόρασα τη μετοχή και μπορώ να την πουλήσω μελλοντικά σε κάποια τιμή όπου τα κέρδη μου θα είναι ικανοποιητικά. Ας υποθέσουμε τώρα δύο επενδυτές το Γιώργο και τη Μαρία, όπου αμφότεροι αγοράζουν μια μετοχή στην τιμή των 20€ η τιμή της μετοχής αυξάνεται και φτάνει τα 30€ Στο σημείο αυτό ρωτάμε και τους δύο επενδυτές ποιο είναι το κέρδος τους. Και οι δύο απαντάνε ότι το κέρδος τους είναι 10€ Η Μαρία πουλάει τη μετοχή της στα 30€ Ο Γιώργος περιμένει ... αλλά η τιμή της μετοχής πέφτει στα 28€ και αποφασίζει να πουλήσει. Τότε ρωτάμε ξανά τους δύο επενδυτές ποιο είναι το κέρδος τους από την αγορά της μετοχής. Η Μαρία απαντά ότι το κέρδος της είναι 10€ και ο Γιώργος ότι έχει κερδίσει 8€ Απαντάμε στο Γιώργο ότι από την πρώτη φορά που τον ρωτήσαμε, έχει χάσει 2€ Και αυτός μας απάντησε «Όχι, δεν έχασα τίποτα, αυτά τα χρήματα ήταν the market’s money». Σε αυτή την απάντηση, ο Γιώργος υπεκφεύγει την δεύτερη ερώτηση που το κάναμε και εμμένει στο γεγονός ότι τελικά είναι κερδισμένος. Η αντίδραση αυτή οφείλεται ενδεχομένως στον εγωισμό του.

Στο παράδειγμα αυτό ο Γιώργος δεν είναι «επιτυχημένος επενδυτής», γιατί δεν μπορεί να αναγνωρίσει τις απώλειες από τα δυνητικά του κέρδη αλλά μόνο από τα πραγματικά.

Ποια είναι όμως τα βασικότερα συμπεράσματα που εξάγονται από τη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική για τις συνήθειες και τις πράξεις των επενδυτών στις αγορές;

- Ø Οι επενδυτές είναι υπερ-αισιόδοξοι και πιστεύουν ότι μπορούν να κάνουν καλύτερες επιλογές από εκείνες που πράγματι μπορούν να κάνουν.
- Ø Οι επενδυτές πιστεύουν σε *winning streaks* και εντυπωσιάζονται από τις βραχυπρόθεσμες επιτυχίες τους έχοντας βραδύ επενδυτικό ορίζοντα.
- Ø Οι επενδυτές συγχέουν την οικειότητα με την πραγματική γνώση και υπερ-αντιδρούν σε θετικά και αρνητικά νέα.
- Ø Οι περισσότεροι επενδυτές πραγματοποιούν τις συναλλαγές τους «παγιδευμένοι» στον «κύκλο του φόβου και της απληστίας», όταν η αγορά ανεβαίνει γίνονται άπληστοι και επιδιώκουν το δυνατόν περισσότερα κέρδη, ενώ όταν η αγορά ακολουθεί πτωτική πορεία, απελπίζονται και είναι πεπεισμένοι ότι δεν πρόκειται να ανακάμψει ποτέ.

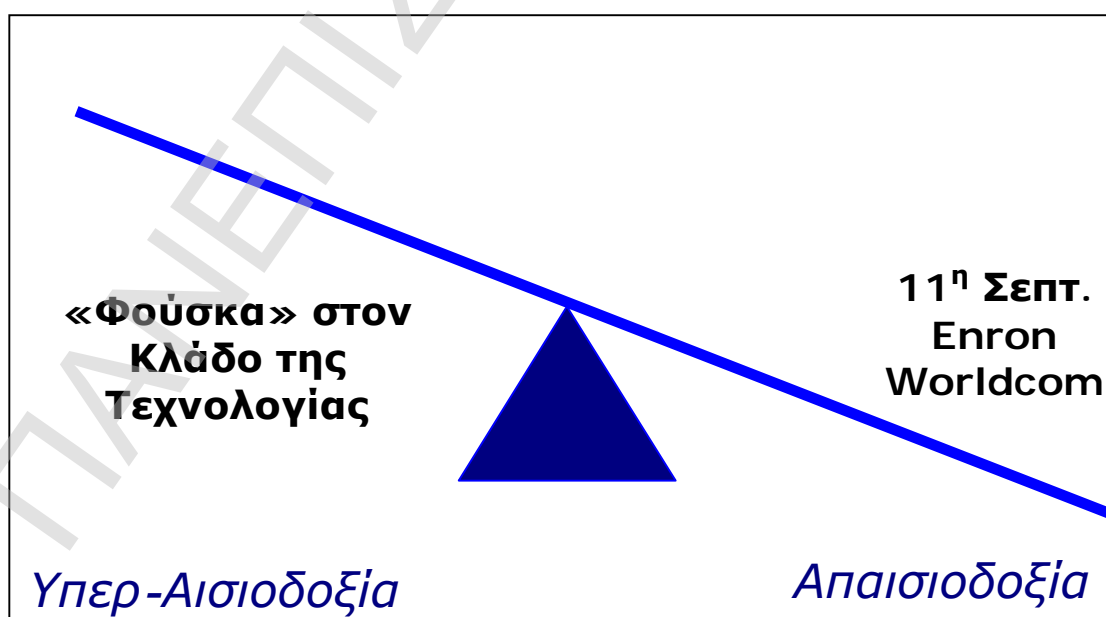
Οι λύσεις στις «κακές» αυτές συνήθειες των επενδυτών, που τους οδηγούν στο να πραγματοποιούν συναλλαγές ζημιογόνες για εκείνους είναι οι δύο ακόλουθες ρήσεις του Warren Buffet:

α) Αγοράζω με την υπόθεση ότι θα κλείσουν την αγορά την επόμενη ημέρα και δε θα την ξανανοίξουν για πέντε χρόνια.

και

β) Να φοβάσαι όταν οι άλλοι είναι άπληστοι... και να είσαι άπληστος όταν οι άλλοι φοβούνται

Στις χρηματιστηριακές αγορές, η Ψυχολογία των Επενδυτών επηρεάζεται κυρίως από την υπερβολική εμπιστοσύνη στον εαυτό τους και από τις προσδοκίες τους, αναφορικά με την αναμενόμενη απόδοση των κεφαλαίων τους και τον κίνδυνο. Χαρακτηριστικό παράδειγμα για την ανάλυση των δύο αυτών χαρακτηριστικών που επηρεάζουν την ψυχολογία των επενδυτών είναι η ανάλυση της περιόδου 1998-2002. την περίοδο 1998-2000 ήταν η αρχή της Τεχνολογικής Φούσκας, η οποία επηρέασε του δείκτες Υψηλής Τεχνολογίας, όπως ο Nasdaq και τους δείκτες τεχνολογίας παγκοσμίως. Η διεύρυνση του προβλήματος αυτού από τον κλάδο των τεχνολογιών έγινε λόγω της απαισιοδοξίας των επενδυτών μετά τη Φούσκα. Αρχικά, οι επενδυτές παρουσίασαν υψηλή αισιοδοξία για την πορεία των εταιρειών τεχνολογίας και Internet. Τα επόμενα δύο χρόνια, τις διεθνείς αγορές συγκλόνισαν γεγονότα, που κλόνισαν την εμπιστοσύνη των επενδυτών και τους έσπρωξαν στην απαισιοδοξία, με αποτέλεσμα, οι αγορές να παρουσιάσουν κάθετη πτώση την περίοδο 2001-2002. Τα γεγονότα αυτά δεν ήταν άλλα από την τρομοκρατική επίθεση στο Διεθνές Κέντρο Εμπορίου στη Νέα Υόρκη, την 11^η Σεπτεμβρίου το 2001 και ακόλουθα τα σκάνδαλα που αποκαλυφτήκαν για τις εταιρείες Enron και Worldcom. Στο διάγραμμα που ακολουθεί παρουσιάζεται με τη μορφή ζυγαριάς πως τα γεγονότα αυτά επηρέασαν την εμπιστοσύνη των επενδυτών.



Πολλές φορές η υπερβολική αισιοδοξία των επενδυτών έχει οδηγήσει σε απώλεια των χρημάτων τους κυρίως των μικροεπενδυτών και των απληροφόρητων επενδυτών (ή αμύητων – noise traders). Για πολλούς αναλυτές και Gurus των διεθνών αγορών, η υπερβολική αισιοδοξία και η υπερβολική εμπιστοσύνη του επενδυτή στον εαυτό του, μπορούν να ταυτιστούν με μικρότερες αποδόσεις (under-performance). Μία έρευνα που πραγματοποιήθηκε στις Η.Π.Α. από τους Odean and Barber (1998), για 78.000 ιδιώτες επενδυτές για την περίοδο 1986-1996, έδειξε ότι εκείνοι οι επενδυτές, οι οποίοι δεν πραγματοποιούσαν πολλές συναλλαγές είχαν μέση ετησιοποιημένη απόδοση ίση με 17,5%, οι πιο ενεργητικοί είχαν αντίστοιχα μέση ετησιοποιημένη απόδοση ίση με 10,0%, όταν ο δείκτης S&P 500 Composite είχε μέση ετησιοποιημένη απόδοση ίση με 16,9%. Στην έρευνα αυτή οι περισσότεροι ενεργητικοί επενδυτές περίμεναν ότι θα έχουν πάρει απόδοση μεγαλύτερη από το δείκτη αναφοράς κατά μέσο όρο περίπου 2%.

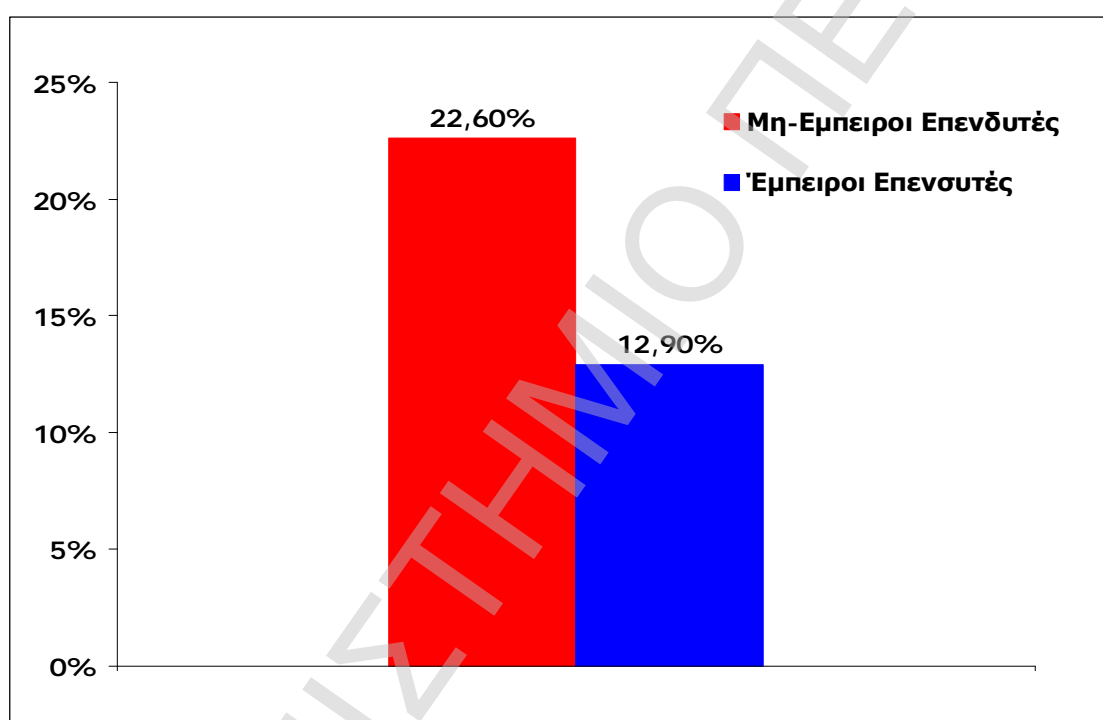
Δραστηριότητα Συναλλαγών	Ετησιοποιημένη Απόδοση
Λιγότερο Ενεργητικοί (20%)	17.5%
S&P 500 Composite	16.9%
Περισσότερο Ενεργητικοί (20%)	10.0%

Πηγή: Odean and Barber (1998)

Ο πλέον συνηθισμένος τρόπος να δαμάσει την υπερβολική αισιοδοξία του ο επενδυτής είναι να βεβαιωθεί ότι οι προσδοκίες του είναι «ρεαλιστικές» τόσο σε ανοδικές όσο και σε πτωτικές αγορές. Μια έρευνα των Paine Webber & Gallup Organization Survey (July 1999), έδειξε ότι περισσότεροι μη-έμπειροι επενδυτές ανέμεναν για τη δεκαετία 1998-2008 οι αποδόσεις τους να είναι της τάξης του 22,6%,

ενώ οι περισσότεροι έμπειροι επενδυτές ανέμεναν οι αποδόσεις τους να ανέρχονται περίπου στο 12,9%. Η δεύτερη προσέγγιση φαίνεται πιο ρεαλιστική καθώς οι πιο έμπειροι επενδυτές δεν αναμένουν να ξεπεράσουν το δείκτη αναφοράς. Αντίθετα, οι άπειροι και οι επενδυτές που δεν έχουν πληροφορίες για την αγορά, αλλά στηρίζονται κυρίως στην αισιοδοξία τους, αναμένουν υπερβολικά υψηλές αποδόσεις.

Οι Αναμενόμενες αποδόσεις των Έμπειρων και Μη-Έμπειρων Επενδυτών για τη Δεκαετία 1998-2008



Πηγή: Paine Webber & Gallup Organization Survey July 1999

Οι επενδυτές με υπερεμπιστοσύνη στις πληροφορίες που διαθέτουν και στις επενδυτικές τους ικανότητες, συναλλάσσονται συχνότερα και έτσι τα κέρδη τους είναι συνήθως χαμηλότερα από αυτά που αναμένουν. Μπορεί να είναι χαμηλότερα ακόμη και από τα κόστη συναλλαγών (Odean: 2000). Η υπερεμπιστοσύνη των επενδυτών στην ακρίβεια των προσωπικών τους πληροφοριών, παρότι μπορεί να συμβάλει στο παραπάνω αποτέλεσμα, δεν είναι αρκετή για να το εξηγήσει. Αυτοί οι επενδυτές πιθανότατα εξηγούν λανθασμένα τις διαθέσιμες πληροφορίες. Δεν

παρερμηνεύουν μόνο την ακρίβεια των πληροφοριών αλλά και το πραγματικό τους νόημα.

Δεν υπάρχει μέχρι στιγμής κάποιο μοντέλο που να προβλέπει τον «άριστο» όγκο συναλλαγών στις υπάρχουσες αγορές και έτσι είναι δύσκολο να εξετάσει κανείς εάν ο όγκος που παρατηρείται είναι υπερβολικός ή όχι. Εάν είναι υπερβολικός για μία ολόκληρη αγορά, τότε πρέπει να είναι υπερβολικός και για κάποιες ομάδες συμμετεχόντων σε αυτή. Η παρούσα εργασία δείχνει ότι ο όγκος συναλλαγών μίας συγκεκριμένης κατηγορίας επενδυτών (των πελατών μίας χρηματιστηριακής εταιρείας) είναι υπερβολικός. Η επιλογή αυτής της κατηγορίας των επενδυτών είναι βολική για την εξέταση της θεωρίας της υπερεμπιστοσύνης γιατί δεν έχουν να κάνουν με σχέσεις πρακτόρευσης που περιπλέκουν την κατάσταση. Από την άλλη, ο υπερβολικός όγκος συναλλαγών στη λιανική της χρηματιστηριακής θα μπορούσε να υποστηρίξει κανείς ότι είναι αποτέλεσμα είτε της υπερεμπιστοσύνης των επενδυτών, είτε της σφοδρής επιθυμίας των χρηματιστών να εισπράξουν προμήθειες. Ο υπερβολικός όγκος συναλλαγών των θεσμικών επενδυτών μπορεί επίσης να είναι αποτέλεσμα των δύο παραπάνω παραγόντων. Οι Dow και Gorton (1997) για παράδειγμα, αναπτύσσουν ένα μοντέλο στο οποίο οι διαχειριστές χρήματος πραγματοποιούν συναλλαγές μόνο και μόνο για να αποδείξουν ότι αξίζουν να χρήματα που παίρνουν και δεν πληρώνονται «απλά για να μην κάνουν τίποτε».

Σε μία αγορά με κόστη συναλλαγών θα περιμέναμε οι λογικοί και πληροφορημένοι επενδυτές που συναλλάσσονται με σκοπό της αύξηση των αποδόσεων, να επιτυγχάνουν τελικά αυτή την αύξηση, κατά μέσο όρο, τουλάχιστον στο βαθμό που θα τους επιτρέψει να καλύψουν τα κόστη συναλλαγών. Με άλλα λόγια, θα περιμέναμε τα χρεόγραφα που αυτοί οι επενδυτές αγοράζουν, να ξεπερνούν σε απόδοση αυτά που πωλούν. Εάν οι κερδοσκόποι επενδυτές είναι πληροφορημένοι αλλά υπερεκτιμούν την ακρίβεια των πληροφοριών τους, τα χρεόγραφα που θα αγοράσουν θα ξεπεράσουν σε απόδοση αυτά που θα πουλήσουν, αλλά πιθανόν όχι αρκετά για να καλύψουν τα κόστη συναλλαγών. Εάν αυτοί οι επενδυτές πιστεύουν

πως έχουν πληροφορίες ενώ στην πραγματικότητα δεν έχουν καμία, τα χρεόγραφα που θα αγοράσουν κατά μέσο όρο θα αποδώσουν περίπου τόσο όσο και εκείνα που θα πουλήσουν πριν υπολογιστούν τα κόστη συναλλαγών. Άρα η υπερεμπιστοσύνη στην ακρίβεια των πληροφοριών δεν μπορεί να προκαλέσει μόνη της επιπλέον απώλειες πέρα από αυτές που σχετίζονται με τα κόστη συναλλαγών.

Οι πληροφορίες που παρερμηνεύονται μπορεί να είναι λογιστικά στοιχεία, τεχνικοί δείκτες, ακόμη και προσωπικές γνώσεις για την εταιρεία ή τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται. Μια πολύ απλή εξήγηση μπορεί να είναι το ότι οι περισσότεροι παρερμηνεύουν τις ίδιες πληροφορίες. Ένα τέτοιο σύνολο πληροφοριών εύκολα προσβάσιμο είναι οι πρόσφατες ιστορικές αποδόσεις των μετοχών. Εάν πιστεύουν πως ερμηνεύουν σωστά πληροφορίες που στην πραγματικότητα ερμηνεύουν λανθασμένα, ίσως επιλέξουν να αγοράσουν ή να πουλήσουν χρεόγραφα τα οποία σε διαφορετική περίπτωση δεν θα είχαν αγοράσει ή πουλήσει. Μπορεί ακόμη και να αγοράσουν χρεόγραφα που, κατά μέσο όρο και πριν από τα κόστη συναλλαγών, αποδίδουν λιγότερο από αυτά που πωλούν.

Η συχνότητα συναλλαγών παίζει σημαντικό ρόλο. Τα χρεόγραφα που αγοράζουν οι επενδυτές που πραγματοποιούν συχνά συναλλαγές, έχουν χαμηλότερες αποδόσεις από εκείνα που πωλούν, σε μικρότερο ποσοστό από εκείνες των επενδυτών που συναλλάσσονται με μικρότερη συχνότητα. Ίσως αυτό συμβαίνει γιατί οι συχνοί επενδυτές είναι καλύτεροι στην επιλογή χρεογράφων. Μπορεί επίσης να συμβαίνει γιατί κρατούν χρεόγραφα για μικρότερες χρονικές περιόδους και έτσι οι μέσες αποδόσεις σε περιόδους που έπονται των αγορών και των πωλήσεων είναι παρόμοιες. Οι μετά τις συναλλαγές αποδόσεις των μετοχών που οι επενδυτές αγοράζουν είναι χαμηλότερες από εκείνες που πωλούν. Αυτό μπορεί να οφείλεται σε λανθασμένες επιλογές αγοράς ή πώλησης χρεογράφων, τόσο ως προς το ποια κάθε φορά πρέπει να είναι αυτά, όσο και ως προς το χρόνο στον οποίο πρέπει να γίνουν οι αντίστοιχες αγοραπωλησίες. Με άλλα λόγια, μπορεί να οφείλονται σε λανθασμένη επιλεκτικότητα χρεογράφων και λανθασμένο συγχρονισμό με την αγορά.

Κεφάλαιο 6ο

6.1. Η Κρίση του '99 στην Ελλάδα

Αυτό που δημιούργησε την φούσκα του 1999 ήταν η στρέβλωση της αγοράς. Ο κόσμος πωλούσε μετοχές χωρίς να κατέχει τίτλους, ενώ άλλοι αγόραζαν και δεν έπαιρναν ποτέ τους τίτλους. Αυτή η πλασματική αγορά δημιούργησε μια φούσκα, η οποία μέσα σε δύο μήνες σημείωσε άνοδο περίπου 400 μονάδων. Στις 17 Σεπτεμβρίου ο Γενικός Δείκτης έφτασε στο ιστορικό υψηλό του, στις 6.633 μονάδες, σημειώνοντας σωρευτική απόδοση από την αρχή του 1999 της τάξης του 133,86%! Η δραματική πτώση των τιμών που ακολούθησε είχε ως αποτέλεσμα τη μεταφορά πλούτου από τους αμύητους επενδυτές (noise traders), οι οποίοι εισήλθαν μαζικά στα υψηλότερα επίπεδα του Δείκτη (διάγραμμα 6), στους καλύτερα πληροφορημένους, οι οποίοι ήταν κυρίως οι ιδιοκτήτες των εισηγμένων εταιριών. Η πλειοψηφία των Ελλήνων «ανακάλυψαν» τις χρηματιστηριακές επενδύσεις όταν οι τιμές των μετοχών ήταν ήδη υψηλές. Συγκεκριμένα, μόνο το Σεπτέμβριο του 1999 δημιουργήθηκαν 145.817 νέοι κωδικοί στο σύστημα άυλων τίτλων (διάγραμμα 7). Οι σημαντικές απώλειες των αποταμιεύσεων των νοικοκυριών είχαν σημαντικές αντίστροφες επιπτώσεις πλούτου στην κοινωνία, οι οποίες σε συνδυασμό με την απελευθέρωση των καταναλωτικών δανείων και της τάσης των ατόμων να διατηρήσουν τα καταναλωτικά τους πρότυπα σταθερά, εκτόξευσαν το χρέος τους σε υψηλά επίπεδα.

πολλούς Έλληνες την οικονομική καταστροφή με όλες τις συνέπειες για την Ελληνική κοινωνία και τα νοικοκυριά.

Οι χρηματαγορές κάνουν το κύκλο τους, στη διάρκεια των οποίων εμφανίζονται ανοδικές και καθοδικές τάσεις. Πριν την ολοκλήρωση της έντονης ανόδου το 1999, πλήθος μικρο επενδυτών επένδυσε στην περαιτέρω ελπίδα ανόδου των τιμών ευελπιστώντας στο πολλαπλασιασμό των κεφαλαίων του. Μη γνωρίζοντας το ρίσκο που παίρνουν συμμετέχοντας σε έναν άγνωστο για αυτούς τομέα, βρέθηκαν με μετοχές οι τιμές των οποίων έχασαν σε πολύ σύντομο χρονικό διάστημα την αξία τους, ουσιαστικά εγκλωβίζοντάς τους. Οι αγορές έχουν αγελαία συμπεριφορά προς κάθε πλευρά της τάσης. Όσοι δεν αποχώρησαν νωρίς, υπήρξαν το ένα μέρος της μεγαλύτερης αναδιανομής εισοδήματος που εμφανίστηκε στην σύγχρονη Ελλάδα.

Το άλλο μέρος ήταν οι κερδισμένοι του παιχνιδιού, οι γνώστες των κανόνων της αγοράς. Οι περισσότεροι μικροεπενδυτές ήταν αθεράπευτα προσκολλημένοι στην χρηματιστηριακή αγορά και τις αναλύσεις εκείνων που την ήθελαν συνέχεια ανοδική χωρίς να καταβάλλουν ιδιαίτερη προσπάθεια, κόπο ή χρήματα για επιπλέον ενημέρωση, ανάλυση κι επιμόρφωση. Οι τιμές των μετοχών και η ψυχολογία των επενδυτών ακολουθεί σχηματισμούς (patterns), κύκλους (cycles) και μονοπάτια που δεν είναι διαφορετικά από αυτά που βιώναμε στο παρελθόν. Ο απλός και νοήμων παρατηρητής θα σημείωνε ότι εφόσον οι μικρο- επενδυτές βίωσαν στο παρελθόν κάποια φάση της αγοράς, θα ήταν έτοιμοι να αντιμετωπίσουν παρόμοια κατάσταση.

Η χρηματιστηριακή ιστορία έχει δείξει ότι όχι μόνο οι μικροεπενδυτές δε μαθαίνουν από τα προηγούμενα λάθη τους αλλά ταυτόχρονα ξεχνούν την ουσία για την οποία παίρνουν θέσεις στις αγορές: την κερδοσκοπία και όχι την φιλανθρωπία. Οι γνώστες της αγοράς παρουσίαζαν το επικίνδυνο της συμμετοχής στις αγορές ως *σίγουρες* αποδόσεις. Ενώ οι τιμές των μετοχών έπεφταν, παρουσίαζαν ως επενδυτική ευκαιρία την όποια διόρθωση, μοιράζοντας ουσιαστικά τα χαρτοφυλάκια των μεγάλων επενδυτών και επαγγελματιών της αγοράς, στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Η έλλειψη επενδυτικής παιδείας είναι εμφανής στην Ελληνική επικράτεια παρά την

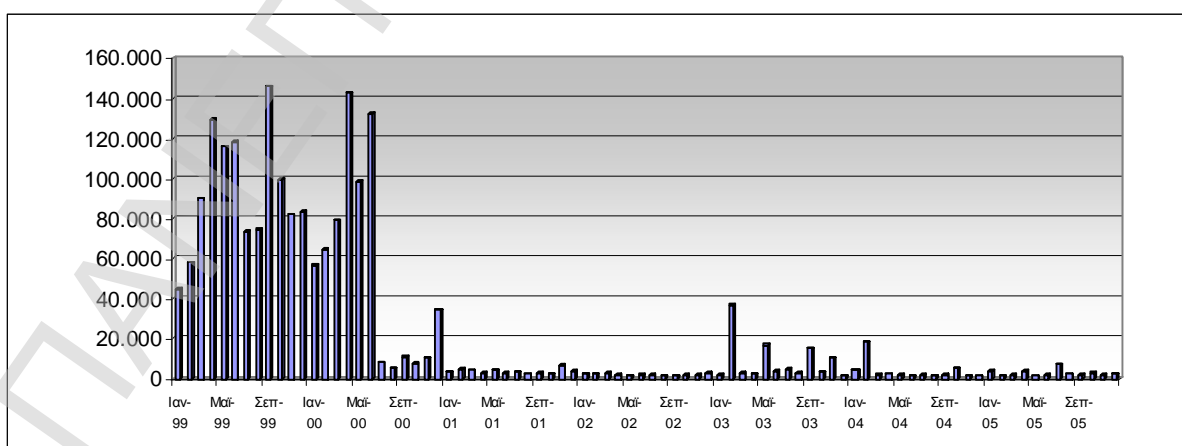
ύπαρξη σωστών επαγγελματιών, καλύτερων και ποιοτικότερων αναλύσεων (τεχνικών και θεμελιωδών), καλύτερο risk management και καλύτερες προσφερόμενες γενικά υπηρεσίες στους επενδυτές.

Ο Γενικός δείκτης τιμών του Χ.Α. μετά την κατάρρευση το 1999, παρουσιάζει από το 2002 και μετά ανοδικές τάσεις. Η διατήρηση της τάσης αυτής θα έχει έναν χρονικό ορίζοντα άγνωστο φυσικά στους μικροεπενδυτές. Οι κερδισμένοι θα είναι αυτοί που θα αποσύρουν έγκαιρα τα κεφάλαιά τους, αποκομίζοντας το βέλτιστο σε κέρδη. Τα επόμενα έτη θα φανεί αν οι έλληνες μικροεπενδυτές αφού έπαθαν πριν μερικά χρόνια, έμαθαν από το πάθημά τους. Η αποτυχία της διάγνωσης της κορύφωσης θα δημιουργήσει νέους εγκλωβισμένους καθώς δε θα προλάβουν την μαζική έξοδο της αγέλης. Είναι οι ίδιοι εγκλωβισμένοι από το 1999 που περιμένουν έναν έντονα ανοδικό κύκλο να σωθούν. Οι επενδύσεις όμως απαιτούν έτοιμο πλάνο με δράση στα σημεία καμπής και όχι προσευχές.

Στους παρακάτω πίνακες παρουσιάζεται η κινητικότητα των επενδυτών δηλαδή οι νέες μερίδες και οι απενεργοποιήσεις μερίδων από το 1998 μέχρι και το 2005.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 13

Αριθμός νέων κωδίκων στο Σύστημα Άυλων Τίτλων ανά μήνα
1999-2005



πηγή: Κ.Α.Α., Μηνιαία Στατιστικά Δελτία

Στους παρακάτω πίνακες παρουσιάζονται επίσης η κατανομή των μερίδων επενδυτών στο Χ.Α. την 31 Δεκεμβρίου 2005 καθώς και οι νέες μερίδες στο Σύστημα Άυλων Τίτλων ανά μήνα και κατά τα έτη 1999 – 2005.

Κατανομή των μερίδων επενδυτών στο Χρηματιστήριο Αθηνών την 31.12.2005				
	Αριθμός Μερίδων	Ποσοστό %	Αριθμός Μερίδων	Ποσοστό %
I. Ημεδαποί επενδυτές	1.160.046	93,75	73.227,38	59,43
Ιδιώτες ημεδαποί	1.155.847	93,41	30.152,30	24,47
Ιδιωτικές χρηματοοικονομικές	632	0,05	11.596,05	9,41
Ιδιωτικές μη χρηματοοικονομικές	2.846	0,23	9.236,78	7,57
Δημόσιος Τομέας	709	0,06	22.151,65	17,98
Λοιποί ημεδαποί επενδυτές	12	0	0,61	0
II. Αλλοδαποί επενδυτές	18.135	1,52	49.682,01	40,32
Ιδιώτες αλλοδαποί	12.694	1,03	535,47	0,43
Νομικά πρόσωπα	1.047	0,08	11.319,99	9,19
Θεσμικοί επενδυτές	4.872	0,39	34.447,70	27,96
Λοιπά Νομικά Πρόσωπα	222	0,02	3.378,85	2,74
III. Λοιποί επενδυτές	58.526	4,73	299,13	0,24
Σύνολο	1.234.407	100	123.208,52	100

Πηγή: Κ.Α.Α., Μηνιαία Στατιστικά Δελτία

Πίνακας 3. Μερίδες στο Χ.Α. - 2005

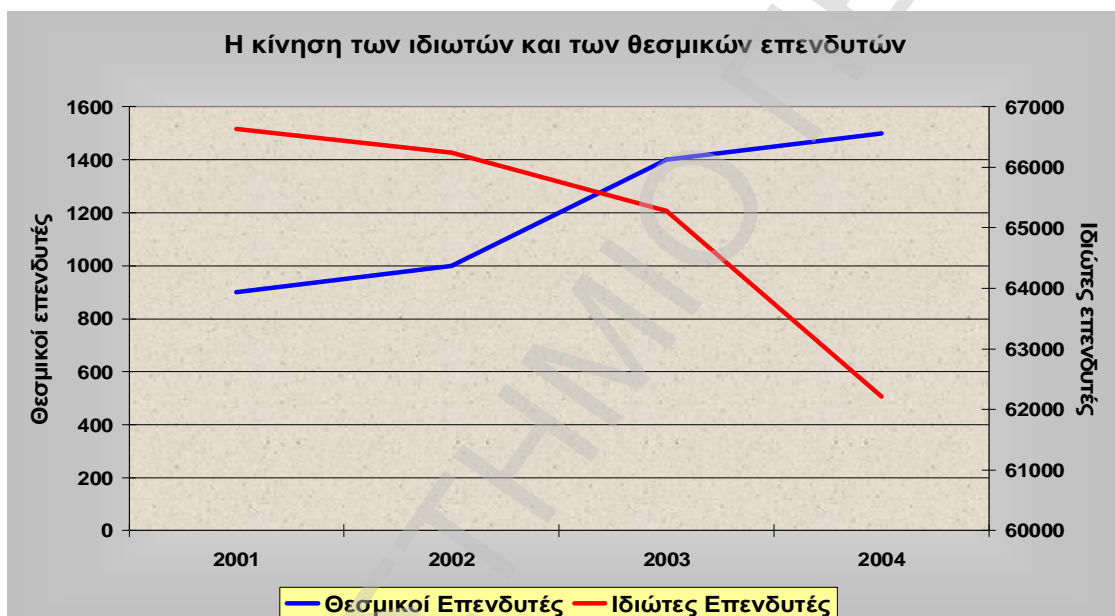
Αριθμός νέων μεριδίων στο Σύστημα Άυλων Τίτλων ανά μήνα, 1999-2005							
Μήνας/Έτος	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
Ιανουάριος	3.661	4.427	1.663	2.156	3.330	56.803	44.580
Φεβρουάριος	1.459	18.352	36.441	2.243	4.604	64.840	58.113
Μάρτιος	1.526	1.861	2.503	2.776	4.245	78.891	89.850
Απρίλιος	3.836	2.372	2.390	1.942	2.954	142.986	129.473
Μάιος	1.108	1.961	16.728	1.408	4.129	98.502	116.017
Ιούνιος	1.873	1.322	3.659	1.489	2.829	132.234	118.216
Ιούλιος	7.146	1.784	4.744	1.826	3.146	8.118	73.341
Αύγουστος	2.362	1.066	2.573	1.131	2.116	5.070	74.532
Σεπτέμβριος	1.511	1.611	15.330	1.342	2.898	10.949	145.817
Οκτώβριος	2.623	5.230	3.446	1.604	2.151	7.670	99.149
Νοέμβριος	1.600	1.473	10.207	1.739	6.758	10.402	81.956
Δεκέμβριος	2.107	1.409	1.399	2.476	3.620	34.006	83.317
Σύνολο νέων μεριδίων	30.812	42.868	101.083	22.132	42.780	650.471	1.114.361
Σύνολο μη ενεργών μεριδίων	6.626	3.743	3.142	4.495	6.467	15.312	10.821
Σύνολο ενεργών μεριδίων	2.321.550	-	-	-	-	-	-
Γενικό σύνολο μεριδίων	2.394.319	-	-	-	-	-	-

Πηγή: Κ.Α.Α., Μηνιαία Στατιστικά Δελτία 2005

Πίνακας 4. Νέες μερίδες στο ΣΑΤ από 1999-2005

Η συμμετοχή των ιδιωτών επενδυτών καθώς και των θεσμικών παρουσιάζεται στον πίνακα παρακάτω για τα έτη 2001-2004. Παρατηρείται, ότι ενώ η συμμετοχή των

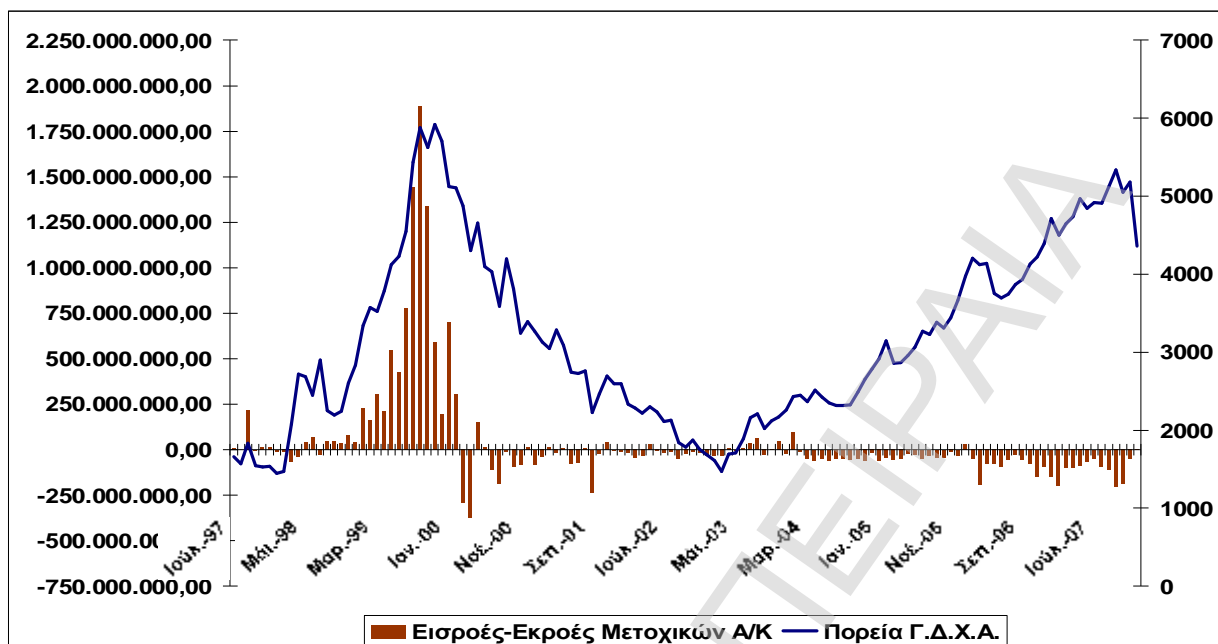
θεσμικών επενδυτών βαίνει ανοδική, η κίνηση των ιδιωτών παρουσιάζει πτωτική τάση. Ορισμένα αίτια έχουν να κάνουν με την *τραυματική* εμπειρία που αποκόμισαν την περίοδο της μεγάλης ανόδου και του ξαφνικού κραχ. Άλλα αίτια αναζητούνται στην έλλειψη επενδυτικής παιδείας στους Έλληνες ιδιώτες και την κερδοσκοπική και όχι επενδυτική φιλοσοφία που διακατέχει μεγάλο μέρος αυτών.



Διάγραμμα 6. Θεσμικοί και ιδιώτες στο Χ.Α

6.3. Αμοιβαία Μετοχικά Κεφάλαια Εσωτερικού

Τα τελευταία έτη, οι επενδυτικές τοποθετήσεις σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων και μετοχές εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίων χαρακτηρίστηκαν από ανοδικές και καθοδικές τάσεις με συνεχείς εισροές και εκροές ρευστότητας. Ερευνώντας την πορεία του ενεργητικού των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων (Α/Κ) από το 1998 μέχρι και το 2005 καθώς και τις εισροές – εκροές κεφαλαίων, θα παρατηρήσουμε ότι κινείται παράλληλα με τη πορεία του γενικού δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Κατά την περίοδο της έντονης ανοδικής τάσης το 1999, παρατηρείται το εξής: πολλοί μικροεπενδυτές, μη γνωρίζοντας τους κανόνες του παιχνιδιού στο Χ.Α., εμπιστεύονται τα προς επένδυση κεφάλαια σε επαγγελματίες της αγοράς, τους διαχειριστές των Α/Κ και των εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίων. Ενώ οι καθαρές εισροές κεφαλαίων το 1998 στα μετοχικά Α/Κ εσωτερικού ήταν 164,074,888 € το 1999 παρουσίασαν αλματώδη αύξηση στο ποσό των 8,493,896,205 € Από το έτος 2000, οι εκροές είναι περισσότερες από τις εισροές κατά το ποσό των 134,929,981 € Το 2001 οι καθαρές εκροές αυξάνονται στο ποσό των 458,397,591 € καταδεικνύοντας την απογοήτευση των επενδυτών προς τα χρηματιστηριακά δρώμενα τα δύο τελευταία έτη. Δειλά δειλά οι εισροές κεφαλαίων επανέρχονται στα Α/Κ και το 2002 ανέρχονται στο ποσό των 358,147,973 €(καθαρές εισροές). Το 2003 εμφανίζουν σχετική ισορροπία (10,542,390 €) ενώ το 2004 και το 2005 οι εκροές υπερτερούν κατά το ποσό των 413,325,724 € και 498,421,038 € αντίστοιχα. Η πορεία από το 1998 μέχρι το 2005 παρουσιάζεται διαγραμματικά στους παρακάτω πίνακες.



Ανάλογα με τις καθαρές εισροές - εκροές κεφαλαίων στα μετοχικά Α/Κ εσωτερικού και τις αποδόσεις από την διαχείρισή τους, διαμορφώνεται και το ενεργητικό των Α/Κ. Το 1998, το συνολικό ενεργητικό των μετοχικών Α/Κ ήταν 1,381,353,535 € Αλματώδη αύξηση παρουσίασε το 1999 στα 14,133,318,200 € Από το 2000 το συνολικό ενεργητικό μειώνεται, ακολουθώντας παράλληλη πορεία με τον γενικό δείκτη τιμών του Χ.Α. και σταθεροποιείται από το 2003 μέχρι και το 2005 οπότε και διαμορφώνεται στα 4,981,358,992 €

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

ΞΕΝΗ:

- Ø Barberis N. & Thaler R. «A survey of behavioral finance», Handbook of the Economics of Finance, Amsterdam.
- Ø Black F. «Noise», Journal of Finance 41, 1986, pp.529-543.
- Ø Campbell J. & Kyle A. «Smart money, noise trading & stock price behavior», The review of Economic Studies 60, 1993, pp.1-34.
- Ø DeBondt & Thaler R. «Does the stock market overreact?», Journal of Finance 40, 1985 , pp.739-805
- Ø DeBondt & Thaler R. «Does security analysts overreact?», American Economy Review 80, 1990, pp.52-57.
- Ø DeBondt & Thaler R. «Further evidence on investor overreaction and stock Market seasonality», Journal of Finance 42, 1987, pp.557-581.
- Ø DeBondt W. «Introduction to the special issue on behavioral finance», Journal of Empirical Finance 11, 2004, pp.423-427.
- Ø DeLong et al. «The survival of noise traders in financial markets», Journal of Business, 1991, pp. 3-15.
- Ø DeLong et al. «Noise trader risk in financial markets», Journal of Political Economy 98, 1990, pp. 703-738.
- Ø Dreman D. «Contrarian investment strategy», Random House.
- Ø Fama E. «Efficient capital markets», Journal of Finance, 46, 1991, pp.1575-1617.

- Ø Fama E. & French K. «Common risk factors in returns on bonds & stocks», Journal of Financial Economics 33, 1993, pp.3-56
- Ø Fama E. & French K. «Efficient capital markets, a review of theory & empirical Work», Journal of Finance, 25, 1970, pp. 383-417.
- Ø Keane & Runkle. «Are financial analysts' forecasts of corporate profits rational?», Journal of Political Economy 106, 1998, pp. 768-805.
- Ø Lee, Peggy (2001), 'What's in a Name.com?: The Effect of '.com' Name Changes on Stock Prices and Trading Activity', Strategic Management Journal 22, 793-804.
- Ø Nico L. van de Sar. «Behavioral finance, how matters stand», Journal of Economic Psychology 25, 2004, pp.425-444.
- Ø Odean, Terrance, (1998), 'Volume, Volatility, Price, and Profit when All Traders are Above Average', Journal of Finance 53, 1887-1934.
- Ø Odean, Terrance, (1999), 'Do Investors Trade Too Much?', American Economic Review 89, 1279– 1298.
- Ø Odean, Terrance. (1998). 'Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?' Journal of Finance, vol. 53, no. 5 (October):1775-98.
- Ø Ofek, Eli and Matthew Richardson (2001), 'Dotcom Mania: The Rise and Fall of Internet Stock Prices', Unpublished working paper, New York University.
- Ø Olsen, R. (1996). 'Implications of Herding Behaviour for Earnings Estimation, Risk Assessment, and Stock Returns', Financial Analysts Journal, 52(4):37-44.
- Ø Olsen, R. (1998). 'Behavioral Finance and its Implications For Stock Price Volatility', Financial Analysts Journal, 52(4):10-18.

- Ø Ritter J. «Behavioral finance», Pacific-Basin Finance Journal 11, 2003, pp.429-437.
- Ø Roll R. «The turn of the year effect and the return premia of small firms», Journal of Portfolio Management 9, 1983, pp. 18-28.
- Ø Shefrin H. «Beyond greed and fear, understanding behavioral finance and the Psychology of investing»
- Ø Shiller R. «Bubbles, human judgement and expert opinion», May, 2001.
- Ø Shiller R. «From efficient markets theory to behavioral finance», Journal of Economic perspectives, volume 17, 2003, pp 83-104.
- Ø Shiller R. «Market volatility and investor behavior», American Economy Review, volume 80, 1998, p.58.
- Ø Shleifer A. «Inefficient Markets: an introduction to behavioral finance», Oxford University press, 2000.
- Ø Shleifer A. «The limits of arbitrage», Journal of Finance 52, 1997, pp.35-55.
- Ø Shleifer A. & Summers L. «The noise trader approach to finance», Journal of Economic Perspectives 4, 1990, pp.19-33.
- Ø Shleifer A. & Vishny R. «The limits of arbitrage», National Bureau of Economics Study, No 5167.
- Ø Thaler R. «Advance in behavioral finance». 1993
- Ø Tilson W. «Applying behavioral finance to value investing».
- Ø Trevisky & Kahneman. «Prospect theory, an analysis of decision under risk».

Ø Trueman B. «A theory of noise trading in securities markets», Journal of Finance 43, 1988, pp.83-95.

ΕΛΛΗΝΙΚΗ:

Chancellor E. «Η άνοδος και η πτώση των χρηματιστηρίων», Εκδόσεις Λιβάνη 2000.

Euro2day.gr : «Οι αγορές και οι αθεράπευτα επενδυτές». Αρθρογραφία στο www.euro2day.gr/articles/105475, 26/06/2006.

Euro2day.gr : «Η αγορά υποστηρίζει τις μεταρρυθμίσεις». Του Ν. Φίλιππα, www.euro2day.gr/articles/85465, 07/09/2005.

Euro2day.gr : «Η εικόνα των μετοχικών Α/Κ το 2005» Του Ν. Φίλιππα, www.euro2day.gr/articles/95140, 27/02/2006.

Αλεξάκης Χ. «Χρηματιστήριο, το παιχνίδι της λογικής και της παρόρμησης», Εκδόσεις Κριτική 2003.

Ένωση Θεσμικών Επενδυτών. «Ανώνυμες εταιρίες επενδύσεων χαρτ/κίου», Έκδοση Οκτώβριος 2005.

Ημερησία. «Τα 7 βήματα που οδηγούν σε χρηματ/κή φούσκα», Αρθρογραφία στο www.imerisia.gr/summary.asp, 17/01/2006

Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών. «Μηνιαία, Ετήσια Στατιστικά Δελτία».

Οικονόμου Φ., «Γιατί αποχωρούν οι Έλληνες μεριδιούχοι από τα Αμοιβαία Κεφάλαια», www.euro2day.gr

Οικονόμου Φ., «Χαμηλές αποδόσεις για τους επενδυτές Αμοιβαίων στις ΗΠΑ από λάθη τους!», Καθημερινή του Σαββάτου

Οικονόμου Φωτεινή, «Ποιους μήνες ανεβαίνει το Χ.Α.», www.euro2day.gr

Φίλιππας Ν. «Επενδύσεις», Εκδόσεις Πανεπιστημιακό, 2005.

Φίλιππα Ν. και Οικονόμου Φ., «Ο Γενάρης φέρνει υψηλές αποδόσεις στη Σοφοκλέους», με τον Αναπληρωτή Καθηγητή του Πανεπιστημίου Πειραιώς, Καθημερινή του Σαββάτου

Φίλιππας Ν. «Η ακτινογραφία μιας φούσκας», Ελευθεροτυπία, ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ (24/08/2008)

Φίλιππας Ν. «Η συμπεριφορά της αγέλης», Ελευθεροτυπία, ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ (03/08/2008).

Φίλιππας Ν. «Το συναίσθημα του επενδυτή» Ελευθεροτυπία, ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ (13/07/2008).

Χρηματιστήριο Αξιών, «Ετήσια Στατιστικά Δελτία», Ηλεκτρονικές δημοσιεύσεις – www.ase.gr

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ