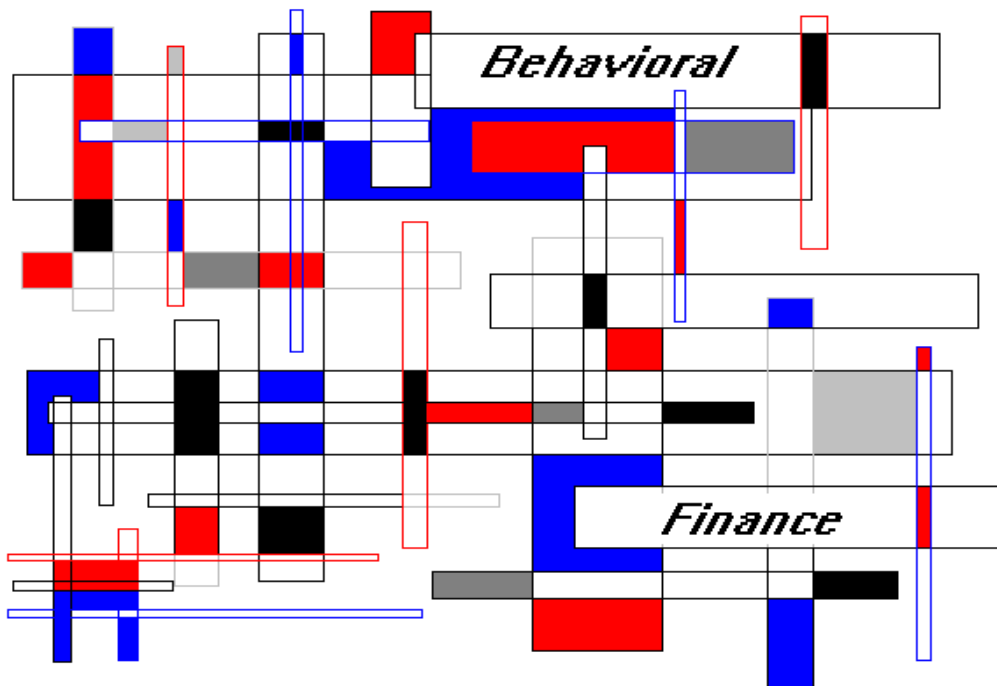


ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής
Π.Μ.Σ. στην Χρηματοοικονομική & Τραπεζική Διοικητική



Καθηγητής: Νικόλαος Δ. Φίλιππας

Μπαραμπούτη Ρωξάνη ΜΧΡΗ/0525

ΙΟΥΛΙΟΣ 2007

Η εργασία αυτή είναι εξαιρετικά αφιερωμένη
στην οικογένειά μου και στον Ρίζο,
που βρίσκονται δίπλα μου
σε όλες τις στιγμές της ζωής μου...

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η παρούσα μελέτη ασχολείται με το Behavioral Finance, τις βασικές συμπεριφορές που συμπεριλαμβάνονται σε αυτό και κάνει μία μελέτη πάνω στο Over/under reaction και τις στρατηγικές ενδυνάμωσης.

Βασική αρχή ήταν η σωστή προσέγγιση-κάλυψη του θέματος και κυρίως η ενημέρωσή μου γύρω από αυτό με σχετικά άρθρα και βιβλία, προκειμένου να κατανοήσω και να ερμηνεύσω καλύτερα το αντικείμενο της συγκεκριμένης μελέτης ώστε να οδηγηθώ σε ασφαλή και χρήσιμα συμπεράσματα.

Ελπίζω ότι κάλυψα το θέμα με συνέπεια και αντικειμενικότητα και οδηγήθηκα σε μια έγκυρη μελέτη με επιθυμητά αποτελέσματα. Θεωρώ ότι η εκπόνηση της εργασίας αυτής ήταν μια πολύτιμη εμπειρία για εμένα γιατί μου δόθηκε η δυνατότητα να εφαρμόσω τις θεωρητικές μου γνώσεις σε ένα ενδιαφέρον πρακτικό θέμα.

Μέσα από την μελέτη αυτή, εμβάθυνα σε έννοιες που απλά γνώριζα την θεωρητική τους έννοια, έμαθα να δουλεύω συλλογικά και ομαδικά μέσα από την συνεργασία που είχα με τον καθηγητή και καθοδηγητή μου και άντλησα γνώσεις που θα με βοηθήσουν αργότερα τόσο στην επαγγελματική μου πορεία, όσο και στην κοινωνική μου ζωή.

Εκπόνησα λοιπόν την παρούσα μελέτη βασισμένη σε έγκυρες πληροφορίες. Έθεσα εξ'αρχής συγκεκριμένους στόχους και από ουδέτερη πλευρά προσπάθησα να προσεγγίσω το θέμα σε όλες τις διαστάσεις του. Ελπίζω να πέτυχα το στόχο μου και η συγκεκριμένη μελέτη να μπορεί να προσφέρει στον αναγνώστη σωστές και έγκυρες πληροφορίες και να προσφέρει την βάση για μία μελλοντική μελέτη.

Για τους λόγους αυτούς, στο σημείο αυτό θα ήθελα να ευχαριστήσω πολύ τον καθηγητή μου **κ. Νικόλαο Φίλιππα** που μου έδωσε την ώθηση και την ευκαιρία αυτή.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Πρόλογος.....	σελ.1
Εισαγωγή.....	σελ. 4
Κεφάλαιο 1^ο : Ορθολογικός Επενδυτής.....	σελ. 6
1.1 Ορισμός Ορθολογικού Επενδυτή.....	σελ.6
1.2 Οι αισιόδοξοι και οι απαισιόδοξοι επενδυτές.....	σελ.9
1.3 Ο μηχανισμός αυξομειώσης των τιμών.....	σελ.10
1.4 Η επίδραση των συναισθημάτων.....	σελ.11
1.5 Η ψυχολογία των επενδυτών.....	σελ.11
1.6 Σαθρές Υποθέσεις.....	σελ.12
Κεφάλαιο 2^ο: Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς.....	σελ.15
2.1 Γενικά.....	σελ.15
2.2 Συνέπειες της Αποτελεσματικότητας της Αγοράς για τους επενδυτές και την εταιρία.....	σελ.18
2.3 Ανωμαλίες των αποτελεσματικών αγορών.....	σελ.19
Κεφάλαιο 3^ο: Η έννοια της κερδοσκοπίας και ορισμένες περιπτώσεις κερδοσκοπίας στην παγκόσμια ιστορία των χρηματιστηρίων.....	σελ.28
3.1 Γενικά.....	σελ.28
3.2 Η καταγωγή της κερδοσκοπίας.....	σελ.29
Κεφάλαιο 4^ο: Βασικές Συμπεριφορές που περιλαμβάνονται στο Behavioral Finance.....	σελ.38
4.1 Noise Trading.....	σελ.38
4.2 Overconfidence (Υπερεμπιστοσύνη).....	σελ.41
4.3 Loss Aversion (Αποστρόφη Κινδύνου).....	σελ.41
4.4 Mental Accounting.....	σελ.43
4.5 Regret Theory (Η Θεωρία των Τύψεων).....	σελ.44
4.6 Prospect Theory (Η Θεωρία των προσδοκιών/προοπτικής).....	σελ.45

4.7 Anchoring.....	σελ.48
4.8 Herding (Το φαινόμενο της αγέλης).....	σελ.49
4.9 Over/Under reaction (Υπο/Υπεραντίδραση).....	σελ.49
Κεφάλαιο 5^ο : Η Θεωρία του Χάους και οι Κεφαλαιαγορές.....	σελ.50
Κεφάλαιο 6^ο: Over/under reaction, οι αντίθετες στρατηγικές και οι στρατηγικές ενδυνάμωσης.....	σελ.53
6.1 Επένδυση σε μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού.....	σελ.54
6.2 Επένδυση στον Γενικό Δείκτη.....	σελ.59
6.3 Επένδυση σε χαρτοφυλάκια.....	σελ.63
6.4 Συμπεράσματα 6 ^ο Κεφαλαίου.....	σελ.71
Επίλογος.....	σελ.74
Παράρτημα.....	σελ.76
Βιβλιογραφία.....	σελ.88

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η προβλεψιμότητα των αποδόσεων των μετοχών αλλά και άλλων μορφών επενδύσεων απασχολεί τόσο την ακαδημαϊκή κοινότητα όσο και τους επαγγελματίες της αγοράς. Η Χρηματοοικονομική επιστήμη έχει ασχοληθεί εκτενώς με το θέμα αυτό και έχει προσπαθήσει να αναλύσει τις αποδόσεις και να τις ερμηνεύσει.

Αρχικά κυριάρχησε η υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών (efficient market hypothesis) την οποία εισήγαγε ο E. Fama το 1970 με το άρθρο του «**Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work**», *Journal of Finance*, που θεωρεί ότι οι αγορές των αξιογράφων είναι τέλειες ή τουλάχιστον όχι πολύ ατελείς. Βασική προϋπόθεση είναι ότι όλοι οι συμμετέχοντες είναι τέλεια πληροφορημένοι και ένας επενδυτής δεν μπορεί να επηρεάσει την τιμή της μετοχής. Η πληροφορία πρέπει να είναι διαθέσιμη σε όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά ταυτόχρονα και χωρίς κόστος, πρέπει να φτάνει στην αγορά με τυχαίο τρόπο και τέλος οι επενδυτές θα πρέπει να αντιδρούν γρήγορα και με ακρίβεια σε κάθε νέα πληροφορία.

Το πρακτικό αποτέλεσμα της θεωρίας αυτής είναι ότι ουδείς μπορεί να επιτύχει κατά συστηματικό τρόπο αποδόσεις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες του χαρτοφυλακίου της αγοράς, το οποίο προσεγγίζεται συνήθως από έναν εγχώριο χρηματιστηριακό δείκτη.

Από την άλλη μεριά, οι τεχνικοί αναλυτές και οι επαγγελματίες των αγορών έχουν αναπτύξει τεχνικές και στρατηγικές οι οποίες φαίνεται να βοηθούν στη λήψη αποδοτικότερων επενδυτικών αποφάσεων.

Στην πραγματικότητα όμως και σε αντίθεση με την θεωρία των αποτελεσματικών αγορών, η αγορά χαρακτηρίζεται από ασύμμετρη πληροφόρηση, οι συμμετέχοντες σε αυτήν συμπεριφέρονται πολλές φορές ως αγέλη, επηρεάζονται από τους λεγόμενους noise traders, υπεραντιδρούν, κυριεύονται από συναισθήματα αρνητικά όπως τύψεις και απαισιοδοξία, με αποτέλεσμα οι τιμές των τίτλων να διαμορφώνονται ουσιαστικά από την ψυχολογία των ατόμων.

Πρόσφατες εμπειρικές μελέτες της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής (Behavioral Finance) όπως είναι των De Bondt-Thaler (1985-1987), Fama & French (1988), ασχολήθηκαν με την υπόθεση της Υπερβολικής Αντίδρασης.

Ορισμένες από αυτές ασχολήθηκαν με τις αντίθετες στρατηγικές και απέδειξαν ότι η αγορά μετοχών οι οποίες παρουσίασαν την μικρότερη απόδοση (losers) για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και η ταυτόχρονη πώληση των μετοχών οι οποίες παρουσίασαν την μεγαλύτερη απόδοση (winners) την ίδια χρονική περίοδο, οδηγούν τους επενδυτές στο να αποκομίσουν σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις.

Η πρόσφατη βιβλιογραφία των χρηματιστηριακών αγορών έχει συγκεντρώσει την προσοχή της στις στρατηγικές **σχετικής ενδυνάμωσης (relative strength ή momentum strategies)**. Σύμφωνα με τη στρατηγική αυτή κάποιος αγοράζει παρελθόντες νικητές και πουλάει παρελθόντες ηττημένους. Στην εργασία αυτή θα ασχοληθούμε εκτενέστερα στο 6^ο κεφάλαιο με τις στρατηγικές σχετικής ενδυνάμωσης.

Παρακάτω αναλύονται τα κεφάλαια της εργασίας:

Στο **Κεφάλαιο 1** ορίζεται η έννοια του ορθολογικού επενδυτή και αναλύεται η συμπεριφορά του.

Στο **Κεφάλαιο 2** αναλύεται η Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς, οι μορφές στις οποίες διακρίνεται καθώς επίσης και οι ανωμαλίες που παρουσιάζει η αγορά αυτή.

Στο **Κεφάλαιο 3** ορίζεται η έννοια της κερδοσκοπίας και παρουσιάζονται ορισμένες περιπτώσεις κερδοσκοπίας στην παγκόσμια ιστορία των χρηματιστηρίων.

Στο **Κεφάλαιο 4** αναλύονται βασικές συμπεριφορές που περιλαμβάνονται στο Behavioral Finance όπως είναι το Noise Trading, Overconfidence, Loss Aversion, Mental Accounting, Regret Theory, Prospect Theory, Anchoring, Herding, Over/Under reaction.

Στο **Κεφάλαιο 5**, ένα ξεχωριστό κεφάλαιο, γίνεται λόγος για τη θεωρία του Χάους και την επίδρασή της στις κεφαλαιαγορές.

Στο **Κεφάλαιο 6**, που αποτελεί το πρακτικό κομμάτι αυτής της μελέτης, αναλύεται το Over/under reaction και οι στρατηγικές ενδυνάμωσης. Σκοπός της συγκεκριμένης εργασίας είναι, εκτός από το να προσφέρει μία γενική εικόνα της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, να εξετάσει την αποτελεσματικότητα της προαναφερθείσας στρατηγικής χρησιμοποιώντας χαρτοφυλάκια που κατασκευάστηκαν με μετοχικά A/K εσωτερικού καθώς και χαρτοφυλάκια που

κατασκευάστηκαν με μετοχές του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο : ΟΡΘΟΛΟΓΙΚΟΣ ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ

1.1 Ορισμός Ορθολογικού Επενδυτή

Οι ορθολογικοί επενδυτές βασίζονται στις επενδυτικές τους αποφάσεις μόνο στις πληροφορίες που είναι ήδη διαθέσιμες σε αυτούς (εκ των προτέρων διαθέσιμες πληροφορίες). Επομένως, το κατά πόσο ένας ορθολογικός επενδυτής ενδέχεται, στο πλαίσιο μιας επενδυτικής απόφασης, να λάβει υπόψη μια δεδομένη πληροφορία πρέπει να εκτιμηθεί με βάση τις εκ των προτέρων διαθέσιμες πληροφορίες. Σε μια τέτοια εκτίμηση πρέπει να συνυπολογισθεί ο αναμενόμενος αντίκτυπος που θα έχει η πληροφορία, λαμβάνοντας υπόψη τη συνολική δραστηριότητα του εκδότη στον τομέα αυτό, την αξιοπιστία της πηγής των πληροφοριών και οποιαδήποτε άλλη παράμετρο της αγοράς που ενδέχεται να επηρεάσει το σχετικό χρηματοπιστωτικό μέσο ή το συνδεδεμένο με αυτό παράγωγο μέσο στις συγκεκριμένες περιστάσεις.

Οι εκ των υστέρων διαθέσιμες πληροφορίες μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να ελεγχθεί η υπόθεση ότι οι εκ των προτέρων διαθέσιμες πληροφορίες επηρέασαν τις τιμές, αλλά δεν πρέπει να χρησιμοποιηθούν για τη λήψη μέτρων εναντίον επενδυτή ο οποίος εξήγαγε λογικά συμπεράσματα από τις εκ των προτέρων διαθέσιμες σε αυτόν πληροφορίες.

Πρέπει να ενισχυθεί η ασφάλεια δικαίου για τους συμμετέχοντες στην αγορά. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί εάν ορισθούν με ακριβέστερο τρόπο δύο από τα ουσιαστικά στοιχεία του ορισμού των εμπιστευτικών πληροφοριών, δηλαδή ο συγκεκριμένος χαρακτήρας αυτών των πληροφοριών και η σημασία του δυνητικού τους αντίκτυπου στις τιμές των σχετικών χρηματοπιστωτικών μέσων ή των συνδεδεμένων με αυτά παράγωγων μέσων.

Για την προστασία των επενδυτών δεν αρκεί μόνο ο εκδότης να δημοσιοποιεί έγκαιρα τις εμπιστευτικές πληροφορίες· πρέπει επίσης η

δημοσιοποίηση αυτή να είναι όσο το δυνατόν ταχύτερη και ταυτόχρονη μεταξύ όλων των κατηγοριών επενδυτών σε όλα τα κράτη μέλη στα οποία έχει ζητήσει ή λάβει έγκριση για διαπραγμάτευση των χρηματοπιστωτικών του μέσων σε οργανωμένη αγορά, προκειμένου να εξασφαλισθεί σε κοινοτικό επίπεδο η ισότιμη πρόσβαση των επενδυτών σε αυτές τις πληροφορίες και να εμποδίζονται οι πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές

πληροφορίες. Για το σκοπό αυτό τα κράτη μέλη δύνανται να ορίσουν επίσημα τους μηχανισμούς που πρέπει να χρησιμοποιούνται για τη δημοσιοποίηση αυτή.

Για να προστατευθούν τα έννομα συμφέροντα των εκδοτών, πρέπει να επιτρέπεται, σε αυστηρά καθορισμένες ειδικές συνθήκες, η αναβολή της δημοσιοποίησης των εμπιστευτικών πληροφοριών. Πάντως, στις περιπτώσεις αυτές, για να εξασφαλισθεί η προστασία των επενδυτών οι εν λόγω πληροφορίες πρέπει να παραμείνουν εμπιστευτικές προκειμένου να αποφευχθεί η καταχρηστική εκμετάλλευσή τους.

Στις αρμόδιες αρχές και στους συμμετέχοντες στην αγορά πρέπει να δοθούν σχετικές κατευθύνσεις για το σκοπό αυτό, πρέπει να λαμβάνονται υπόψη ορισμένες ενδείξεις βάσει των οποίων θα εξετάζονται οι συμπεριφορές που ενδέχεται να συνιστούν χειραγώγηση της αγοράς.

Ευρωπαϊκή Επιτροπή Κινητών Αξιών

Ορθολογικός είναι ο επενδυτής που δεν υπερτιμά τις ικανότητές του κατά την διαδικασία των επιλογών του. Οι επενδυτικοί του στόχοι είναι σαφείς, η στρατηγική του είναι σχεδιασμένη, δεν αγοράζει όταν η αγορά έχει ανοδική πορεία και δεν πουλά σε κατάσταση πανικού εάν πρώτα δεν έχει προγραμματίσει τις κινήσεις του. Σε αντίθεση με τους μη ορθολογικούς επενδυτές, οι οποίοι ενεργούν με βάση την ψυχολογική τους κατάσταση, οι ορθολογικοί επενδυτές έχουν ένα συγκριτικό πλεονέκτημα στις αποδόσεις που πετυχαίνουν. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι αναλύουν πληροφορίες που έχουν στη διάθεσή τους (ισολογισμοί εταιριών, πορεία των

χρηματαγορών, συν/κες ισοτιμίες κ.α.) και δεν βασίζουν τις αποφάσεις τους σε ψυχολογικούς παράγοντες.

Οι **Tversky και Kahneman (1979)** στο κείμενό τους **“Prospect Theory: Decision Making Under Risk”** αναφέρουν ότι οι επενδυτές δίνουν μεγάλη αξία στον κίνδυνο και σε περιπτώσεις απωλειών είναι περισσότερο απελπισμένοι από ότι είναι ικανοποιημένοι σε περιπτώσεις κερδών. Αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές αποστρέφονται τον κίνδυνο και δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα στο να μην πραγματοποιούν ζημιές από το να πραγματοποιούν κέρδη.

Κάθε επενδυτής και ενδιαφερόμενος αξιοποιεί τις πληροφορίες και τα δεδομένα με τον δικό του τρόπο και όπως αυτός θεωρεί καλύτερα. Ο καθένας ζυγίζει τις προοπτικές με βάση όλες τις εξελίξεις και τις άμεσες και έμμεσες επιπτώσεις κάθε νέας πληροφορίας και λαμβάνοντας όμως υπόψη το πώς εκτιμάει ότι θα αντιδράσουν και οι υπόλοιποι παράγοντες της αγοράς.

Κάθε επενδυτής έχει διαφορετική προδιάθεση για ρίσκο και για κάθε επενδυτή είναι «ορθολογικό» να αντιλαμβάνεται πως δεν αρκεί να κάνει ο ίδιος μια λογική ανάλυση του πλήθους των νέων δεδομένων. Οι εξελίξεις στην αγορά είναι αποτέλεσμα και του πώς αντιδρούν όλοι οι υπόλοιποι ενδιαφερόμενοι σε κάθε νέο δεδομένο και σε κάθε νέα εξέλιξη. Πρέπει δηλαδή και ο κάθε επενδυτής να εκτιμήσει και το πώς θα αντιδράσουν οι υπόλοιποι παράγοντες της αγοράς στα ίδια δεδομένα.

Για παράδειγμα, δεν αρκεί να αγοράσει ένας επενδυτής μια καλή μετοχή για να κερδίσει. Πρέπει και άλλοι επενδυτές να αγοράσουν την ίδια μετοχή για να σημειώσει άνοδο η τιμή της. Αυτή όμως η προσπάθεια του καθενός να ζυγίσει και τις αντιδράσεις και την ψυχολογία όλων των υπολοίπων που συμμετέχουν στις αγορές προκαλεί αστάθεια, ρευστότητα και αβεβαιότητα.

Οι επενδυτές δεν διαφέρουν μόνον ως προς την άποψη που έχουν για τις εξελίξεις. Διαφέρουν και κατά τον βαθμό της πεποίθησης και αυτοπεποίθησης (fuzziness), του πείσματος, της τόλμης να πάρουν θέση στην αγορά ανάλογα με αυτά που προβλέπουν και κατά την ταχύτητα με την οποία αλλάζουν άποψη.

Ο **Delong** στο άρθρο του **«Noise Trader Risk In Financial Markets», (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 A. & Vishny R.** στο άρθρο τους **The Limits Of Arbitrage (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 δεν μπορεί να επιτύχει τον αρχικό του σκοπό (εξισορρόπηση των πραγματικών και θεμελιωδών αξιών των μετοχών). Οι **Shleifer A. & Vishny R.** παρατήρησαν ότι οι ορθολογικοί επενδυτές δεν αναμειγνύονται σε εξαιρετικά ευμετάβλητες θέσεις arbitrage. Η ρευστότητα που χαρακτηρίζει τέτοιες τοποθετήσεις αυξάνει την πιθανότητα για μεγάλες ζημιές και συνεπώς την ανάγκη για ρευστοποιήσεις χαρτοφυλακίων κάτω από την πίεση των καφαιλιούχων. Η αποφυγή ρευστών τοποθετήσεων από τους arbitragers αποτελεί και πιθανή αιτία για την επίτευξη υπερκερδών μερικών μετοχών για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Σύμφωνα με το άρθρο των **Νικόλας Μπαρμπέρις και Ρίτσαρντ Θάλερ του πανεπιστημίου του Σικάγο με τίτλο «A Survey of Behavioral Finance» (Σεπτέμβριος 2002)**, οι επενδυτές τρέφουν υπερβολική εμπιστοσύνη στις ικανότητές τους και αναζητούν εξωτερικές διαβεβαιώσεις των ιδεών τους για τους αριθμούς.

Λαμβανομένων υπ' όψιν αυτών των ανθρώπινων αδυναμιών, εξηγούνται πολλά από τα «ανεξήγητα» χαρακτηριστικά της συμπεριφοράς της αγοράς. Ωστόσο, η θεωρία αυτή θα μπορούσε να αμφισβητηθεί και να θεωρηθεί ότι τίποτα δεν προσφέρεται δωρεάν. Αν οι μετοχές διετίθεντο διαρκώς σε λάθος τιμή έναντι της πραγματικής τους αξίας, οι ορθολογικοί επενδυτές θα μπορούσαν να εκμεταλλευθούν τα λάθη, κερδίζοντας εύκολο χρήμα. Το λάθος θα διορθωνόταν. Στην πράξη, δεν υπάρχει εύκολος τρόπος να «νικήσεις» την αγορά, συνεπώς οι τιμές πρέπει να είναι πάντα σωστές, με την έννοια ότι αντικατοπτρίζουν πλήρως όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες.

Οι **Μπαρμπέρις και Θάλερ**, ωστόσο, πιστεύουν ότι το επιχείρημα είναι ατελές. Σαφώς, υποστηρίζουν, αν οι τιμές είναι σωστές τίποτα δεν προσφέρεται δωρεάν. Όμως, το ότι τίποτα δεν προσφέρεται δωρεάν δεν σημαίνει πως οι τιμές είναι απαραίτητως σωστές. Αν οι ορθολογικοί επενδυτές είναι ανίκανοι να διαπραγματευθούν βάσει της ανώτερης γνώσης τους για να κερδίσουν χρήματα, το λάθος θα συνεχισθεί. Η

πρόβλεψη των κινήσεων των τιμών είναι εν γένει δύσκολη. Συνεπώς, ακόμα κι αν οι ορθολογικοί επενδυτές πιστεύουν ότι μια μετοχή έχει λάθος τιμή σε σχέση με την αξία της, μπορεί και πάλι να μην μπορούν να κερδίσουν χρήματα, ιδιαίτερα αν λειτουργούν σε σύντομο χρονικό ορίζοντα.

1.2 Οι αισιόδοξοι και οι απαισιόδοξοι επενδυτές

Σε κάθε χρονική περίοδο, η επενδυτική κοινότητα αποτελείται από δύο ομάδες επενδυτών: το αισιόδοξο πλήθος και το απαισιόδοξο πλήθος. Το πρώτο πλήθος προσδοκά άνοδο των τιμών των μετοχών, ενώ το δεύτερο προσδοκά πτώση. Τα πλήθη της χρηματιστηριακής αγοράς- τα οποία συνιστούν την ευρύτερη επενδυτική κοινότητα -δεν είναι απαραίτητα φυσικές συναθροίσεις καθώς δεν απαντώνται σε ένα συγκεκριμένο χώρο, αλλά αποτελούν κυρίως ψυχολογικά φαινόμενα με αβέβαιες αντιδράσεις και απρόσμενα “αντανακλαστικά”. Τα μέλη ενός τέτοιου πλήθους έχουν όλα συγκεκριμένη πεποίθηση για τη μελλοντική πορεία των τιμών των μετοχών. Επιπλέον, τα μέλη αυτά συνδέονται μεταξύ τους με το εκάστοτε δίκτυο επικοινωνίας και πληροφόρησης, το οποίο αρχίζει από τις καθαρά τηλεπικοινωνιακές δομές (όπως την τηλεφωνική σύνδεση, την ηλεκτρονική αλληλογραφία, τον κυβερνοχώρο και τα άλλου είδους πληροφοριακά συστήματα) και επεκτείνεται έως τα μέσα μαζικής ενημέρωσης (τηλεόραση, ραδιόφωνο και τύπος). Αυτό το δίκτυο επικοινωνίας και πληροφόρησης διασφαλίζει την ταχεία διάχυση και αφομοίωση των πληροφοριών που αφορούν στις τιμές των μετοχών, αλλά και των ειδήσεων γύρω από τις εισηγμένες εταιρίες ή τους ποικίλους άλλους παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν τις αποτιμήσεις στο Χρηματιστήριο.

1.3 Ο μηχανισμός αυξομείωσης των τιμών

Η παρουσία δύο ομάδων επενδυτών στη χρηματιστηριακή αγορά με διαμετρικά αντίθετες απόψεις, διασφαλίζει την απαραίτητη κατάσταση συγκρούσεως μέσα στο πλαίσιο του επενδυτικού παιχνιδιού. Χωρίς την ύπαρξη διαφορετικών απόψεων δεν δύναται να επιτευχθεί το λεγόμενο “πάντρεμα” της προσφοράς και της ζήτησης των διαπραγματευόμενων μετοχών. Επίσης πολλά επενδυτικά προϊόντα τα οποία διαπραγματεύονται στα διεθνή χρηματιστήρια (όπως για παράδειγμα, τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα - αποκαλούνται για ευνόητους λόγους ως “zero sum game”) βασίζονται ακριβώς τη λειτουργία τους σε αυτήν την προϋπόθεση των αντίθετων προσδοκιών, καθώς σε ένα προθεσμιακό συμβόλαιο οπωσδήποτε η μία πλευρά χάνει

και η άλλη πλευρά κερδίζει. Τα συναισθήματα του άγχους, της αγωνίας, του ενθουσιασμού ή της απογοήτευσης είναι οι κύριοι καταλύτες για τη διαμόρφωση της ψυχολογίας του πλήθους και της προβλέψιμης ή απρόβλεπτης συμπεριφοράς του, ενώ οι ανανεούμενες συνθήκες συγκρούσεως διασφαλίζουν με σταθερό τρόπο την ύπαρξη της αμφιβολίας και της εύθραυστης (ευκολόπιστης) στάσης απέναντι στις εξελίξεις.

Είναι φανερό ότι εάν όλοι οι συμμετέχοντες σε μία χρηματιστηριακή αγορά είχαν πάντα και ταυτόχρονα τις ίδιες προσδοκίες, τότε δεν θα υπήρχε “αγορά” με την έννοια της συναλλακτικής δραστηριότητας και των διακυμάνσεων των τιμών των μετοχών. Οι τιμές δεν θα μεταβάλλονταν και καθώς όλοι είτε θα αγόραζαν είτε θα πουλούσαν, δεν θα υπήρχε αντισυμβαλλόμενος προκειμένου να ολοκληρωθεί η οποιαδήποτε πράξη. Αντίθετα, η επίδραση των διαφορετικών απόψεων στη μελλοντική πορεία των τιμών και το γεγονός ότι η σύγκρουση ανατιμητών - υποτιμητών χρειάζεται χρόνο για να “λυθεί” ως προς την τελική τάση που θα επικρατήσει, διασφαλίζει τη διαχρονική άνοδο και κάθοδο των τιμών μέσω συγκεκριμένων χρονικών κύκλων.

1.4 Η επίδραση των συναισθημάτων

Η αγορά ή η πώληση μετοχών αποτελεί μία συναισθηματική “δέσμευση” για τον επενδυτή. Η απόφαση να κάνει μία χρηματιστηριακή πράξη μπορεί να προϋπάρχει στο μυαλό του, αλλά η πράξη της δοσοληψίας δημιουργεί την ανάγκη να ενεργήσει ορθά και αποτελεσματικά. Καθώς η τιμή κινείται ευνοϊκά, δημιουργείται στον επενδυτή ένα συναίσθημα ευχαρίστησης (με τη μορφή ικανοποίησης, αγαλλίασης ή ενθουσιασμού), ενώ εάν η τιμή κινείται αντίθετα, καλλιεργείται ένα συναίσθημα δυσαρέσκειας (με τη μορφή συντριβής, θυμού, μελαγχολίας ή φόβου). Παράλληλα, αυτά τα συναισθήματα ευχαρίστησης ή απογοήτευσης τείνουν να συνοδεύονται με ορισμένες αλλαγές στις βιολογικές ισορροπίες του ανθρώπου – επενδυτή.

1.5 Η ψυχολογία των επενδυτών

Η ψυχολογία του επενδυτή είναι ένα βασικό στοιχείο που επηρεάζει την πορεία του χρηματιστηριακού δείκτη, κάποτε ανοδικά και κάποτε καθοδικά. Πολλοί ερευνητές πιστεύουν ότι η μελέτη, από πλευράς ψυχολογίας και άλλων κοινωνικών επιστημών, μπορεί να ρίξει αρκετό φως στην αποτελεσματικότητα των χρηματιστηρίων καθώς και να εξηγήσει πολλές ανωμαλίες στη λειτουργία τους, τις λεγόμενες «φούσκες» του χρηματιστηρίου αλλά και τις καταρρεύσεις.

Ένα μεγάλο μέρος των οικονομικών θεωριών βασίζεται στην πεποίθηση ότι τα μεμονωμένα άτομα δρουν κατά τρόπο λογικό και λαμβάνουν υπόψη τους όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες στη διαδικασία λήψης των αποφάσεων. Αυτό αναμένεται από όλους τους «καλούς» επενδυτές, δηλαδή να είναι ενημερωμένοι για τις χρηματοοικονομικές εξελίξεις, να ξέρουν ότι κάθε επένδυση συνδέεται με ένα ορισμένο βαθμό κινδύνου, να ζητούν συμβουλές από εγκεκριμένους επαγγελματίες όπως ΕΠΕΥ (Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών) και χρηματοοικονομικούς συμβούλους και να γνωρίζουν τα βασικά δικαιώματα και υποχρεώσεις τους. Δυστυχώς όμως τα πράγματα δεν είναι έτσι. Πάρα πολλές ακαδημαϊκές μελέτες καταγράφουν παραδείγματα παράλογης συμπεριφοράς και επαναλαμβανόμενων σφαλμάτων στην κρίση. **Ο Peter L. Bernstein στο βιβλίο του «Against The Gods: The Remarkable Story of Risk»** δηλώνει ότι οι αποδείξεις «αποκαλύπτουν επαναλαμβανόμενα μοτίβα παραλογισμού, ασυνέπειας και ανικανότητας στους τρόπους με τους οποίους οι άνθρωποι φτάνουν σε αποφάσεις και επιλογές, όταν αντιμετωπίζουν το άγνωστο».

Ο Isaac Newton είπε πριν πολλά χρόνια ότι «Μπορώ να υπολογίσω τις κινήσεις των ουράνιων σωμάτων... Όχι όμως την τρέλα των ανθρώπων!»

1.6 Σαθρές Υποθέσεις

Σύμφωνα με τους **Benoit Mandelbrot & Richard Hudson** στο βιβλίο τους «**Ο πίνακας του Χάους, Γιατί καταρρέουν οι Αγορές**», 2006 ο οικονομικός κόσμος βασίζεται σε υποθέσεις σχετικά με το πώς λειτουργούν οι αγορές και οι επιχειρήσεις και πώς λαμβάνονται οι οικονομικές αποφάσεις. Αυτές οι υποθέσεις αν εξεταστούν μεμονωμένα είναι παράλογες.

Υπόθεση 1: Οι άνθρωποι είναι ορθολογικά όντα και αποσκοπούν αποκλειστικά στην απόκτηση πλούτου

Θεωρία: Όταν παρουσιάζονται στους επενδυτές όλες οι πληροφορίες σχετικά με μια μετοχή μπορούν να κάνουν την προφανή ορθολογική επιλογή που οδηγεί στο μέγιστο δυνατό κέρδος. Δε θα αγνοήσουν σημαντικές πληροφορίες και δε θα αγοράσουν

ακριβά μια μετοχή που περιμένουν να πέσει. Αντίθετα θα συμπεριφερθούν ως ορθολογικά, καθαρά σκεπτόμενα, ιδιοτελή άτομα. Θα κάνουν την αγορά να λειτουργήσει αποδοτικά, οδηγώντας γρήγορα τις τιμές με την ορθολογική τους δράση στα σωστά επίπεδα. Οι προτιμήσεις τους εκφράζονται με απλούς μαθηματικούς τύπους, τις οικονομικές συναρτήσεις χρησιμότητας που για δεδομένες τιμές, δίνουν πάντα τα ίδια αποτελέσματα. Στη γλώσσα της οικονομίας θα λέγαμε ότι ο μέγιστος πλούτος μεγιστοποιεί τη χρησιμότητα. Με λίγα λόγια, οι ορθολογικοί επενδυτές φτιάχνουν ένα ορθολογικό μοντέλο της αγοράς.

Πραγματικότητα: Οι άνθρωποι δεν σκέφτονται βάσει κάποιας θεωρητικής χρησιμότητας, ούτε ενεργούν πάντοτε με ορθολογιστικά και ιδιοτελή κριτήρια.

Υπόθεση 2: Όλοι οι επενδυτές είναι ίδιοι

Θεωρία: Όλοι οι άνθρωποι έχουν ίδιους επενδυτικούς στόχους και θέτουν ίδιους χρονικούς ορίζοντες στις συναλλαγές τους. Όλοι μετρούν τις αποδόσεις τους και κλείνουν τα χαρτιά τους μετά από την ίδια περίοδο κατοχής, είτε πρόκειται για μέρες είτε για χρόνια. Αν τους δίνουμε τις ίδιες πληροφορίες, θα έπαιρναν τις ίδιες αποφάσεις. Όλοι οι επενδυτές έχουν ομοιογενείς προσδοκίες. Όλοι τους είναι λήπτες τιμών και όχι δημιουργοί τιμών. Ο καθένας μεμονωμένα είναι ίδιος με όλους τους άλλους και εξίσου αμελητέος. Μια εξίσωση ικανή να περιγράψει έναν τέτοιο επενδυτή, θα τους περιέγραφε όλους.

Πραγματικότητα: Είναι φανερό ότι οι άνθρωποι δεν είναι όλοι ίδιοι – ακόμη κι αν δεν λάβουμε υπόψιν μας τις διαφορές πλούτου. Κάποιοι αγοράζουν και κρατούν μετοχές για είκοσι χρόνια, άλλοι αλλάζουν μετοχές καθημερινά κερδοσκοπώντας στο Διαδίκτυο. Κάποιοι είναι επενδυτές «αξιών» και αναζητούν μετοχές καλών εταιριών που βρίσκονται προσωρινά εκτός μόδας. Άλλοι είναι επενδυτές «ανάπτυξης» και προσπαθούν να μπουν σε μετοχές «πυραύλους». Αν εγκαταλείψουμε την παραδοχή της ομοιογένειας, θα δούμε ότι στα μαθηματικά μοντέλα της αγοράς συμβαίνουν καινούρια και πολύπολλα πράγματα. Για παράδειγμα, υποθέστε ότι υπάρχουν δύο τύποι επενδυτών και όχι ένας: από τη μία είναι οι φονταμεταλιστές, που πιστεύουν ότι κάθε μετοχή και κάθε νόμισμα έχει τη δική του, εσωτερική αξία και από την άλλη οι αναλυτές δεικτών, που αγνοούν τα θεμελιώδη και απλώς παρακολουθούν τις τάσεις

των τιμών. Στις προσομοιώσεις με υπολογιστή που έκαναν οι οικονομολόγοι Πολ ντε Γκράουφε και Μαριάννα Γκριμάλντι του Καθολικού Πανεπιστημίου του Βελγίου, οι δύο αυτές ομάδες άρχισαν να αλληλεπιδρούν με απροσδόκητους τρόπους και, αυθόρμητα, εμφανίστηκαν φούσκες και πτώσεις των τιμών, η αγορά σε ένα τέτοιο μοντέλο μεταμορφώνεται και από καλά συμπεριφερόμενο γραμμικό σύστημα όπου κάθε παράγοντας καθιστά τον επόμενο πιο προβλέψιμο, μετατρέπεται σε ένα χαοτικό, μη-γραμμικό σύστημα όπου οι διάφοροι παράγοντες αλληλεπιδρούν μεταξύ τους με αναπάντεχα αποτελέσματα. Και αυτό με την υπόθεση ότι υπάρχουν μόνο δύο κατηγορίες επενδυτών. Στην πραγματική όμως αγορά τα πράγματα είναι πιο περίπλοκα, διότι υπάρχουν σχεδόν τόσες κατηγορίες επενδυτών όσα και τα άτομα που συμμετέχουν σε αυτήν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο : ΘΕΩΡΙΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

2.1 Γενικά

Μία αγορά χαρακτηρίζεται ως αποτελεσματική, όταν οι παρούσες τιμές των αξιογράφων αντικατοπτρίζουν πλήρως κάθε σχετική και διαθέσιμη πληροφορία που σχετίζεται με τα μελλοντικά κέρδη, τα μερίσματα, τον προσδοκώμενο ρυθμό ανάπτυξης των μερισμάτων, τον κίνδυνο του αξιογράφου, την αναμενόμενη απόδοση και γενικά ότι σχετική πληροφορία μπορεί να επηρεάσει την τιμή, κατά τρόπο γρήγορο και ακριβή (Fama,1970).

Ο Shleifer Andrei στο κείμενό του “**Inefficient Markets: An Introduction To Behavioral Finance**”,(2000) αναφέρει ότι 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 εξαλείφει τις ανισορροπίες στις αγοραίες τιμές.

Εφόσον, κάθε σχετική πληροφορία αποτυπώνεται στις τιμές, οι αγοραίες τιμές των αξιογράφων αντικατοπτρίζουν την πραγματική αξία του. Επομένως εάν η αγορά μιας μετοχής είναι αποτελεσματική σε σχέση με τις διαθέσιμες πληροφορίες, κανένας επενδυτής δεν μπορεί να χρησιμοποιήσει δημοσιευμένες ή ιστορικές πληροφορίες σχετικά με την μετοχή και να επιτύχει υπερβολικές αποδόσεις. Αυτό συμβαίνει διότι οι πληροφορίες έχουν ήδη προεξοφληθεί και είναι εσωσωνατωμένες στην τιμή του αξιογράφου. Οι επενδυτές θα επιτύχουν μόνο κανονικές αποδόσεις, ανάλογες του επενδυτικού κινδύνου που αναλαμβάνουν.

Η πιο βασική υπόθεση της θεωρίας αποτελεσματικής αγοράς είναι ότι **οι επενδυτές είναι ορθολογικοί**. Επίσης, πρέπει:

να υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός ορθολογικά σκεπτόμενων επενδυτών, οι οποίοι συμμετέχουν ενεργά στην αγορά και συνεχώς αναλύουν και αξιολογούν κάθε διαθέσιμη πληροφορία.

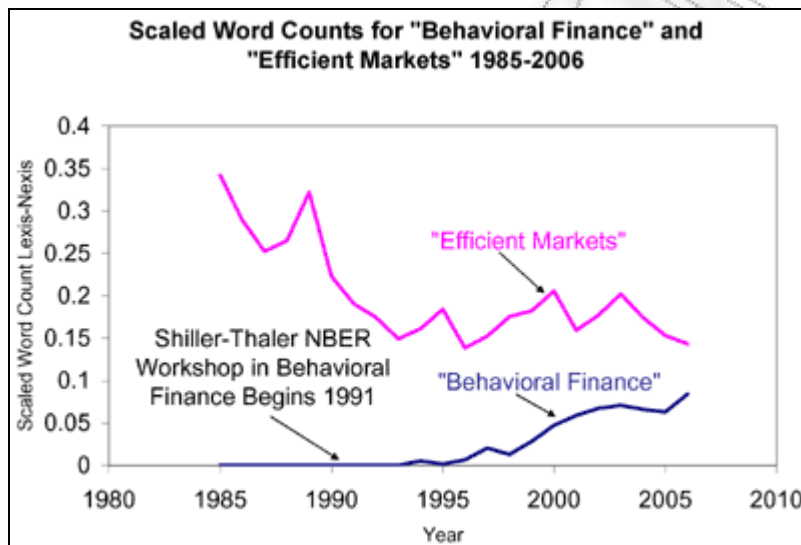
Ένας επενδυτής να μην μπορεί να επηρεάζει την τιμή της μετοχής

Η πληροφορία πρέπει να είναι διαθέσιμη σε όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά ταυτόχρονα και χωρίς κόστος.

Η πληροφορία πρέπει να φτάνει στην αγορά με τυχαίο τρόπο(δηλαδή να μην μπορεί κάποιος να την κατευθύνει).

Οι επενδυτές θα πρέπει να αντιδρούν γρήγορα και με ακρίβεια σε κάθε νέα πληροφορία.

Το παρακάτω διάγραμμα δείχνει ότι το Behavioral Finance έχει κερδίσει την αγορά για τις ιδέες του, έναντι της Θεωρίας των Αποτελεσματικών Αγορών.



Σύμφωνα, με το άρθρο του Van der Sar Nico το 2004 “Behavioral Finance, how matters stand” οι προϋποθέσεις που αναφέρθηκαν παραπάνω 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.

Την έννοια της αποτελεσματικότητας των αγορών εισήγαγε ο E. Fama το 1970 στο άρθρο του «Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work», Journal of Finance, 1970. Ο Fama υπαινίσσεται ότι η υπόθεση της αποτελεσματικότητας μπορεί να οριστεί και να ελεγχεί σε τρεις μορφές:

- στη μορφή της ασθενούς αποτελεσματικότητας
- στη μορφή της ημι-ισχυρής αποτελεσματικότητας
- στη μορφή της ισχυρής αποτελεσματικότητας

Η βασική διαφορά μεταξύ των τριών μορφών αγοράς, έγκειται στο επίπεδο πληροφόρησης που ενσωματώνουν.

Η μορφή της **ασθενούς αποτελεσματικότητας** υιοθετεί την υπόθεση ότι οι τρέχουσες τιμές των μετοχών αντανακλούν πλήρως όλες τις πληροφορίες της χρηματιστηριακής αγοράς, συμπεριλαμβάνοντας την ιστορική σειρά των τιμών, τις μεταβολές των τιμών, τον όγκο των συναλλαγών κ.λ.π. Η υπόθεση αυτή συνεπάγεται ότι δεν υπάρχει καμία σχέση μεταξύ παρελθουσών και μελλοντικών μεταβολών των τιμών, δηλαδή, οι διαχρονικές μεταβολές των τιμών των μετοχών είναι ανεξάρτητες. Ως εκ τούτου, οποιοσδήποτε στρατηγικές αγοραπωλησίας μετοχών οι οποίες εξαρτώνται από τις παρελθούσες μεταβολές των τιμών ή η χρησιμοποίηση δεδομένων του παρελθόντος για να προβλεφθούν οι μελλοντικές μεταβολές των τιμών, δεν έχουν καμία αξία.

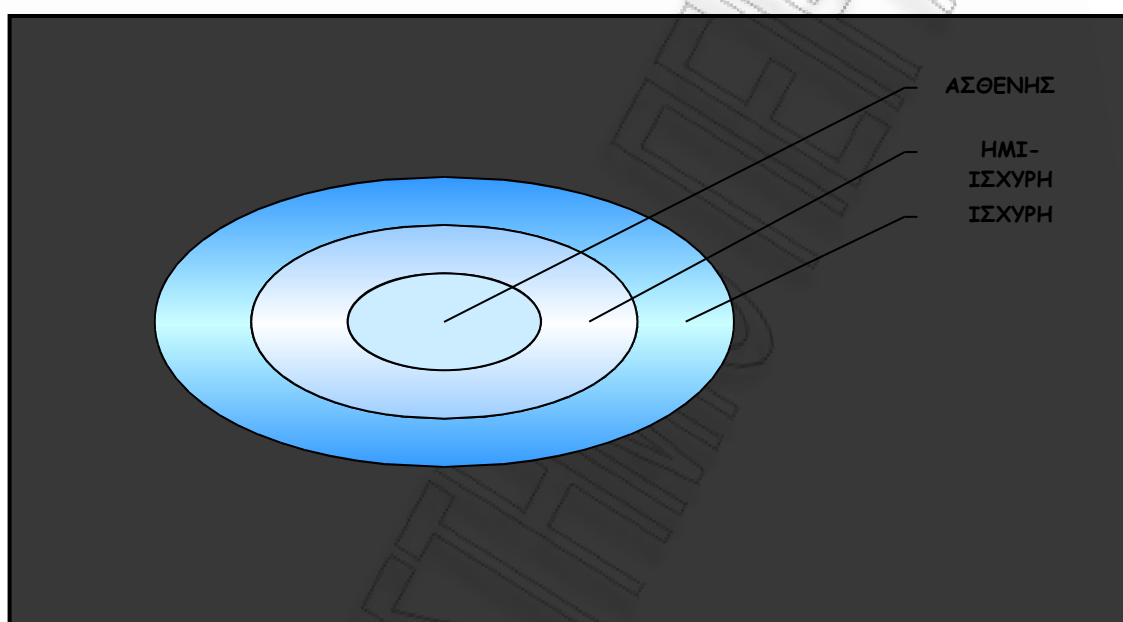
Η μορφή της **ημισχυρής αποτελεσματικότητας** ισχυρίζεται ότι, οι τιμές των αξιογράφων προσαρμόζονται με ταχύτητα στην ανακοίνωση όλων των νέων δημόσιων πληροφοριών. Κατά συνέπεια, οι τιμές των μετοχών αντανακλούν πλήρως όλες τις δημόσιες πληροφορίες. Η μορφή της ημισχυρής αποτελεσματικότητας εμπερικλείει την υπόθεση της ασθενούς αποτελεσματικότητας, διότι όλες οι πληροφορίες της αγοράς είναι δημόσιες. Οι δημόσιες πληροφορίες περιλαμβάνουν επιπρόσθετες πληροφορίες, όπως τα κέρδη των εταιριών, τις διασπάσεις των μετοχών, τα οικονομικά και πολιτικά νέα. Ως εκ τούτου, οι επενδυτές οι οποίοι αντιδρούν σε κάποια νέα σημαντική πληροφορία μετά τη δημοσιοποίησή της, δε θα μπορούν να επιτύχουν υπερκανονικά κέρδη, επειδή η επίδραση των νέων πληροφοριών (υπολογίζοντας και το κόστος συναλλαγής) έχει ήδη ενσωματωθεί στην τιμή του αξιογράφου.

Η υπόθεση της **ισχυρής αποτελεσματικότητας** υποστηρίζει ότι οι τιμές των μετοχών αντανακλούν πλήρως όλες τις πληροφορίες, είτε είναι δημόσιες είτε άλλου τύπου. Επομένως, καμία ομάδα επενδυτών δεν έχει μονοπωλιακή πρόσβαση σε πληροφορίες που αφορούν το σχηματισμό των τιμών.

Η πρακτική σημασία των παραπάνω είναι ότι, καμία ομάδα επενδυτών δεν θα μπορέσει να επιτύχει κατά μέσον όρο και για μεγάλη χρονική περίοδο υπερκανονικά κέρδη. Η υπόθεση της ισχυρής αποτελεσματικότητας εμπερικλείει και τις δύο προαναφερθείσες μορφές αποτελεσματικότητας, την ασθενή και την ημι-ισχυρή. Επιπλέον απαιτεί, εκτός από την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών όπου οι τιμές αντιδρούν και προσαρμόζονται άμεσα στην ανακοίνωση των νέων δημοσίων πληροφοριών και την υπόθεση των τέλειων αγορών, σύμφωνα με την οποία όλες οι

πληροφορίες είναι διαθέσιμες, την ίδια χρονική στιγμή, για οποιονδήποτε συμμετέχει σε αυτήν.

ΜΟΡΦΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΑΓΟΡΑΣ



Οι εμπειρικές μελέτες αναφορικά με τον έλεγχο της υπόθεσης της ημι-ισχυρής και της ισχυρής αποτελεσματικότητας χρησιμοποιώντας τα συνήθη κριτήρια, είναι αντιφατικές.

Οι υποστηρικτές των αποτελεσματικών αγορών θεωρούν ότι οι αγορές των αξιογράφων είναι τέλειες ή τουλάχιστον πολύ ατελείς. Σε μια τέτοια αγορά, οι τιμές των μετοχών, θα αντανακλούν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες από τους συμμετέχοντες στην αγορά και όλες οι μεταβολές των τιμών θα είναι ανεξάρτητες από οποιεσδήποτε παρελθούσες συμπεριφορές.

2.2 Συνέπειες της Αποτελεσματικότητας της Αγοράς για τους επενδυτές και την εταιρία

Συνέπειες για τους επενδυτές:

- i. Η μελέτη των ιστορικών τιμών δεν αποδίδει υπερκέρδη
- ii. Η απόδοση από τις μετοχές είναι συνάρτηση του κινδύνου τους.
- iii. Οι επενδυτές πρέπει να προσδιορίζουν τον κίνδυνο που επιθυμούν να αναλάβουν και να επιλέγουν τις μετοχές τους, ή ακόμα καλύτερα, τα χαρτοφυλάκιά τους ανάλογα με τον κίνδυνό τους.
- iv. Δεν είναι απαραίτητο να πληρώνουν για επενδυτικές συμβουλές επειδή δεν πρόκειται να ωφεληθούν από αυτές
- v. Ο ρόλος των ειδικών δεν πρέπει να υποτιμάται. Αντίθετα, η ύπαρξή τους και οι αναλύσεις τους συμβάλλουν στην αποτελεσματικότητα της αγοράς.

Συνέπειες για την εταιρία:

- i. Οι υπεύθυνοι της εταιρίας πρέπει να έχουν εμπιστοσύνη στις τιμές της αγοράς
- ii. Οι τιμές της αγοράς αντιπροσωπεύουν την καλύτερη δυνατή εκτίμηση της αξίας της μετοχής
- iii. Οι τιμές μπορούν να χρησιμοποιηθούν: **α)** για την αποτίμηση της συνολικής αξίας της εταιρίας, **β)** για τον προσδιορισμό του κόστους κεφαλαίου για την αξιολόγηση των επενδυτικών έργων της εταιρίας και **γ)** για την αξιολόγηση των επιδόσεων της διοίκησης της εταιρίας.

2.3 Ανωμαλίες των αποτελεσματικών αγορών

Όπως αναφέραμε ανωτέρω, σε μια αποτελεσματική αγορά οι παρούσες τιμές των περιουσιακών στοιχείων αντικατοπτρίζουν πλήρως κάθε σχετική και διαθέσιμη πληροφορία με τρόπο γρήγορο και ακριβή. Έτσι δεν θα έπρεπε να υπάρχουν διάφορα ημερολογιακά φαινόμενα ή ανωμαλίες όπως λέγονται (calendar effects or market anomalies) στις αποδόσεις των μετοχών των εισηγμένων εταιριών. Η ύπαρξη τέτοιων φαινομένων δηλώνει την δυνατότητα να αποκτά κάποιος επενδυτής υπεραποδόσεις με την ανάλογη στρατηγική του συγχρονισμού της αγοράς (market timing), γεγονός όμως που ανατρέπει τη θεωρία της αποτελεσματικότητας των αγορών. Καθώς οι ερευνητές έχουν εντοπίσει αυτά τα φαινόμενα και τα έχουν γνωστοποιήσει, οι επενδυτές τα γνωρίζουν, κι έτσι κάθε εκδήλωση τέτοιων φαινομένων θα έπρεπε να εξουδετερώνεται από τον μηχανισμό της αγοράς. Παρόλα αυτά, τα τελευταία 50 χρόνια

συνεχίζουν να εμφανίζονται κατ' επανάληψη. Για το λόγο αυτό έχουν ονομαστεί ανωμαλίες της κεφαλαιαγοράς, και διακρίνονται κυρίως στα εξής φαινόμενα:

Το μέγεθος της εταιρίας.

Το φαινόμενο του μεγέθους των εταιριών (size effect) παρατηρήθηκε αρχικά στις κεφαλαιαγορές των Η.Π.Α. στις αρχές της δεκαετίας του '80 και είναι γνωστό στην διεθνή βιβλιογραφία επίσης και με το όνομα φαινόμενο των μικρών εταιριών (small firm effect). Σύμφωνα με το φαινόμενο αυτό, οι μετοχές των εταιριών μικρής κεφαλαιοποίησης παρουσιάζουν συστηματικά μεγαλύτερες αποδόσεις από τις μετοχές εταιριών μεγάλης κεφαλαιοποίησης.

Η επίδραση του μεγέθους μιας εταιρείας (όπως μετράται με την κεφαλαιοποίησή της στο χρηματιστήριο) στις αποδόσεις των μετοχών της έχει τεκμηριωθεί διεθνώς από ένα μεγάλο αριθμό εμπειρικών μελετών. Οι μελέτες αυτές υποστηρίζουν ότι μακροχρόνια οι αποδόσεις μετοχών μικρής κεφαλαιοποίησης είναι κατά μέσο όρο μεγαλύτερες από τις αποδόσεις των μετοχών μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Οι υπεραποδόσεις των μετοχών μικρής κεφαλαιοποίησης οφείλονται στο γεγονός ότι οι επενδυτές τις θεωρούν περισσότερο επικίνδυνες και απαιτούν από αυτές μεγαλύτερο ασφάλιστρο κινδύνου. Από την άλλη πλευρά, θα πρέπει να σημειωθεί ότι για την ελληνική κεφαλαιαγορά δεν υπάρχει μια σαφή καταγεγραμμένη τάση υπέρ των μεγάλων ή των μικρών εταιρειών.

Ο Fong στο **The Size Effect: a Multiperiod Analysis** (1992), μελέτησε το «size effect» στο χρηματιστήριο του Λονδίνου για την περίοδο 1979-1988, χρησιμοποιώντας την μεθοδολογία του Roll (1983) και των Blume και Stambaugh (1983). Τα αποτελέσματά του έδειξαν ότι ο υπολογισμός των μέσων αποδόσεων των χαρτοφυλακίων μικρών εταιριών είναι ευαίσθητος ως προς την εκάστοτε επενδυτική στρατηγική, δηλαδή της συνεχούς εξισορρόπησης (rebalanced), ή της αγοράς και διακράτησης (buy and hold), με τις αποδόσεις της πρώτης στρατηγικής να υπερέχουν.

Επίσης στη μελέτη τους **“Security Price Anomalies in the London International Stock Exchange: a 60 year Perspective”** οι **Arsad και Coutts (1997)**, ερευνώντας όλες τις ημερολογιακές ανωμαλίες της αγοράς, το φαινόμενο του Σαββατοκύριακου, του Ιανουαρίου και των αργιών (weekend, January, holiday effects) για την αγορά του Λονδίνου, χρησιμοποιώντας τον δείκτη FT 30 την περίοδο 1935 με 1994, παρατήρησαν ότι τα στοιχεία τους συνηγορούσαν στην ύπαρξή τους. Όμως ακόμη και αν αυτές οι ανωμαλίες επαναλαμβάνονται συστηματικά σε όλη την

60χρονη περίοδο, το κόστος εφαρμογής κάποιων κανόνων συναλλαγών μπορεί να είναι απαγορευτικό. Συμπέραναν ότι το ολοκληρωμένο (round trip) κόστος και η μικρή ρευστότητα καθιστούν κάθε επενδυτική στρατηγική ασύμφορη.

Οι **Wong και Lye** στο **“Market Values, Earnings’ Yields and Stock Returns (Evidence from Singapore)” (1990)**, ερεύνησαν τα φαινόμενα του μεγέθους και του λόγου E/P των εταιριών για το χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης (SES) κατά την περίοδο 1975-1985. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι οι μετοχές του SES σχετίζονται σημαντικά με το μέγεθος και το E/P. Πιο συγκεκριμένα, το φαινόμενο E/P είναι ισχυρότερο από το φαινόμενο μεγέθους αλλά σε καμία περίπτωση ανεξάρτητο αυτού.

Οι **Herrera και Lockwood (1994)** στο **“The Size Effect in the Mexican Stock Market”**, διαπίστωσαν την ύπαρξη του φαινομένου μεγέθους στο χρηματιστήριο του Μεξικού για την περίοδο 1987-1992. Βρήκαν επίσης ότι υπάρχει και το φαινόμενο βήτα (beta effect), σε αντίθεση από τα αποτελέσματα αντίστοιχων μελετών για το NYSE και το AMEX, όπου εντοπίζεται το φαινόμενο μεγέθους αλλά όχι και το φαινόμενο βήτα.

Οι **Cheung, Leung και Wong (1994)** στο **“Small Firm Effect: Evidence from Korean Stock Exchange”** εξέτασαν τα φαινόμενα των μικρών εταιριών και του λόγου E/P στο χρηματιστήριο της Κορέας (KSE) για την περίοδο 1982-1988. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι οι αποδόσεις των μετοχών των μικρών εταιριών (ή με μεγάλο E/P) είναι μεγαλύτερες από αυτές των μεγάλων εταιριών (ή με μικρό E/P).

Ο **Σπύρου Σ. Ι.** στο **“Το φαινόμενο των μετοχών μικρής κεφαλαιοποίησης και το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών” (1999)**, **Οικονομικά Χρονικά Μάιος-Δεκέμβριος '99** διερεύνησε εμπειρικά το φαινόμενο των μετοχών μικρής κεφαλαιοποίησης στο ΧΑΑ. Χρησιμοποίησε μηνιαίες τιμές για όλες τις μετοχές οι οποίες διαπραγματεύονταν συνεχώς κατά την περίοδο μεταξύ Δεκεμβρίου 1988 και Ιανουαρίου 1997. Ως χαρτοφυλάκιο αγοράς χρησιμοποίησε τον Γενικό Δείκτη Τιμών. Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν ότι οι μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης έχουν μεγαλύτερες αποδόσεις από τις μετοχές υψηλότερης κεφαλαιοποίησης, τουλάχιστον για την περίοδο 1992-1997. Αντίθετα, για ολόκληρη την περίοδο 1988-1997 οι μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης υπερισχύουν. Επίσης, ο Σπύρου εξέτασε την υπόθεση ότι οι μετοχές χαμηλής τιμής έχουν υψηλότερες αποδόσεις από τις μετοχές υψηλής τιμής αλλά τα αποτελέσματά του ήταν αρνητικά. Αυτό κατά τον Σπύρου, μπορεί να οφείλεται

στο ότι οι διαφορές στην τιμή μετοχών διαφορετικής κεφαλαιοποίησης, στην ελληνική αγορά, είναι πολύ μικρότερες από τις διαφορές που παρατηρούνται σε άλλες αγορές.

Το φαινόμενο του Ιανουαρίου.

Τον Ιανουάριο εμφανίζονται υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με τους άλλους μήνες. Το φαινόμενο αυτό εμφανίζεται εντονότερα στις εταιρείες μικρής χρηματιστηριακής αξίας (small-cap). Η εμφάνιση του φαινομένου συνδέεται κυρίως με ψυχολογικούς λόγους, λόγους αναδιάρθρωσης θεσμικών χαρτοφυλακίων κ.λπ. Εν τούτοις, η ύπαρξη του φαινομένου του Ιανουαρίου παραμένει ένα άλυτο παζλ για τους ερευνητές της χρηματοοικονομικής επιστήμης. Για να μπορέσει να απαντήσει αν υπάρχει εποχικότητα στο Χρηματιστήριο Αθηνών, χρησιμοποιήθηκαν μηνιαίες αποδόσεις, τόσο ονομαστικές όσο και πραγματικές, του Γενικού Δείκτη του Χ.Α. για την περίοδο 1981-2006. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν τα ευρήματα με τη χρήση πραγματικών αποδόσεων, καθώς απεικονίζουν τη μέση απόδοση των μηνών απαλλαγμένη από την επίδραση του πληθωρισμού. Το υπόδειγμα που χρησιμοποιήθηκε είναι η γνωστή διαδικασία της πολλαπλής παλινδρόμησης με ερμηνευτικές μεταβλητές 12 ψευδομεταβλητές, η κάθε μία εκ των οποίων αντιπροσωπεύει και ένα μήνα. Σύμφωνα με τα εμπειρικά αποτελέσματα ο Ιανουάριος και ο Φεβρουάριος μπορούν να θεωρηθούν ως μήνες ανόδου, όταν εξετάζονται οι ονομαστικές αποδόσεις. Εξετάζοντας τις πραγματικές αποδόσεις προστίθεται και ο Ιούλιος στους μήνες ανόδου, ενώ οι υπόλοιποι μήνες δεν παρουσιάζουν στατιστικά σημαντική επίδραση. Τα ευρήματα αυτά είναι ακόμα εντονότερα για την υποπερίοδο 1988-2006, όπου υπάρχουν και τα επίσημα στοιχεία από το Χ.Α.. Πράγματι, η μέση απόδοση του Ιανουαρίου είναι ιδιαίτερα υψηλή, τόσο σε ονομαστικές όσο και σε πραγματικές τιμές (4,06% και 3,81% αντίστοιχα) και υπερέχει των μέσων μηνιαίων αποδόσεων της εξεταζόμενης περιόδου (1,66% και 0,77% αντίστοιχα).

Οι πιθανοί λόγοι εμφάνισης του φαινομένου αυτού είναι οι εξής: **α) Tax Loss Selling Hypothesis.** Οι επενδυτές δημιουργούν ζημιές σε κάποιες «μη επιτυχημένες» επενδύσεις τους, πουλώντας τις το Δεκέμβριο προκειμένου να αντισταθμίσουν τα κέρδη σε άλλες και να μειώσουν έτσι το ποσοστό φορολογίας τους. Έπειτα αγοράζουν πάλι τις επενδύσεις αυτές ή άλλες στις αρχές του Ιανουαρίου. Λόγω του γεγονότος

αυτού, στις μετοχές στις οποίες παρουσιάζονται κεφαλαιακές ζημιές, οι τιμές τους μειώνονται κατά τον Δεκέμβριο και αυξάνονται πάλι τον Ιανουάριο. Το φαινόμενο εμφανίζεται πιο έντονα στις μικρές μετοχές αφού αυτές είναι που έχουν τη μεγαλύτερη διακύμανση της τιμής. **β) Year End Window-dressing.** Οι επαγγελματίες διαχειριστές χαρτοφυλάκιου ξεφορτώνονται τα κακά χαρτιά στο τέλος του χρόνου για να αποφύγουν να τα εμφανίσουν στην ετήσια έκθεση. Στη συνέχεια, και εφόσον πιστεύουν στην αναπτυξιακή πορεία των μετοχών τις οποίες κατείχαν, επαναγοράζουν τα χαρτιά αυτά. **γ) Size Effect Hypothesis.** Οι επιχειρήσεις έχουν σημαντικά υψηλότερο κίνδυνο στην αρχή του χρόνου από ότι τον υπόλοιπο χρόνο. Επομένως, οι επενδυτές πρέπει να αντισταθμίσουν τον μεγαλύτερο κίνδυνο που αντιμετωπίζουν κατά την επένδυση σε μικρές εταιρίες εξασφαλίζοντας υψηλότερη απόδοση. **δ) Psychology.** Οι 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.

Το φαινόμενο της Δευτέρας.

Τη Δευτέρα εμφανίζονται χαμηλότερες αποδόσεις σε σχέση με τις υπόλοιπες ημέρες της εβδομάδας, ενώ την Παρασκευή εμφανίζονται υψηλότερες αποδόσεις. Μία εξήγηση που έχει δοθεί σχετικά με το φαινόμενο της Δευτέρας είναι ότι το Σαββατοκύριακο συνήθως ανακοινώνονται όλα τα άσχημα νέα έτσι ώστε να αφομοιωθούν πιο ομαλά στην αγορά. Ο **Kamara (1997)** δε θεώρησε στατιστικά σημαντικό το φαινόμενο της Δευτέρας για τον S&P 500 και οι **Agrawal και Tandom (1994)** παρατήρησαν την αρνητική μέση απόδοση της Δευτέρας και την θετική μέση απόδοση της Παρασκευής μελετώντας 18 χρηματιστηριακούς δείκτες ισχυρών παγκοσμίων οικονομιών.

Έχουν δοθεί πολλές ερμηνείες του φαινομένου αυτού, όμως καμία δεν το εξηγεί απόλυτα. Μία πιθανή εξήγηση είναι το σφάλμα μέτρησης, το οποίο παρουσιάζεται συχνά ως αιτία του φαινομένου, κυρίως γιατί εμφανίζεται ισχυρότερο για εταιρίες μικρής κεφαλαιοποίησης. Το σφάλμα εμφανίζεται κυρίως όταν οι μετοχές έχουν χαμηλή εμπορευσιμότητα. Χωρίς καμία άλλη αιτία, το σφάλμα μπορεί να προκαλέσει συστηματική μεροληψία στις αποδόσεις διαφόρων ημερών, θετική μεροληψία στις αποδόσεις της Παρασκευής και αρνητική στις τιμές της Δευτέρας.

Μία άλλη εξήγηση είναι η συναλλακτική δράση των επενδυτών η οποία συνοψίζεται στην Υπόθεση Επεξεργασίας των Πληροφοριών. Σύμφωνα με αυτήν οι επενδυτές κατά τη διάρκεια της εβδομάδας δεν έχουν χρόνο να αναζητήσουν

πληροφορίες και να τις επεξεργαστούν, έτσι αγοράζουν μετοχές ομοιόμορφα μετά από προτροπή των χρηματιστών τους, οι προτάσεις των οποίων μεροληπτούν ως προς τις προτροπές της αγοράς.

Μία πιο ικανοποιητική εξήγηση δίνει η **συμπεριφορική χρηματοοικονομική**. Σε πειραματικά παιχνίδια αγοράς που διεξήχθησαν από ψυχολόγους, παρατηρήθηκε στις παύσεις των συναλλαγών ένα φαινόμενο παρόμοιο με τι φαινόμενο της Δευτέρας. Ίσως η επίδραση του να συνδέεται με την ανθρώπινη τάση να ανακοινώνει τα καλά νέα αμέσως και να αποκρύπτει τα άσχημα. Συνήθως οι επιχειρήσεις ανακοινώνουν τα άσχημα νέα μέσα στο σαββατοκύριακο ώστε να μπορέσει η αγορά να απορροφήσει το σοκ, ενώ τα καλά ανακοινώνονται αμέσως.

Οι αρνητικές αποδόσεις της Δευτέρας οφείλονται κατά μία θεωρία στο ότι οι περισσότερες δυσμενείς πληροφορίες συνήθως εμφανίζονται μέσα στο σαββατοκύριακο μετά το κλείσιμο της αγοράς, σε πολλές αγορές το φαινόμενο εμφανίζεται με τα ίδια χαρακτηριστικά αλλά σε διαφορετικές ημέρες, όπως η Τρίτη.

Το φαινόμενο των αργιών.

Οι μετοχές παρουσιάζουν υψηλότερες αποδόσεις πριν από τις αργίες των χρηματιστηριακών αγορών σε σχέση με τις υπόλοιπες ημέρες του χρόνου. Το φαινόμενο αυτό παρατηρήθηκε για πρώτη φορά την περίοδο 1901-1932 και από τότε έγινε αντικείμενο μελέτης πολλών ερευνητών. Ο **Fields (1934)** μελέτησε το δείκτη DJIA για την περίοδο 1901-1932 για τις ημέρες πριν από τα σαββατοκύριακα και περιέτηρε δυσανάλογη συχνότητα μετοχών τις ημέρες πριν τις διακοπές του σαββατοκύριακου. Ο **Fosback(1976)** εντόπισε υψηλή απόδοση προ εορτών για τον δείκτη S&P 500. Ο **Roll(1983)** εντοπίζει υψηλές αποδόσεις σε μετοχές μικρών εταιριών κατά την ημέρα συναλλαγής πριν την Πρωτοχρονιά.

Το **1989 ο Petengrill** κατέληξε στο συμπέρασμα ότι το φαινόμενο των αργιών ισχύει και για τις μεγάλες επιχειρήσεις, δηλαδή δεν έχει να κάνει καθόλου με το μέγεθος των εταιριών. Τα συμπεράσματά του έρχονται σε αντίθεση με την έρευνα των **Liano & White (1994)**, οι οποίοι μελέτησαν το φαινόμενο και συμπέραναν ότι το φαινόμενο των αργιών ισχύει κυρλιως για μικρότερες επιχειρήσεις.

Υπάρχουν τρεις πιθανές εξηγήσεις του φαινομένου αυτού. Η πρώτη αφορά την ύπαρξη μιας σχέσης μεταξύ του υπό εξέταση φαινομένου και άλλων ημερολογιακών ανωμαλιών. Μία δεύτερη εξήγηση αφορά την ύπαρξη συνδετικού κρίκου μεταξύ του φαινομένου των αργιών και του φαινομένου του μεγέθους. Μία τελευταία πιθανή

ερμηνεία του φαινομένου βασίζεται σε ένα σύνολο από διαφορετικές και συστηματικές μεθόδους συναλλαγών. Ο **Ariel (1990)** θεωρεί ως σημαντική αιτία τους short sellers που θέλουν να κλείσουν τη θέση τους πριν τις διακοπές ή σε κάποια συγκεκριμένη πελατεία η οποία προτιμά να αγοράζει πριν τις διακοπές για **ψυχολογικούς λόγους**.

Συναλλαγές εκ των έσω.

Οι αγοραπωλησίες μετοχών από μεγαλομετόχους και στελέχη εταιριών επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών. Συγκεκριμένα, όταν τα στελέχη αγοράζουν (πωλούν) μετοχές, οι αποδόσεις των μετοχών αυξάνονται (μειώνονται) αντίστοιχα. Η καλύτερη και πιο άμεση πληροφόρηση που έχουν οι insiders συντελεί στο να προβαίνουν σε ενέργειες πολύ πιο σωστές από έναν απλό επενδυτή. Έχοντας πρόσβαση σε δεδομένα μη δημοσιευμένα στο ευρύ κοινό καθώς και αρκετές γνώσεις ώστε να τα ερμηνεύσουν σωστά μπορούν να καταλάβουν πότε μια μετοχή είναι υποτιμημένη και πότε υπερτιμημένη. Όταν λοιπόν κρίνουν ότι είναι υποτιμημένη θα σπεύσουν να αγοράσουν προκειμένου να επωφεληθούν από τις αναμενόμενες μελλοντικές υψηλές αποδόσεις. **Βέβαια, οι insiders επηρεάζουν αρκετούς επενδυτές που δεν έχουν τις γνώσεις και την εμπειρία να ερμηνεύσουν ορισμένα φαινόμενα και ανάλογα με τις δικές τους κινήσεις κινείται και ένα μεγάλο μέρος της αγοράς. Λειτουργούν δηλαδή σαν αρχηγοί μιας αγέλης.**

The Wall Street Weather.

Μία άλλη χρηματιστηριακή ανωμαλία είναι η συσχέτιση των τιμών των μετοχών με τον καιρό. Οι **David Hirshleifer και Tyler Shumway** στο "**Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather,**" (2003) με έρευνά τους για την περίοδο 1982-1997 σε χρηματιστήρια 26 διαφορετικών χωρών παρατήρησαν ότι οι ηλιόλουστες μέρες σχετίζονται θετικά με τις αποδόσεις των μετοχών. Αντιθέτως δε βρέθηκε να υπάρχει καμία συσχέτιση μεταξύ λοιπών καιρικών φαινομένων και αποδόσεων. **Το φαινόμενο αυτό αποδίδεται σε ψυχολογικούς παράγοντες** ενώ μέχρι στιγμής δεν έχει δοθεί κάποια λογική εξήγηση. Η ηλιοφάνεια συνήθως επιδρά θετικά στη διάθεση των ανθρώπων και γίνονται πιο επιρρεπείς σε οποιαδήποτε πληροφορία δέχονται, λειτουργώντας μη ορθολογικά. Αντιθέτως όταν κάποιος δεν έχει καλή διάθεση δέχεται τις πληροφορίες με περισσότερο σκεπτικισμό και κριτική σκέψη αντιδρώντας ανάλογα.

Το φαινόμενο Παρασκευή και 13

Το φαινόμενο αυτό έχει εξεταστεί μόνο στην αγορά των ΗΠΑ μέχρι σήμερα. Οι αποδόσεις των μετοχών όταν είναι Παρασκευή και 13 είναι χαμηλότερες από αυτές που παρατηρούνται τις υπόλοιπες Παρασκευές. Η εξήγηση του φαινομένου αυτού μπορεί να δοθεί μόνο από την **επιστήμη της ψυχολογίας**, η οποία υποστηρίζει ότι οι επενδυτές την συγκεκριμένη ημέρα δεν έχουν καλή διάθεση για το λόγο ότι θεωρούν ότι η ημέρα αυτή είναι «γρουσουζίκη».

Το φαινόμενο της αλλαγής του μήνα

Το φαινόμενο αυτό αναφέρεται στις ασυνήθιστα υψηλές αποδόσεις που παρουσιάζουν οι μετοχές κατά την αλλαγή του μήνα. Πιο συγκεκριμένα, επιστημονικές μελέτες έχουν δείξει ότι οι αποδόσεις των μετοχών είναι υψηλότερες την τελευταία μέρα του μήνα και τις τρεις πρώτες μέρες του επόμενου. Η επικρατέστερη αιτία εμφάνισης του υπό εξέταση φαινομένου, είναι η ερμηνεία της ρευστότητας. Σύμφωνα με αυτήν, στο τέλος κάθε μήνα οι επενδυτές έχουν αυξημένη ρευστότητα λόγω των διάφορων χρηματικών εισροών που λαμβάνουν όπως μισθοί, τόκοι, κ.λ.π. Η αυξημένη ρευστότητα οδηγεί στην αύξηση των αποδόσεων με την αλλαγή του μήνα.

Βέβαια, πίσω από το φαινόμενο αυτό δεν αποκλείεται να βρίσκονται και ψυχολογικοί λόγοι. Η ψυχολογία του επενδυτή είναι τέτοια ώστε να αναβάλλει τις αποφάσεις του ως τις αρχές του μήνα.

Ο λόγος P/E. Οι μετοχές με χαμηλό P/E παρουσιάζουν μεγαλύτερες αποδόσεις.

Συχνά οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές, για να αποφασίσουν αν μια μετοχή είναι ακριβή ή φθηνή συγκρίνουν την τιμή της με άλλους αριθμούς. Το πλέον σύνηθες χρησιμοποιούμενο εργαλείο είναι ο λόγος τιμή/κέρδη, δηλαδή το πηλίκο της τιμής της μετοχής προς τα κέρδη της εταιρείας ανά μετοχή. Σύμφωνα με την ορθόδοξη θεωρία, αυτό είναι χάσιμο χρόνου: μόνο ο βαθμός στον οποίο μια μετοχή κινείται ή δεν κινείται παράλληλα με την υπόλοιπη αγορά, επηρεάζει την τιμή της. Επομένως ο λόγος p/e δεν έχει καμία σημασία. Και όμως, οι μετοχές με μεγάλο πηλίκο p/e τείνουν να συμπεριφέρονται χειρότερα από τις μετοχές με μικρότερο πηλίκο. Αυτό βέβαια είναι λογικό αφού μια μετοχή για την οποία πληρώνεις πολλά από την αρχή, είναι λιγότερο πιθανό να σου αποδώσει κέρδη.

Ο λόγος P/BV. Οι μετοχές με χαμηλό P/BV παρουσιάζουν μεγαλύτερες αποδόσεις.

Οι εταιρείες με χαμηλή μερισματική απόδοση- εκείνες δηλαδή στις οποίες η αγορά

αποδίδει χαμηλότερη αξία απ'ότι οι λογιστές της- συμπεριφέρονται καλύτερα σε βάθος χρόνου απ'ότι οι εταιρείες με μεγαλύτερο πηλίκιο.

Παρατηρούμε λοιπόν, ότι τα φαινόμενα αυτά αποδίδονται σε **ψυχολογικούς παράγοντες** και γι'αυτό το λόγο αποτελούν βασικό μέρος του Behavioral Finance. Οι δύο τελευταίες ανωμαλίες δεν σχετίζονται άμεσα με το Behavioral Finance.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΑΛΗ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο : Η ΈΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΑΣ (ARBITRAGE-SPECULATION) ΚΑΙ ΟΡΙΣΜΕΝΕΣ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΙΣ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΑΣ ΣΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ

3.1 Γενικά

Επένδυση είναι η δέσμευση ενός συγκεκριμένου ποσού κεφαλαίου στο τρέχον χρονικό διάστημα, η οποία πραγματοποιείται με κίνητρο την προσδοκία υψηλότερων απολαβών στο μέλλον. Η πρόταση αυτή ισοδυναμεί με μία απόφαση του ορθολογικού ατόμου μεταξύ κατανάλωσης και αποταμίευσης. Το ορθολογικό άτομο θα επιδιώξει να μεγιστοποιήσει τη συνάρτηση ευημερίας του, δοθέντων ορισμένων οικονομικών περιορισμών. Τόσο οι μεταβλητές οι οποίες εισάγονται στη συνάρτηση ευημερίας όσο και οι περιορισμοί, διαφέρουν από άτομο σε άτομο.

Από την άλλη μεριά, **κερδοσκοπία** θεωρείται η αγοραπωλησία αξιογράφων, η οποία γίνεται με σκοπό την εξασφάλιση κέρδους από τη μεταβολή της τιμής τους. Τα στοιχεία τα οποία διαφοροποιούν την επένδυση από την κερδοσκοπία είναι: το κίνητρο και ο χρονικός ορίζοντας απόφασης. Οι επενδυτές έχουν μια ορθολογική συμπεριφορά, η οποία λαμβάνει υπόψιν σοβαρά τις ανάγκες τους, τους περιορισμούς τους και τους στόχους τους, ενώ οι κερδοσκόποι δρούν άμεσα, εστιάζοντας το ενδιαφέρον τους στο γρήγορο και εύκολο κέρδος.¹

Ο μοναδικός "νόμος" που υπάρχει στις αγορές είναι η προσφορά και η ζήτηση. Θεωρητικά, οι παίκτες των αγορών, ως rational speculators (δηλαδή "λογικοί κερδοσκόποι") θα έπρεπε να λειτουργούν εξισορροπητικά έναντι ανοδικών και καθοδικών υπερβολών (υπερτιμήσεις ή υποτιμήσεις), οδηγώντας σε "δίκαιες αποτιμήσεις" (fair valuations).

Σύμφωνα με τον Άνταμ Σμίθ, ο κερδοσκόπος ορίζεται από την ετοιμότητά του να επιδιώξει τη βραχυπρόθεσμη εκμετάλλευση ευκαιριών με στόχο το κέρδος. Οι επενδύσεις του είναι ρευστές, ενώ εκείνες των συνηθισμένων επιχειρηματιών είναι σε μικρότερο ή σε μεγαλύτερο βαθμό σταθερές. Η κερδοσκοπία ορίζεται συμβατικά ως η προσπάθεια ενός ανθρώπου να επωφεληθεί από τις αλλαγές των τιμών της αγοράς. Άρα, η παραίτηση από ένα υπάρχον εισόδημα με αντάλλαγμα την προοπτική της

¹ Νικόλαος Δ. Φίλιππας, (2005), Επενδύσεις, Εκδόσεις Κων/νος Σμπίλιας

αύξησης του κεφαλαίου θεωρείται κερδοσκοπία. Η κερδοσκοπία είναι ενεργητική, ενώ η επένδυση είναι σε γενικές γραμμές παθητική. Σύμφωνα με τον Αυστριακό οικονομολόγο Γ.Α.Σουμπέτερ, η διαφορά ανάμεσα σε έναν κερδοσκόπο και έναν επενδυτή μπορεί να οριστεί από την παρουσία ή την απουσία της πρόθεσης να συναλλάσσεται, δηλαδή να πραγματοποιεί κέρδη από τη διακύμανση των τιμών των χρεωγράφων.

3.2 Η καταγωγή της κερδοσκοπίας

Οι πιο γνωστές στην ιστορία περιπτώσεις κερδοσκοπίας εμφανίστηκαν στην αρχαία Ρώμη του **2^{ου} π.Χ. αιώνα**, την περίοδο της Δημοκρατίας. Το ρωμαϊκό οικονομικό σύστημα είχε αναπτύξει εκείνη την εποχή πολλά από τα χαρακτηριστικά του σύγχρονου καπιταλισμού. Οι αγορές ενημερούσαν επειδή το ρωμαϊκό δίκαιο επέτρεπε την ελεύθερη μεταβίβαση της ιδιοκτησίας, χρήματα δανείζονταν με τόκο, οι αργυραμοιβοί εξαργύρωναν ξένο συνάλλαγμα και οι πληρωμές σε όλη την επικράτεια μπορούσαν να γίνουν με τραπεζικές συναλλαγματικές. Ο λαός της Ρώμης είχε κυριευτεί από το πάθος της συσσώρευσης πλούτου, το οποίο συνδυαζόταν με υπερβολές στην επίδειξη του πλούτου και στην κατανάλωσή του. Στην αρχαία Ρώμη ο κερδοσκόπος ονομαζόταν *quaestor*, που σημαίνει αναζητητής.

Η κουλτούρα της μεσαιωνικής Ευρώπης ήταν εχθρική στην οικονομική κερδοσκοπία, τόσο για πρακτικούς λόγους όσο και για ιδεολογικούς. Στη Βενετία, ήδη από τα μέσα του **13^{ου} αιώνα** πραγματοποιούνταν συναλλαγές κρατικών χρεωγράφων. Η κερδοσκοπία άρχισε να ακοπουθεί τη φυσιολογική της πορεία. Το **1351** θεσπίστηκε ένας νόμος για την τιμωρία αυτών που διέδιδαν φήμες που αποσκοπούσαν να μειώσουν τις τιμές των κρατικών χρεωγράφων. Το **1390, το 1404 και το 1410**, έγιναν επενειλλημένες απόπειρες για να εμποδιστεί η πώληση των εγγράφων με τα οποία αναγνωρίζονταν τα κρατικά χρέη πριν εκπνεύσει η προθεσμία τους.

Από τα μέσα του **16^{ου} αιώνα** και μετά, υπάρχουν περισσότερο λεπτομερή στοιχεία για τις συνθήκες που επικρατούσαν στις κερδοσκοπικές αγορές. Οι χρηματοπιστωτικές αγορές ανέπτυξαν την έννοια της πίστωσης και οι τιμές των ομολόγων αντανάκλασαν τις προβλέψεις για μελλοντικά γεγονότα, όπως για παράδειγμα την αθέτηση εκπλήρωσης μιας υπόσχεσης. Η πρώτη προσπάθεια χειραγώγησης των αγορών έγινε στη δεκαετία του 1530, όταν, ένα συνδικάτο οργανωμένο από τον Φλωρεντιανό Γκασπάρ Ντούτσι αποπειράθηκε να μειώσει τις τιμές στην αγορά της Λιόν. Στα **μέσα της δεκαετίας του 1550** εμφανίστηκε ξαφνικά

στις αγορές της Αμβέρσας και της Λιόν ένα κύμα κερδοσκοπικού ενθουσιασμού για τα βασιλικά δάνεια, το οποίο τέλειωσε απότομα όταν ο βασιλιάς Ερρίκος ο Β΄ της Γαλλίας ανέστειλε το 1557 την εξόφληση των χρεών του.

Στις **αρχές του 17^{ου} αιώνα**, κεφάλαια από όλη την Ευρώπη επενδύονταν σε μια μεγάλη ποικιλία ολλανδικών χρηματοπιστωτικών περιουσιακών στοιχείων, από ιδιοκτησίες και προσόδους έως δημοτικά ομόλογα, συναλλαγματικές και μεσοπρόθεσμα δάνεια. Το Άμστερνταμ δεν ήταν απλώς ένα μεγάλο διαμετακομιστικό κέντρο, αλλά η οικονομική πρωτεύουσα του κόσμου. Στο Χρηματιστήριο του Άμστερνταμ ανταλλάσσονταν κάθε είδους οικονομικά προϊόντα και υπηρεσίες. Φυσικά το χρηματιστήριο έγινε ένα χωνευτήριο για κερδοσκοπικές δραστηριότητες

Τον **17^ο αιώνα** η Ολλανδία είχε την πιο ανεπτυγμένη 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 και εμφανίζεται για πρώτη φορά το παράγωγο χρηματιστηριακό προϊόν, ορption. 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 γνωστή καθώς και το γεγονός ότι οι περιορισμένοι χώροι δεν επέτρεπαν την καλλιέργειά τους στο βαθμό που οι ίδιοι οι Ολλανδοί θα επιθυμούσαν. Η τουλίπα ήταν πολύτιμο λουλούδι και αρχικά ήταν πολύ περιορισμένη στους κήπους των πλουσίων. Οι τουλίπες συνδυάστηκαν με τον πλούτο της εποχής και η τιμή τους άρχισε να ανεβαίνει ανάλογα με τη ζήτηση της από τους πλούσιους ευγενείς. Οι βολβοί της τουλίπας έφτασαν σε εξωφρενικές τιμές(μία τουλίπα 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 μία αθέτηση παράδοσης διαδέχτηκε την άλλη και τα συμβόλαια παράδοσης των τουλιπών δεν τηρήθηκαν.

Στα μέσα της **δεκαετίας του '20** στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής ο δείκτης του Χρηματιστηρίου υπερδιπλασιάστηκε και υπήρχε μία τεράστια εισροή ξένων κεφαλαίων. Ο όγκος των συναλλαγών αυξήθηκε και οδήγησε σε μία άνοδο των τιμών των μετοχών χωρίς όμως αυτή να ανταποκρίνεται στα μεγέθη τους. Την Τρίτη 30/10/1929 περίπου 16εκατ. μετοχές άλλαξαν χέρια γεγονός που προκάλεσε την κατάρρευση των τιμών. Οι επενδυτές **σε κατάσταση πανικού** πωλούσαν μετοχές, ενώ

11 κερδοσκόποι αυτοκτόνησαν. Η Τρίτη αυτή έμεινε γνωστή ως **Μαύρη Τρίτη**. Μέχρι τα τέλη του Νοεμβρίου οι επενδυτές είχαν χάσει \$ 100 δις σε αξία ενεργητικού, γνωστό ως The Great Stock Market Crash. Ο δείκτης Dow Jones 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. Στα ίδια επίπεδα επανήλθε το 1954.

Ακόμα μία περίπτωση είναι η φούσκα Σουκ Αλ Μανάκ του Κουβέιτ. Στις αρχές του 1980 στο Χρηματιστήριο του Κουβέιτ οι συναλλαγές γίνονταν με μεταχρονολογημένες επιταγές. Το 1982 σε διάστημα 8 μηνών περισσότερες από 3500 εκατ. Μετοχές άλλαξαν χέρια με αξία 6 δις \$, ενώ η λογιστική τους αξία ήταν μόλις 200 εκατ.\$.. Τον Αύγουστο του ίδιου χρόνου μία γυναίκα κερδοσκόπος ζήτησε να εξαργυρώσει νωρίτερα μία επιταγή και η αγορά κατέρρευσε.

Οι ΗΠΑ από τις αρχές του 20^{ου} αιώνα ήταν η πρώτη βιομηχανική δύναμη στον κόσμο παίρνοντας τη θέση της Μεγάλης Βρετανίας. Η Αμερική διατήρησε την οικονομική πρωτοκαθεδρία για περισσότερο από τρία τέταρτα του αιώνα, αλλά στα μέσα της δεκαετίας του 1980 η θέση της απειλήθηκε από την αυξανόμενη ισχύ της Ιαπωνίας. Το μερίδιο της Ιαπωνίας στο παγκόσμιο εμπόριο υπερέβαινε το 10%, τα πλεονάσματα του εμπορικού της ισοζυγίου αυξάνονταν, οι εξαγωγές καφαλαίων του έθνους συγκρίνονταν με εκείνες της Μεγάλης Βρετανίας τον 19^ο αιώνα και το κατά κεφαλήν εισόδημα των Ιαπώνων είχε αρχίσει να υπερβαίνει τα αμερικανικά επίπεδα. Η Αμερική ήταν υποχρεωμένη να ακολουθεί, ενώ το εμπορικό ισοζύγιο της ιαπωνίας είχε πλεονάσματα σε αντίθεση με αυτό της Αμερικής που αντιμετώπιζε διαρκώς ελλείμματα. Οι προϋπολογισμοί της κυβέρνησης Ρέιγκαν παρουσίαζαν τεράστια ελλείμματα, τα οποία συντηρούνταν από την προθυμία των Ιαπώνων επενδυτών να αγοράζουν με τα πλεονάσματα του εμπορικού ισοζυγίου της χώρας τους ομόλογα του υπουργείου Οικονομικών των ΗΠΑ. Παράλληλα οι Ιάπωνες επένδυαν στην αγορά και άλλων αμερικανικών περιουσιακών στοιχείων.

Οι ιαπωνικές εταιρείες πληρώνονταν για να δανείζονται τα χρήματα με τα οποία χρηματοδοτούσαν τα κερδοσκοπικά τους εγχειρήματα. Στο δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1980, τόσο τα κέρδη των εταιρειών από τα κερδοσκοπικά τους εγχειρήματα, όσο και η χρηματιστηριακή αγορά εκτινάχθηκαν στα ύψη. Το γεγονός αυτό δημιούργησε μια επικίνδυνη κυκλικότητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα : τα κατασκευασμένα μέσω του ζάιτεχ (χρηματοπιστωτική μηχανική) κέρδη οδηγούσαν σε άνοδο των τιμών των μετοχών, που με τη σειρά τους αύξαναν τα κατασκευασμένα κέρδη. Στο τέλος της

δεκαετίας οι περισσότερες από τις βιομηχανικές εταιρείες που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών του Τόκιο ήταν αναμειγμένες στο ζάιτεχ. Περισσότερα από τα κέρδη των μεγάλων εταιρειών π.χ. Toyota, Nissan, προέρχονταν από την κερδοσκοπία. Ελάχιστοι έδωσαν σημασία στο γεγονός ότι στη διάρκεια της ίδιας περιόδου τα κέρδη που προέρχονταν από τις κύριες δραστηριότητες των εταιρειών μειώθηκαν. Σε μερικές περιπτώσεις, οι κερδοσκοπικές δραστηριότητες των εταιρειών κατέληξαν να αποτελούν το κύριο επιχειρηματικό τους αντικείμενο. Οι συνολικές επενδύσεις κεφαλαίων στην Ιαπωνία ανέρχονταν σε 3,5 τρις \$, γεγονός που εξηγεί τη συνέχιση της οικονομικής ανάπτυξης της χώρας.

Το φθινόπωρο του 1986, ο πρωθυπουργός της Ιαπωνίας Γιασουχίρο Νακασόνε απέδωσε τις επιτυχίες της ιαπωνικής οικονομίας και τη σχετική κάμψη της οικονομίας των ΗΠΑ στη φυλετική ομοιογένεια του έθνους του σε σύγκριση με το φυλετικά αναμειγμένο εργατικό δυναμικό της Αμερικής.

Με φόντο την ανοδική αγορά, η κυβέρνηση ανακοίνωσε την μετοχοποίηση της Nippon Telephone and Telegraph (NTT) της εθνικής εταιρείας τηλεφωνίας. Η λαϊκή ζήτηση ήταν τόσο μεγάλη, ώστε αποφασίστηκε οι μετοχές να διανεμηθούν μέσω κλήρωσης. Στις 2/2/1987 άρχισε η διαπραγμάτευση της NTT στο Χρηματιστήριο του Τόκιο προς 1,2 εκατ. ¥ η μετοχή. Στις δύο πρώτες μέρες διαπραγμάτευσης, η τιμή τους ανέβηκε κατά 25%. Για να δοθεί ένα τέλος στην περαιτέρω υποτίμηση του δολαρίου, η Ιαπωνία μείωσε το προεξοφλητικό της επιτόκιο στο 2,5%. Οι επιπτώσεις ήταν άμεσες. Μέσα σε μερικές εβδομάδες η τιμή των μετοχών της NTT έφτασε τα 3,2 εκατ. ¥. Η κεφαλαιοποίηση της NTT ξεπερνούσε πια τα 50 τρις ¥, ένα ποσό που ήταν μεγαλύτερο από τη συνδυασμένη αξία των χρηματιστηριακών αγορών της Γερμανίας και του Χονγκ Κονγκ. Πίσω από όλες τις ορθολογικές εξηγήσεις για την άνοδο των τιμών των μετοχών, υπήρχε η πραγματικότητα μιας εκπληκτικής έκρηξης στην αγορά ακινήτων. Όσο μεγάλωνε η αγορά πιστώσεων τόσο αυξάνονταν οι τιμές των ακινήτων περιουσιών. Τον Μάρτιο του 1990 το σύνολο των δανείων που χορηγούσαν οι ιαπωνικές τράπεζες είχε αυξηθεί κατά 96 τρις ¥ μέσα σε πέντε χρόνια.

Μετά από μία σειρά σκανδάλων που ξέσπασαν, η ιαπωνική χρηματιστηριακή αγορά άρχισε να καταρρέει. Η πραγματική όμως αιτία ήταν μία απότομη νομισματική στενότητα. Ο δείκτης Nikkei άρχισε να πέφτει. Τον Αύγουστο του 1992 έφτασε στις 14.309 μονάδες, μία πτώση μεγαλύτερη από 60% σε σχέση με το ανώτερο σημείο στο οποίο είχε φτάσει. Στα τέλη του 1992, οι τιμές των ακινήτων στο κέντρο του Τόκιο είχαν μειωθεί κατά 60% και από τα τέλη του 1995 πολλές ιαπωνικές τράπεζες (Hanwa,

Hokkaido Takushokuk.λ.π.) και χρηματιστηριακές εταιρείες (Sanyo Securities κ.λ.π.) κήρυξαν πτώχευση.

Στις 25/08/1987 ο δείκτης Dow Jones Industrial Average έκλεισε στις 2746 μονάδες, σημειώνοντας μια άνοδο της τάξης του 43% από τις αρχές του έτους. Παρόλο που στις αρχές του φθινοπώρου εξακολουθούσε να υπάρχει ένα κλίμα αισιοδοξίας και η Morgan Stanley συμβούλευε τους πελάτες της να έχουν στα χαρτοφυλάκιά τους μόνο μετοχές, η ροή κεφαλαίων στη αγορά άρχισε να μειώνεται. Καθώς η Nippon Telephone & Telegraph ετοιμαζόταν να εκδώσει μετοχές αξίας 35 δις \$, οι Ιάπωνες επενδυτές άρχισαν να επαναπατρίζουν τα κεφάλαιά τους. Καθώς οι αποδόσεις των αμερικανικών ομολόγων αυξάνονταν εξαιτίας του φόβου του πληθωρισμού και η ισοτιμία του δολλαρίου προς το γιέν μειωνόταν, οι Ιάπωνες επενδυτές άρχισαν να χάνουν πολλά από τα χρήματα που είχαν επενδύσει μαζικά σε ομόλογα του Υπουργείου Οικονομικών, με συνέπεια να αρχίσουν να τα πωλούν. Το γεγονός αυτό είχε σαν αποτέλεσμα να μειωθούν και άλλο οι τιμές των ομολόγων, ενώ έκανε τις αποτιμήσεις των μετοχών, που συναλλάσσονταν σε τιμές που ήταν είκοσι τρεις φορές μεγαλύτερες από τα έσοδα των αντιστοίχων εταιρειών, να μοιάζουν όλο και πιο υπερτιμημένες.

Όταν στις αρχές της δεύτερης εβδομάδας του Οκτωβρίου οι αποδόσεις των ομολόγων του Υπουργείου Οικονομικών ξεπέρασαν το 10%, ακολούθησε μια πλημμύρα ανησυχητικών πληροφοριών. Ο υπουργός Οικονομικών Τζέιμς Μπίκερ απειλούσε να αφήσει το δολλάριο να ακολουθήσει μια ελεύθερη πτώση, εκτός αν η γερμανική Bundesbank μείωνε τα επιτόκιά της. Την Πέμπτη 13 Οκτωβρίου η αγορά βούιζε από τη φήμη ότι το κογκρέσσο σχεδίαζε να καταργήσει τις φορολογικές απαλλαγές που ευνοούσαν τις εξαγωγές μέσω κεφαλαιακών δοσοληψιών. Την επόμενη μέρα, ανακοινώθηκε ότι το έλλειμμα στο εμπορικό ισοζύγιο των ΗΠΑ ήταν μεγαλύτερο από αυτό που αναμενόταν. Την Παρασκευή αντιδρώντας στην είδηση ότι ένα τάνκερ με αμερικανικά σημαία χτυπήθηκε στον Περσικό κόλπο από έναν ιρανικό πύραυλο, η χρηματιστηριακή αγορά σημείωσε μία πτώση των 108 μονάδων, που ήταν η μεγαλύτερη πτώση στην ιστορία της. Την ίδια μέρα το Χρηματιστήριο του Λονδίνου παρέμεινε κλειστό εξαιτίας ενός τυφώνα που είχε πλήξει την Νότια Αγγλία.

Το διεθνές κράχ των χρηματιστηριακών αγορών της Δευτέρας 19/10/1987 ανέτειλε μαζί με τον ήλιο στην ανατολή. Τα χρηματιστήρια του Χονγκ Κόνγκ, της Μαλαισίας και της Σιγκαπούρης, τα οποία ακολούθησαν οι ευρωπαϊκές αγορές, έπεσαν, ενώ η Νέα Υόρκη ακόμα κοιμόταν. Όταν το χρηματιστήριο αξιών της Νέας Υόρκης άνοιξε στις 9:30 το πρωί της Δευτέρας, δεν υπήρχαν προσφορές για τις μετοχές

πολλών μεγάλων εταιριών. Μισή ώρα αργότερα συναλλάσσονταν μόνο 25 από τις 500 μετοχές του δείκτη S&P, ο οποίος αντιπροσωπεύει τις μεγαλύτερες εταιρίες της Αμερικής.

Στις 17/09/2001 έξι ημέρες μετά την τρομοκρατική επίθεση στους Δίδυμους Πύργους παρατηρείται η μεγαλύτερη πτώση σε μονάδες.

Μεγάλη πτώση του Dow Jones συμβαίνει και το 2002 με την κατάρρευση των μετοχών των εταιριών τεχνολογίας γνωστές ως Dot Com Stocks. Είναι το τέλος μιας δεκαετίας ανόδου των εταιριών διαδικτύου. Ορισμένες κατέρρευσαν από τραπεζικά δάνεια και άλλες παρέμειναν εν ενεργεία χάνοντας δραματικά από την χρηματιστηριακή αξία τους. Παράλληλα, λογιστικά σκάνδαλα αποκαλύπτονται σε οικονομικούς κολοσσούς επιταχύνοντας την πτώση.

Συμπεραίνουμε λοιπόν, ότι οι ψυχολογικοί παράγοντες παίζουν ένα πολύ σημαντικό ρόλο στην πορεία των αγορών παγκοσμίως, προκαλώντας ανυπολόγιστες ζημιές που μπορούν να οδηγήσουν στην κατάρρευση τους.

Το ρίσκο είναι φυσικά η ουσία της κερδοσκοπίας. Σύμφωνα με τον ορισμό που δίνουν τα οικονομικά εγχειρίδια, ο τρόπος με τον οποίο λειτουργεί η κερδοσκοπία είναι η αποδοχή των ρίσκων. Και κανείς δεν είναι πρόθυμος να αποδεχτεί περισσότερα ρίσκα από τον Αμερικανό κερδοσκόπο. Σε μερικές περιπτώσεις η αποδοχή ρίσκων στην χρηματιστηριακή αγορά υπερβαίνει τους αναπόφευκτους κινδύνους των επιχειρήσεων και μετατρέπεται σε αυτοσκοπό. Σε αυτές τις συνθήκες η κερδοσκοπία μετατρέπεται σε ένα παιχνίδι στην καθαρή του μορφή.

Οι πολιτικοί και οι οικονομολόγοι, όταν ζυγίζουν τα προβλήματα που δημιουργεί η αχαλίνωτη κερδοσκοπία, βρίσκονται αντιμέτωποι με ένα παλιό δίλημμα. Όπως είχε παρατηρήσει το **1825 ο Αλεξάντερ Μπάρνινγκ**, επικεφαλής τότε της οικογενειακής τράπεζας την οποία οδήγησε στη χρεοκοπία ο Νίκ Λίζον, κάθε προσπάθεια να ελεγχθεί η κερδοσκοπία μπορεί να είναι αντιπαραγωγική: «το αντίδοτο θα ήταν χειρότερο από την ασθένεια, εμποδίζοντας αυτό το κακό, οι αρχές εμπόδιζαν επίσης και το επιχειρηματικό πνεύμα».

Στο **The General Theory** ο **Κέινς** ορίζει την κερδοσκοπία ως την απόπειρα να προβλεφθούν οι μεταβολές της ψυχολογίας της αγοράς. Τη συνέκρινε με διάφορα τυχερά παιχνίδια. Η προειδοποίηση του Κέινς στη δεκαετία του 1930 ισχύει και σήμερα: «όταν η κεφαλαιακή ανάπτυξη μιας χώρας γίνεται ένα παραπροϊόν των δραστηριοτήτων ενός καζίνο, τότε πιθανότατα το έργο θα γίνει με άσχημο τρόπο». Οι

ορμητικές επενδύσεις, οι κερδοσκόποι που ακολουθούν τις τάσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών, οι τεράστιες κεφαλαιακές δολοηψίες που πραγματοποιούν τα κεφάλαια κάλυψης και η εμμονή των διαχειριστών των εταιριών για τις καθημερινές διακυμάνσεις των μετοχών είναι πιθανό να καταλείμουν στην παγκόσμια οικονομία με τον βέλτιστο τρόπο τους σπάνιους πόρους. Έχουμε φτάσει στον τρίτο βαθμό του Κέινς.

Οι κυβερνήσεις προσπάθησαν συχνά να ελέγξουν την κερδοσκοπία θέτοντας εκτός νόμου τα εργαλεία και τις πρακτικές της. Οι κερδοσκόποι όμως έβρισκαν πάντα τρόπους να παρακάμπτουν τις ρυθμιστικές διατάξεις. Ερμήνευαν επίσης τους νόμους εναντίον της κερδοσκοπίας ως ένα σημάδι αδυναμίας εκ μέρους των κυβερνήσεων, με συνέπεια να εντείνουν τις δραστηριότητές τους. Ο Κέινς είχε υποστηρίξει την παράδοξη θέση ότι η κερδοσκοπία θα μπορούσε να αποθαρρυνθεί, αν οι άνθρωποι υποχρεώνονταν να κάνουν ισόβιες επενδύσεις (μια λύση που θα είχε σαν αποτέλεσμα μια ισόβια απογοήτευση για όσους ήταν αρκετά άτυχοι ώστε να κάνουν μια κακή επιλογή). Πιο σοβαρή ήταν η πρότασή του να επιβάλλεται ένας φόρος στα κεφαλαιακά κέρδη που προέρχονταν από τη βραχυπρόθεσμη κυριότητα μετοχών. Είναι ενδεχόμενο οι φόροι στα κεφαλαιακά κέρδη να συμβάλλουν, στην πραγματικότητα, στη δημιουργία χρηματιστηριακών φουσκών, καθώς οι επενδυτές που αποκομίζουν μεγάλα κέρδη διστάζουν να πουλήσουν ακόμα και όταν πιστεύουν ότι οι μετοχές είναι υπερτιμημένες.

Αρκετοί οικονομολόγοι υποστηρίζουν ότι οι διοικητές των κεντρικών τραπεζών πρέπει, όταν βάζουν ως στόχο τους τη μείωση του πληθωρισμού, να μη λαμβάνουν υπόψη τους μόνο τις καταναλωτικές τιμές, αλλά και τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Το πρόβλημα με αυτή την πρόταση έγκειται στο γεγονός ότι κανείς δεν μπορεί να αποδείξει κατηγορηματικά ότι οι τιμές των μετοχών ανεβαίνουν εξαιτίας των κερδοσκοπικών πιέσεων και όχι εξαιτίας μιας πραγματικής βελτίωσης των προοπτικών.

Το βασικό εργαλείο των διοικητών των κεντρικών τραπεζών για να ελέγξουν την κερδοσκοπία είναι η άνοδος των επιτοκίων. Στο βαθμό που οι κερδοσκόποι εξακολουθούν να προβλέπουν ότι θα έχουν μεγάλα κέρδη από τα κεφάλαια που επενδύουν, τα υψηλά επιτόκια δεν τους αποτρέπουν. Και όπως είχε παρατηρήσει ο Κέινς στη δεκαετία του 1930, η αύξηση των επιτοκίων για να ελεγχθεί η κερδοσκοπία βλάπτει το σύνολο της οικονομίας, όταν οι οικονομικές διακυμάνσεις ολοκληρώσουν τον κύκλο τους. Το μοναδικό άλλο εργαλείο που απομένει στους διοικητές των κεντρικών τραπεζών είναι να προειδοποιούν τους κερδοσκόπους για τους κινδύνους,

ώστε να παραιτούνται από τις δραστηριότητές τους – μια πρακτική που στη δεκαετία του 1920 ονομαζόταν «ηθική πειθώ». Οι αρχές έχουν προβεί επανειλημμένα σε παρόμοιες προειδοποιήσεις, σε καμία όμως περίπτωση οι κερδοσκόποι δεν τις έλαβαν υπόψη τους.

Στη διάρκεια της μεγάλης ύφεσης, αυτοί που χάραζαν την πολιτική της Αμερικής αποφάσισαν ότι ο καλύτερος τρόπος για να ελεγχθεί η κερδοσκοπία ήταν να περιοριστεί η δυνατότητα των κερδοσκόπων να πραγματοποιούν κεφαλαιακές δοσοληψίες. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα τα δάνεια περιθωρίου να περιοριστούν, σύμφωνα με έναν ομοσπονδιακό νόμο στο 50% της αξίας των μετοχών που αγοράζονταν με αυτά. η πολιτική αυτή κονιορτοποιήθηκε με τον ερχομό των χρηματοπιστωτικών παραγώγων.

Το ζήτημα της κερδοσκοπίας στις αναδυόμενες αγορές είναι ένα από τα πιο άμεσα και ενοχλητικά προβλήματα που αντιμετωπίζουν όσοι χαράζουν πολιτικές. Οι πολιτικοί και οι διοικητές των κεντρικών τραπεζών προβληματίζονται για τους τρόπους με τους οποίους μπορούν να επιτύχουν την οικονομική σταθερότητα χωρία να θυσιάσουν την ευελιξία που είναι απαραίτητη για την ανάπτυξη. Παρ’ όλα αυτά, οι εισροές κερδοσκοπικών κεφαλαίων στις εύθραστες αναδυόμενες αγορές δεν έχουν επιφέρει κανένα ορατό και μακροπρόθεσμο όφελος. Αντίθετα, μπορεί να υποστηρίξει κάποιος ότι στην πραγματικότητα έχουν εμποδίσει σε πολλές χώρες την εξέλιξη του συστήματος της ελεύθερης αγοράς. Σε αυτές τις περιπτώσεις, η κερδοσκοπία δεν ήταν σύμμαχος του καπιταλισμού.

Η κερδοσκοπία απαιτεί συνεχείς κρατικούς περιορισμούς, όμως αναπόφευκτα θα σπάσει όλες τις αλυσίδες και θα προκαλέσει μια ανεξέλεγκτη μανία. Το εκκρεμές θα συνεχίσει να κινείται ανάμεσα στην οικονομική ελευθερία και στον εξαναγκασμό.

Πιο πρόσφατα, το Διαδίκτυο έφερε τη χρηματιστηριακή αγορά μέσα στα σπίτια των επενδυτών. Τα κινητά τηλέφωνα και φορητοί υπολογιστές μέσω των οποίων μπορούν να γίνουν συναλλαγές, επέτρεψαν στους επενδυτές να πραγματοποιούν συναλλαγές από οποιοδήποτε σημείο του κόσμου. Αυτές οι τεχνολογικές εξελίξεις είχαν σαν αποτέλεσμα να εμφανιστούν οι ορδές των «παιχτών μιας μέρας», δηλαδή των ερασιτεχνών κερδοσκόπων. Επειδή το Διαδίκτυο επιτρέπει στους ανθρώπους να κρατούν μυστική την ταυτότητά τους, η επανάσταση της πληροφορικής είχε σαν αποτέλεσμα να πραγματοποιούνται πάρα πολλές απάτες, οι περισσότερες από τις οποίες είναι μικρού μεγέθους, πίσω από το πέπλο της ανωνυμίας, οι ανάντιμοι ιδρυτές επιχειρήσεων «φουσκώνουν και πετούν στα σκουπίδια» μετοχές μέσω on-line επενδυτικών φόρουμ. Ίσως όμως περισσότερο ανησυχητικές και από τη αξάπλωση της

απάτης είναι οι επιπτώσεις που έχει το Διαδίκτυο στη **συμπεριφορά των επενδυτών**. Το διαδίκτυο έχει γίνει ένα φόρουμ στο οποίο οι κερδοσκόποι φέρονται σαν να ανήκουν σε μια αγέλη (herding). Οι παίκτες παρακινούν ο ένας τον άλλον και οδηγούνται με αυτό τον τρόπο σε λανθασμένες κινήσεις και αποφάσεις.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΑΛ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΒΑΣΙΚΕΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΕΣ ΠΟΥ ΠΕΡΙΛΑΜΒΑΝΟΝΤΑΙ ΣΤΟ BEHAVIORAL FINANCE

Όπως αναφέραμε παραπάνω, το μεγαλύτερο μέρος της χρηματοοικονομικής θεωρίας στηρίζεται στο γεγονός ότι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί και λαμβάνουν υπόψιν τους όλη τη δυνατή πληροφορία που είναι διαθέσιμη σε αυτούς πριν πάρουν οποιαδήποτε επενδυτική απόφαση. Στην πράξη όμως πολλές φορές δεν παρατηρείται η συνηθισμένη ορθολογική συμπεριφορά από την πλευρά των επενδυτών.

Ορισμένες βασικές συμπεριφορές που συναντάμε στη χρηματοοικονομική της συμπεριφοράς πέρα από τα όρια του ορθολογισμού είναι οι εξής :

4.1 Noise Trading.

Σύμφωνα με το **άρθρο** του **Black. F. “Noise” to 1986**, ο θόρυβος στις χρηματιστηριακές αγορές ορίζεται ως ένας μεγάλος αριθμός γεγονότων τα οποία δημιουργούν διακυμάνσεις στις χρηματιστηριακές τιμές πολύ περισσότερο από σημαντικά γεγονότα.

Οι noise traders κάνουν συστηματικά λάθη βασιζόμενοι κυρίως στην ψυχολογία τους. Μετά από μία περίοδο έντονης ανόδου, αισιοδοξούν, αγοράζουν μετοχές και τελικά οδηγούν τις τιμές στα ύψη. Σε περιόδους ύφεσης 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 ικανότητες τους, γίνονται επιθετικοί και αναλαμβάνουν μεγάλο ρίσκο. Επειδή η ανάληψη κινδύνων αμοιβεται, οι πιθανές αποδόσεις τους θα είναι υψηλές.

Σύμφωνα, με το **άρθρο** του **Delong Et Al, (1990)**, «**Noise Trader Risk In Financial Markets**» οι noise traders με τον θόρυβο που προκαλούν παρασύρουν και άλλους επενδυτές να τους μιμηθούν. Ο **F. Black (1986)** θεωρεί τη διαπραγμάτευση του θορύβου ουσιαστική για την ύπαρξη αγορών με ρευστότητα, αφού είναι το συστατικό που κάνει τις χρηματοοικονομικές αγορές μια πραγματικότητα αλλά και αναποτελεσματικές ταυτόχρονα. Πιστεύει ότι οι noise traders διαπραγματεύονται τον θόρυβο σαν να ήταν πληροφόρηση. Αν δεν υπήρχαν οι noise traders η εμπορευσιμότητα των μετοχών θα ήταν πολύ περιορισμένη. Οι επενδυτές θα διατηρούσαν τα χαρτοφυλάκιά τους και πολύ σπάνια θα τα πωλούσαν.

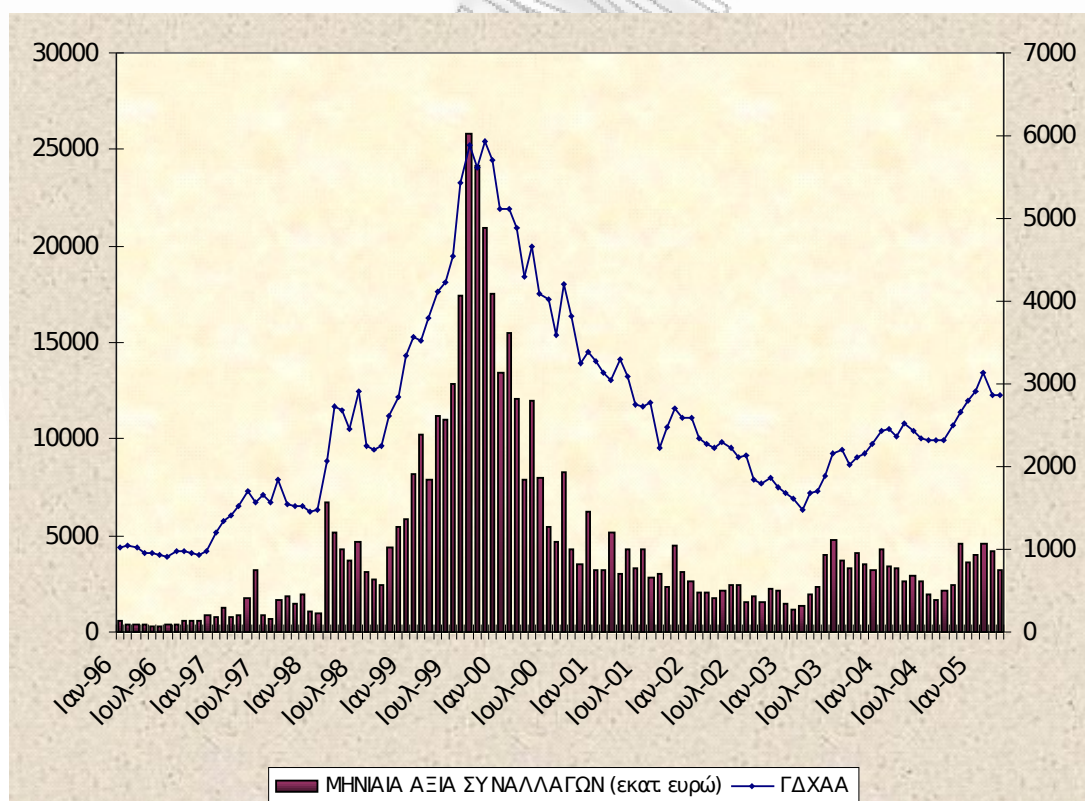
Σύμφωνα με τον Νικόλαο Φίλιππα στο άρθρο του «Στρατηγικές για την κατασκευή αποδοτικών χαρτοφυλακίων, ο ρόλος των μη πληροφορημένων επενδυτών στη διαστρέβλωση των τιμών», οι υποστηρικτές των αποτελεσματικών αγορών (efficient market hypothesis) θεωρούν ότι οι αγορές των αξιογράφων είναι τέλειες ή τουλάχιστον όχι πολύ ατελείς. Σε μια τέτοια αγορά, όπου απαραίτητη προϋπόθεση είναι η τέλεια πληροφόρηση όλων των συμμετεχόντων, οι μελλοντικές μεταβολές των τιμών των μετοχών θα είναι ανεξάρτητες από τις αντίστοιχες παρελθούσες και ως εκ τούτου μη προβλέψιμες. Το πρακτικό αποτέλεσμα της θεωρίας αυτής είναι ότι ουδείς μπορεί να επιτύχει κατά συστηματικό τρόπο αποδόσεις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες του χαρτοφυλακίου της αγοράς, το οποίο προσεγγίζεται συνήθως από έναν εγχώριο χρηματιστηριακό δείκτη. Από την άλλη μεριά, οι τεχνικοί αναλυτές, οι αναλυτές της θεμελιώδους ανάλυσης καθώς και επαγγελματίες των αγορών έχουν αναπτύξει τεχνικές, υποδείγματα και στρατηγικές οι οποίες φαίνεται ότι βοηθούν στη λήψη αποδοτικότερων επενδυτικών αποφάσεων. Στην πραγματικότητα και σε αντίθεση με τη θεωρία των αποτελεσματικών αγορών, οι συμμετέχοντες στις αγορές χαρακτηρίζονται από ασύμμετρη πληροφόρηση, συμπεριφέρονται πολλές φορές ως αγέλη, με αποτέλεσμα οι τιμές των τίτλων να διαμορφώνονται μεν από την προσφορά και τη ζήτηση, αλλά ουσιαστικά από άτομα με θετική ή αρνητική ψυχολογία, άτομα που επηρεάζονται δραματικά από θετικά ή αρνητικά γεγονότα και ως εκ τούτου δεν μπορούν να τιμολογήσουν σωστά την «πραγματική αξία» των τιμών των μετοχών. Η πρόσφατη βιβλιογραφία αναδεικνύει τον ρόλο των **μη πληροφορημένων επενδυτών (noise traders)** στην έντονη διαστρέβλωση των χρηματιστηριακών τιμών, με αποτέλεσμα αυτές να αποκλίνουν σημαντικά (είτε προς τα πάνω είτε προς τα κάτω) από τις αντίστοιχες πραγματικές.

Στα μέσα της δεκαετίας του '80 ορισμένες ακαδημαϊκές μελέτες, χρησιμοποιώντας τις αρχές της πειραματικής ψυχολογίας, έδειξαν ότι σε αντίθεση με τον κανόνα του **Bayes**, οι περισσότεροι άνθρωποι τείνουν να αντιδρούν υπερβολικά (overreact) σε μη αναμενόμενα δραματικά γεγονότα. Μεταφέροντας τις σκέψεις αυτές στο επενδυτικό περιβάλλον, η συμπεριφορά αυτή των επενδυτών οδηγεί στην έντονη υπερτίμηση κάποιων συγκεκριμένων μετοχών και στην αντίστοιχη υποτίμηση άλλων. Εάν ισχύει η τάση αυτή συστηματικά, τότε δημιουργείται δυνατότητα εφαρμογής συγκεκριμένων στρατηγικών οι οποίες στηρίζονται στην ψυχολογία των επενδυτών και αποφέρουν υπερκανονικά κέρδη. Αξίζει να σημειωθεί ότι υπάρχουν αποδείξεις ότι οι

προσδοκίες ακόμα και των επαγγελματιών αναλυτών χρεογράφων και διαχειριστών περιλαμβάνουν το ίδιο σφάλμα υπερβολικής αντίδρασης (De Bondt 1985).

Μια χρηματιστηριακή αγορά αποτελείται από δύο κυρίως ομάδες επενδυτών, με κριτήριο την ποιότητα και την ποσότητα της πληροφόρησης την οποία κατέχουν: η μια ομάδα είναι οι μικροεπενδυτές και η άλλη ομάδα οι εγχώριοι διαχειριστές Αμοιβαίων Κεφαλαίων, αλλά κυρίως οι ξένοι θεσμικοί. Η επικράτηση των μικροεπενδυτών σε μια χρηματιστηριακή αγορά οδηγεί σε στρέβλωση των τιμών, είτε προς τα πάνω είτε προς τα κάτω, επειδή προκαλούν "θορύβους" στις τιμές των μετοχών (εξ ου και ο όρος noise traders για τους μικροεπενδυτές) και αδυνατούν να τις τιμολογήσουν σωστά (fair pricing). Η "φούσκα" του 1999 είχε ως αποτέλεσμα τη μεταφορά πλούτου από τους αμήτους επενδυτές (noise traders), οι οποίοι εισήλθαν μαζικά στα υψηλότερα επίπεδα του Δείκτη (Διάγραμμα 1), στους καλύτερα πληροφορημένους, οι οποίοι ήταν κυρίως οι ιδιοκτήτες των εισηγμένων εταιριών.

Διάγραμμα 1



4.2 Overconfidence (Υπερεμπιστοσύνη).

Συχνά οι επενδυτές υπερεκτιμούν τις επενδυτικές τους ικανότητες και τις γνώσεις τους πάνω στην χρηματιστηριακή αγορά και πιστεύουν ότι διαθέτουν καλύτερη πληροφόρηση από το σύνολο της αγοράς. Έτσι πιστεύουν ότι μπορούν πάντα να προβλέπουν, να τιμολογούν και να υπερέχουν της αγοράς. Οι πεποιθήσεις τους ταυτόχρονα δεν αλλάζουν εύκολα.

4.3 Loss Aversion (Αποστροφή Κινδύνου).

Η αποστροφή κινδύνου είναι μία σημαντική ψυχολογική έννοια που λαμβάνει ιδιαίτερης προσοχής στην οικονομική ανάλυση. Διατυπώθηκε αρχικά από τους **Kahneman και Trevsky (1979)** στα πλαίσια της Θεωρίας Προσδοκιών (Prospect theory). Η αποστροφή κινδύνου μπορεί να εξηγήσει πολλά φαινόμενα που παραμένουν παράδοξα στην παραδοσιακή Θεωρία Επιλογής. Πολλά γνωστά παραδείγματα είναι : η επίδραση της χρηματοδότησης [Thaler (1980)], the equity premium puzzle [Benartzi and Thaler (1995)], and the status quo bias [Samuelson and Zeckhauser (1988)]. Τα τελευταία χρόνια η αποστροφή του κινδύνου έχει εφαρμοστεί και στο Behavioral Finance [Barberis et al. (2001), Barberis and Huang (2001), Berkelaar and Kouwenberg (2000a,b), Roger (2001), and Gomes(2002)].

Σύμφωνα με τους **Kahneman και Trevsky (1979)**, οι επενδυτές έχουν την τάση να αντιδρούν πιο υπερβολικά στις ζημιές από ότι στα κέρδη. Πιστεύουν πως οι σημερινές μετοχές που έχουν χάσει μέρος της αξίας τους θα αποδειχτούν αύριο περισσότερο αποδοτικές από τις σημερινές κερδοφόρες, ενώ οι σημερινές κερδοφόρες θα αποβούν ζημιογόνες. Έτσι αποφασίζουν να κρατήσουν τις μετοχές που έχουν πραγματοποιήσει ζημιές και να πωλήσουν τις επικερδείς.

Μπορεί η αποστροφή κινδύνου να είναι λογική?

«Θα δεχόσασταν μια έκπτωση 5%, ή θα αποφεύγατε μια προσαύξηση 5%;» Η ίδια αλλαγή στην τιμή, που πλαισιώνεται διαφορετικά, έχει μια σημαντική επίδραση στην καταναλωτική συμπεριφορά.

Υπάρχει μια κριτική στην άποψη των οικονομολόγων, ότι η συμπεριφορά αυτή είναι παράλογη. Η υπονοούμενη υπόθεση των συμβατικών οικονομικών θεωριών είναι ότι το μόνο σχετικό μέτρο είναι το μέγεθος της απόλυτης αλλαγής στις δαπάνες. Στο ανωτέρω παράδειγμα, το να κερδίσεις 5% θεωρείται ισοδύναμο με το να αποφύγεις να πληρώσεις 5% παραπάνω. Αυτό δεν είναι η μόνη λογική ερμηνεία. Μια άλλη άποψη είναι ότι το σημαντικότερο μέτρο είναι το μέγεθος της σχετικής αλλαγής στον πλούτο

του επενδυτή. Σύμφωνα με το ανωτέρω παράδειγμα, μια έκπτωση 5% δεν είναι ισοδύναμη με την αποφυγή μιας προσαύξησης 5%. Ο συλλογισμός είναι ο ακόλουθος:

Πάρτε ένα υποθετικό στοιχείο με ένα κόστος \$1000, και εξετάστε δύο πιθανά σενάρια:

* Στο πρώτο σενάριο, ο αγοραστής αναμένει να πληρώσει \$1000, αλλά του προσφέρεται μια έκπτωση 5%. Η τιμή δηλαδή ανέρχεται στα \$950. Η έκπτωση αυτή σημαίνει ότι αποταμιεύει 50\$, κερδίζει δηλαδή 5%.

* Στο δεύτερο σενάριο, υπάρχει μια προσαύξηση 5%, ή \$50. Ο αγοραστής αναμένει να πληρώσει \$1050. Η αποφυγή της προσαύξησης θα σήμαινε μια τιμή \$1000. Οι αγοραστής βλέπουν αυτό ως αποταμίευση \$50 σε αυτό που ανέμεναν να πληρώσουν: \$1,050. Κατά συνέπεια, η αντιληπτή αποταμίευση είναι $50/1050 \times 100\% = \text{περ. } 4.76\%$.

Όταν η αποταμίευση σχετικά με τον υπόλοιπο πλούτο (ή το απόθεμα των χρημάτων) είναι διαφορετική, η αξία της συναλλαγής αλλάζει αναλόγως. Όταν χρησιμοποιείται αυτή η ερμηνεία, οι αποφάσεις που λαμβάνονται από τους καταναλωτές δεν είναι απαραίτητως παράλογες.

Εάν ένα πρόσωπο έχει μόνο \$1000, παίρνοντας επιπλέον \$1000 απλά διπλασιάζει τον πλούτο του (πράγμα επιθυμητό), αλλά η απώλεια \$1000 θα του στοίχιζε περισσότερο. Σε αυτήν την περίπτωση, λαμβάνοντας υπόψη την ανάγκη για χρήματα, για τρόφιμα και στέγη προκειμένου να επιζήσει, το άτομο θα προτιμήσει να μη χάσει \$1000 από το να προσπαθήσει να κερδίσει \$1000.

Όλα τα ανωτέρω αποτελέσματα μπορούν να εκφραστούν σε όρους της χρησιμότητας των χρημάτων, και όχι ως γραμμικό μέτρο της χρησιμότητας. Με άλλα λόγια, εάν τα χρήματα έχουν μειωμένη οριακή χρησιμότητα, τότε κάθε δολάριο αξίζει λιγότερο από το προηγούμενο. Σχετικά με το προηγούμενο παράδειγμα, τα πρώτα \$1000 μπορεί να αξίζουν \$1000 για ένα άτομο, και τα δεύτερα \$1000 να αξίζουν μόνο \$950 (από άποψη χρησιμότητας). Αυτό δεν θα ήταν «αποστροφή κινδύνου» αλλά ένα φαινόμενο που εξηγείται επαρκώς από την οικονομική θεωρία.

Ένα εναλλακτικό παράδειγμα

Φανταστείτε ότι η χώρα σας προετοιμάζεται για ένα ξέσπασμα μιας ασθένειας που αναμένεται να σκοτώσει 600 ανθρώπους. Λαμβάνοντας υπόψη την επιλογή μεταξύ δύο προγραμμάτων εμβολιασμού, το πρόγραμμα Α που θα σώσει 200 και το

πρόγραμμα Β που θα σώσει και τους 600 ανθρώπους με πιθανότητα $1/3$, οι περισσότεροι θα επιλέξουν το πρόγραμμα Α.

Εντούτοις, εάν η ερώτηση πλαισιωθεί ως εξής:

Φανταστείτε ότι η χώρα σας προετοιμάζεται για ένα ξέσπασμα μιας ασθένειας που αναμένεται να σκοτώσει 600 ανθρώπους. Λαμβάνοντας υπόψη την επιλογή μεταξύ δύο προγραμμάτων εμβολιασμού, το πρόγραμμα Γ που θα επιτρέψουν σε 400 ανθρώπους να πεθάνουν και το πρόγραμμα Δ που δεν θα αφήσει κανέναν να πεθάνει με πιθανότητα $1/3$ και οι 600 θα πεθάνουν με πιθανότητα $2/3$, οι περισσότεροι άνθρωποι θα επιλέξουν την επιλογή Δ.

Αυτό είναι ένα παράδειγμα της αποστροφής κινδύνου: οι δύο καταστάσεις είναι ίδιες σε ποσοτικούς όρους, αλλά παρατηρούμε ότι η σίγουρη απώλεια 400 ανθρώπων είναι πιο αποκρουστική από την πιθανή απώλεια 600.

4.4 Mental Accounting.

Μια οικονομική έννοια που καθιερώνεται από τον οικονομολόγο Richard Thaler και υποστηρίζει ότι τα άτομα διαιρούν τα τρέχοντα και μελλοντικά περιουσιακά στοιχεία τους σε χωριστές ενότητες. Τα άτομα ορίζουν διαφορετικά επίπεδα χρησιμότητας σε κάθε ομάδα περιουσιακών στοιχείων, πράγμα που έχει επιπτώσεις στις αποφάσεις κατανάλωσής τους και σε άλλες συμπεριφορές τους.

Το Mental Accounting είναι ένα σύνολο γνωστικών διαδικασιών που χρησιμοποιούνται από άτομα για να οργανώσουν, αξιολογήσουν και παρακολουθήσουν τις οικονομικές δραστηριότητες. Τρία παρακλάδια του Mental Accounting λαμβάνουν την μεγαλύτερη προσοχή. Το **πρώτο** αναφέρεται στο πώς οι εκβάσεις γίνονται αντιληπτές και βιώνονται, και πώς οι αποφάσεις λαμβάνονται και αξιολογούνται στη συνέχεια. Το **δεύτερο** περιλαμβάνει την κατηγοριοποίηση των δαπανών, αποτελεσμάτων και δραστηριοτήτων σε συγκεκριμένους λογαριασμούς. Οι δαπάνες ομαδοποιούνται σε κατηγορίες (κατοικία, τρόφιμα, κ.λπ.) και τα έξοδα περιορίζονται μερικές φορές από υπονοούμενους ή ρητούς προϋπολογισμούς. Το **τρίτο** αφορά τη συχνότητα με την οποία οι λογαριασμοί αξιολογούνται. Οι λογαριασμοί μπορούν να κατηγοριοποιηθούν καθημερινά, εβδομαδιαία, ετήσια και τα λοιπά, και μπορούν να καθοριστούν λεπτομερώς ή ευρέως. Κάθε ένα από τα συστατικά του Mental Accounting παραβιάζει την οικονομική αρχή της ανταλλαξιμότητας.

Οι επενδυτές έχουν την τάση να κάνουν συγκρίσεις στο μυαλό τους διαφόρων γεγονότων με αποτέλεσμα η διαφορά μεταξύ αυτών των συγκρίσεων να επηρεάζει τη

συμπεριφορά τους περισσότερο από τα ίδια τα γεγονότα. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα αυτής της θεωρίας είναι ο δισταγμός που έχουν οι επενδυτές να πουλήσουν μια μετοχή που πραγματοποίησε τεράστια κέρδη στο παρελθόν, ενώ τώρα παρουσιάζει ήπια κερδοφορία. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι επενδυτές έχουν συνηθίσει να αποκομίζουν υψηλά κέρδη και έτσι δεν επιθυμούν να πωλήσουν σε τιμές που δεν θα τους αποδώσουν το ίδιο ύψος κερδών.

Πώς ένα πρόσωπο λαμβάνει τις οικονομικές αποφάσεις που το αφορούν, όπως τι να αγοράσει, πόσο να αποταμιεύσει, και είτε να αγοράσει είτε να μισθώσει ένα στοιχείο; Πώς τα αποτελέσματα αυτών των οικονομικών συναλλαγών αξιολογούνται και βιώνονται; Οι άνθρωποι αντιλαμβάνονται τα αποτελέσματα αυτά από την θεωρία προσδοκιών των Kahneman και Tversky (1979).

4.5 Regret Theory (Η Θεωρία των Τύψεων).

Σχετίζεται με τη συναισθηματική αντίδραση των επενδυτών στην πραγματοποίηση μιας λάθος κρίσης. Μια απόφαση που καταλήγει σε ένα άσχημο αποτέλεσμα, οδηγεί σε τύψεις. Συχνά πολλοί επενδυτές δεν προχωρούν στην πώληση ενός τίτλου του οποίου η αξία σημειώνει πτώση γιατί δεν θέλουν να παραδεχτούν ότι έκαναν μια λάθος επένδυση και επιπλέον γιατί θα νιώσουν ντροπή αναφέροντας την πραγματοποίηση ζημιάς. Επίσης, δεν είναι λίγες οι φορές που προτιμούν να αγοράσουν μια δημοφιλή μετοχή ακολουθώντας το πλήθος, οπότε σε περίπτωση που χάσουν θα νιώθουν λιγότερες τύψεις από το αν έχαναν επενδύοντας σε μία άγνωστη αλλά δικής τους επιλογής μετοχή. Επειδή λοιπόν οι επενδυτές δεν θέλουν να μετανιώνουν για τις επενδυτικές τους επιλογές, σπάνια ακολουθούν μη συμβατικές επενδυτικές στρατηγικές που δεν είναι δημοφιλείς και δεν προτιμώνται από ένα μεγάλο μέρος του επενδυτικού κοινού.

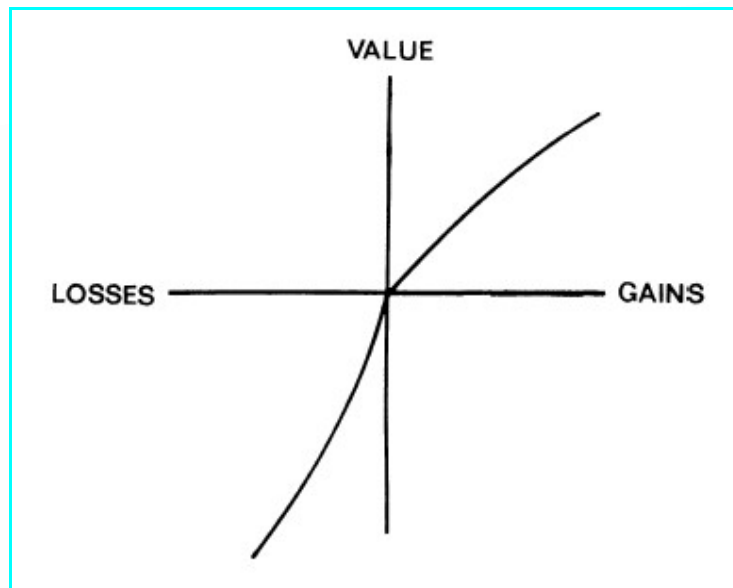
Ο φόβος των τύψεων μπορεί να παρακινήσει τους επενδυτές είτε να αποφεύγουν το ρίσκο, είτε να ρισκάρουν περισσότερο. Παραδείγματος χάριν, υποθέστε ότι ένας επενδυτής αγοράζει τη μετοχή μιας μικρής επιχείρησης μετά από τη σύσταση ενός φίλου του. Μετά από έξι μήνες, η τιμή της μετοχής πέφτει κατά 50% και έτσι ο επενδυτής πωλεί τη μετοχή έχοντας απώλεια. Για να αποφύγει τις τύψεις στο μέλλον, ο επενδυτής θα ερευνησει οποιαδήποτε μετοχή του συστήνει ο φίλος του. Ας υποθέσουμε ότι ο επενδυτής δεν έπαιρνε τη σύσταση του φίλου για να αγοράσει τη μετοχή και η τιμή αυξανόταν κατά 50%. Κατά συνέπεια, για να αποφύγει τις τύψεις ότι έχασε, στο μέλλον θα αγοράσει τις μετοχές που του σύστησε ο φίλος του.

4.6 Prospect Theory (Η Θεωρία των προσδοκιών/προοπτικής).

Η θεωρία των προσδοκιών αναπτύχθηκε από τους Daniel Kahneman και Amos Tversky το 1979 σαν εναλλακτική λύση της αναμενόμενης θεωρίας χρησιμότητας. Περιγράφει το πώς οι άνθρωποι κάνουν επιλογές σε καταστάσεις όπου πρέπει να αποφασίσουν μεταξύ εναλλακτικών λύσεων που περιλαμβάνουν κίνδυνο, π.χ. στις χρηματοδοτικές αποφάσεις. Ξεκινώντας από τα εμπειρικά στοιχεία, η θεωρία περιγράφει πώς τα άτομα αξιολογούν τις πιθανές απώλειες και τα κέρδη.

Η θεωρία περιγράφει κάποιες διαδικασίες απόφασης που αποτελούνται από δύο στάδια, το στάδιο της έκδοσης και της αξιολόγησης. Στο πρώτο, οι άνθρωποι αποφασίζουν ποιες εκβάσεις θεωρούν ίδιες και θέτουν ένα σημείο αναφοράς και θεωρούν τις χαμηλότερες εκβάσεις ως απώλειες και τις μεγαλύτερες ως κέρδη. Στην ακόλουθη φάση αξιολόγησης, οι άνθρωποι συμπεριφέρονται σαν να υπολόγιζαν μια αξία (χρησιμότητα), βασισμένη στις πιθανές εκβάσεις και τις αντίστοιχες πιθανότητές τους, και επιλέγουν έπειτα την εναλλακτική λύση που έχει υψηλότερη χρησιμότητα.

Ο τύπος που οι Kahneman και Tversky υποθέτουν για τη φάση αξιολόγησης (στην απλούστερη μορφή του) δίνεται από $U=w(p_1)u(x_1)+w(p_2)u(x_2)+\dots$, όπου x_1, x_2, \dots είναι οι πιθανά εκβάσεις και p_1, p_2, \dots οι αντίστοιχες πιθανότητές τους. Το u είναι μια αποκαλούμενη εξίσωση αξίας που ορίζει μια αξία σε μια έκβαση. Η εξίσωση αξίας (που σκιαγραφείται στον διάγραμμα) που περνά μέσω του σημείου αναφοράς έχει μορφή τελικού s και, όπως η ασυμμετρία υπονοεί, υπάρχει ένας μεγαλύτερος αντίκτυπος απωλειών απ'ό,τι κερδών (αποστροφή απώλειας). Σε αντίθεση με την αναμενόμενη θεωρία χρησιμότητας, μετρά τις απώλειες και τα κέρδη, αλλά όχι τον απόλυτο πλούτο. Η εξίσωση W καλείται εξίσωση στάθμισης πιθανότητας και εκφράζει ότι οι άνθρωποι τείνουν να υπερβάλλουν στα γεγονότα που έχουν μικρή πιθανότητα να πραγματοποιηθούν, αλλά υποτιμούν την κατάσταση όταν τα γεγονότα έχουν μεγάλες πιθανότητες να πραγματοποιηθούν.



Ας παρακολουθήσουμε τη Θεωρία Προσδοκιών με ένα απλό παράδειγμα. Ας θεωρήσουμε ότι αγοράζουμε ένα συμβόλαιο ασφάλισης. Υποθέτουμε ότι η πιθανότητα κινδύνου είναι 1%, η πιθανή απώλεια είναι \$1000 και το ασφάλιστρο είναι \$15. Εάν εφαρμόσουμε prospect theory, πρέπει αρχικά να θέσουμε ένα σημείο αναφοράς. Αυτό θα μπορούσε να είναι, π.χ., ο παρών πλούτος, ή στη χειρότερη περίπτωση (το να χάσουμε \$1000). Εάν το σημείο αναφοράς είναι ο πλούτος, η απόφαση θα είναι είτε να πληρώσουμε \$15 (που δίνει την PT-χρησιμότητα του $u(-15)$) ή μια λαχειοφόρος αγορά με τις εκβάσεις \$0 (πιθανότητα 99%) ή \$-1000 (πιθανότητα 1%) που παράγει την PT-χρησιμότητα του $W(1\%)u(-1000)+w(99\%)u(0)=w(1\%)u(-1000)$. Αυτές οι εκφράσεις μπορούν να υπολογιστούν αριθμητικά. Για τις χαρακτηριστικές εξισώσεις αξίας και στάθμισης, η προηγούμενη έκφραση θα μπορούσε να είναι μεγαλύτερη και ως εκ τούτου η ασφάλεια να φαίνεται μη ελκυστική. Εάν θέτουμε το πλαίσιο σε \$-1000, και οι δύο εναλλακτικές λύσεις τίθενται στα κέρδη. Αυτό μπορεί έπειτα να οδηγήσει σε μια προτίμηση για την αγορά της ασφάλειας. Βλέπουμε σε αυτό το παράδειγμα ότι η πιθανή έκβαση της απώλειας \$1000 είναι υπερτιμημένη. Βλέπουμε λοιπόν, ότι οι άνθρωποι, π.χ., ταυτόχρονα αγοράζουν εισιτήρια λαχειοφόρων αγορών και ασφάλειες, αλλά μπορεί παράλληλα να επενδύουν τα χρήματά τους συντηρητικά.

Μερικές συμπεριφορές που παρατηρούνται στις οικονομικές θεωρίες, όπως η επίδραση της διάθεσης ή η αντιστροφή της αποστροφής κινδύνου/επιδίωξης κινδύνου σε περίπτωση κερδών ή απωλειών, μπορούν επίσης να εξηγηθούν από την θεωρία προσδοκιών.

Ένα σημαντικό αποτέλεσμα της θεωρίας προοπτικής είναι, ο τρόπος με τον οποίο οι οικονομικοί φορείς πλαισιώνουν μια έκβαση ή μια συναλλαγή στο μυαλό τους, έχει επιπτώσεις στη χρησιμότητα που αναμένουν ή λαμβάνουν. Αυτή η πτυχή έχει χρησιμοποιηθεί ευρέως στα συμπεριφορικά οικονομικά και στο mental accounting.

Μια άλλη πιθανή επίπτωση στα οικονομικά είναι ότι οι άνθρωποι εξετάζουν όχι μόνο την αξία που λαμβάνουν οι ίδιοι, αλλά και την αξία που λαμβάνεται από άλλους. Αυτή η υπόθεση είναι σύμφωνη με την ψυχολογική έρευνα για την ευτυχία, η οποία βρίσκει ότι τα υποκειμενικά μέτρα της ευημερίας είναι σχετικά σταθερά κατά τη διάρκεια του χρόνου, ακόμη και παρά τις μεγάλες αυξήσεις στο βιοτικό επίπεδο (Easterlin, 1974 Frank, 1997).

Η αρχική διατύπωση της θεωρίας προσδοκίων προκάλεσε αναταραχές. Μια αναθεωρημένη έκδοση, αποκαλούμενη συσσωρευτική θεωρία προοπτικής εμφανίστηκε. Η συσσωρευτική θεωρία προοπτικής μπορεί να χρησιμοποιηθεί για απείρως πολλές ή ακόμα και συνεχείς εκβάσεις (π.χ. εάν η έκβαση μπορεί να είναι οποιοσδήποτε πραγματικός αριθμός).

Συμπερασματικά, οι επενδυτές αντιδρούν διαφορετικά σε ίδιες περιπτώσεις ανάλογα με το αν **περιμένουν** να έχουν κέρδη ή ζημιές. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, οι επενδυτές αισθάνονται καλύτερα όταν περιορίζονται οι ζημιές τους από όταν πραγματοποιούν κέρδη. Αυτή οι αποστροφή προς τις ζημιές σημαίνει ότι οι επενδυτές προθυμοποιούνται να αναλάβουν περισσότερο κίνδυνο προκειμένου να περιορίσουν τις ζημιές από ότι να πραγματοποιήσουν κέρδη. Έτσι εξηγείται το γεγονός ότι οι επενδυτές εθελούσια παραμένουν σε μία ζημιογόνο θέση αναλαμβάνοντας τον κίνδυνο, έχοντας την ελπίδα να περιορίσουν τη ζημιά. Όταν τα κέρδη είναι βέβαιο ότι θα συμβούν, οι περισσότεροι επενδυτές αποστρέφονται τον κίνδυνο, είναι δηλαδή risk averse. Αντίθετα, όταν πρόκειται να πάρουν μια επενδυτική απόφαση στην προσπάθειά τους να περιορίσουν τις ζημιές τους αποδέχονται σε μεγάλο βαθμό τον κίνδυνο, γίνονται δηλαδή risk takers. Τέλος, η θεωρία αυτή υποθέτει ότι οι άνθρωποι θεωρούν ότι έχει μεγαλύτερη αξία ένα περιουσιακό στοιχείο που ήδη κατέχουν από κάποιο άλλο που πρέπει να πληρώσουν για να το αποκτήσουν.

4.7 Anchoring (Επιλογή γνωστών τακτικών ακόμα και αν δεν είναι οι κατάλληλες).

Το anchoring είναι ένας όρος που χρησιμοποιείται στην ψυχολογία για να περιγράψει την τάση που έχει ο άνθρωπος να στηριχθεί σε ένα γνώρισμα ή κομμάτι πληροφοριών κατά λήψη των αποφάσεων. Κατά τη διάρκεια της λήψης μιας απόφασης, τα άτομα στηρίζονται υπερβολικά σε συγκεκριμένες πληροφορίες ή συγκεκριμένες αξίες και θέτουν στο περιθώριο πληροφορίες που μπορεί να ήταν χρήσιμες για τη λήψη της απόφασης. Παραδείγματος χάριν, ένα πρόσωπο που ενδιαφέρεται να αγοράσει ένα μεταχειρισμένο αυτοκίνητο – μπορεί να εστιάσει υπερβολικά στην ανάγνωση οδομέτρων και το έτος του αυτοκινήτου, και να χρησιμοποιήσει αυτά τα κριτήρια ως βάση για την αξία του αυτοκινήτου, παρά να εξετάσει πόσο καλά διατηρείται μηχανή. Για δεύτερο παράδειγμα, θεωρήστε μια απεικόνιση που παρουσιάστηκε από τον Daniel Kahneman. Ένα ακροατήριο καλείται αρχικά να σκεφτεί τα τελευταία 4 ψηφία του αριθμού κοινωνικής ασφάλισής του, και έπειτα να υπολογίσει τον αριθμό των παθολόγων ιατρών στη Νέα Υόρκη. Ο συσχετισμός μεταξύ του αριθμού κοινωνικής ασφάλισης ενός ατόμου και της εκτίμησής τους είναι περίπου 0,4- πέρα από αυτό που θα αναμενόταν κατά τύχη. Η απλή πράξη της σκέψης του πρώτου αριθμού επηρεάζει έντονα το δεύτερο αριθμό, ακόμα κι αν δεν υπάρχει καμία λογική σύνδεση μεταξύ τους.

Το anchoring παρατηρείται όταν λόγω της ελλιπούς πληροφόρησης οι επενδυτές υποθέτουν ότι οι τρέχουσες τιμές είναι οι σωστές. Για παράδειγμα, σε μια επιθετική αγορά κάθε νέο υψηλό μιας μετοχής συνδέεται άμεσα με το προηγούμενο υψηλό, ενώ οι τιμές της μετοχής στο μακρινό παρελθόν είναι για τους επενδυτές αδιάφορες. Οι επενδυτές έχουν την τάση να δίνουν πολύ βάρος στην πρόσφατη εμπειρία και να κάνουν υποθέσεις βασιζόμενοι στις πρόσφατες μόνο τάσεις, οι οποίες συχνά συγκρούονται με τις μακροπρόθεσμες τάσεις και πιθανότητες. Η υιοθέτηση μόνο των πρόσφατων τάσεων από τους επενδυτές σε βάρος των μακροπρόθεσμων δεδομένων έχει ως συνέπεια τις έντονες διακυμάνσεις της αγοράς. Οι επενδυτές τείνουν να είναι περισσότερο αισιόδοξοι όταν η αγορά είναι ανοδική και περισσότερο απαισιόδοξοι όταν η αγορά είναι πτωτική. Έτσι, παρατηρείται σημαντική υποχώρηση των τιμών όταν δημοσιοποιούνται άσχημα νέα και μεγάλου βαθμού άνοδος όταν υπάρχουν καλά νέα.

4.8 Herding (Το φαινόμενο της αγέλης).

Οι χρηματιστηριακές αγορές επηρεάζονται και από κάθε επενδυτή ξεχωριστά αλλά και από την ψυχολογία του συνόλου που συχνά διαφέρει από το άθροισμα των μερών. 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. Η συμπεριφορά του κοπαδιού αν και θεωρητικά μπορεί να περιγράψει την κίνηση των μετοχών, εμπειρικά είναι αδύνατον να ελεγχθεί.

Ο **Shleifer Andrei** στο κείμενό του **“Inefficient Markets: An Introduction To Behavioral Finance”**, θεωρεί την χρηματιστηριακή αγορά σαν ένα εκκρεμές που κινείται μεταξύ φόβου και απληστίας.

4.9 Over/Under reaction (Υπο/Υπεραντίδραση).

Οι αντιδράσεις των επενδυτών δεν είναι πάντα ίδιες στο άκουσμα των νέων πληροφοριών. Παρατηρείται το φαινόμενο της υποαντίδρασης και της υπεραντίδρασης. Οι έντονες αντιδράσεις σχετίζονται και με τα καλά νέα αλλά και με τα άσχημα.

Το Over/Under reaction σχετίζεται άμεσα με το anchoring γιατί το γεγονός ότι οι noise traders δίνουν ιδιαίτερο βάρος στις τρέχουσες τιμές της αγοράς σε βάρος άλλων πληροφοριών είναι αυτό που κάνει τις αγορές να παρουσιάζουν υπεραντιδράσεις ή υποαντιδράσεις. Αν αναλογιστούμε το γεγονός ότι οι noise traders δείχνουν ιδιαίτερη εμπιστοσύνη στον εαυτό τους και τις ικανότητές τους, θεωρώντας τον εαυτό τους ότι βρίσκεται σε υψηλότερο επίπεδο από τον μέσο επενδυτή το γεγονός ότι αγοράζουν αξιόγραφα τα οποία είναι ευρέως διαδεδομένα την παρούσα χρονική περίοδο και το γεγονός ότι τείνουν να διαπραγματεύονται ιδιαίτερα συχνά, προκύπτει ένα ακόμα χαρακτηριστικό που έχουν οι noise traders, το ότι είναι ιδιαίτερα αισιόδοξοι κατά τη διάρκεια της παρατεταμένης ανόδου και ιδιαίτερα απαισιόδοξοι κατά τη διάρκεια μιας παρατεταμένης πτώσης. Συμπερασματικά, κατανοούμε γιατί οι τιμές πέφτουν ιδιαίτερα πολύ κατά την έλευση δυσάρεστων νέων και ανεβαίνουν ιδιαίτερα πολύ με την έλευση ευχάριστων και κατ'επέκταση και τις φούσκες και τις κατακόρυφες πτώσεις των χρηματιστηριακών δεικτών που για πολλούς χαρακτηρίζονται από έλλειψη λογικής.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο : Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ ΧΑΟΥΣ ΚΑΙ ΟΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ

Οι επενδυτές λειτουργούν πολλές φορές με βάση κάποιους ψυχολογικούς παράγοντες, επομένως δεν μπορεί μία ντετερμινιστική θεωρία να προβλέψει την συμπεριφορά τους. Η καταλληλότερη μέθοδος που μπορεί να εφαρμοστεί είναι η **Θεωρία του Χάους**. Ένα απλό παράδειγμα που μπορεί να περιγράψει τη θεωρία του χάους είναι αυτό που πρότεινε το 1972 ο μετεωρολόγος Έντουαρντ Λόρεντζ: «**το φτερούγισμα μιας πεταλούδας στη Βραζιλία, είναι σε θέση να προκαλέσει κυκλώνα στο Τέξας**». Αυτό το φαινόμενο όμως δεν το συναντάμε και στις αγορές;

Το καλοκαίρι του 1998 η αισιοδοξία που είχε χαρακτηρίσει την αγορά για ταύρους² της δεκαετίας του '90 άρχισε να υποχωρεί. Δεν υπήρχε κάποιο συγκεκριμένο πρόβλημα, απλώς μία σειρά από ανησυχίες, όπως ήταν η ύφεση στην Ιαπωνία, η πιθανή υποτίμηση στην Κίνα και την Ουάσινγκτον, η επικείμενη κρίση ρευστότητας στην Ρωσία. Αν συνέβαινε το τελευταίο θα πλήττονταν άμεσα οι δυτικές τράπεζες και οι διαπραγματευτές χρέους. Στις 4 Αυγούστου ο δείκτης Dow Jones σημείωσε πτώση 3.5%. Τρεις εβδομάδες αργότερα, καθώς τα νέα από τη Μόσχα χειροτέρευαν, οι μετοχές σημείωσαν νέα πτώση κατά 4,4% και στις 31 Αυγούστου κατά 6,8%. Τα αλλεπάλληλα χτυπήματα ήταν συντριπτικά και, για πολλούς επενδυτές ανεξήγητα. Η κορύφωση της διολίσθησης των τιμών των μετοχών ήταν το αποτέλεσμα ενός παράλογου και απρόβλεπτου πανικού. Ένας σχολιαστής της εφημερίδας Wall Street Journal σχολίασε πως ίσως χρειαστεί μια ολόκληρη ζωή μέχρι να αναπληρώσουν οι επενδυτές μέρος των απωλειών.

Το Behavioral Finance προσπαθεί να εξηγήσει πώς τα ανθρώπινα συναισθήματα επηρεάζουν τους επενδυτές στη διαδικασία λήψης αποφάσεων, καθώς έχει πιστοποιηθεί ότι οι σύγχρονες μέθοδοι ανάλυσης, σε περιόδους ακραίων χρηματιστηριακών φαινομένων, αδυνατούν να εξηγήσουν πλήρως τη συμπεριφορά των επενδυτών.

Η βασικότερη υπόθεση της θεωρίας αποτελεσματικής αγοράς είναι ότι **οι επενδυτές είναι ορθολογικοί**. Είδαμε όμως και περιπτώσεις όπου η συμπεριφορά των επενδυτών ξεπερνούσε τα όρια του ορθολογισμού. Οι επενδυτές αναπτύσσουν μία τέτοια συμπεριφορά είτε από φόβο για το πως θα κινηθούν οι τιμές στην αγορά, είτε από άγνοια. Πολλοί είναι οι επενδυτές που λόγω κάποιων τυχαίων γεγονότων, βγήκαν

² Ταύρος χαρακτηρίζεται μεταφορικά ο αισιόδοξος επενδυτής που προσδοκά άνοδο των τιμών της χρηματαγοράς και επενδύει σύμφωνα με τις προσδοκίες του. Αντίθετα, ως αρκούδα χαρακτηρίζεται ο επενδυτής που αναμένει πτώση των τιμών.

κερδισμένοι μέσα από βραχυχρόνιες τοποθετήσεις με αποτέλεσμα να εκφράζονται με τα καλύτερα λόγια για τη λειτουργία και την αποτελεσματικότητά τους. Από την άλλη πλευρά πολλοί είναι εκείνοι που λόγω κάποιας αποτυχημένης επένδυσης ή κακής εκτίμησης, έχουν άσχημη εικόνα για την αγορά, με συνέπεια να είναι «καταδικασμένοι» σε μακροχρόνιες ζημιές.

Οι κινήσεις των τιμών των μετοχών αποτελούν σημείο αναφοράς για πολλούς επιστήμονες του χώρου αλλά και για εκατομμύρια αναλυτές ανά τον κόσμο. Κοινός στόχος είναι η δημιουργία ενός χρηματοοικονομικού μοντέλου που θα μπορεί να προβλέπει απότομες πτώσεις και απρόβλεπτα επίπεδα κινδύνου που λαμβάνουν άθελά τους οι επενδυτές.

Έτσι, λοιπόν, πολλοί είναι οι άνθρωποι των θετικών επιστημών που εισχώρησαν στην οικονομική επιστήμη ώστε να μπορέσουν να καταστήσουν εφικτή την πρόβλεψη των τιμών των μετοχών. Αλλά υπάρχει ένα παράδοξο που δημιουργεί εξαιρετικές δυσχέρειες στην κατασκευή του παραπάνω μοντέλου. Βραχυχρονίως, η αγορά δείχνει να συμπεριφέρεται τυχαία αλλά μακροχρονίως η συμπεριφορά της αγοράς δείχνει ντετερμινιστική. Βέβαια, αυτό το παράδοξο μπορεί να υπάρχει καθώς οι μακροχρόνιες συνθήκες «χτίζονται» από τυχαία βραχυχρόνια αποτελέσματα.

Η θεωρία που εμφανίζεται, λοιπόν, ως η «αντίζηλος» της υπόθεσης των αποτελεσματικών αγορών για την εξήγηση της κίνησης των τιμών των μετοχών, είναι η θεωρία του χάους (Chaos Theory). Η ανάλυση αυτή μας πληροφορεί ότι οι τιμές των μετοχών είναι σε μεγάλο βαθμό τυχαίες ενσωματώνοντας μία χρονική τάση ως συνιστώσα της κίνησης. Το ποσοστό της τάσης ποικίλλει από αγορά σε αγορά και από οικονομία σε οικονομία.

Πρώτος που έδωσε το λάκτισμα για τον ενδιαφέρον υπέρ της θεωρίας του Χάους στα οικονομικά είναι ο Μπενουά Μάντελμπροτ, ένας Γάλλος Μαθηματικός, που εφάρμοσε την ανάλυση των φράκταλς (fractals) σε φαινομενικά τυχαίες τιμές του Βαμβακιού, βρίσκοντας σαφείς αποδείξεις ότι τα μονοπάτια που ακολουθούν σε ημερήσια, εβδομαδιαία και μηνιαία βάση είναι παρόμοια. Ο Έντγκαρ Πίτερς στο βιβλίο του «Χάος και τάξη στις Κεφαλαιαγορές» υποστηρίζει ότι οι ομολογιακές αγορές και αυτές των μετοχών αναλύονται πολύ πιο αποτελεσματικά από την θεωρία των αποτελεσματικών αγορών.

Το φράκταλ είναι μία γεωμετρική δομή (γεωμετρία αλγορίθμων) που είναι παρόμοια με το κορμό ενός δέντρου. Αν κάποιος σπάσει ένα κλαδάκι από τον κορμό, τότε αυτό θα μοιάζει με τον κορμό. Αυτή κλιμάκωση συνεχίζεται εσσαιεί σε όλα τα

πραγματικά συστήματα. Έτσι, πολλοί είναι αυτοί που θεωρούν πως οι αγορές έχουν φρακταλιστική δομή. Η πιο εντυπωσιακή ιδιότητα των φράκταλ σχημάτων είναι ότι τα χαρακτηριστικά τους μοτίβα επαναλαμβάνονται σε ολοένα και μικρότερες, «βαθύτερες» κλίμακες, έτσι ώστε τα μέρη τους, σε οποιαδήποτε κλίμακα, να μοιάζουν με το όλον. Υπάρχει πληθώρα μορφών του φυσικού μας κόσμου που χαρακτηρίζονται από **αυτο-ομοιότητα**. Η φτέρη ανήκει στην κατηγορία των φυτών που εκδηλώνουν την ιδιότητα της αυτοομοιότητας με τον καλύτερο τρόπο.



Μια φτέρη αποτελείται από φύλλα καθένα από τα οποία αποτελείται από πολλά μικρότερα. Και αυτά ακόμα τα μικρά φύλλα αποτελούνται από ακόμα μικρότερα που διατηρούν την ίδια δομή με τη φτέρη. Σύμφωνα με τους επιστήμονες που ασχολούνται με τη θεωρία του Χάους, μία πεταλούδα μπορεί να ξεκινήσει έναν τυφώνα. Έτσι, λοιπόν, μπορούμε να φανταστούμε ότι μερικά απλά οικονομικά γεγονότα μπορούν να οδηγήσουν σε μια μεγάλη στρατηγική κίνηση στις αγορές.

Η θεωρία του χάους αποτελεί ένα πολύ χρήσιμο εργαλείο στα χέρια των επιστημόνων για την εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων για τη συμπεριφορά των χρηματαγορών παγκοσμίως. Αποτελεί μία σχετικά νέα θεώρηση της χρηματοοικονομικής δομής των αγορών παρακάμπτοντας την πολυδιαφημισμένη και πολλάκις χρησιμοποιημένη θεωρία, που βασίζεται στην υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών. Ακριβώς αυτό είναι που θέλει να τονίσει και ο **Mandelbrot στο νέο βιβλίο του «Ο πίνακας του Χάους. Γιατί καταρρέουν οι αγορές», 2006** και να δώσει μία εναλλακτική θεώρηση για την κατανόηση και εξήγηση των μετοχικών διακυμάνσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^ο: OVER/UNDER REACTION, ΟΙ ΑΝΤΙΘΕΤΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΚΑΙ ΟΙ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΣΧΕΤΙΚΗΣ ΕΝΔΥΝΑΜΩΣΗΣ

Όπως αναφέραμε και στο κεφάλαιο 4, μία σημαντική συμπεριφορά που συναντάτε στο Behavioral Finance είναι η υπερ/υπο αντίδραση. Οι αντιδράσεις των επενδυτών δεν είναι πάντα ίδιες στο άκουσμα των νέων πληροφοριών. Οι έντονες αντιδράσεις σχετίζονται και με τα καλά νέα αλλά και με τα άσχημα. Οι περισσότεροι άνθρωποι τείνουν να αντιδρούν υπερβολικά (overreact) σε μη αναμενόμενα δραματικά γεγονότα. Μεταφέροντας τις σκέψεις αυτές στο επενδυτικό περιβάλλον η συμπεριφορά αυτή των επενδυτών οδηγεί στην έντονη υπερτίμηση κάποιων συγκεκριμένων μετοχών και στην αντίστοιχη υποτίμηση άλλων.

Εάν ισχύει η τάση αυτή συστηματικά, τότε δημιουργείται δυνατότητα εφαρμογής συγκεκριμένων στρατηγικών οι οποίες στηρίζονται στην ψυχολογία των επενδυτών και αποφέρουν υπερκανονικά κέρδη.

Αξίζει να σημειωθεί ότι υπάρχουν αποδείξεις ότι οι προσδοκίες ακόμα και των επαγγελματιών αναλυτών χρεογράφων και διαχειριστών περιλαμβάνουν το ίδιο σφάλμα υπερβολικής αντίδρασης (**De Bondt 1985**).

Πρόσφατες εμπειρικές μελέτες οι οποίες εντάσσονται στον χώρο της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής (Behavioral Finance) (**De Bondt-Thaler (1985-1987)**, **Howa (1986)**, **Chan (1988)**, **Fama & French (1988)**, **Ball-Kothari (1989)**, **Zarowin (1989,1990)**, **Jegadeesh (1990)**, **Jegadeesh & Titman (1993)**, **Chopra et al (1992)**, **Kryzanowski –Zhang (1991)**, **Ferri-Min (1996)**, **Barberis-Shleifer-Vishny (1997)**, **Chordia-Shivakumar (2002)**), κ.α. ασχολήθηκαν με την υπόθεση της Υπερβολικής Αντίδρασης. Ορισμένες από αυτές, απέδειξαν ότι η αγορά μετοχών οι οποίες παρουσίασαν την μικρότερη απόδοση (losers) για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και η ταυτόχρονη πώληση των μετοχών οι οποίες παρουσίασαν την μεγαλύτερη απόδοση (winners) την ίδια χρονική περίοδο, οδηγούν τους επενδυτές στο να αποκομίσουν σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις. Οι στρατηγικές αυτές ονομάζονται **αντίθετες στρατηγικές (contrarian strategies)**.

Παρά το γεγονός ότι η τρέχουσα βιβλιογραφία ασχολείται επαρκώς με τις αντίθετες στρατηγικές, η πιο πρόσφατη βιβλιογραφία των χρηματιστηριακών αγορών έχει συγκεντρώσει την προσοχή της στις **στρατηγικές σχετικής ενδυνάμωσης (relative strength ή momentum strategies)**. Σύμφωνα με τη προσέγγιση αυτή κάποιος αγοράζει παρελθόντες νικητές και πουλάει παρελθόντες ηττημένους.

Ο σκοπός του άρθρου αυτού είναι να εξετάσει την αποτελεσματικότητα της προαναφερθείσας στρατηγικής επενδύοντας σε μετοχικά A/K εσωτερικού και σε μετοχές και χαρτοφυλάκια του Γενικού Δείκτη.

6.1 Επένδυση σε μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια Εσωτερικού

Αρχικά, προσδιορίσαμε τους WINNERS και LOSERS για την περίοδο 1996-2006. Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε είναι όμοια με εκείνη των White και Miles³. Το κριτήριο για την επιλογή των A/K είναι η απλή απόδοση. Στη συνέχεια αφού εντοπίσαμε τον WINNER για κάθε έτος (δηλ. το A/K με την μεγαλύτερη απόδοση), επενδύσαμε σε αυτό το A/K για το επόμενο έτος με αρχικό κεφάλαιο 100,000 €. Συνεπώς, δημιουργήσαμε μια στρατηγική διαδοχικών επενδύσεων στα πιο επιτυχημένα A/K ως προς το εξεταζόμενο κριτήριο και παρακολούθησαμε την πορεία τους κατά την επόμενη χρονιά. Η ίδια στρατηγική εφαρμόστηκε και για τους LOSERS.

Στόχος της εργασίας αυτής είναι η αξιολόγηση αυτών των δύο στρατηγικών σε σχέση με την απόδοση της αγοράς, στην προκειμένη περίπτωση το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Ως **benchmark** λαμβάνουμε το **Γενικό Δείκτη του ΧΑΑ** εφόσον αναφερόμαστε αποκλειστικά σε μετοχικά A/K εσωτερικού.

Στους πίνακες που ακολουθούν παρουσιάζονται οι WINNERS και LOSERS για την περίοδο 1996-2006 καθώς και η απόδοσή τους την επόμενη περίοδο.

Απόδοση = (τιμή εξαγοράς – τιμή διάθεσης) / τιμή διάθεσης

$$R = (P_{\epsilon} - P_{\delta}) / P_{\delta}$$

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.1 - WINNERS

³ LAST YEAR'S WINNERS AS THIS YEAR'S PICKS: AN ANALYSIS OF RECENT HINDSIGHT AS A MUTUAL FUND TRADING RULE? John B. White and Morgan P. Miles *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol. 12, Nov 1999

ΕΤΟΣ	WINNER	ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΣΤΟΝ WINNER	ΑΠΟΛΟΣΗ ΕΠΟΜΕΝΟΥ ΕΤΟΥΣ	ΚΕΦΑΛΑΙΟ (€)
1996	ΑΒΝ ΑΜΒΡΟ Αναπτυξιακό			100.000,00
1997	ΑΛΦΑ ΤΡΑΣΤ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	ΑΒΝ ΑΜΒΡΟ Αναπτυξιακό	63,33%	163.330,00
1998	ΑΛΦΑ ΤΡΑΣΤ ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (Μετοχικό Εσωτ.)	ΑΛΦΑ ΤΡΑΣΤ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	124,86%	367.263,83
1999	ΑΛΦΑ ΤΡΑΣΤ ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (Μετοχικό Εσωτ.)	ΑΛΦΑ ΤΡΑΣΤ ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (Μετοχικό Εσωτ.)	245,03%	1.267.170,41
2000	HSBC Α/Κ ΤΟΡ 20	ΑΛΦΑ ΤΡΑΣΤ ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (Μετοχικό Εσωτ.)	-48,72%	649.804,99
2001	ΑΛΦΑ ΤΡΑΣΤ Υποδομής	HSBC Α/Κ ΤΟΡ 20	-18,30%	530.890,68
2002	ΕΓΝΑΤΙΑ ΑΘΗΝΑ Δυναμικό	ΑΛΦΑ ΤΡΑΣΤ Υποδομής	-29,55%	374.012,49
2003	ΔΗΛΟΣ Χρηματοοικονομικών Εταιριών (Financial) (Μετοχικό Εσωτ.)	ΕΓΝΑΤΙΑ ΑΘΗΝΑ Δυναμικό	41,47%	529.115,46
2004	ΑΛΦΑ Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ Χρηματοοικονομικών Εταιριών (Financial)	18,67%	627.901,31
2005	Millennium Mid Cap Μετοχικό Εσωτερικού	ΑΛΦΑ Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού	33,65%	839.190,10
2006		Millennium Mid Cap Μετοχικό Εσωτερικού	42,83%	1.198.615,22

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.2 - LOSERS

ΕΤΟΣ	LOSER	ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΣΤΟΝ LOSER	ΑΠΟΛΟΣΗ ΕΠΟΜΕΝΟΥ ΕΤΟΥΣ	ΚΕΦΑΛΑΙΟ (€)
1996	ΤΕΛΕΣΙΣ (Μετοχικό Εσωτ.)			100.000,00
1997	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	ΤΕΛΕΣΙΣ (Μετοχικό Εσωτ.)	56,66%	156.660,00
1998	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	22,69%	192.206,15
1999	HSBC A/K TOP 20	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	130,78%	443.573,35
2000	A/K GENIKI Αναπτυσσομένων Εταιριών Μετοχικό Εσωτερικού	HSBC A/K TOP 20	-25,63%	329.885,50
2001	A/K GENIKI Αναπτυσσομένων Εταιριών Μετοχικό Εσωτερικού	A/K GENIKI Αναπτυσσομένων Εταιριών Μετοχικό Εσωτερικού	-38,91%	201.527,06
2002	MARFIN Growth Μετοχικό Εσωτερικού	A/K GENIKI Αναπτυσσομένων Εταιριών Μετοχικό Εσωτερικού	-38,34%	124.261,59
2003	ΑΑΑΒ Α.Κ. Μετοχών Εσωτερικού	MARFIN Growth Μετοχικό Εσωτερικού	-11,56%	109.896,96
2004	ΑΑΑΒ Α.Κ. Μετοχών Εσωτερικού	ΑΑΑΒ Α.Κ. Μετοχών Εσωτερικού	-11,40%	97.368,71
2005	MARFIN Premium Μετοχικό Εσωτερικού	ΑΑΑΒ Α.Κ. Μετοχών Εσωτερικού	16,37%	113.307,96
2006		MARFIN Premium Μετοχικό Εσωτερικού	16,66%	132.185,06

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.3

ΕΤΟΣ	ΓΛΧΑΑ	ΚΕΦΑΛΑΙΟ	WINNERS	ΚΕΦΑΛΑΙΟ	LOSERS	ΚΕΦΑΛΑΙΟ
		100.000,00		100.000,00		100.000,00
1997	58,51%	158.510,00	63,33%	163.330,00	56,66%	156.660,00
1998	85,02%	293.275,20	124,86%	367.263,83	22,69%	192.206,15
1999	102,19%	592.973,12	245,03%	1.267.170,41	130,78%	443.573,35
2000	-41,52%	346.770,68	-48,72%	649.804,99	-25,63%	329.885,50
2001	-23,53%	265.175,54	-18,30%	530.890,68	-38,91%	201.527,06
2002	-32,53%	178.913,94	-29,55%	374.012,49	-38,34%	124.261,59
2003	29,46%	231.621,98	41,47%	529.115,46	-11,56%	109.896,96
2004	23,09%	285.103,49	18,67%	627.901,31	-11,40%	97.368,71
2005	29,71%	369.807,73	33,65%	839.190,10	16,37%	113.307,96
2006	19,93%	443.510,41	42,83%	1.198.615,22	16,66%	132.185,06

Τα συμπεράσματα που προκύπτουν από τους ανωτέρω πίνακες είναι τα εξής:

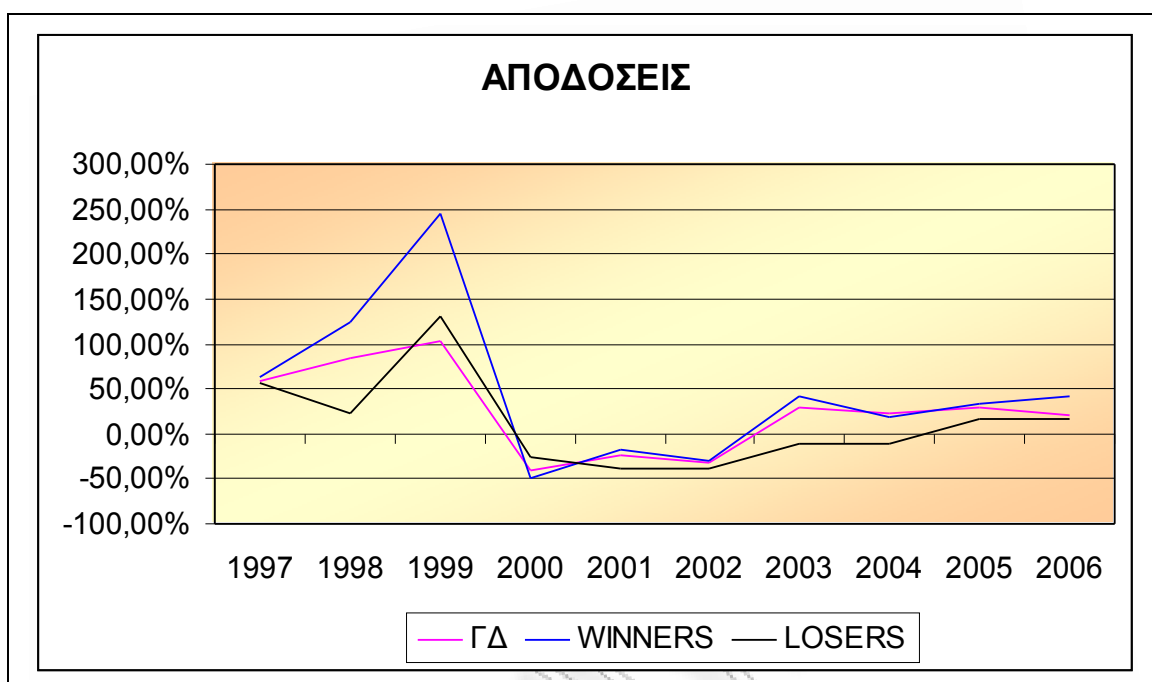
Η χρήση της στρατηγικής επανεπένδυσης σε Α/Κ νικητών με βάση την απλή απόδοση υπερτερεί συστηματικά αυτής των ηττημένων. Αυτό ωστόσο δεν ισχύει και σε σχέση με τις στρατηγικές παθητικής διαχείρισης του Γενικού Δείκτη. Συγκεκριμένα, κατά την περίοδο 1997-1999 ξεπερνά κατά πολύ το Γενικό Δείκτη του ΧΑΑ καθώς και κατά τα υπόλοιπα έτη πετυχαίνει καλύτερες αποδόσεις εκτός από το έτος 2004 που η απόδοση του Γενικού Δείκτη είναι μεγαλύτερη.

Η στρατηγική επανεπένδυσης σε Α/Κ των losers δεν κατάφερε να ξεπεράσει το δείκτη αναφοράς εκτός από το έτος 1999, σε μία έντονα ανοδική αγορά, και το 2000 που παρουσίασε μία πτώση μικρότερη από αυτή του Γενικού Δείκτη.

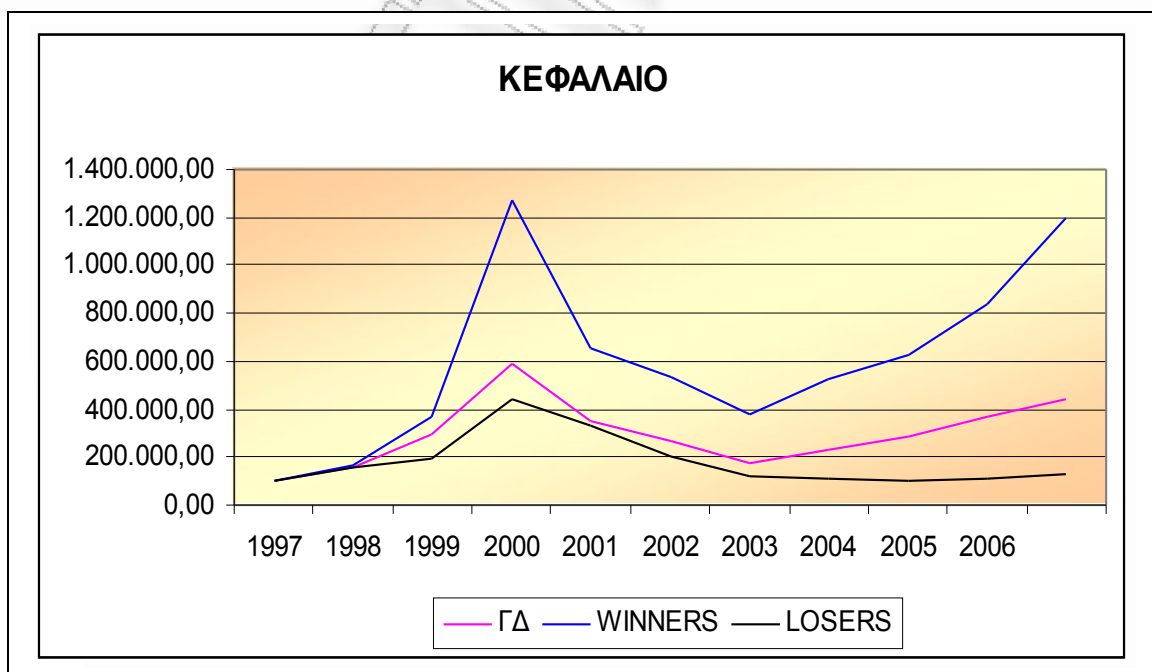
Η επιλογή των Α/Κ winners θα μπορούσε να θεωρηθεί μια επιτυχημένη στρατηγική καθώς με αρχικό κεφάλαιο 100,000 € κατάφερε να το αυξήσει στα 1.198.615,22 € (1098,61%) ξεπερνώντας το Γενικό Δείκτη για την περίοδο 1996-2006. Η επιλογή των Α/Κ losers οδηγεί και αυτή σε αύξηση του κεφαλαίου της τάξεως του 32,18%.

Τα διαγράμματα που ακολουθούν παρουσιάζουν τις αποδόσεις των WINNERS και LOSERS για την περίοδο 1996-2006 σε σχέση με το Γενικό Δείκτη, καθώς και τη διαμόρφωση του κεφαλαίου των WINNERS και LOSERS για την περίοδο 1996-2006 σε σχέση με το Γενικό Δείκτη.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.1



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.2



6.2 Επένδυση σε μετοχές και χαρτοφυλάκια του Γενικού Δείκτη

Όπως και στην επένδυση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων, έτσι και εδώ προσδιορίσαμε αρχικά τους WINNERS και LOSERS για την περίοδο 1996-2006. Το κριτήριο για την επιλογή των μετοχών είναι η απλή απόδοση. Στη συνέχεια αφού εντοπίσαμε τον WINNER για κάθε έτος (δηλ. τη μετοχή με την μεγαλύτερη απόδοση), επενδύσαμε σε αυτήν για το επόμενο έτος με αρχικό κεφάλαιο 100,000 €. Συνεπώς, δημιουργήσαμε μια στρατηγική διαδοχικών επενδύσεων στις πιο επιτυχημένες μετοχές ως προς το εξεταζόμενο κριτήριο και παρακολούθησαμε την πορεία τους κατά την επόμενη χρονιά. Η ίδια στρατηγική εφαρμόστηκε και για τους LOSERS.

Ως **benchmark** λαμβάνουμε το **Γενικό Δείκτη του ΧΑΑ**.

Στους πίνακες που ακολουθούν παρουσιάζονται οι WINNERS και LOSERS για την περίοδο 1996-2006 καθώς και η απόδοσή τους την επόμενη περίοδο.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.4

ΕΤΟΣ	WINNER	ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΣΤΟΝ WINNER	ΑΠΟΛΟΣΗ ΕΠΟΜΕΝΟΥ ΕΤΟΥΣ	ΚΕΦΑΛΑΙΟ (€)
1996	ΓΕΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ Α.Ε.			100.000,00
1997	ELBISCO Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	ΓΕΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ Α.Ε.	-9,67%	90.323,00
1998	ΜΕΤΚΑ Α.Ε. (ΚΟ)	ELBISCO Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	29,45%	116.923,12
1999	ΓΕΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ Α.Ε.	ΜΕΤΚΑ Α.Ε. (ΚΟ)	203%	354.277,06
2000	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	ΓΕΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ Α.Ε.	-76,65%	82.723,70
2001	Ο ΚΕΚΡΟΨ Α.Ε.	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	-26,75%	60.595,12
2002	ΛΑΜΨΑ Α. Ε. ΕΛΛ. ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ	Ο ΚΕΚΡΟΨ Α.Ε.	-23,04%	46.634,01
2003	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧ/ΩΝ	ΛΑΜΨΑ Α. Ε. ΕΛΛ. ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ	2,089%	47.608,19
2004	ΓΕΡΜΑΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε.	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧ/ΩΝ	25,18%	59.595,93
2005	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	ΓΕΡΜΑΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε.	31,19%	78.183,90
2006		ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	19,02%	93.054,47

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.5

ΕΤΟΣ	LOSER	ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΣΤΟΝ LOSER	ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΠΟΜΕΝΟΥ ΕΤΟΥΣ	ΚΕΦΑΛΑΙΟ (€)
1996	BLUE STAR ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ Α.Ε.			100.000,00
1997	ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Β.Ε.Τ.Ε.	BLUE STAR ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ Α.Ε.	-18,40%	81.600,00
1998	ΕΛΑΪΣ - UNILEVER Α.Ε.	ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Β.Ε.Τ.Ε.	-30,81%	56.459,04
1999	COCA-COLA Ε.Ε.Ε. Α.Ε.	ΕΛΑΪΣ - UNILEVER Α.Ε.	130,04%	129.878,37
2000	ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Β.Ε.Τ.Ε.	COCA-COLA Ε.Ε.Ε. Α.Ε.	-25,34%	96.967,19
2001	ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Β.Ε.Τ.Ε.	-39,35%	58.810,61
2002	ΑΛΤΕ Α.Τ.Ε.	ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	31,94%	77.594,71
2003	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε.	ΑΛΤΕ Α.Τ.Ε.	21,59%	94.347,40
2004	ΛΑΝ-NET ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε.	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε.	-35,74%	60.627,64
2005	Χ. Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.	ΛΑΝ-NET ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε.	52,04%	92.178,26
2006		Χ. Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.	-9,77%	83.172,45

Τα συμπεράσματα που προκύπτουν από τους πίνακες 6.4, 6.5 και 6.6 είναι τα εξής:

Η χρήση της στρατηγικής επανεπένδυσης σε μετοχές νικητών με βάση την απλή απόδοση υπερτερεί αυτής των ηττημένων. Συγκεκριμένα, κατά το έτος 1999 ξεπερνά κατά πολύ το Γενικό Δείκτη του ΧΑΑ καθώς και κατά τα έτη 1998, 1999, 2001, 2004 πετυχαίνει καλύτερες αποδόσεις από αυτές των ηττημένων. Παρατηρούμε όμως ότι το έτος 2000 και λόγω προφανώς της κρίσης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, η απόδοση των Winners είναι αρνητική και κατά πολύ μικρότερη από αυτή των Losers και του Γενικού Δείκτη.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.6

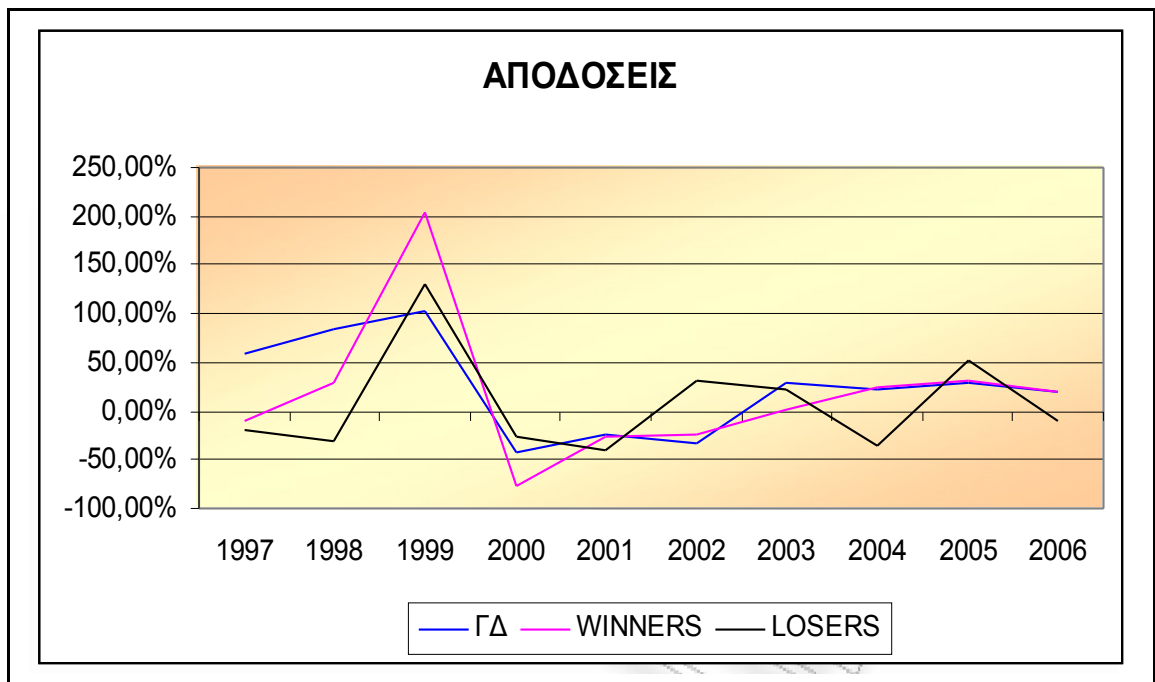
ΕΤΟΣ	ΓΛΧΑΑ	ΚΕΦΑΛΑΙΟ	WINNERS	ΚΕΦΑΛΑΙΟ	LOSERS	ΚΕΦΑΛΑΙΟ
		100.000,00		100.000,00		100.000,00
1997	58,51%	158.510,00	-9,67%	90.323,00	-18,40%	81.600,00
1998	85,02%	293.275,20	29,45%	116.923,12	-30,81%	56.459,04
1999	102,19%	592.973,12	203%	354.277,06	130,04%	129.878,37
2000	-41,52%	346.770,68	-76,65%	82.723,70	-25,34%	96.967,19
2001	-23,53%	265.175,54	-26,75%	60.595,12	-39,35%	58.810,61
2002	-32,53%	178.913,94	-23,04%	46.634,01	31,94%	77.594,71
2003	29,46%	231.621,98	2,089%	47.608,19	21,59%	94.347,40
2004	23,09%	285.103,49	25,18%	59.595,93	-35,74%	60.627,64
2005	29,71%	369.807,73	31,19%	78.183,90	52,04%	92.178,26
2006	19,93%	443.510,41	19,02%	93.054,47	-9,77%	83.172,45

Η στρατηγική επανεπένδυσης σε μετοχές των losers κατάφερε να ξεπεράσει αρκετές φορές τη στρατηγική επανεπένδυσης σε μετοχές των Winners, αλλά το τελικό κεφάλαιο έφτασε τα 83.172,45 € έναντι των 93.054,47 € των Winners.

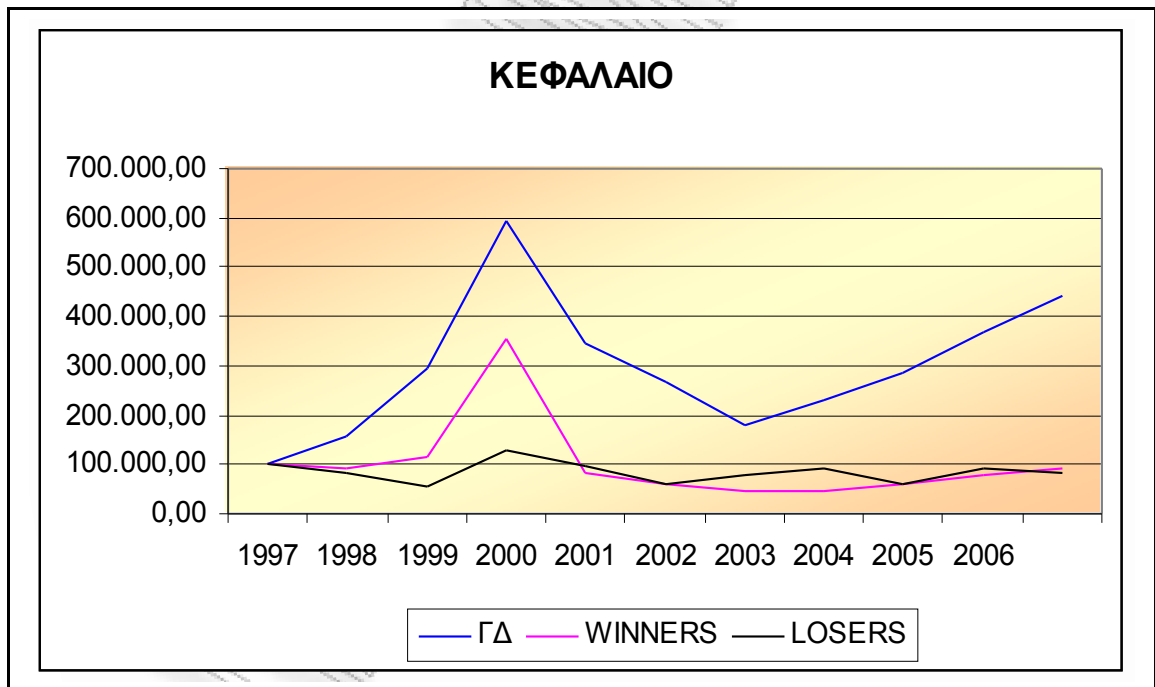
Συμπερασματικά λοιπόν, η επιλογή των μετοχών winners θα μπορούσε να θεωρηθεί μια πιο επιτυχημένη στρατηγική σε σχέση με την επιλογή των μετοχών losers, αν και οι δύο στρατηγικές οδήγησαν σε μείωση του κεφαλαίου.

Τα διαγράμματα που ακολουθούν παρουσιάζουν τις αποδόσεις των WINNERS και LOSERS για την περίοδο 1996-2006 σε σχέση με το Γενικό Δείκτη, καθώς και τη διαμόρφωση του κεφαλαίου των WINNERS και LOSERS για την περίοδο 1996-2006 σε σχέση με το Γενικό Δείκτη.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.3



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.4



6.3 Επένδυση σε χαρτοφυλάκια

1) Στην περίπτωση αυτή δημιουργήσαμε, αρχικά, δύο χαρτοφυλάκια, το πρώτο με τους τρεις πρώτους winners του Γενικού Δείκτη και το δεύτερο με τους τρεις πρώτους losers για την περίοδο 1996-2006. Στη συνέχεια επενδύσαμε σε αυτά για το επόμενο έτος με αρχικό κεφάλαιο 100,000 €. Συνεπώς, δημιουργήσαμε μια στρατηγική διαδοχικών επενδύσεων στις πιο επιτυχημένες μετοχές ως προς το εξεταζόμενο κριτήριο και παρακολουθήσαμε την πορεία τους κατά την επόμενη χρονιά. Ως **benchmark** λαμβάνουμε το **Γενικό Δείκτη του ΧΑΑ**.

Στους πίνακες που ακολουθούν παρουσιάζονται τα χαρτοφυλάκια με τους WINNERS και LOSERS για την περίοδο 1996-2006 καθώς και η απόδοσή τους την επόμενη περίοδο.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.7

ΕΤΟΣ	WINNER	ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΣΤΟΝ WINNER	ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΠΟΜΕΝΟΥ ΕΤΟΥΣ	ΚΕΦΑΛΑΙΟ (€)
1996	ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. CHIPITA INTERNATIONAL S.A. ΓΕΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ Α.Ε.			100.000,00
1997	ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ Α.Ε. ΒΙΟΧΑΛΚΟ Ε.Β. ΧΑΛΚΟΥ ΚΑΙ ΑΛΟΥΜ. ELBISCO Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. CHIPITA INTERNATIONAL S.A. ΓΕΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ Α.Ε.	79,38%	179.380
1998	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε. Εργασίας (Τράπεζα -) ΜΕΤΚΑ Α.Ε.	ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ Α.Ε. ΒΙΟΧΑΛΚΟ Ε.Β. ΧΑΛΚΟΥ ΚΑΙ ΑΛΟΥΜ. ELBISCO Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	18,34%	212.278,29
1999	ΚΛΩΝΑΤΕΞ ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Α.Ε. ΑΤΤΙ-ΚΑΤ ΑΤΕ ΓΕΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ Α.Ε.	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε. Εργασίας (Τράπεζα -) ΜΕΤΚΑ Α.Ε.	80,56%	383.289,68
2000	COCA-COLA Ε.Ε.Ε. Α.Ε. ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	ΚΛΩΝΑΤΕΞ ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Α.Ε. ΑΤΤΙ-ΚΑΤ ΑΤΕ ΓΕΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ Α.Ε.	-77,67%	85.588,59
2001	CHIPITA INTERNATIONAL S.A. COSMOTE - ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛΕΠΙΚ/ΝΙΕΣ Α.Ε. Ο ΚΕΚΡΟΨ Α.Ε.	COCA-COLA Ε.Ε.Ε. Α.Ε. ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	-22,22%	66.570,81
2002	ΟΠΑΠ ΑΕ ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ Α.Ε. ΛΑΜΨΑ Α. Ε. ΕΛΛ. ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ	CHIPITA INTERNATIONAL S.A. COSMOTE - ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛΕΠΙΚ/ΝΙΕΣ Α.Ε. Ο ΚΕΚΡΟΨ Α.Ε.	-43,50%	37.612,51
2003	ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛ. ΕΙΔΩΝ Α.Ε. ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε. ΣΥΜ/ΧΩΝ ΜΥΤΙΑΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧ/ΩΝ	ΟΠΑΠ ΑΕ ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ Α.Ε. ΛΑΜΨΑ Α. Ε. ΕΛΛ. ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ	15,208%	43.332,88
2004	ΤΡΑΠΕΖΑ EFG EUROBANK ERGASIAS Α.Ε. ΟΠΑΠ ΑΕ ΓΕΡΜΑΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε.	ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛ. ΕΙΔΩΝ Α.Ε. ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε. ΣΥΜ/ΧΩΝ ΜΥΤΙΑΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧ/ΩΝ	8,09%	46.840,33
2005	FRIGOGLASS Α.Β.Ε.Ε. ΜΥΤΙΑΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧ/ΩΝ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	ΤΡΑΠΕΖΑ EFG EUROBANK ERGASIAS Α.Ε. ΟΠΑΠ ΑΕ ΓΕΡΜΑΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε.	26,60%	59.302,15
2006	DIAGNOS & THERP CNTR OF ATHENS HYGEIA NEOCHIMIKI LAMDA DETERGENT	FRIGOGLASS Α.Β.Ε.Ε. ΜΥΤΙΑΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧ/ΩΝ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	57,26%	93.258,56

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.8

ΕΤΟΣ	LOSER	ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΣΤΟΝ LOSER	ΑΠΟΛΟΣΗ ΕΠΟΜΕΝΟΥ ΕΤΟΥΣ	ΚΕΦΑΛΑΙΟ (€)
1996	BLUE STAR ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ Α.Ε., ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Β.Ε.Τ.Ε., ΑΕΓΕΚ			100.000,00
1997	ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Β.Ε.Τ.Ε., ΕΛ. Δ. ΜΟΥΖΑΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε.Μ. & Ε, FOURLIS Α.Ε.ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	BLUE STAR ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ Α.Ε., ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Β.Ε.Τ.Ε., ΑΕΓΕΚ	-8,102%	91.898,00
1998	ΕΛΛΑΪΣ - UNILEVER Α.Ε. ΤΕΧΝΟΔΟΜΗ ΑΦΟΙ Μ. ΤΡΑΥΛΟΥ ΑΒΕΤΤΕ ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ Α.Τ.Ε.	ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Β.Ε.Τ.Ε., ΕΛ. Δ. ΜΟΥΖΑΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε.Μ. & Ε, FOURLIS Α.Ε.ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	101,28%	184.972,29
1999	COCA-COLA Ε.Ε.Ε. Α.Ε ΟΤΕ Α.Ε Εργασίας (Τράπεζα -)	ΕΛΛΑΪΣ - UNILEVER Α.Ε. ΤΕΧΝΟΔΟΜΗ ΑΦΟΙ Μ. ΤΡΑΥΛΟΥ ΑΒΕΤΤΕ ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ Α.Τ.Ε.	633,24%	1.356.290,84
2000	ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Β.Ε.Τ.Ε. ΕΛΛΑΪΣ - UNILEVER Α.Ε. ΕΤΒΑ ΛΗΣΙΝΓΚ Α.Ε.	COCA-COLA Ε.Ε.Ε. Α.Ε ΟΤΕ Α.Ε Εργασίας (Τράπεζα -)	-31,57%	928.001,32
2001	ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. ΑΛΤΕC ΑΒΕΕ ΔΗΜ/ΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ Α.Ε.	ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Β.Ε.Τ.Ε. ΕΛΛΑΪΣ - UNILEVER Α.Ε. ΕΤΒΑ ΛΗΣΙΝΓΚ Α.Ε.	-32,15%	629.648,9
2002	ΑΛΤΕ Α.Τ.Ε ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε "Η ΕΘΝΙΚΗ" (Α.Ε. ΕΛΛ. ΕΤΑΙΡΙΑ ΓΕΝ. ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ)	ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. ΑΛΤΕC ΑΒΕΕ ΔΗΜ/ΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ Α.Ε.	-54,81%	284.538,34
2003	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. ΑΛΤΕC ΑΒΕΕ ΙΑΣΩ Α.Ε.	ΑΛΤΕ Α.Τ.Ε ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε "Η ΕΘΝΙΚΗ" (Α.Ε. ΕΛΛ. ΕΤΑΙΡΙΑ ΓΕΝ. ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ)	46,54%	416.962,48
2004	ΛΑΝ-NET ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε. ΑΕΓΕΚ ELMEC SPORT Α.Β.Ε.Τ.Ε.	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. ΑΛΤΕC ΑΒΕΕ ΙΑΣΩ Α.Ε.	-30,95%	287.912,60
2005	Χ. Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε. ΕΛΒΑΛ Α.Ε ΒΙΟΜ/ΝΙΑ ΕΠΕΞΕΡΓ. ΑΛΟΥΜ. ΣΙΔΕΝΟΡ Α.Ε	ΛΑΝ-NET ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε. ΑΕΓΕΚ ELMEC SPORT Α.Β.Ε.Τ.Ε.	42,78%	411.081,61
2006	TECHNICAL OLYMPIC INFO QUEST CR M J MAILIS	Χ. Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε. ΕΛΒΑΛ Α.Ε ΒΙΟΜ/ΝΙΑ ΕΠΕΞΕΡΓ. ΑΛΟΥΜ. ΣΙΔΕΝΟΡ Α.Ε.	78,34%	733.122,94

Τα συμπεράσματα που προκύπτουν από τους πίνακες 6.7, 6.8 και 6.9 είναι τα εξής:

Η χρήση της στρατηγικής επανεπένδυσης σε χαρτοφυλάκια με μετοχές νικητών με βάση την απλή απόδοση δεν υπερτερεί αυτής των ηττημένων. Συγκεκριμένα, κατά την περίοδο 1999-2003 το κεφάλαιο των losers ξεπερνά κατά πολύ αυτό του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ καθώς και αυτό των winners. Παρατηρούμε ότι το έτος 1999 το χαρτοφυλάκιο των losers πετυχαίνει μία απόδοση της τάξεως του 633% περίπου, απόδοση που εκτοξεύει το κεφάλαιο στα ύψη.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.9

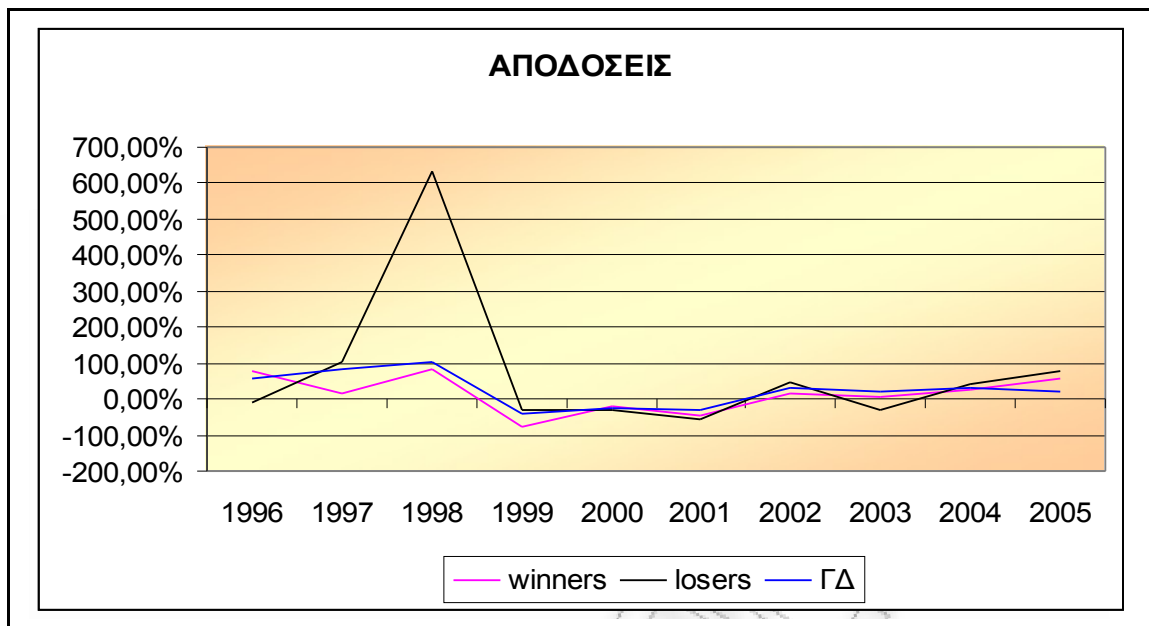
ΕΤΟΣ	ΓΛΧΑΑ	ΚΕΦΑΛΑΙΟ	WINNERS	ΚΕΦΑΛΑΙΟ	LOSERS	ΚΕΦΑΛΑΙΟ
		100.000,00		100.000,00		100.000,00
1997	58,51%	158.510,00	79,38%	179.380	-8,102%	91.898,00
1998	85,02%	293.275,20	18,34%	212.278,29	101,28%	184.972,29
1999	102,19%	592.973,12	80,56%	383.289,68	633,24%	1.356.290,84
2000	-41,52%	346.770,68	-77,67%	85.588,59	-31,57%	928.001,32
2001	-23,53%	265.175,54	-22,22%	66.570,81	-32,15%	629.648,9
2002	-32,53%	178.913,94	-43,50%	37.612,51	-54,81%	284.538,34
2003	29,46%	231.621,98	15,208%	43.332,88	46,54%	416.962,48
2004	23,09%	285.103,49	8,09%	46.840,33	-30,95%	287.912,60
2005	29,71%	369.807,73	26,60%	59.302,15	42,78%	411.081,61
2006	19,93%	443.510,41	57,26%	93.258,56	78,34%	733.122,94

Η στρατηγική επανεπένδυσης σε χαρτοφυλάκιο με μετοχές των losers κατάφερε να ξεπεράσει τη στρατηγική επανεπένδυσης σε χαρτοφυλάκιο με μετοχές των Winners, με το τελικό κεφάλαιο να φτάνει τα 733.122,94 € έναντι των 93.258,56 € των Winners και των 443.510,41€ του Γενικού Δείκτη.

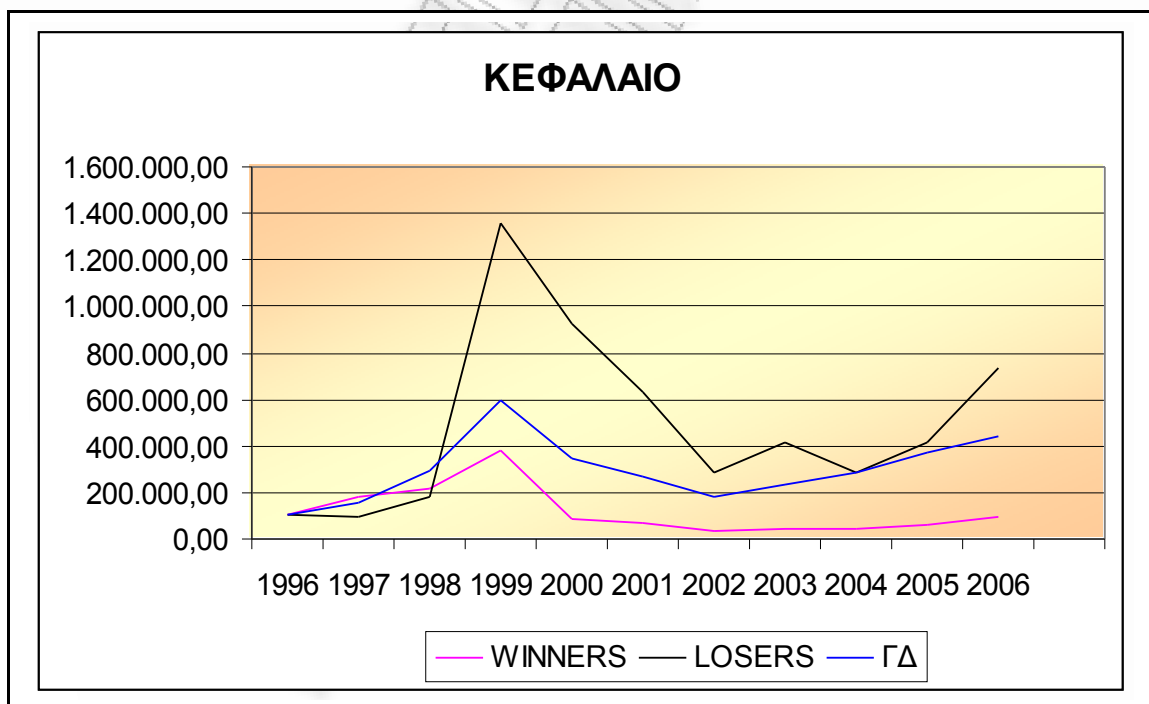
Συμπερασματικά λοιπόν, η επιλογή του χαρτοφυλακίου των losers θα μπορούσε να θεωρηθεί μια πιο επιτυχημένη στρατηγική σε σχέση με την επιλογή του χαρτοφυλακίου των winners.

Τα διαγράμματα που ακολουθούν παρουσιάζουν τις αποδόσεις των WINNERS και LOSERS για την περίοδο 1996-2006 σε σχέση με το Γενικό Δείκτη, καθώς και τη διαμόρφωση του κεφαλαίου των WINNERS και LOSERS για την περίοδο 1996-2006 σε σχέση με το Γενικό Δείκτη.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.5



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.6



2) Στην περίπτωση αυτή δημιουργήσαμε δύο χαρτοφυλάκια, το πρώτο με τους πέντε πρώτους winners του Γενικού Δείκτη και το δεύτερο με τους πέντε πρώτους losers για την περίοδο 1996-2006. Στη συνέχεια επενδύσαμε σε αυτά για το επόμενο

έτος με αρχικό κεφάλαιο 100,000 €. Συνεπώς, δημιουργήσαμε μια στρατηγική διαδοχικών επενδύσεων στις πιο επιτυχημένες μετοχές ως προς το εξεταζόμενο κριτήριο και παρακολουθήσαμε την πορεία τους κατά την επόμενη χρονιά.

Στους πίνακες που ακολουθούν παρουσιάζονται τα χαρτοφυλάκια με τους WINNERS και LOSERS για την περίοδο 1996-2006 καθώς και η απόδοσή τους την επόμενη περίοδο.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.10

ΕΤΟΣ	WINNER	ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΣΤΟΝ WINNER	ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΠΟΜΕΝΟΥ ΕΤΟΥΣ	ΚΕΦΑΛΑΙΟ (€)
1996	Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ ΑΤΤΙΚΑ Α. Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. CHIRITA INTERNATIONAL S.A. ΓΕΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ Α.Ε.			100.000,00
1997	ΑΛΦΑ FINANCE Α.Ε. ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε. ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ Α.Ε. ΒΙΟΧΑΛΚΟ Ε.Β. ΧΑΛΚΟΥ ΚΑΙ ΑΛΟΥΜ. ELBISCO Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ ΑΤΤΙΚΑ Α. Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. CHIRITA INTERNATIONAL S.A. ΓΕΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ Α.Ε.	87,24%	187.240,00
1998	FOURLIS Α.Ε.ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε. Εργασίας (Τράπεζα -) ΜΕΤΚΑ Α.Ε. ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.	ΑΛΦΑ FINANCE Α.Ε. ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε. ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ Α.Ε. ΒΙΟΧΑΛΚΟ Ε.Β. ΧΑΛΚΟΥ ΚΑΙ ΑΛΟΥΜ. ELBISCO Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	57,83%	295.520,89
1999	ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ Α.Τ.Ε. ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Β.Ε.Τ.Ε. ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε. ΚΛΩΝΑΤΕΞ ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Α.Ε. ΓΕΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ Α.Ε.	FOURLIS Α.Ε.ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε. Εργασίας (Τράπεζα -) ΜΕΤΚΑ Α.Ε. ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.	143,31%	719.031,88
2000	ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΤΙΤΑΝ "GOODYS" Α.Ε. COCA-COLA Ε.Ε.Ε. Α.Ε. ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ Α.Τ.Ε. ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Β.Ε.Τ.Ε. ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε. ΚΛΩΝΑΤΕΞ ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Α.Ε. ΓΕΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ Α.Ε.	-75,37%	177.097,56
2001	ΟΤΕ Α.Ε. ΑΚΤΩΡ Α.Τ.Ε. CHIRITA INTERNATIONAL S.A. COSMOTE - ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛΕΠΙΚ/ΝΙΕΣ Α.Ε. Ο ΚΕΚΡΟΥ Α.Ε.	ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΤΙΤΑΝ "GOODYS" Α.Ε. COCA-COLA Ε.Ε.Ε. Α.Ε. ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΕ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	-16,59%	147.699,08
2002	ΗΥΑΤΤ REGENCY ΞΕΝ/ΚΗ & ΤΟΥΡ. Α.Ε. ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. ΟΠΑΠ ΑΕ ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ Α.Ε. ΛΑΜΨΑ Α. Ε. ΕΛΛ. ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ	ΟΤΕ Α.Ε. ΑΚΤΩΡ Α.Τ.Ε. CHIRITA INTERNATIONAL S.A. COSMOTE - ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛΕΠΙΚ/ΝΙΕΣ Ο ΚΕΚΡΟΥ Α.Ε.	-41,01%	87.127,69
2003	Χ. Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε. ΤΕΡΝΑ Α.Ε. ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΑ. ΕΙΔΩΝ Α.Ε. ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε. ΣΥΜ. ΜΥΤΙΑΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧ/ΩΝ	ΗΥΑΤΤ REGENCY ΞΕΝ/ΚΗ & ΤΟΥΡ. ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. ΟΠΑΠ ΑΕ ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ Α.Ε. ΛΑΜΨΑ Α. Ε. ΕΛΛ. ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ	37,45%	119.757
2004	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε. ΤΡΑΠΕΖΑ EFG EUROBANK ERGASIAS Α.Ε. ΟΠΑΠ ΑΕ ΓΕΡΜΑΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε.	Χ. Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε. ΤΕΡΝΑ Α.Ε. ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΑ. ΕΙΔΩΝ ΑΕ ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε. ΜΥΤΙΑΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧ.	0,94%	120.889,18
2005	ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛ. ΚΟΡΙΝΘΟΥ ΑΕ BLUE STAR ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ Α.Ε. FRIGOGLASS Α.Β.Ε.Ε. ΜΥΤΙΑΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧ/ΩΝ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε. ΤΡΑΠΕΖΑ EFG EUROBANK ERGASIAS Α.Ε. ΟΠΑΠ ΑΕ ΓΕΡΜΑΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε.	33,37%	161.229,90
2006	HALCOR METAL PROC. SIDENOR METAL PROC.	ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛ. ΚΟΡΙΝΘΟΥ ΑΕ	48,46%	239.361,90

	DIAGNOS & THERP CNTR OF ATHENS HYGEIA NEOCHIMIKI LAMDA DETERGENT	BLUE STAR ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ Α.Ε. FRIGOGLOSS Α.Β.Ε.Ε. ΜΥΤΙΑΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧ/ΩΝ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.		
--	---	--	--	--

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.11

ΕΤΟΣ	LOSER	ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΣΤΟΝ LOSER	ΑΠΟΛΟΣΗ ΕΠΟΜΕΝΟΥ ΕΤΟΥΣ	ΚΕΦΑΛΑΙΟ (€)
1996	BLUE STAR ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ Α.Ε. ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Β.Ε.Τ.Ε. ΑΕΓΕΚ ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε. INFORM Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε.			100.000,00
1997	ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Β.Ε.Τ.Ε. ΕΛ. Δ. ΜΟΥΖΑΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε.Μ. & Ε. FOURLIS Α.Ε.ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΕΔΡΑΣΗ - Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ Α.Τ.Ε. ΚΛΩΝΑΤΕΞ ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Α.Ε.	BLUE STAR ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ Α.Ε. ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Β.Ε.Τ.Ε. ΑΕΓΕΚ ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε. INFORM Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε.	6,68%	106.680
1998	ΕΛΑΪΣ - UNILEVER Α.Ε. ΤΕΧΝΟΔΟΜΗ ΑΦΟΙ Μ. ΤΡΑΥΛΟΥ ΑΒΕΤΤΕ ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ Α.Τ.Ε. ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Β.Ε.Τ.Ε. ΑΕΓΕΚ	ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Β.Ε.Τ.Ε. ΕΛ. Δ. ΜΟΥΖΑΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε.Μ. & Ε. FOURLIS Α.Ε.ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΕΔΡΑΣΗ - Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ Α.Τ.Ε. ΚΛΩΝΑΤΕΞ ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Α.Ε.	61,76%	172.565,56
1999	COCA-COLA Ε.Ε.Ε. Α.Ε. ΟΤΕ Α.Ε. Εργασίας (Τράπεζα -) ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε. Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ	ΕΛΑΪΣ - UNILEVER Α.Ε. ΤΕΧΝΟΔΟΜΗ ΑΦΟΙ Μ. ΤΡΑΥΛΟΥ ΑΒΕΤΤΕ ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ Α.Τ.Ε. ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Β.Ε.Τ.Ε. ΑΕΓΕΚ	696,79%	1.374.985,18
2000	ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Β.Ε.Τ.Ε. ΕΛΑΪΣ - UNILEVER Α.Ε. ΕΤΒΑ ΛΗΣΙΝΓΚ Α.Ε. ΚΛΩΝΑΤΕΞ ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Α.Ε. ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε.	COCA-COLA Ε.Ε.Ε. Α.Ε. ΟΤΕ Α.Ε. Εργασίας (Τράπεζα -) ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε. Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ	-35,88%	881.599,25
2001	ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. ΑΛΤΕC ΑΒΕΕ ΔΗΜ/ΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ Α.Ε. ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε. Info-Quest Α.Ε.Β.Ε.	ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Β.Ε.Τ.Ε. ΕΛΑΪΣ - UNILEVER Α.Ε. ΕΤΒΑ ΛΗΣΙΝΓΚ Α.Ε. ΚΛΩΝΑΤΕΞ ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Α.Ε. ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε.	-33,79	583.706,87
2002	ΑΛΤΕ Α.Τ.Ε. ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε. "Η ΕΘΝΙΚΗ" (Α.Ε. ΕΛΛ. ΕΤΑΙΡΙΑ ΓΕΝ. ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ) ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε. ΣΥΜ/ΧΩΝ ΔΗΜ/ΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ	ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. ΑΛΤΕC ΑΒΕΕ ΔΗΜ/ΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ Α.Ε. ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε. Info-Quest Α.Ε.Β.Ε.	-40,83%	345.356,01
2003	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. ΑΛΤΕC ΑΒΕΕ ΙΑΣΩ Α.Ε. Μ. Ι. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε. ΔΕΛΤΑ SINGULAR Α.Ε. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	ΑΛΤΕ Α.Τ.Ε. ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε. "Η ΕΘΝΙΚΗ" (Α.Ε. ΕΛΛ. ΕΤΑΙΡΙΑ ΓΕΝ. ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ) ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε. ΣΥΜ/ΧΩΝ ΔΗΜ/ΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ	82,01%	628.582,47
2004	ΛΑΝ-NET ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε. ΑΕΓΕΚ ELMEC SPORT Α.Β.Ε.Τ.Ε. ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε. ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε. ΑΛΤΕC ΑΒΕΕ ΙΑΣΩ Α.Ε. Μ. Ι. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε. ΔΕΛΤΑ SINGULAR Α.Ε. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	-12,38%	550.763,96
2005	Χ. Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε. ΕΛΒΑΛ Α.Ε ΒΙΟΜ/ΝΙΑ ΕΠΕΞΕΡΓ. ΑΛΟΥΜ. ΣΙΔΕΝΟΡ Α.Ε. (ΠΡΩΗΝ ΕΡΑΙΚΟΝ) F.G. EUROPE Α.Ε. ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΗΛΕΚΤΡΙΣΜΟΥ ΑΕ	ΛΑΝ-NET ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε. ΑΕΓΕΚ ELMEC SPORT Α.Β.Ε.Τ.Ε. ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε. ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	62,80%	896.643,72
2006	TECHNICAL OLYMPIC INFO QUEST CR M J MAILIS	Χ. Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε. ΕΛΒΑΛ Α.Ε ΒΙΟΜ/ΝΙΑ ΕΠΕΞΕΡΓ. ΑΛΟΥΜ.	99,93%	1.792.659,79

HELLENIC PETROLEUM LAMBRAKIS PRESS	ΣΙΔΕΝΟΡ Α.Ε. (ΠΡΩΗΝ ΕΡΑΙΚΟΝ) F.G. EUROPE Α.Ε. ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΗΛΕΚΤΡΙΣΜΟΥ ΑΕ		
---------------------------------------	--	--	--

Τα συμπεράσματα που προκύπτουν από τους πίνακες 6.10, 6.11 και 6.12 είναι τα εξής: Η χρήση της στρατηγικής επανεπένδυσης σε χαρτοφυλάκια με μετοχές νικητών με βάση την απλή απόδοση δεν υπερτερεί αυτής των ηττημένων. Συγκεκριμένα, από το έτος 1999 και μετά το κεφάλαιο των losers ξεπερνά κατά πολύ αυτό του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ καθώς και αυτό των winners. Παρατηρούμε ότι το έτος 1999 το χαρτοφυλάκιο των losers πετυχαίνει μία απόδοση της τάξεως του 696% περίπου, απόδοση που εκτοξεύει το κεφάλαιο στα ύψη.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.12

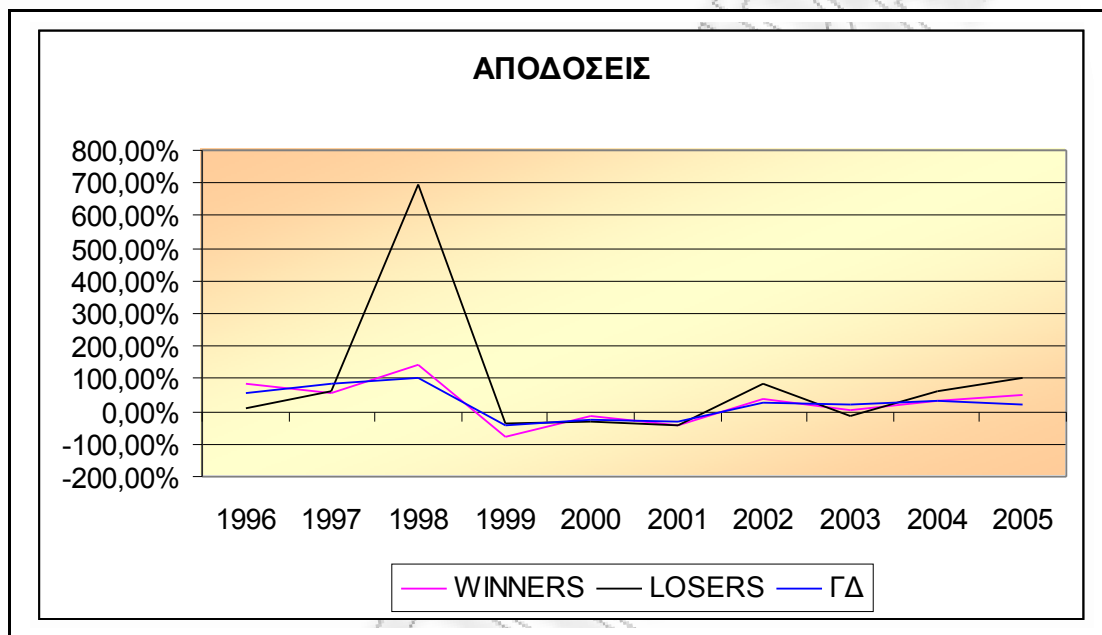
ΕΤΟΣ	ΓΧΧΑΑ	ΚΕΦΑΛΑΙΟ	WINNERS	ΚΕΦΑΛΑΙΟ	LOSERS	ΚΕΦΑΛΑΙΟ
		100.000,00		100.000,00		100.000,00
1997	58,51%	158.510,00	87,24%	187.240,00	6,68%	106.680
1998	85,02%	293.275,20	57,83%	295.520,89	61,76%	172.565,56
1999	102,19%	592.973,12	143,31%	719.031,88	696,79%	1.374.985,18
2000	-41,52%	346.770,68	-75,37%	177.097,56	-35,88%	881.599,25
2001	-23,53%	265.175,54	-16,59%	147.699,08	-33,79%	583.706,87
2002	-32,53%	178.913,94	-41,01%	87.127,69	-40,83%	345.356,01
2003	29,46%	231.621,98	37,45%	119.757	82,01%	628.582,47
2004	23,09%	285.103,49	0,94%	120.889,18	-12,38%	550.763,96
2005	29,71%	369.807,73	33,37%	161.229,9	62,80%	896.643,72
2006	19,93%	443.510,41	48,46%	239.361,9	99,93%	1.792.659,79

Η στρατηγική επανεπένδυσης σε χαρτοφυλάκιο με μετοχές των losers κατάφερε να ξεπεράσει τη στρατηγική επανεπένδυσης σε χαρτοφυλάκιο με μετοχές των Winners, με το τελικό κεφάλαιο να φτάνει τα 1.792.659,79 € έναντι των 239.361,90 € των Winners και των 443.510,41€ του Γενικού Δείκτη.

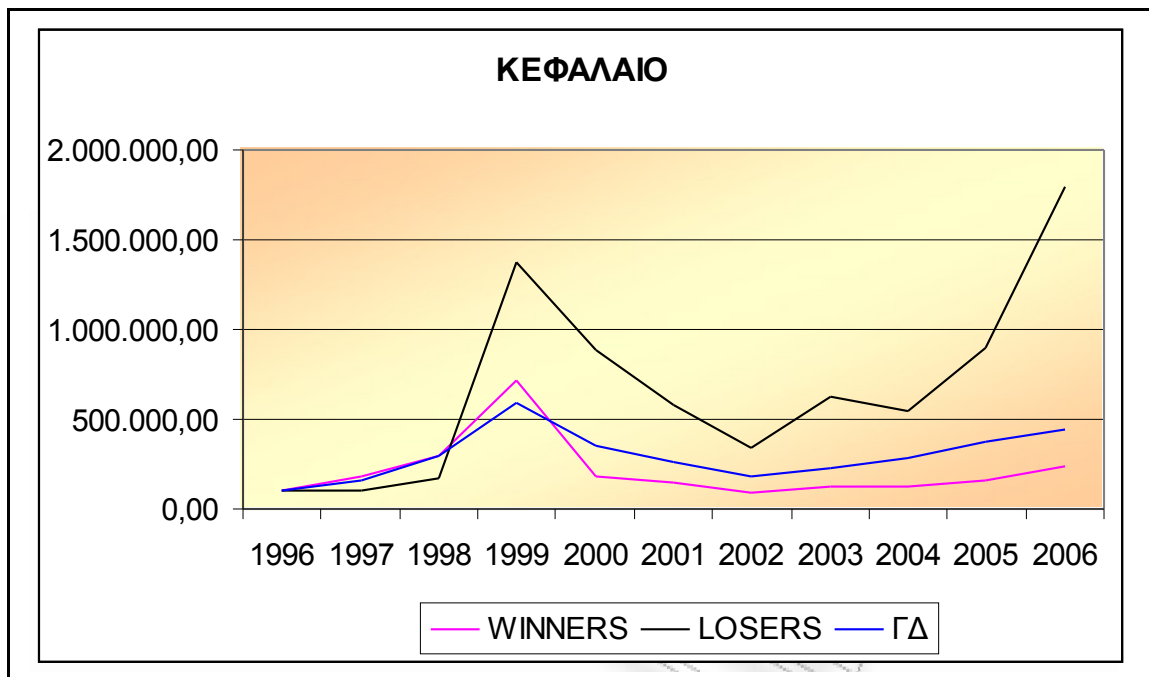
Συμπερασματικά λοιπόν, η επιλογή του χαρτοφυλακίου των losers θα μπορούσε να θεωρηθεί μια πιο επιτυχημένη στρατηγική σε σχέση με την επιλογή του χαρτοφυλακίου των winners.

Τα διαγράμματα που ακολουθούν παρουσιάζουν τις αποδόσεις των WINNERS και LOSERS για την περίοδο 1996-2006 σε σχέση με το Γενικό Δείκτη, καθώς και τη διαμόρφωση του κεφαλαίου των WINNERS και LOSERS για την περίοδο 1996-2006 σε σχέση με το Γενικό Δείκτη.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.7



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.8



ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ 6^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Οι αποτελεσματικές αγορές αντικατοπτρίζουν πλήρως κάθε σχετική και διαθέσιμη πληροφορία που σχετίζεται με τα μελλοντικά κέρδη, τα μερίσματα, τον προσδοκώμενο ρυθμό ανάπτυξης των μερισμάτων, τον κίνδυνο του αξιογράφου, την αναμενόμενη απόδοση και γενικά ότι σχετική πληροφορία μπορεί να επηρεάσει την τιμή, κατά τρόπο γρήγορο και ακριβή (Fama,1970). Η υπόθεση αυτή έχει αμφισβητηθεί από τους **DeBontd** και **Thaler R.** το **1985** που ανέφεραν και απέδειξαν ότι οι παρελθόντες losers έχουν την τάση να πετυχαίνουν υψηλότερες αποδόσεις από τους παρελθόντες winners, στην αμερικάνικη αγορά.⁴

Οι αντίθετες στρατηγικές δηλαδή η αγορά μετοχών οι οποίες παρουσίασαν την μικρότερη απόδοση (losers) για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και η ταυτόχρονη πώληση των μετοχών οι οποίες παρουσίασαν την μεγαλύτερη απόδοση (winners) την ίδια χρονική περίοδο, οδηγούν τους επενδυτές στο να αποκομίσουν σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις. Οι στρατηγικές αυτές αφορούν κυρίως την αναπτυσσόμενη αγορά της Αμερικής. Παρόλα αυτά, σε λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες οι αντίθετες στρατηγικές θα είναι περισσότερο κερδοφόρες γιατί οι χώρες αυτές θα χαρακτηρίζονται από λίγους και λιγότερο καλά πληροφορημένους επενδυτές.⁵

⁴ DeBontd W. & Thaler R., (1985), Does The Security Analysts Overreact?

⁵ Antonios Antoniou & Emiliios C. Galariotis, Spyros I. Spyrou (2005), Contrarian Profits and the Overreaction Hypothesis: the case of Athens Stock Exchange

Οι **Jegadeesh** και **Lehman (1990)** αναφέρουν ότι οι αντίθετες στρατηγικές είναι κερδοφόρες για βραχυπρόθεσμο ορίζοντα.⁶ Ο **Zarowin P.** στο άρθρο του «**Size, Seasonality and Stock market overreaction**» (1990) τονίζει ότι οι losers πετυχαίνουν καλύτερες αποδόσεις από τους winners γιατί οι losers αποτελούνται κυρίως από εταιρείες μικρού μεγέθους.

Στην επένδυση που κάναμε σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού όπου αρχικά εντοπίσαμε τον winner και τον loser για κάθε έτος και επενδύσαμε σε αυτούς για το επόμενο έτος, δηλαδή δημιουργήσαμε μία στρατηγική διαδοχικών επενδύσεων παρατηρήσαμε ότι η στρατηγική επανεπένδυσης σε A/K των Winners υπερτερεί αυτής των Losers, ενώ στην επένδυση που πραγματοποιήσαμε σε χαρτοφυλάκια με τους τρεις πρώτους Winners του Γενικού Δείκτη και τους τρεις τελευταίους Losers του ΓΔ τα συμπεράσματά μας ήταν διαφορετικά. Στην περίπτωση αυτή η επανεπένδυση σε χαρτοφυλάκια με μετοχές νικητών δεν υπερτερούσε αυτής των ηττημένων. Μετά από μία δεκαετία το κεφάλαιο των νικητών από 100.000 € μειώθηκε σε 93.258,56 €, ενώ των ηττημένων ανήλθε στα 733.122,94 €. Για να δούμε αν τα συμπεράσματά μας είναι σωστά επενδύσαμε και σε χαρτοφυλάκια των πέντε πρώτων νικητών και των πέντε τελευταίων χαμένων. Τα αποτελέσματα ήταν τα ίδια. Το κεφάλαιο των νικητών αυξήθηκε στα 239.361,9 €, αύξηση όμως μικρή αφού το κεφάλαιο των ηττημένων έφτασε τα 1.792.659,79 €.

Η απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων εξαρτάται από την απόδοση διαφόρων μετοχών. Η επένδυση σε μετοχικούς τίτλους περιλαμβάνει υψηλούς κινδύνους, στο βαθμό που δεν υπάρχει ούτε εγγύηση αλλά ούτε και ασφάλεια για το επίπεδο της απόδοσης του συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου. Τα A/K τα οποία επενδύουν σε μετοχικούς τίτλους παρέχουν ίσως τις πιο σημαντικές ευκαιρίες για μεγαλύτερη υπεραξία από οποιοδήποτε άλλο A/K. Μακροπρόθεσμα, οι αποδόσεις σε μετοχικούς τίτλους είναι αισθητά ανώτερες από τις αντίστοιχες αποδόσεις των ομολόγων και των χρεωγράφων της αγοράς. Πολλές φορές όμως και οι επενδυτές μετοχικών τίτλων έχουν υποστεί σημαντικές απώλειες.

Η τιμή μιας μετοχής μιας συγκεκριμένης εταιρείας επηρεάζεται από την πορεία του κλάδου στον οποίο ανήκει, αλλά κυρίως από τα σχετικά της οικονομικά αποτελέσματα. Επιπρόσθετα, η τιμή μιας μετοχής ενδέχεται να επηρεάζεται από τις

⁶ Jegadeesh N., "Evidence of predictable behavior of security returns" Journal of Finance, Vol 45, 1990, pp.881-898

Lehman B., "Fads, Martingales and market efficiency", Quarterly Journal of Economics, Vol 35, 1990, pp.401-428

γενικότερες οικονομικές, κοινωνικές, αλλά και πολιτικές μεταβολές, καθώς και από τα διεθνή γεγονότα και τις ψυχολογικές καταστάσεις που διαμορφώνονται στις χρηματιστηριακές αγορές. Τα A/K τα οποία περιλαμβάνουν στο κεφάλαιό τους μετοχικούς τίτλους, είναι λογικό να υφίστανται πολλές επιδράσεις. Επειδή όμως ένα A/K διαφοροποιείται κατέχοντας πολλές διαφορετικές μετοχές, οι διακυμάνσεις των τιμών των μεριδίων του είναι ηπιότερες και ο κίνδυνος μικρότερος. Για αυτό το λόγο και στην επένδυσή μας σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού το κεφάλαιο μας αυξάνεται όταν επενδύουμε στους Winners, ενώ όταν επενδύουμε στους losers μειώνεται. Η επένδυση που πραγματοποιήσαμε σε χαρτοφυλάκια μετοχών του Γενικού Δείκτη μας οδηγεί σε αντίθετα αποτελέσματα γεγονός που μπορεί να οφείλεται σε overreaction των επενδυτών. Η περίπτωση αυτή συμφωνεί με τη θεωρία των αντίθετων στρατηγικών.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Σκοπός της εργασίας αυτής ήταν να παρουσιάσει τις βασικές συμπεριφορές που περιλαμβάνονται στο Behavioral Finance μελώντας αρχικά τον ορθολογικό επενδυτή, τη Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς και την έννοια της κερδοσκοπίας.

Πέρα από τα όρια του ορθολογισμού ο επενδυτής παρουσιάζει ορισμένες συμπεριφορές που επηρεάζουν και κινούν την αγορά. Το noise trading, η αποστροφή κινδύνου, η θεωρία των τύψεων, το φαινόμενο της αγέλης και η υπερ/υποαντίδραση είναι ορισμένες από αυτές.

Στην μελέτη αυτή, ασχολήθηκα με την υπερ/υποαντίδραση. Υπεραντίδραση είναι το φαινόμενο το οποίο υπαινίσσεται ότι οι επενδυτές τείνουν να δίνουν μεγαλύτερη έμφαση στις πιο πρόσφατες δημοσιευμένες πληροφορίες παρά στα θεμελιώδη δεδομένα ή στις μελλοντικές προοπτικές των εταιριών. Αυτή η συμπεριφορά των επενδυτών οδηγεί στην υπερεκτίμηση των τιμών των μετοχών, γεγονός που αυξάνει τις αποδόσεις των μετοχών, ή στην υποεκτίμηση δηλαδή στην παρουσίαση μειωμένων ή αρνητικών αποδόσεων. Όμως λόγω αυτής της υπερβολικής αντίδρασης των επενδυτών οι τιμές τείνουν να προσαρμόζονται στις πραγματικές τιμές αγοράς. Η υπεραντίδραση σχετίζεται με την αισιοδοξία δηλαδή με την ψυχολογία των επενδυτών κατά τη διάρκεια μιας πτώσης ή μιας ανόδου των τιμών.

Παράλληλα με το φαινόμενο της υπεραντίδρασης έχει παρατηρηθεί και το φαινόμενο της υποαντίδρασης. Η υποαντίδραση οφείλεται στον συντηρητισμό σε αντίθεση με την υπεραντίδραση που οφείλεται στην αισιοδοξία.

Παράλληλα με το φαινόμενο του over/underreaction μελέτησα τη στρατηγική ενδυνάμωσης, σύμφωνα με την οποία ένας επενδυτής αγοράζει παρελθόντες νικητές και πουλάει παρελθόντες ηττημένους. Ο σκοπός του άρθρου αυτού ήταν να εξετάσει την αποτελεσματικότητα της προαναφερθείσας στρατηγικής επενδύοντας σε μετοχικά A/K εσωτερικού και σε μετοχές και χαρτοφυλάκια του Γενικού Δείκτη.

Αρχικά, προσδιορίσαμε τους WINNERS και LOSERS για την περίοδο 1996-2006. Το κριτήριο για την επιλογή των A/K είναι η απλή απόδοση. Στη συνέχεια αφού εντοπίσαμε τον WINNER για κάθε έτος (δηλ. το A/K με την μεγαλύτερη απόδοση), επενδύσαμε σε αυτό το A/K για το επόμενο έτος με αρχικό κεφάλαιο 100,000 €. Συνεπώς, δημιουργήσαμε μια στρατηγική διαδοχικών επενδύσεων στα πιο επιτυχημένα A/K ως προς το εξεταζόμενο κριτήριο και παρακολουθήσαμε την πορεία τους κατά την επόμενη χρονιά. Η ίδια στρατηγική εφαρμόστηκε και για τους LOSERS. Την ίδια διαδικασία κάναμε και για τα χαρτοφυλάκια που δημιουργήσαμε με τους WINNERS και LOSERS του Γενικού Δείκτη για το διάστημα 1996-2006.

Στόχος της εργασίας αυτής είναι η αξιολόγηση αυτών των δύο στρατηγικών σε σχέση με την απόδοση της αγοράς, στην προκειμένη περίπτωση το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Ως benchmark λαμβάνουμε το Γενικό Δείκτη του ΧΑΑ.

Τα συμπεράσματα που προκύπτουν από την έρευνα αυτή είναι ότι η επένδυση στους winners των μετοχικών Α/Κ εσωτερικού μέσα σε μία δεκαετία μας αυξάνει το κεφάλαιο με μεγάλη διαφορά έναντι της επένδυσης στους losers. Παράλληλα, η επένδυση σε χαρτοφυλάκια του Γενικού Δείκτη έδειξε αντίθετα αποτελέσματα. Εάν ένας επενδυτής επένδυε τα χρήματά του το 1996 στους losers τότε θα πετύχαινε μία αύξηση του κεφαλαίου του κατά 600% περίπου έναντι αυτών που θα επένδυαν στους winners. Αυτή η διαφορά που προκύπτει μπορεί να οφείλεται σε overreaction. Τέλος, η διαφορά στην επένδυση σε Αμοιβαία Κεφάλαια και σε χαρτοφυλάκια του Γενικού Δείκτη ίσως να οφείλεται στο ότι τα Α/Κ επειδή κατέχουν πολλές διαφορετικές μετοχές διαφοροποιούνται και έτσι ο κίνδυνος είναι ηπιότερος.

Η μελέτη που παρουσιάστηκε στην εργασία αυτή μπορεί να εξεταστεί και για ένα μεγαλύτερο διάστημα άνω της δεκαετίας (>10) που θα μας βοηθήσει να ερμηνεύσουμε καλύτερα τα αποτελέσματά μας και να βγάλουμε σωστότερα συμπεράσματα. Περαιτέρω μελέτη μπορεί να αφορά επίσης την επένδυση σε winners και losers άλλων δεικτών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών όπως είναι για παράδειγμα του δείκτη FTSE/ASE 20, FTSE/XA Mid 140, FTSE/XA Small Cap 80 κ.α., ή ακόμα την επένδυση σε winners και losers δεικτών Χρηματιστηρίων του Εξωτερικού.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική Βιβλιογραφία

1. Νικόλαος Δ. Φίλιππας, (2005), Επενδύσεις, Εκδόσεις Κων/νος Σμπίλιας

2. Γεώργιος Α. Καραθανάσης,(1999), Χρηματοοικονομική Διοίκηση Και Χρηματιστηριακές Αγορές, Εκδόσεις Ευγ. Μπένου

Ξένη Βιβλιογραφία

3. Antonios Antoniou & Emiliios C. Galariotis, (2005), Contrarian Profits and the Overreaction Hypothesis: the case of Athens Stock Exchange
4. Barberis Nicholas & Andrei Shleifer, (December 2000), Style Investing, Harvard Institute Of Economic Research
5. Benoit Mandelbrot,(2006), Ο πίνακας του Χάους: Γιατί καταρρέουν οι αγορές, Εκδόσεις Τραυλός
6. Bernstein Peter L., (1985), Does The Stock Market Overreact?, Journal Of Finance
7. Black F., (1986), Noise, Journal Of Finance
8. Chan K.C., (1998), On the Contrarian investment Strategy, Journal of Business, 61, 147-64
9. Chancellor E., (2000), Η Άνοδος Και η Πτώση Των Χρηματιστηρίων, Εκδόσεις Λιβάνη
10. Da Costa Jr., N.C.A., (1994) Overreaction in the Brazilian Stock Market, Journal of Banking and Finance, 18, 633-42
11. DeBondt W. & Thaler R., (1985), Does The Security Analysts Overreact?, American Economy Review
12. DeBondt W. & Thaler R., (1987), Further Evidence On Investor Overreaction And Stock Market Seasonality, Journal Of Finance
13. DeBondt W., (2004), Introduction to the Special Issue On Behavioral Finance, Journal Of Empirical Finance
14. DeLong Et Al, (1990), Noise Trader Risk In Financial Markets, Journal Of Political Economy
15. Dowling M. & Lucey B., (October 2006), The 7 Deadly Sins Of Investing, Institute For International Integration Studies
16. Edgar Peters, (1992), Chaos and Order in the Capital Markets
17. Fama E., (1998), Efficient Capital Markets II, Journal Of Finance
18. Fama E., (1998), Market Efficiency, Long-Term Returns And Behavioral Finance, Journal Of Financial Economics
19. Fisher Kenneth L. & Meir Statman, (May 1999), The Sentiment Of Investors, Large And Small
20. Jay R. Ritter, (2003), Behavioral Finance, Pacific-Basin Finance Journal

21. Jegadeesh N., “Evidence of predictable behavior of security returns” Journal of Finance, Vol 45, 1990, pp.881-898
22. Jodi Di Cenzo, (January 2007), Behavioral Finance And Retirement Plan Contributions: How Participants Behave And Prescriptive Solutions, Employee Benefit Research Institute
23. John Wiley & Sons,(1994), Fractal Market Analysis
24. Lehman B., “ Fads, Martingales and market efficiency”, Quarterly Journal of Economics, Vol 35, 1990, pp.401-428
25. Shiller, R.J., (1997), Human Behavior And The Efficiency Of The Financial System
26. Salmon M., (2001), Behavioral Finance And Market Psychology, Course Description
27. Shiller R.J., (2003), From Efficient Markets Theory To Behavioral Finance, Journal Of Economics Perspectives
28. Shleifer A., (2000), Inefficient Markets: An Introduction To Behavioral Finance, Oxford University Press
29. Trevisky & Kahneman, Prospect Theory: An Analysis Of Decision Under Risk
28. Van der Sar Nico, (2004), “Behavioral Finance, how matters stand”, Journal Of Economic Psychology 25
29. Veronisi Pietro, (1999), Stock Market Overreaction To Bad News In Good Times: A Rational Expectations Equilibrium Model, The Review Of Financial Studies
30. Wang Ko, Yuming Li And John Erickson, (1997), A New Look At The Monday Effect, Journal Of Finance
31. Zarowin P. «Size, Seasonality and Stock market overreaction», (1990), Journal of finance and Quantitative Analysis, Vol 25, 1990,pp.113-125

Ηλεκτρονικές Διευθύνσεις:

32. www.euro2day.gr
33. www.kathimerini.gr
34. www.agii.gr (Ένωση Θεσμικών Επενδυτών)
35. www.ssrn.com

ТАНЕЦЫ И ТЕАТР