

# **ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ**

**Αθανάσιος Π. Παγανέλης**

**Πτυχίο Οργάνωσης & Διοίκησης Επιχειρήσεων Πανεπιστημίου**

**Πειραιώς**

**Υποβληθείσα για το Μεταπτυχιακό Δίπλωμα 'Executive MBA'**

**Πανεπιστήμιο Πειραιώς**

**2006**

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

	Σελ.
<i>ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ</i>	4
<i>ΠΡΟΛΟΓΟΣ</i>	5
<i>ΕΙΣΑΓΩΓΗ</i>	7
<i>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Χρηματιστήρια αξιών</i>	11
1.1 Κερδοσκοπία και επένδυση	12
1.2 Άνοδος και πτώση στα Χρηματιστήρια Αξιών	15
<i>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η Υπόθεση των Αποτελεσματικών Αγορών</i>	21
2.1 Επίπεδα αποτελεσματικότητας	24
2.2 Ανωμαλίες αποτελεσματικών αγορών	32
2.3 Η ψυχολογία των επενδυτών στην αποτελεσματική αγορά	40
2.4 Noise traders	44
<i>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Επενδυτική ψυχολογία</i>	53
3.1 Επενδυτικές πεπειθήσεις – προτιμήσεις	53
3.2 Ανάλυση κινδύνου	57
3.3 Ορθολογικός και μη ορθολογικός επενδυτής	59
3.4 Ψυχολογία της μάζας - το ένστικτο της αγέλης	62

#### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4:

Εμπειρικά αποτελέσματα από την Ελληνική Κεφαλαιαγορά	65
4.1 Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών	65
4.2 Έλληνες (μικρο) επενδυτές	71
4.3 Αμοιβαία Μετοχικά Κεφάλαια Εσωτερικού	79
4.4 Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου	87
4.5 Ομοιότητες και διαφορές Α/Κ και Α.Ε.Ε.Χ.	94
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Επίλογος, συμπεράσματα	98

#### ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

## **ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

Ευχαριστίες οφείλει ο γράφων να εκφράσει προς τον επιβλέποντα καθηγητή κύριο Νικόλαο Φίλιππα, χωρίς την καθοδήγηση, την ουσιαστική βοήθεια και την υπομονή του οποίου η εργασία θα ήταν ακόμα σε νηπιακό στάδιο.

Ευχαριστίες στους συμφοιτητές μου για όσα μοιραστήκαμε εντός και εκτός των αιθουσών διδασκαλίας, στον Γιάννη, τον Τάσο, τον Ευθύμη, τον Διονύση, τις Μαρίες, τον Τάκη, τον Τηλέμαχο, το Νίκο, τη Μάγδα, τη Θεανώ, το Βασίλη, τον Δημήτρη, τη Σάντυ.

Ευχαριστίες στους καθηγητές μου που ήταν πάντα δίπλα μου σε ό,τι τους ζητήθηκε.

Ευχαριστίες του γράφοντος και προς την οικογένειά του, που στερήθηκε ένα μέλος της για τα δύο έτη μάθησης καθώς και την περίοδο συγγραφής της εργασίας.

## ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η ανεπάρκεια της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών (efficient market hypothesis) να ερμηνεύσει τις διαχρονικές χρηματιστηριακές κρίσεις οδήγησε στην ανάπτυξη της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής (Behavioral Finance). Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική περιλαμβάνει μεταξύ άλλων:

- Ø Τη συμπεριφορά της αγέλης – την άκριτη αντιγραφή επενδυτικών επιλογών ακόμα και όταν δεν έχουν το επιθυμητό αποτέλεσμα (Herding).
- Ø Την αντίληψη ότι τα λάθη που έγιναν είναι σοβαρότερα από τις ενέργειες που δεν έγιναν ποτέ (Regret) .
- Ø Την τάση υπεραντίδρασης στις ειδήσεις χωρίς την απαιτούμενη έρευνα-εξέταση (Media response).
- Ø Την υπερβολική αισιοδοξία των επενδυτών ότι οι άσχημες καταστάσεις τυχαίνουν μόνο στους άλλους (Optimism).
- Ø Την πεποίθηση ότι θα επιτύχει υψηλές αποδόσεις με μικρό κίνδυνο (Loss aversion) .
- Ø Τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων χωρίς να έχουν ληφθεί υπ' όψιν όλες οι συνέπειες (Narrow framing) .
- Ø Την προσκόλληση σε γνωστές επιλογές και τακτικές ακόμα και αν δεν είναι οι κατάλληλες (Anchoring) .
- Ø Την ανάληψη υψηλού κινδύνου σε ορισμένες περιπτώσεις και η αποφυγή του φυσιολογικού κινδύνου σε άλλες (Mental accounting).
- Ø Την προσπάθεια μείωσης του κινδύνου χρησιμοποιώντας λανθασμένα τις τεχνικές της διαφοροποίησης με άσκοπες επενδυτικές κινήσεις. (Diversification).

Η διπλωματική αυτή εργασία περιλαμβάνει τα παρακάτω κεφάλαια:

Στο κεφάλαιο 1 γίνεται αναφορά στο ρόλο της χρηματιστηριακής αγοράς, στις έννοιες κερδοσκοπία και επένδυση καθώς και στις έντονες διακυμάνσεις ιστορικά στο παγκόσμιο χάρτη των χρηματαγορών.

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.

Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στην επενδυτική ψυχολογία, τις έννοιες του ορθολογικού και μη ορθολογικού επενδυτή καθώς και το πώς επηρεάζεται ο επενδυτής μέσα στο κοινωνικό σύνολο.

Στο κεφάλαιο 4 παρουσιάζονται εμπειρικά αποτελέσματα από τη λειτουργία του Χ.Α. καθώς και ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και οι Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.

Η εργασία ολοκληρώνεται με ορισμένα συμπεράσματα που αναφέρονται στο κεφάλαιο 5.

## **ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Η Χρηματοοικονομική της Συμπεριφοράς είναι μια αναδυόμενη επιστήμη που εξερευνά την ατελή - μη ορθολογική φύση των επενδυτών. Η βάση της

επιστήμης αυτής είναι η εξής: οι άνθρωποι αποκλίνουν από αυτό που αποκαλούμε ορθολογισμό και στηρίζουν τις αποφάσεις τους όχι μόνο στις διαθέσιμες πληροφορίες τους αλλά και την ψυχολογική τους κατάσταση. Η Χρηματοοικονομική επιστήμη και οι επενδυτικές αποφάσεις για πολλές δεκαετίες ήταν βασισμένη στην *Υπόθεση των Αποτελεσματικών Αγορών (Efficient Market Hypothesis)*. Σύμφωνα με αυτή, οι τιμές των αξιογράφων στις αγορές πρέπει να ισούνται με τις θεμελιώδεις αξίες, είτε γιατί οι επενδυτές είναι ορθολογικοί είτε λόγω της διαδικασίας του *arbitrage* που θα εξαλείφει τις ανισορροπίες στις αγοραίες τιμές (Andrei Shleifer, 2000). Οι Sharpe και Alexander (1990) ορίζουν το *arbitrage* ως τη στιγμιαία αγορά και πώληση του ίδιου ή παρόμοιου χρηματοοικονομικού προϊόντος σε δύο διαφορετικές αγορές για επικερδή διαφορά τιμών. Οι επενδυτές συμπεριφέρονται κατά ένα ορθολογικό, προβλέψιμο και αμερόληπτο τρόπο και διορθώνουν άμεσα τις τιμές ώστε οι τελευταίες να αντικατοπτρίζουν όλες τις δημόσια διαθέσιμες πληροφορίες. Η Χρηματοοικονομική της Συμπεριφοράς αμφισβητεί αυτή την παραδοσιακή υπόθεση. Με βάση την ψυχολογία της γνωστικής θεωρίας των αποφάσεων (Investor's Psychology) και τη θεωρία της Περιορισμένης Χρησιμότητας της Διαδικασίας του *arbitrage* (Limited Arbitrage), η Χρηματοοικονομική της Συμπεριφοράς είναι η μελέτη της ερμηνείας από τους επενδυτές της διαθέσιμης πληροφόρησης, που μπορεί να είναι και εσφαλμένη, καθώς και των αντιδράσεών τους. Υποστηρίζει ότι το *arbitrage* στην πραγματικότητα εμπεριέχει ρίσκο και είναι περιορισμένης εμβέλειας. Τα ευρήματα της υποστηρίζουν, μεταξύ άλλων, την ύπαρξη:

1. Ευρεστικών μεθόδων (heuristic, rule of thumb), που είναι νοητές, σύντομες διαδρομές οι οποίες χρησιμοποιούνται έναντι των καθαρών ορθολογικών μεθόδων σκέψης.

2. Ανωμαλίες της αγοράς και οικονομικά *puzzles* που δεν εξηγούνται από την Θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών και που συμφωνούν με το συμπέρασμα ότι ο μέσος επενδυτής δεν συμπεριφέρεται απολύτως ορθολογικά.

Η πρώτη χρονικά θεωρία αναπτύχθηκε από τους Barberis, Shleifer, Vishny (1998). Δημιούργησαν ένα μοντέλο για τον τρόπο με τον οποίο διαμορφώνονται οι πεποιθήσεις των επενδυτών, βασιζόμενοι στη βιβλιογραφία της επιστήμης της ψυχολογίας που αναλύει το συντηρητικό τρόπο με τον οποίο ενεργούν τα άτομα (*conservatism*), τη τάση των ατόμων να ταυτίζονται με το σύνολο (*representative ness*) και το τρόπο με τον οποίο επιδρά η σημαντικότητα ή μη ενός γεγονότος στη λήψη μιας απόφασης. Χρησιμοποίησαν στοιχεία από τη λογιστική προκειμένου να διακρίνουν τη τάση των μετοχών μετά από τη δημοσίευση ανακοινώσεων. Οι αναλυτές και οι επενδυτές δυσκολεύονται να ερμηνεύσουν κατάλληλα τις πληροφορίες σχετικά με τα έσοδα των εταιριών. Έτσι, όταν μεταβάλλονται τα έσοδα μιας εταιρίας, δεν εκτιμούν τη πιθανή μονιμότητα της μεταβολής αυτής και υποαντιδρούν. Η αντίδρασή τους αλλάζει μόνο μετά από επαναλαμβανόμενες μεταβολές στα έσοδα της εταιρίας και δρουν πλέον πιο ενεργά και άμεσα. Ο επενδυτής, αν και δε ξέρει ποτέ αν πρέπει να αντιδρά άμεσα ή με καθυστέρηση, συνήθως υπερ αντιδρά στις νέες πληροφορίες σχετικά με την πορεία των εσόδων μιας εταιρίας.

Η Χρηματοοικονομική της Συμπεριφοράς αναγνωρίζει επενδυτικά λάθη στις αγορές, με την εξαίρεση ότι αν οι επενδυτές ήταν σε θέση να αντιληφθούν πλήρως τα ψυχολογικά δεδομένα της λήψης μιας απόφασης, θα ήταν σε θέση να έχουν καλύτερα αποτελέσματα τόσο από τους επαγγελματίες



διαπραγματευτές όσο και από τους σχετικούς δείκτες τιμών. Η Χρηματοοικονομική της Συμπεριφοράς είναι μία περιοχή για την οποία λίγα είναι γνωστά και προκειμένου να αποκτήσει βαρύτητα η έρευνα γύρω από την θεωρία θα πρέπει να καλύψει σωρεία τομέων και προσεγγίσεων πέρα από το βασικό πλαίσιο το οποίο ήδη υπάρχει.

Η μελέτη της Χρηματοοικονομικής της Συμπεριφοράς μπορεί να δώσει την ευκαιρία να αντιληφθούμε τα φαινόμενα που παρατηρούνται σε διαφορετικές αγορές και κατά συνέπεια να οδηγηθούμε σε μοντέλα που μπορεί να αποδειχθούν ιδιαίτερα χρήσιμα εργαλεία για τις επενδυτικές μας αποφάσεις.

Η διαφορετική αυτή προσέγγιση αναπτύχθηκε, προσπαθώντας να κατανοήσει και να εξηγήσει τον τρόπο με τον οποίο τα συναισθήματα και τα γνωστικά λάθη επηρεάζουν τους επενδυτές κατά την διαδικασία της λήψης απόφασης. Πολλοί ερευνητές πιστεύουν ότι η μελέτη της ψυχολογίας και άλλων κοινωνικών επιστημών μπορούν να βοηθήσουν στην κατανόηση της αποτελεσματικότητας των χρηματοοικονομικών αγορών και να εξηγήσουν επαρκώς τις ανωμαλίες που παρουσιάζονται στις τιμές των αξιογράφων. Για παράδειγμα, πολλοί πιστεύουν ότι η υπερ απόδοση των επενδύσεων με βάση τις θεμελιώδεις αξίες προέρχεται από την παράλογη σιγουριά των επενδυτών για τις εταιρίες που παρουσιάζουν μεγάλη ανάπτυξη μεγεθών και από το γεγονός ότι οι επενδυτές αποκτούν ικανοποίηση από την κατοχή μετοχών αναπτυξιακών εταιριών. Επίσης, ερευνητές πιστεύουν ότι αυτές οι ανθρώπινες ατέλειες είναι συστηματικές, προβλέψιμες και μπορούν να αποφέρουν κέρδη.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Χρηματιστήρια αξιών**

Ο ρόλος της πρωτογενούς χρηματιστηριακής αγοράς είναι η παροχή της δυνατότητας ανάληψης ή και μεταβίβασης του επιχειρηματικού κινδύνου από τον

επιχειρηματία σε άλλους επενδυτές. Οι επενδυτές μπορούν να επιλέγουν σε ποια επιχείρηση θα επενδύσουν τα κεφάλαιά τους αναλαμβάνοντας το ρίσκο της επένδυσης και απολαμβάνοντας τα κέρδη που πιθανόν αποφέρει. Μέσα από αυτή τη δημοκρατική διαδικασία της συμμετοχής επενδυτών σε μια ελεύθερη και οργανωμένη κεφαλαιαγορά, η κοινωνία οδηγείται σε βέλτιστο καταμερισμό των κεφαλαίων της.

Είναι πολύ πιθανόν ο επενδυτής που συμμετέχει στο κεφάλαιο μιας εταιρίας να θελήσει κάποια χρονική στιγμή να αποσυρθεί από τη θέση αυτή και να μεταβιβάσει σε άλλον επενδυτή τις μετοχές του. Ο νέος επενδυτής που θα αγοράσει τις μετοχές του θα απολαμβάνει το μέρος της μετοχής αλλά και τον κίνδυνο διακράτησης των μετοχών σε μια πιθανή μείωση της αξίας των νέων μετοχών. Η μεταβίβαση του κινδύνου θεωρείται η δευτερογενής λειτουργία της κεφαλαιαγοράς. Κατά την αγοραπωλησία των μετοχών αναδιανέμεται μελλοντικό εισόδημα κάτι που θεωρείται πολύ σημαντικό στην ισορροπία ενός κοινωνικοοικονομικού συστήματος.

Η συμμετοχή στη λειτουργία του χρηματιστηρίου έχει ως βασικό σκοπό την αποκόμιση του βέλτιστου κέρδους για τους συμμετέχοντες. Από τις πρώτες μη οργανωμένες κεφαλαιαγορές έχει γίνει αντιληπτό ότι οι επενδυτές δε συμμετέχουν μόνο για το κέρδος αλλά και για τη συγκίνηση που προσφέρει από μόνη της η συμμετοχή στο *παιχνίδι*. Η ικανοποίηση της *υπεροχής* έναντι του *αντιπάλου* για πολλούς θεωρείται πιο σημαντική από το κέρδος. Η ικανοποίηση αυτή δεν είναι μετρήσιμη και διαφέρει από επενδυτή σε επενδυτή.

## 1.1 Κερδοσκοπία και επένδυση

*Όταν ήμουν νέος, οι άνθρωποι με αποκαλούσαν τζογαδόρο. Καθώς μεγάλωναν οι επιχειρήσεις μου, γινόμουν γνωστός ως κερδοσκόπος. Τώρα με αποκαλούν τραπεζίτη. Όμως, πάντα έκανα το ίδιο.*

Σερ Έρνεστ Κάσελ, τραπεζίτης.

Σαφής διάκριση μεταξύ των όρων *κερδοσκοπία* και *επένδυση* δεν είναι εύκολη. Μπορούμε να αποδεχτούμε ότι ένας παίκτης σε καζίνο που ποντάρει σε έναν αριθμό ή σε ένα χρώμα της ρουλέτας, προφανώς κερδοσκοπεί. Από την άλλη, όταν ένας επενδυτής αγοράζει ή πουλά μια μετοχή ποντάροντας σε μια μεταβολή της τιμής της, προφανώς κι αυτός κερδοσκοπεί. Ενώ μια κακή επένδυση μπορεί να θεωρηθεί κερδοσκοπία, ένα άσχημα εκτελεσμένο κερδοσκοπικό εγχείρημα μπορεί να περιγραφεί ως τζόγος. Η ψυχολογία της κερδοσκοπίας και του τζόγου είναι σχεδόν ίδιες. Κι οι δύο προϋποθέτουν έλξη για απόκτηση περιουσίας.

Η κερδοσκοπία απαιτεί ενεργητικές κινήσεις ενώ η επένδυση συνήθως παθητικές. Ο Fred Schwed, εγκέφαλος της Wall Street, έχει δηλώσει ότι η κερδοσκοπία είναι μια προσπάθεια, ενδεχομένως ανεπιτυχής, να μετατραπούν τα λίγα χρήματα σε πολλά. Η επένδυση είναι μια προσπάθεια, που μπορεί να αποδειχτεί επιτυχής, να αποτραπεί η μετατροπή πολλών χρημάτων σε λίγα. Οι οικονομολόγοι ισχυρίζονται ότι ο τζόγος συνεπάγεται τη δημιουργία νέων ρίσκων ενώ η κερδοσκοπία συνεπάγεται την αποδοχή των αναπόφευκτων ρίσκων της καπιταλιστικής διαδικασίας. Το να στοιχηματίσει κάποιος (τζογαδόρος) στον ιππόδρομο περιμένοντας να *πιάσει μια καλή κούρσα* αναλαμβάνει ένα ρίσκο, ενώ το να αγοράσει μια μετοχή (επενδυτής) συμμετέχει απλώς στη μεταβίβαση ενός υπάρχοντος

ρίσκου. Μία αυθόρμητη επένδυση χωρίς καμμία πληροφόρηση είναι περισσότερο κερδοσκοπική από μια άλλη για την οποία ο επενδυτής έχει ερευνήσει για ενδεχόμενη απόδοσή της.

Η λέξη *κερδοσκοπία* αποδίδεται στην Αγγλική γλώσσα ως *arbitrage* και *speculation*. Το *arbitrage* ή αντισταθμιστική κερδοσκοπία αναφέρεται στη κερδοσκοπική συναλλαγή που αφορά στην αγοραπωλησία ενός περιουσιακού στοιχείου, όταν υφίστανται δύο διαφορετικές τιμές σε δύο τουλάχιστον αγορές. Ο ρόλος των *arbitrageurs* είναι να αγοράζουν το περιουσιακό στοιχείο στην αγορά που είναι φθηνό και να το πουλούν στην αγορά που είναι ακριβό. Δεν απαιτείται κεφάλαιο και δεν εμπεριέχει μεγάλο ρίσκο. Οι *arbitrageurs* αποφεύγουν να επιλέγουν αγορές στις οποίες οι διαφορές τιμών (*mispricing*) είναι πολύ αυστηρές επειδή το ρίσκο είναι μεγάλο καθώς η διαφοροποίηση δεν είναι βέβαιο ότι θα ελαχιστοποιηθεί βραχυπρόθεσμα. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η διαπραγμάτευση στην τεράστια αγορά της Ιαπωνίας στα τέλη του '80 ή στην αγορά των ΗΠΑ με τις εταιρίες τεχνολογίας στα τέλη του '90. Οι *arbitrageurs* πήραν θέσεις *short* σε Ιαπωνικές μετοχές το 1987 και θέσεις *long* (αντιστάθμισης) σε μετοχές στις ΗΠΑ. Τον Οκτώβριο του 1987 όμως όταν η αγορά των ΗΠΑ έπεσε αιφνιδιαστικά περισσότερο από ό,τι ανέβαινε η αγορά στην Ιαπωνία, οι *arbitrageurs* έχασαν τεράστια ποσά. Μέσα από την διαδικασία αυτή, οι τιμές και στις δύο αγορές θα ισοροπήσουν μακροχρόνια αλλά οι βραχυπρόθεσμες επιπτώσεις δεν είναι πάντα εγγυημένες (*guarantee*). Κατ'αυτόν το τρόπο βέβαια, το *arbitrage* συμβάλλει στην ισορροπία των τιμών διεθνώς.

Ο όρος *speculation* αναφέρεται στην αγοραπωλησία περιουσιακών στοιχείων μέσα σε μη λογικό οικονομικό πλαίσιο. Οι *speculators* αγοράζουν ένα περιουσιακό στοιχείο σε υψηλή τιμή ελπίζοντας ότι θα βρεθεί κάποιος που θα το αγοράσει σε υψηλότερη τιμή. Η κίνηση αυτή στηρίζεται στη παρόρμηση και στον ψυχολογικό παράγοντα και όχι στην οικονομικά λογική απόδοση που μπορεί να αποφέρει το στοιχείο αυτό.

Η λέξη *speculation* αναφέρθηκε με την οικονομική της έννοια από τον Adam Smith στον *Πλούτο των Εθνών* το 1776. Για τον Smith, ο κερδοσκόπος ορίζεται από την ετοιμότητά του να επιδιώξει τη βραχυπρόθεσμη εκμετάλλευση ευκαιριών με στόχο το κέρδος, σε αντίθεση με τους συνηθισμένους επιχειρηματίες. Ο John Keynes ορίζει την κερδοσκοπία ως την δραστηριότητα που προβλέπει την ψυχολογία της αγοράς ενώ περιγράφει την επιχείρηση ως την δραστηριότητα που προβλέπει τις προοπτικές απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων της σε όλη τη διάρκεια της ύπαρξής τους. Στα λατινικά, ο όρος *speculator* χρησιμοποιείται για να υποδηλώσει ένα φρουρό που το καθήκον του είναι να έχει το νου του (*speculare*) για ενδεχόμενες ταραχές. Ο κερδοσκόπος στην αρχαία Ρώμη ονομαζόταν *quaestor*, που σημαίνει αναζητητής. Οι περισσότεροι από τους κερδοσκόπους τότε ήταν Έλληνες και τους αποκαλούσαν *Graeci*.

Ως *επένδυση* ορίζεται η πράξη αγοράς και πώλησης ενός περιουσιακού στοιχείου με βάση την οικονομικά λογική απόδοση για έναν χρονικό ορίζοντα χωρίς αυτός να είναι το κριτήριο που διαχωρίζεται η επένδυση από την κερδοσκοπία.

## 1.2 Άνοδος και πτώση στα Χρηματιστήρια Αξιών

Ιστορικά, οι χρηματιστηριακές αγορές έκαναν την εμφάνισή τους με διάφορες μορφές την περίοδο της Ρωμαϊκής Αυτοκρατορίας στη περιοχή του Φόρουμ. Εκεί, όπως αναφέρει ο Ρωμαίος κωμωδιογράφος Πλαύτος, πλήθη ανθρώπων αγόραζαν και πουλούσαν μετοχές και ομόλογα των εταιρειών, αγροκτήματα, ακίνητα. Εδώ χρησιμοποιούνται για πρώτη φορά οι λέξεις *bull* (ταύρος) και *bear* (αρκούδα), οι οποίες υποδηλώνουν η πρώτη αυτόν που αγοράζει μετοχές σε χαμηλές τιμές επειδή προβλέπει άνοδο των τιμών και ελπίζει σε κέρδος από τη μεταπώλησή τους και η δεύτερη αυτόν που πουλάει μετοχές, που δεν έχει στη διάθεσή του και υπόσχεται να τις παραδώσει μελλοντικά υπολογίζοντας ότι θα πέσουν οι τιμές. Σε αυτή την εποχή εμφανίζονται και εταιρίες κεφαλαιούχων που ονομάζονται *publicani*. Είναι εταιρίες μετοχικού κεφαλαίου και η κυριότητά τους ήταν διαιρεμένη σε *partes*, δηλαδή σε μετοχές. Στην αρχή οι εταιρίες αυτές ευημερούσαν προσφέροντας υψηλές αποδόσεις. Μετά τον 3<sup>ο</sup> αιώνα μ.Χ. ξεκινούν οι νομισματικές κρίσεις με βασική αιτία την κερδοσκοπία.

Κατά τον Μεσαίωνα, οι οικονομικές συναλλαγές αντικαταστάθηκαν από τις πληρωμές σε είδος. Η τοκογλυφία καταδικάζεται και οι κερδοσκόποι στις χρηματοοικονομικές αγορές διώκονται. Το 1351 θεσπίζεται νόμος για την τιμωρία αυτών που διέδιδαν φήμες που αποσκοπούσαν στο να μειώσουν τις τιμές των κρατικών ομολόγων. Τον 14<sup>ο</sup> αιώνα κρατικά δάνεια ανταλλάσσονται σε Ιταλικές πόλεις. Τον 15<sup>ο</sup> αιώνα ανταλλάσσονται στη Λειψία μετοχές των γερμανικών ορυχείων. Στο Παρίσι ανταλλάσσονται ομόλογα και συναλλαγματικές. Τον 16<sup>ο</sup> αιώνα στην Αμβέρσα πραγματοποιούνται ελεύθερες συναλλαγές και εκεί είναι η έδρα του πρώτου μόνιμου χρηματιστηρίου. Η ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών σε Γαλλία και Βέλγιο

διακόπηκε από θρησκευτικούς πολέμους και το χρηματιστήριο της Αμβέρσας οδηγείται σε παρακμή. Το Άμστερνταμ επωφελείται καθώς οι διωκόμενοι από τους πολέμους προτεστάντες και Εβραίοι, μεταφέρουν εκεί τα κεφάλαιά τους.

Τη δεκαετία του 1590 η Ολλανδία χαρακτηρίζεται ως οικονομικό θαύμα. Τον 17<sup>ο</sup> αιώνα η Ολλανδία είχε την πιο αναπτυγμένη οικονομία στην Ευρώπη. Τότε ιδρύεται και η πρώτη κεντρική τράπεζα στην Ευρώπη, η Άμστερνταμ Βίσελμπανκ. Στο χρηματιστήριο του Άμστερνταμ ανταλλάσσονται κάθε είδους οικονομικά προϊόντα και υπηρεσίες κι εμφανίζεται για πρώτη φορά το παράγωγο χρηματιστηριακό προϊόν, το *option*. Τον ίδιο αιώνα κι ενώ η αισιοδοξία για το μέλλον του εμπορίου και της οικονομικής ευμάρειας ήταν αυξημένη, παρατηρήθηκε το φαινόμενο της *μανίας για τις τουλίπες*. Τα αισθήματα των Ολλανδών για τα λουλούδια ήταν γνωστά καθώς και το γεγονός ότι οι περιορισμένοι χώροι δεν επέτρεπαν την καλλιέργειά τους στο βαθμό που οι ίδιοι οι Ολλανδοί θα επιθυμούσαν. Πολύτιμο λουλούδι ήταν η τουλίπα η οποία αρχικά ήταν πολύ περιορισμένη στους κήπους των πλουσίων. Οι τουλίπες συνδυάστηκαν με το πλούτο της εποχής και η τιμή τους άρχισε να ανεβαίνει ανάλογα με τη ζήτησή της από τους πλούσιους ευγενείς. Οι βολβοί της τουλίπας έφθασαν σε εξωφρενικές τιμές (μία τουλίπα *Αιώνιος Αύγουστος* όπως ονομαζόταν είχε αξία αντίστοιχη με την αξία ενός σπιτιού). Ήταν πλέον ένα μέσο συναλλαγών που δε διέφερε από ένα γραμμάτιο της Βίσελμπανκ. Στα 1627 η αγορά της τουλίπας κατέρρευσε απροσδόκητα. Όπως έντονα κινήθηκε ανοδικά η τιμή της έτσι απότομα και χωρίς ουσιαστικό λόγο κατέρρευσε. Η μια αθέτηση παράδοσης διαδέχτηκε την άλλη και τα συμβόλαια παράδοσης των τουλιπών δε τηρήθηκαν.



Αντίστοιχη με τη *μανία για τις τουλίπες* περίπτωση, είναι η φούσκα Σουκ-Αλ – Μανάκ του Κουβέιτ στις αρχές του 1980. Στο χρηματιστήριο του Κουβέιτ οι συναλλαγές γίνονταν με μεταχρονολογημένες επιταγές. Σε διάστημα οκτώ μηνών το 1982 περισσότερες από 3,500 εκατομμύρια μετοχές άλλαξαν χέρια με αξία 6 δις \$, όταν η λογιστική τους αξία ήταν μόλις 200 εκατομμύρια \$. Οι απλήρωτες επιταγές ήταν 90 δις \$. Τον Αύγουστο του 1982 μια γυναίκα κερδοσκόπος ζήτησε να εξαργυρώσει νωρίτερα μια επιταγή. Η αγορά αποσταθεροποιήθηκε και κατέρρευσε.

Ο Dow Jones Industrial Average δημιουργήθηκε στις 26 Μαΐου 1896 από τον Charles H. Dow και είναι ο πιο διαδεδομένος χρηματιστηριακός δείκτης. Αρχικά περιελάμβανε 12 μετοχές του βιομηχανικού κλάδου των ΗΠΑ, το 1916 20 κι από τότε μέχρι και σήμερα περιλαμβάνει 30. Στη δεκαετία του 1920, ένας Βρετανός δημοσιογράφος, ο John Brooks παρατηρεί ότι στη Νέα Υόρκη «όλοι συζητούν για τον Hemingway, τη μουσική, τα άλογα αλλά στο τέλος όλοι συζητούν για τη χρηματιστηριακή αγορά και τότε η συζήτηση σοβαρεύει». Όλοι πίστευαν ότι το χρηματιστήριο μόνο προς τα πάνω μπορούσε να κινηθεί. Ούτε η φούσκα του real estate στη Φλόριντα στα μέσα του 1920 έδωσε κάποια προειδοποίηση. Στα 1926 και μέχρι το 1929 τα θεμελιώδη μεγέθη των Ηνωμένων Πολιτειών βελτιώνονταν ραγδαία, ο δείκτης του χρηματιστηρίου υπερ διπλασιάστηκε και η είσοδος νέων τεχνολογιών έκανε την εμφάνισή της. Η εισροή ξένων κεφαλαίων διοχετεύτηκε στο χρηματιστήριο. Η αύξηση του όγκου συναλλαγών στο χρηματιστήριο οδήγησε σε μια ξέφρενη κούρσα τις τιμές των μετοχών χωρίς αυτές να ανταποκρίνονται πλέον στα θεμελιώδη μεγέθη τους. Οι τράπεζες δάνειζαν χρήμα που επενδύονταν στο χρηματιστήριο. Συνέπεια ήταν την Πέμπτη 25 Οκτωβρίου 1929 να αλλάξουν

χέρια 12.894.650 μετοχές προκαλώντας κατάρρευση των τιμών (*Black Thursday*). Ο πανικός ολοκληρώνεται την επόμενη Τρίτη, γνωστή ως *Μαύρη Τρίτη (Black Tuesday)* όταν 16.4 εκατομμύρια μετοχές αλλάζουν χέρια. Οι κορυφαίοι τραπεζικοί (ο T. Lamont της Morgan Bank, ο Mitchell της National City Bank, ο A. Wiggin της Chase National Bank) σε μια προσπάθεια να σώσουν τη κατάσταση έκαναν κάτι που το 1907 σε μια παρόμοια περίπτωση είχε θετικό αποτέλεσμα: με την οικονομική τους συνδρομή εξουσιοδότησαν τον αντιπρόεδρο του χρηματιστηρίου R. Whitney να κάνει μεγάλες αγορές της U.S. Steel, σε τιμές πολύ υψηλότερες από τις τρέχουσες. Οι επενδυτές θεώρησαν ότι ενήργησαν κερδοσκοπικά για ίδιον όφελος και αντέδρασαν ακριβώς αντίθετα από το αναμενόμενο, συνέχισαν να πουλούν τις μετοχές τους σε κατάσταση πανικού. Ορισμένοι κερδοσκόποι δεν άντεξαν, έντεκα αυτοκτόνησαν. Μέχρι τα τέλη του Νοεμβρίου, οι επενδυτές είχαν χάσει 100 δις \$ σε αξία ενεργητικού, γνωστό ως *The Great Stock Market Crash*. Ο δείκτης έχασε σε δύο μόλις μήνες 40% της αξίας του και στα επόμενα τρία χρόνια το 89.2%. Ο δείκτης τον Ιούλιο του 1932 ήταν στις 41.22 μονάδες ενώ πριν την πτώση ήταν 381.17 μονάδες (3 Σεπτεμβρίου 1929). Επανήλθε στα ίδια επίπεδα το 1954.

Τη Δευτέρα, 19 Οκτώβρη 1987, κερδοσκοπικοί κύκλοι, ανεξάρτητα από τα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας των Η.Π.Α., οδηγούν τις κεφαλαιαγορές σε τεράστιες απώλειες (ο δείκτης S&P 500 χάνει 20% και ο Dow Jones 22.6%), δίνοντας ένα τέλος σε μία πενταετία ανόδου. Γνωστή κι αυτή η Δευτέρα ως *Black Monday*. Οι λόγοι της πτώσης ήταν βασικά ψυχολογικοί και όχι οικονομικοί, όπως οι ίδιοι οι επενδυτές ισχυρίστηκαν (Shiller, 1987).

Τρίτη μεγάλη πτώση του DJIA συμβαίνει το 2002 με την κατάρρευση των μετοχών των εταιριών τεχνολογίας γνωστές ως *Dot-com stocks*. Είναι το τέλος μιας δεκαετούς ανόδου (bull market) των εταιριών διαδικτύου. Ορισμένες κατέρρευσαν από τραπεζικά δάνεια (Webvan, Exodus Communications) και άλλες παρέμειναν εν ενεργεία χάνοντας δραματικά από την χρηματιστηριακή αξία τους (Amazon.com, eBay, Yahoo). Παράλληλα, λογιστικά σκάνδαλα αποκαλύπτονται σε οικονομικούς κολοσσούς (Enron, Arthur Andersen, Adelphia) επιταχύνοντας τη πτώση.

Από το 1987 έως το 1995, ο DJIA αυξάνεται κάθε χρόνο σχεδόν 10%. Από το 1995 έως το 2000 αυξάνεται 15% κατά μέσο όρο. Συνέχεια της έντονης ανόδου και μέχρι τα μέσα του 2002 οπότε ξεκινά η πτώση.

Ποσοστιαία, η μεγαλύτερη πτώση του DJIA συνέβη στις 12 Δεκεμβρίου 1914, με πτώση κατά 24.39%. Η δεύτερη μεγαλύτερη πτώση ήταν στις 28 Οκτωβρίου 1929, 24.39%. Η μεγαλύτερη πτώση σε μονάδες ήταν στις 17 Σεπτεμβρίου 2001, έξι ημέρες με την τρομοκρατική επίθεση στους Δίδυμους Πύργους (684.81 μονάδες).

Είναι φανερό, ότι σε όλες τις περιπτώσεις έντονων ανοδικών φαινομένων στις κεφαλαιαγορές, όταν δεν συντρέχουν λόγοι ευφορίας βασισμένοι σε θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη των εταιριών αλλά και του γενικότερου οικονομικού, πολιτικού, κοινωνικού περιβάλλοντος, θα ακολουθήσει αντίστοιχα έντονο καθοδικό φαινόμενο με ανυπολόγιστες συνέπειες όπως έχει διδάξει το παρελθόν. Πέρα από την ορθολογική συμπεριφορά, τα αίτια που προκαλούν αυτές τις μεταπτώσεις πρέπει να ερευνηθούν και σε ψυχολογικούς παράγοντες που επηρεάζουν τους επενδυτές στη λήψη των αποφάσεών τους.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η Υπόθεση των Αποτελεσματικών 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 ανάλογα 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 ανάλογα 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 στις 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 αντανakλούν 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 αντανakλά 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 αντανakλούν 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 απεικόνιση 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 απορριπτέο 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.

## 2.1 Επίπεδα αποτελεσματικότητας

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.

*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 μέτρια μορφή αποτελεσματικότητας (semi strong 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 ημισχυρής 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 τιμής 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 (*weak form 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 αγοραστές 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 Charles Dow, συνιδρυτής της Dow, Jones & Co το 1882 και πρώτος εκδότης της Wall Street Journal, ανέπτυξε την θεωρία της τεχνικής ανάλυσης. Ενδιαφερόταν βασικά να κατανοήσει τις χρηματιστηριακές αγορές σε βάθος χρόνου και λιγότερο να αναπτύξει ένα μοντέλο πρόβλεψης της μελλοντικής πορείας τους.

Πιο πρόσφατα, το 1982, ο Wendt αναφέρει: «αν κάποιος παρατηρεί την παλίρροια και επιθυμεί να σημειώσει το υψηλότερο επίπεδο αυτής, τότε θέτει ένα κομμάτι ξύλου στην άμμο και περιμένει μέχρι τότε τα κύματα δε θα φθάνουν πλέον στο σημείο που δείχνει το ξύλο. Τότε καταλαβαίνει και τότε η

παλίρροια αλλάζει κατεύθυνση. Η ίδια μέθοδος ισχύει για να παρατηρεί και να καθορίζει πότε θα εμφανίζονται τα παλιρροιακά φαινόμενα στις κεφαλαιαγορές. Τα κύματα των τιμών όπως και της θάλασσας δεν απομακρύνονται από την κορυφή αμέσως».

Ο William Peter Hamilton, εκδότης μετά τον Dow, υποστήριξε ότι οι τιμές 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.

Ο Kendall (1953) σημειώνει : «κάθε εβδομάδα λες και ο δαίμονας της τύχης τραβάει έναν τυχαίο αριθμό από ένα συμμετρικό πληθυσμό ο οποίος έχει δεδομένη διακύμανση και τον προσθέτει στο τρέχον επίπεδο τιμών ώστε να διαμορφώσει την τιμή της επόμενης εβδομάδας».

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.

Για την ανάλυση των τιμών των μετοχών έχουν χρησιμοποιηθεί, εκτός της τεχνικής και της θεμελιώδους ανάλυσης και έννοιες μεταφυσικές. Η κίνηση των πλανητών και η αστρολογία εμφανίζονται σε επιστημονικά βιβλία στενά συνδεδεμένες με τις χρηματιστηριακές τιμές. Ένας τεχνικός αναλυτής, ο Granville, συνδυάζει τη κίνηση των τιμών των μετοχών με μεταφυσικά φαινόμενα. Γνωρίζοντας κάποια επιτυχία μετά από προβλέψεις του, δημιούργησε πανικό το 1981 προβλέποντας πτώση των τιμών. Σύμφωνα με τον Granville, η τεχνική ανάλυση των τιμών στηρίζεται στην επανάληψη και οι αλήθειες που αποκαλύπτονται μέσα από την επανάληψη δείχνουν να έχουν σχέση με εξωπραγματικά πράγματα, όπως η μουσική, η ιατρική, η φυσική. Έτσι, νόμοι της φυσικής βρίσκουν εφαρμογή σε χρηματιστηριακές αγορές, όπως οι τάσεις τιμών, η πλευρική κίνηση τιμών, η βαρύτητα.

## 2.2 Ανωμαλίες αποτελεσματικών αγορών

Οι επενδυτές αναζητούν διαρκώς πρακτικούς τρόπους σύμφωνα με τους οποίους θα μπορούσαν να αποκομίσουν αξιόλογα κέρδη στο Χρηματιστήριο από την αρχή κιόλας του κάθε νέου έτους (Thaler, 1992 και Ariel, 1985). Ιστορικά έχει αποδειχθεί ότι καθώς το Χρηματιστήριο εισέρχεται στη νέα χρονιά, οι επενδυτές μπορούν να έχουν την πιθανότητα να αρχίσουν καλά εάν προσέξουν και εκμεταλλευτούν την κατάσταση - εφόσον αυτή προκύψει. Είναι γνωστό στις διεθνείς αγορές ως *το φαινόμενο του Ιανουαρίου*. Βάσει της

στατιστικής ανάλυσης μάλιστα, προκύπτει ότι από την αρχή του 20ού αιώνα οι αμερικανικές αγορές έχουν πολλές φορές κινηθεί με έναν έντονα ανοδικό τρόπο τον Ιανουάριο. Σύμφωνα με τα στατιστικά δεδομένα οι χειρότεροι μήνες για τους αισιόδοξους επενδυτές είναι ο Δεκέμβριος και ο Μάιος.

Τα στοιχεία από το 1985 στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, δείχνουν ότι ο Φεβρουάριος είναι ο δεύτερος και ο Ιούλιος ο τρίτος μήνας του χρόνου με βάση τα συνολικά κέρδη που έχουν επιτευχθεί. Ο Ιούλιος ενσωματώνει και μια ασυνήθιστη στατιστικά παράδοση: σε ποσοστό 85,7% όπως κινείται ο γενικός δείκτης τον συγκεκριμένο μήνα (με άνοδο ή πτώση), έτσι διαμορφώνεται και η κίνησή του στο τέλος του έτους (ανοδική ή καθοδική). Τα οποιαδήποτε στατιστικά στοιχεία δεν αποτελούν θέσφατο για τις επενδυτικές πρωτοβουλίες. Δίνουν ένα στίγμα και μόνο.

Όπως έχουν ήδη παρατηρήσει πολλοί ερευνητές, υπάρχει μία σειρά αξιοσημείων παραγόντων για τους οποίους το Χρηματιστήριο τείνει να κινείται σε υψηλότερα επίπεδα το μήνα Ιανουάριο:

1. Οι επενδυτές ολοκληρώνουν έως το Δεκέμβριο τις πωλήσεις μετοχών για να καταγράψουν τις ενδεχόμενες ζημίες και να ελαφρύνουν τις φορολογικές τους υποχρεώσεις, με αποτέλεσμα οι πιεσμένες τιμές των μετοχών να αρχίζουν γενικά να επανέρχονται σε υψηλότερα σημεία με παράλληλη άνοδο του όγκου συναλλαγών από τις αρχές του έτους.
2. Οι θεσμικοί επενδυτές, τα συνταξιοδοτικά ταμεία καθώς και τα μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τείνουν να πραγματοποιούν τις επενδύσεις τους στην αρχή μιας νέας χρονιάς.
3. Οι διαχειριστές επενδυτικών κεφαλαίων τοποθετούνται στην αγορά μετοχών ώστε να μην μείνουν πίσω από πλευράς αποδόσεων από τόσο νωρίς στη διάρκεια του έτους. Ειδικότερα, οι διαχειριστές προβαίνουν σε



πώληση μετοχών εταιριών μικρής κεφαλαιοποίησης και μεγάλου κινδύνου τον Δεκέμβριο, διότι δεν επιθυμούν να φανεί στους κατόχους των χαρτοφυλακίων ότι διακρατούν τέτοια αξιόγραφα κατά την ετήσια αποτίμηση και έλεγχο στο τέλος του έτους. Στην συνέχεια επαναγοράζουν τα ίδια αξιόγραφα τον Ιανουάριο σε χαμηλότερη τιμή κι έτσι προκαλείται το φαινόμενο του Ιανουαρίου λόγω της εμφάνισης υπερβαλλουσών αποδόσεων (Lakonishok & Levi, 1982).

4. Μερικοί επενδυτές συνηθίζουν να προσεγγίζουν το νέο έτος με μια αισιόδοξη διάθεση, ιδιαίτερα όταν έχει προηγηθεί μία ανεπιθύμητη χρονιά, προσδοκώντας κάτι καλύτερο τόσο από πλευράς ψυχολογίας της αγοράς όσο και σε επίπεδο πραγματικών εξελίξεων.

5. Οι ετήσιες προβλέψεις των εταιρικών κερδών αναθεωρούνται από τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές στα τέλη του προηγούμενου έτους ή στις αρχές του νέου έτους και συνήθως τείνουν να είναι θετικές.

Για τις αμερικανικές αγορές πάντως, τα δεδομένα αναφορικά με το φαινόμενο του Ιανουαρίου είναι ιδιαίτερα αποκαλυπτικά: εξετάζοντας μία περίοδο 20 ετών, ο Dow Jones Ind. Average επέδειξε κατά μέσο όρο μία αύξηση της τάξης του 2,1% το μήνα Ιανουάριο, ο δείκτης Standard & Poor's 500 μία άνοδο 1,8% και ο δείκτης Nasdaq Composite παρουσίασε μία αύξηση κατά 3,6%.

Κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου των 21 ετών, οι τρεις αυτοί βασικοί δείκτες έχουν παρουσιάσει άνοδο κατά τον Ιανουάριο τα 12 (έτη). Επίσης, στη δεκαετία του 1990 το φαινόμενο του Ιανουαρίου παρουσιάστηκε ακόμη πιο έντονο καθώς επαληθεύτηκε με υψηλότερο ποσοστό επιτυχίας.

Ορισμένες από τις πιο θεαματικές ανόδους έχουν λάβει χώρα το συγκεκριμένο μήνα, τον Ιανουάριο. Ο δείκτης Dow Jones Ind. Average

αυξήθηκε κατά 15% τον Ιανουάριο του 1987, κατά 14% τον ίδιο μήνα του 1976 και κατά 15,4% τον Ιανουάριο του 1975. Επίσης έχει παρατηρηθεί ότι οι μετοχές της μικρής κεφαλαιοποίησης υπερβαίνουν σε αποδόσεις τις μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης το μήνα Ιανουάριο. Αυτό ενδεχομένως ερμηνεύεται από το γεγονός ότι οι μετοχές με μικρή κεφαλαιοποίηση, λόγω της συγκριτικά μικρότερης διασποράς και της εμπορευσιμότητάς τους, επηρεάζονται σε μεγαλύτερο βαθμό από τις κατευθύνσεις - και ιδιαίτερα τις ανοδικές - που αποκτά εκάστοτε μία χρηματιστηριακή αγορά (Claire και Thomas, 1995).

Ο Ritter (1988) χρησιμοποιώντας τον δείκτη *buy / sell* στη Merrill Lynch για το χρονικό διάστημα Δεκεμβρίου - Ιανουαρίου, διαπίστωσε πως πριν το γύρισμα του χρόνου φανέρωνε τάση των επενδυτών να πουλάνε κάτι που συνήθως αντιστρεφόταν την επόμενη χρονιά. Η αλλαγή συμπεριφοράς του συγκεκριμένου δείκτη συνδέεται στενά με το μέγεθος του *turn-of-the-year-effect*. Κι εδώ παρατηρήθηκε το φαινόμενο να αποδίδουν υψηλότερα οι μικρές μετοχές τις τελευταίες ημέρες ενός έτους και κατά την περίοδο του Ιανουαρίου.

Πολλοί από τους συμμετέχοντες στην Αμερικανική αγορά μετοχών γνωρίζουν ότι παρά την θεωρία περί Αποτελεσματικών Αγορών, η πράξη έχει οδηγήσει σε συμπεράσματα που συχνά αντικρούουν τα επιχειρήματα της θεωρίας. Σύμφωνα με τα στοιχεία 50 τουλάχιστον χρόνων, για παράδειγμα, η συντριπτική πλειοψηφία των αποδόσεων από μετοχές στα χρηματιστήρια των Η.Π.Α. προήλθε από τοποθετήσεις μεταξύ των μηνών Νοεμβρίου και Απριλίου. Αντίθετα, τοποθετήσεις κατά τους μήνες Μάιο έως και Οκτώβριο παρουσίασαν ελάχιστη έως και καθόλου απόδοση. Οι αναλυτές αποδίδουν το φαινόμενο στο γεγονός ότι πολλοί Αμερικανοί πολίτες επενδύουν τα χρήματα

τους σε αμοιβαία κεφάλαια ή μετοχές στις αρχές κάθε χρονιάς, μετά τη λήψη του bonus των Χριστουγέννων. Κατ' αυτόν τον τρόπο παρατηρούμε θετικές αποδόσεις για τις μετοχές.

Το ερώτημα που τίθεται είναι γιατί ο Σεπτέμβριος είναι μήνας αρνητικών αποδόσεων για 20 από τα τελευταία 30 χρόνια. Βέβαια μεγάλες πτώσεις συνέβησαν κατά το μήνα Σεπτέμβριο και παλαιότερα, για άλλους ίσως λόγους. Ο Σεπτέμβριος είναι κατά πάσα πιθανότητα αρνητικός (όταν είναι) για μια σειρά λόγους:

1. Οι διαχειριστές κεφαλαίων επιστρέφοντας από τις καλοκαιρινές διακοπές *καθαρίζουν* συνήθως τα χαρτοφυλάκια τους από ανεπιθύμητους losers. Μπορεί ημερολογιακά ο χρόνος να τελειώνει στις 31/12, το φορολογικό όμως έτος για εκατοντάδες Αμοιβαία Κεφάλαια (Α/Κ) και Συνταξιοδοτικά Ταμεία λήγει στις 31/10. Η καταγραφή των ζημιών από πώληση μετοχών με σημαντικές απώλειες συμπαρασύρει σε πωλήσεις και άλλες κατηγορίες μετοχών για αύξηση ρευστότητας. Πολλά Α/Κ δεν περιμένουν τον Οκτώβριο για ρευστοποιήσεις αλλά αντίθετα ξεκινούν τις πωλήσεις τους από το Σεπτέμβριο.

2. Ο φόβος των επενδυτών για πτώση των μετοχών τον Οκτώβριο αναγκάζει πολλούς σε περιορισμό των θέσεων τους σε μετοχές. Το ξεκίνημα των πωλήσεων μετοχών από θεσμικά χαρτοφυλάκια συμπαρασύρει και τους υπόλοιπους επενδυτές. Όλοι αντιλαμβάνονται την πτώση του Οκτωβρίου και προσπαθούν να λάβουν την σωστή θέση. Συνήθως όμως κάποιος άλλος προλαβαίνει νωρίτερα.

3. Ο Σεπτέμβριος είναι ο μήνας των ανακοινώσεων κερδών για το Γ' τρίμηνο. Οι εταιρίες ανακοινώνουν τα οικονομικά τους αποτελέσματα που θα

δημοσιεύσουν επισήμως το μήνα Οκτώβριο. Το Γ' τρίμηνο είναι συνήθως και το ασθενέστερο επιχειρηματικά λόγω του καλοκαιριού. Άσχημες ανακοινώσεις οικονομικών αποτελεσμάτων το Σεπτέμβριο μπορούν να οδηγήσουν την αγορά σε αισθητά χαμηλότερα επίπεδα. Στο ξεκίνημα της κάθε χρονιάς οι αναλυτές δημοσιεύουν προβλέψεις για την κερδοφορία των εταιριών οι οποίες καλύπτουν την τρέχουσα χρονιά και τις δύο επόμενες. Μετά τους καλοκαιρινούς μήνες αν είναι πια εμφανές ότι οι προβλέψεις τους είναι υψηλότερες της πραγματικότητας (που προ-αναγγέλλεται από τις εταιρίες με τις ανακοινώσεις), οι αναλυτές μειώνουν τις προβλέψεις τους για τα κέρδη (E) και καθιστούν τα P/E να φαντάζουν υψηλότερα.

Μία άλλη ανωμαλία των αποτελεσματικών αγορών είναι το αποτέλεσμα του *Σαββατοκύριακου (Monday effect or Weekend effect)*. Έχει παρατηρηθεί ότι οι μέσες χρηματιστηριακές αποδόσεις τείνουν να είναι υψηλότερες την Παρασκευή και χαμηλότερες τη Δευτέρα σε σχέση με τις άλλες ημέρες της εβδομάδας (French 1980, Gibbon and Hess 1981). Μία εξήγηση που έχει δοθεί σχετικά με το φαινόμενο αυτό είναι ότι τα άσχημα νέα συνήθως ανακοινώνονται Σαββατοκύριακο ώστε να αφομοιωθούν στην αγορά πιο ομαλά. Οι Agrawal – Tandon (1994) μελετώντας 18 χρηματιστηριακούς δείκτες σε ισχυρές οικονομίες παγκοσμίως, παρατήρησαν την αρνητική μέση απόδοση της Δευτέρας και την θετική μέση απόδοση της Παρασκευής. Ο Kamara (1997) δε θεώρησε σημαντικό, στατιστικά, το φαινόμενο της Δευτέρας για τον S&P 500 ενώ ο Steely (2001) θεώρησε ότι το φαινόμενο αυτό δεν είχε ισχύ στη Μεγάλη Βρετανία κατά την δεκαετία του 1990.

Ο Reinganum (1980) και ο Banz (1981) παρατήρησαν ότι οι μετοχές εταιριών μικρής κεφαλαιοποίησης δίνουν μεγαλύτερες αποδόσεις σε σχέση με τις μετοχές εταιριών μεγάλης κεφαλαιοποίησης (*ανωμαλία της μικρής*

επιχείρησης – *small firm effect*). Συνδυαζόμενο με το φαινόμενο του Ιανουαρίου, αποδείχτηκε ότι οι επενδυτές μπορούν να επιτύχουν υπερβάλλουσες αποδόσεις διατηρώντας μετοχές εταιριών μικρής κεφαλαιοποίησης την περίοδο του Ιανουαρίου. Συνέπεια αυτού, χαρτοφυλάκια από μικρές επιχειρήσεις θεωρητικά θα αποφέρουν μεγαλύτερα κέρδη σε σχέση με χαρτοφυλάκια από μεγάλες επιχειρήσεις (Lustic and Leinbach, 1983). Η βασική εξήγηση που δίνεται για το φαινόμενο αυτό είναι ότι οι μικρές επιχειρήσεις ενέχουν μεγαλύτερο ρίσκο και για αυτό το λόγο αποζημιώνουν με μεγαλύτερες αποδόσεις. Επίσης, πιθανές εξηγήσεις για το ρόλο του μεγέθους των εταιριών είναι:

1. Η υποβάθμιση της εκτίμησης του *beta* (συστηματικός κίνδυνος του χαρτοφυλακίου) λόγω μη συγχρονισμένης διαπραγμάτευσης των μετοχών ή της μέτρησης του *beta* χρησιμοποιώντας ιστορικές τιμές αποδόσεων. Αν το *beta* είναι πολύ χαμηλό τότε η εκτίμηση της αναμενόμενης απόδοσης χρησιμοποιώντας το CAPM είναι πολύ χαμηλή και η διαφορά της πραγματικής απόδοσης από την αναμενόμενη είναι τελικά θετική ακόμα και αν στους αρχικούς υπολογισμούς της αναμενόμενης απόδοσης η διαφορά δεν υπήρχε.

2. Το Υπόδειγμα της Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων CAMP δεν αποτελεί το κατάλληλο μοντέλο μέτρησης των αναμενόμενων αποδόσεων των μετοχών. Μελέτες θεωρούν το μέγεθος της κεφαλαιοποίησης των εταιριών ως εναλλακτική μεταβλητή ρίσκου (Chan & Chen 1991).

3. Η υπερβάλλουσα απόδοση από τη διακράτηση μικρών σε κεφαλαιοποίηση μετοχών είναι ένα είδος αποζημίωσης για την έλλειψη ρευστότητας που χαρακτηρίζει τις μετοχές αυτές και συνεπώς του

υψηλότερου κόστους συναλλαγών. Οι επενδυτές συνεπώς, ζητούν υψηλότερη απόδοση η οποία περιλαμβάνει το *liquidity premium*.

Οι υποστηρικτές της Υπόθεσης Αποτελεσματικών Αγορών ισχυρίζονται ότι τα υψηλά συναλλακτικά κόστη για τις μικρές σε κεφαλαιοποίηση εταιρίες, είναι τόσο υψηλά που η αποτελεσματικότητα της αγοράς διασφαλίζεται.

Παρουσιάζοντας τα παραπάνω σχετικά με την ισχύ των αποτελεσματικών αγορών, πρέπει να καθοριστεί και η έννοια των υπερβαλλουσών αποδόσεων και κερδών. Με την χρήση του Capital Asset Pricing Model (CAPM), το οποίο αποτελεί το πιο διαδεδομένο υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων της σύγχρονης χρηματοοικονομικής, θεωρείται η απόδοση που αντιστοιχεί στο beta (συστηματικό κίνδυνο) του χαρτοφυλακίου ως κανονική απόδοση (normal return). Οποιαδήποτε απόδοση βρίσκεται πάνω από την οριζόμενη ως κανονική απόδοση, θεωρείται υπερβάλλουσα. Σε τέτοια περίπτωση, το Υπόδειγμα των Αποτελεσματικών Αγορών τίθεται σε αμφισβήτηση. Η παραδοχή ότι με την χρήση ιστορικών στοιχείων και δεδομένων, όπως το  $MV / BV$ , μπορεί να προβλεφθεί και να υπολογιστεί η μελλοντική πορεία και τιμή μιας μετοχής και να επιτευχθούν υπεραποδόσεις, δεν αποδεικνύει κατ'ανάγκη ότι δεν ισχύει η Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς.

Οι Jegadeesh και Totman (1993) περιγράφουν ότι με τη στρατηγική της αγοράς μετοχών που είχαν αποδώσει καλά στο παρελθόν και την πώληση αυτών που δεν απέδωσαν ανάλογα, είναι δυνατόν να λάβει κάποιος σημαντικά θετικές αποδόσεις σε διάστημα από 3 έως και 12 μήνες. Μέρος των υπερβολικών κερδών της παραπάνω περιόδου χάνεται στα επόμενα 2 έτη. Οι ίδιοι ερευνητές αναφέρουν ότι την καθυστερημένη αντίδραση των επενδυτών δε μπορεί ουσιαστικά να την εκμεταλλευτούν οι αντίθετες στρατηγικές και ότι η κύρια πηγή των *contrarian profits* αποτελεί η

αντιστροφή της τάσης των εταιρικών χαρακτηριστικών παραγόντων των τελικών αποδόσεων. Οι Lakonishok και Shleifer (1994) απέδειξαν ότι χρησιμοποιώντας μια ποικιλία επενδυτικών στρατηγικών με αγορές μη αρεστών μετοχών, μπορούν να πετύχουν υψηλότερες αποδόσεις από το να αγοράζαν δημοφιλείς μετοχές (*glamour*). Πιθανή αιτία για το αποτέλεσμα των παραπάνω επιλογών είναι ότι οι πραγματικοί μελλοντικοί ρυθμοί αύξησης των εσόδων των δημοφιλών μετοχών δεν ήταν τόσο υψηλές όσο στο παρελθόν σε σχέση με τις μη αρεστές μετοχές. Χρησιμοποιώντας μεθόδους μέτρησης του Θεμελιώδους Κινδύνου, οι στρατηγικές αγοράς *value μετοχών* παρουσιάστηκε ότι εμπεριέχουν μεγαλύτερο ρίσκο από τις στρατηγικές αγοράς *glamour μετοχών*. Το επιχείρημα όμως ότι η μεγαλύτερη απόδοση των συγκεκριμένων στρατηγικών λειτουργεί ως αμοιβή για την ανάληψη υψηλότερου ρίσκου, δε δικαιολογεί το μέγεθος της διαφοράς στην απόδοση των *value μετοχών*.

Ο Schwert (2002) ισχυρίζεται ότι οι πιο γνωστές ανωμαλίες δεν ισχύουν σε όλες τις χρονικές περιόδους. Οι επενδυτές θα εφαρμόζαν τις κατάλληλες στρατηγικές και δεν θα υπήρχαν ανωμαλίες. Οι στρατηγικές που θα εφαρμόζονταν δεν αναφέρθηκαν από τον Schwert. Ο Ross (2002) ταξινομεί τις ανωμαλίες της Υπόθεσης των Αποτελεσματικών Αγορών :

1. Έχουν μικρό μέγεθος συγκριτικά με τον όγκο των κεφαλαίων που διακινούνται στις κεφαλαιαγορές.
2. Είναι προσωρινές και όταν ανακαλύπτονται, τείνουν να εξαφανίζονται.
3. Δεν αξιοποιούνται εύκολα στα πλαίσια μιας επενδυτικής στρατηγικής αν συνυπολογισθούν τα συναλλακτικά κόστη.

### 2.3 Η ψυχολογία των επενδυτών στην αποτελεσματική αγορά

Η υπόθεση ότι όλοι συμπεριφέρονται ορθολογικά δεν είναι ακριβής. Οι αποκλίσεις από την ορθολογική σκέψη είναι συστηματικές. Αν και οι αντικειμενικοί στόχοι των επενδυτών είναι ίδιοι, τα κίνητρα διαφέρουν. 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.

Μία αρχή είναι η *δέσμευση*. Εκείνοι που ακολουθούν πιστά ένα χρηματοοικονομικό πλάνο, όταν το καταγράφουν και το υπογράφουν *δεσμεύονται* να το ακολουθήσουν, κι αυτό πράττουν.

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

Τρίτη αρχή είναι η *συμπάθεια*. Οι επενδυτές συναλλάσσονται με ανθρώπους που τους αρέσουν, που τους είναι ευχάριστοι.

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



Τέλος, η *σπανιότητα* είναι άλλη μια αρχή. Η έλλειψη σε κάτι που μπορεί και να μη το χρειαζόμαστε απαραίτητα, μας κάνει να θέλουμε να το αποκτήσουμε.

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, 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

ΚΚΚΚΓΓΓΓ ή ΚΚΓΚΓΓΚΓ

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 θα 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:

1. Οι κερδοσκοπικές *μανίες* παρουσιάζονται σχεδόν πάντα στη διάρκεια περιόδων ευημερίας. Μόνο τότε οι άνθρωποι έχουν περισσευούμενα χρήματα για να κερδοσκοπήσουν.
2. Το εύκολο χρήμα τροφοδοτεί τις *μανίες*.
3. 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*.
4. Έγκυρες γνώμες σχεδόν πάντα καθησυχάζουν τους επενδυτές.
5. Οι απαισιόδοξοι δεν εισακούονται.
6. 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).

## **2.4 Noise traders**

Οι επενδυτές αντιδρούν σε πληροφορίες που δεν θα έπρεπε να επιδρούν σε χρηματιστηριακές τιμές (Roll, 1988). Ο *θόρυβος (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 noise 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 κλασσική 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.

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 απέφευγαν, 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 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 tradres.

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 arbitrageurs στις αγορές. Στην έρευνά 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 μία 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 πωλούν 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.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Επενδυτική ψυχολογία (*investor's psychology*)**

### **3.1 Επενδυτικές πεποιθήσεις (beliefs) - προτιμήσεις (preferences)**

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.

Απόσπασμα από τη Γενική θεωρία του Keynes.

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.

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 ριψοκίνδυνοι (risk-taking).

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 αντιμετωπίσουν διλλήματα (gambles) που περικλείουν μεγάλα ποσά.

Όπως γράφει ο Trevisky (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».

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.

Μια ομάδα επενδυτών χαρακτηρίζεται από την προσδοκία για την απόδοση του κεφαλαίου τους. Έχουν χάσει από το κεφάλαιο στο παρελθόν και δεν

επιθυμούν το ίδιο και για το μέλλον. Επενδύουν συντηρητικά σε μετοχές κι έχουν ελάχιστες διακυμάνσεις στις επιλογές του χαρτοφυλακίου τους. Επιδιώκουν σταθερές σχετικά αποδόσεις και υπεραξία κυρίως από το κεφάλαιο.

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.

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. Συνήθως είναι λιγότερο πρόθυμοι να απεμπλακούν από μια ζημιογόνα επένδυση αν την θεωρούν ως *χασούρα*. Φοβούνται να αποδεχτούν ότι έκαναν λάθος επιλογή.

Το πως παρουσιάζονται οι καταστάσεις (framing) στους ανθρώπους παίζει σημαντικό ρόλο στις επιλογές τους. Στα εστιατόρια οι εκπώσεις σε ώρες περιορισμένης προσέλευσης λειτουργούν θετικά στους πελάτες από την υπερχρέωση σε ώρες αιχμής. Οι γιατροί προτιμούν να μιλούν στους ασθενείς με πιθανότητες επιβίωσης παρά με πιθανότητες θνησιμότητας.

Οι άνθρωποι είναι κατά βάση *συντηρητικοί* σε αλλαγές και τείνουν να αντιδρούν πολύ αργά όταν οι καταστάσεις διαφοροποιούνται.

### **3.2 Ανάλυση κινδύνου**



*Δεν πρέπει ποτέ κανείς να τρέχει πίσω από ένα τραμ ή ένα χαρτί. Υπομονή: το επόμενο θα έρθει σίγουρα.*

Andre Kostolany

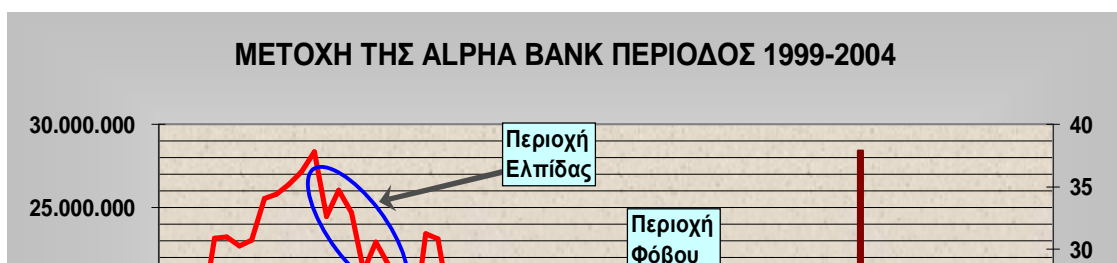
Εκτός από τους επενδυτές που δεν επιθυμούν να ρισκάρουν το κεφάλαιό τους, υπάρχουν επενδυτές διατεθειμένοι να ρισκάρουν ένα μέρος του αρκεί να επιτύχουν κέρδος (risk avoid). Υπάρχουν επίσης επενδυτές διατεθειμένοι να ρισκάρουν όλο το κεφάλαιο με τη πιθανότητα να επιτύχουν πολλαπλάσιο κέρδος. Ανάλογα με τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν είναι και οι πιθανότητες για κέρδη. Οι προσδοκίες των περισσότερων επαγγελματιών της αγοράς έχουν να κάνουν με την αποτίμηση των μετοχών σε βραχυχρόνια τάση. Δεν ενδιαφέρονται για τις προσδοκίες των άλλων επενδυτών μακροχρόνια αλλά για έγκαιρη πρόβλεψη πιθανών αποδόσεων πριν από τη μάζα των επενδυτών ώστε να ρευστοποιήσουν όταν η είδηση θα είναι γνωστή και στους υπόλοιπους.

Η συνεχής μάχη των επαγγελματιών της χρηματιστηριακής αγοράς και των υπολοίπων επενδυτών σχετικά με τις προσδοκίες όλων, θυμίζει το παιχνίδι της μουσικής καρέκλας: νικητής είναι εκείνος που θα βρει καρέκλα να καθίσει και χαμένος πάντα θα υπάρχει, αυτός που δε θα βρει να καθίσει όταν η μουσική σταματήσει.

Είναι στην ανθρώπινη φύση οι επιλογές των επενδυτών να διαφέρουν: δεν έχουν όλοι τις ίδιες αυθόρμητες προσδοκίες (αισιοδοξία, απαισιοδοξία, ηθική, χαρά, λύπη) αν και οι μαθηματικές προσδοκίες δεν διαφέρουν σημαντικά. Η χρηματιστηριακή αγορά δεν είναι έρμαιο είτε των προσδοκιών των επαγγελματιών του χώρου είτε των υπολοίπων επενδυτών, επηρεάζεται από αυτές αλλά εξισορροπεί μακροπρόθεσμα στις δυνάμεις αυτές.

Η ανάληψη κινδύνου από τους επενδυτές είναι συνάρτηση και του τρόπου παρουσίασης του αποτελέσματος της επένδυσης : αν τεθεί σε όρους κέρδους ή σε όρους απωλειών έστω κι αν το πιθανό αποτέλεσμα είναι το ίδιο. Στη πρώτη περίπτωση είναι θετικά προσκείμενοι στην επένδυση ενώ στη δεύτερη όχι.

Στον πίνακα που ακολουθεί, αποτυπώνονται τα συναισθήματα και ο τρόπος σκέψης των επενδυτών παρακολουθώντας διαχρονικά την πορεία της μετοχής της ALPHA BANK για την περίοδο 1999-2004. Από τον Ιανουάριο του 2000 η τιμή της μετοχής εμφανίζει πτωτική τάση και ο όγκος των συναλλαγών είναι πολύ χαμηλός: ο επενδυτής ελπίζει ότι η πτώση θα είναι προσωρινή και δεν πωλεί. Τον Οκτώβριο του 2000 η τιμή ανεβαίνει με όγκο συναλλαγών υψηλό: όσοι επενδυτές δεν έχουν πωλήσει έχουν την πεποίθηση ότι έκαναν σωστή επιλογή. Με ανώτατη τιμή λίγο πάνω από τα 30 ευρώ στα τέλη του 2000, η τιμή της μετοχής πέφτει πολύ χαμηλά και μέχρι τον Ιούλιο του 2002 όταν και σταθεροποιείται στο χαμηλότερο επίπεδο, κοντά στα 10 ευρώ: ο επενδυτής φοβάται πλέον για την επιλογή του να παραμείνει στην μετοχή. Για ένα περίπου έτος και μέχρι τον Ιούλιο του 2003, η τιμή είναι περίπου στα 7,5 ευρώ χωρίς ιδιαίτερες διακυμάνσεις και με χαμηλό όγκο συναλλαγών: ο επενδυτής δε πρέπει να ανησυχεί περαιτέρω, η πτώση της τιμής έχει σταθεροποιηθεί κι έχει ξεκινήσει η αλλαγή τάσης, ανοδική και πάλι.



### **3.3 Ορθολογικός και μη ορθολογικός επενδυτής**

Πίνακας 1. Μετοχή ALPHA BANK

### **3.3 Ορθολογικός και μη ορθολογικός επενδυτής**

Ορθολογικός θεωρείται ο επενδυτής εκείνος που δεν υπερτιμά τις ικανότητές του κατά την διαδικασία των επενδυτικών του επιλογών. Έχει αυτοέλεγχο, αυτοπεποίθηση, ορθή θεωρητικά σκέψη και εμπιστεύεται τις ικανότητές του. Οι επενδυτικοί του στόχοι είναι σαφείς και αποφασίζει ανάλογα για την επίτευξή τους. Η στρατηγική του κάθε άλλο παρά τυχαία είναι σχεδιασμένη και δε στηρίζεται σε κινήσεις πανικού και ανασφάλειας. Δεν αγοράζει σε κλίμα συνολικής χρηματιστηριακής ευφορίας και δεν πουλά σε πανικό αν δεν είναι προγραμματισμένο από νωρίτερα. Δεν αρνείται να ρευστοποιήσει και να καταγράψει ζημίες όταν αντιλαμβάνεται το λάθος της επιλογής του. Η ανάλυση των πληροφοριών είναι βασισμένη σε ορθολογική ανάλυση θεμελιωδών οικονομικών μεγεθών όπως είναι οι ισολογισμοί των εταιριών, το οικονομικό –κοινωνικό – πολιτικό κλίμα σε εγχώριο και διεθνές περιβάλλον, οι τιμές του χρυσού, του πετρελαίου, των επιτοκίων. Οι επενδυτές αυτοί έχουν

συγκριτικό πλεονέκτημα στις αποδόσεις των επενδυτικών επιλογών σε σχέση με τους μη ορθολογικούς επενδυτές που επενδύουν βασισμένοι στην παρορμητικότητά τους, στην ψυχολογία και την ευφορία της στιγμής καθώς και την ψυχολογία της μάζας δηλαδή κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας. Οι χρηματιστηριακοί δείκτες αποτυπώνουν τις επιλογές όλων των επενδυτών, ορθολογικών και μη.

Στο κείμενο '*Prospect theory: Decision Making Under Risk*' οι Kahneman και Tversky (1979) ερμηνεύουν τη λήψη αποφάσεων από ορθολογικούς επενδυτές χρησιμοποιώντας τεχνικές από την ψυχολογία της σκέψης. Αναφέρουν ότι τα άτομα συνήθως αποστρέφονται το ρίσκο. Όταν υπάρχει μικρή πιθανότητα αποκόμισης κερδών αλλάζουν συμπεριφορά και αποδέχονται τον κίνδυνο. Αυτό, διότι αποδίδουν μεγαλύτερο ειδικό βάρος στη μικρή αυτή πιθανότητα. Η παραπάνω θεωρία αρχικά αναφερόταν σε παίγνια που χαρακτηρίζονταν από αντικειμενικές πιθανότητες. Στην πράξη όμως σπάνια είναι εκ των προτέρων γνωστές οι πιθανότητες για ένα πρόβλημα. Οσοι καλούνται να πάρουν αποφάσεις, προσδίδουν υποκειμενικές πιθανότητες. Οι παραπάνω ερευνητές παρατήρησαν επίσης ότι οι άνθρωποι παρασύρονται από το κοινωνικό σύνολο μέσα στο οποίο λειτουργούν και νιώθουν την ανάγκη να δρουν και να συμπεριφέρονται ως αντιπρόσωποι αυτού, υπερ αντιδρώντας όπως και οι άλλοι σε τυχόν θετικές ή αρνητικές πληροφορίες, αγνοώντας τις αρχικές τους εκτιμήσεις. Επίσης ο Savage ανέπτυξε τη Θεωρία της Υποκειμενικής Αναμενόμενης Χρησιμότητας (Subjective Expected Utility). Οι προτιμήσεις των επενδυτών μπορούν να αντικατοπτριστούν από την αναμενόμενη συνάρτηση χρησιμότητας. Σε αντίθεση με τις απόψεις του Savage, ερευνητές ισχυρίζονται ότι οι άνθρωποι συνήθως αποφεύγουν καταστάσεις και διλήμματα στον οποίων τα σενάρια

δεν έχουν γνωστές κατανομές πιθανοτήτων. Τέτοια στοιχήματα αποκαλούνται *Gambles of Ambiguity*. Η αποστροφή προς την αβεβαιότητα έχει να κάνει με την έλλειψη εμπιστοσύνης που έχουν τα άτομα στις ικανότητές τους. Ο Ellsberg (1961) απέδειξε ότι οι άνθρωποι δεν εφησυχάζονται σε καταστάσεις όπου παρατηρείται αβεβαιότητα για την κατανομή πιθανότητας ενός στοιχήματος.

Ο DeLong (1990) εισήγαγε την έννοια του ρίσκου που προκύπτει από την δράση των μη ορθολογικών επενδυτών. Οι μη ορθολογικοί επενδυτές πιστεύουν πως έχουν ειδικές πληροφορίες για τη μελλοντική τιμή ενός χρηματοοικονομικού προϊόντος. Ο κίνδυνος που δημιουργείται από την απρόβλεπτη στάση των επενδυτών αυτών περιορίζει σημαντικά την ελκυστικότητα του arbitrage. Όσο οι ορθολογικοί επενδυτές έχουν μικρό χρονικό επενδυτικό ορίζοντα, τόσο η επιθετικότητά τους για να προβούν σε arbitrage θα μειωθεί ακόμα κι αν δεν αντιμετωπίσουν θεμελιώδη ρίσκο. Θεωρητικά, οι μη ορθολογικοί επενδυτές μπορεί να αποζημιώνονται για το ρίσκο που παίρνουν να μένουν στο παιχνίδι καθώς επιτυγχάνουν υψηλότερες αποδόσεις παρ' όλο που είναι υπεύθυνοι για την απομάκρυνση των τιμών των μετοχών από την θεμελιώδη αξία τους.

Οι Shleifer και Vishny (1997) περιγράφουν τον μηχανισμό των χρηματαγορών στον οποίο οι arbitragers επενδύουν τα κεφάλαια άλλων επενδυτών οι οποίοι με τη σειρά τους εμπιστεύονται τα χρήματά τους στους arbitragers με την υψηλότερη απόδοση. Το μοντέλο λειτουργίας εξειδικευμένου arbitrage δε μπορεί να επιτύχει τον αρχικό του σκοπό (εξισορρόπηση πραγματικών και θεμελιωδών αξιών των μετοχών). Παρατηρήθηκε ότι οι επαγγελματίες ορθολογικοί επενδυτές δεν αναμειγνύονται σε εξαιρετικά ευμετάβλητες θέσεις arbitrage. Η ρευστότητα που χαρακτηρίζει τέτοιες τοποθετήσεις αυξάνει τη

πιθανότητα για μεγάλες ζημιές και συνεπώς την ανάγκη για ρευστοποιήσεις χαρτοφυλακίων κάτω από την πίεση των κεφαλαιούχων. Η αποφυγή ρευστών τοποθετήσεων από τους arbitragers αποτελεί και πιθανή αιτία για την επίτευξη υπερκερδών μερικών μετοχών για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Ορθολογικοί επενδυτές υπάρχουν σε όλες τις χρηματιστηριακές αγορές. Συναλλάσσονται έτσι ώστε, αν μια μετοχή έχει πλήρες υποκατάστατο από πλευράς απόδοσης, τότε η τιμή της μετοχής θα είναι ίση με την τιμή του υποκατάστατου. Εάν η τιμή της μετοχής πέσει κάτω από την τιμή του υποκατάστατου, τότε οι ορθολογικοί επενδυτές θα πωλήσουν το υποκατάστατο και θα αγοράσουν τη μετοχή μέχρι οι τιμές των δύο να εξισωθούν. Αντίθετα, όταν η τιμή της μετοχής ανέβει πάνω από αυτή του υποκατάστατου, θα πωλήσουν τη μετοχή και θα αγοράσουν το υποκατάστατο μέχρις ότου οι τιμές να εξισωθούν (DeLong, 1990).

### **3.4 Ψυχολογία της μάζας - το ένστικτο της αγέλης**

*Όλοι θυμούνται τη σκοτεινή πλευρά του κραχ του 1987 αλλά ξεχνάνε πόσο μεγάλη αγοραστική ευκαιρία ήταν.*

Graham Hooper

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.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Εμπειρικά αποτελέσματα από την Ελληνική Χρηματαγορά**

### **4.1 Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών**

Οι χρηματιστηριακές πράξεις ξεκίνησαν ανεπίσημα στην Ελλάδα κατά την διάρκεια του δεύτερου μισού του 19<sup>ου</sup> αιώνα. Οι πρώτοι που πραγματοποίησαν συναλλαγές συναλλάγματος και αξιογράφων στις ανεπίσημες αγορές της Αθήνας και της Ερμούπολης ήταν Έλληνες έμποροι και εφοπλιστές. Τον Σεπτέμβριο του 1876 επί κυβερνήσεως Κουμουνδούρου, ιδρύθηκε το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών με την έκδοση νόμου βασισμένου στο γαλλικό εμπορικό κώδικα. Το ΧΑΑ ξεκίνησε τη λειτουργία του ως αυτοελεγχόμενο δημόσιο ίδρυμα. Τα πρώτα αξιόγραφα υπό διαπραγμάτευση σε αυτή τη νέα αγορά ήταν ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου και μετοχές της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος. Το πρώτο διοικητικό συμβούλιο εκλέχτηκε τέσσερα χρόνια αργότερα και έκτοτε το ΧΑΑ λειτουργεί επίσημα. Το 1909 με βασιλικό διάταγμα ορίστηκε το Χρηματιστήριο ως ο μόνος χώρος για την εκτέλεση συμβάσεων και συναλλαγών σε τίτλους αναγνωρισμένων τραπεζών ή άλλων ανωνύμων εταιριών.

Μέχρι το 1917 δεν υπήρχε επίσημη εποπτεία των δραστηριοτήτων στο ΧΑΑ και οι χρηματιστές και οι εκδότες αξιογράφων δεν είχαν πλήρη αντίληψη των καθηκόντων τους και των ευθυνών τους. Ο νόμος 3632/1928 προσδιόρισε το ρόλο και τις ευθύνες των συναλλασσομένων.

Το Π.Δ. 348/85 ενσωμάτωσε στην Ελληνική Νομοθεσία την Οδηγία 80/390/ΕΟΚ της Ε.Ε. και προσδιόρισε το είδος και τον όγκο της πληροφόρησης που πρέπει να περιέχεται στα Ενημερωτικά Δελτία για την πώληση αξιογράφων στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Το Π.Δ. 350//85 έθεσε τους

όρους εισαγωγής εταιριών στο Χρηματιστήριο με βάση την κοινοτική Οδηγία 79/279/ΕΟΚ.

Το επόμενο μεγάλο βήμα στη πορεία του ΧΑΑ έγινε με το νόμο 1806/1988, ο οποίος έθεσε τις βάσεις ώστε το ΧΑΑ να δύναται να συναγωνιστεί τα άλλα Ευρωπαϊκά χρηματιστήρια. Ο νόμος αυτός εισήγαγε νέες έννοιες στη λειτουργία και επίβλεψη του ΧΑΑ. Παρείχε επίσης το νομικό πλαίσιο για την ίδρυση της Παράλληλης Αγοράς και της «Α.Ε. Αποθετηρίων Τίτλων».

Ο νόμος 1892/1990 καθόρισε τις λεπτομέρειες για την ίδρυση της Α.Ε. Αποθετηρίων Τίτλων, ενώ με το νόμο 1969/1991 ιδρύθηκε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως αυτοτελές νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου, η οποία ασκεί το ρόλο της Εποπτικής και Κανονιστικής Αρχής.

Στο τέλος του 1992 τέθηκε σε πλήρη λειτουργία το Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (ΑΣΗΣ). Το ΑΣΗΣ παρείχε για πρώτη φορά σε όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη άμεση και ακριβή πληροφόρηση, εξασφάλισε τη διαφάνεια των συναλλαγών και αύξησε την εμπιστοσύνη των επενδυτών στην κεφαλαιαγορά.

Ο νόμος 2324/1993 ενίσχυσε το ρόλο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ενώ ο νόμος 2198/1994 εισήγαγε την αποϋλοποίηση των εντόκων γραμματίων και των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου.

Ο νόμος 2324/1995 μετέτρεψε το ΧΑΑ σε ανώνυμη εταιρία και εκσυγχρόνισε γενικώς την κεφαλαιαγορά με ειδικότερες ρυθμίσεις για τους όρους εισαγωγής στο ΧΑΑ, τους όρους ιδιωτικής τοποθέτησης κινητών αξιών, τη διεύρυνση των δραστηριοτήτων των χρηματιστηριακών εταιριών, την απελευθέρωση των προμηθειών για συναλλαγές στο ΧΑΑ και τη δραστηριότητα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Τον Σεπτέμβριο του 1995 συστήθηκε η εταιρία «Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης Α.Ε.» με έδρα τον Δήμο Θεσσαλονίκης και σκοπό την οργάνωση των χρηματιστηριακών συναλλαγών του βορειοελλαδικού χώρου και την αποκέντρωση των εργασιών της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς.

Το 1995 ιδρύθηκε και η εταιρία «Ανάπτυξης Συστημάτων και Υποστήριξη Κεφαλαιαγοράς Α.Ε.» με σκοπό τον εκσυγχρονισμό της τεχνολογικής υποδομής των οργανισμών της κεφαλαιαγοράς και την υλοποίηση προγραμμάτων για την εισαγωγή στην αγορά νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων και εφαρμογών.

Ο νόμος 2396/1996 προσάρμοσε την Ελληνική Νομοθεσία στην Οδηγία 93/96/ΕΟΚ της Ε.Ε. περί «Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών». Με το νόμο αυτό θεσμοθετήθηκε και η αποϋλοποίηση των εισηγμένων μετοχικών φυσικών τίτλων.

Ο νόμος 2533/1996 εισήγαγε το νομικό πλαίσιο για την δημιουργία του Χρηματιστηρίου Παραγώγων (ΧΠΑ) και της Εταιρίας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤΕΣΕΠ). Περιείχε, επίσης, διατάξεις για την προστασία των επενδυτών, τη διαφάνεια των συναλλαγών και των επιμέρους υποχρεώσεων και δικαιωμάτων των μελών του ΧΠΑ, της ΕΤΕΣΕΠ και των συναλλασσομένων. Ο νόμος 2533/1997 προέβλεπε επίσης την δημιουργία της Παράλληλης Αγοράς Αναδυομένων Κεφαλαιαγορών, η οποία μέχρι σήμερα παραμένει αδρανής.

Το Δεκέμβριο του 1997 το Ελληνικό Δημόσιο διέθεσε μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης 1.983.270 μετοχές του ΧΑΑ κυριότητάς του (39,67% του μετοχικού κεφαλαίου) σε επιλεγμένους επενδυτές.

Τον Οκτώβριο του 1998 ψηφίσθηκε ο νόμος 2651/1998, ο οποίος εναρμόνισε τις προϋποθέσεις εισαγωγής εταιριών στο ΧΑΑ, σύμφωνα με τα κρατούντα

στις περισσότερες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Μεταξύ των κυριότερων αλλαγών περιλαμβάνονται η κατάργηση της υποχρέωσης για αύξηση κεφαλαίου και για πενταετή συνεχή κερδοφορία ως προϋποθέσεις εισαγωγής στην Κύρια Αγορά του ΧΑΑ, καθώς και η δυνατότητα εγγραφών με ανοικτή τιμή μέσω της διαδικασίας του Βιβλίου Προσφορών.

Το Δεκέμβριο του 1998 το Ελληνικό Δημόσιο διέθεσε μέσω δεύτερης ιδιωτικής τοποθέτησης επιπλέον 600.000 μετοχές του ΧΑΑ κυριότητάς του (12% του μετοχικού κεφαλαίου) σε επιλεγμένους επενδυτές.

Με το νόμο 2733/1999 ιδρύθηκε η Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (ΝΕ.Χ.Α.) με σκοπό να δώσει τη δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων από την κεφαλαιαγορά σε μικρές δυναμικές και καινοτόμες εταιρίες οι οποίες δεν πληρούν τις προϋποθέσεις εισαγωγής στην Κύρια και στην Παράλληλη Αγορά και οι οποίες έχουν σημαντικά για τα μεγέθη τους επενδυτικά προγράμματα.

Το Νοέμβριο του 1999 το ΑΣΗΣ αντικαταστάθηκε από το Ολοκληρωμένο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (ΟΑΣΗΣ) το οποίο επιτρέπει σε κάθε χρήστη να έχει από ένα τερματικό πρόσβαση στις αγορές μετοχών και παραγώγων.

Ο νόμος 2789/2000 προσάρμοσε την Ελληνική Νομοθεσία στην Οδηγία 98/26/Ε.Κ. σχετικά με το αμετάκλητο του διακανονισμού στα συστήματα πληρωμών και στα συστήματα διακανονισμού χρηματοπιστωτικών μέσων.

Τον Μάρτιο ιδρύθηκε η ΕΧΑΕ ως εταιρία συμμετοχών, το μετοχικό κεφάλαιο της οποίας σχηματίστηκε από την εισφορά των μετόχων του ΧΑΑ. Τον Αύγουστο του 2000 οι μετοχές της ΕΧΑΕ εισήχθησαν στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου.

Τον Δεκέμβριο του 2001 πραγματοποιήθηκε έκτακτη Γενική Συνέλευση της Εταιρίας με βασικό θέμα την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρίας με

εισφορά σε είδος των μετοχών των θυγατρικών του Ομίλου. Η εν λόγω αύξηση συνδεόταν με τη χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση του Ομίλου εταιριών της EXAE και αποσκοπούσε στην συγκέντρωση του ελέγχου, των δραστηριοτήτων και των αποτελεσμάτων της οικονομικής εκμετάλλευσης των εταιριών του Ομίλου σε ένα ενιαίο διοικητικό σχήμα, το οποίο να εξασφαλίζει μεγαλύτερη ευελιξία και αποτελεσματικότητα στην επιδίωξη των στρατηγικών του στόχων. Οι στόχοι αυτοί αναφέρονται στην ενδυνάμωση και περαιτέρω ανάπτυξη της εσωτερικής αγοράς, στην επέκταση του Ελληνικού χρηματιστηρίου στην περιοχή της Ν.Α. Ευρώπης και των Βαλκανίων και στην ενσωμάτωσή του στην ενιαία ευρωπαϊκή αγορά κεφαλαίου.

Στα παραπάνω πλαίσια, η EXAE έχει αναλάβει την επίβλεψη και την συγχρηματοδότηση της ανέγερσης κτιριακού συγκροτήματος που θα στεγάσει τις εταιρίες του Ομίλου της. Πέραν της χωροταξικής αναδιοργάνωσης, βασική επιδίωξη της χρηματοοικονομικής αναδιοργάνωσης ήταν και στο οικονομικό επίπεδο να επιτευχθούν και οι εξής στρατηγικοί στόχοι:

- § Σχηματισμός ενδυναμωμένου συνεκτικού Ομίλου που συγκεντρώνει το σύνολο του οικονομικού αποτελέσματος που δημιουργείται από τις δραστηριότητες λειτουργίας και διαχείρισης των Ελληνικών κεφαλαιαγορών στην EXAE.
- § Διαμόρφωση ενιαίων και αποτελεσματικών διαδικασιών λήψης αποφάσεων.
- § Επίτευξη οικονομιών κλίμακος και συνεργιών με μείωση των λειτουργικών δαπανών του Ομίλου.
- § Καλύτερη αξιοποίηση του ανθρώπινου δυναμικού και υιοθέτηση κοινών μεθόδων μάρκετινγκ και πωλήσεων.

- § Συνολική και ενιαία αξιοποίηση των χρηματικών διαθεσίμων και του χαρτοφυλακίου των εταιριών του Ομίλου με στόχο την επίτευξη άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης σε ενοποιημένη βάση.
- § Αποτελεσματική αναδιάρθρωση των υπηρεσιών που προσφέρει ο όμιλος εκμεταλλεόμενος την ευελιξία που θα έχει μετά την αναδιάρθρωση για να μεταφέρει δραστηριότητες από την μια εταιρία του Ομίλου στην άλλη ή να συγχωνεύσει ομοειδείς δραστηριότητες.
- § Ο σχηματισμός ενός ενιαίου Ομίλου υπό την αιγίδα της Εταιρίας προκειμένου να διευκολυνθεί η επίτευξη στρατηγικής συνεργασίας στο πλαίσιο της διαδικασίας ενοποίησης των δραστηριοτήτων των ευρωπαϊκών χρημαστηρίων.

Με την αναδιοργάνωση, το Ελληνικό Δημόσιο διατήρησε σε αυτή τη φάση την καταστατική μειοψηφία του 1/3 έως την πλήρη ιδιωτικοποίηση της ΕΧΑΕ ενώ δεν αυξήθηκε η συμμετοχή άλλων μετόχων στην Εταιρία, ώστε να συγκεντρώνεται ο de facto έλεγχος της Εταιρίας σε μετόχους με σημαντικά ποσοστά συμμετοχής.

Τον Αύγουστο του 2002 ολοκληρώθηκε η συγχώνευση δι' απορροφήσεως του ΧΠΑ από το ΧΑΑ και παράλληλα η απορροφώσα εταιρία, ΧΑΑ, μετονομάστηκε σε «ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.» (ΧΑ). Η συγχώνευση των δύο χρηματιστηρίων συνδέθηκε με τις ενέργειες περαιτέρω ορθολογικοποίησης του Ομίλου της εταιρίας. Ακόμα, η συγχώνευση ΧΑΑ και ΧΠΑ εντάχθηκε στο πλαίσιο της διεθνούς πρακτικής που διαμορφώνεται και η οποία οδηγεί στη συνένωση των αγορών αξιών και παραγώγων.

Τον Μάιο του 2003 ψηφίσθηκε ο νόμος 3152 για την «Ίδρυση και εποπτεία χρηματιστηρίων και οργανωμένων αγορών, νέες αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγορές και τροποποιήσεις χρηματιστηριακής νομοθεσίας και άλλες

διατάξεις», με βάση τον οποίο το Χρηματιστήριο απεμπλέκεται από κανονιστικές αρμοδιότητες, οι οποίες μεταφέρονται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Εντός των ετών 2006 και 2007 τρεις νέοι νόμοι θα σχεδιασθούν που θα αφορούν στη διαφάνεια, τις επενδυτικές υπηρεσίες και την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των Ε.Π.Ε.Υ. όπως έχει ήδη πληροφορήσει το Χ.Α.

Η ενδυνάμωση του ρόλου του Χ.Α. στη ΝΑ Ευρώπη θα ενδυναμώσει τη θέση του στο διεθνές σκηνικό και θα είναι πιο δυνατό σε μελλοντικές διαπραγματεύσεις για συμμαχίες.

#### **4.2 Έλληνες (μικρο) επενδυτές**

Ο Γενικός δείκτης τιμών των μετοχών αναφέρεται στις τιμές κλεισίματος κάθε έτους. Ο παρακάτω πίνακας δίνει μία εικόνα της μεταβολής των τιμών των μετοχών του γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου μεταξύ των ετών 1998 και 2005. Έτσι, εάν είχαν επενδυθεί χρήματα σε μετοχές του δείκτη το 1998 και οι ίδιες αυτές μετοχές είχαν παραμείνει στο χαρτοφυλάκιο του επενδυτή μέχρι και το 2004 θα είχε πραγματοποιηθεί μία μέση ετήσια απόδοση της τάξεως του 0,29%. Εάν είχαν επενδυθεί τα χρήματα σε μετοχές του δείκτη το 2001 και οι μετοχές αυτές είχαν πωληθεί το 2005, θα είχαμε μια απόδοση 6,94%. Γίνεται αντιληπτό ότι το 1999 ακολούθησαν αρνητικές ετήσιες αποδόσεις και μόλις τα τελευταία έτη εξισορροπούνται κάποιες απώλειες των επενδυτών του 1999.

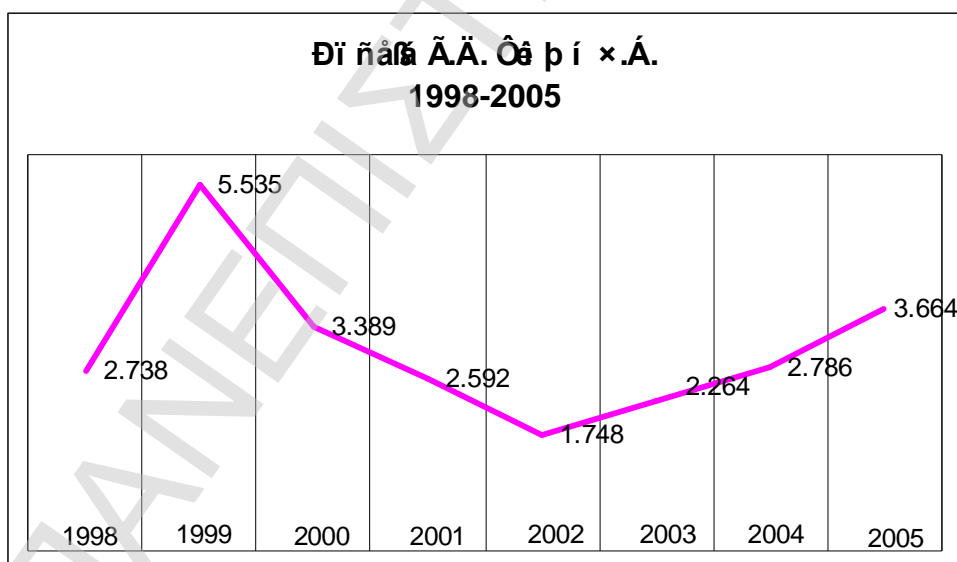


**Μέση ετήσια μεταβολή Γ.Δ. Τιμών Μετοχών στο Χ.Α.  
1998 - 2005**

Έτη	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1999	102,19	-						
2000	11,26	-30,87	-					
2001	-1,81	-31,57	-23,53	-				
2002	-10,60	-31,90	-26,17	-32,53	-			
2003	-3,73	-20,03	-12,59	-6,54	29,46	-		
2004	0,29	-12,83	-4,78	2,44	26,24	23,09	-	
2005	3,10	-7,85	0,00	6,94	24,68	22,36	21,63	-

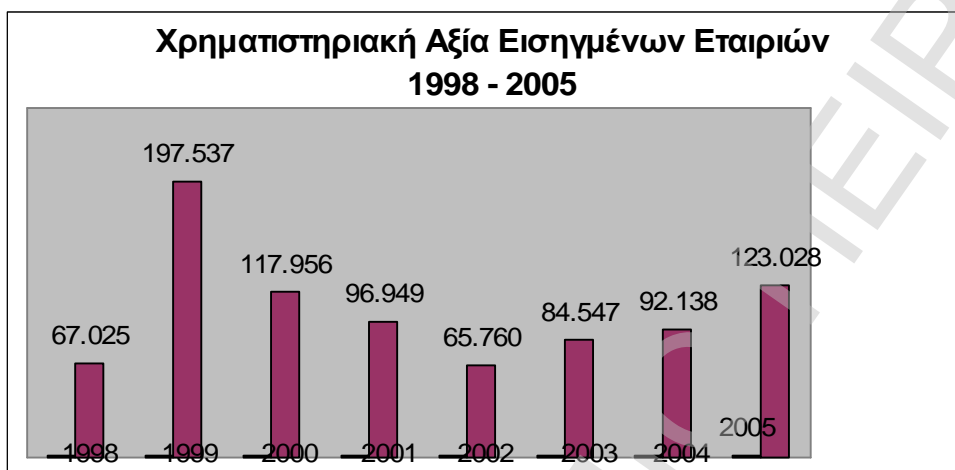
Πίνακας 2. Ετήσια ποσοστιαία απόδοση του γενικού δείκτη τιμών (%).

Η πορεία του Γενικού δείκτη τιμών του Χ.Α. παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα. Ως βάση του δείκτη έχουν ληφθεί οι 100 μονάδες της 31.12.1980. Την ευφορία των αποδόσεων με αποκορύφωμα το 1999 ακολούθησε πτωτική τάση μέχρι και το 2002 οπότε ο Γενικός δείκτης ακολουθεί ανοδική πορεία η οποία συνεχίζεται και το 2005.



Διάγραμμα 1. Πορεία γενικού δείκτη

Στο παρακάτω πίνακα παρουσιάζεται η εξέλιξη της χρηματιστηριακής αξίας των εισηγμένων από το 1998 μέχρι και το 2005. Το 1999 εμφανίζει την υψηλότερη αξία καθώς οι τιμές των μετοχών έφθασαν στις μέγιστες τιμές. Παράλληλα, οι εισηγμένες ήταν: 258 το 1998, 294 το 1999, 342 το 2000, 349 το 2001 και το 2002, 355 το 2003, 360 το 2004 και 356 το 2005.



Διάγραμμα 2. Χρηματιστηριακή αξία εισηγμένων

Οι Έλληνες μικροεπενδυτές έκαναν έντονη τη παρουσία τους στις κεφαλαιαγορές κατά την περίοδο της έντονης ανόδου των τιμών των μετοχών με την γνωστή κατάληξη. Πλήθος εγκλωβισμένων νέων επενδυτών, αποτέλεσε αντικείμενο έντονης κοινωνικο – οικονομικο - πολιτικής διαμάχης στο τόπο μας. Πρωταρχικός στόχος τους ήταν, όπως άλλωστε και κάθε επενδυτή, η κερδοσκοπία. Η μη γνώση του αντικειμένου που ξαφνικά μπήκε στη ζωή τους, είχε ως αποτέλεσμα σειρά λανθασμένων χειρισμών κι εκτιμήσεων. Η πίστη στις δυνατότητες, ο επηρεασμός από τους άλλους που κέρδιζαν πολλά χρήματα σε σύντομο χρονικό διάστημα και η μη έγκαιρη αντίληψη του *ό,τι ανεβαίνει σύντομα άλλο τόσο σύντομα κατεβαίνει*, έφερε

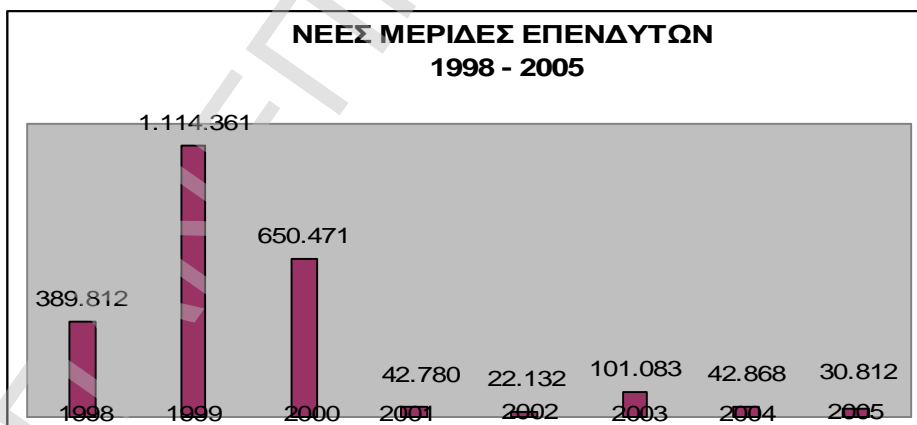
πολλούς Έλληνες στην οικονομική καταστροφή με όλες τις συνέπειες για την Ελληνική κοινωνία και τα νοικοκυριά.

Οι κεφαλαιαγορές 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 βιώνουμε 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

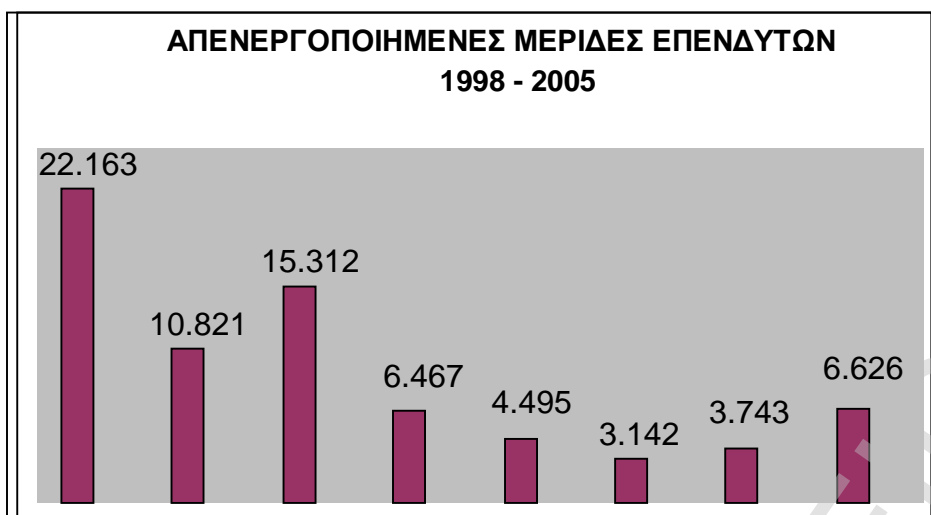
φιλανθρωπία. Οι γνώστες της αγοράς παρουσίαζαν το *επικίνδυνο* της συμμετοχής στις αγορές ως *σίγουρες* αποδόσεις. Ενώ οι τιμές των μετοχών έπεφταν, παρουσίαζαν ως επενδυτική ευκαιρία την όποια διόρθωση, μοιράζοντας ουσιαστικά τα χαρτοφυλάκια των μεγάλων επενδυτών και επαγγελματιών της αγοράς, στο ευρύ 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.

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



Διάγραμμα 3. Νέες μερίδες



Διάγραμμα 4. Απενεργοποιημένες μερίδες

Στους παρακάτω πίνακες παρουσιάζονται επίσης η κατανομή των μεριδων 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.

<b>Κατανομή των μεριδων επενδυτών στο Χρηματιστήριο Αθηνών την 31.12.2005</b>				
	<b>Αριθμός Μεριδων</b>	<b>Ποσοστό %</b>	<b>Αριθμός Μεριδων</b>	<b>Ποσοστό %</b>
<b>I. Ημεδαποί επενδυτές</b>	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
<b>II. Αλλοδαποί επενδυτές</b>	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
<b>III. Λοιποί επενδυτές</b>	58.526	4,73	299,13	0,24
<b>Σύνολο</b>	<b>1.234.407</b>	<b>100</b>	<b>123.208,52</b>	<b>100</b>

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

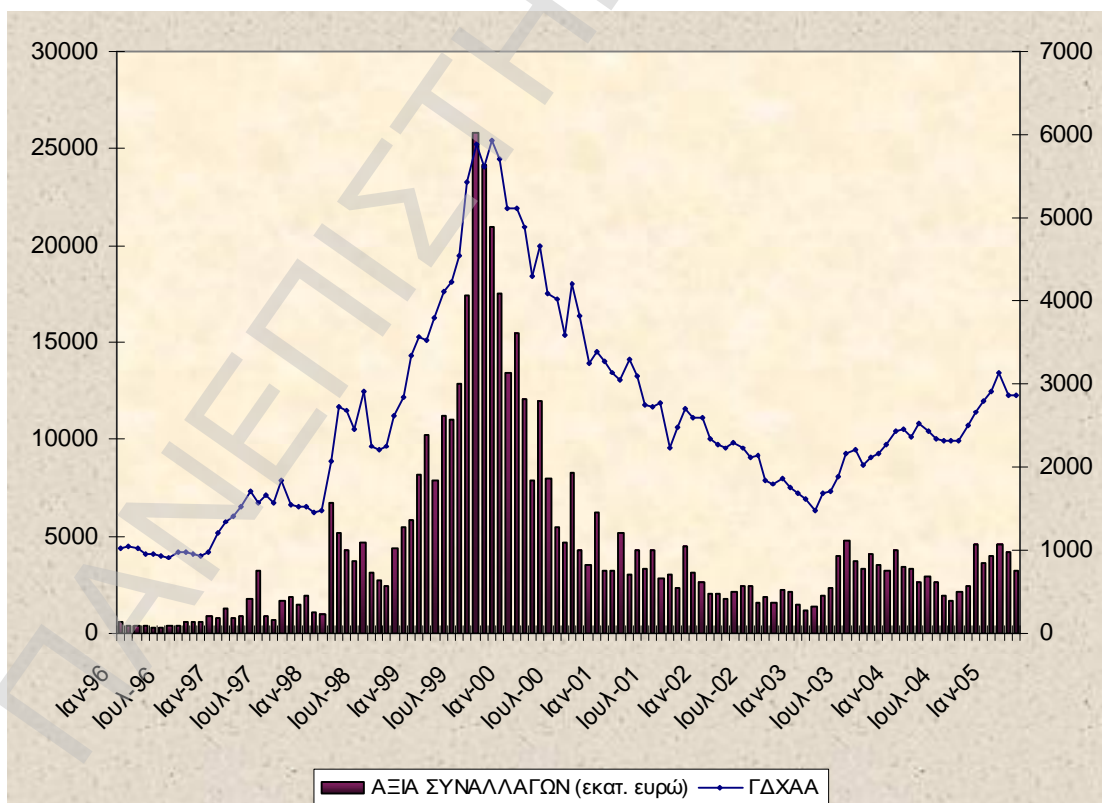
Πίνακας 3. Μεριδες στο Χ.Α. - 2005

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

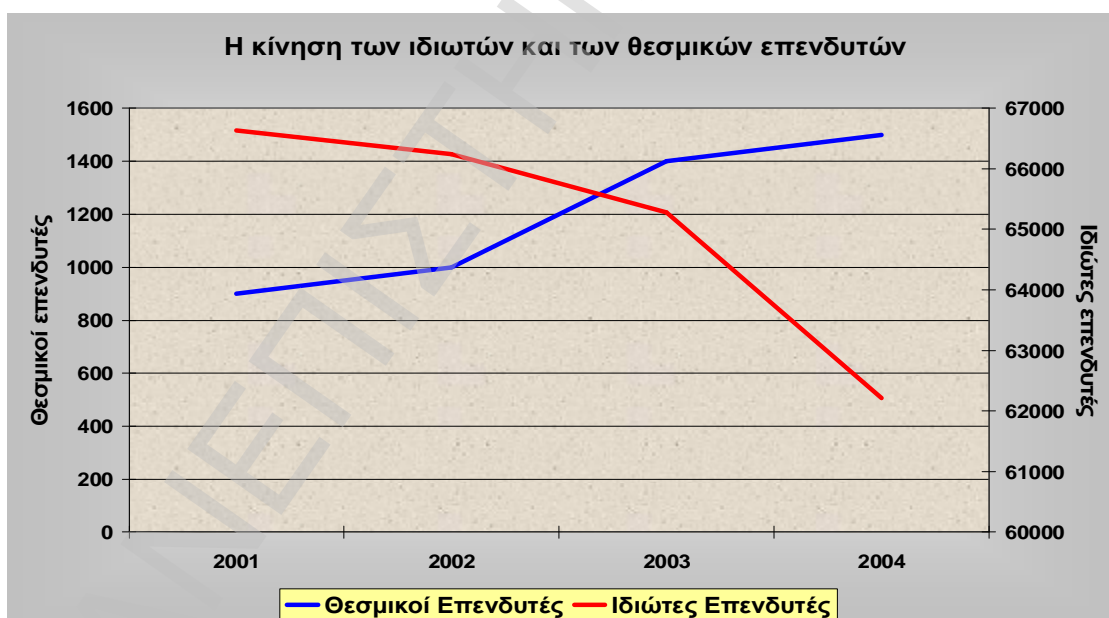
Πίνακας 4. Νέες μερίδες στο ΣΑΤ από 1999-2005

Η αξία των συναλλαγών στο Χ.Α. από το 1996 μέχρι και το 2005 παρουσιάζεται στο διάγραμμα.



Διάγραμμα 5. Αξία συναλλαγών στο Χ.Α.

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

### **4.3 Αμοιβαία Μετοχικά Κεφάλαια Εσωτερικού**

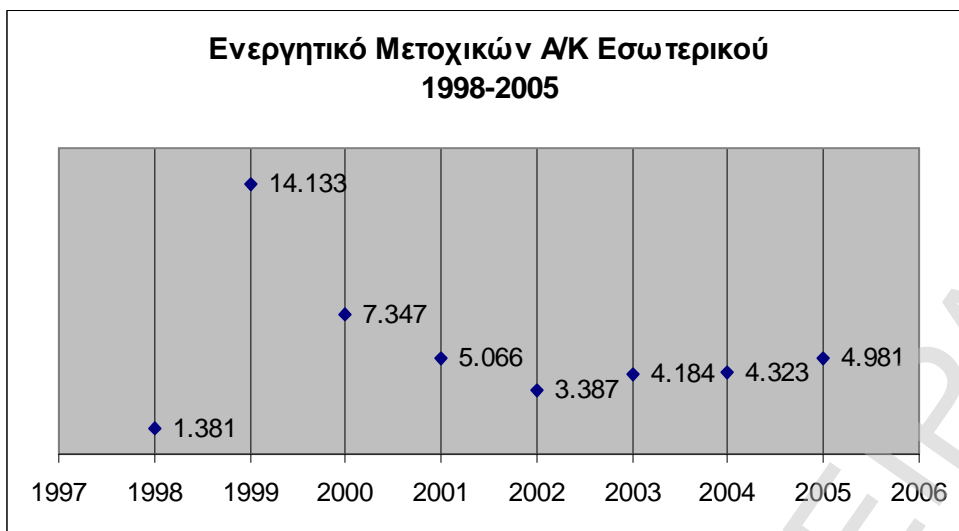
Τα τελευταία έτη, οι επενδυτικές τοποθετήσεις σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων και μετοχές εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίων χαρακτηρίστηκαν από ανοδικές και καθοδικές τάσεις με συνεχείς εισροές και εκροές ρευστότητας. Ερευνώντας την πορεία του ενεργητικού των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων (Α/Κ) από το 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 στον παρακάτω πίνακα.





Διαγράμματα 7. Εισροές μείον εκροές μετοχικών Α/Κ.

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 €.



Διάγραμμα 8. Ενεργητικό Α/Κ

Το 2005 η Ελληνική αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων γενικότερα, χαρακτηρίστηκε από σημαντική μείωση της συνολικής αξίας ενεργητικού, αναδιαρθρώσεις στις Α.Ε.Δ.Α.Κ., αλλαγές στα μερίδια αγοράς μεταξύ των κατηγοριών των Α/Κ και βελτίωση του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας της αγοράς. Ο αριθμός των Α.Ε.Δ.Α.Κ. ήταν 25, ο συνολικός αριθμός των υπό διαχείριση Α/Κ ήταν 258. Η διάρθρωση επενδυτικού σκοπού των Α/Κ το 2005 περιελάμβανε 32 Α/Κ διαχείρισης διαθεσίμων, 66 ομολογιακά Α/Κ, 105 μετοχικά και 11 Α/Κ που επενδύουν σε άλλα Α/Κ (funds of funds). Το νομοθετικό πλαίσιο που διέπει την λειτουργία των Α/Κ είναι οι νόμοι 3283/2004 και 3371/2005.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζεται το ενεργητικό όλων των Α/Κ καθώς και ο αριθμός των Α/Κ από το 1998 μέχρι το 2005. Είναι κι εδώ προφανές ότι με τη μεγάλη άνθηση του χρηματιστηρίου το 1999, πολλά νέα Α/Κ εμφανίστηκαν στην αγορά (208 το 1999 έναντι 178 το προηγούμενο έτος) και ειδικότερα

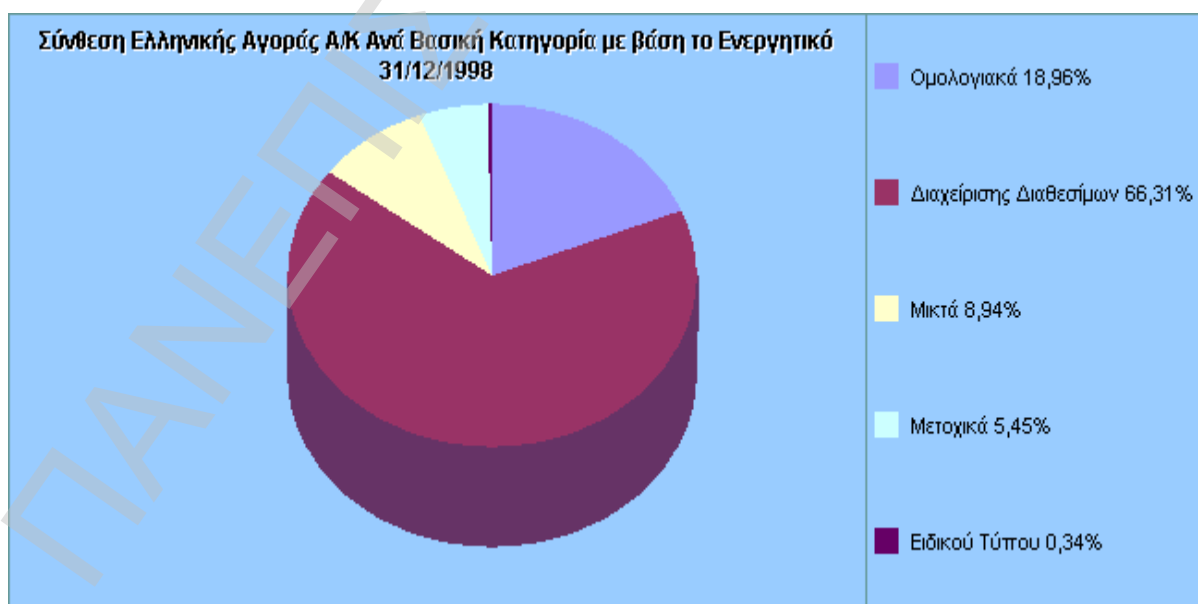
πολλά μετοχικά Α/Κ (66 έναντι 40) με μεγάλη αξία (14,577 εκ. € το 1999 έναντι 1,444 εκ. € το 1998).

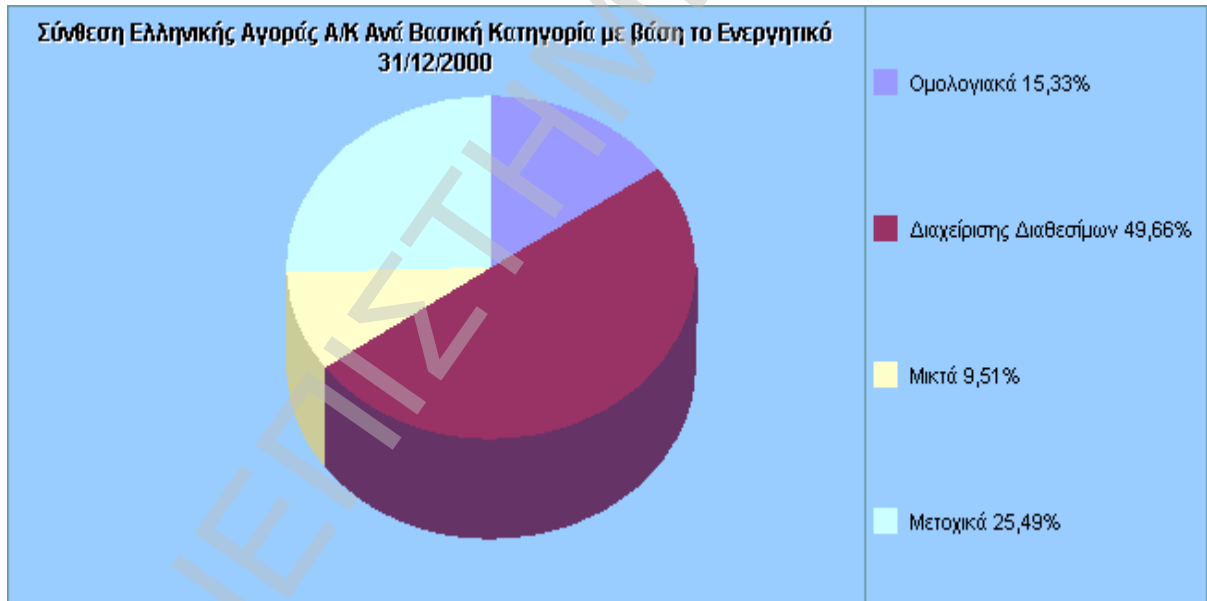
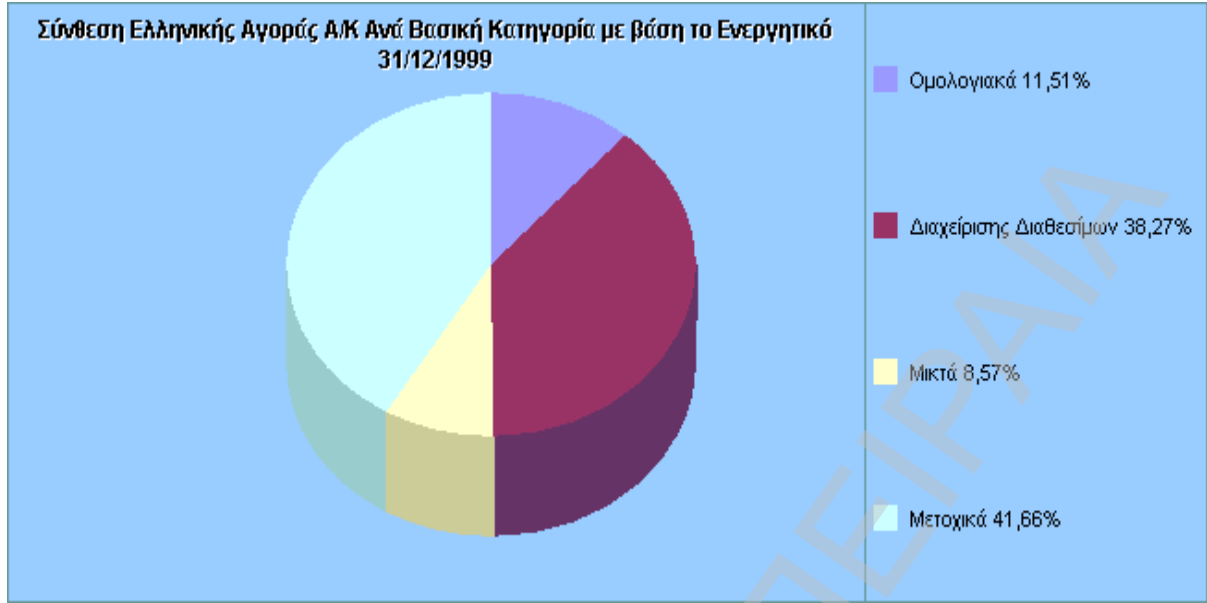
Αξία ενεργητικού σε εκ. € & αριθμός Α/Κ  
1998 - 2005

Κατάταξη	2005		2004		2003		2002		2001		2000		1999		1998	
	Αξία	Α/Κ	Αξία	Α/Κ	Αξία	Α/Κ	Αξία	Α/Κ	Αξία	Α/Κ	Αξία	Α/Κ	Αξία	Α/Κ	Αξία	Α/Κ
Διαχ. Διαθεσίμων	4.938	32	15.429	39	15.787	40	10.747	40	9.690	42	15.340	47	13.438	45	17.508	42
Ομολογιακά	13.578	66	7.621	62	6.540	65	5.121	63	5.585	63	4.737	62	4.000	67	4.930	64
Μετοχικά	5.994	105	5.168	116	4.852	119	3.711	121	5.470	128	7.871	120	14.577	66	1.444	40
Μικτά	2.623	44	3.427	45	3.218	41	5.804	36	6.042	36	2.938	36	3.002	30	2.430	30
Funds of funds	809	11	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	90	2
Σύνολο	27.942	258	31.645	262	30.397	265	25.383	260	26.787	269	30.886	265	35.017	208	26.402	178

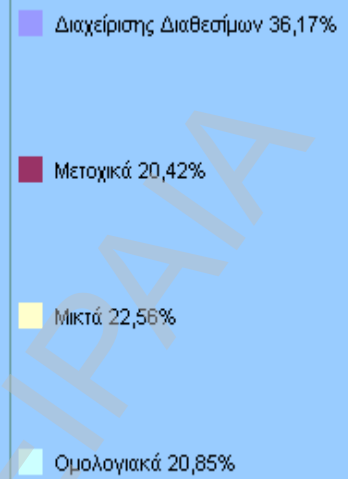
Πίνακας 5. Ενεργητικό και Αριθμός Α/Κ

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει και η σύνθεση της Ελληνικής αγοράς των Α/Κ ανά βασική κατηγορία με βάση το ενεργητικό από το 1998 μέχρι και το 2005.

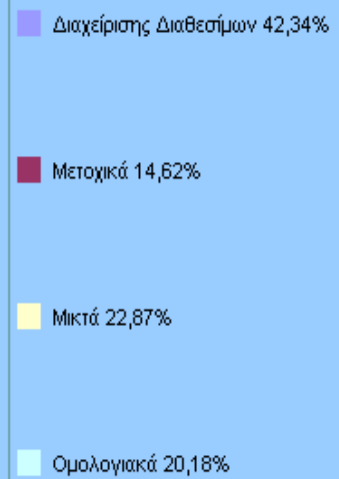




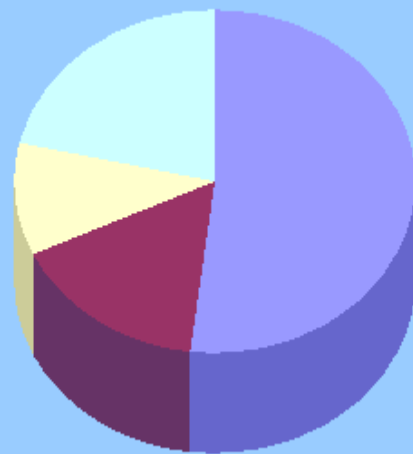
Σύνθεση Ελληνικής Αγοράς Α/Κ Ανά Βασική Κατηγορία με βάση το Ενεργητικό  
31/12/2001



Σύνθεση Ελληνικής Αγοράς Α/Κ Ανά Βασική Κατηγορία με βάση το Ενεργητικό  
31/12/2002



Σύνθεση Ελληνικής Αγοράς Α/Κ Ανά Βασική Κατηγορία με βάση το Ενεργητικό  
31/12/2003

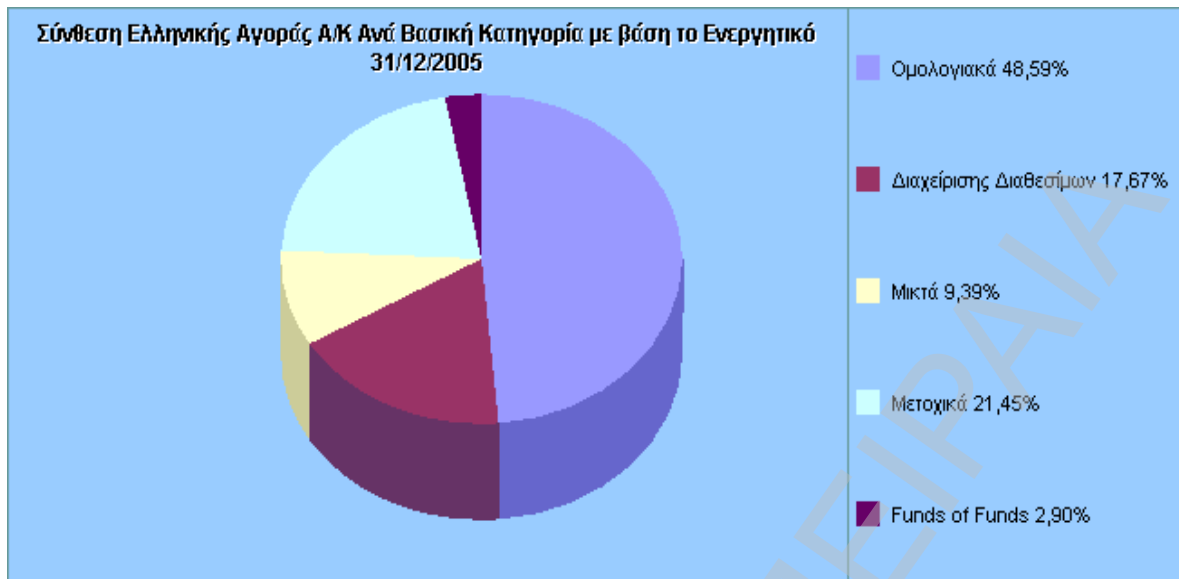


- Διαχείρισης Διαθεσίμων 51,93%
- Μετοχικά 15,96%
- Μικτά 10,59%
- Ομολογιακά 21,52%

Σύνθεση Ελληνικής Αγοράς Α/Κ Ανά Βασική Κατηγορία με βάση το Ενεργητικό  
31/12/2004



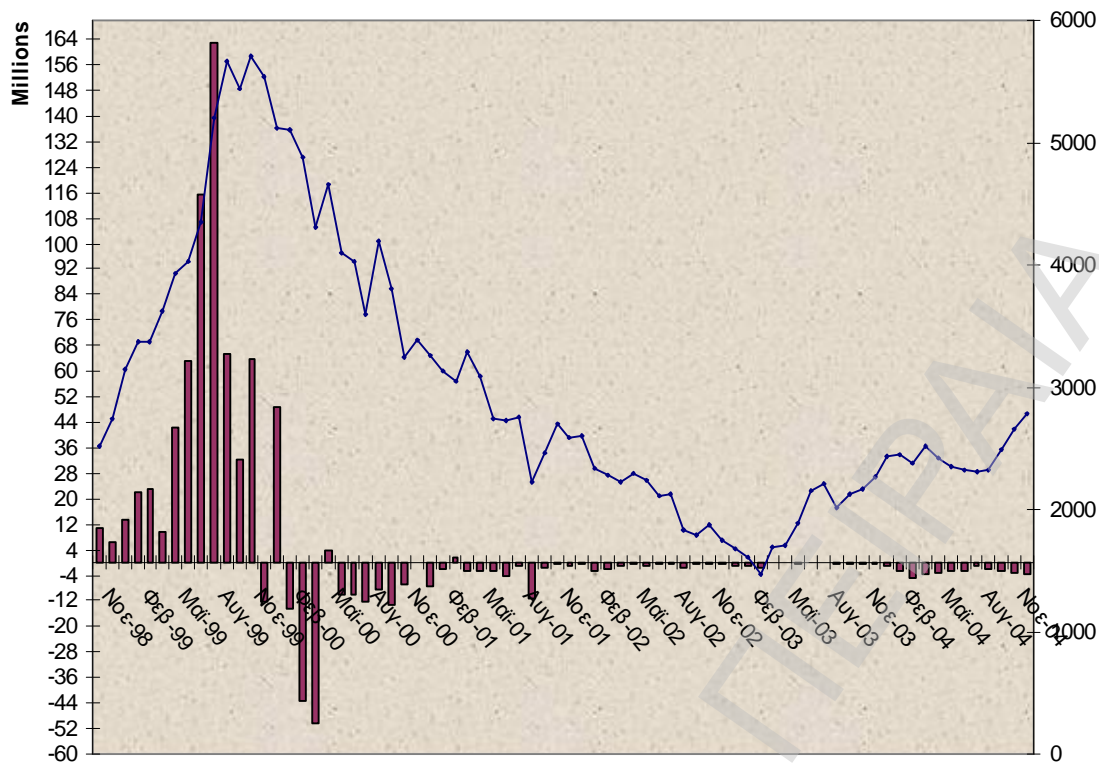
- Ομολογιακά 24,08%
- Διαχείρισης Διαθεσίμων 48,76%
- Μικτά 10,82%
- Μετοχικά 16,33%
- Funds of Funds 0,00%



Διαγράμματα 9-16. Σύνθεση αγοράς Α/Κ ανά έτος

Είναι φανερό ότι τα μετοχικά Α/Κ αύξησαν εντυπωσιακά το ενεργητικό τους το 1999, έτος στο οποίο ο δείκτης των μετοχών του Χ.Α. έφθασε στο ανώτατο σημείο του. Το ενεργητικό των μετοχικών Α/Κ ακολούθησε φθίνουσα πορεία, σχεδόν παράλληλη με τη συμμετοχή των μικροεπενδυτών στο Χ.Α. καθώς οι επενδυτές στράφηκαν είτε προς νέα προϊόντα με αμυντικό προσανατολισμό είτε προς νέες αγορές, στα πλαίσια της παγκοσμιοποίησης των αγορών.

Ένα από τα μεγαλύτερα σε ενεργητικό μετοχικά Α/Κ είναι της Interamerican και συγκεκριμένα το αναπτυσσόμενο μετοχικό εσωτερικού. Η πορεία του από το 1998 μέχρι και το 2004 είναι χαρακτηριστικό παράδειγμα της πορείας των μετοχικών Α/Κ στη χρονική αυτή περίοδο.



Διάγραμμα 17. A/K INTERAMERICAN

#### 4.4 Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου

Οι εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου είναι ανώνυμες εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο με αποκλειστικό σκοπό την άντληση κεφαλαίων μέσω του Χρηματιστηρίου και την διαχείριση του χαρτοφυλακίου κινητών αξιών (Άρθρο 27 & 30 Ν.3371/05). Εποπτεύονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία χορηγεί την άδεια λειτουργίας τους.

Τα διαθέσιμα των εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου τοποθετούνται αποκλειστικά:

- § Σε κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη αγορά εντός κι εκτός Ευρωπαϊκής



Ένωσης, υπό τη προϋπόθεση ότι η αγορά είναι εποπτευόμενη, λειτουργεί κανονικά, είναι αναγνωρισμένη και ανοικτή στο κοινό.

§ Σε νεοεκδιδόμενες κινητές αξίες, ύστερα από άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, υπό τη προϋπόθεση ότι αυτές θα εισαχθούν σε χρηματιστήριο αξιών ή άλλη αναγνωρισμένη αγορά εντός ενός έτους από την έκδοσή τους.

§ Σε μερίδια Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) οι οποίοι είναι εγκεκριμένοι βάσει των εθνικών νομοθεσιών με τις οποίες επήλθε εναρμόνιση με την Οδηγία 85/611/ΕΟΚ.

§ Σε καταθέσεις σε πιστωτικά ιδρύματα αποδοτές στους καταθέτες σε πρώτη ζήτηση ή προθεσμιακές καταθέσεις διάρκειας μέχρι 12 μηνών.

§ Σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα, τα οποία αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε αγορές εποπτευόμενες, που λειτουργούν κανονικά, είναι αναγνωρισμένες και ανοικτές στο κοινό ή παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα που αποτελούν αντικείμενο εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών υπό κάποιες προϋποθέσεις.

§ Σε άλλες κινητές αξίες και σε άλλα μέσα χρηματαγοράς μέχρι 10% της τρέχουσας αξίας του χαρτοφυλακίου της και μετά από άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Οι Ε.Ε.Χ. δε μπορούν να επενδύουν σε πολύτιμα μέταλλα ούτε να αποκτούν παραστατικούς τίτλους αυτών. Επίσης, άλλος περιορισμός είναι η απαγόρευση στις Ε.Ε.Χ. να δανείζονται συνολικά πέρα του 35% της τρέχουσας αξίας του χαρτοφυλακίου τους. Τα δάνεια που συνάπτουν αφορούν αποκλειστικά την πραγματοποίηση επενδύσεων.

Κάτω από την καθοδήγηση των επαγγελματιών που διοικούν καθώς και με την οργανωτική τους δομή, οι Ε.Ε.Χ. διαμορφώνουν καθημερινά ένα επενδυτικό χαρτοφυλάκιο το οποίο παρουσιάζει ομοιότητες αλλά και διαφορές με ένα μετοχικό Α/Κ αντίστοιχου σκοπού. Αγοράζοντας μετοχές μιας Ε.Ε.Χ. ουσιαστικά επενδύεται στο σύνολο των μετοχών, ομολόγων καθώς και άλλων τοποθετήσεων που εμπεριέχονται στο χαρτοφυλάκιο της εταιρίας.

Η άνοδος της Ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς τα τελευταία χρόνια έχει καταστήσει τη συμμετοχή των εταιριών του κλάδου σε σημαντικό παράγοντα της εγχώριας κεφαλαιαγοράς και οι εταιρίες αυτές παρά τη δύσκολη τριετία 2000-2002, έχουν επιτύχει ιδιαίτερα υψηλές αποδόσεις για τους μετόχους τους. Η είσοδος ενός επενδυτή σε αυτή τη μορφή συλλογικής επενδύσεως γίνεται με την αγορά της μετοχής της εταιρίας στο Χρηματιστήριο, όπως αντιστοίχως η έξοδος από αυτήν γίνεται με την πώληση της μετοχής.

Η εσωτερική αξία μετοχής μιας Ε.Ε.Χ. υπολογίζεται καθημερινά με τον τύπο :  
τρέχουσα αξία χαρτοφυλακίου Ε.Ε.Χ. / αριθμό μετοχών σε κυκλοφορία.

Η εσωτερική αξία των μετοχών όλων των εταιριών αυτών δημοσιεύεται ανά μήνα στο δελτίο τύπου που εκδίδει η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών. Οι εταιρίες καταρτίζουν στο τέλος κάθε ημερολογιακού τριμήνου λεπτομερή πίνακα του χαρτοφυλακίου με αποτίμησή του.

Η είσοδος όσο και η έξοδος ενός επενδυτή γίνεται στη χρηματιστηριακή τιμή που διαμορφώνεται εκάστοτε ανάλογα με τη προσφορά και τη ζήτηση, και η οποία μπορεί είτε να είναι υψηλότερη από την εσωτερική αξία της μετοχής (premium) είτε χαμηλότερη οπότε λέμε ότι η μετοχή της εταιρίας βρίσκεται σε discount. Στο κλείσιμο της συνεδρίασης η χρηματιστηριακή αξία της περιουσίας του επενδυτή είναι :

Ημερήσια τιμή κλεισίματος  $\mu\tau\chi$   $\times$  αριθμό μετοχών που κατέχει.

Οι όροι *discount* και *premium* που δύσκολα εξηγούνται στην ελληνική γλώσσα, είναι διεθνώς καθιερωμένοι στη καθημερινή πρακτική. Πρακτικά, οι δύο όροι αντιστοιχούν με τη θετική ή την αρνητική διαφορά της χρηματιστηριακής και της εσωτερικής αξίας της μετοχής σε δεδομένη στιγμή. Το *premium* και το *discount* της μετοχής εκφράζεται σε ποσοστό και είναι το αποτέλεσμα του ακόλουθου μαθηματικού τύπου:

Discount ή premium

$$= \% ((\text{χρηματ. αξία } \mu\tau\chi / \text{εσωτερική αξία } \mu\tau\chi) - 1) \times 100$$

Εάν το ποσοστό είναι αρνητικό τότε η μετοχή διαπραγματεύεται με *discount* (έκπτωση). Εάν το ποσοστό είναι θετικό τότε η μετοχή διαπραγματεύεται με *premium*.

Ο όρος *μετοχή Ε.Ε.Χ. με έκπτωση 30%*, μπορεί να ερμηνευθεί ως εξής:

- Επενδυτές που σκέφτονται να επενδύσουν σε μετοχές των Ε.Ε.Χ.. Τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή είναι σα να αγοράζεται το χαρτοφυλάκιο τους κατά 30% φθηνότερα από τη πραγματική τους αξία. Έτσι, εάν για παράδειγμα το χαρτοφυλάκιο μιας Ε.Ε.Χ. περιέχει και τη μετοχή μιας άλλης εισηγμένης εταιρίας που η τιμή της στο χρηματιστήριο είναι 20 € τότε είναι σα να αγοράζεται με 14 €.
- Επενδυτές που ήδη κατέχουν μετοχές της Ε.Ε.Χ. η αξία των οποίων εκείνη την ημέρα στο χρηματιστήριο είναι 30% χαμηλότερη από τη πραγματική τους αξία.

Ο όρος *μετοχή Ε.Ε.Χ. με premium 10%*, μπορεί να ερμηνευθεί ως εξής:

- Επενδυτές που σκέφτονται να επενδύσουν σε μετοχές των Ε.Ε.Χ..Τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή είναι σα να αγοράζεται το χαρτοφυλάκιο τους κατά 10% υψηλότερα από τη πραγματική τους αξία. Έτσι, εάν για παράδειγμα το χαρτοφυλάκιο μιας Ε.Ε.Χ. περιέχει και τη μετοχή μιας άλλης εισηγμένης εταιρίας που η τιμή της στο χρηματιστήριο είναι 20 € τότε είναι σα να αγοράζεται με 22 €
- Επενδυτές που ήδη κατέχουν μετοχές της Ε.Ε.Χ. η αξία των οποίων εκείνη την ημέρα στο χρηματιστήριο είναι 10% υψηλότερη από τη πραγματική τους αξία.

Η επένδυση μέρους του κεφαλαίου σε μετοχές των εταιριών αυτών που προσφέρονται σε έκπτωση αποτελεί, θεωρητικά, μια ορθολογική επενδυτική απόφαση. Η απόφαση αυτή θα μπορούσε να συνοδευτεί :

- ü Με την περιοδική αξιολόγηση των επενδυτικών επιλογών καθώς και των ιστορικών αποδόσεων.
- ü Με την διαχρονική αξιολόγηση της έκπτωσης που εμφανίζουν οι μετοχές των Ε.Ε.Χ. σε σχέση με την εσωτερική τους αξία. Κι αυτό διότι εάν τις συγκρίνουμε βραχυπρόθεσμα μπορεί να οδηγηθούμε σε λάθος συμπεράσματα.
- ü Με την επίγνωση των συστηματικών αλλά και μη συστηματικών κινδύνων οι οποίοι και καθορίζουν τις διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών τους. Σε αρκετές περιπτώσεις οι μετοχές των Ε.Ε.Χ. εμφανίζουν πιο αμυντική συμπεριφορά από άλλες κατηγορίες εισηγμένων εταιριών.

Τα ίδια δεδομένα ισχύουν και για το *Momentum* της αγοράς που βρίσκεται όμως στην ακριβώς αντίθετη κατεύθυνση από αυτή που περιγράφηκε στην

περίπτωση της έκπτωσης. Η αξιολόγηση αυτή δεν αποτελεί και απόλυτη προτροπή προς πώληση όλων των μετοχών των Ε.Ε.Χ. που σε κάποια χρονική στιγμή βρίσκονται σε premium. Μια τέτοια απόφαση εξαρτάται από την φιλοσοφία, τους επενδυτικούς στόχους καθώς και τον χρονικό ορίζοντα με βάση τον οποίο γίνονται οι επενδύσεις σε μετοχές του κλάδου.

Ένα από τα βασικά κριτήρια που καθορίζουν την ελκυστικότητα αυτής της επένδυσης και την διαφοροποιεί σημαντικά από τις υπόλοιπες κατηγορίες μετοχών είναι η μερισματική απόδοση. Οι Ε.Ε.Χ. μοιράζουν σχεδόν το σύνολο των καθαρών κερδών τους στους μετόχους με αποτέλεσμα οι μερισματικές αποδόσεις τους να είναι οι ιστορικά υψηλότερες σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους. Το ύψος των μερισμάτων εξαρτάται από το μέγεθος της απόδοσης των μετοχών καθώς και από το σύνολο των κινήσεων που πραγματοποιούν για λογαριασμό των επενδυτών οι διαχειριστές των Ε.Ε.Χ. Σε περιόδους με παρατεταμένη υποχώρηση του χρηματιστηρίου, οι εταιρίες είτε διανέμουν περιορισμένα μερίσματα είτε υπάρχουν χρήσεις που δεν αποδίδουν μέρισμα στους επενδυτές που τις προτιμούν.

Ο διεθνώς αποδεκτός δείκτης P / E (τιμή προς κέρδη) που χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση της ελκυστικότητας των περισσότερων μετοχών δεν βρίσκει εφαρμογή στην περίπτωση των Ε.Ε.Χ.. Αυτό, διότι η δίκαιη αποτίμηση των μετοχών τους και συνεπώς οι μελλοντικές προοπτικές τους εξαρτώνται από την εσωτερική αξία του χαρτοφυλακίου τους. Το ύψος των κερδών τους θα καθορίσει το μέρισμα που θα καρπωθεί ο επενδυτής.

Για την αξιολόγηση των Ε.Ε.Χ. πρέπει να σημειωθεί επιπλέον :

- ü Η φύλαξη της κινητής τους περιουσίας ανατίθεται σε θεματοφύλακα δηλαδή σε ένα πιστωτικό ίδρυμα.
- ü Υποχρεούνται να δημοσιεύουν 3μηνιαίες λογιστικές καταστάσεις σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης καθώς και να διαθέτουν ανά τρίμηνο στο επενδυτικό κοινό την αναλυτική σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους.

Ως Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων κλειστού τύπου, οι Εταιρίες Επενδύσεων εξασφαλίζουν για τους επενδυτές (μετόχους τους) όλα τα πλεονεκτήματα που εξασφαλίζουν και τα Αμοιβαία Κεφάλαια (διασπορά κινδύνου, επαγγελματική διαχείριση, πρόσβαση στις μεγαλύτερες αγορές της Ελλάδος και του εξωτερικού, διαπραγματευτική δύναμη, διαφάνεια διαχείρισεως κλπ).

Ο θεσμός των εταιριών επενδύσεων είναι σχετικά νέος στη χώρα μας. Η πρώτη Ε.Ε.Χ. ήταν η Ελληνική Ε.Ε.Χ. και ιδρύθηκε το 1972 από την ΕΤΒΑ. Στο τέλος του 2005 οι μετοχές έντεκα Ε.Ε.Χ. διαπραγματεύονταν στο Χ.Α. και οι οποίες ήταν οι εξής:

1. ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ
2. ALTIUS Α.Ε.Ε.Χ.
3. EUROLINE ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.
4. GLOBAL ΕΠ. ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΝΕΑΣ ΕΥΡΩΠΗΣ Α.Ε.Ε.Χ.
5. INTERINVEST – ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ
6. NEXUS Α.Ε.Ε.Χ.
7. ΑΙΟΛΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.

8. ΑΚΤΙΒ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.
9. ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ.
10. ΔΙΟΛΚΟΣ Α.Ε.Ε.Χ.
11. ΩΜΕΓΑ Α.Ε.Ε.Χ.

Στο πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζεται η εξέλιξη των υπό διαχείριση κεφαλαίων καθώς και η αριθμητική εξέλιξη των Α.Ε.Ε.Χ. κατά τα έτη 1996-2005.

<b>Έτος</b>	<b>Κεφάλαια υπό διαχείριση (εκ. Ευρω)</b>	<b>Αριθμός εταιριών</b>
1996	370	17
1997	490	17
1998	983	17
1999	4319	18
2000	3386	18
2001	2280	20
2002	1710	24
2003	1414	22
2004	1336	20
2005	355	11

Πίνακας 6. Αριθμός ΕΕΧ και κεφάλαια

Στους πίνακες παρακάτω παρατίθενται στοιχεία για τις Ε.Ε.Χ. με βασικότερο το premium ή το discount που αυτές διαπραγματεύονταν στο Χ.Α. από το 1998 μέχρι και το 2005. Είναι φανερό το γεγονός ότι κατά την περίοδο της έντονης ανόδου του Χ.Α. διαπραγματεύονταν με υψηλό premium (οι επενδυτές δεν γνώριζαν ουσιαστικά τι αγόραζαν και σε τι πραγματικά τιμή) ενώ τα επόμενα έτη με μεγάλο discount δηλαδή ελκυστικότερες προς αγορά από τους επενδυτές.

		ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ σε €	ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ σε €	PREMIUM (DISCOUNT)	ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΣΩΤΕΡΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ ΑΠΟ ΔΕΚ 1997	ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ σε €
1	ALPHA ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε.Ε.Χ	11,72	11,83	-0,93%	91,81%	236.575.201,76
2	ALPHA TRUST ASSET MANAGER FUND Α.Ε.Ε.Χ	4,31	4,68	-7,91%	80,78%	16.372.707,26
3	ALPHA TRUST ΩΡΙΩΝ - ΔΙΕΘΝΗΣ Α.Ε.Ε.Χ	5,31	5,27	0,76%	95,65%	7.908.696,50
4	INTERINVEST- ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	4,11	4,13	-0,48%	50,55%	5.595.007,83
5	MARFIN CLASSIC Α.Ε.Ε.Χ	3,06	5,14	-40,47%	-	73.557.203,90
6	ΑΙΟΛΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	3,71	4,5	-17,56%	149,79%	22.376.708,01
7	ΑΣΠΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	4,7	4,84	-2,89%	124,63%	8.478.356,57
8	ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ	3,08	3,77	-18,30%	62,55%	7.882.611,89
9	ΕΘΝΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	6,75	6,49	4,01%	135,08%	91.809.244,31
10	ΕΛΛΗΝΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	11,5	10,11	13,75%	83,67%	177.431.401,32
11	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	3,65	3,94	-7,36%	87,13%	8.862.802,64
12	ΕΞΕΛΙΞΗ Α.Ε.Ε.Χ	5,68	5,27	7,78%	77,24%	6.226.045,49
13	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΝΑΠΤΥΞΕΩΣ Α.Ε.Ε.Χ	5,78	5,39	7,24%	79,93%	14.336.023,48
14	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ	2,65	3,33	-20,42%	151,77%	176.734.354,78
15	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	5,77	6,01	-3,99%	70,58%	36.651.921,22
16	ΠΡΟΟΔΟΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ Α.Ε.Ε.Χ	12,5	15,11	-17,27%	60,26%	93.691.911,10
						984.490.198,07

Πίνακας 7. Οικονομικά στοιχεία για τις ΕΕΧ, έτος 1998.



	ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ σε €	ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ σε €	PREMIUM	ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΣΩΤΕΡΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ ΑΠΟ ΔΕΚ 1998	ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ
			(DISCOUNT)		σε €
1 ALPHA ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε.Ε.Χ	11,27	10,17	10,82%	296,25%	1.016.663.242,85
2 ALPHA TRUST ASSET MANAGER FUND Α.Ε.Ε.Χ	21,48	12,21	75,92%	175,10%	42.744.534,12
3 ALPHA TRUST ΩΡΙΩΝ - ΔΙΕΘΝΗΣ Α.Ε.Ε.Χ	8,98	6,35	41,42%	296,38%	142.837.857,67
4 INTERINVEST- ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	17,08	5,75	197,04%	309,61%	23.363.169,48
5 MARFIN CLASSIC Α.Ε.Ε.Χ	10,81	6,89	56,89%	159,19%	177.526.045,49
6 ΔΙΟΛΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	7,94	5,14	54,47%	499,13%	114.973.935,21
7 ΑΚΤΙΒ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	26,6	5,84	355,48%	-7,46%	18.019.732,19
8 ΑΣΠΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	13,87	6,66	108,26%	222,35%	29.158.773,29
9 ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ	11,42	4,97	129,78%	450,43%	124.915.627,29
10 ΕΘΝΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	10,27	6,51	57,76%	279,67%	644.558.180,48
11 ΕΛΛΗΝΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	8,8	7,06	24,65%	132,65%	842.397.245,24
12 ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	16,29	6,41	154,13%	350,24%	57.687.454,15
13 ΕΞΕΛΙΞΗ Α.Ε.Ε.Χ	22,58	4,72	378,39%	382,62%	22.297.285,40
14 ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΝΑΠΤΥΞΕΩΣ Α.Ε.Ε.Χ	12	6,52	84,05%	1011,75%	190.961.115,19
15 ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ	11,23	9,01	24,64%	187,88%	477.411.283,20
16 ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	13,4	8,91	50,39%	248,55%	116.838.799,30
17 ΠΡΟΟΔΟΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ Α.Ε.Ε.Χ	28,13	21,62	30,11%	99,58%	174.227.185,92
					4.216.581.466,46

Πίνακας 8. Οικονομικά στοιχεία για τις ΕΕΧ, έτος 1999.

	ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ σε €	ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ σε €	PREMIUM	ΑΠΟΔΟΣΗ	ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ  σε €	
			(DISCOUNT)	ΕΣΩΤΕΡΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ ΑΠΟ ΔΕΚ 1999		
1	ΑΛΦΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε.Ε.Χ	5,61	5,85	-4,10%	-34,21%	584.886.280,26
2	ΑΛΦΑ TRUST ASSET MANAGER FUND Α.Ε.Ε.Χ	4,43	4,3	3,02%	-34,42%	22.553.778,43
3	ΑΛΦΑ TRUST ΩΡΙΩΝ - ΔΙΕΘΝΗΣ Α.Ε.Ε.Χ	2,69	3,04	-11,51%	-49,07%	68.398.903,99
4	INTERINVEST- ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	2,19	2,36	-7,20%	-72,95%	40.436.802,20
5	MARFIN CLASSIC Α.Ε.Ε.Χ	4,21	2,84	48,24%	-46,10%	73.170.581,04
6	ΔΙΟΛΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	2,47	2,55	-3,14%	-38,58%	57.092.073,37
7	ΑΚΤΙΒ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	2,93	2,35	24,68%	-13,15%	15.960.454,62
8	ΑΣΠΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	3,65	2,49	46,59%	-78,78%	53.479.090,24
9	ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ	2,35	1,84	27,72%	-56,59%	46.252.927,67
10	ΕΘΝΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	3,42	3,28	4,27%	-1,16%	324.666.713,81
11	ΕΛΛΗΝΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	3,01	3,56	-15,45%	-9,72%	424.753.830,88
12	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	3,24	4,3	-24,65%	83,08%	154.925.898,75
13	ΕΞΕΛΙΞΗ Α.Ε.Ε.Χ	1,07	1,12	-4,46%	-82,58%	95.096.258,25
14	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΝΑΠΤΥΞΕΩΣ Α.Ε.Ε.Χ	2,82	3,58	-21,23%	-40,32%	104.909.757,89
15	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ	2,69	3,18	-15,41%	-11,88%	422.861.118,91
16	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	3,49	3,05	14,43%	8,43%	148.523.347,27
17	ΠΡΟΟΔΟΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ Α.Ε.Ε.Χ	4,4	5,11	-13,89%	5,36%	164.784.266,55
						2.802.752.084,14

Πίνακας 9. Οικονομικά στοιχεία για τις ΕΕΧ, έτος 2000.

	ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ σε €	ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ σε €	PREMIUM	ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΣΩΤΕΡΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ ΑΠΟ ΔΕΚ 2000	ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	
			(DISCOUNT)		σε €	
1	ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ ΑΕΕΧ	2,24	2,97	-24,58%	9,63%	32.646.220,32
2	ALPHA ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε.Ε.Χ	3,34	4,3	-22,33%	-15,79%	430.237.322,40
3	ALPHA TRUST ASSET MANAGER FUND Α.Ε.Ε.Χ	3,3	3,53	-6,52%	-11,58%	18.558.099,95
4	ALPHA TRUST ΩΡΙΩΝ - ΔΙΕΘΝΗΣ Α.Ε.Ε.Χ	1,9	2,31	-17,75%	-20,68%	51.950.513,88
5	DOMUS ΑΕΕΧ	4,58	2,85	60,70%	-4,25%	10.836.785,32
6	INTERINVEST- ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	1,49	1,73	-13,87%	-25,63%	29.616.976,01
7	MARFIN CLASSIC Α.Ε.Ε.Χ	1,4	2,06	-32,04%	-23,71%	189.699.087,46
8	ΑΙΟΛΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	1,61	2,05	-21,46%	-19,72%	45.831.932,26
9	ΑΚΤΙΒ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	1,37	1,85	-25,95%	-21,36%	12.550.575,64
10	ΑΣΠΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	1,38	2,01	-31,34%	-19,35%	43.131.122,53
11	ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ	1,18	1,32	-10,61%	-28,16%	33.229.689,27
12	ΕΘΝΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	1,83	2,39	-23,43%	-23,79%	237.155.975,63
13	ΕΛΛΗΝΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	1,92	2,67	-28,09%	-19,56%	318.852.714,95
14	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	2,61	3,48	-25,00%	-17,99%	125.567.799,82
15	ΕΞΕΛΙΞΗ Α.Ε.Ε.Χ	0,78	0,9	-13,33%	-19,39%	76.661.529,28
16	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΝΑΠΤΥΞΕΩΣ Α.Ε.Ε.Χ	1,93	2,85	-32,28%	-20,39%	83.521.643,43
17	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ	1,53	2,11	-27,49%	-26,49%	280.514.490,49
18	ΕΥΡΩΔΥΝΑΜΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	2,54	2,46	3,25%	-4,93%	18.598.604,67
19	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	2,47	2,18	13,30%	-25,46%	106.061.693,84
20	ΠΡΟΟΔΟΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ Α.Ε.Ε.Χ	3,08	4,03	-23,57%	-13,07%	129.795.002,37
						2.275.017.779,50

Πίνακας 10. Οικονομικά στοιχεία για τις ΕΕΧ, έτος 2001.

	ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ σε €	ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ σε €	PREMIUM	ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΣΩΤΕΡΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ ΑΠΟ ΔΕΚ 2001	ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ
			(DISCOUNT)		σε €
1 ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ ΑΕΕΧ	1,91	2,51	-23,90%	-11,28%	63.159.392,70
2 ALPHA ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε.Ε.Χ	2,23	2,77	-19,49%	-32,47%	290.553.774,00
3 ALPHA TRUST ASSET MANAGER FUND Α.Ε.Ε.Χ	1,7	2,52	-32,54%	-28,76%	13.220.831,22
4 ALTIUS Α.Ε.Ε.Χ.	1,39	1,81	-23,20%	-25,37%	8.668.404,38
5 ARROW Α.Ε.Ε.Χ.	1,77	2,18	-18,81%	-8,44%	71.108.851,55
6 DOMUS ΑΕΕΧ	5,26	1,97	167,01%	-30,95%	7.483.177,18
7 EUROLINE ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	1,44	2,09	-31,10%	-19,51%	20.004.786,32
8 INTERINVEST- ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	0,85	0,97	-12,37%	-43,61%	16.701.163,01
9 MARFIN CLASSIC Α.Ε.Ε.Χ	1,04	1,4	-25,71%	-32,00%	128.994.226,61
10 NEW MILLENNIUM INVESTMENTS ΑΕΕΧ	0,89	1,62	-45,06%	-22,75%	29.749.882,99
11 NEXUS Α.Ε.Ε.Χ.	0,8	1,28	-37,50%	-33,75%	9.568.136,48
12 ΑΙΟΛΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	0,88	1,49	-40,94%	-27,29%	33.324.778,16
13 ΑΚΤΙΒ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	0,92	1,47	-37,41%	-20,52%	9.975.777,56
14 ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ	0,62	0,92	-32,61%	-30,21%	23.192.065,44
15 ΕΘΝΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	1,28	1,61	-20,50%	-32,87%	159.207.590,00
16 ΕΛΛΗΝΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	1,55	2	-22,50%	-25,01%	239.099.514,96
17 ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	1,83	2,21	-17,19%	-35,15%	79.788.076,33
18 ΞΞΕΛΙΞΗ Α.Ε.Ε.Χ	0,74	0,76	-2,63%	-15,44%	64.822.750,44
19 ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΝΑΠΤΥΞΕΩΣ Α.Ε.Ε.Χ	1,61	1,98	-18,69%	-30,55%	58.009.874,66
20 ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ	1,23	1,36	-9,56%	-33,85%	180.431.234,71
21 ΕΥΡΩΔΥΝΑΜΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	1,95	2,16	-9,72%	-12,05%	16.358.071,20
22 Π&Κ Α.Ε.Ε.Χ	0,75	0,96	-21,88%	-28,44%	24.088.971,03
23 ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	1,19	1,52	-21,71%	-30,38%	73.839.719,82
24 ΠΡΟΟΔΟΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ Α.Ε.Ε.Χ	2,31	2,8	-17,50%	-28,14%	90.241.853,49
					1.711.592.904,24

Πίνακας 11. Οικονομικά στοιχεία για τις ΕΕΧ, έτος 2002.

	ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ σε €	ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ σε €	PREMIUM (DISCOUNT)	ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΣΩΤΕΡΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ ΑΠΟ ΔΕΚ 2002	ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ σε €
1 ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ ΑΕΕΧ	2,56	2,76	-7,25%	9,85%	69.378.518,26
2 ALPHA TRUST ASSET MANAGER FUND Α.Ε.Ε.Χ	1,95	2,41	-19,09%	-4,24%	12.660.818,92
3 ALTIUS Α.Ε.Ε.Χ.	1,5	1,95	-23,08%	8,09%	9.369.940,45
4 ARROW Α.Ε.Ε.Χ.	2,12	2,4	-11,67%	10,25%	78.397.148,32
5 DOMUS ΑΕΕΧ	2,59	0,58	346,55%	-11,82%	6.598.708,88
6 EUROLINE ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	1,66	2,07	-19,81%	-0,80%	19.844.043,79
7 INTERINVEST- ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	0,82	1,02	-19,61%	4,74%	17.493.000,00
8 MARFIN CLASSIC Α.Ε.Ε.Χ	1,38	1,44	-4,17%	3,21%	133.138.632,08
9 NEW MILLENNIUM INVESTMENTS ΑΕΕΧ	1,67	1,75	-4,57%	7,43%	31.960.310,92
10 NEXUS Α.Ε.Ε.Χ.	1,03	1,4	-26,43%	9,90%	10.515.849,42
11 ΟΡΤΙΜΑ Α.Ε.Ε.Χ.	2,24	2,2	1,82%	19,75%	7.086.987,11
12 ΑΙΟΛΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	2,66	2,83	-6,01%	-5,01%	31.656.088,20
13 ΑΚΤΙΒ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	1,3	1,52	-14,47%	3,39%	10.313.472,54
14 ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ	0,99	1,2	-17,50%	29,40%	30.010.762,49
15 ΕΘΝΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	1,93	2,03	-4,93%	26,43%	201.293.127,32
16 ΕΛΛΗΝΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	2,36	2,58	-8,53%	27,71%	398.218.880,20
17 ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	2,47	2,78	-11,15%	25,65%	100.253.853,21
18 ΕΞΕΛΙΞΗ Α.Ε.Ε.Χ	0,81	0,85	-4,71%	11,91%	72.543.269,59
19 ΕΥΡΩΔΥΝΑΜΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	2,29	2,38	-3,78%	10,12%	18.013.895,50
20 Π&Κ Α.Ε.Ε.Χ	1,09	1,18	-7,63%	22,44%	29.494.157,68
21 ΠΡΟΟΔΟΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ Α.Ε.Ε.Χ	2,98	3,47	-14,12%	23,83%	111.742.313,81
22 ΩΜΕΓΑ Α.Ε.Ε.Χ.	1,25	1,48	-15,54%	8,51%	13.364.935,28
					1.413.348.713,97

Πίνακας 12. Οικονομικά στοιχεία για τις ΕΕΧ, έτος 2003.

	ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ σε €	ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ σε €	PREMIUM	ΑΠΟΔΟΣΗ	ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ
			(DISCOUNT)	ΕΣΩΤΕΡΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ ΑΠΟ ΔΕΚ 2003	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ σε €
1 ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ ΑΕΕΧ	2,75	2,78	-1,08%	7,21%	79.666.371,51
2 ALTIUS Α.Ε.Ε.Χ.	1,39	1,79	-22,35%	-3,02%	8.604.836,74
3 ARROW Α.Ε.Ε.Χ.	2,57	2,59	-0,77%	8,55%	84.452.964,79
4 DOMUS ΑΕΕΧ	0,38	0,48	-20,83%	-16,76%	5.492.888,92
5 EUROLINE ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	1,51	1,83	-17,49%	-11,69%	17.524.999,83
6 GLOBAL ΕΠ.ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΝΕΑΣ ΕΥΡΩΠΗΣ ΑΕΕΧ	2,99	3,79	-21,11%	16,15%	61.933.116,26
7 INTERINVEST- ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	0,52	0,71	-26,76%	-29,99%	11.974.343,34
8 NEW MILLENNIUM INVESTMENTS ΑΕΕΧ	1,59	1,63	-2,45%	-6,61%	29.847.763,25
9 NEXUS Α.Ε.Ε.Χ.	1,01	1,34	-24,63%	0,94%	10.014.793,11
10 ΟΡΤΙΜΑ Α.Ε.Ε.Χ.	1,6	1,7	-5,88%	-22,74%	5.475.066,93
11 ΑΙΟΛΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	2,74	2,96	-7,43%	4,64%	33.125.204,04
12 ΑΚΤΙΒ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	1,04	1,32	-21,21%	-13,18%	8.953.998,99
13 ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ	1,1	1,28	-14,06%	7,38%	32.226.269,98
14 ΕΘΝΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	2,24	2,27	-1,32%	16,96%	224.617.026,29
15 ΕΛΛΗΝΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	2,8	2,92	-4,11%	16,39%	450.778.123,77
16 ΕΞΕΛΙΞΗ Α.Ε.Ε.Χ	0,78	0,92	-15,22%	8,40%	78.633.557,82
17 ΕΥΡΩΔΥΝΑΜΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	2,42	2,55	-5,10%	7,07%	19.286.635,01
18 Π&Κ Α.Ε.Ε.Χ	1,19	1,21	-1,65%	2,61%	30.263.814,50
19 ΠΡΟΟΔΟΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ Α.Ε.Ε.Χ	4	4,02	-0,50%	19,16%	129.572.140,08
20 ΩΜΕΓΑ Α.Ε.Ε.Χ.	1,19	1,52	-21,71%	2,61%	13.713.394,89
					1.336.157.310,05

Πίνακας 13. Οικονομικά στοιχεία για τις ΕΕΧ, έτος 2004.

	ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ σε €	ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ σε €	PREMIUM	ΑΠΟΔΟΣΗ	ΚΑΘΑΡΗ ΑΞΙΑ
			(DISCOUNT)	ΕΣΩΤΕΡΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ ΑΠΟ ΔΕΚ 2004	ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ σε €
1 ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ ΑΕΕΧ	3	3,17	-5,36%	21,17%	90.776.136,34
2 ALTIUS Α.Ε.Ε.Χ.	2,03	2,28	-10,96%	27,36%	10.958.754,76
3 EUROLINE ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	1,6	1,96	-18,37%	7,27%	18.798.249,26
4 GLOBAL ΕΠ.ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΝΕΑΣ ΕΥΡΩΠΗΣ ΑΕΕΧ	4,14	4,83	-14,29%	36,68%	79.009.384,09
5 INTERINVEST- ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	0,58	0,78	-25,64%	9,57%	12.776.377,57
6 NEXUS Α.Ε.Ε.Χ.	1,13	1,38	-18,12%	3,40%	10.355.719,10
7 ΑΙΟΛΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	2,44	3,28	-25,61%	14,23%	36.614.646,22
8 ΑΚΤΙΒ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ	0,77	1,11	-30,63%	-15,68%	7.550.110,71
9 ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ	1,4	1,57	-10,83%	27,73%	39.359.946,75
10 ΔΙΟΛΚΟΣ Α.Ε.Ε.Χ.	2,5	2,65	-5,66%	13,86%	33.298.647,01
11 ΩΜΕΓΑ Α.Ε.Ε.Χ.	1,36	1,69	-19,53%	10,70%	15.180.957,83
					354.678.929,64

Πίνακας 14. Οικονομικά στοιχεία για τις ΕΕΧ, έτος 2005.

#### 4.5 Ομοιότητες και διαφορές Α/Κ και Ε.Ε.Χ.

α) Ομοιότητες:

- ü Άμεση ρευστότητα και επαγγελματική διαχείριση. Και στις δύο περιπτώσεις τα χαρτοφυλάκια είναι δεδομένα και διαχειρίζονται από επαγγελματίες διαχειριστές. Το έργο τους αξιολογείται από τους επενδυτές με βάση την αντικειμενική απόδοση της επένδυσης.
- ü Περιορισμός κινδύνου – διασποράς επενδύσεων. Τόσο τα Α/Κ όσο και οι Ε.Ε.Χ. με τη διασπορά των τοποθετήσεών τους σε ένα πλήθος κινητών αξιών επιτυγχάνουν να περιορίσουν τους μη συστηματικούς κινδύνους του χαρτοφυλακίου τους έναντι των διακυμάνσεων των τιμών που μπορούν να προκληθούν από διάφορες αιτίες.

- ü Επενδύσεις με αποδοτικούς όρους. Ουσιαστικά ενώνονται δυνάμεις και κεφάλαια χιλιάδων επενδυτών με αποτέλεσμα ο επενδυτής να συμμετέχει σε έτοιμα χαρτοφυλάκια μετοχών και ομολόγων η διαχείριση των οποίων γίνεται με πολύ χαμηλότερα κόστη σε σχέση με το εάν λειτουργούσε ο κάθε επενδυτής από μόνος του.
- ü Φορολογική μεταχείριση. Η φορολόγηση είναι σε ποσοστό 0,3% επί της συνολικής αξίας της περιουσίας τους. Το ποσοστό αυτό παρακρατείται σε ημερήσια βάση με εξάντληση της φορολογικής υποχρέωσης των επενδυτών.

β) Διαφορές:

- ü Μετοχές Ε.Ε.Χ. – Μεριδία Α/Κ. Αποτελούν τις δύο μονάδες περιουσίας στις δύο αντίστοιχες μορφές συλλογικής επένδυσης. Η διαφορά έγκειται στο ότι η κάθε μονάδα αντιστοιχεί σε άλλη επενδυτική ιδιότητα:
  - ο Ολόκληρο ή μέρος του κεφαλαίου είναι άμεσα ρευστοποιήσιμο. Στην μεν περίπτωση των Ε.Ε.Χ. με μία εντολή πώλησης των μετοχών μέσω μιας χρηματιστηριακής εταιρίας. Στην περίπτωση των Α/Κ, με μία εντολή εξαγοράς προς την Α.Ε.Δ.Α.Κ. που το διαχειρίζεται.
  - ο Στις Ε.Ε.Χ. ο επενδυτής έχει την ιδιότητα του μετόχου με όποια δικαιώματα και υποχρεώσεις απορρέουν από αυτήν.
  - ο Στα μετοχικά Α/Κ ο επενδυτής έχει την ιδιότητα του μεριδιούχου με βάση και τον αριθμό των μεριδίων που κατέχει. Η ιδιότητα αυτή καθιστά τον επενδυτή μεριδιούχο στα όποια αποτελέσματα της επαγγελματικής διαχείρισης του χαρτοφυλακίου. Τα δε δικαιώματα και υποχρεώσεις ορίζονται από τη νομοθεσία που διέπει τόσο τις Α.Ε.Δ.Α.Κ. (Ν. 3283/2004) όσο και τις Ε.Ε.Χ. (ν. 3371/2005).



- ὕ Αμοιβές – προμήθειες. Στα Α/Κ οι προμήθειες συμμετοχής ή εξαγοράς καθώς και οι ετήσια αμοιβή διαχείρισης ορίζονται από τον κανονισμό τους όπως αυτός εγκρίνεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και διατίθενται υποχρεωτικά από τις Α.Ε.Δ.Α.Κ. στους μεριδιούχους. Στις Ε.Ε.Χ. οι προμήθειες είναι οι ίδιες με αυτές της αγοράς ή πώλησης οποιασδήποτε μετοχής που διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο Αξιών. Η αμοιβή διαχείρισης δεν είναι προκαθορισμένη. Τα Α/Κ έχουν σε γενικές γραμμές υψηλότερες προμήθειες.
- ὕ Νομική υπόσταση. Οι Ε.Ε.Χ. είναι ανώνυμες εταιρίες, υποχρεωμένες να εισέλθουν στο Χ.Α. μέσα σε έξι μήνες από τη σύστασή τους. Τα Α/Κ δεν έχουν νομική υπόσταση.
- ὕ Διαφορετικό ύψος κεφαλαίου. Για τα Α/Κ είναι 1.200.000 € και για τις Ε.Ε.Χ. 11.738.811,45 €
- ὕ Θεματοφύλακας. Ο ρόλος του θεματοφύλακα στα Α/Κ είναι ευρύτερος από αυτόν στις Ε.Ε.Χ.
- ὕ Σταθερότητα κεφαλαίων - διασπορά χαρτοφυλακίου. Οι διαχειριστές των Ε.Ε.Χ. εφαρμόζουν την επενδυτική τους πολιτική έχοντας υπόψιν ένα συγκεκριμένο ύψος κεφαλαίων. Ύψος που μεταβάλλεται μόνο σε περιπτώσεις αύξησης μετοχικού κεφαλαίου είτε μείωσής του με βάση τις υποαξίες που εμφανίζει το χαρτοφυλάκιο του λόγω πτώσης των τιμών των μετοχών. Το ακριβώς αντίθετο συμβαίνει στα Α/Κ των οποίων η περιουσία αφ' ενός αποτιμάται καθημερινά αφ' ετέρου μεταβάλλεται με βάση τις νέες συμμετοχές μεριδιούχων και τις αντίστοιχες εξαγορές κεφαλαίων που πραγματοποιούν οι μεριδιούχοι του. Στις Ε.Ε.Χ. και εφόσον η Επενδυτική Επιτροπή το κρίνει σκόπιμο,

μπορεί να υπάρξει χρονικό διάστημα κατά το οποίο το ποσοστό του χαρτοφυλακίου τους που είναι επενδεδυμένο σε μετοχές να είναι αισθητά χαμηλότερο του 65% επί της συνολικής τους περιουσίας. Αντίθετα, στα μετοχικά Α/Κ ο διαχειριστής τους είναι υποχρεωμένος να διατηρεί σε μηνιαία βάση τουλάχιστον το 65% του ενεργητικού του σε μετοχές. Για την αναλυτική σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους ενημερώνεται ανά τρίμηνο η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς η οποία και εποπτεύει για την τήρηση όλων των επενδυτικών κανόνων.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Επίλογος, συμπεράσματα**

Παρακολουθώντας την πορεία του Γενικού Δείκτη τιμών των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από το 1998, παρατηρείται μια άνοδος που συνετέλεσε σημαντικά στη διάδοση του θεσμού στην ελληνική κοινωνία. Η άνοδος αυτή τερματίστηκε βίαια από την κρίση της Ρωσίας και την αδυναμία της χώρας να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις αποπληρωμών του χρέους στις 27 Αυγούστου 1998, η οποία και οδήγησε τον Γενικό Δείκτη σε απώλειες 7,70% εκείνη την ημέρα (η μεγαλύτερη στην ιστορία του Χ.Α.) και 50% σε λίγους μόνο μήνες. Οι απώλειες στις 27/08/1998 για την Wall Street ήταν 4,19%, για την Φρανκφούρτη 4,48%, για το Λονδίνο 3,19%, το Τόκυο 3,04% και τη Μόσχα 17,10%. Έπειτα από 3 μήνες η Σοφοκλέους κατάφερε να βρεθεί σε υψηλότερα επίπεδα τιμών από εκείνα που κατείχε προ της ρωσικής κρίσης. Η βιαιότητα της φάσης αυτής ήταν το κυριότερο σημάδι για την επόμενη άνοδο η οποία ήταν η γνωστή άνοδος του 1999 κατά την οποία η ετήσια απόδοση του Δείκτη ήταν 300%. Το ράλι ολοκληρώθηκε στις 6.353 μονάδες σε συνθήκες άκρατου ενθουσιασμού. Ακολούθησε μια τριετία έντονης πτώσης που επανέφερε τον Γενικό Δείκτη στα επίπεδα των 1.400 μονάδων περίπου. Το έναυσμα για τον τερματισμό της καθοδικής κίνησης έδωσαν με την κίνησή τους τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια τον Μάρτιο του 2003. Από το σημείο εκείνο ο Γενικός Δείκτης βρίσκεται σε κατάσταση συντονισμού με τα εν λόγω χρηματιστήρια, όπως είναι διακριτό από τα κοινά τους διαγράμματα. Η άνοδος πήρε μεγαλύτερες διαστάσεις από τον Οκτώβριο του 2005 και συνεχίζεται και το 2006.

Κοινός τόπος σε όσα προαναφέρθηκαν στην παρούσα διπλωματική εργασία, είναι ότι η πορεία των χρηματιστηριακών δεικτών δεν εξαρτάται μόνο από τα θεμελιώδη οικονομικά στοιχεία των εταιριών, το κοινωνικό, το οικονομικό, το πολιτικό περιβάλλον αλλά είναι και θέμα της ψυχосύνθεσης των επενδυτών και των επιλογών τους σε δεδομένες χρονικές στιγμές και κάτω από συγκεκριμένες συνθήκες λήψης αποφάσεων. Το παρελθόν έχει δείξει ότι οι μεγάλες καταρρεύσεις σε κεφαλαιαγορές παγκοσμίως ακολουθήθηκαν από επίσης μεγάλες ανόδους και απέφεραν τεράστια κέρδη στους τολμηρούς εκείνους επενδυτές που δεν ακολούθησαν την *μάζα* αλλά πορεύθηκαν μόνοι και ανταμοίφθηκαν για την επιλογή τους αυτή. Εκείνους που σχηματίζουν προσδοκίες για το τι μέλλει γενέσθαι λαμβάνοντας υπόψη όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες και όχι μόνο του παρελθόντος και δεν επηρεάζονται από τις βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις των αγορών όσο έντονες κι αν είναι. Οι προσδοκίες μπορεί να αποδειχθούν σωστές μπορεί όμως και όχι. Το σίγουρο είναι ότι οι επενδυτές δεν επαναλαμβάνουν συνεχώς τα ίδια λάθη.

## BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

ΞΕΝΗ:

Barberis N. & Thaler R. «A survey of behavioral finance»

Handbook of the Economics of Finance, Amsterdam.

Black F. «Noise»

Journal of Finance 41, 1986, pp.529-543.

Campbell J. & Kyle A. «Smart money, noise trading & stock price behavior»

The review of Economic Studies 60, 1993, pp.1-34.

DeBondt & Thaler R. «Does the stock market overreact?».

Journal of Finance 40, 1985 , pp.739-805

DeBondt & Thaler R. «Does security analysts overreact?»

American Economy Review 80, 1990, pp.52-57.

DeBondt & Thaler R. «Further evidence on investor overreaction and stock

Market seasonality», Journal of Finance 42, 1987, pp.557-581.

DeBondt W. «Introduction to the special issue on behavioral finance»

Journal of Empirical Finance 11, 2004, pp.423-427.

DeLong et al. «The survival of noise traders in financial markets»

Journal of Business, 1991, pp. 3-15.

DeLong et al. «Noise trader risk in financial markets»

Journal of Political Economy 98, 1990, pp. 703-738.

Dreman D. «Contrarian investment strategy»

Random House.

Fama E. «Efficient capital markets»

Journal of Finance, 46, 1991, pp.1575-1617.

- Fama E. & French K. «Common risk factors in returns on bonds & stocks»  
Journal of Financial Economics 33, 1993, pp.3-56
- Fama E. & French K. «Efficient capital markets, a review of theory & empirical Work», Journal of Finance, 25, 1970, pp. 383-417.
- Keane & Runkle. «Are financial analysts' forecasts of corporate profits rational?»  
Journal of Political Economy 106, 1998, pp. 768-805.
- Nico L. van de Sar. «Behavioral finance, how matters stand»  
Journal of Economic Psychology 25, 2004, pp.425-444.
- Ritter J. «Behavioral finance»  
Pacific-Basin Finance Journal 11, 2003, pp.429-437.
- Roll R. «The turn of the year effect and the return premia of small firms»  
Journal of Portfolio Management 9, 1983, pp. 18-28.
- Shefrin H. «Beyond greed and fear, understanding behavioral finance and the Psychology of investing»
- Shiller R. «Bubbles, human judgement and expert opinion»  
May, 2001.
- Shiller R. «From efficient markets theory to behavioral finance».  
Journal of Economic perspectives, volume 17, 2003, pp 83-104.
- Shiller R. «Market volatility and investor behavior»  
American Economy Review, volume 80, 1998, p.58.
- Shleifer A. «Inefficient Markets: an introduction to behavioral finance»  
Oxford University press, 2000.
- Shleifer A. «The limits of arbitrage»  
Journal of Finance 52, 1997, pp.35-55.
- Shleifer A. & Summers L. «The noise trader approach to finance»

Journal of Economic Perspectives 4, 1990, pp.19-33.

Shleifer A. & Vishny R. «The limits of arbitrage»

National Bureau of Economics Study, No 5167.

Thaler R. «Advance in behavioral finance». 1993

Tilson W. «Applying behavioral finance to value investing».

Trevisky & Kahneman. «Prospect theory, an analysis of decision under risk».

Trueman B. «A theory of noise trading in securities markets»

Journal of Finance 43, 1988, pp.83-95.

[http://en.Wikipedia.org/wiki/wall\\_street\\_crash\\_1929](http://en.Wikipedia.org/wiki/wall_street_crash_1929)

[http://en.Wikipedia.org/wiki/black\\_monday\\_\(1987\)](http://en.Wikipedia.org/wiki/black_monday_(1987))

[http://en.Wikipedia.org/wiki/stock\\_market\\_crash](http://en.Wikipedia.org/wiki/stock_market_crash)

[http://en.Wikipedia.org/wiki/behavioral\\_finance](http://en.Wikipedia.org/wiki/behavioral_finance)

<http://en.Wikipedia.org/wiki/psychology>

[http://en.Wikipedia.org/wiki/stock\\_market\\_downturn\\_of\\_2002](http://en.Wikipedia.org/wiki/stock_market_downturn_of_2002)

[http://mutualfunds.about.com/cs/1929marketcrash/a/black\\_tuesday.htm](http://mutualfunds.about.com/cs/1929marketcrash/a/black_tuesday.htm)

[http://mutualfunds.about.com/cs/1929marketcrash/a/black\\_thursday.htm](http://mutualfunds.about.com/cs/1929marketcrash/a/black_thursday.htm)

ΕΛΛΗΝΙΚΗ :

Capital.gr. «Momentum traders, ο τρίτος δρόμος για να γίνετε πλούσιοι»

[www.capital.gr/index.asp](http://www.capital.gr/index.asp) , 31/05/2006

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](http://www.euro2day.gr/articles/105475), 26/06/2006.

Euro2day.gr : «Η αγορά υποστηρίζει τις μεταρρυθμίσεις».

Του Ν. Φίλιππα, [www.euro2day.gr/articles/85465](http://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](http://www.euro2day.gr/articles/95140), 27/02/2006.

Euro2day.gr : «Ο θρίαμβος των ορθολογιστικών προσδοκιών».

Αρθρογραφία στο [www.euro2day.gr/articles/110049](http://www.euro2day.gr/articles/110049) , 31/08/2006.

EZMARKET : «Ψάχνει για την κορυφή ο γενικός δείκτης»

Δημοσίευση στον οικονομικό τύπο, 08/2006 και στο [www.ezmarket.gr](http://www.ezmarket.gr)

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

Εκδόσεις Κριτική 2003.

Ένωση Θεσμικών Επενδυτών. «Ανώνυμες εταιρίες επενδύσεων χαρτί/κίου»

Έκδοση Οκτώβριος 2005.

Ένωση Θεσμικών Επενδυτών. «Αμοιβαία κεφάλαια».

[www.agii.gr/statistics](http://www.agii.gr/statistics).

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. «Ετήσιες εκθέσεις».

Ηλεκτρονικές δημοσιεύσεις.

Ημερησία. Αρθρογραφία στο [www.imerisia.gr/summary.asp](http://www.imerisia.gr/summary.asp) , 31/08/2005

Ημερησία. Αρθρογραφία στο [www.imerisia.ge/summary.asp](http://www.imerisia.ge/summary.asp) , 26/09/2005



Ημερησία. «Τα 7 βήματα που οδηγούν σε χρηματική φούσκα»

Αρθρογραφία στο [www.imerisia.gr/summary.asp](http://www.imerisia.gr/summary.asp), 17/01/2006

Ημερησία. Αρθρογραφία στο [www.imerisia.gr/summary.asp](http://www.imerisia.gr/summary.asp), 02/06/2006

Ημερησία. Αρθρογραφία στο [www.imerisia.gr/summary.asp](http://www.imerisia.gr/summary.asp), 06/06/2006

Ημερησία. «Τα 3 πρόσωπα που κατευθύνουν τις αγορές»

Αρθρογραφία στο [www.imerisia.gr/summary.asp](http://www.imerisia.gr/summary.asp), 15/06/2006

Ημερησία. Αρθρογραφία στο [www.imerisia.gr/symmary.asp](http://www.imerisia.gr/symmary.asp), 03/07/2006

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

Ηλεκτρονικές δημοσιεύσεις.

Κοκκόρης Δ. «Η χρηματιστηριακή αγορά είναι για επενδυτές και όχι για παίκτες». Οικονομικός τύπος 08/07/2006.

Κοκκόρης Δ. «Η καλοκαιρινή αύρα κάνει καλό στη Σοφοκλέους»

Οικονομικός τύπος 08/07/2006.

Ναυτεμπορική. Αρθρογραφία στο [www.naftemporiki.gr/news/static/06/05/31](http://www.naftemporiki.gr/news/static/06/05/31)

Φίλιππας Ν. «Επενδύσεις»

Εκδόσεις Σμπίλια, 2005

Χρηματιστήριο Αξιών, «Ετήσια Στατιστικά Δελτία»

Ηλεκτρονικές δημοσιεύσεις – [www.ase.gr](http://www.ase.gr)