

# BOYS WILL BE BOYS : GENDER, OVERCONFIDENCE, AND COMMON STOCK INVESTMENT

των Brad M. Barber και Terrance Odean

Working paper, University of California at Davis

Σεπτέμβριος 1998

## Σκοπός

Σκοπός της μελέτης είναι ο έλεγχος της ορθότητας των θεωρητικών μοντέλων που προβλέπουν ότι οι επενδυτές με υπερεμπιστοσύνη συναλλάσσονται υπερβολικά και ότι οι άνδρες επιδεικνύουν μεγαλύτερο βαθμό υπερεμπιστοσύνης από ότι οι γυναίκες, άρα θα συναλλάσσονται περισσότερο από ότι αυτές και αντίστοιχα θα μειώνουν τις καθαρές τους αποδόσεις.

## Δεδομένα – Μέθοδος

Διαχωρίστηκαν τα δεδομένα των χρηματιστηριακών πράξεων που τελέστηκαν από 35.000 νοικοκυριά σε μία μεγάλη χρηματιστηριακή εταιρεία, για το διάστημα από το Φεβρουάριο του 1991 έως τον Ιανουάριο του 1997, σε λογαριασμούς που άνοιξαν οι άνδρες και σε λογαριασμούς που άνοιξαν οι γυναίκες.

Εξετάστηκαν σε αντιπαράθεση οι συναλλαγές :

- ανδρών και γυναικών,
- ανύπανδρων ανδρών και ανύπανδρων γυναικών,
- παντρεμένων ανδρών και παντρεμένων γυναικών
- συνδυασμών των παραπάνω.

Επίσης, εξετάστηκε ο κίνδυνος χαρτοφυλακίου.

## Αποτελέσματα – Συμπεράσματα

- Οι άνδρες που επιδεικνύουν μεγαλύτερο βαθμό υπερεμπιστοσύνης από τις γυναίκες, συναλλάσσονται περισσότερο από αυτές.
- Οι άνδρες υφίστανται μείωση των αποδόσεών τους λόγω υπερβολικού αριθμού συναλλαγών, περισσότερο από τις γυναίκες.
- Οι άνδρες διατηρούν χαρτοφυλάκια υψηλότερου κινδύνου από ότι οι γυναίκες και είναι πιο πρόθυμοι να αποδεχτούν τον επενδυτικό κίνδυνο όσο μεγαλύτερο είναι το εισόδημά τους.

**DO INVESTORS TRADE TOO MUCH ?**  
**Του Terrance Odean**  
***American Economic Review, 89, pp. 1279 – 1298***  
**24 Φεβρουαρίου 2000**

Σκοπός

Η μελέτη αυτή επιχειρεί να δείξει ότι ο όγκος συναλλαγών στις αγορές κοινών μετοχών είναι υπερβολικός, εξετάζοντας την επενδυτική συμπεριφορά των πελατών μιας μεγάλης χρηματιστηριακής εταιρείας.

Ως πιθανή αιτία του υπερβολικού όγκου συναλλαγών θεωρείται η υπερεμπιστοσύνη. 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.

Δεδομένα – Μέθοδος

Αναλύονται αρχεία συναλλαγών για 10.000 λογαριασμούς πελατών της χρηματιστηριακής εταιρείας. Ελέγχεται εάν τα χρεόγραφα που οι επενδυτές αγοράζουν, ξεπερνούν σε απόδοση αυτά που πωλούν, τόσο ώστε να υπερκαλύπτουν τα κόστη συναλλαγών. Εξετάζονται οι αποδόσεις πριν και μετά τις συναλλαγές.

Αποτελέσματα – Συμπεράσματα

- Κατά μέσο όρο, τα αξιόγραφα που αγοράζουν παρουσιάζουν χαμηλότερες αποδόσεις από αυτά που πωλούν.
- Οι επενδυτές του δείγματος, τείνουν να αγοράζουν χρεόγραφα που έχουν παρουσιάσει αυξομείωση τιμής τους τελευταίους έξι μήνες πριν το πείραμα, μεγαλύτερη από αυτά που πωλούν.
- Πωλούν πολύ περισσότερα χρεόγραφα “winners” από ότι “losers”.
- Συνολικά, οι επενδυτικές τους επιλογές οδηγούν σε αποδόσεις χαμηλότερες από αυτές της αγοράς για την ίδια περίοδο.

**LEARNING TO BE OVERCONFIDENT**  
**Των Simon Gervais και Terrance Odean**  
*The Review of Financial Studies, Vol 14, No 1, pp. 1 – 27*  
**Άνοιξη 2001**

Σκοπός

Περιγραφή της δυναμικής με την οποία η υπερεμπιστοσύνη αυξομειώνεται, τόσο σε ατομικό όσο και σε συνολικό επίπεδο, καθώς και των συνεπειών αυτής της δυναμικής.

Το μοντέλο

Πρόκειται για ένα μοντέλο αγοράς πολλών περιόδων που περιγράφει τόσο τη διαδικασία με την οποία οι επενδυτές μαθαίνουν σχετικά με την ικανότητά τους, όσο και τον τρόπο με τον οποίο η υπερβολική εκτίμηση της ικανότητας αυτής, μπορεί να δημιουργήσει επενδυτές με υπερεμπιστοσύνη στους εαυτούς τους. Αρχικά, δεν γνωρίζουν αυτή τους την ικανότητα, αλλά την μαθαίνουν μέσω της εμπειρίας. Αυτοί που προβλέπουν με επιτυχία τα μελλοντικά μερίσματα, υπερεκτιμούν την πιθανότητα η επιτυχία τους να οφείλεται σε υπεροχή της ικανότητάς τους. Η αυτοπεποίθησή τους διογκώνεται.

Αποτελέσματα – Συμπεράσματα

- Ένας επενδυτής με υπερεμπιστοσύνη συναλλάσσεται επιθετικά και αυτό αυξάνει τον όγκο συναλλαγών και κατά συνέπεια μειώνει τα αναμενόμενα κέρδη.
- Στη διάρκεια του αναμενόμενου κύκλου ζωής του επενδυτή, το μεγαλύτερο ποσοστό υπερεμπιστοσύνης παρατηρείται νωρίς στην καριέρα του, ενώ, στη συνέχεια τείνει να αναπτύσσει προοδευτικά μία πιο ρεαλιστική αξιολόγηση των ικανοτήτων του και η υπερεμπιστοσύνη μειώνεται.
- Η αυξομείωση της υπερεμπιστοσύνης μπορεί να προκαλέσει μεταβολές στις συνθήκες της αγοράς. Εφόσον ο μεγαλύτερος βαθμός υπερεμπιστοσύνης οδηγεί σε μεγαλύτερο όγκο συναλλαγών, ο όγκος αυτός είναι μεγαλύτερος μετά από κέρδη και μικρότερος μετά από ζημιές.
- Το πόσο γρήγορα η υπερεμπιστοσύνη του επενδυτή φτάνει στο ανώτατο σημείο, εξαρτάται από τη συχνότητα, την ταχύτητα και τη διασγή ή όχι μορφή της ανατροφοδότησης που λαμβάνει.
- Παρόλο που η υπερεμπιστοσύνη δεν οδηγεί σε μεγαλύτερα κέρδη, τα μεγαλύτερα κέρδη πράγματι οδηγούν στην υπερεμπιστοσύνη.

# SIMULTANEOUS OVER- AND UNDERCONFIDENCE : EVIDENCE FROM EXPERIMENTAL ASSET MARKETS

Των Boris Maciejovsky και Erich Kirchler

*Discussion Paper No 185, Humboldt – University of Berlin*

Σεπτέμβριος 2001

<u>Σκοπός</u>	<u>Το πείραμα</u>	<u>Υποθέσεις</u>
<p>Εξέταση της υπερεμπιστοσύνης του επενδυτή στα πλαίσια μιας πειραματικής κεφαλαιαγοράς.</p>	<p>Συνολικά 72 συμμετέχοντες πραγματοποίησαν συναλλαγές με ένα αξιόγραφο υψηλού κινδύνου σε 6 αγορές των 12 συμμετεχόντων η κάθε μία. Δημιουργήθηκε ένα περιβάλλον τέτοιο ώστε να επιτρέπει τον ανταγωνισμό και τη μάθηση και μέσα στο οποίο δεν λαμβάνονται υποθετικές επενδυτικές αποφάσεις, αλλά, οι συμμετέχοντες πληρώνονται για την προσπάθειά τους, σύμφωνα με την αποτελεσματικότητα των αποφάσεων που λαμβάνουν.</p> <p>Συγκρίνονται δύο διαφορετικές μέθοδοι μέτρησης της υπερεμπιστοσύνης :</p> <p>α) τα υποκειμενικά διαστήματα εμπιστοσύνης και</p> <p>β) οι διαφορές μεταξύ της αντικειμενικής ακρίβειας και της υποκειμενικής βεβαιότητας.</p>	<ol style="list-style-type: none"><li>1. Τα υποκειμενικά διαστήματα εμπιστοσύνης είναι πολύ στενά, λόγω του ότι δεν περιλαμβάνουν συχνά τις παρατηρούμενες πραγματικές τιμές συναλλαγών.</li><li>2. Οι επενδυτές έχουν υπερεμπιστοσύνη στην ικανότητά τους να προβλέπουν με ακρίβεια τις τιμές, εφόσον η υποκειμενική τους βεβαιότητα ότι έχουν πάρει σωστές αποφάσεις, ξεπερνά την αντικειμενική ακρίβειά τους.</li><li>3. Ο βαθμός της υπερεμπιστοσύνης είναι υψηλότερος στις τελευταίες επενδυτικές περιόδους και χαμηλότερος στις πρώτες.</li><li>4. Ο όγκος συναλλαγών σχετίζεται αρνητικά με τα ατομικά κέρδη.</li></ol>

## Αποτελέσματα – Συμπεράσματα

Οι συμμετέχοντες :

- Δημιουργούν διαστήματα εμπιστοσύνης όχι αρκετά πλατιά, δείχνοντας υπερεμπιστοσύνη στις 12 από τις 13 περιόδους του πειράματος και ακρίβεια προβλέψεων μόνο κατά την πρώτη περίοδο.
- Επιδεικνύουν μεγαλύτερο βαθμό υπερεμπιστοσύνης στις τελευταίες επενδυτικές περιόδους, όταν πια είναι έμπειροι. Οι υποθέσεις 1 και 3 στηρίζονται επαρκώς. (Πρόβλημα δυναμικού προγραμματισμού: το «τέλος» αλλάζει τη συμπεριφορά).
- Δε φαίνεται να έχουν γενικά υπερεμπιστοσύνη. Αντίθετα, αποδεικνύεται ότι σε κάποιες περιόδους χαρακτηρίζονται από ακρίβεια στις προβλέψεις τους, ενώ σε άλλες επιδεικνύουν τόσο υπερεμπιστοσύνη όσο και υποεμπιστοσύνη. Η υπόθεση 2 δεν επιβεβαιώνεται.
- Αντίθετα με ότι αναμενόταν, ο όγκος συναλλαγών βρέθηκε να σχετίζεται θετικά με τα ατομικά κέρδη και η υπόθεση 4 δεν βρίσκει εμπειρική στήριξη.

# CAPITAL BUDGETING IN THE PRESENCE OF MANAGERIAL OVERCONFIDENCE AND OPTIMISM

Των Simon Gervais, J.B. Heaton και Terrance Odean

*Working paper, University of California at Davis*

13 Αυγούστου 2000

## Σκοπός

Η χρήση ενός απλού προϋπολογισμού κεφαλαιακών επενδύσεων, για σύγκριση των αποφάσεων των διαχειριστών που επιδεικνύουν υπερεμπιστοσύνη και αισιοδοξία, με εκείνες των ορθολογικών διαχειριστών.

## Μέθοδος

Προσδιορισμός του άριστου συμβολαίου που θα αυξήσει την αξία της εταιρείας κατά το μέγιστο δυνατό, συμβιβάζοντας τα συμφέροντα ιδιοκτητών και διαχειριστών.

## Αποτελέσματα

- Οι ορθολογικοί διαχειριστές αποφεύγουν επικίνδυνα προγράμματα που θα μπορούσαν να αυξήσουν την αξία της εταιρείας.
- Αντίθετα, οι διαχειριστές με υπερεμπιστοσύνη υποτιμούν τον κίνδυνο και επιλέγουν προγράμματα που μπορούν να αυξήσουν την αξία της εταιρείας.
- Η πρόσληψη ενός διαχειριστή με υπερεμπιστοσύνη μπορεί να αυξήσει περισσότερο την αξία της εταιρείας από την πρόσληψη ενός ορθολογικού διαχειριστή με την ίδια ή ελαφρώς μεγαλύτερη ικανότητα.

# OVERCONFIDENCE IN INVESTMENT DECISIONS – AN EXPERIMENTAL APPROACH

Των Dennis Dittrich, Werner Guth, Boris Maciejovsky

*Max-Planck-Institute for Research into Economic Systems, Jena, Germany*

Αύγουστος 2001

## Σκοπός

Η ανάπτυξη ενός τυπικού μοντέλου που θα επιτρέψει να εξεταστεί σε ένα ελεγχόμενο πειραματικό περιβάλλον, εάν οι συμμετέχοντες επιδεικνύουν υπερεμπιστοσύνη στην επενδυτική τους συμπεριφορά.

## Μέθοδος

Πείραμα με συμπλήρωση ερωτηματολογίων και λύση προβλημάτων επενδυτικών αποφάσεων. Οι αποφάσεις των συμμετεχόντων συγκρίνονται με :

1. την άριστη επενδυτική επιλογή,
2. μία επενδυτική απόφαση που αποστρέφεται τον κίνδυνο και
3. μία επενδυτική απόφαση που αγαπά και επιδιώκει τον κίνδυνο.

## Αποτελέσματα

Σχεδόν τα δύο τρίτα των συμμετεχόντων επιδεικνύουν υπερεμπιστοσύνη στην επενδυτική τους συμπεριφορά, με πιο πιθανούς εκείνους που επιτυγχάνουν τις χαμηλότερες αποδόσεις.

## OVERCONFIDENCE AND SPECULATIVE BUBBLES

των Jose Scheinkman και Wei Xiong  
*Working paper, Princeton University*  
10 Ιουνίου 2002

### Σκοπός

Η εξήγηση της συμπεριφοράς των αγοραίων τιμών και του όγκου συναλλαγών των μετοχών των εταιρειών του διαδουκτίου για την περίοδο 1998 – 2000. Οι τιμές τους ήταν υπερβολικά υψηλές και υπερβολικά ευμετάβλητες, η αξία των μητρικών εταιρειών ήταν μικρότερη από τις συμμετοχές τους στη θυγατρική εταιρεία και ο όγκος συναλλαγών υπερβολικός σε σχέση με πιο παραδοσιακές εταιρείες.

### Μεθοδολογία

Μελετάται μία αγορά με ένα μόνο τίτλο με κίνδυνο, με περιορισμούς ακάλυπτης πώλησης, με περιορισμένη προσφορά και πολλούς ουδέτερους στον κίνδυνο επενδυτές, σε ένα μοντέλο ισορροπίας συνεχούς χρόνου με απεριόριστο ορίζοντα. Στα πλαίσια αυτής της αγοράς, η υπερεμπιστοσύνη προκαλεί διαφωνίες των επενδυτών σχετικά με τις εκτιμήσεις τους για τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη, δημιουργώντας «φούσκες». Το τρέχον μέρισμα του τίτλου είναι μία «θορυβώδης» παρατήρηση μιας θεμελιώδους μεταβλητής και καθορίζει τα μελλοντικά μερίσματα. Εκτός από τα μερίσματα, δύο ακόμη σύνολα πληροφοριών είναι διαθέσιμα στους επενδυτές, οι οποίοι χωρισμένοι σε δύο ομάδες, καταλήγουν σε διαφορετικά αποτελέσματα γιατί ρίχνουν διαφορετικό βάρος στα παραπάνω σύνολα.

### Αποτελέσματα – Συμπεράσματα

- Όταν μία συναλλαγή λαμβάνει χώρα, ο αγοραστής έχει την υψηλότερη αξιολόγηση μεταξύ όλων των επενδυτών και λόγω του δικαιώματος επαναπώλησης, η τιμή που τελικά πληρώνει, ξεπερνά τη αξιολόγηση των θεμελιωδών μεγεθών. Έτσι δημιουργούνται οι «φούσκες».
- Το μέγεθος της φούσκας αυξάνει με το βαθμό της υπερεμπιστοσύνης του διαχειριστή και τη μεταβλητικότητα των θεμελιωδών μεγεθών του τίτλου, γιατί καθώς αυτές οι παράμετροι αυξάνονται, οι πεποιθήσεις γίνονται περισσότερο ετερογενείς.
- Ένας φόρος επί των συναλλαγών (πράξεων) όπως αυτός που προτάθηκε από τον Tobin (1978), θα μπορούσε να μειώσει ουσιαστικά το μέγεθος των κερδοσκοπικών συναλλαγών σε αγορές με μικρά κόστη συναλλαγών, όπως π.χ. οι αγορές συναλλάγματος, όμως, προβλέπεται ότι ο φόρος αυτός θα έχει περιορισμένη επίδραση στο μέγεθος της «φούσκας» ή στη μεταβλητικότητα των τιμών.
- Η «φούσκα» μπορεί να κάνει την τιμή μιας θυγατρικής να ξεπεράσει την τιμή της μητρικής εταιρείας. Σε μία εταιρεία με δύο π.χ. θυγατρικές με αρνητική συσχέτιση των θεμελιωδών μεγεθών, δεν θα υπάρχει διαφορά στις γνώμες και θα απουσιάζει το συστατικό του δικαιώματος στην αξία της μητρικής, αλλά, πιθανόν να υπάρχουν σημαντικές διαφορές σχετικά με την αξία της θυγατρικής.
- Η παρουσία της υπερεμπιστοσύνης, καθιστά κερδοφόρα για τους διαχειριστές, την εκμετάλλευση συλλογικών επιχειρηματικών στρατηγικών που δεν θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν σε ένα περισσότερο ορθολογικό κόσμο, π.χ. η τιμολόγηση σε τιμή μικρότερη της αγοράς, των εισαγωγικών προσφορών των μετοχών των εταιρειών με δημόσια εγγραφή.

# INVESTOR PSYCHOLOGY AND SECURITY MARKET UNDER - AND OVERREACTIONS

Των Kent Daniel, David Hirshleifer και Avanidhar Subrahmanyam

*Journal of Finance, Vol. 53, No 6, pp. 1839-86*

12 Οκτωβρίου 1998

## Σκοπός

Μία σειρά εμπειρικών μελετών των αγορών χρεογράφων τις τελευταίες τρεις δεκαετίες, έχει παρουσιάσει πλήθος στοιχείων και υποδειγμάτων τα οποία δεν εξηγούνται εύκολα με τα ορθολογικά μοντέλα τιμολόγησης τίτλων. Κάποιες από αυτές τις μελέτες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η αγορά υποαντιδρά στις πληροφορίες, ενώ αντίθετα, άλλες αποδεικνύουν ότι υπεραντιδρά. Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι η ανάπτυξη ενός μοντέλου που θα ενσωματώσει τα αντικρουόμενα στοιχεία και θα προβλέψει πότε η υπερ - ή η υποαντίδραση θα συμβεί.

## Περιγραφή μοντέλου

Προτείνεται μία θεωρία της υπό και υπεραντίδρασης των αγορών χρεογράφων, βασισμένη στην υπερεμπιστοσύνη των επενδυτών στην ακρίβεια των προσωπικών τους πληροφοριών και στη λανθασμένη απόδοση υπερβολικής σημασίας από πλευράς τους, στη συνεισφορά τους στα αποτελέσματα των επενδύσεων. Η θεωρία υποστηρίζει ότι οι επενδυτές θα υπεραντιδράσουν στις προσωπικές πληροφορίες και θα υποαντιδράσουν στις δημόσιες πληροφορίες.

## Αποτελέσματα – Συμπεράσματα

- Η υπερεμπιστοσύνη συνεπάγεται ότι σε αντίθεση με τη συνήθη σχέση θετικών (αρνητικών) αυτοσυσχετίσεων των αποδόσεων με υποαντίδραση (υπεραντίδραση) στις νέες πληροφορίες, οι 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 υπερεμπιστοσύνη συνεπάγεται επίσης υπερβολική μεταβλητικότητα τιμών και όταν οι πράξεις των διαχειριστών σχετίζονται με λανθασμένη τιμολόγηση μετοχών, συνεπάγεται προβλεψιμότητα αποδόσεων βασισμένη στο δημόσιο γεγονός.
- Η λανθασμένη απόδοση υπερβολικής σημασίας από πλευράς των επενδυτών στη συνεισφορά τους στα αποτελέσματα των επενδύσεων, προσθέτει θετικές βραχυχρόνιες αυτοσυσχετίσεις, πολύ μικρές βραχυχρόνιες διακυμάνσεις κερδών, αλλά αρνητική συσχέτιση μεταξύ των μελλοντικών και των παρελθουσών λογιστικών και χρηματιστηριακών αποδόσεων.