

**ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΤΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ
(BEHAVIORAL FINANCE)**

“Όταν τα κλασσικά χρηματοοικονομικά δεν αρκούν για να εξηγήσουμε και να προβλέψουμε τις κινήσεις των επενδυτών.”



ΙΑΤΡΟΠΟΥΛΟΥ ΘΕΟΔΩΡΑ-ΜΑΡΙΑ

Επιβλέπων: Κυριαζής Νικόλαος

ΒΟΛΟΣ 2004



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ
ΥΠΗΡΕΣΙΑ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗΣ & ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ
ΕΙΔΙΚΗ ΣΥΛΛΟΓΗ «ΓΚΡΙΖΑ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ»**

Αριθ. Εισ.: 4141/1
Ημερ. Εισ.: 29-11-2004
Δωρεά: Συγγραφέα
Ταξιθετικός Κωδικός: ΠΤ – ΟΕ
2004
ΙΑΤ

**«Μπορώ να υπολογίσω τις κινήσεις των ουρανίων σωμάτων αλλά όχι
και την ανθρώπινη ανοησία!»**

Isaac Newton

**Στους γονείς μου,
Κωνσταντίνο και Θεοδώρα.**

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	σελ
ΠΕΡΙΛΗΨΗ	5
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 - ΑΝΤΙΘΕΣΕΙΣ ΚΛΑΣΣΙΚΗΣ & ΣΥΓΧΡΟΝΗΣ ΘΕΩΡΙΑΣ	10
1.1 Βασικά Στοιχεία της BF	10
1.2 Βασικές Διαφορές Παραδοσιακής Χρηματοοικονομικής & Behavioral Finance	13
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 – ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ (ΕΜΗ)	15
2.1 Η Έννοια της Αποτελεσματικής Αγοράς	15
2.2 Η Σημασία της Υπόθεσης της Αποτελεσματικής Αγοράς	22
2.3 Η Θεωρία της Αποτελεσματικότητας στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά	23
2.4 Η Χαμηλή Αποτελεσματικότητα και ο Κίνδυνος της Αγοράς	27
2.5 Market Efficiency or Behavioral Finance	30
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 – ΟΡΘΟΛΟΓΙΚΟΙ & ΜΗ ΟΡΘΟΛΟΓΙΚΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ	33
3.1 Ο Μη Ορθολογικός Επενδυτής - The Irrational Investor	33
3.2 Η Μη Ορθολογικότητα των Αγορών - The Irrationality of markets	34
3.3 Το Πλήθος στο Χρηματιστήριο - Η Διαμόρφωση της Ψυχολογίας της Μάζας & των Κινήτρων Συμπεριφοράς της	35
3.4 Investor's Psychology	45
3.5 Οι «Ανωμαλίες» των Αγορών – Market Anomalies	48
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 – BEHAVIORAL FINANCE	55
4.1 Cognitive Biases	56
4.2 Περιορισμένο – Limited Arbitrage	59
4.3 Investor Sentiment – Θεωρία Συναισθήματος Επενδυτών	61
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 – ΕΦΑΡΜΟΓΕΣ ΤΗΣ BF	63
5.1 IPO's Puzzle	63
5.2 ΑΕΕΧ – Close End Fund Puzzle	66
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	69
6.1 Το τέλος της BF – The End of Behavioral Finance	69
6.2 Η Σημασία της BF - Why BF Cannot Be Dismissed	70
6.3 Τι Έχουμε Μάθει - What We Have Learned	71
6.4 Κριτική της Behavioral Finance	72
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	74

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η BF αναφέρεται στην εφαρμογή της επιστήμης της ψυχολογίας στην χρηματοοικονομική συμπεριφορά. Η BF εμφανίστηκε, όταν οι εξελίξεις στην ψυχολογία προκάλεσαν το ενδιαφέρον των οικονομολόγων.

Οι οικονομολόγοι προσπάθησαν παραδοσιακά να κατανοήσουν τις κεφαλαιαγορές χρησιμοποιώντας μοντέλα στα οποία όλοι οι συμμετέχοντες στην αγορά- επενδυτές, διαχειριστές και άλλοι – είναι ορθολογικοί (rational). Με άλλα λόγια, επεξεργάζονται όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες σωστά όταν κάνουν προβλέψεις σχετικά με το μέλλον και έχουν αισθητούς στόχους.

Το ορθολογικό πλαίσιο είναι ένα απλό μοντέλο, και θα μπορούσε να θεωρηθεί πολύ αποτελεσματικό εάν οι προβλέψεις του επιβεβαιώνονταν από τα δεδομένα. Δυστυχώς, μετά από εμπειρικές έρευνες, έγινε σαφές ότι τα βασικά στοιχεία σχετικά με τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων, όπως είναι η συμπεριφορά των επενδυτών και η συμπεριφορά των διαχειριστών, δεν μπορούν να ερμηνευτούν με βάση αυτό το πλαίσιο.

Σε απάντηση όσων αφορούν τις δυσκολίες που αντιμετωπίζει η κλασική προσέγγιση, ένα νέο πεδίο της χρηματοοικονομικής επιστήμης προέκυψε. η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική – Behavioral Finance. Η έρευνα σε αυτό το πεδίο αναφέρει ότι κάποια χρηματοοικονομικά φαινόμενα μπορούν, εύλογα, να κατανοηθούν χρησιμοποιώντας μοντέλα στα οποία ορισμένοι συμμετέχοντες στην αγορά – συνήθως επενδυτές, αλλά και μερικές φορές και διαχειριστές – δεν είναι πλήρως ορθολογικοί.

Καθώς η BF μελετά τα ανθρώπινα σφάλματα στις χρηματαγορές, αυτό σημαίνει ότι βασίζεται σε δύο βασικές αρχές. Η πρώτη είναι το «περιορισμένο» (limited) arbitrage(LA). Το LA αποτελεί ένα σύνολο κανόνων το οποίο αναφέρει ότι το arbitrage στις πραγματικές αγορές απέχει από το να είναι «τέλειο». Η δεύτερη αρχή ονομάζεται «Συναίσθημα Επενδυτή» (investor sentiment) και αναφέρεται στο πώς οι επενδυτές των «πραγματικών» αγορών (real world) διαμορφώνουν τις πεποιθήσεις και τις αξιολογήσεις και γενικότερα την ζήτηση για μετοχές. Συνδυασμένη με την θεωρία του «περιορισμένου» arbitrage το «συναίσθημα» του επενδυτή μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να έχουμε ακριβείς προβλέψεις της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών και των αποδόσεων τους.

Η σημασία της BF είναι σημαντική και παίζει σπουδαίο ρόλο σε κύριους τομείς της χρηματοοικονομικής όπως είναι:

- Η Διαχείριση Χαρτοφυλακίου(Portfolio Theory)
- Η Τιμολόγηση Περιουσιακών Στοιχείων(Asset Pricing)
- Χρηματοοικονομική Εταιρειών(Corporate Finance)
- Τιμολόγηση Δικαιωμάτων(Pricing of Options)

Abstract

Behavioral Finance is the application of psychology to financial behavior- the behavior of practitioners. Behavioral Finance burgeoned when the advances made by psychologist came to the attention of economists.

Financial economists traditionally tried to understand the financial markets by using models in which the participants (investors, fund managers and others) are rational. In other words they take account all the available information properly, in order to make predict about the future and having visible targets.

This theoretical framework is a simple model, and it could be consider very efficient if the predictions were justified by the empirical data. Unfortunately, after empirical research it was clear that the basic data in relation to assets' prices, like investors' behaviour could not be explained by this framework.

In response to these difficulties faced by classical approach, a new field of finance science emerged, the Behavioral Finance. The research in this field reports that some of the financial phenomena can be explained by using models in which the participants-usually investors and sometimes fund managers- are not completely rational.

As a study of human fallibility in competitive markets, behavioral finance theory rests on two major foundations. The first is limited arbitrage. This set of arguments suggests that arbitrage in real-world securities markets is far from perfect. The second foundation, namely investor sentiment is the theory of how real-world investors actually form their beliefs and valuations, and more generally their demands for securities. Combined with limited arbitrage, a theory of investor sentiment may help generate precise predictions about the behavior of security prices and returns.

Behavioral phenomena play an important role in the major areas of finance: Portfolio Theory, Asset Pricing, Corporate Finance and Pricing of Options.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Έρευνες που έχουν γίνει στη λήψη αποφάσεων δείχνουν ότι οι περισσότεροι επενδυτές συμπεριφέρονται σχετικά ανορθόδοξα. Αισθήματα όπως ο φόβος, η απληστία, η αβεβαιότητα και η ανταγωνιστικότητα δεν τους επιτρέπουν να πάρουν νηφάλιες αποφάσεις. Έτσι δημιουργήθηκε μια μίξη οικονομικών και ψυχολογίας, γνωστή και ως “Συμπεριφορικά Χρηματοοικονομικά ή Χρηματοοικονομική της Συμπεριφοράς” (Behavioral Finance), που μελετούν τη συμπεριφορά των επενδυτών, λαμβάνοντας υπόψη και την “ανθρώπινη” πλευρά τους.

Τα Συμπεριφορικά Χρηματοοικονομικά έρχονται σε αντίθεση με την κλασική θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών (Efficient Market Hypothesis) όπου μιλάμε για τον “*homo economicus*”, τον ορθολογικό άνθρωπο που στηρίζει τις αποφάσεις του σε δύο παράγοντες: τις αποδόσεις και το ρίσκο της επένδυσης. Σύμφωνα με τα μοντέλα λήψης αποφάσεων που στηρίζονται σε αυτήν την θεωρία -όπως το Μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Αγαθών (CAPM) και το Μοντέλο Αντισταθμιστικής Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Αγαθών (APT)- ο επενδυτής αξιολογεί την κάθε επένδυση “ζυγίζοντας” τις αναμενόμενες αποδόσεις της με το ρίσκο που εμπεριέχει.

Όμως, όλες μας οι αποφάσεις στηρίζονται στην λογική και τελικά η αγορά λειτουργεί σαν ένα καλοκουρδισμένο ρολόι; Η πράξη έχει δείξει πως όχι. Η BF έρχεται να καλύψει τις αδυναμίες ερμηνείας της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών (EMH) μελετώντας και κατανοώντας την επίδραση των συναισθημάτων μας, π.χ. της απληστίας ή της αυτοπεποίθησης, στην λήψη αποφάσεων. Έτσι, γνωρίζοντας τα πιθανά λάθη που μπορεί να κάνουμε εμείς και οι υπόλοιποι επενδυτές, μπορούμε να κάνουμε καλύτερες προβλέψεις και τοποθετήσεις.

Ένας από τους κυριότερους λόγους που χάνουμε είναι η υπερβολική -και σε πολλές περιπτώσεις αδικαιολόγητη- εμπιστοσύνη που δείχνουμε για τον εαυτό μας. Σε έρευνα που έγινε ρωτήθηκαν κάποιοι άνθρωποι αν πιστεύουν ότι οδηγούν καλύτερα από τον μέσο οδηγό. Το 80% απάντησε καταφατικά. Πώς όμως μπορεί η πλειοψηφία να οδηγεί καλύτερα από τον μέσο οδηγό; Ομοίως, οι περισσότεροι επενδυτές νομίζουν ότι είναι καλύτεροι από τον μέσο επενδυτή και ότι μπορούν σχετικά εύκολα να κερδίσουν.

Άλλες μελέτες έχουν δείξει ότι η στενοχώρια του να χάσουμε π.χ. € 10.000 είναι δυο φορές μεγαλύτερη από την χαρά του να κερδίσουμε το ίδιο ποσό. Αυτό δεν

υπολογίστηκε προσαρμόζοντας αισθητήρες στα πορτοφόλια των ερωτηθέντων, αλλά τους ζητήθηκε να συμμετάσχουν σε ένα πείραμα κατά το οποίο θα έπαιζε ο καθένας τους μόνο μία ριζιά στριφτό και, αν έχανε, θα έπρεπε να δώσει €10.000. Στη συνέχεια ρωτήθηκαν πόσα χρήματα ζητούσαν να κερδίζει η νικηφόρα ριζιά ώστε να τολμήσουν να παίξουν το παιχνίδι αυτό. Η συνηθισμένη απάντηση: περίπου €20.000.

Η αποστροφή, επομένως, που παρουσιάζουν οι επενδυτές προς το χάσιμο, σε συνδυασμό με την τάση τους να κρατάνε για πολύ καιρό τις μετοχές που παρουσιάζουν απώλειες μέχρι αυτές να επανακάμψουν -έτσι ώστε να μη φανεί ότι έκαναν λάθος επιλογή- οδηγεί στο να ρευστοποιούν τις κερδοφόρες αντί των ζημιογόνων τοποθετήσεων. Έχει υπολογιστεί ότι οι καλές μετοχές που ρευστοποιούνται παρουσιάζουν μέσα στον επόμενο χρόνο αποδόσεις 3,8% μεγαλύτερες από αυτές των ζημιογόνων μετοχών που κρατούν.

Παρόλο που η επιστήμη της Χρηματοοικονομικής της Συμπεριφοράς είναι σχετικά πρόσφατη -περίπου μια δεκαετία-, έχει εδραιωθεί στην ακαδημαϊκή κοινότητα και διδάσκεται στα καλά προγράμματα σπουδών. Σημαντικό γεγονός για την ανάδειξη του χώρου αποτελεί η απονομή, για το έτος 2002, του βραβείου Νόμπελ οικονομίας στον Daniel Kahneman, για τη συμβολή του στη Χρηματοοικονομική της Συμπεριφοράς.

Πέρα από το ακαδημαϊκό της ενδιαφέρον, η BF χρησιμοποιείται από τις μεγάλες εταιρίες επενδύσεων. Για παράδειγμα, η ABN AMRO προσφέρει το αμοιβαίο κεφάλαιο “Star Behavioral Finance Japan Fund” ενώ η JP Morgan Chase Bank τα αμοιβαία “Behavioural Growth” και “Behavioral Value Fund”. Επίσης, η Morgan Stanley χορηγεί υποτροφίες για έρευνα πάνω στον χώρο της BF. Μάλιστα, δύο από τους διασημότερους ακαδημαϊκούς του χώρου, οι Αμερικάνοι Russell Fuller και Richard Thaler, ίδρυσαν την εταιρία επενδύσεων “Fuller & Thaler Asset Management Inc” που διαχειρίζεται κεφάλαια ύψους 2,4 δισ. δολαρίων.

Γνωρίζοντας τα λάθη και τις συνήθειες των επενδυτών αποφεύγουμε την “ψυχολογία του κοπαδιού” και την εκμεταλλευόμαστε καταλλήλως. Αρκεί να αναρωτηθούμε τι σημαίνει η φράση “αυτήν την εποχή όλοι πουλάνε”. Όταν όλοι πουλάνε, υπάρχουν αντίστοιχα και κάποιοι που αγοράζουν αυτές τις μετοχές. Μήπως ξέρουν κάτι που εμείς δεν ξέρουμε; Μήπως οι μετοχές αυτές δεν είναι τελικά τόσο άσχημη τοποθέτηση; Πρέπει να κατανοήσουμε ότι οι βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις στις τιμές των μετοχών είναι περισσότερο αποτέλεσμα της ψυχολογίας των επενδυτών παρά αλλαγών στα θεμελιώδη στοιχεία των εταιριών. Αυτός είναι και ο λόγος που πολλοί επενδυτές χάνουν.

Ο Christopher Browne, διευθυντής σε μία εταιρία διαχείρισης χαρτοφυλακίου στο Σαν Φρανσίσκο, άρχισε να ασχολείται με τη Χρηματοοικονομική της Συμπεριφοράς αφού συμμετείχε σε διάφορα συμβούλια εταιριών επενδύσεων. “Είδα ανθρώπους να παίρνουν τελείως παράλογες αποφάσεις, βασιζόμενοι απλά και μόνο στην εντύπωση που είχαν για κάποιες μετοχές”, λέει. Τώρα, ο Browne συνεργάζεται με το κέντρο έρευνας Συμπεριφορικών Χρηματοοικονομικών του Χάρβαρντ και δίνει συχνά διαλέξεις πάνω στο θέμα.

Η συμβουλή του προς όλους τους επενδυτές που υποφέρουν από “ανθρώπινες αδυναμίες”: “Πριν κάνεις κάτι, περίμενε λίγες μέρες. Ρώτα τον εαυτό σου γιατί το κάνεις αυτό; Βασίζεται στην λογική; Ή μόνο στη διαίσθησή σου;”.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΑΝΤΙΘΕΣΕΙΣ ΚΛΑΣΣΙΚΗΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΡΟΝΗΣ ΘΕΩΡΙΑΣ

1.1 Βασικά Στοιχεία της BF

Η BF αναφέρεται στην εφαρμογή της επιστήμης της ψυχολογίας στην χρηματοοικονομική συμπεριφορά. Η BF εμφανίστηκε, όταν οι εξελίξεις στη ψυχολογία προκάλεσαν το ενδιαφέρον των οικονομολόγων (Shefrin, 2000).

Οι οικονομολόγοι προσπάθησαν παραδοσιακά να κατανοήσουν τις κεφαλαιαγορές χρησιμοποιώντας μοντέλα στα οποία όλοι οι συμμετέχοντες στην αγορά- επενδυτές, διαχειριστές και άλλοι – είναι ορθολογικοί (rational). Με άλλα λόγια, επεξεργάζονται όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες σωστά όταν κάνουν προβλέψεις σχετικά με το μέλλον και έχουν αισθητούς στόχους.

Ίσως η πιο γνωστή από τις παραπάνω προσεγγίσεις είναι η θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών (EMH), η οποία αναφέρει ότι η τιμή κάθε περιουσιακού στοιχείου αντανακλά την θεμελιώδη αξία του, υπολογισμένη ως εξής: εκτιμούμε τις πιο πιθανές μελλοντικές χρηματοροές και τις προεξοφλούμε χρησιμοποιώντας ένα επιτόκιο ανάλογα με το βαθμό κινδύνου τους¹. Είναι προφανές γιατί αυτή η υπόθεση εμφανίστηκε ως μια πρόβλεψη της ορθολογικής προσέγγισης των κεφαλαιαγορών: εάν οι επενδυτές είναι ορθολογικοί θα κάνουν, πράγματι, την καλύτερη δυνατή χρήση της διαθέσιμης πληροφόρησης όταν προβλέπουν τις χρηματοροές, και όταν τις προεξοφλούν με το κατάλληλο επιτόκιο ανάλογα με το βαθμό κινδύνου.

Το ορθολογικό πλαίσιο είναι ένα απλό μοντέλο, και θα μπορούσε να θεωρηθεί πολύ αποτελεσματικό εάν οι προβλέψεις του επιβεβαιώνονταν από τα δεδομένα. Δυστυχώς, μετά από εμπειρικές έρευνες, έγινε σαφές ότι τα βασικά στοιχεία σχετικά με τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων, όπως είναι η συμπεριφορά των επενδυτών και η συμπεριφορά των διαχειριστών, δεν μπορούν να ερμηνευτούν με βάση αυτό το πλαίσιο, όπως αναφέρουν οι Frankfurter & McGoun (2000).

Σε απάντηση όσων αφορούν τις δυσκολίες που αντιμετωπίζει η κλασική προσέγγιση, ένα νέο πεδίο της χρηματοοικονομικής επιστήμης προέκυψε, η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική – Behavioral Finance. Η έρευνα σε αυτό το πεδίο αναφέρει ότι κάποια χρηματοοικονομικά φαινόμενα μπορούν, εύλογα, να

¹ Fama (1970).

κατανοηθούν χρησιμοποιώντας μοντέλα στα οποία ορισμένοι συμμετέχοντες στην αγορά – συνήθως επενδυτές, αλλά και μερικές φορές και διαχειριστές – δεν είναι πλήρως ορθολογικοί.

Η BF άρχισε να εμφανίζεται ως μια διαφορετική προσέγγιση από τις αρχές του 1980, κυρίως μέσα από τις δουλειές τριών ερευνητών: των Kahneman, Slovic και Tversky (Shefrin, 2000). Οι ερευνητές αυτοί έπαιξαν σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη της BF.

Η δουλειά του Slovic δίνει έμφαση στη λανθασμένη εκτίμηση του κινδύνου. Ο Slovic αντιλήφθηκε την επίδραση των συμπεριφορικών προτύπων στην χρηματοοικονομική επιστήμη και προσπάθησε να προσεγγίσει το θέμα αυτό, σύμφωνα με τον Shefrin (2000), σε δύο άρθρα, το ένα το 1969 στο *Journal of Applied Psychology* (αναφερόμενο στους χρηματιστές) και το δεύτερο το 1972 στο *Journal of Finance* (αναφερόμενο στους αναλυτές και στους απλούς επενδυτές).

Ο Amos Tversky και ο Daniel Kahneman, σύμφωνα με τον Shefrin (2000), σε δύο άρθρα τους, το πρώτο το 1974 στο *Science* (αναφέρεται στα heuristic driven λάθη) και το δεύτερο το 1979 στο *Econometrica* (αναφέρεται στην εξάρτηση των αποφάσεων από την πνευματική διάθεση) έθεσαν τις βάσεις για την BF.

Τον Ιούλιο του 1985, το *Journal of Finance* δημοσίευσε δύο σημαντικά άρθρα πάνω στη BF. Το πρώτο από τους Werner de Bondt και Richard Thaler, οι οποίοι εφάρμοσαν την ιδέα των Tversky & Kahneman σχετικά με την αντιπροσωπευτικότητα (representativeness) στην τιμολόγηση της αγοράς. Οι De Bondt & Thaler τόνισαν ότι οι επενδυτές υπεραντιδρούν τόσο στα καλά όσο και στα άσχημα νέα. Επομένως, η υπεραντιδράση οδηγεί επενδυτές με ζημίες να γίνονται υποτιμημένοι και επενδυτές με κέρδη να γίνονται υπερτιμημένοι. Το δεύτερο άρθρο από τους Meir Statman και Heirsh Shefrin, οι οποίοι εφάρμοσαν την ιδέα των Tversky & Kahneman σχετικά με την προτυποποίηση όσον αφορά την πραγματοποίηση των ζημιών. Αυτό το φαινόμενο ονομάζεται «φαινόμενο διάταξης» (disposition effect), και αναφέρει ότι οι επενδυτές έχουν την προδιάθεση να διατηρούν τις ζημίες για αρκετό χρονικό διάστημα και να ρευστοποιούν τις κερδοφόρες θέσεις τους πολύ γρήγορα.

Κατά την διάρκεια των 80's οι ερευνητές ξεκίνησαν να ανακαλύπτουν μια σειρά από εμπειρικά αποτελέσματα τα οποία έρχονταν σε αντίθεση με την άποψη ότι οι αποδόσεις της αγοράς καθορίζονταν σύμφωνα με το CAPM (Capital Asset Pricing Model) και την θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς. Οι υποστηρικτές της

παραδοσιακής χρηματοοικονομικής² θεώρησαν αυτά τα ευρήματα ως ανωμαλίες και τα ονόμασαν “market anomalies”. Οι ανωμαλίες αυτές ξεκίνησαν με το μέγεθος των εταιρειών (“the small-firm effect”) και συνέχισαν με το φαινόμενο του Ιανουαρίου (“January effect”), το φαινόμενο του Σαββατοκύριακου (“Weekend effect”) και συνέχισαν με το φαινόμενο των διακοπών (“Holiday effect”)³. Καθώς οι ερευνητές ανακάλυπταν νέες ανωμαλίες στις αγορές άρχισε να αμφισβητείται το εάν η παραδοσιακή χρηματοοικονομική ήταν ικανή να ερμηνεύσει τι καθορίζει τις τιμές των μετοχών.

Καθώς η BF μελετά τα ανθρώπινα σφάλματα στις χρηματαγορές, αυτό σημαίνει ότι βασίζεται σε δύο βασικές αρχές⁴. Η πρώτη είναι το «περιορισμένο» (limited) arbitrage(LA). Το LA αποτελεί ένα σύνολο κανόνων το οποίο αναφέρει ότι το arbitrage στις πραγματικές αγορές απέχει από το να είναι «τέλειο». Αρκετά χρεόγραφα δεν έχουν «τέλεια» υποκατάστατα ή ακόμη και «καλά» υποκατάστατα, με αποτέλεσμα το arbitrage να γίνεται επικίνδυνο. Ακόμη και στην περίπτωση που υπάρχουν «καλά» υποκατάστατα το arbitrage παραμένει επικίνδυνο και «περιορισμένο» διότι οι τιμές δεν συγκλίνουν στις θεμελιώδεις αξίες ταυτόχρονα. Το γεγονός ότι το arbitrage είναι «περιορισμένο» εξηγεί γιατί οι τιμές δεν αντιδρούν απαραίτητα στις πληροφορίες με την κατάλληλη μεταβολή και γιατί οι τιμές μπορεί να αντιδρούν σε μη-πληροφορίες εκφραζόμενες σε ενιαίες αλλαγές στην ζήτηση. Το LA εξηγεί λοιπόν γιατί οι αγορές μπορούν να παραμένουν «μη αποτελεσματικές» όταν διαταράσσονται από noise traders. Η δεύτερη αρχή ονομάζεται «Συναίσθημα Επενδυτή» (investor sentiment) και αναφέρεται στο πώς οι επενδυτές των «πραγματικών» αγορών (real world) διαμορφώνουν τις πεποιθήσεις και τις αξιολογήσεις και γενικότερα την ζήτηση για μετοχές. Ειδικότερα όπως αναφέρει ο Shleifer (2000), συνδυασμένη με την θεωρία του «περιορισμένου» arbitrage το «συναίσθημα» του επενδυτή μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να έχουμε ακριβείς προβλέψεις της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών και των αποδόσεων τους.

Και οι δύο παραπάνω θεωρίες είναι απαραίτητες. Εάν το arbitrage είναι περιορισμένο τότε οι arbitrageurs όχι μόνο διευκολύνουν τις ενιαίες μετακινήσεις στην ζήτηση αλλά και κάνουν σίγουρο ότι οι ειδήσεις ενσωματώνονται γρήγορα και σωστά στις τιμές. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα οι αγορές να παραμένουν αποτελεσματικές παρόλο που οι επενδυτές που συμμετέχουν σε αυτές είναι μη ορθολογικοί. Χωρίς το «συναίσθημα» του επενδυτή δεν υπάρχουν ενοχλήσεις στις

² Traditional Finance: όπως χρησιμοποιείται από τον Hersh Shefrin(2000).

³ Frankfurter, George M. & McGoun, Elton G., (2001)

⁴ Ritter Jay R.(2003).

αποτελεσματικές τιμές αρχικά, οπότε οι τιμές δεν αποκλίνουν από την αποτελεσματική κατάσταση. Η BF απαιτεί λοιπόν τόσο μια μη ορθολογική «αναταραχή» όσο και «περιορισμένο» arbitrage.

Τόσο η θεωρία του «περιορισμένου» arbitrage όσο και η θεωρία του «συναισθήματος» του επενδυτή επιτρέπουν στους ερευνητές να κάνουν προβλέψεις σχετικά με τις τιμές των μετοχών. Μερικές από αυτές τις προβλέψεις μπορούν να γίνουν με την αναγνώριση του «περιορισμένου» arbitrage μόνο. Ωστόσο, οι καλύτερες προβλέψεις τείνουν να απαιτούν ένα προσδιορισμό του πώς οι επενδυτές διαμορφώνουν τις πεποιθήσεις (ένα μοντέλο του «συναισθήματος» του επενδυτή).

1.2 Βασικές Διαφορές Παραδοσιακής Χρηματοοικονομικής & Behavioral Finance

Σύμφωνα με τον Shefrin (2000) η BF συνίσταται σε τρία βασικά θέματα (themes).

Το πρώτο αναφέρει ότι οι χρηματοοικονομικοί επαγγελματίες διαπράττουν λάθη επειδή βασίζονται σε κανόνες του αντίχειρα (rules of thumb). Η BF αναγνωρίζει ότι η οι επαγγελματίες χρησιμοποιούν κανόνες του αντίχειρα που ονομάζονται *heuristics* (αυτοδιδασχής – ευρετικής) για να επεξεργαστούν δεδομένα. Ένα παράδειγμα αυτού του κανόνα είναι το εξής: «η απόδοση του παρελθόντος είναι ο καλύτερος εκτιμητής της μελλοντικής απόδοσης, για αυτό λοιπόν επένδυσε σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο το οποίο έχει την καλύτερη απόδοση την τελευταία πενταετία». Ωστόσο, οι παραπάνω κανόνες θεωρούνται ατελείς. Επομένως, οι επαγγελματίες έχουν λάθος αντιλήψεις, οι οποίες τους προδιαθέτουν να διαπράττουν λάθη. Αντίθετα, η παραδοσιακή χρηματοοικονομική υποθέτει ότι οι επαγγελματίες επεξεργάζονται σωστά τα στατιστικά δεδομένα με σκοπό την επίτευξη κερδών.

Το δεύτερο θέμα αναφέρει ότι οι επαγγελματίες επηρεάζονται από το «πλαίσιο» (frame) όσον αφορά τις επενδυτικές τους αποφάσεις. Σύμφωνα με την BF επιπρόσθετα στις αντικειμενικές θεωρήσεις, οι αντιλήψεις των επαγγελματιών σχετικά με τον κίνδυνο και την απόδοση επηρεάζονται από το πώς οι αποφάσεις αυτές μορφοποιούνται (frame)⁵. Αντίθετα, η παραδοσιακή χρηματοοικονομική υποθέτει ότι υφίσταται «ανεξαρτησία πλαισίου» (frame independence), που σημαίνει

⁵ Αυτό ο Shefrin(2000) το ονομάζει "Frame Dependence".

ότι οι επαγγελματίες αντιμετωπίζουν όλες τις αποφάσεις διαμέσου ενός διαφανούς και αντικειμενικού φακού κινδύνου και απόδοσης.

Το τρίτο θέμα αναφέρει ότι τα λάθη και τα πλαίσια αποφάσεων (decision frames) επηρεάζουν τις τιμές που έχουν δημιουργηθεί στην αγορά. Συγκεκριμένα, η BF αναφέρει ότι τα heuristic-driven bias και τα framing effects έχουν ως αποτέλεσμα οι τιμές της αγοράς να αποκλίνουν από τις θεμελιώδεις αξίες τους⁶. Αντίθετα, η παραδοσιακή χρηματοοικονομική υποστηρίζει ότι οι αγορές είναι αποτελεσματικές⁷.

Η κυριότερη αντίθεση μεταξύ των υποστηρικτών της «Αποτελεσματικής Αγοράς» και της BF, έγκειται στην υπόθεση ότι τα λάθη που διαπράττονται από τους επενδυτές είναι συστηματικά και κατά συνέπεια προβλέψιμα.

Αναλυτικότερα οι απόψεις των δύο θεωριών είναι οι εξής:

Behavioral Finance: οι τιμές ωθούνται από τους επενδυτές σε επίπεδα στα οποία δεν μπορούν να συγκρατηθούν και προς τις δύο κατευθύνσεις. Οι αισιόδοξοι επενδυτές απογοητεύονται και οι απαισιόδοξοι εκπλήσσονται. Οι τιμές των μετοχών είναι οι μελλοντικοί εκτιμητές, μια πρόβλεψη σχετικά με την προσδοκία των επενδυτών για τις αυριανές τιμές, παρά μια εκτίμηση της παρούσας αξίας των μελλοντικών ροών εισοδημάτων.

Θεωρία Αποτελεσματικών Αγορών: οι τιμές ακολουθούν ένα τυχαίο περίπατο (Random Walk Theory), διακυμαίνονται σε ακραία μεγέθη, αλλά τελικά με το πέρασμα του χρόνου προσαρμόζονται ξανά στην μέση τιμή τους (regression to the mean).

⁶ Αυτό ο Shefrin(2000) το ονομάζει “Inefficient Markets”.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΟΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

2.1 Η Έννοια της Αποτελεσματικής Αγοράς

Σύμφωνα με τη θεωρία της *πληροφοριακής αποτελεσματικότητας*, οι τιμές των μετοχών στο χρηματιστήριο αντανακλούν πλήρως και πολύ γρήγορα, θεωρητικά άμεσα, οποιαδήποτε πληροφορία τις αφορά. Έτσι, η χρηματιστηριακή τιμή μιας μετοχής σε μια χρονική στιγμή, έστω στο χρόνο t , πρέπει να αντιδρά μόνο στις πληροφορίες που την αφορούν το χρόνο t , που θεωρητικά είναι γνωστές σε όλους τους επενδυτές. Σε μία αποτελεσματική Αγορά οι παρελθούσες πληροφορίες, έχουν ήδη ενσωματωθεί στις χρηματιστηριακές τιμές κι οι τιμές των μετοχών δεν θα πρέπει να αντιδρούν στις παλιές αυτές πληροφορίες. Το πλέον σημαντικό αποτέλεσμα της *Υπόθεσης των Αποτελεσματικών Αγορών* είναι ότι εφόσον η πληροφορία (είδηση) έρχεται στην αγορά με ένα τυχαίο τρόπο, οι μεταβολές των τιμών ως αποτέλεσμα της ενσωμάτωσης της πληροφορίας (είδησης) στις τιμές πρέπει να συμπεριφέρονται με τυχαίο τρόπο. Το πιο πάνω αποτέλεσμα καθιστά αδύνατο για κάποιον επενδυτή να προβλέπει τις χρηματιστηριακές τιμές πάντα ορθά και να αυξάνει συνεχώς τον πλούτο του από τις προβλέψεις αυτές.

Η Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς αποτελεί ένα πεδίο ακαδημαϊκής έρευνας που εμφανίζει τα πιο αντικρουόμενα συμπεράσματα και τις πιο ιδιόρρυθμες απόψεις.

Οι προϋποθέσεις ύπαρξης μιας αποτελεσματικής αγοράς έχουν ως ακολούθως⁸:

1. Υπάρχουν πολλοί συμμετέχοντες οι οποίοι – ο καθένας ανεξάρτητα από τον άλλο – αναλύουν και αποτιμούν μετοχές.

2. Κάθε νέα πληροφορία για μία εταιρία ή μετοχή της, εμφανίζεται στην αγορά εντελώς τυχαία και ανεξάρτητα από άλλα γεγονότα.

3. Οι επενδυτές μέσω κινήσεων αγοραπωλησιών προσαρμόζουν τις αποτιμήσεις των μετοχών, ώστε οι τελευταίες να αντανακλούν σε κάθε χρονική στιγμή όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση.

⁸ Δες παρακάτω για την Θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών.

Οι παραπάνω προϋποθέσεις κάλλιστα οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι τιμές των μετοχών πρέπει να κινούνται εντελώς τυχαία και ανεξάρτητα από την εμφάνιση οποιουδήποτε γεγονότος που αφορά τις εισηγμένες εταιρίες. Στην πραγματικότητα όμως κάτι τέτοιο δεν ισχύει ούτε σε απόλυτους ούτε σε συγκριτικούς όρους⁹. Επίσης μία αποτελεσματική αγορά προϋποθέτει ότι ένας πολύ μεγάλος αριθμός επενδυτών παρακολουθεί και αναλύει την κάθε μετοχή, με αποτέλεσμα όταν η τιμή της τελευταίας προσαρμόζεται “αυτόματα” σε κάθε νέα πληροφορία, αυτό να γίνεται από ένα διαρκώς μεγαλύτερο αριθμό συμμετεχόντων. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των επενδυτών που συμμετέχουν σε μία αγορά και “προσαρμόζουν” έμμεσα τις τιμές των μετοχών της, τόσο πιο αποτελεσματική θεωρείται η εν λόγω αγορά. Ωστόσο επισημαίνεται το γεγονός ότι ανά πάσα χρονική στιγμή, οι τιμές των μετοχών πρέπει να αντανακλούν όχι μόνο όλη τη διαθέσιμη – προς το επενδυτικό κοινό – πληροφόρηση, αλλά και τον επενδυτικό κίνδυνο που εμπεριέχει η τοποθέτηση κεφαλαίων στο Χρηματιστήριο.

Ένα στατιστικό υπόδειγμα που περιγράφει μια Αποτελεσματική Αγορά είναι το υπόδειγμα του **Τυχαίου Περιπάτου (Random Walk)**¹⁰. Σύμφωνα με το υπόδειγμα αυτό, οι μεταβολές των χρηματιστηριακών τιμών είναι μη προβλέψιμες και η καλύτερη πρόβλεψη που μπορούμε να έχουμε για τη τιμή μίας μετοχής μία χρονική στιγμή, π.χ. σήμερα, είναι η τιμή την προηγούμενη χρονική στιγμή, δηλαδή χθες. Αυτό, διότι όπως αναφέραμε πιο πριν η σημερινή χρηματιστηριακή τιμή θα επηρεασθεί από τις σημερινές ειδήσεις και η μεταβολή της από χθες μέχρι σήμερα θα εκφράζει τις ειδήσεις αυτές που όπως είπαμε είναι άγνωστες και απρόβλεπτες.

Το υπόδειγμα του Τυχαίου Περιπάτου μπορεί να εκφρασθεί ως εξής:

$$P_t = P_{t-1} + \text{ειδήσεις}_t \quad \text{ή} \quad \Delta P_t = \text{ειδήσεις}_t \quad (1)$$

Όπου:

P_{t-1} = η τιμή μίας μετοχής στο χρόνο $t-1$, δηλαδή χθες, την προηγούμενη εβδομάδα, τον προηγούμενο μήνα κλπ, ανάλογα ποια χρονική βάση χρησιμοποιούμε.

P_t = η τιμή μίας μετοχής στο χρόνο αναφοράς t , δηλαδή σήμερα.

ΔP_t = η μεταβολή της από την προηγούμενη χρονική περίοδο μέχρι σήμερα.

Όπως αναφέραμε πιο πριν επειδή οι ειδήσεις είναι τυχαίες και εξ ορισμού απρόβλεπτες έτσι και οι μεταβολές των χρηματιστηριακών τιμών θα είναι τυχαίες και απρόβλεπτες. Στη γλώσσα της στατιστικής θα λέγαμε ότι οι χρηματιστηριακές

⁸ Fama (1970).

⁹ Frankfurter, George M. & McGoun, Elton G., (2000). Van der Sar Nico (2004).

¹⁰ Lo, Andrew and MacKinlay, Archie. (1999).

μεταβολές τιμών αποτελούν μία χρονολογική σειρά πιθανολογικά ανεξάρτητων διαταράξεων που κατανέμονται ομοιόμορφα.

Ειδήσεις_t = μεταβολές χρηματιστηριακών τιμών_t = u_t (2)

Κάτω από τις εξής υποθέσεις:

- ✓ Ο μέσος όρος των μεταβολών αυτών είναι σταθερός και ίσος με μηδέν $E(u_t)=0$
- ✓ Η διακύμανση είναι σταθερή $var(u_t)=\sigma^2$
- ✓ Η συσχέτιση μεταξύ των διαδοχικών μεταβλητών είναι μηδενική για οποιοδήποτε μεταβολές, $Cov(u_t, u_s)=0$ για κάθε $t \neq s$

Το πιο πάνω υπόδειγμα του Τυχαίου Περιπάτου υποστηρίχθηκε από μελέτες πολλών ερευνητών οι οποίοι διαπίστωσαν στατιστικά την τυχαία μεταβολή των χρηματιστηριακών τιμών.

Ωστόσο, το υπόδειγμα του Τυχαίου Περιπάτου είχε ένα μεγάλο **μειονέκτημα**: ήταν πολύ περιοριστικό για να ενσωματωθεί στην οικονομική θεωρία δεδομένου ότι ήταν καθαρά στατιστικό και μία οικονομική θεωρία ήταν αναγκαία για να το στηρίξει οικονομικά. Ένα θεωρητικά θεμελιωμένο υπόδειγμα σε αντίθεση με το καθαρά στατιστικό υπόδειγμα του Τυχαίου Περιπάτου είναι το **Δίκαιο Παιχνίδι (Fair Game)**.

Το υπόδειγμα του Δίκαιου Παιχνιδιού Fair Game μπορεί να συνδεθεί με απλές οικονομικές υποθέσεις και να μην είναι έτσι θεωρητικά περιορισμένο όπως το Random Walk. Το υπόδειγμα Δίκαιο Παιχνίδι προέρχεται από το υπόδειγμα Martingale:

$$E(P_t | I_{t-1}) = P_{t-1} \quad (3)$$

[martingale:]

$$E((P_t - P_{t-1}) | I_{t-1}) = 0$$

[fair game:]

$u_t = X_t - X_{t-1}$

Το πιο πάνω υπόδειγμα λέει ότι εάν η τιμή μίας μετοχής, P_t είναι Martingale η καλύτερη πρόβλεψη της τιμής P_t η οποία μπορεί να διαμορφωθεί βασισόμενη στο σετ πληροφορίας I_{t-1} , είναι P_{t-1} , υποθέτοντας ότι το P_{t-1} συμπεριλαμβάνεται στο I_{t-1} . Το υπόδειγμα Martingale λέει ότι το σετ πληροφοριών I_{t-1} είναι άχρηστο στο να βοηθήσει να προβλέψουμε την αναμενόμενη απόδοση των μετοχών στο χρόνο t , με την έννοια ότι το I_{t-1} έχει πλήρως ενσωματωθεί στις τιμές στο χρόνο $t-1$.

Σύμφωνα λοιπόν με το υπόδειγμα του Δίκαιου Παιχνιδιού, που ορίζεται ως η διαφορά του υποδείματος Martingale, και κάτω από την υπόθεση ενός μηδενικού επιτοκίου, σε μία Αποτελεσματική Αγορά ισχύει ότι:

$$E(r_t | I_{t-1}) = 0 \quad (4)$$

Δηλαδή, για τον χρόνο t η αναμενόμενη απόδοση είναι μηδενική κάτω από το

σετ πληροφοριών του χρόνου $t-1$, I_{t-1} .

Ή όσον αφορά μεταβολές τιμών:

$$E(\Delta P_t / I_{t-1}) = 0 \quad (5)$$

δηλαδή μηδενική αναμενόμενη μεταβολή τιμών. Εάν θέσουμε στην άκρη την υπόθεση του μηδενικού επιτοκίου και υποθέσουμε επίσης ότι οι επενδυτές είναι ουδέτεροι ως προς τον κίνδυνο, τότε θα διακρατούν τα περιουσιακά στοιχεία που θα δίνουν τις μεγαλύτερες αποδόσεις, αδιαφορώντας για τον κίνδυνο. Σε επίπεδο ισορροπίας όλα τα περιουσιακά στοιχεία θα αποδίδουν το πραγματικό επιτόκιο (έστω r).

Έτσι σύμφωνα με την πιο πάνω υπόθεση:

$$E(r_{t+1} / I_t) = r \quad (6)$$

όπου r είναι η απόδοση ισορροπίας της Αγοράς, ίση με το πραγματικό επιτόκιο.

Το υπόδειγμα του Τυχαίου Περιπάτου είναι ο συνδυετικός κρίκος μεταξύ της οικονομικής θεωρίας και του υποδείγματος του Τυχαίου Περιπάτου. Το υπόδειγμα του Δίκαιου Παιχνιδιού υποθέτει ότι οι τιμές είναι ίσες με τις προεξοφλημένες προσδοκώμενες χρηματικές ροές που δημιουργεί ένα περιουσιακό στοιχείο.

Επειδή $1 + r$ όπου r η απόδοση, είναι εξ' ορισμού ίσο με το σύνολο της μερισματικής απόδοσης (M_{t+1}/P_t) και τον λόγο κεφαλαιακών κερδών (P_{t+1}/P_t) τότε η σχέση (6) μπορεί να γραφεί ως εξής:

$$P_t = E(M_{t+1} + P_{t+1} / I_t) / (1+r) \quad (7)$$

Αντικαθιστώντας το t με $t+1$, έχουμε:

$$P_{t+1} = E(M_{t+2} + P_{t+2} / I_{t+1}) / (1+r) \quad (8)$$

Χρησιμοποιώντας την (8) για να εξαλείψουμε το P_{t+1} στην (7) και προχωρώντας κατά τον ίδιο τρόπο $n-1$ φορές και εφόσον υποθέσουμε ότι $(1+r)^{-n} E_t(P_{t+n})$ συγκλίνει στο μηδέν όταν το n τείνει στο άπειρο, εξάγεται ο γνωστός τύπος της παρούσας αξίας των μετοχών:

$$P_0 = M_1 / (1+r) + M_2 / (1+r)^2 + M_3 / (1+r)^3 + \dots + M_n P_n / (1+r)^n \quad (13)$$

Η χρηματιστηριακή τιμή μίας μετοχής είναι ίση με την εσωτερική ή θεμελιώδη αξία της μετοχής, κάτι που είναι πολύ σημαντικό αφού εάν η τιμή είναι ίση με την χρηματιστηριακή αξία και δεν παρουσιάζει διακυμάνσεις γύρω από αυτήν τότε δεν μπορούν να δημιουργηθούν κέρδη από τις αποκλίσεις αυτές¹¹. Αυτό που ίσως

¹¹ Fama, E. F., French, K. R., (1996).

φαίνεται παράδοξο εδώ είναι ότι ενώ τα μερίσματα μπορούν εν μέρει να προβλεφθούν, το υπόδειγμα Martingale τονίζει ότι δεν ισχύει τι ίδιο για τις αποδόσεις. Η εξήγηση σε αυτό το παράδοξο είναι ότι εάν η Αγορά αναμένει ότι το μερίσμα μίας μετοχής θα αυξηθεί η τιμή θα μεταβληθεί ανάλογα τώρα, ενώ όταν το μερίσμα αυξηθεί όσο αναμενόταν δεν θα δημιουργηθεί καμία επιπλέον μεταβολή στην απόδοση. Οι επενδυτές θα κερδίσουν μεγαλύτερες αποδόσεις μόνο εάν το μερίσμα ανέλθει περισσότερο από όσο αναμενόταν. Έτσι, εάν οι Χρηματιστηριακές Αγορές είναι αποτελεσματικές μία προσδοκώμενη αύξηση των μερισμάτων δεν υπονοεί Αγορά ή πώληση μετοχών διότι ήδη η αναμενόμενη αυτή αύξηση έχει ενσωματωθεί στις τιμές. Μόνο η μη αναμενόμενη πληροφορία θα επηρεάσει τις τιμές και εφόσον αυτή είναι απρόβλεπτη εξ' ορισμού το αποτέλεσμα στις τιμές θα είναι απρόβλεπτο.

Ο Fama (1970) όρισε τρία είδη Αποτελεσματικής Αγοράς.

- I. Μία Αγορά λέγεται ασθενώς αποτελεσματική όταν ενσωματώνει άμεσα τις παρελθούσες πληροφορίες που αφορούν μόνο τα ιστορικά στοιχεία χρηματιστηριακών τιμών, έτσι ώστε αυτά να μην μπορούν να βοηθήσουν στην πρόβλεψη των μελλοντικών τιμών.
- II. Μια Αγορά λέγεται ημι-ισχυρώς αποτελεσματική όταν ενσωματώνει άμεσα όλες τις δημοσιευμένες πληροφορίες όπως τα μακροοικονομικά δεδομένα αλλά και τις επιχειρηματικές ειδήσεις.
- III. Τέλος, μία Αγορά λέγεται ισχυρώς αποτελεσματική όταν ενσωματώνει άμεσα στις χρηματιστηριακές τιμές όλες τις δυνατές πληροφορίες που τις αφορούν, ακόμα και τις λεγόμενες "εσωτερικές" αυτές δηλαδή στις οποίες δεν έχει πρόσβαση το ευρύ επενδυτικό κοινό. Εάν μία Αγορά είναι ισχυρώς αποτελεσματική είναι και ημι-ισχυρώς και ασθενώς. Το όμως βέβαια δεν ισχύει.

Δύο σημαντικά εργαλεία για τον έλεγχο αποτελεσματικότητας μιας χρηματιστηριακής αγοράς είναι η τεχνική και η θεμελιώδης ανάλυση¹². Σε μία ασθενώς αποτελεσματική αγορά η χρήση της τεχνικής ανάλυσης, που όπως θα δούμε εξετάζει τη συμπεριφορά των ιστορικών τιμών για να προβλέψει τις μέλλουσες δεν αποφέρει κέρδη. Αντίστοιχα, σε μία ημι-ισχυρή χρηματιστηριακή αγορά η χρήση θεμελιώδους ανάλυσης, όπως αυτή αναπτύχθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο δεν

¹² Rutterford Janette (1993)

βοηθά στην πρόβλεψη και συνεπώς δεν μπορεί να αποφέρει κέρδη στους επενδυτές που τη χρησιμοποιούν.

Η λογική της θεμελιώδους ανάλυσης είναι η εξής: κάθε μετοχή (ή γενικότερα κάθε χρηματιστηριακό προϊόν) έχει μια αντικειμενική αξία που λέγεται "εσωτερική αξία" (intrinsic value). Με την καθαρή οικονομική έννοια, αυτή η αξία είναι που ισορροπεί στην αγορά η τιμή της μετοχής της εταιρίας. Στην Χρηματιστηριακή Αγορά η αξία αυτή ονομάζεται "δίκαιη τιμή αγοράς" (fair market value).

Στην πραγματικότητα όμως, οι δυνάμεις της Αγοράς είναι πολύπλοκες και γρήγορα μεταβαλλόμενες έτσι, ώστε το επίπεδο των τιμών να διαταράσσεται, δηλαδή να αποκλίνει της τιμής ισορροπίας. Το αποτέλεσμα είναι στην περίπτωση που η τρέχουσα τιμή είναι υψηλότερη της εσωτερικής αξίας της μετοχής, τότε η μετοχή να θεωρείται υπερτιμημένη. Αντίθετα, στην περίπτωση που η τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή είναι χαμηλότερη της εσωτερικής αξίας, τότε η μετοχή να θεωρείται υποτιμημένη. Στην πρώτη περίπτωση ένας λογικός επενδυτής πρέπει να πουλήσει τη μετοχή εάν την έχει στην κατοχή του, ενώ στη δεύτερη περίπτωση πρέπει να αγοράσει την εν λόγω μετοχή.

Η στρατηγική της θεμελιώδους ανάλυσης είναι η εξής: Πρώτον, με βάση τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης της αγοράς προσδιορίζεται η μακροχρόνια τιμή ισορροπίας της μετοχής. Δεύτερον, συγκρίνεται η τιμή αυτή με την τρέχουσα τιμή της Αγοράς. Αν υπάρχει διαφορά και με δεδομένα τα διαστήματα εμπιστοσύνης της πρόβλεψης ο επενδυτής ανοίγει μια θέση σύμφωνα με τις τακτικές που εκτέθηκαν αμέσως παραπάνω. Τέλος, προτείνεται η διατήρηση της επένδυσης αυτής έως ότου η τιμή της αγοράς φτάσει το προβλεπόμενο επίπεδο, όπου τότε ο επενδυτής θα πρέπει να ρευστοποιήσει την επένδυσή του και να αποκομίσει τα αντίστοιχα κέρδη ή ζημίες.

Οι κυριότερες μέθοδοι που χρησιμοποιούνται στην ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων μπορούν να ταξινομηθούν στις εξής κατηγορίες:

Στην διαστρωματική ανάλυση, η οποία περιλαμβάνει την κατάρτιση των λογιστικών καταστάσεων σε ποσοστά επί τοις εκατό και τον υπολογισμό ορισμένων αριθμοδεικτών. Οι καταστάσεις αυτές λέγονται καταστάσεις «κοινού μεγέθους» διότι κάθε στοιχείο του ισολογισμού διαιρείται με το σύνολο του ενεργητικού ή του παθητικού, ενώ κάθε στοιχείο της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης διαιρείται με το σύνολο των πωλήσεων. Οι καταστάσεις κοινού μεγέθους διευκολύνουν τις συγκρίσεις μεταξύ των στοιχείων μιας επιχείρησης για μια σειρά ετών καθώς και τις συγκρίσεις μεταξύ επιχειρήσεων, διαφορετικού όμως μεγέθους. Επίσης οι

καταστάσεις αυτές εκφράζουν τη σχετική σπουδαιότητα κάθε στοιχείου σε σχέση με το σύνολο στο οποίο αναφέρονται.

Στη συγκριτική ή διαχρονική μέθοδο ανάλυσης η οποία περιλαμβάνει την κατάταξη των στοιχείων των λογιστικών καταστάσεων κατά κατηγορίες για μια σειρά ετών και τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών τάσεων. Ο αριθμοδείκτης τάσεως, υπολογίζεται αν διαιρέσουμε την τιμή ενός μεγέθους, που θέλουμε να υπολογίσουμε τον αριθμοδείκτη τάσεως, στο έτος που θέλουμε με την αντίστοιχη τιμή αυτού στο έτος βάσεως και το πολλαπλασιάζουμε με το εκατό.

Η τεχνική ανάλυση ασχολείται με τη μελέτη των πράξεων της Αγοράς σε αντίθεση από τη μελέτη των θεμελιωδών παραγόντων από τους οποίους εξαρτάται η Αγορά¹³. Σύμφωνα με την τεχνική ανάλυση οι χρηματιστηριακές τιμές αντικατοπτρίζουν όχι μόνο τις διαφορές στις απόψεις των οικονομικών αναλυτών τις οποίες βασίζουν σε ανάλυση οικονομικών παραγόντων, αλλά επίσης τις ελπίδες, τους φόβους, τις εκτιμήσεις και τις διαθέσεις, λογικές ή όχι, των αγοραστών και των πωλητών μετοχών. Οι παράγοντες αυτοί συντίθενται, σταθμίζονται και τελικά εκφράζονται σε έναν αριθμό: τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής. Με βάση τη χρηματιστηριακή τιμή οι αγοραστές και οι πωλητές έρχονται σε επαφή και κάνουν πράξεις αγοράς και πώλησης.

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

¹³ Zielonka Piotr (2004).

2.2 Η Σημασία της Υπόθεσης της Αποτελεσματικής Αγοράς

Η ισχύς ή απόρριψη της ΥΑΑ έχει ιδιαίτερη σημασία τόσο για τους επενδυτές όσο και για τους επιχειρηματίες. Ο Fama το 1970 ξεκινά την ανασκόπηση της θεωρίας για την ΥΑΑ με τον εξής τρόπο: « *Ο κύριος λόγος ύπαρξης μιας κεφαλαιαγοράς είναι η διανομή και κατανομή του μετοχικού κεφαλαίου της οικονομίας. Σε γενικές γραμμές, ιδανική είναι η αγορά όπου οι τιμές των μετοχών παρέχουν ακριβή σημάδια για την κατανομή των πόρων. Σε αυτή την αγορά οι επιχειρήσεις μπορούν να πάρουν παραγωγικές – επενδυτικές αποφάσεις και οι επενδυτές μπορούν να επιλέξουν μετοχές που αντιπροσωπεύουν την δυναμική των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων κάτω από την υπόθεση ότι οι τιμές των μετοχών αντανακλούν κάθε στιγμή πλήρως τη διαθέσιμη πληροφόρηση*». Σε μία αποτελεσματική αγορά, η διαμορφωθείσα τιμή της μετοχής κάθε χρονική στιγμή θα αντανακλά πλήρως όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση για την συγκεκριμένη μετοχή. Η τιμή θα αποτελεί αντικειμενικό μέτρο σύγκρισης για κάθε απόφαση, τόσο από τα διοικητικά στελέχη των επιχειρήσεων όσο και από τους επενδυτές.

Εάν ισχύει η ΥΑΑ, η τιμή της μετοχής δεν θα επηρεάζεται από τις αλλαγές στις λογιστικές μεθόδους της εταιρείας. Διαφορετικές λογιστικές μέθοδοι ενδέχεται να οδηγήσουν σε διαφορετικά αποτελέσματα στον ισολογισμό της εταιρείας και κατ' επέκταση στην πληροφόρηση των επενδυτών. Η χρηματοοικονομική κατάσταση της εταιρείας όμως είναι μία και για αυτό το λόγο αναμένουμε ότι ανεξαρτήτως λογιστικής μεθόδου η τιμή της μετοχής θα αντανακλά όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση όπως αυτή διοχετεύεται και από τον ισολογισμό.

Εάν ισχύει η ΥΑΑ, οι ιδιοκτήτες των επιχειρήσεων δεν θα έχουν όφελος από τη χρονική στιγμή που θα επιλέξουν να πραγματοποιήσουν έκδοση μετοχών διότι η τιμή της μετοχής θα τιμολογείται σωστά. Αντιθέτως, αν η χρηματιστηριακή αγορά δεν είναι αποτελεσματική, θα προτιμούνται εκδόσεις μετοχών στις περιόδους όπου η τιμή της μετοχής είναι υπερτιμημένη αφού οι υπό έκδοση μετοχές θα τιμολογούνται ακριβότερα από την πραγματική τους αξία. Αντίστροφα δεν θα επιλέγονται εκδόσεις μετοχών σε περιόδους που η τιμή της μετοχής θα είναι υποτιμημένη.

Εάν ισχύει η ΥΑΑ, η έκδοση των νέων μετοχών ή μεταφορά σημαντικών μεριδίων μεταξύ των ιδιοκτητών, δεν θα επιδρά στην τιμή της μετοχής. Αν η αγορά είναι αποτελεσματική, κάθε εταιρεία θα μπορεί να πωλήσει όσες μετοχές επιθυμεί χωρίς να επηρεάζει την τιμή. Εάν ισχύει η ΥΑΑ, η χρήση της τεχνικής ανάλυσης δεν

θα προσφέρει καμία χρήσιμη πληροφόρηση. Τεχνική ανάλυση είναι η συστηματική μελέτη και επεξεργασία διαγραμμάτων (που απεικονίζουν τη πορεία της τιμής και του όγκου συναλλαγών στο παρελθόν) με στόχο την πρόβλεψη των μελλοντικών τιμών των μετοχών. Σε μια αποτελεσματική αγορά η πληροφόρηση του παρελθόντος έχει ήδη ενσωματωθεί στις τιμές και κατ' επέκταση δεν μπορεί να γίνει καμία πρόβλεψη με βάση αυτή. Άρα και η τεχνική ανάλυση δεν θα πρέπει να έχει προβλεπτική αξία. Αν η αγορά δεν είναι αποτελεσματική σημαίνει ότι μπορούν να πραγματοποιηθούν έκτακτα κέρδη παρατηρώντας τις τιμές του παρελθόντος.

2.3 Η Θεωρία της Αποτελεσματικότητας στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά

Θα παρουσιάσουμε στο τμήμα αυτό μια μελέτη που έχει διενεργηθεί από την ομάδα μελετών του www.iraj.gr.

Το βασικό συμπέρασμα από την μελέτη αυτή είναι ότι «Η Χαμηλότερη - έναντι των Φαινομένων - Αποτελεσματικότητα της Ελληνικής Αγοράς Μετοχών Επηρεάζει τις Υποθέσεις Αποτίμησης σε Μεγαλύτερο, από τον Αναμενόμενο, Βαθμό».

Στα τέλη του περασμένου Μαΐου(2003), η ανακοίνωση των εταιρικών αποτελεσμάτων του Α' Τριμήνου του 2003, συνοδεύθηκε από σημαντικές προς τα άνω ή προς τα κάτω αποκλίσεις μεταξύ των πραγματικών οικονομικών επιδόσεων των εισηγμένων εταιριών και των προβλέψεων - σε βάση "consensus" - των χρηματοοικονομικών αναλυτών διαφόρων επενδυτικών οίκων της Ελλάδας ή / και του εξωτερικού. Μάλιστα, οι αποκλίσεις αυτές σημειώθηκαν σε εταιρίες υψηλής κεφαλαιοποίησης ("Blue Chips"), οι οποίες παραδοσιακά καλύπτονται ή παρακολουθούνται συστηματικότερα και διεξοδικότερα από τους εν λόγω επαγγελματίες της αγοράς. Σε γενικές γραμμές, η εμφάνιση αποκλίσεων δεν αποτελεί βέβαια πρωτόγνωρο φαινόμενο για τα Ελληνικά χρηματιστηριακά δρώμενα. εντούτοις όμως, η εκάστοτε έκταση αυτών των αποκλίσεων δύναται να αποκαλύπτει εκ νέου το βαθμό κατά τον οποίο η εγχώρια αγορά αντανακλά με ορθό ή έγκαιρο τρόπο, το σύνολο της δυνατής πληροφόρησης στις τιμές των μετοχών.

Ποια είναι όμως η σημασία αυτής της εξέλιξης και ποιες είναι οι επιπτώσεις της στις υποθέσεις που υιοθετούνται κατά τη διαδικασία αποτίμησης των εισηγμένων επιχειρήσεων και των αντίστοιχων μετοχών τους;

Σε πρώτη ανάγνωση και όπως προαναφέρθηκε, η συγκεκριμένη εξέλιξη υποδεικνύει το χαμηλότερο - έναντι του αναμενόμενου - βαθμό αποτελεσματικότητας της εγχώριας αγοράς μετοχών, καθώς διαφαίνεται ότι το σύνολο των πληροφοριών δεν αντανακλάται κάθε χρονική στιγμή και χωρίς σημαντικές αποκλίσεις στις τιμές των διαπραγματευόμενων μετοχών. Με άλλα λόγια, η Ελληνική αγορά εξακολουθεί να μην δείχνει, κατά καιρούς, ιδιαίτερα «καλά διαβασμένη» όταν έρχεται η κρίσιμη ώρα να δοκιμάσει το βαθμό εγκυρότητας των προσδοκιών της (δηλαδή των προβλέψεων, βάσει των οποίων λαμβάνει άλλωστε χώρα η αγοραπωλησία τίτλων εκ μέρους των συμμετεχόντων της) απέναντι στα πραγματικά δεδομένα.

Ο χαμηλότερος βαθμός αποτελεσματικότητας της αγοράς ελλοχεύει τον κίνδυνο εμφάνισης υψηλότερης μεταβλητότητας στις αποτιμήσεις των εταιριών σε περιόδους όπου συσσωρεύονται πλήθος επίσημων ανακοινώσεων για κρίσιμες οικονομικές εξελίξεις, τις οποίες η αγορά είτε τις αγνοεί είτε δεν τις έχει «προβλέψει» ορθά. Από την άλλη πλευρά, θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι αποκλίσεις που παρατηρήθηκαν στα αποτελέσματα του α' τριμήνου 2003, οφείλονταν - μεταξύ των άλλων - στην ύπαρξη έκτακτων ή και απρόβλεπτων παραγόντων που παρουσιάστηκαν κατά την εξεταζόμενη περίοδο σε αρκετές εισηγμένες εταιρίες υψηλής κεφαλαιοποίησης. Τέτοιοι παράγοντες ήταν ενδεικτικά το επίπεδο των χρηματοοικονομικών εσόδων (στην περίπτωση των τραπεζών), η ισοτιμία δολαρίου / ευρώ (στην περίπτωση της βιομηχανίας Τιτάν), καθώς και το ύψος του φορολογικού συντελεστή (στην περίπτωση του παροχέα κινητής τηλεφωνίας Vodafone).

Είναι δε αυτονόητο το γεγονός ότι η καθαρή κερδοφορία των εισηγμένων εταιριών είναι η θεμελιώδης παράμετρος η οποία «βαραίνει» στις προσδοκίες των επενδυτών και η γνώση της οποίας καθορίζει την πορεία και τις διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών. Από την άλλη πλευρά, σε δεύτερο πλάνο συμπεριλαμβάνονται παράμετροι όπως ο κύκλος εργασιών / πωλήσεις, ενώ σε τρίτο πλάνο, “έρχονται” τα λειτουργικά κέρδη (EBITDA) και άλλες παράμετροι.

Ο ακόλουθος πίνακας εμφανίζει τις διαφορές ή αποκλίσεις που σημειώθηκαν μεταξύ των ανακοινωθέντων κερδών ορισμένων ενδεικτικών εταιριών υψηλής κεφαλαιοποίησης και των αντίστοιχων προβλέψεων / εκτιμήσεων εκ μέρους των χρηματοοικονομικών αναλυτών. Οι αποκλίσεις αυτές υπολογίζονται βάσει των λεγόμενων “consensus” εκτιμήσεων, ενώ ασφαλώς δεν πρέπει να παραμερίζεται το γεγονός ότι ενδέχεται αρκετοί από τους αναλυτές (που συμμετείχαν για την εξαγωγή της “consensus” εκτίμησης) να προσέγγισαν με υψηλό βαθμό επαλήθευσης ορισμένα

από τα δημοσιοποιηθέντα αποτελέσματα. Ωστόσο, καθώς οι προσδοκίες της αγοράς αλλά και οι αποτιμήσεις των μετοχών διαμορφώνονται από το σύνολο των συμμετεχόντων και όχι από μία μικρή μειοψηφία εξ' αυτών, οι μέσοι όροι (“consensus”)¹⁴ των εκτιμήσεων / προβλέψεων πρέπει να αποτελούν το μέτρο σύγκρισης της αποτελεσματικότητας μιας χρηματιστηριακής αγοράς. Αντίθετα ορισμένες μεμονωμένες – και αρκετές φορές ορθές – εκτιμήσεις κερδοφορίας, είναι πολλές φορές γνωστές –ιδιαίτερα στην Ελληνική αγορά – σε ένα μικρό κύκλο επαγγελματιών και θεσμικών επενδυτών, με αποτέλεσμα να μην καθίστανται εκ των πραγμάτων αντιπροσωπευτικές των ευρύτερων επενδυτικών προσδοκιών.

10 ΕΝΔΕΙΚΤΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΥΨΗΛΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ

Εταιρία	Πραγματική Μεταβολή Κερδοφορίας Α' Τριμήνου 2003 (1)	“Consensus” Εκτιμήσεις Αναλυτών (2)	Διαφορά (Αντίστοιχη Απόκλιση σε Ποσοστιαίες Μονάδες) (3) = (1) – (2)	Στάθμιση Μετοχής στο Γενικό Δείκτη
Εθνική Τράπεζα (Ενοπ.)	-17,80%	-36,00%	18,20%	7,22%
Alpha Bank (Ενοπ.)	+90,00%	+22,00% έως +31,00%	68,00% - 59,00%	5,51%
EFG Eurobank (Ενοπ. βάσει IAS)	-4,00%	-20,00% έως - 23,00%	16,00% - 19,00%	7,93%
Τράπεζα Πειραιώς	+10,70%	+7,90%	2,80%	2,14%
Ο.Τ.Ε. (Ενοπ. βάσει G.A.A.P.)	-19,60%	-32,00% έως - 35,00%	12,40% - 15,40%	10,16%
Vodafone (Ενοπ. βάσει IAS)	-4,50%	+10,00% έως +16,00%	5,50% - 11,50%	6,20%
Cosmote	+9,60%	+11,80% έως	2,20% - 6,40%	6,19%

¹⁴ Οι “consensus” εκτιμήσεις των αναλυτών συλλέγονται από διάφορους φορείς χρηματοοικονομικής ενημέρωσης (π.χ. Reuters, Bloomberg, Dow Jones), συνήθως λίγες ημέρες πριν από τις επίσημες ανακοινώσεις κερδοφορίας.

(Ενοπ.)		+16,00%		
Δ.Ε.Η. (Ενοπ. βάσει IAS)	-52,30%	+16,00% έως +18,00%	36,30% - 34,30%	6,79%
Τιτάν (Ενοπ.)	-71,90%	-57,00% έως -65,00%	14,90% - 6,90%	2,63%
CC – HBC (Ενοπ. βάσει IAS)	Διψήφια Ποσοστιαία Μείωση των Καθαρών Ζημιών	Μονοψήφια Ποσοστιαία Μείωση των Καθαρών Ζημιών	M/Y	6,63%

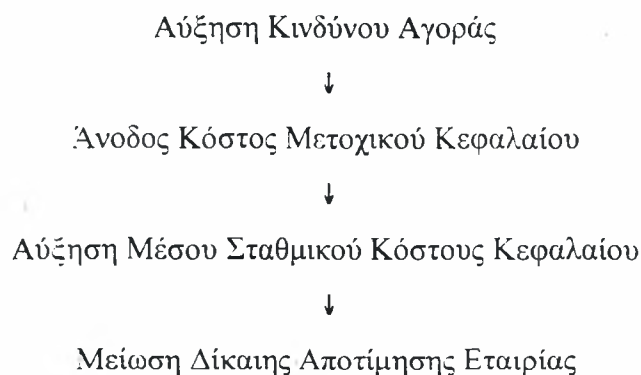
Πηγή: Investment Research & Analysis Journal, Dow Jones, Bloomberg, Reuters, Euro2day.

Εύλογα προκύπτει το ερώτημα ως προς το βαθμό στον οποίο η εγχώρια αγορά μετοχών είναι μία αποτελεσματική αγορά κεφαλαίου σε χρονικές στιγμές όπου τα επίσημα ανακοινωθέντα αποτελέσματα παρουσιάζουν αξιοσημειώτες αποκλίσεις έναντι των προβλεπόμενων. Όσο πιο αποτελεσματική είναι μία αγορά μετοχών τόσο πιο μικρή ή μηδενική είναι η επίδραση των εκπλήξεων εταιρικής κερδοφορίας στις τιμές των μετοχών. Στα πλαίσια της Θεωρίας της Αποτελεσματικής Αγοράς, οι τιμές των μετοχών “πρέπει” να κινούνται εντελώς τυχαία και ανεξάρτητα από τέτοιου είδους γεγονότα.

Σύμφωνα με το σχετικό πίνακα, οι υψηλότερες αποκλίσεις σημειώθηκαν στις περιπτώσεις των Alpha Bank, Δ.Ε.Η. και EFG Eurobank, ενώ οι μικρότερες διαφορές παρατηρήθηκαν στις περιπτώσεις της Τράπεζας Πειραιώς και της Cosmote. Πάντως οι 10 ενδεικτικές μετοχές του ανωτέρω πίνακα συμπτωματικά αντιπροσωπεύουν σε βαρύτητα το 61,4% του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και συνεπώς προσδιορίζουν με τις διακυμάνσεις τους σε ιδιαίτερα σημαντικό βαθμό την εν γένει πορεία της αγοράς.

2.4 Η Χαμηλή Αποτελεσματικότητα και ο Κίνδυνος της Αγοράς

Είναι αποδεκτό ότι σε μία αγορά που ελλοχεύει κατά καιρούς σοβαρές εκπλήξεις εταιρικών ειδήσεων, οι επενδυτές να «απαιτούν» μία υψηλότερη απόδοση, προκειμένου να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους στις μετοχές αυτής της αγοράς. Όσο μεγαλύτερο είναι το επίπεδο των αποκλίσεων μεταξύ προβλέψεων και των πραγματοποιηθέντων αποτελεσμάτων των εισηγμένων εταιριών, τόσο υψηλότερος καθίσταται ο κίνδυνος της αγοράς (market risk premium) και η επιθυμητή απόδοση από τους συμμετέχοντες επενδυτές¹⁵. Θεωρητικά, η αύξηση του “market risk premium” (δηλαδή της απαιτούμενης υπεραξίας απόδοσης της αγοράς μετοχών) έχει ως αποτέλεσμα μία σειρά διαδοχικών μεταβολών σε διάφορες παραμέτρους αποτίμησης επηρεάζοντας το τελικό αποτέλεσμα της δίκαιης αξίας μιας εισηγμένης εταιρίας. Το ακόλουθο διάγραμμα παρουσιάζει συνοπτικά τις αλυσιδωτές μεταβολές που επέρχονται στη διαδικασία αποτίμησης, βάσει της προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών μιας επιχείρησης (με τις υπόλοιπες παραμέτρους αποτίμησης να διατηρούνται σταθερές).



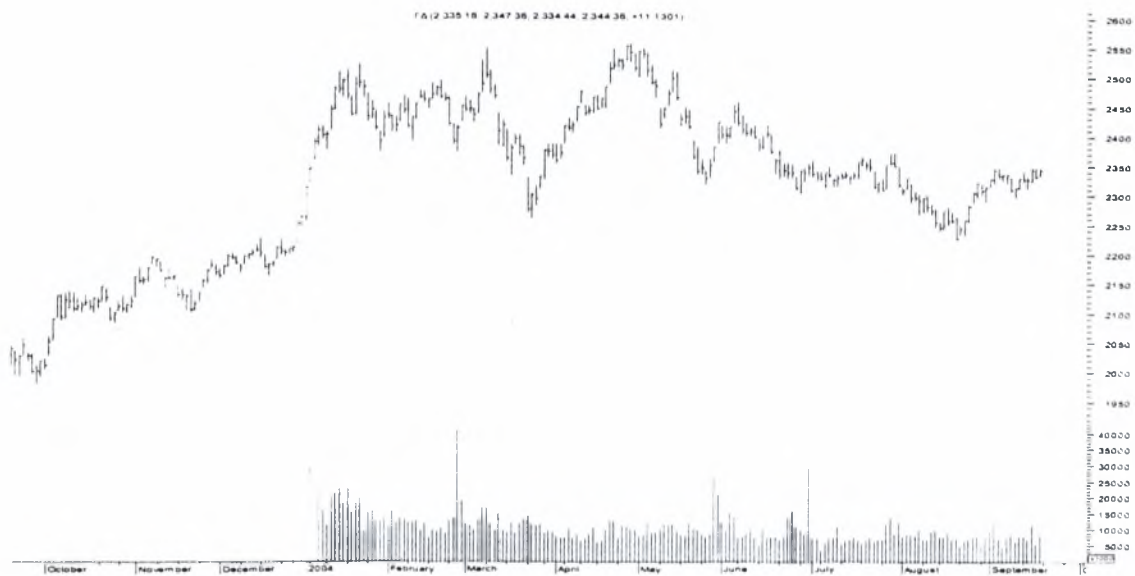
Ασφαλώς οι εισηγμένες εταιρίες οι οποίες συνηθίζουν να προκαλούν τις μεγαλύτερες εκπλήξεις από πλευράς κερδοφορίας ή τις οποίες οι αναλυτές δεν καθίσταται εφικτό να προβλέπουν με ιδιαίτερα συχνή επιτυχία, είναι και εκείνες που θεωρητικά “πρέπει” να ζημιώνονται όσον αφορά στη δίκαιη αποτίμησή τους, καθώς οι μελλοντικές ταμειακές ροές θα πρέπει να προεξοφλούνται με υψηλότερο μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου οδηγώντας σε χαμηλότερη τιμή ανά μετοχή και συνεπώς σε περιορισμένο “upside potential”. Βέβαια το επιχείρημα ότι στην περίπτωση των

¹⁵ Fama, E. F., (1998).

συστηματικών θετικών εκπλήξεων κερδοφορίας, η παραπάνω «τιμωρία» της δίκαιης αποτίμησης μιας εισηγμένης επιχείρησης δεν θα πρέπει να υφίσταται σε θεωρητικό επίπεδο, δεν ευσταθεί για μία σειρά από – μάλλον ευνόητους - λόγους. Ο κυριότερος εξ αυτών έγκειται στο γεγονός ότι μακροχρόνια, όσο “εύκολο” (ή πιθανό) είναι για μία εταιρία να εκπλήσσει θετικά, εξίσου “εύκολο” είναι για την ίδια εταιρία να εκπλήξει κάποια στιγμή στο μέλλον αρνητικά, όταν οι συνθήκες καταστούν δυσοίωνες στον κλάδο της ή γενικότερα στην οικονομία όπου αυτή δραστηριοποιείται. Επίσης, μία τέτοια εταιρία («εξαγωγέας» θετικών εκπλήξεων) υποδηλώνει έμμεσα ότι η χρηματιστηριακή αγορά “χάνει” συνεχώς (δηλαδή δεν γνωρίζει) πληροφορίες για την εκάστοτε οικονομική της θέση, με αποτέλεσμα να μην προεξοφλεί εγκαίρως ή ορθά τις προοπτικές της και να δημιουργείται ένα κλίμα επενδυτικής ανασφάλειας.

Συμπερασματικά, καθίσταται φανερό ότι οι θετικές ή αρνητικές εκπλήξεις κερδοφορίας και η έκταση των αποκλίσεων μεταξύ των εκτιμήσεων και των πραγματικών οικονομικών επιδόσεων δημιουργούν έναν αυξημένο κίνδυνο αγοράς, ο οποίος έχει ως (θεωρητικό) αποτέλεσμα την υποχώρηση της δίκαιης τιμής των αποτιμήσεων ενός χρηματιστηρίου. Ιδιαίτερα όταν το γεγονός αυτό αφορά ένα ευρύτερο φάσμα μετοχών υψηλής κεφαλαιοποίησης με μεγάλη βαρύτητα στο γενικό δείκτη μιας αγοράς μετοχών - όπως στην προκειμένη περίπτωση της Ελληνικής - τότε ενδέχεται ένας μέρος αυτών των αποτιμήσεων να πρέπει έστω και πρόσκαιρα να κινηθεί διορθωτικά. Αυτό ενδέχεται – όχι όμως όλες τις φορές – να γίνει με μία μορφή “ορθολογικοποίησης” των τιμών, μέχρι τη χρονική στιγμή κατά την οποία οι νέες προσδοκίες και τα αντίστοιχα δεδομένα “δουν το φως” της αγοράς και διαμορφώσουν εκ νέου τις επενδυτικές ισορροπίες. Συνεπώς στην περίπτωση των εταιρικών ανακοινώσεων του α’ τριμήνου του 2003, οι αποκλίσεις που σημειώθηκαν δεν μπορούν παρά να κλονίζουν την πίστη μας ως προς το βαθμό στον οποίο η Ελληνική αγορά μετοχών είναι σήμερα μία αποτελεσματική αγορά, καθώς οι επενδυτικές προσδοκίες όπως διαγράφονταν από τις προβλέψεις των αναλυτών αποδείχθηκαν - εκ των υστέρων – σημαντικά διαφοροποιημένες σε σύγκριση με τις πραγματικές οικονομικές επιδόσεις των εξεταζόμενων εταιριών υψηλής κεφαλαιοποίησης.

Ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α.Α. κατά την Περίοδο των Ανακοινώσεων Α΄ Τριμήνου 2003



Ο αυξημένος κίνδυνος και η "ορθολογικοποίηση" της αγοράς.

Η Μετοχή της Εθνικής Τράπεζας κατά την Περίοδο των Ανακοινώσεων Α΄ Τριμήνου 2003



Θετική Έκπληξη Κερδοφορίας

Η Μετοχή της Alpha Bank κατά την Περίοδο των Ανακοινώσεων Α' Τριμήνου 2003



Θετική Έκπληξη Κερδοφορίας

2.5 Market Efficiency or Behavioral Finance

Υπάρχουν διαφορετικοί τρόποι που κάποιος μπορεί να ερμηνεύσει τη BF προκειμένου να την διακρίνει από την παραδοσιακότερη χρηματοοικονομική. Ένα είναι να την θεωρήσει ως σώμα της γνώσης (body of knowledge). Υπάρχει πράγματι μόνο ένας σχετικά μικρός αριθμός papers που έχουν ασχοληθεί με την BF. Έτσι, από αυτήν την σκοπιά, η BF αποτελείται από μια κατάταξη των συμπερασμάτων σχετικά με τα heuristics, εάν χρησιμοποιήσουμε τη φράση του Miller (1977)¹⁶, και σχετικά με τα heuristics και biases (προκαταλήψεις) εάν χρησιμοποιήσουμε την πιο πρόσφατη γλώσσα των Tversky και Kahneman (1990), που περιγράφει την πραγματικότητα της μεμονωμένης/ατομικής(individual) λήψης απόφασης στις οικονομικές καταστάσεις.

Ένας άλλος τρόπος να ερμηνευθεί η BF είναι ως μέθοδος. Λαμβάνοντας υπόψη

ότι οι ρίζες της βρίσκονται στη γνωστική ψυχολογία, όπως βρίσκεται σε Kahneman (1990), παραδείγματος χάριν, οι μέθοδοί της είναι εκείνες της πειραματικής ψυχολογίας. Ακόμα ένας, και ίσως ο σημαντικότερος τρόπος, ερμηνείας της BF είναι ως μεθοδολογία. Αν και δεν είναι ακόμα δυνατό να δηλωθεί κατηγορηματικά τι είναι η μεθοδολογία της BF, δεν είναι πιθανό να στηριχτεί (όπως στην περίπτωση της ορθόδοξης / κλασσικής χρηματοοικονομικής) στις τρεις αρχές του instrumentalism του Friedman.

Στο διάσημο δοκίμιό του, ο Friedman (1953)¹⁷ υποστηρίζει την υπεροχή της πρόβλεψης (prediction) σε σχέση με την εξήγηση (explanation) - ένας όρος που χρησιμοποιεί σπάνια και συνήθως στις αναφορές. Το instrumentalism, από την άλλη μεριά προσαρμόζει καθεμία ερμηνεία.

Αλλά η εξήγηση είναι κάτι πολύ περισσότερο από την πρόβλεψη. Δημιουργεί την κατανόηση, είτε υπό μια αιτιώδης-μηχανική έννοια-που αποκαλύπτει τους μηχανισμούς, αιτιώδεις που κρύβονται κάτω από τον τρόπο με τον οποίο ο κόσμος λειτουργεί - είτε αυτό δημιουργεί την κατανόηση υπό μια ενοποιημένη έννοια, που μειώνει τον αριθμό των pattern που πρέπει να χρησιμοποιηθεί για να περιγράψει τον τρόπο που ο κόσμος λειτουργεί. Ο αρχικός σκοπός της θεωρίας της BF είναι πιθανότερο να παραγάγει τις αποδεκτές εξηγήσεις παρά τις προβλέψεις.¹⁸

Ούτε η μεθοδολογία της BF απαιτεί ότι μια θεωρία πρέπει να είναι απλή, όπως η δεύτερη αρχή του Friedman. Ο κοινωνικός και οικονομικός κόσμος είναι μια σύνθετη θέση, και δεν υπάρχει κανένα στοιχείο ότι οι υποκείμενες (underlying) δομές τους, μπορούν να εκφραστούν ως απλοί μαθηματικοί όροι. Και θα ήταν σίγουρα καταστρεπτικό σε μια θεωρία της BF εάν οι υποθέσεις της ήταν μη ρεαλιστικές όπως απαιτείται από την τρίτη αρχή του Friedman¹⁹. Και δεν θα μας έλεγε τι κάνει εάν η θεωρία δεν λειτουργεί. Στην πραγματικότητα, χωρίς μια αμφιβολία, είναι το μη πραγματικό (unreality) των υποθέσεων της ορθόδοξης/κλασσικής θεωρίας χρηματοοικονομικής αυτό που έχει παράσχει το κίνητρο και το λόγο για τη την εξέλιξη/εμφάνιση της BF,

Πώς όμως προσδιορίζει ο Fama την BF²⁰; Δεδομένου ότι η βιβλιογραφία των «ανωμαλιών» των αγορών δεν έχει προσδιορίσει ένα εναλλακτικό μοντέλο σε σχέση με την θεωρία της αποτελεσματικότητας της αγοράς (market efficiency), μπορούμε να υποθέσουμε ότι δύο εναλλακτικές ονομασίες μπορούν να χρησιμοποιηθούν:

¹⁶ Όπως αναφέρεται σε Frankfurter, George M. & McGoun, Elton G., (2000)

¹⁷ Όπως αναφέρεται σε Frankfurter, George M. & McGoun, Elton G., (2000)

¹⁸ Όπως υποστηρίζουν οι Frankfurter, George M. & McGoun, Elton G., (2000)

¹⁹ Όπως υποστηρίζουν οι Frankfurter, George M. & McGoun, Elton G., (2000).

²⁰ Όπως υποστηρίζουν οι Frankfurter, George M. & McGoun, Elton G., (2000)

overreaction και underreaction.

Δύο πρόσφατα papers παρουσιάζουν τα συμπεριφοριστικά πρότυπα που προσαρμόζουν το overreaction και το underreaction (Fama, 1998, σελ. 284). Εν ολίγοις, η BF, σύμφωνα με τον Fama, επιδιώκει να εξηγήσει τις προφανείς προκαταλήψεις (biases) στην αγορά (όπως ερμηνεύονται από τα abnormal returns) με τα θεωρητικά πρότυπα που ενσωματώνουν τις μεμονωμένες προκαταλήψεις (individual biases) που παρατηρούνται από τη γνωστική ψυχολογία. Όπως αναφέρει ο Miller (1977)²¹, εάν κάποιος μιλήσει σε ανώτερα στελέχη επιχειρήσεων θα διαπιστώσει ότι η αξία των εταιρειών δεν έχει μεγιστοποιηθεί ως αποτέλεσμα κάποιας συγκεκριμένης οικονομικής απόφασης ή στρατηγικής.

Ο μόνος λόγος να θεωρηθεί η BF ως αρκετά διαφορετική από την παραδοσιακή χρηματοοικονομική (traditional finance), αξίζοντας κατά συνέπεια μια διαφορετική ετικέτα, είναι ότι προκαλεί την θεωρία της αποτελεσματικότητας της αγοράς. Η αποτελεσματικότητα της αγοράς με την ιδιωματική (vernacular) μορφή της δηλώνει ότι δεν υπάρχουν ανεκμετάλλευτες ευκαιρίες κέρδους που βρίσκονται έξω από αυτήν και τις οποίες ο πιο έξυπνος/λογικός επενδυτής μπορεί να αρπάξει. Πώς είναι, λοιπόν, κατανοητό ότι οι λογικοί επενδυτές δεν έχουν αποβάλει τέτοιες ευκαιρίες μέσω των ενεργειών τους στον ανταγωνισμό μεταξύ τους, και στη διαδικασία που οδηγεί τους σχεδόν-λογικούς (quasi) επενδυτές στην ορθολογιστική ικανότητα ή την πτώχευση; Η απάντηση είναι η εξής: οι «ανωμαλίες» που προτείνουν κάτι τέτοιο δεν πρέπει να είναι πραγματικές. Οι «ανωμαλίες» είναι εκεί λόγω της παραίσθησης που δημιουργείται με τις substandard μεθόδους έρευνας.

Αλλά σημειώστε την ταυτολογία. Εξ ορισμού, οι λογικοί επενδυτές είναι εκείνοι που ούτε underreact ούτε overreact και εξ ορισμού, το over & underreaction είναι αυτό που οι λογικοί επενδυτές κάνουν ή/και δεν κάνουν. Αυτούς τους όρους τους συναντάμε μέσα στον κόσμο της ορθόδοξης/κλασικής χρηματοοικονομικής και σε αυτό που ο Fama αναφέρει ως BF. Όλα τα models αυτού του κόσμου πρέπει να ενσωματώσουν τους λογικούς επενδυτές με ή χωρίς σχεδόν-λογικούς (quasi) επενδυτές, δεδομένου ότι χωρίς λογικούς επενδυτές (είτε στην πραγματικότητα είτε στο persona του δημιουργού του model), δεν θα υπήρχε κανένα τέτοιο πράγμα όπως το over-ή underreaction.

²¹ Όπως αναφέρεται σε Frankfurter, George M. & McGoun, Elton G., (2000)



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΟΡΘΟΛΟΓΙΚΟΙ & ΜΗ-ΟΡΘΟΛΟΓΙΚΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ

3.1 Ο Μη Ορθολογικός Επενδυτής - The Irrational Investor

Για δεκαετίες, οι οικονομολόγοι έχουν αναπτύξει, επιχειρηματολογήσει και υποστηρίξει τη θεωρία για το "λογικό δράστη" (logical actor), ένα απολύτως λογικό πλάσμα που κάνει πάντα τη λογική οικονομική επιλογή. Τώρα οι ψυχολόγοι υπεισέρχονται μέσα στη θεωρία αυτή, και διαπιστώνουν ότι οι πραγματικοί άνθρωποι συχνά δεν ενεργούν με αυτόν τον τρόπο. *"Η ψυχολογία έχει μια ιστορία να πει για την επενδυτική πρακτική και είναι διαφορετική από αυτή που τα οικονομικά υποστηρίζουν,"* σύμφωνα με τον ψυχολόγο του Princeton Daniel Kahneman, Ph.D. Οι μέσοι επενδυτές είναι γεμάτοι από μη ορθολογικές και ασυνεπείς συμπεριφορές, σύμφωνα με τον τομέα ως συμπεριφορική χρηματοοικονομική. Μερικά από τα χαρακτηριστικά τους:

- ❖ **Πάρα πολύ γεμάτος με αυτοπεποίθηση.** Οι επενδυτές αγνοούν συχνά το ρόλο της πιθανότητας, προτιμώντας να συντηρήσουν μια παραίσθηση του ελέγχου με το να υπερβάλουν τόσο για τις ικανότητες τους αλλά και για τη σημασία αυτής της ικανότητας τους.
- ❖ **Πάρα πολύ τολμηρός.** Οι επαγγελματίες και ερασιτέχνες (ή απλοί) επενδυτές τείνουν ίδια να έχουν μια "αισιόδοξη προκατάληψη," θεωρώντας ότι οι πιθανότητες τους είναι καλύτερες από του επόμενου επενδυτή. Σύμφωνα με τον Kahneman²² "αυτή η προκατάληψη είναι αποτέλεσμα της βιομηχανίας διαπραγμάτευσης μετοχών" (stock industry trading). "Οι traders ξέρουν ότι 50% τους πρέπει να είναι κάτω από τη διάμεσο, αλλά όλοι σκέφτονται ότι είναι επάνω από το μέσο όρο."
- ❖ **Πάρα πολύ συνεσταλμένος.** "Ο μέσος επενδυτής κάνει τις τολμηρές προβλέψεις, αλλά είναι επίσης risk-averse και λαμβάνει συνεσταλμένες (timid) αποφάσεις," σημειώσει ο Kahneman²³. "Οι επιλογές του είναι ασταθείς και επιθυμεί γρήγορα να βγει από μια κατάσταση (bail out)."

²² Όπως αναφέρεται σε Murphy(1999)

❖ **Πάρα πολύ φοβισμένος λόγω ζημίας/απώλειας.** "Πόσο μια μετοχή κοστίζει δεν θα πρέπει να έχει επιπτώσεις στην απόφασή σας να την πουλήσετε, σύμφωνα με το παραδοσιακό πρότυπο (model)," σημειώνει ο Kahneman²⁴. "Αλλά για τους πραγματικούς επενδυτές, το πόσο πλήρωσαν για την μετοχή είναι πολύ σημαντικό. Οι άνθρωποι δίνουν πολύ μεγάλη σημασία επάνω στις ζημίες/απώλειες από μετοχές επειδή δεν θέλουν να αισθανθούν τον πόνο της αναγνώρισης ότι έκαναν λάθος."

❖ **Πάρα πολύ γρήγορος στην διαπραγμάτευση (trading).** Ο Kahneman²⁵ αναφέρει ότι μια μελέτη δείχνει ότι όταν ένας επενδυτής πουλάει μια μετοχή και αγοράζει αμέσως μια άλλη, αυτή που πωλήθηκε αποδίδει καλύτερα κατά έναν μέσο όρο 3.4% στο επόμενο έτος. Οι άνθρωποι επιθυμούν να αισθάνονται ότι βελτιώνουν ενεργά την οικονομική κατάστασή τους, αλλά, όπως σημειώνει ο Kahneman, "εάν διατηρείτε μια μετοχή για ένα συγκεκριμένο διάστημα, οι πιθανότητες να έχετε κέρδος σε αυτή την μετοχή είναι μεγαλύτερες."

3.2 Η Μη Ορθολογικότητα των Αγορών - The Irrationality of markets

Ο Robert Shiller (2002) στο άρθρο του "The Irrationality of Markets" παρουσιάζει μερικά γεγονότα από τις πραγματικές αγορές για να μας δείξει πως οι αγορές σε αρκετές περιπτώσεις δεν συμπεριφέρονται ορθολογικά και δημιουργούν αυτό που ονομάζουμε «χρηματιστηριακές φούσκες» (bubbles).

Ξεκινώντας την ανάλυση του αναφέρει ότι εάν κάποιος εξετάζει τον δείκτη NASDAQ από την αρχή του, το 1971, έως σήμερα θα έβλεπε ότι πρόκειται για μια πραγματικά εντυπωσιακή και σαφής περίπτωση χρηματιστηριακής «φούσκας». Υπάρχουν τριάντα έτη συνεχούς αύξησης και έπειτα μια σημαντική πτώση κατά 50% σε διάστημα 1-2 ετών. Ο Standard & Poor δείκτης, που είναι ένας ευρύτερος δείκτης ολόκληρου του αμερικάνικου χρηματιστηρίου (ξεκινώντας πίσω στο 1871), παρουσιάζει λιγότερο ορατό pattern «φούσκας», ωστόσο και σε αυτή την περίπτωση το pattern της «φούσκας» είναι αρκετά καλό. Και εάν ξανακοιτάξουμε στην ιστορία για ένα παρόμοιο σχέδιο, υπάρχει ένα μόνο που ξεχωρίζει, και αναφέρεται στην χρηματιστηριακή «φούσκα» της δεκαετίας του 1920-1929. Υπήρξε επίσης μια ισχυρή ανοδική τάση στην αγορά στη δεκαετία του '50 και τη δεκαετία του '60 και μια έκρηξη το 1973-74, αλλά ήταν μια λιγότερο δραματική εικόνα της αύξησης και της

²³ Όπως αναφέρεται σε Murphy(1999)

²⁴ Όπως αναφέρεται σε Murphy(1999)

²⁵ Όπως αναφέρεται σε Murphy(1999)

πτώσης (σκάσιμο της φούσκας, όπως έχει επικρατήσει να ονομάζεται).

Τώρα εξετάστε τα κέρδη του S&P, όπου υπάρχουν στοιχεία διαθέσιμα πίσω στο 1871. Υπάρχει όντως μια αργή τάση αύξησης των πραγματικών κερδών (real earnings). Αυτό το ποσοστό αύξησης έχει προχωρήσει μέχρι το 1990 σε 1.7% ετησίως για τα πραγματικά κέρδη, και έπειτα φαίνεται να ανεβαίνει σε ένα υψηλότερο ποσοστό. Κατόπιν ήρθε η υποχώρηση (recession) του 1990-91. Επέστρεψε στην τάση και έπειτα συνέχισε. Τα κέρδη πηγαίνουν κάτω σε σχέση με πριν αλλά προφανώς η αγορά, κατά τη διάρκεια της φάσης «ταύρων» (bull market) που τελείωσε το 2000, έκρινε ότι τα πραγματικά κέρδη θα συνεχίσουν να αυξάνονται με ρυθμούς μεγαλύτερους από 1,7% ετησίως στο μέλλον.

Πέρα από τους διάφορους παράγοντες (όπως η παραγωγικότητα-productivity, η εξάπλωση του Internet κλπ), έχουμε επίσης άλλους δομικούς παράγοντες που πρέπει να τους λάβουμε υπόψη όσον αφορά την δημιουργία χρηματιστηριακών «φουσκών». Αυτοί είναι οι μηχανισμοί ενίσχυσης που μεγαλώνουν την αντίδραση της αγοράς. Αναφερόμαστε στην ανατροφοδότηση (feedback). Υφίσταται μια τιμή ανατροφοδότησης στην αρχική τιμή (feedback's price in price). Οι αυξήσεις τιμών ενθαρρύνουν τους επενδυτές για να αγοράσουν, προκαλώντας με αυτόν τον τρόπο περισσότερες αυξήσεις τιμών, και έτσι ο ανοδικός κύκλος αρχίζει πάλι. Υφίσταται, επίσης, τιμή ανατροφοδότησης στην οικονομική δραστηριότητα (feedback price to economic activity to price). Το χρηματιστήριο που ανεβαίνει έχει αναγκάσει τους ανθρώπους να ξοδεύουν περισσότερα και αυτό έχει προκαλέσει την άνοδο του ΑΕΠ, το οποίο με τη σειρά του προκάλεσε αύξηση των κερδών των εταιρειών. Η ανατροφοδότηση λειτουργεί μέσω της εμπιστοσύνης και των προσδοκιών.

3.3 Το Πλήθος στο Χρηματιστήριο - Η Διαμόρφωση της Ψυχολογίας της Μάζας & των Κινήτρων Συμπεριφοράς της

Στις διεθνοποιημένες αγορές μετοχών, μέσα στις οποίες τα στενά γεωγραφικά “σύνορα” καταργούνται διαρκώς και η ελεύθερη ροή κεφαλαίων προκαλεί εξελίξεις οι οποίες είναι ολοένα και λιγότερο προβλέψιμες, εξακολουθούν να υπάρχουν μεταξύ τους σημαντικές διαφορές σε θεσμικό, οργανωτικό, ελεγκτικό ή τεχνολογικό επίπεδο.

Από την άλλη πλευρά όμως, όλες οι χρηματιστηριακές αγορές έχουν ορισμένα κοινά χαρακτηριστικά. αρκετά εκ των οποίων θα ήταν έως και αδύνατο να

λειτουργήσουν με διαφορετικό τρόπο σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή. Πιο συγκεκριμένα, το γεγονός ότι είναι πρακτικά πολύ δύσκολο να αναγνωρίσει κανείς μία συγκεκριμένη ομάδα ανθρώπων που αποτελεί το “πλήθος” της αγοράς, συνιστά ένα θεμελιώδες χαρακτηριστικό όλων των ανά τον κόσμο αγορών χρεογράφων, με αποτέλεσμα ο ψυχολογικός παράγοντας, γνωστός και ως “ψυχολογία της μάζας”, να διαδραματίζει έναν πρωταγωνιστικό ρόλο στην κατεύθυνση των τιμών των μετοχών, ιδιαίτερα σε χρονικές περιόδους εύθραυστων ισορροπιών. Κατά συνέπεια, η επενδυτική κοινότητα είναι τελικά πολύ μεγαλύτερη και πολύ πιο άμορφη από ότι η ομάδα των ανθρώπων που βρίσκονται φυσικά στο χώρο του Χρηματιστηρίου της κάθε χώρας, ή που πρακτικά λειτουργούν ως οι επαγγελματίες της αγοράς (όπως οι σύμβουλοι επενδύσεων, διαπραγματευτές και πωλητές επενδυτικών προϊόντων).

Ο (Ιδιώτης και Θεσμικός) Επενδυτής

Η βασική μονάδα στη χρηματιστηριακή κοινότητα είναι ο επενδυτής, ιδιώτης (μικρο-αποταμιευτές ή μεγάλης οικονομικής επιφάνειας επενδυτές) και θεσμικός (εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων και εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου). Επενδυτής είναι ουσιαστικά όποιος έχει θέση συναλλαγής. Ο όρος “θέση συναλλαγής” έχει συνήθως (στην πλειοψηφία των περιπτώσεων) δύο ερμηνείες: Αντικατοπτρίζει την άποψη ότι οι τιμές είτε θα ανέβουν, είτε θα υποχωρήσουν. Στην πρώτη περίπτωση ο επενδυτής είναι αισιόδοξος (αγορά bull - “ταύρος”), ενώ στη δεύτερη περίπτωση, ο επενδυτής είναι απαισιόδοξος (αγορά bear – “αρκούδα”²⁶).

Η Στρατηγική Διαχείρισης

Η στρατηγική που χρησιμοποιεί ο επενδυτής για να επιτύχει ή να μεγιστοποιήσει το συνολικό του κέρδος είναι να αγοράζει μετοχές πριν ανέβουν οι τιμές της αγοράς και να τις πουλά μετά σε υψηλότερη τιμή, αποκομίζοντας μία θετική διαφορά. Η βασική φιλοσοφία, “διάσημη” από τη μία έως την άλλη άκρη της κάθε χρηματιστηριακής αγοράς, παραμένει πάντα ακριβώς η ίδια: **“να αγοράζεις φτηνά και να πουλάς ακριβά”²⁷**.

Οι Αισιόδοξοι και οι Απαισιόδοξοι Επενδυτές

Σε κάθε χρονική περίοδο, η επενδυτική κοινότητα αποτελείται από δύο ομάδες

²⁶ Ingersoll, Jonathan E. (1987).

²⁷ Ingersoll, Jonathan E. (1987).

επενδυτών: το “αισιόδοξο” πλήθος και το “απαισιόδοξο” πλήθος²⁸. 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.

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 εξελίξεις²⁹.

Είναι φανερό ότι εάν όλοι οι συμμετέχοντες σε μία χρηματιστηριακή αγορά

²⁸ Kindleberger, C. (1978).

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.

Η Επίδραση των Συναισθημάτων

Η αγορά ή η πώληση μετοχών αποτελεί μία συναισθηματική “δέσμευση” για τον επενδυτή³⁰. 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: « Ο ρυθμός της καρδιάς αλλάζει, ο ρυθμός της αναπνοής μεταβάλλεται και οι παλάμες ιδρώνουν»³¹.

Το Ενστικτο της “Αγέλης”

Τα συναισθήματα ευχαρίστησης ή δυσαρέσκειας επιτείνονται σταθερά όταν το άτομο σχετίζεται ή συναναστρέφεται με άλλους ανθρώπους³². Εάν η θέση συναλλαγής είναι η σωστή (δηλαδή αυτή που αποφέρει κέρδος), τα προσωπικά πλεονεκτήματα πλούτου και αυτοσεβασμού του επενδυτή ενισχύονται επικοινωνώντας με άλλους επενδυτές που έχουν παρόμοιες θέσεις συναλλαγής ή που αναγνωρίζουν τις επιτυχίες του πρώτου. Πιο συγκεκριμένα, οι συζητήσεις με τον κοινωνικό περίγυρο θα επιβεβαιώσουν τόσο την εγκυρότητα της θέσης των συναλλαγών όσο και την ορθότητα της διαδικασίας λήψης της απόφασης που

²⁹ Barberis, N., Shleifer, A., and Vishny, R. (1998).

³⁰ Barberis, N., Shleifer, A., and Vishny, R. (1998).

³¹ Shefrin Hersh, (2000).

³² Garber, Peter. (1989).

προηγήθηκε. Επίσης, η ικανοποίηση γίνεται αισθητή όταν οι αναλύσεις των χρηματιστηριακών εταιριών ή τα άρθρα των εφημερίδων προσφέρουν ενισχυτικά στοιχεία βελτιώνοντας το συναισθηματικό κόσμο του ίδιου του επενδυτή. Τα μέλη της ίδιας ομάδας (τα οποία έχουν λάβει κοινή θέση στο Χρηματιστήριο) αλληλοσυγχαίρονται διαρκώς, δημιουργώντας μεταξύ τους ένα κλίμα ασφάλειας καθώς κανείς δεν νοιώθει μόνος στον επενδυτικό δρόμο που χάραξε. Παράλληλα, όλοι υπογραμμίζουν τη δικαίωσή τους με βάση τις εξελίξεις στο τωρινό διάστημα ή το άμεσο μέλλον, ενώ αδιαφορούν να προσεγγίσουν το μακροπρόθεσμο ορίζοντα καθώς δεν το χρειάζονται για αυτήν τη δικαίωσή τους.

Επιπροσθέτως, οι επενδυτές που είναι μέλη του “σωστού” ή επιτυχούς πλήθους τείνουν να τονίζουν την αδυναμία των επιχειρημάτων του “λάθους” ή ανεπιτυχούς πλήθους. Υπάρχει συνέχεια ένα προπαγανδιστικό ρεύμα κατά των τελευταίων οι οποίοι έτσι και αλλιώς, αισθάνονται ήδη μειονεκτικά. Αρχικά, τα μέλη του “λάθους” πλήθους αισθάνονται την ανάγκη να ενωθούν για προστασία με σκοπό την κοινή και ομόφωνη αντιμετώπιση του αντίπαλου στρατοπέδου. Προσπαθούν να επιβεβαιώσουν τις απόψεις, ο ένας του άλλου ως σωστές και επισημαίνουν τα λάθη της θέσης του “σωστού” πλήθους. Τέλος, σε γενικές γραμμές, τα μέλη του “λάθους” πλήθους αλληλοπαρηγορούνται και τονίζουν το μακροπρόθεσμο μέλλον αντί του άμεσου μέλλοντος, προκειμένου να απαλύνουν τον όποιο πόνο τους και να κατευνάσουν τις όποιες αμφιβολίες για τις ίδιες τις πράξεις τους.

Είναι προφανές ότι η δέσμευση για συναλλαγή είναι μόνο η αρχή της ιστορίας. Όσο λογική κι αν ήταν η αρχική απόφαση της συναλλαγής, η πράξη της συμμετοχής μεταφέρει το άτομο σε ένα λιγότερο - ή όχι απαραίτητα λογικό - περιβάλλον, σε εκείνο του πλήθους. Ο επενδυτής λοιπόν δέχεται την πεποίθηση ενός εκ των δύο πληθών για τις μελλοντικές τάσεις των τιμών των μετοχών και ταυτίζεται ισχυρά με τα μέλη του πλήθους στο οποίο τελικά εντάσσεται.

Ο Συναισθηματικός Κύκλος Αισιοδοξίας / Απαισιοδοξίας

Στα πρώτα στάδια μιας νέας (π.χ. καθοδικής) τάσης των τιμών, η πλειοψηφία των επενδυτών μένει ακόμη “δεσμευμένη” στην παλαιά (π.χ. ανοδική) τάση των τιμών, καθώς παρά το γεγονός ότι αυτή έχει τελειώσει, η λήξη της δεν έχει γίνει ακόμη ευρέως αποδεκτή³³. Παράλληλα σταδιακά, μία μειοψηφία επενδυτών θα αρχίσει να υποσιάζεται ότι πλησιάζει η αναστροφή της τάσης (π.χ. από ανοδική σε καθοδική) και θα θελήσει να μετατρέψει τη διάρθρωση των επενδυτικών

³³ Shiller, R. (2000).

χαρτοφυλακίων. Όμως, ακόμη και για αυτήν την ομάδα, θα υπάρχει ένας βαθμός αβεβαιότητας για τη μελλοντική πορεία των τιμών.

Οι ισορροπίες των χαρτοφυλακίων αυτών των επενδυτών θα μεταβληθούν μόνο σε ένα σχετικά μικρό βαθμό και θα υπάρχει τάση αντιστροφής των επικερδών συναλλαγών σε σύντομο χρονικό διάστημα, αντί σε μακροχρόνιο ορίζοντα.

Στην αρχή μιας ανοδικής τάσης, ο φόβος των απωλειών εξακολουθεί να κυριαρχεί στο ευρύτερο επενδυτικό κοινό (η εμπειρία των απωλειών είναι ακόμη πρόσφατη), ενώ στην αρχή μιας καθοδικής τάσης, η απληστία (ή ο φόβος να μην χαθεί η ευκαιρία για μεγαλύτερα κέρδη) εμποδίζει τους επενδυτές από την πώληση σημαντικού ποσοστού των ήδη κερδοφόρων θέσεών τους. Συνεπώς, στα πρώτα στάδια μιας τάσης τιμών, η συναισθηματική σύνδεση του τελικά επιτυχούς πλήθους σ' αυτή την τάση είναι πολύ αδύναμη, με αποτέλεσμα να είναι λιγότεροι εκείνοι οι συμμετέχοντες που εκμεταλλεύονται μέσω του ορθού timing την προς υλοποίηση τάση.

Όμως στη συνέχεια, η αποκρυστάλλωση της νέας φάσης και η σταθερή κίνηση των τιμών προς μια νέα κατεύθυνση προκαλούν μία έντονη ψυχολογική φόρτιση. Αυτό είναι το στάδιο κατά το οποίο το μεγαλύτερο μέρος της επενδυτικής κοινότητας αναγνωρίζει ότι η όποια αρχική “δειλή” κίνηση στις τιμές έχει πλέον μεταβληθεί σε τάση, ανοδική ή καθοδική. Στο σημείο αυτό η συναισθηματική πεποίθηση και η αυτοτροφοδοτούμενη φόρτιση αντικαθιστά τις όποιες λογικές αμφιβολίες υφίστανται ακόμα. Συνεπώς οι επενδυτές “κνηγούν” πλέον τις νέες τάσεις και λαμβάνουν ανάλογες επενδυτικές θέσεις στην αγορά. Αυτό το χαρακτηριστικό της συμπεριφοράς των επενδυτών στη συνέχεια οδηγεί στην επόμενη φάση του κύκλου. Μόλις υπάρξει γενική αναγνώριση ότι μια ανοδική ή καθοδική τάση βρίσκεται σε πλήρη εξέλιξη. “μπαίνουν” τα θεμέλια για την επόμενη αναστροφή των τιμών.

Η νέα τάση βέβαια θα παραμείνει για κάποιο χρονικό διάστημα μέχρι να αρχίσει να γίνεται “παλαιά”, αλλά θα υφίσταται το γεγονός, ότι όσο περισσότεροι άνθρωποι (επενδυτές) πείθονται να πιστέψουν σε μια συγκεκριμένη τάση και να επενδύσουν σ' αυτή, τόσο λιγότεροι άνθρωποι μένουν πρακτικά για να τη συνεχίσουν. Συνεπώς, η αναστροφή της τάσης των τιμών αναπόφευκτα λαμβάνει χώρα, όταν η μεγάλη πλειοψηφία των επενδυτών πιστεύει στην υπάρχουσα τάση και δεν διαβλέπει ότι συντρέχουν προϋποθέσεις διαφοροποίησης του σκηνικού.

Το δίδαγμα από την παράθεση των εναλλαγών στις εκάστοτε τάσεις μιας χρηματιστηριακής αγοράς αποτελεί έναν πολύτιμο επενδυτικό κανόνα: **«Παρακολούθα στενά και πρόσεχε τι λένε και τι κάνουν οι άλλοι επενδυτές. Στη**

συνέχεια, όταν η συντριπτική πλειοψηφία του επενδυτικού πλήθους λέει και κάνει το ίδιο πράγμα, τότε εσύ πράξε το αντίθετο ». Αυτή είναι και μία από τις κυριότερες αρχές της τεχνικής ανάλυσης. Είναι δηλαδή μία λογική προσέγγιση σε ένα μη λογικό φαινόμενο και βοηθά τη χρήση αυτής της μεθόδου ανάλυσης να υιοθετεί έναν πιο ψυχρό χαρακτήρα ερμηνείας των δεδομένων, αλλά και να στέκεται μακριά από τις ψυχολογικές πιέσεις που επιφέρει η συμπεριφορά του πλήθους.

Η Επίδραση των Τιμών στη Συμπεριφορά του Πλήθους

Καθώς ολοένα και περισσότερο η πορεία των τιμών επιδοκιμάζει την άποψη του “σωστού” ή επιτυχούς πλήθους, οι τιμές εξακολουθούν να αντιδρούν ευνοϊκά³⁴. Αυτό με τη σειρά του δικαιώνει την ύπαρξη του επιτυχούς πλήθους και εξάπτει σε μεγαλύτερο βαθμό τα μέλη αυτού του πλήθους. Ταυτόχρονα, τα επενδυμένα κεφάλαια τα οποία στηρίζουν την κίνηση των τιμών προς μία κατεύθυνση, αυξάνονται, και οι χρηματιστές, διαπραγματευτές και επενδυτές παρέχουν μία συνεχή ροή ευνοϊκών σχολίων στον κόσμο των μέσων ενημέρωσης, ο οποίος με τη σειρά του προάγει τον αγώνα στο ευρύτερο δυνατό ακροατήριο. Στο ενδιάμεσο διάστημα, τα άτομα του “λάθους” ή ανεπιτυχούς πλήθους δείχνουν ήδη ευάλωτα στον εξαναγκασμό και τείνουν να “λιποτακτήσουν” στο επιτυχές πλήθος. Καθώς αυτή η διαδικασία λαμβάνει σάρκα και οστά, οι τιμές της αγοράς θα συνεχίσουν να κινούνται στην κατεύθυνση που “υποδεικνύει” το επιτυχές πλήθος. Κατά συνέπεια, οι αλλαγές που υφίστανται στις τιμές των μετοχών είναι σαφές σήμα στα μέλη του ανεπιτυχούς πλήθους ότι τα επιχειρήματά τους είναι αστήρικτα.

Όσο ισχυρά και αν φαίνονταν τα επιχειρήματα του ανεπιτυχούς πλήθους στο μακροπρόθεσμο ορίζοντα, το βραχυπρόθεσμο μήνυμα του επιτυχούς πλήθους δεν μπορεί να αγνοηθεί. Τελικά, το άγχος που δημιουργείται από τις συνδυασμένες δυνάμεις των “εχθρικών” κινήσεων των τιμών, αλλά και της δυσμενούς προπαγάνδας, υπερβαίνει τα όρια και η διαρροή “λιποτακτών” από το ανεπιτυχές προς το επιτυχές πλήθος γίνεται πλημμύρα. Ξαφνικά οι τιμές ανεβαίνουν (στην περίπτωση της ανοδικής τάσης) ή κατεβαίνουν (στην περίπτωση της καθοδικής τάσης) πολύ απότομα, καθώς συμβαίνει αυτή η κλιμακούμενη μετακίνηση. Είναι μία συναισθηματική περίοδος, η οποία συνοδεύεται συνήθως από αυξημένο όγκο συναλλαγών. Επιπρόσθετα, αυτοί οι επενδυτές που “λιποτακτούν” από το ανεπιτυχές πλήθος και γίνονται μέλη του επιτυχούς πλήθους είναι σε αυτό το στάδιο “προσήλυτοι” και ως τέτοιοι τείνουν να είναι “ζηλωτές”. Άρα αυτοί είναι λιγότερο

³⁴ Shiller, R. (2000).

πιθανό να αλλάξουν γνώμη γρήγορα, και ως επακόλουθο θα παράσχουν αρκετή “χρηματοδότηση” για να διατηρηθεί ακέραιη η αντίστοιχη τάση μέσα από την οποία θα αποχωρήσουν ως θριαμβευτές τα μέλη του επιτυχούς πλήθους που πολύ πιο νωρίς είχαν διαβλέψει την ορθή κατεύθυνση των τιμών των μετοχών.

Πεποιθήσεις & Ηγεσία

Ο λόγος για τον οποίο η συμπεριφορά ενός πλήθους εξαρτάται από τις τιμές των μετοχών, είναι ότι μία κίνηση της τιμής σε συγκεκριμένη κατεύθυνση αντιπροσωπεύει τις πεποιθήσεις ενός από τα δύο πλήθη και βοηθά να πραγματοποιηθεί το έργο ή το “όραμα” της ηγεσίας αυτού του πλήθους. Επειδή η εμπειρία του κάθε ανθρώπου στη ζωή διαμέσου των ετών είναι σταδιακή και επειδή για τους περισσότερους ανθρώπους οι διαδικασίες του συλλογισμού και της απόφασης είναι της ίδιας υφής, θα υπάρχει η φυσική τάση να πιστέψει το κάθε μέλος του πλήθους ότι αυτό που μόλις συνέβη, θα εξακολουθήσει να συμβαίνει στο άμεσο μέλλον. Εάν για παράδειγμα, οι τιμές των μετοχών έχουν μόλις ανέβει (ενδείξεις έναρξης ανοδικής τάσης), το επενδυτικό πλήθος θα τείνει να υποθέσει ότι η άνοδος αυτή θα συνεχισθεί. Κατά την έναρξη της εκάστοτε ανοδικής τάσης υπάρχει συνεπώς μια σαφής “οδηγία” ή “προτροπή” στους επενδυτές να αγοράσουν περισσότερες μετοχές. Με άλλα λόγια, σε ένα ανοδικό χρηματιστηριακό περιβάλλον, η αύξηση των τιμών είναι η σημαία που ακολουθούν οι επενδυτές και στην οποία ορκίζονται πίστη. Αντίθετα, σε μια καθοδική αγορά, η πτώση των τιμών αντιπροσωπεύει το σκληρό και τρομερό “θεό”, τον οποίο οι τρομαγμένοι επενδυτές τελικά προσκυνούν.

Τα Άτομα ως Ηγέτες του Πλήθους

Ο ρόλος των κινήσεων των τιμών στη λειτουργία της ηγεσίας δεν αποκλείει πρακτικά την επίδραση ορισμένων ατόμων επί της ψυχολογίας του πλήθους. Με το πέρασμα του χρόνου, ορισμένοι συναλλασσόμενοι ή σύμβουλοι του χρηματιστηριακού χώρου κερδίζουν τη φήμη ότι “διαβάζουν την αγορά”. Συνήθως αυτή η φήμη δημιουργείται είτε μετά από μία ακριβή πρόβλεψη της αγοράς, όταν κανένας δεν την πίστευε, είτε από την προσήλωσή τους σε μία ιδιαίτερη άποψη της τάσης της αγοράς, περισσότερο από οποιονδήποτε άλλο. Συνεπώς, σε ορισμένες χρονικές στιγμές του ρεύματος τιμών της αγοράς, το δημόσιο αίσθημα μπορεί στην

πράξη να επηρεαστεί από άτομα-ηγέτες ως προς τις απόψεις και τις επενδυτικές του αποφάσεις³⁵. Όμως υπάρχουν δύο σημαντικά χαρακτηριστικά των ανθρώπων που διακρίνονται από αυτό τον τύπο ηγεσίας. Πρώτον, προσοχή δίνεται μόνο σε άτομα που έχουν ήδη κερδίσει τη φήμη στην αγορά. Πολύ λίγοι επενδυτές θα πιστέψουν σήμερα ένα νέο “γκουρού” στην πρώτη φορά που αυτός θα κάνει προβλέψεις, όσο ακριβείς και αν αυτές αποδειχθούν αργότερα. Δεύτερο, γίνεται ολοένα και πιο δύσκολο για ένα άτομο να επηρεάζει τις κινήσεις των τιμών σε μόνιμη βάση. Αυτό το φαινομενικά παράδοξο συμβαίνει επειδή, όπως τονίστηκε νωρίτερα, όσο περισσότεροι άνθρωποι πιστεύουν σε μία τάση, τόσο λιγότεροι απομένουν για να τη διαιωνίσουν. Αργά ή γρήγορα, μία επιτυχημένη “πρόταση” θα είναι αυτοκαταστροφική διότι τόσο πολλοί άνθρωποι θα την έχουν ήδη πιστέψει και τόσο λιγότεροι θα έχουν απομείνει για να αρχίσουν να την πιστεύουν. Τελικά, η κίνηση των τιμών που αρχικά προκλήθηκε, θα αναστραφεί γρήγορα και πολλοί που ακολούθησαν τον ηγέτη θα απολέσουν τώρα ένα μέρος των κεφαλαίων τους. Σκληρά κερδισμένη φήμη ατόμων-ηγέτων, βασισμένη σε ενεργή επιτυχημένη δράση για μεγάλα χρονικά διαστήματα, μπορεί να χαθεί εύκολα και μετά είναι πολύ δύσκολο να ανακτηθεί πλήρως.

Οι Συνθήκες της Αποτελεσματικής Ηγεσίας

Η ταυτότητα εκείνων των ατόμων που μπορούν να επηρεάσουν τις αγορές, αλλάζει με το πέρασμα του χρόνου. Όχι μόνο αυτό, αλλά και ο εκάστοτε τύπος “ηγεσίας” σίγουρα δεν ασκείται ως μόνιμη επιρροή. Είναι ουσιαστικά ένα παροδικό φαινόμενο, που μπορεί να συμβεί μόνο όταν οι συνθήκες της αγοράς είναι κατάλληλες ή ευνοούν συγκεκριμένα την ανάπτυξή του. Συγκεκριμένα, απαιτείται κατάσταση έντασης μεταξύ των αντιπάλων “αισιόδοξων” (bull) και “απαισιόδοξων” (bear) επενδυτικών πληθών. Συνθήκες άγχους και σύγκρουσης εξασφαλίζουν ότι τα μεταφερόμενα σχόλια και η συμπεριφορά ενός “ηγέτη” μπορούν να πυροδοτήσουν τη μαζική “λιποταξία” των επενδυτών του ανεπιτυχούς προς το επιτυχές πλήθος. Η “ηγεσία” που ασκούν τα άτομα, μπορεί να χρησιμοποιηθεί μόνο μέσα στο πλαίσιο του επιτυχούς πλήθους - με άλλα λόγια ο ηγέτης ανήκει πάντα στο επιτυχές πλήθος.

Οι Σύμβουλοι Επενδύσεων

Η προαναφερθείσα ηγεσία “μεγάλου βεληνεκούς” πρέπει να διαφοροποιηθεί από τη συνήθη καθημερινή ηγεσία που παρέχουν οι σύμβουλοι επενδύσεων σε μικρές

³⁵ Shiller, R. (2000).

ομάδες επενδυτών πελατειακής κατά κύριο λόγο υφής. Οι σύμβουλοι επενδύσεων σταχυολογούν τα σημαντικότερα στοιχεία από την πληθώρα των διαθέσιμων οικονομικών, πολιτικών και άλλων πληροφοριών και διαμορφώνουν μία επενδυτική άποψη την οποία μεταδίδουν στους πελάτες τους, προτρέποντάς τους και στις ανάλογες πράξεις στο Χρηματιστήριο. Αυτοί παρέχουν επίσης θετική ηγεσία, η οποία στηρίζει την επενδυτική δράση και ουσιαστικά καθοδηγούν τις υποομάδες μέσα στο αισιόδοξο ή απαισιόδοξο πλήθος. Η θεωρία του πλήθους εφαρμόζεται ασφαλώς σε κάθε υπο-ομάδα, η οποία μένει κυριαρχούμενη από το κύριο πλήθος στο οποίο ανήκει. Η στρατηγική στην οποία κάθε υπο-ομάδα υπακούει συγκινησιακά είναι η στρατηγική του “γονικού” πλήθους. Οι επιτυχημένοι σύμβουλοι από την πλευρά τους, προβαίνουν σε συστάσεις που είναι άμεσα συνδεδεμένες με τις συνθήκες και την πορεία της αγοράς, αποτελώντας λίγο πολύ οι ίδιοι ένα μέρος του πλήθους. Αντίθετα, οι σύμβουλοι επενδύσεων οι οποίοι αν και αναγνωρίζουν την ψυχολογική κατάσταση της αγοράς, εντούτοις δεν εκφράζουν συγκεκριμένη άποψη αντίθετη από εκείνη που επικρατεί στο πλήθος, δεν μπορούν να ασκήσουν με επάρκεια το ρόλο του ηγέτη. Πιο συγκεκριμένα, επειδή παραμένουν επιφυλακτικοί, δεν είναι σε θέση να παρουσιάσουν ένα πειστικό και λίαν ελκυστικό σενάριο στρατηγικής, με αποτέλεσμα μόνο μία μικρή μειονότητα να είναι εκείνη που πιθανόν να ακολουθήσει τη συμβουλή τους.

Τελικά Συμπεράσματα

Η επιδίωξη του κέρδους ως κοινού στόχου όλων των επενδυτών βεβαιώνει ότι η συμπεριφορά της χρηματιστηριακής αγοράς αποτελεί φαινόμενο του πλήθους. Η συναισθηματική σύνδεση των επενδυτών σε ορισμένες επενδυτικές θέσεις, μεταφράζεται ως συναισθηματική σύνδεση είτε με το αισιόδοξο είτε με το απαισιόδοξο πλήθος: Κάθε επενδυτής δέχεται το αισιόδοξο ή το απαισιόδοξο επιχείρημα του πλήθους στο οποίο ανήκει και τελικά ταυτίζεται ισχυρά με το πλήθος αυτό για ένα χρονικό διάστημα. Η ύπαρξη των δύο αυτών επενδυτικών πληθών στο Χρηματιστήριο παρέχει το μηχανισμό εκείνο, μέσω του οποίου μεταδίδεται η κυκλική συμπεριφορά. Εξαιτίας της διαιρέσεως ή του χάσματος μεταξύ αισιόδοξων και απαισιόδοξων ομάδων επενδυτών, υπάρχουν οι συνθήκες αβεβαιότητας και συγκρούσεως. Το σχετικό άγχος ενθαρρύνει το πλήθος τόσο να προστατέψει την

αυτονομία του, όσο και να ακολουθήσει τους στρατηγικούς του στόχους όσον αφορά στις τιμές των μετοχών που προβάλλουν ως μελλοντικοί στόχοι. Καθώς σχηματίζεται μία συγκεκριμένη τάση τιμών, οι αποφάσεις ή τα κριτήρια συναλλαγής τείνουν να γίνουν ολοένα και περισσότερο μη λογικές /-ά. Η προπαγάνδα κατά του (“λάθους” ή ανεπιτυχούς) πλήθους που χάνει, εκτείνεται και εντείνεται με αποτέλεσμα το τελευταίο να αντιδράσει κάποτε στο άγχος, προσχωρώντας στο επιτυχές ή “σωστό” πλήθος. Στο τέλος όμως, πάντα έρχονται τα άκρα της ευφορίας ή της απαισιοδοξίας και δημιουργούνται οι συνθήκες για αναστροφή των τιμών, δημιουργώντας την υποδομή για ένα νέο χρηματιστηριακό κύκλο.

3.4 Investor’s Psychology³⁶,

Τι είναι αυτό που οδηγεί τη συμπεριφορά επενδυτών; Η οικονομική θεωρία είναι βασισμένη στην ιδέα ότι ο κάθε επενδυτής εξετάζει προσεκτικά όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες πριν λάβει τις επενδυτικές του αποφάσεις. Αλλά υπάρχουν αρκετά στοιχεία ότι αυτό δεν συμβαίνει πάντα στην πράξη. Η BF δίνει έμφαση στην ψυχολογία, και προσπαθεί να εξηγήσει γιατί οι άνθρωποι αγοράζουν ή πωλούν μετοχές – ή και ακόμη δεν αγοράζουν μετοχές καθόλου. Αυτή η έρευνα για τη συμπεριφορά των επενδυτών βοηθά να εξηγήσει τις διάφορες “ανωμαλίες” της αγοράς που προκαλούν την κλασσική θεωρία (των Αποτελεσματικών Αγορών).

Ένα άρθρο από τον καθηγητή Finance του πανεπιστημίου του Yale, Robert Shiller, περιλαμβάνει μερικές από τις βασικές ιδέες στη BF:

- ✓ Prospect Theory
- ✓ Regret Theory
- ✓ Anchoring Theory
- ✓ Over & under-reaction

Η *Prospect theory* προτείνει ότι οι άνθρωποι ανταποκρίνονται διαφορετικά στις ισοδύναμες καταστάσεις ανάλογα με το εάν παρουσιάζονται στα πλαίσια μιας απώλειας ή ενός κέρδους. Χαρακτηριστικά, γίνονται αρκετά περισσότερο distressed στην προοπτική των απωλειών από όταν γίνονται χαρούμενοι από τα ισοδύναμα κέρδη. Αυτή η “αποστροφή απώλειας”(loss aversion) σημαίνει ότι οι άνθρωποι είναι πρόθυμοι να αναλάβουν περισσότερους κινδύνους για να αποφύγουν τις απώλειες

³⁶ Anonymous writer: www.deanlebaron.com/book/ultimate/chapters/invpsv.html

από ότι για να πραγματοποιήσουν τα κέρδη: ακόμη και αν βρεθούν αντιμέτωποι με το σίγουρο κέρδος, οι περισσότεροι επενδυτές είναι risk-averse, αλλά όταν βρίσκονται αντιμέτωποι με την σίγουρη απώλεια, γίνονται risk-takers.

Σύμφωνα με τη σχετική "επίδραση χρηματοδότησης" (endowment effect), οι άνθρωποι θέτουν μια υψηλότερη τιμή σε κάτι που τους ανήκει από ότι θα ήταν διατεθειμένοι να πληρώσουν για να το αποκτήσουν.

Η regret theory αναφέρεται στην συναισθηματική αντίδραση των ανθρώπων όταν έχουν κάνει λάθος, είτε αγοράζοντας μια μετοχή που έχει πάει κάτω ή μη αγοράζοντας μια η οποία έχει ανέβει στη συνέχεια. Οι επενδυτές μπορούν να αποφύγουν να πωλήσουν τις μετοχές οι οποίες δεν πήγαν καλά με σκοπό να μην μετανιώσουν για το γεγονός ότι έχουν κάνει μια άσχημη επένδυση. Μπορούν, επίσης, να βρουν ευκολότερο να ακολουθήσουν το πλήθος(crowd) και να αγοράσουν μία πολύ δημοφιλής μετοχή: εάν αυτή η μετοχή πηγαίνει στη συνέχεια κάτω, η απόφαση τους μπορεί να δικαιολογηθεί με την έννοια ότι όλοι κατέχουν αυτήν την μετοχή. Το να πηγαίνεις ενάντια στη συμβατική φρόνηση (conventional wisdom) είναι πιο δύσκολη επειδή αυξάνει την πιθανότητα ο επενδυτής να μετανιώσει εάν οι επενδυτικές αποφάσεις που πήρε αποδειχτούν λανθασμένες (contrarian).

Το anchoring είναι φαινόμενο στο οποίο, ελλείπει καλύτερων πληροφοριών, οι επενδυτές υποθέτουν ότι οι τρέχουσες τιμές είναι σωστές/λογικές. Σε μια ανοδική αγορά «ταύρων» (bull market), παραδείγματος χάριν, κάθε νέο υψηλό της αγοράς "δένεται" (anchoring) από το γεγονός ότι είναι κοντά στο τελευταίο υψηλότερο σημείο της αγοράς, και το πιο απόμακρο σημείο γίνεται όλο και περισσότερο μη σχετικό. Οι άνθρωποι τείνουν να δίνουν πάρα πολύ βάρος στην πρόσφατη εμπειρία, με το να παρεκτείνουν (extrapolate) τις πιο πρόσφατες τάσεις που είναι συχνά σε διαφωνία με τους μακροπρόθεσμους μέσους όρους και τις πιθανότητες.

Η συνέπεια για τους επενδυτές οι οποίοι δίνουν πολύ μεγάλη σημασία στις πρόσφατες ειδήσεις εις βάρος άλλων στοιχείων, είναι η over-under reaction στην αγορά. Οι άνθρωποι παρουσιάζουν overconfidence. Τείνουν να γίνουν πιο αισιόδοξοι-optimistic όταν ανεβαίνει η αγορά και πιο απαισιόδοξοι-pessimistic όταν η αγορά πηγαίνει προς τα κάτω. Ως εκ τούτου, οι τιμές «πέφτουν» πάρα πολύ στις κακές ειδήσεις και «ανεβαίνουν» πάρα πολύ στις καλές ειδήσεις. Και σε ορισμένες περιπτώσεις, αυτό μπορεί να οδηγήσει σε ακραία γεγονότα (manias, panics & crashes).

Δύο ψυχολογικές θεωρίες υποστηρίζουν αυτές τις απόψεις όσον αφορά την συμπεριφορά των επενδυτών. Η πρώτη είναι των Daniel Kahneman και αργότερα

του Amos Tversky (συντάκτες της Prospect Theory) την οποία και αποκαλούν "representative heuristics" - όπου οι άνθρωποι τείνουν να βλέπουν patterns σε τυχαίες ακολουθίες (random sequences), για παράδειγμα στα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία. Η δεύτερη "συντηρητισμός-conservatism", είναι εκείνη όπου οι άνθρωποι «χαράζουν» αυτό που βλέπουν ως τάση αλλά παραμένουν αργοί στο να αλλάξουν τις απόψεις όταν τα νέα στοιχεία που εμφανίζονται είναι αντίθετα προς την τρέχουσα άποψή σχετικά με τις αγορές.

Οι ιδέες της BF εφαρμόζουν τόσο στους οικονομικούς αναλυτές όπως επίσης και στους μεμονωμένους επενδυτές. Παραδείγματος χάριν, η έρευνα δείχνει ότι οι επαγγελματικοί αναλυτές είναι εντυπωσιακά κακοί στην πρόβλεψη του ρυθμού αύξησης των κερδών μεμονωμένων επιχειρήσεων. Πράγματι, φαίνεται ότι προβλέψεις για μια ιδιαίτερη επιχείρηση μπορούν να γίνουν ακριβέστερα χωρίς να λάβουμε υπόψη τις προβλέψεις των αναλυτών. Οι λόγοι για την αποτυχία των επαγγελματιών να προβλέψουν σωστά είναι κλασική BF θεωρία: σύμφωνα με την οποία επιθυμούν να μείνουν κοντά στο πλήθος και οι προβλέψεις τους *τείνουν να* παρεκτείνουν από την πρόσφατη προηγούμενη απόδοση, η οποία είναι πολύ συχνά ένας φτωχός οδηγός για το μέλλον.

Υπάρχουν στοιχεία ότι οι θεσμικοί επενδυτές συμπεριφέρονται διαφορετικά από τους μεμονωμένους επενδυτές, εν μέρει επειδή είναι πράκτορες (agents) που ενεργούν εξ ονόματος των "τελικών" επενδυτών. Τα μέσα ανταμοιβής των διαχειριστών επιδιώκουν να ευθυγραμμίσουν τα συμφέροντα των principal με τους πράκτορες (agents) τους - διευθυντές χαρτοφυλακίων και άλλους σύμβουλους - αλλά ακόμα οι διαφορές εμμένουν³⁷. Παραδείγματος χάριν, οι πράκτορες μπορούν να είναι απρόθυμοι να αναλάβουν κινδύνους-ακόμα και όταν οι πιθανότητες συστήνουν ότι πρέπει για το συμφέρον των πελατών τους-και όταν οι κίνδυνοι είναι μικροί αλλά υπάρχει ο κίνδυνος να απολυθούν.

Ομοίως, οι πράκτορες τείνουν να ευνοούν τις γνωστές και δημοφιλείς επιχειρήσεις επειδή είναι λιγότερο πιθανό να απολυθούν εάν οι συγκεκριμένες επιχειρήσεις διαχείρισης κάνουν underperform. Οι αναλυτές μετοχών ως ομάδα συμμετέχουν στη herd behavior, εν μέρει επειδή αξιολογούνται συνεχώς (performance measurement), αν και η έρευνα προτείνει ότι κατά την πρόβλεψη των κερδών, οι νέοι αναλυτές τείνουν να προσπαθήσουν να συμπλεύσουν με το πλήθος - ακόμα κι αν το πλήθος κάνει λάθος - περισσότερο από παλαιότερα. Αυτό οφείλεται πιθανώς στο γεγονός ότι μερικές αποτυχίες μπορούν να καταστρέψουν την φήμη

³⁷ Πρόκειται για το γνωστό Agency Theory.

τους. Όταν οι αναλυτές είναι παλαιότεροι και καθιερωμένοι, είναι δυνατό να αντιμετωπίζουν το λιγότερο κίνδυνο στο να ακολουθήσουν μια ανεξάρτητης γραμμής σκέψη.

Ο καθηγητής Meir Statman δίνει ορισμένα επιχειρήματα για τη BF λέγοντας ότι: Η "τυποποιημένη" (standard) χρηματοοικονομική είναι έτσι σταθμισμένη προς τα κάτω σχετικά με τις «ανωμαλίες» των αγορών, γεγονός που σημαίνει ότι έχει σημασία να συνεχίσει η αναδόμηση (reconstruction) της οικονομικής θεωρίας πάνω στις συμπεριφοριστικές τάσεις. Οι υπερασπιστές της standard χρηματοοικονομικής συχνά παραδέχονται ότι η οικονομική θεωρία τους αποδίδει πολύ λίγο ως περιγραφική ή θετική θεωρία της συμπεριφοράς των ατόμων. Υποχωρώντας, επίσης, σε μια δεύτερη γραμμή υπεράσπισης υποστηρίζουν: ότι η standard χρηματοοικονομική συμπεριφέρεται καλά ως περιγραφική θεωρία της ισορροπίας (equilibrium) που προκύπτει από την αλληλεπίδραση των ατόμων στις αγορές. Αλλά ακόμη και η δεύτερη γραμμή υπεράσπισης δεν υφίσταται. Τα στοιχεία δείχνουν ότι ακόμη και στο CAPM μοντέλο, η θεωρία ισορροπίας της αγοράς (market equilibrium theory) σύμφωνα με την οποία ο κίνδυνος και η αναμενόμενη απόδοση καθορίζονται στην standard χρηματοοικονομική, δεν αποτελεί μια καλή περιγραφή της πραγματικότητας."

3.5 Οι «Ανωμαλίες» των Αγορών – Market Anomalies

January Effect

Ο Thaler (1992) αναφέρει ότι από τον παλιό καιρό στις αγορές μετοχών, οι ανά τον κόσμο επενδυτές αναζητούσαν διαρκώς πρακτικούς τρόπους που θα μπορούσαν να γείρουν την πλάστιγγα υπέρ της πιθανότητας να αποκομίσουν αξιολογικά κέρδη στο Χρηματιστήριο από την αρχή κιόλας του κάθε νέου έτους. Ιστορικά έχει αποδειχθεί ότι καθώς το Χρηματιστήριο εισέρχεται στη νέα χρονιά, οι επενδυτές μπορούν να έχουν την πιθανότητα να αρχίσουν καλά εάν προσέξουν και εκμεταλλευτούν την κατάσταση – εφόσον αυτή προκύψει – που έχει γίνει γνωστή στις διεθνείς αγορές ως το "Φαινόμενο του Ιανουαρίου".

Βάσει της στατιστικής ανάλυσης μάλιστα, προκύπτει ότι από την αρχή του 20ού αιώνα οι αμερικανικές αγορές έχουν πολλές φορές κινηθεί με έναν έντονα ανοδικό

τρόπο τον Ιανουάριο. Από την άλλη πλευρά, τα στατιστικά δεδομένα αναφέρουν ότι οι χειρότεροι μήνες για τους "ταύρους" / αισιόδοξους είναι ο Δεκέμβριος και ο Μάιος.

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

1. Οι επενδυτές ολοκληρώνουν έως το Δεκέμβριο τις πωλήσεις μετοχών για να καταγράψουν τις ενδεχόμενες ζημιές και να απαλύνουν τα φορολογικά τους βάρη, με αποτέλεσμα οι συμπιεσμένες τιμές των μετοχών να αρχίζουν γενικά να επανέρχονται σε υψηλότερα σημεία με παράλληλη άνοδο του όγκου συναλλαγών από τις αρχές του έτους.

2. Οι θεσμικοί επενδυτές, τα ταμεία συντάξεων καθώς και τα μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τείνουν να πραγματοποιούν τις επενδύσεις τους στην αρχή μιας νέας χρονιάς.

3. Κατ' ακολουθία, οι διαχειριστές επενδυτικών κεφαλαίων τοποθετούνται στην αγορά μετοχών ώστε να μην μείνουν πίσω, από πλευράς αποδόσεων, ναυρίς μέσα το χρόνο.

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

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

Για τις αμερικανικές αγορές πάντως, οι αριθμοί αναφορικά με το φαινόμενο του Ιανουαρίου είναι ιδιαίτερα αποκαλυπτικοί: Εξετάζοντας μία περίοδο 21 ετών, ο Dow Jones Industrial Average των 30 "blue chips" επέδειξε κατά μέσο όρο μία αύξηση της τάξης του 2,1% το μήνα Ιανουάριο, ο δείκτης Standard & Poor's 500 μία άνοδο 1,8% και ο δείκτης Nasdaq Composite παρουσίασε μία αύξηση κατά 3,6%.

Κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου των 21 ετών, οι τρεις μείζονες δείκτες έχουν μετακινηθεί υψηλότερα κατά τον Ιανουάριο για τις 12 από τις συνολικά 21 φορές. Επίσης στη δεκαετία του 1990, το φαινόμενο του Ιανουαρίου παρουσιάστηκε ακόμη πιο έντονο καθώς επαληθεύτηκε με υψηλότερο ποσοστό επιτυχίας.

Ενδεικτικά αναφέρεται ότι ορισμένες από τις πιο θεαματικές ανόδους έχουν

λάβει χώρα το συγκεκριμένο μήνα, τον Ιανουάριο. Ο δείκτης Dow Jones Industrial Average των 30 “blue chips” αυξήθηκε κατά 15% τον Ιανουάριο του 1987, κατά 14% τον ίδιο μήνα του 1976 και κατά 15,4% τον Ιανουάριο του 1975. Αντίστοιχα, τα μηνιαία κέρδη στους άλλους δύο δείκτες, Standard & Poor’s 500 και Nasdaq Composite, εμφανίσθηκαν ανάλογα.

Επίσης έχει παρατηρηθεί ότι οι μετοχές over the counter (μικρής κεφαλαιοποίησης) υπερβαίνουν σε αποδόσεις τις μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης το μήνα Ιανουάριο. Αυτό ενδεχομένως ερμηνεύεται από το γεγονός, ότι οι μετοχές χαμηλής κεφαλαιοποίησης, λόγω της συγκριτικά μικρότερης διασποράς και εμπορευσιμότητάς τους, επηρεάζονται σε μεγαλύτερο βαθμό από τις κατευθύνσεις – και ιδιαίτερα τις ανοδικές – που αποκτά εκάστοτε μία χρηματιστηριακή αγορά.

Κατά συνέπεια είναι σημαντικό για έναν επενδυτή να παρακολουθεί το συγκεκριμένο φαινόμενο, και μάλιστα από τα μέσα Δεκεμβρίου να παρατηρεί διαγραμματικά την αγορά, ώστε εάν οι αποτιμήσεις από τις αρχές του νέου έτους παρουσιάζουν σταδιακές τάσεις βελτίωσης των επιπέδων τους, να είναι σε θέση με έγκαιρο τρόπο να καρπωθεί τα οφέλη από μία πιθανή άνοδο της αγοράς τον Ιανουάριο. Βεβαίως, εάν και το φαινόμενο αυτό δεν επαληθεύεται πάντα, εξετάζοντας μία μεγάλη περίοδο ετών οι μεγαλύτερες πιθανότητες είναι να προκύψουν περισσότεροι μήνες Ιανουαρίου με θετική απόδοση και λιγότεροι με αρνητική απόδοση.

Small Cap Effect

Πολλές φορές διατυπώνεται η άποψη ότι οι μετοχές χαμηλής κεφαλαιοποίησης δεν αξίζουν το ρίσκο μιας επένδυσης. Ωστόσο μία τέτοια εκτίμηση είναι μάλλον ελλιπούς γνώσης και μικρής χρηματιστηριακής εμπειρίας. Από την άλλη πλευρά, η αλήθεια είναι ότι ιστορικά οι «μικρές» μετοχές έχουν ως ομάδα ή κατηγορία υπερισχύσει σε διαχρονική απόδοση των «μεγάλων» μετοχών και μάλιστα με σημαντική διαφορά. Παράλληλα ίσως καμία άλλη κατηγορία μετοχών δεν προσφέρει τόσο ευρείες επενδυτικές ευκαιρίες (διαφορετικής δυναμικότητας εταιρίες σε ποικίλους κλάδους). Επιπρόσθετα, οι μετοχές χαμηλής κεφαλαιοποίησης – πέρα από το συγκριτικά υψηλότερο ρυθμό κερδοφορίας και την ανάλογη υπεραξία που συνήθως ακολουθεί – προσφέρουν στους επενδυτές την ευκαιρία να επωφεληθούν από προσωρινές ανισορροπίες της αγοράς, ανισορροπίες που εμφανίζονται με πιο ακραίο τρόπο σε αυτήν την κατηγορία μετοχών. Με άλλα λόγια επειδή οι «μικρές»

μετοχές λόγω του μεγέθους τους δεν παρακολουθούνται σε σημαντικό βαθμό από τους μεγάλους συμμετέχοντες της αγοράς – κυρίως τους θεσμικούς επενδυτές – η πληροφόρηση τείνει να διαχέεται με πιο αργό τρόπο προς αυτούς, με αποτέλεσμα οι ιδιώτες επενδυτές να καρπώνονται την ευκαιρία τοποθέτησης των κεφαλαίων τους σε μία μικρή μετοχή αρκετό καιρό πριν την αναγνωρίσουν οι μεγάλοι «παίκτες» της αγοράς. Όπως έχουν κατά καιρούς παραδεχθεί γνωστοί παράγοντες των αγορών, στους μύθους που χτίζει η αγορά ακόμη και από λανθασμένη κατανόηση της πραγματικότητας, τείνουν να υπάρχουν σοβαρά περιθώρια κέρδους για έναν επενδυτή από την αγοραπωλησία μετοχών χαμηλής κεφαλαιοποίησης.

Μία άλλη άποψη – μύθος, είναι ότι η επένδυση σε «μεγάλες» μετοχές είναι ασφαλέστερη από την επένδυση σε «μικρές» μετοχές. Αυτό δεν είναι σωστό, αφού μία μελετημένη επένδυση σε μία μετοχή χαμηλής κεφαλαιοποίησης δύναται να είναι σαφώς πιο ασφαλής από μία «τυφλή» τοποθέτηση σε μία μετοχή υψηλής κεφαλαιοποίησης. Με το ίδιο σκεπτικό, υπάρχουν χιλιάδες επενδυτές που έχουν μεταξύ των άλλων ιδία εμπειρία από τη μεγάλη μεταβλητότητα των μετοχών υψηλής κεφαλαιοποίησης, ή από μία δύσκολη συγκυρία που έτυχε να κλονίσει κάποια στιγμή τις «μεγάλες» μετοχές και τις αποτιμήσεις τους. Επίσης κατά καιρούς, ο τύπος τείνει να υπερτονίζει τα ρίσκα που περιστοιχίζουν μία επένδυση σε «μικρή» μετοχή – της οποίας η δυναμικότητα ή η κερδοφορία μπορεί να αποδειχθεί ασταθής ή και προσωρινή – με αποτέλεσμα σε διάφορες χρονικές συγκυρίες να προβάλλεται μονομερώς η έννοια της «φούσκας». Αν και το τελευταίο φαινόμενο παρουσίασε κάποτε εκρηκτικές διαστάσεις ή ακόμη και σήμερα εξακολουθεί να επηρεάζει τις ισορροπίες της αγοράς, δεν σημαίνει κατ' ανάγκη ότι όλες οι «μικρές» μετοχές κινούνται στη σφαίρα της «φούσκας». Τα λεγόμενα ποιοτικά θεμελιώδη μεγέθη συναντώνται εξίσου στις μικρές μετοχές, με αποτέλεσμα να αυξάνεται το αίσθημα της ασφάλειας του επενδυτή που λαμβάνει θέση σε αυτές. Ο επενδυτής ο οποίος αντιλαμβάνεται τη λανθασμένη προσέγγιση την οποία κάνει η αγορά, απέναντι στο βαθμό ασφάλειας των μετοχών χαμηλής κεφαλαιοποίησης, αποκτά αυτόματα τη δυνατότητα να ανακαλύψει αξίες στη χρηματιστηριακή αγορά, οι οποίες τελικά δεν έχουν τόσο υψηλό ρίσκο και την ασφάλεια των οποίων ο επενδυτικός κόσμος δεν θα αργήσει αργά ή γρήγορα να εντοπίσει στο μέλλον. Το τελευταίο λαμβάνει χώρα ακόμη πιο γρήγορα, όσο η εταιρία μικρής κεφαλαιοποίησης εξελίσσεται σε μία εταιρία μεγαλύτερης κεφαλαιοποίησης, διότι η αγορά αναγνωρίζει ταυτόχρονα το «χάσμα αξίας» και αρχίζει να την αποτιμά σε υψηλότερα επίπεδα.

Μία άλλη άποψη, η οποία δεν φαίνεται να αληθεύει, είναι ότι υπάρχουν δύο

κατηγορίες ρίσκου, το ρίσκο της υψηλής κεφαλαιοποίησης και το ρίσκο της χαμηλής κεφαλαιοποίησης. Ωστόσο όποια και να είναι η αλήθεια, το ρίσκο μπορεί να διαφοροποιηθεί με τέτοιο τρόπο ώστε να μην επηρεάσει τη δυνατότητα μιας υψηλότερης απόδοσης από μία επένδυση (είτε υψηλής είτε χαμηλής κεφαλαιοποίησης). Λ.χ. οι μετοχές χαμηλής κεφαλαιοποίησης επηρεάζονται περισσότερο από τις προσδοκίες κερδοφορίας παρά από τα ιστορικά μεγέθη. Μάλιστα, καθώς οι μικρές επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τα κέρδη τους για να χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξή τους, η παραμικρή ένδειξη επιτάχυνσης της ανάπτυξής τους δημιουργεί θετικές επιδράσεις στην τιμή της μετοχής στο Χρηματιστήριο. Επιπρόσθετα, όταν υπάρχει διαφοροποίηση ρίσκου σε ένα χαρτοφυλάκιο, π.χ. 10 μικρές μετοχές αντί μόνο για 2, τότε περιορίζεται ο παράγοντας της μεταβλητότητας της κερδοφορίας που μπορεί να πλήξει μία ή περισσότερες εταιρίες και διασφαλίζεται ο στόχος της απόδοσης, καθώς μία «κακή» μετοχή καθίσταται περισσότερο δύσκολο να πλήξει ένα ολόκληρο χαρτοφυλάκιο.

«Η πρόσβαση στην πληροφόρηση γύρω από τις εξελίξεις εταιριών χαμηλής κεφαλαιοποίησης είναι περιορισμένη». Η άποψη αυτή είναι επίσης ανακριβής καθώς στην πράξη για έναν επενδυτή είναι πιο εύκολη ακόμη και η προσωπική επαφή με τα μεσαία ή υψηλότερα στελέχη (υπεύθυνος μετόχων, οικονομικός διευθυντής) μιας μικρής εισηγμένης εταιρίας, παρά με τα υψηλόβαθμα στελέχη μιας μεγάλης και καλο-αναλυμένης εταιρίας. Με άλλα λόγια, ο μέσος επενδυτής έχει ιδιαίτερα αυξημένες πιθανότητες να επικοινωνήσει με τα στελέχη μιας μικρότερης εισηγμένης εταιρίας και να συζητήσει πολλά από τα υπό εξέλιξη θέματα, όπως την πορεία των πωλήσεων και των κερδών, τις εξαγορές, το επενδυτικό πρόγραμμα, κλπ. Αυτό το γεγονός αποτελεί πολλές φορές και την πραγματική συγκριτική αξία της επένδυσης σε μικρές μετοχές. Επιπρόσθετα, οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις είναι πιο δύσκολο να αναλυθούν λόγω του μεγάλου και πολυσύνθετου εύρους των δραστηριοτήτων τους.

Όπως πολλοί υποστηρίζουν, το εγχείρημα να αναλύσει κανείς μία μεγάλη επιχείρηση με πολλές υπό τη σκέπη της θυγατρικές εταιρίες θα ήταν σαν να προσπαθούσε να πετύχει έναν κινούμενο στόχο. Αντιθέτως, μία πιο μικρή επιχείρηση είναι συνήθως πιο συγκεντρωμένη στη στρατηγική της, με αποτέλεσμα να γίνεται πιο κατανοητή στην ανάλυση των δεδομένων της, διευρύνοντας κατ' αυτόν τον τρόπο τις επιλογές ενός επενδυτή ταυτόχρονα με τη βαθύτερη κατανόηση των προοπτικών της.

Το φαινόμενο του Σεπτεμβρίου

Πολλοί από τους συμμετέχοντες στην αμερικανική αγορά μετοχών γνωρίζουν

ότι παρά τις υποθέσεις / θεωρίες της πανεπιστημιακής κοινότητας περί Efficient Market Hypothesis (EMH), και άρα περί αποτελεσματικής αγοράς, η πράξη μας έχει οδηγήσει σε συμπεράσματα που αραιά - πυκνά αντικρούουν τα επιχειρήματα της θεωρίας. Έτσι, παρατηρούμε patterns τα οποία ευκίνητοι και έμπειροι traders μπορούν να εκμεταλλεύονται από όποια πλευρά των συναλλαγών (long ή short).

Σύμφωνα με τα στοιχεία 50 τουλάχιστον χρόνων, για παράδειγμα, η συντριπτική πλειοψηφία των αποδόσεων από μετοχές στις αγορές μετοχών των Η.Π.Α. προήλθε από τοποθετήσεις μεταξύ των μηνών Νοεμβρίου και Απριλίου. Αντίθετα, τοποθετήσεις κατά τους μήνες Μάιο έως και Οκτώβριο παρουσίασαν ελάχιστη έως και καθόλου απόδοση. Παρόμοια, παρατηρείται ότι οι αποδόσεις είναι συχνότερα θετικές κατά τις πρώτες ημέρες του μηνός Ιανουαρίου. Οι αναλυτές επιρρίπτουν την “ευθύνη” στο γεγονός ότι πολλοί Αμερικανοί πολίτες επενδύουν τα χρήματά τους σε αμοιβαία κεφάλαια ή μετοχές στις αρχές κάθε χρονιάς, μετά τη λήψη του bonus των Χριστουγέννων. Κατ’ αυτόν τον τρόπο παρατηρούμε θετικές αποδόσεις / κινήσεις για τις μετοχές.

Το ερώρημα που τίθεται είναι γιατί ο Σεπτέμβριος είναι αρνητικός 21 από τα τελευταία 30 χρόνια; Βέβαια μεγάλες πτώσεις συνέβησαν κατά το μήνα Σεπτέμβριο και παλαιότερα, για άλλους ίσως λόγους. Ο Σεπτέμβριος είναι κατά πάσα πιθανότητα αρνητικός (όταν είναι) για μια σειρά λόγους. Θα παραθέσουμε παρακάτω τους σημαντικότερους καθώς και μερικά παραδείγματα:

- I. Οι διαχειριστές κεφαλαίων επιστρέφοντας από τις καλοκαιρινές διακοπές “καθαρίζουν” συνήθως τα χαρτοφυλάκιά τους από ανεπιθύμητους losers.

Μπορεί ημερολογιακά ο χρόνος να τελειώνει στις 31/12, το φορολογικό όμως έτος για εκατοντάδες Αμοιβαία Κεφάλαια (Α/Κ) και Pension Funds λήγει στις 31/10. Η καταγραφή των “ζημιών” από πώληση μετοχών με σημαντικές απώλειες συμπαρασύρει σε πωλήσεις και άλλες κατηγορίες μετοχών για αύξηση ρευστότητας. Πολλά Α/Κ δεν περιμένουν τον Οκτώβριο για ρευστοποιήσεις αλλά αντίθετα ξεκινούν τις πωλήσεις τους από το Σεπτέμβριο.

- II. Ο φόβος των επενδυτών (όχι μόνο των Α Κ που έχουν φορολογικούς λόγους) για πτώση των μετοχών τον Οκτώβριο αναγκάζει πολλούς σε “ξελάφρωμα” των θέσεών τους σε μετοχές.

Αυτό αποτελεί προέκταση του I. Το ξεκίνημα των πωλήσεων μετοχών από θεσμικά χαρτοφυλάκια συμπαρασύρει και τους υπόλοιπους επενδυτές. Όλοι φαίνεται να “μυρίζονται” την πτώση του Οκτωβρίου και τρέχουν να προλάβουν τους

υπόλοιπους. Συνήθως όμως κάποιος άλλος προλαβαίνει νωρίτερα.

III. Ο Σεπτέμβριος Είναι ο Μήνας των (προ)Ανακοινώσεων Κερδών (Earnings Pre-Announcements) για το Τρίμηνο

Ο Σεπτέμβριος είναι ο μήνας κατά τον οποίο εκατοντάδες αμερικανικές εταιρίες προχωρούν σε (προ)ανακοινώσεις για τα οικονομικά τους αποτελέσματα που θα δημοσιεύσουν επισήμως το μήνα Οκτώβριο και αφορούν το προηγούμενο τρίμηνο Ιουλίου-Αυγούστου-Σεπτεμβρίου. Το 3^ο τρίμηνο είναι συνήθως και το ασθενέστερο επιχειρηματικά λόγω του καλοκαιριού. Άσχημες (προ)ανακοινώσεις οικονομικών αποτελεσμάτων το Σεπτέμβριο «στέλνουν» την αγορά σε “ελεύθερη πτώση” προεξοφλώντας τα πραγματικά αποτελέσματα του επόμενου μήνα (Οκτωβρίου).

IV. Μετά τους “αργούς” καλοκαιρινούς μήνες, ο Σεπτέμβριος είναι ο πρώτος μήνας κατά τον οποίο οι επενδυτές έχουν την ευκαιρία να αξιολογήσουν τις προβλέψεις τους.

Στο ξεκίνημα της κάθε χρονιάς οι αναλυτές δημοσιεύουν προβλέψεις για την κερδοφορία των εταιριών οι οποίες καλύπτουν την τρέχουσα χρονιά και τις δύο επόμενες. Κατά “περίεργο τρόπο”, και μετά από διαδοχικές αποτυχίες στις προβλέψεις τους, οι αναλυτές μετοχών συνεχίζουν να είναι περισσότερο αισιόδοξοι για το μέλλον της κερδοφορίας των επιχειρήσεων.

Όταν τελειώσει το καλοκαίρι και είναι πια εμφανές ότι οι προβλέψεις τους είναι υψηλότερες της πραγματικότητας (που προαναγγέλεται από τις εταιρίες με τις προανακοινώσεις), οι αναλυτές μειώνουν τις προβλέψεις τους για τα κέρδη (E) και καθιστούν τα P/E να φαντάζουν υψηλότερα.

Η πτώση των τιμών (P) έρχεται να φέρει και πάλι την ισορροπία. Λίγο αργότερα και πριν το τέλος του χειμώνα, οι αναλυτές επανεκδίδουν τις νέες “αισιόδοξες” προβλέψεις για την επόμενη χρονιά και ο κύκλος επαναλαμβάνεται. υστυχώς, τα αποτελέσματα της υπερβολικής αισιοδοξίας είναι πάντα τα ίδια.

V. Ο Σεπτέμβριος των Χρόνων με Ενδιάμεσες Εκλογές για το Αμερικανικό Κογκρέσο Είναι συνήθως Bearish.

Όπως γνωρίζουμε οι αμερικανικές προεδρικές εκλογές πραγματοποιούνται κάθε 4 χρόνια με τις τελευταίες να έχουν γίνει το 2000. Οι Αμερικανοί βουλευτές όμως (Congressmen) εκλέγονται κάθε 2 χρόνια με εκλογές στις περιφέρειές τους το Νοέμβριο. Ένας από τους κύκλους που επηρεάζουν τις μετοχές είναι ο 4ετής κύκλος. Αυτός συμπίπτει με τις ενδιάμεσες εκλογές των Αμερικανών βουλευτών και συνήθως κάνει bottom στις αρχές Οκτωβρίου κάθε 4 χρόνια.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

BEHAVIORAL FINANCE

Η BF αποτελεί παράδειγμα στο οποίο οι χρηματιστηριακές αγορές μελετώνται χρησιμοποιώντας τα μοντέλα που είναι λιγότερο «στενά» από εκείνα που βασίζονται στους Von Neumann-Morgenstern και περιγράφουν την θεωρία της «αναμενόμενης χρησιμότητας» (expected utility) και του arbitrage. Συγκεκριμένα, η BF έχει δύο building blocks³⁸: την γνωστική ψυχολογία-cognitive psychology και το «περιορισμένο» arbitrage. Το «Γνωστικός» αναφέρεται στο πώς οι άνθρωποι σκέφτονται. Υπάρχει μια τεράστια βιβλιογραφία που τεκμηριώνει ότι οι άνθρωποι κάνουν συστηματικά λάθη στον τρόπο με τον οποίο σκέφτονται: δηλαδή είναι overconfident, δίνουν πολύ μεγάλη σημασία στις πρόσφατες εμπειρίες τους κ.λπ. Οι προτιμήσεις τους μπορούν επίσης να δημιουργήσουν τις διαστρεβλώσεις. Η BF χρησιμοποιεί αυτό το σώμα της γνώσης, παρά υιοθετεί την αλαζονική μέθοδο. Το «περιορισμένο» arbitrage αναφέρεται στην ικανότητα πρόβλεψης σε ποιες περιστάσεις το arbitrage θα είναι αποτελεσματικό, και πότε δεν θα είναι.

Η συμπεριφοριστική χρηματοδότηση χρησιμοποιεί μοντέλα στα οποία μερικοί πράκτορες (agents) δεν είναι πλήρως λογικοί, είτε λόγω των προτιμήσεων είτε λόγω των μπερδεμένων πεποιθήσεων. Ένα παράδειγμα μιας υπόθεσης για τις προτιμήσεις είναι ότι οι άνθρωποι είναι loss averse - ένα κέρδος \$2 να κάνει τους ανθρώπους να αισθανθούν καλύτερα κατά τόσο πολύ όπως μια απώλεια \$1 τους κάνει να αισθάνονται χειρότερα. Οι μπερδεμένες πεποιθήσεις προκύπτουν επειδή οι άνθρωποι είναι bad Bayesians.

Η σύγχρονη χρηματοοικονομική θεωρία έχει ως building blocks την EMH³⁹. Η EMH υποστηρίζει ότι ο ανταγωνισμός μεταξύ των επενδυτών που επιδιώκουν τα abnormal κέρδη οδηγεί τις τιμές στη "σωστή" αξία τους. Η EMH δεν υποθέτει ότι όλοι οι επενδυτές είναι λογικοί-rationals, αλλά υποθέτει ότι οι αγορές είναι λογικές. Η EMH δεν υποθέτει ότι οι αγορές μπορούν να προβλέψουν το μέλλον, αλλά υποθέτει

³⁸ Ritter Jay R.(2003).

ότι οι αγορές μπορούν να κάνουν αμερόληπτες προβλέψεις του μέλλοντος. Αντίθετα, η BF υποθέτει ότι, σε μερικές περιστάσεις, οι αγορές είναι informationally (πληροφοριακά) ανεπαρκείς.

Όλα τα misvaluations δεν προκαλούνται από τις ψυχολογικές προκαταλήψεις (psychological biases). Μερικές οφείλονται ακριβώς στις προσωρινές δυσαναλογίες προσφοράς και ζήτησης. Παραδείγματος χάριν, η tyranny of indexing μπορεί να οδηγήσει σε μετατοπίσεις της ζήτησης που είναι ανεξάρτητες από τις μελλοντικές ροές μετρητών της εταιρίας. Όταν η Yahoo προστέθηκε στο S&P 500 τον Δεκέμβριο του 1999, οι διαχειριστές κεφαλαίων δεικτών (Index Fund Manager) έπρεπε να αγοράσουν τη μετοχή ακόμα κι αν είχε ένα περιορισμένο free float. Αυτή η πρόσθετη ζήτηση οδήγησε επάνω την τιμή κατά 50% σε μια εβδομάδα και πάνω από 100% σε έναν μήνα. Δεκαοχτώ μήνες αργότερα, η τιμή της μετοχής ήταν κάτω πάνω από 90% από όπου είχε πέσει αμέσως μετά από την προσθήκη στο S&P.

4.1 Cognitive Biases

Οι γνωστικοί ψυχολόγοι έχουν τεκμηριώσει πολλά patterns σχετικά με το πώς οι άνθρωποι συμπεριφέρονται. Μερικά από αυτά τα σχέδια είναι τα ακόλουθα⁴⁰:

Heuristics

Heuristics, ή οι εμπειροτεχνικές μέθοδοι (rules of thumb), καθιστούν τη λήψη αποφάσεων ευκολότερη. Αλλά μπορούν μερικές φορές να οδηγήσουν στις προκαταλήψεις (biases), ειδικά όταν αλλάζουν τα πράγματα. Αυτά μπορούν να οδηγήσουν σε suboptimal αποφάσεις επένδυσης.

Όταν οι επενδυτές βρίσκονται αντιμέτωποι με N επιλογές για το πώς να επενδύσουν τα χρήματά τους, πολλοί τοποθετούν τα χρήματά τους χρησιμοποιώντας τον κανόνα $1/N$. Εάν υπάρχουν τρία κεφάλαια, το ένα τρίτο πηγαίνει σε κάθε ένα. Εάν δύο είναι stock funds, τα δύο τρίτα πηγαίνουν σε μετοχές. Εάν ένα από τα τρία είναι stock fund το ένα τρίτο πηγαίνει σε μετοχές. Πρόσφατα, οι Benartzi & Thaler (2001) τεκμηρίωσαν ότι πολλοί άνθρωποι ακολουθούν τον κανόνα $1/N$.

³⁹ Ritter Jay R.(2003).

Overconfidence

Οι άνθρωποι είναι overconfident για τις ικανότητες τους. Οι επιχειρηματίες είναι επίσης πιθανό να είναι overconfident. Το overconfidence φανερώνεται με διάφορους τρόπους. Ένα παράδειγμα είναι το “too little diversification”, λόγω μιας τάσης να επενδύει πάρα πολύ σε μια μετοχή με την οποία είναι εξοικειωμένος.

Οι άνθρωποι επενδύουν στις τοπικές επιχειρήσεις, ακόμα κι αν αυτό είναι κακό από άποψη διαφοροποίησης επειδή η ακίνητη περιουσία τους είναι συνδεδεμένη με τις τύχες της επιχείρησης.

Οι άνδρες τείνουν να είναι πιο overconfident από τις γυναίκες. Αυτό φανερώνεται από πολλές απόψεις, συμπεριλαμβανομένης και της συμπεριφοράς ως προς το stock trading. Ο Barber και Odean (2001) πρόσφατα ανέλυσαν τις δραστηριότητες trading των ανθρώπων με discount brokerage accounts. Διαπίστωσαν ότι όσο περισσότερο οι άνθρωποι trading, τόσο χειρότερα απέδωσαν, κατά μέσον όρο. Και οι άνδρες έκαναν trading, και είχαν χειρότερη απόδοση από ότι οι γυναίκες επενδυτές.

Mental Accounting

Οι άνθρωποι μερικές φορές διαχωρίζουν τις αποφάσεις οι οποίες πρέπει, σε γενικές γραμμές, να συνδυαστούν. Παραδείγματος χάριν, πολλοί άνθρωποι έχουν έναν οικιακό προϋπολογισμό για τα τρόφιμα, και έναν οικιακό προϋπολογισμό για τη διασκέδαση. Στο σπίτι, όπου ο προϋπολογισμός τροφίμων είναι παρών, δεν θα φάνε τον αστακό ή τις γαρίδες επειδή είναι ακριβότερα από απλά ψάρια. Αλλά σε ένα εστιατόριο, θα παραγγείλουν τον αστακό και τις γαρίδες ακόμα κι αν το κόστος είναι πολύ υψηλότερο από ένα απλό γεύμα ψαριών. Εάν έφαγαν τον αστακό και τις γαρίδες στο σπίτι, και τα απλά ψάρια σε ένα εστιατόριο, θα μπορούσαν να κερδίσουν χρήματα. Αλλά επειδή σκέφτονται χωριστά για τα γεύματα και τα τρόφιμα εστιατορίων στο σπίτι, επιλέγουν να περιορίσουν τα τρόφιμά τους στο σπίτι.

Framing

Η διαμόρφωση/τυποποίηση είναι μια έννοια η οποία αναφέρει το πώς παρουσιάζεται μια έννοια στα θέματα των ατόμων. Παραδείγματος χάριν, τα εστιατόρια μπορούν να διαφημίζουν early-birds ή “after-theatre” εκπτώσεις, αλλά δεν χρησιμοποιούν ποτέ την μέγιστη-περίοδο “surcharges”. Κερδίζουν περισσότερη δουλειά εάν οι άνθρωποι αισθάνονται ότι παίρνουν μια έκπτωση στις εκτός ώρες

⁴⁰ Ritter Jay R.(2003).

αιχμής παρά όταν πληρώνουν α surcharge στις peak periods, ακόμα κι αν αυτές οι τιμές είναι ίδιες. Οι γνωστικοί ψυχολόγοι έχουν τεκμηριώσει ότι οι γιατροί υποβάλλουν διαφορετικές συστάσεις εάν βλέπουν τα στοιχεία που παρουσιάζονται ως "πιθανότητες επιβίωσης" (survival probabilities) παρά τα "ποσοστά θνησιμότητας" ακόμα κι αν οι πιθανότητες επιβίωσης συν τα ποσοστά θνησιμότητας προσθετικά δίνουν μέχρι 100%.

Representativeness

Οι άνθρωποι δίνουν μικρή στάθμιση (underweight) στους μακροπρόθεσμους μέσους όρους. Οι άνθρωποι τείνουν να δίνουν πάρα πολύ βάρος στην πρόσφατη εμπειρία (recent experience). Αυτό είναι μερικές φορές γνωστό ως "νόμος των μικρών αριθμών" (law of small number). Για παράδειγμα, όταν οι αποδόσεις των μετοχών είναι υψηλές για πολλά έτη (όπως το διάστημα 1982-2000 στις ΗΠΑ και τη δυτική Ευρώπη), πολλοί άνθρωποι αρχίζουν να θεωρούν ότι οι υψηλές αποδόσεις των μετοχών είναι "κανονικές" (normal).

Conservatism

Όταν τα πράγματα αλλάζουν, οι άνθρωποι τείνουν να είναι αργοί στο ανταποκριθούν στις αλλαγές. Με άλλα λόγια, δένονται *anchor* στα πράγματα τα οποία συμπεριφέρθηκαν κανονικά. Η «προκατάληψη συντηρητισμού» (conservatism bias) βρίσκεται σε διαμάχη με την «προκατάληψη αντιπροσωπευτικότητας» (representative bias). Όταν τα πράγματα αλλάζουν, οι άνθρωποι ίσως να υποαντιδρούν-underreact λόγω της «προκατάληψης συντηρητισμού». Αλλά εάν υπάρχει ένα αρκετά μακρύ pattern, κατόπιν θα προσαρμοστούν σε αυτό και ίσως να υπεραντιδράσουν-overreact.

Disposition effect

Η «επίδραση διάθεσης» (disposition effect) η επίδραση διάθεσης αναφέρεται στο pattern σύμφωνα με το οποίο οι άνθρωποι αποφεύγουν τις λογιστικές απώλειες (paper losses) και επιδιώκουν να πραγματοποιήσουν λογιστικά κέρδη (paper gains). Παραδείγματος χάριν, εάν κάποιος αγοράζει μια μετοχή \$30 που μειώνεται έπειτα σε \$22 πριν ανέρθει σε \$28, οι περισσότεροι άνθρωποι δεν θέλουν να πωλήσουν έως ότου η μετοχή φτάσει πάνω από \$30. Η «επίδραση διάθεσης» φανερώνεται σε πολλά «μικρά κέρδη» και πολλές «μικρές απώλειες». Στην πραγματικότητα, οι άνθρωποι ενεργούν σαν να προσπαθούν να μεγιστοποιήσουν τους

φόρους τους. Η «επίδραση διάθεσης» εμφανίζεται στο συνολικό όγκο διαπραγμάτευσης των μετοχών.

Κατά τη διάρκεια μιας bull market, ο όγκος διαπραγμάτευσης τείνει να αυξηθεί. Εάν η αγορά «γυρίζει» προς τα κάτω ο όγκος διαπραγμάτευσης τείνει να πέσει. Για παράδειγμα, ο όγκος διαπραγμάτευσης στο ιαπωνικό χρηματιστήριο μειώθηκε κατά πάνω από 80% από την δεκαετία του '80 στο μέσο της δεκαετίας του '90.

Μια από τις σημαντικότερες κριτικές της BF είναι ότι με την επιλογή ποιας προκατάληψης (bias) να τονίσει, μπορεί να προβλέψει είτε το underreaction είτε το overreaction. Αυτή η κριτική της BF μπορεί να ονομαστεί "πρότυπη εκβάθυνση" (model dredging)⁴¹. Με άλλα λόγια, κάποιος μπορεί να βρει μια αιτιολογία η οποία να «ταιριάζει» με τα γεγονότα, έτσι για να εξηγήσει εκ των υστέρων κάποιο puzzling φαινόμενο.

4.2 Περιορισμένο Arbitrage (LA)

Σύμφωνα με τον Ritter (2003) τα misvaluations των financial assets είναι κοινή πρακτική, αλλά δεν είναι εύκολο να πραγματοποιηθούν abnormal κέρδη από αυτά τα misvaluations. Ο λόγος είναι ο εξής: Τα misvaluations είναι δύο τύπων: εκείνα που είναι επαναλαμβανόμενα ή arbitrageable, και εκείνα που είναι μη-επαναλαμβανόμενα και μακροπρόθεσμα ως προς την φύση τους. Για τα επαναλαμβανόμενα misvaluations, οι στρατηγικές διαπραγμάτευσης μπορούν σοβαρά να αποφέρουν κέρδη. Λόγω αυτού του γεγονότος, τα hedge funds και άλλοι zero in σε αυτές τις στρατηγικές. Κατά συνέπεια, η αγορά είναι αρκετά αποτελεσματική για αυτά τα assets, τουλάχιστον σε σχετική βάση. Για τα μακροπρόθεσμα, misvaluations, είναι αδύνατο σε πραγματικό χρόνο να προσδιοριστούν οι «κορυφές» (peak) και οι «πάτοι» (troughs) έως ότου έχουν περάσει.

Ποιοι ακριβώς είναι αυτοί οι επενδυτές που καθιστούν τις αγορές αποτελεσματικές; Μια προφανής κατηγορία επενδυτών που προσπαθούν να κάνουν τα χρήματα με τον προσδιορισμό των misvaluations είναι τα hedge funds. Ένα σχετικής αξίας hedge fund παίρνει long & short θέσεις, αγοράζοντας υποτιμημένες μετοχές και μετά βρίσκει μετοχές με υψηλή συσχέτιση οι οποίες είναι υπερτιμημένες

⁴¹ Ritter (2003).

και παίρνει short position σε αυτές. Ένα macro hedge fund, παίρνει speculative positions οι οποίες δεν μπορούν να αντισταθμιστούν (hedged) εύκολα.

Το ερώτημα που τίθεται είναι κατά πόσο οι προσπάθειες των arbitrageurs να πετύχουν κέρδος λειτουργεί στο να γίνουν οι αγορές πιο αποτελεσματικές. Όπως υποστηρίζουν οι Shleifer & Vishny(1997) οι προσπάθειες των arbitrageurs να πετύχουν κέρδος θα κάνει τις αγορές πιο αποτελεσματικές αλλά δεν θα έχει επίδραση σε άλλες αγορές.

Ας εξετάσουμε το παράδειγμα, του hedge fund LTCM. Το LTCM ιδρύθηκε περίπου εννέα έτη πριν από τους Myron Scholes, Robert Merton, John Meriwether, και άλλους. Για τα πρώτα τρία ή τέσσερα έτη λειτουργίας του, τα αποτελέσματα ήταν θεαματικά. Αλλά έπειτα, τέσσερα έτη πριν, είχαν ένα κακό τετράμηνο στο οποίο έχασαν \$4 δισεκατομμύρια, εξανεμίζοντας το μετοχικό κεφάλαιο του fund και οδηγώντας με αυτό τον τρόπο στην εκκαθάριση του. Αλλά ήταν αποδοτικό σε μακροπρόθεσμη βάση.

Το LTCM έκανε trading σε fixed income και derivatives markets κυρίως. Αλλά ένας από τους τρόπους με τον οποίο έχασαν χρήματα ήταν στο trading των Dutch Royal/Shell equity arbitrage⁴².

Το βασικό ζήτημα που προκύπτει από αυτό το παράδειγμα αναφέρεται στον κορμό της αποτελεσματικής αγοράς. Το ερώτημα που τίθεται, λοιπόν, είναι ποια είναι η κατώτατη γραμμή στην αποτελεσματική αγορά; Είναι χρήσιμο να διαιρεθούν τα γεγονότα σε δύο κατηγορίες α) υψηλής συχνότητας γεγονότα, που εμφανίζονται συχνά, και β) χαμηλής συχνότητας γεγονότα, που εμφανίζονται μόνο σπάνια, και μπορεί να πάρει έναν μακροχρόνιο χρόνο για να επανέλθουμε στο αρχικό γεγονός.

Τα υψηλής συχνότητας στοιχεία υποστηρίζουν την αποτελεσματική αγορά. Είναι δύσκολο να βρεθεί μια στρατηγική διαπραγμάτευσης που να επιφέρει σοβαρά κέρδη. Ακόμη και αμοιβαία κεφάλαια έχουν δυσκολία να ξεπερνούν σε απόδοση τους benchmarks.

Τα χαμηλής συχνότητας στοιχεία, εντούτοις, δεν υποστηρίζουν την αποτελεσματική αγορά. Παραδείγματα τεράστιων misvaluations αποτελούν τα εξής:

- 1) Η υποεκτίμηση-undervaluation των παγκόσμιων χρηματιστηρίων από 1974-1982.
- 2) Η ιαπωνική «φούσκα» των τιμών των μετοχών και των ακινήτων της δεκαετίας του '80

⁴² Το παράδειγμα αυτό αναφέρεται τόσο σε Shleifer(2000) όσο και σε Shefrin(2000).

3) Η ταϊβανική «φούσκα» των τιμών των μετοχών που έπιασε «κορυφή»-peak το Φεβρουάριο του 1990

4) Η συντριβή του NYSE τον Οκτωβρίου του 1987

5) Η «φούσκα» των μετοχών τεχνολογίας, και τηλεπικοινωνιών κατά το διάστημα 1999-2000.

4.3 Investor Sentiment – Θεωρία Συναισθήματος Επενδυτών

Όπως η νεοκλασική θεωρία (neoclassical theory), η θεωρία του συναισθήματος επενδυτών προσπαθεί επίσης να εξηγήσει το φαινόμενο του Close-End Fund. Το βασικό επιχείρημα είναι ότι οι μεμονωμένοι επενδυτές συμπεριφέρονται παράλογα και σε μια συσχετισμένη μόδα, δηλαδή, συμπεριφέρονται απρεπώς συστηματικά. Το misbehaviour (λάθος συμπεριφορά) μπορεί να αποτελεί μια νέα πηγή κινδύνου για έναν λογικό επενδυτή, δηλαδή στην περίπτωση που όταν αγοράζει ένα κεφάλαιο σε discount (έκπτωση), το discount μπορεί να διευρύνεται εάν το «συναίσθημα» των μη ορθολογικών επενδυτών γίνεται απαισιόδοξο. Αυτός ο προστιθέμενος κίνδυνος είναι ένα αντικίνητρο για να συμμετέχει ο ορθολογικός επενδυτής στις συναλλαγές με σκοπό να εκμεταλλευτεί οποιαδήποτε παρατηρηθείσα διαφορά μεταξύ του κεφαλαίου και NAV της, και, συνεπώς, το discount μπορεί να εμμείνει. Επιπλέον, οι εκπτώσεις συσχετίζονται στα κεφάλαια επειδή το «συναίσθημα» επενδυτών συσχετίζεται.

Εάν υπάρχει ένας συσχετισμός στις μετακινήσεις κεφαλαίων που μπορεί να εξηγηθεί, αυτός μπορεί να οφείλεται σε έναν «ψυχολογικά» παρακινημένο συσχετισμό στις μετακινήσεις της προσφοράς και της ζήτησης από την πλευρά των επενδυτών. Για την προτίμησή μου, αυτό είναι θεωρία που κόβει στο αυλάκωμα λίγο πάρα πολύ γρήγορα.

Η ασύμμετρη πληροφόρηση είναι πάντα μια εστίαση της νεοκλασικής χρηματοοικονομικής, η οποία είναι ακριβώς αυτό που η θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς προσπαθεί να εξηγήσει. Μια τέτοια ανάλυση γίνεται μόνο μέρος της συμπεριφοριστικής χρηματοοικονομικής όταν αντλεί την επεξηγηματική δύναμή της από τις εξωγενείς, συντονισμένες και κατά ένα μεγάλο μέρος ανεξήγητες δραστηριότητες των πιθανώς μη ορθολογικών “noise trader”.

Η βασισμένη στην αμοιβή θεωρία(compensation theory) είναι αρκετά

αιχμηρότερη στις προβλέψεις. Δεδομένου ότι έχει λιγότερους βαθμούς ελευθερίας στις απροσδιόριστες παραμέτρους του, είναι ευκολότερο να απορρίψει στην εμπειρική εκτίμηση.

Υπάρχουν μελέτες που λένε ότι οι άνθρωποι είναι overconfident και μελέτες που λένε ότι είναι συνεσταλμένοι - για κάθε zig υπάρχει zag. Αλλά, δεν είναι αυτό πραγματικά η περίπτωση ότι οι δυνάμεις της οικονομικής πρόκρισης συναλλαγής είναι περιορισμένες και δεν μπορούν πάντα να στηριχθούν επάνω; Τελικά αυτό είναι ένα εμπειρικό ζήτημα, αλλά υπάρχουν θεωρητικές δυσκολίες που δεν πρέπει να σχολιαστούν. Στο θεωρητικό επίπεδο, μερικές φορές υποστηρίζεται ότι με τους απεριόριστους ορίζοντες, δεν υπάρχει καμία διαβεβαίωση ότι τις ευκαιρίες οικονομικής πρόκρισης συναλλαγής θα κλείσουν σε έναν πεπερασμένο χρόνο (βλ. De Long, και λοιποί, 1990).

Τελικά, έχουμε δει ότι μια απλή αμοιβή βασισμένη στο νεοκλασικό επιχείρημα μπορεί να εξηγήσει τον puzzle των Close-End Fund. Αυτό δημιουργεί ένα μεγάλο βάρος σε εκείνους που υποστήριζαν την ανάγκη για θεωρίες βασισμένες στα μη ορθολογικά (irrational) πρότυπα της συμπεριφοράς επενδυτών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΕΦΑΡΜΟΓΕΣ ΤΗΣ ΒΕ

5.1 IPO's Puzzle

Σύμφωνα με τον Shleifer(2000) το να επενδύεις σε εταιρείες που εκδίδουν μετοχές στο χρηματιστήριο είναι ζημιογόνο για το χαρτοφυλάκιο επενδύσεων. Σύμφωνα με μια μελέτη των Loughran & Ritter (1995) οι εταιρείες οι οποίες είχαν εκδώσει μετοχές μεταξύ 1970 – 1990, είτε μέσω IPO (Initial Public Offer) είτε μέσω SEO (Seasoned Equity Offer), προσέφεραν πολύ μικρή (poor) απόδοση στους επενδυτές. Η μέση ετήσια απόδοση κατά την πενταετία μετά την έκδοση των μετοχών είναι μόνο 5% για τις εταιρείες με IPO και 7% για τις εταιρείες με SEO.

Επενδύοντας το ίδιο ποσό, για το ίδιο χρονικό διάστημα, σε εταιρείες οι οποίες δεν εξέδωσαν νέες μετοχές και με την ίδια περίπου κεφαλαιοποίηση, θα απέφερε ένα 12% για IPO και 15% για SEO. Η σημαντικότητα της υποαπόδοσης (underperformance) είναι μεγάλη: περίπου 44% περισσότερα χρήματα θα χρειαζόταν να επενδυθούν σε εταιρείες εκδότες σε σχέση με μη εκδότες, έτσι ώστε να έχουμε τον ίδιο πλούτο μετά από πέντε έτη.

Η χαμηλή απόδοση των εταιρειών που διενεργούν SEOs δεν οφείλεται στην αντιστροφή των μακροπρόθεσμων αποδόσεων, ούτε στις διαφορές που παρατηρούνται στα beta των μετοχών. Αυτό που αναφέρουν οι Brealey and Myers (2003) είναι ότι αρκετές εταιρείες επιλέγουν να εκδώσουν μετοχές όταν είναι «υπερτιμημένες» (overvalued).

Δύο από τις βασικές «ανωμαλίες» στη βιβλιογραφία σχετικά με τις IPO είναι η υποτίμηση της IPO (short-run underpricing) σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα και η υποαπόδοση σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα (long-term underperformance)⁴³.

1. Short-term Under pricing

⁴³ Δες Josh Schaeffer(2003).

Η υποτιμημένη κοστολόγηση (underpricing), ή το φαινόμενο στο οποίο η τιμή στην αγορά (market price) μιας νέας έκδοσης υπερβαίνει σημαντικά την προσφερόμενη τιμή της είναι ένα δημοφιλές θέμα για τη θεωρητική και εμπειρική εργασία στον τομέα αυτό. Πρόκειται για ένα καλά παρατηρηθέν φαινόμενο, το οποίο υπάρχει επίσης σε κάθε σημαντική ξένη αγορά. Το πρόβλημα με την υποτιμημένη κοστολόγηση στηρίζεται «στα χρήματα που αφήνονται στο τραπέζι» (money left on the table), ή τα χρήματα που θα μπορούσαν να έχουν παραλήφθει από την εταιρία εάν είχε προσφέρει τις μετοχές της στις τιμές διαπραγμάτευσης τους (initial trading price). Αυτό ενεργεί αποτελεσματικά ως μεταφορά του πλούτου από την επιχείρηση στους αρχικούς επενδυτές. Το ποσό της υποτιμημένης κοστολόγησης που η εταιρία αντιμετωπίζει ποικίλλει τόσο από εταιρία σε εταιρία όσο από χρονικό διάστημα σε χρονικό διάστημα. Η υποτιμημένη κοστολόγηση παίρνει ένα ευρύ φάσμα τιμών. Η κατανομή⁴⁴ που ακολουθεί είναι skewed (ασύμμετρη) ιδιαίτερα με πολλά έντονα θετικά outliers. Επιπλέον, η χρονική μετακίνηση της χρονοσειράς είναι κυκλική και μπορεί να προβλεφτεί ακριβώς με παλινδρομήσεις χρονοσειρών.

Πολλές διαφορετικές θεωρητικές εξηγήσεις της υποτιμημένης κοστολόγησης υπάρχουν, αλλά η εξήγηση των χαρακτηριστικών της χρονοσειράς αποτελεί πρόκληση. Παραδείγματος χάριν, πολλές από τις εξηγήσεις δεν απαιτούν ασύμμετρη πληροφόρηση, όπως το μοντέλο principal/agent και το soft bribing model δεν εξηγούν τη διασπορά του underpricing. Τα ασύμμετρα πρότυπα πληροφόρησης, εντούτοις, είναι πολύ πιο ικανά ως προς αυτήν την άποψη. Ο πιο επιτυχής από αυτές τις IPO είναι εκείνες στις οποίες μερικοί επενδυτές είναι καλύτερα ενημερωμένοι από τους εκδότες. Παραδείγματα αυτών των θεωριών, όπως αναφέρει ο Schaeffer(2003) αποτελούν α) το bookbuilding πρότυπο του Beneviste και Spindt (1989), στο οποίο οι ανενημέρωτοι εκδότες λαμβάνουν ένα σήμα ενδιαφέροντος από τους αρχικούς επενδυτές, β) το μοντέλο "winner's curse" του Rock (1986) της αντίστροφης επιλογής (adverse selection), και το μοντέλο του Welch (1992) "negative cascade learning theory". Οι signaling theories στις οποίες ο εκδότης ενημερώνεται και οι συμμετέχοντες επενδυτές στην αγορά όχι, μπορεί να υπάρξουν επίσης. Εντούτοις οι Michaely και Shaw (1994), όπως αναφέρεται σε Josh Schaeffer(2003), διενήργησαν εμπειρικές δοκιμές που παρουσιάζουν κάποια υποστήριξη για τις adverse selection theories και καμία υποστήριξη για τις signaling theories.

II. Long-term Underperformance

⁴⁴ Δες Ritter & Welch (2002)

Ένα άλλο βασικό θέμα στη θεωρία των IPO είναι η προφανής μακροπρόθεσμη μειωμένη απόδοση των αρχικών δημόσιων προσφορών. Τα στοιχεία σε Ritter (1991) και Loughran και Ritter (1995) δείχνουν ότι οι νέες εκδόσεις τείνουν να υποαποδίδουν (underperform) σε σχέση με τις εταιρείες που δεν εκδίδουν μετοχές, χρησιμοποιώντας τρία έτη buy & hold στρατηγική (BHARs). Ειδικότερα, διαπιστώνουν ότι οι επιχειρήσεις με IPO τείνουν να εμφανίζουν αποδόσεις κατώτερες από τις εταιρείες που δεν εκδίδουν μετοχές (με αντίστοιχο μέγεθος και χαρακτηριστικά). Οι Brav, Geczy & Gompers (2000) χρησιμοποιώντας calendar-time returns διαπιστώνουν ότι αυτές οι διαφορές μειώνονται πολύ. Ο Schultz (2002) δείχνει ότι εάν η έκδοση συσχετιστεί θετικά με τη γενική απόδοση της IPO, οι BHARs θα παρουσιάσουν αρνητική μέση απόδοση, ενώ οι αποδόσεις calendar-time όχι.

Μια εξήγηση της μακροπρόθεσμης μειωμένης απόδοσης είναι ότι οι εταιρείες προγραμματίζουν την έκδοση μετοχών όταν οι επενδυτές είναι θετικά/υψηλά προδιατεθειμένοι προς την έκδοση. Αυτό συμπίπτει με το γεγονός ότι η δραστηριότητα των IPO εμφανίζεται σε κύματα. Τα στοιχεία δείχνουν ότι η προσφορά νέων μετοχών από τις εταιρείες απεικονίζει το δημόσιο συναίσθημα (public sentiment). Παράδειγμα αποτελεί η έκρηξη των dotcom εταιρειών προς το τέλος της δεκαετίας του '90. Επίσης, οι Ljungqvist και ο Wilhelm (2002), όπως αναφέρει ο Josh Schaeffer (2003), δείχνουν ότι σε περιόδους που οι αποτιμήσεις των δημόσιων εκδόσεων μετοχών (public issues) είναι «φτωχές», ένα μεγάλο μέρος των προσφορών/εκδόσεων μετοχών αποσύρεται. Δεδομένου ότι υπάρχει ένα κόστος στην εταιρία από την απόσυρση της προσφοράς, οι εκδότες πρέπει να προσπαθήσουν να εκδώσουν όταν οι αποτιμήσεις είναι «ισχυρές». Οι Helwege & Liang (2001), όπως αναφέρει ο Josh Schaeffer (2003), βρίσκουν μικρή διαφορά μεταξύ των αισθητών ιδιοτήτων των εταιριών βασισμένοι στον όγκο της έκδοσης, έτσι ώστε αυτός ο συγχρονισμός δεν φαίνεται να αφορά τα θεμελιώδη μεγέθη των επιχειρήσεων. Εάν οι εκδόσεις μετοχών προσφέρονται σε περιόδους του «υψηλού» συναισθήματος (high sentiment), και καθώς αυτό το συναίσθημα μειώνεται, οι νέες μετοχές θα πέσουν σε αξία.

Μια άλλη εύλογη εξήγηση της μειωμένης απόδοσης εισάγεται από τον Miller (1977) και ενισχύεται από τους Duffie, Garleanu, και Pederson (2002)⁴⁵ και επιβάλλει τους shorting περιορισμούς ή τις δαπάνες, διαθέτοντας τις μετοχές μόνο σε εκείνους τους επενδυτές με τις υψηλότερες αποτιμήσεις. Καθώς οι shorting περιορισμοί

⁴⁵ Όπως αναφέρεται σε Josh Schaeffer(2003).

μειώνονται όλο και περισσότερες μετοχές διατίθενται (stock issues), οι τιμές πέφτουν προς τη μεσαία αποτίμηση (median valuation). Τα αποτελέσματα αυτού του υποδείγματος είναι σαφώς πιο δραματικά όταν υπάρχει ένας μικρός αριθμός μετοχών, υψηλού δημόσιου ενδιαφέροντος, διαφορετικές απόψεις σχετικά με μια αποτίμηση νέας έκδοσης, και μη ορθολογικών προσδοκιών.

Ο Ritter (1991) εξετάζει τα cross-sectional patterns στην underperformance και διαπιστώνει ότι οι εκδόσεις με τις υψηλότερες αρχικές αποδόσεις τείνουν να κάνουν χειρότερα aftermarket, εντούτοις, αυτό επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από τις μικρότερες εκδόσεις. Οι Welch & Ritter (2002) δηλώνουν ότι καμία αξιόπιστη σχέση μεταξύ των δύο φαινομένων δεν έχει βρεθεί. Ο Ritter (1991) επίσης διαπιστώνει ότι οι εκδόσεις μετά από τα έτη με περισσότερη δραστηριότητα έκδοσης νέων μετοχών τείνουν να κάνουν χειρότερα aftermarket.

5.2 AEEEX – Close End Fund Puzzle

Τα «κλειστά» τύπου funds είναι ουσιαστικά αμοιβαία κεφάλαια τα οποία επενδύουν σε μετοχές εταιρειών εισηγμένες σε χρηματιστήρια. Σε αντίθεση, όμως, με τα αμοιβαία κεφάλαια «ανοιχτού» τύπου, τα «κλειστού» τύπου funds εκδίδουν ένα συγκεκριμένο αριθμό μετοχών και διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια. Για να ρευστοποιήσουν την συμμετοχή τους σε ένα «κλειστού» τύπου fund οι επενδυτές θα πρέπει να πουλήσουν τις μετοχές τους σε άλλους επενδυτές και όχι να εξαγοράσουν τα μερίδια⁴⁶ όπως συμβαίνει με τις εταιρείες «ανοιχτού» τύπου (Αμοιβαία Κεφάλαια).

Το Closed End Fund Puzzle αναφέρεται στο εξής: εμπειρικές έρευνες έχουν δείξει ότι οι μετοχές των Closed End Fund συνήθως πωλούνται με discount/premium σε σχέση με την καθαρή αγοραία αξία (market value) των περιουσιακών στοιχείων που κατέχουν. Όπως αναφέρει μάλιστα ο Shleifer (2000) τα τελευταία χρόνια ένα discount μεταξύ 10-20% αποτελεί τον κανόνα.

Αρκετές μελέτες προσπάθησαν να ερμηνεύσουν το puzzle (“αίνιγμα”) με το να τονίζουν ότι οι μέθοδοι αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων του χαρτοφυλακίου ίσως να «υπερεκτιμούσαν» την πραγματική αξία των στοιχείων. Τρεις παράγοντες, σύμφωνα με τον Shleifer (2000) έχουν αναφερθεί ως πιθανοί λόγοι: το agency cost, οι tax liabilities (φορολογικές υποχρεώσεις), illiquidity of assets (έλλειψη ρευστότητας

⁴⁶ Στην NAV(Net Assets Value): Καθαρή Αξία των Περιουσιακών Στοιχείων.

όσον αφορά τα περιουσιακά στοιχεία).

Προτού παρουσιάσουμε τους κύριους λόγους για τους οποίους υφίσταται «υπερεκτίμηση» της αξίας των περιουσιακών στοιχείων, υπάρχουν 4 σημαντικά κομμάτια του «αινίγματος» τα οποία μαζί χαρακτηρίζουν τον κύκλο ζωής (life cycle) ενός Closed End Fund.

Τα Closed End Funds ξεκινούν συνήθως με ένα premium που φτάνει σχεδόν το 10% όταν οι ανάδοχοι (organizers) εταιρείες συγκεντρώνουν χρήματα από νέους επενδυτές και τα χρησιμοποιούν για την αγορά χρεογράφων. Το μεγαλύτερο μέρος από αυτό το premium οφείλεται στο κόστος αναδοχής (underwriting) και το start-up κόστος και τα οποία αφαιρούνται από το συνολικό ληφθέν ποσό, μειώνοντας έτσι την καθαρή αξία των περιουσιακών στοιχείων (NAV). Ο λόγος για τον οποίο οι επενδυτές πληρώνουν αυτό το premium για νέα κεφάλαια όταν ήδη το fund διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο αποτελεί ένα από τα βασικά «αινίγματα».

Παρόλο που τα Closed End Funds ξεκινούν με premium, ο Shleifer (2000) αναφέρει ότι τα funds μετακινούνται σε discount μετά από διάστημα 120 ημερών από την έναρξη της διαπραγμάτευσης τους. Επομένως, το discount αποτελεί τον κανόνα.

Το discount που παρατηρείται στα Closed End Funds υπόκειται σε διακυμάνσεις κατά την διάρκεια του χρόνου.

Όταν τα Closed End Funds σταματούν την λειτουργία τους είτε διαμέσου ρευστοποίησης είτε διαμέσου open ending, αυτό έχει ως αποτέλεσμα η τιμή του fund να αυξάνει και το discount μειώνεται. Τα περισσότερα από τα θετικά returns συμβαίνουν όταν το discount μειώνεται όσο κοντά πλησιάζει γύρω από την ανακοίνωση τερματισμού της λειτουργίας του. Ένα μικρό discount συνεχίζει μέχρι τον τελικό τερματισμό της λειτουργίας ή το open ending.

Ερμηνεία του Close End Fund Puzzle

Agency Cost

Το agency cost θα μπορούσε να δημιουργήσει discounts για τα Closed End Funds εάν τα διαχειριστικά έξοδα/αμοιβές ήταν αρκετά ψηλά ή εάν το μελλοντικό portfolio management αναμένεται να είναι κάτω από την ονομαστική αξία (subpar). Υπάρχουν κάποια προβλήματα όσον αφορά το agency cost ως παράγοντα ερμηνείας του Closed End Fund⁴⁷. Αρχικά, ούτε το παρόν ούτε το μελλοντικό agency cost δεν μπορούν να εξηγήσουν τις ευρείς διακυμάνσεις στα discounts. Δεύτερον, το agency cost δεν μπορεί να ερμηνεύει γιατί οι ορθολογικοί επενδυτές επενδύουν σε Closed

⁴⁷ Shleifer(2000) σελ 56.

End Funds αρχικά πληρώνοντας premium, από την στιγμή που προσδοκούν ότι τα funds αργότερα θα διαπραγματεύονται με discount. Τρίτο, το agency cost δεν εξηγεί σημαντικό ποσοστό της cross-sectional διακύμανσης στα discounts.

Illiquidity of Assets

Δύο άλλες θεωρίες αναφέρουν ότι η NAV η οποία ανακοινώνεται από τα funds ξεπερνά την πραγματική αξία των περιουσιακών στοιχείων του χαρτοφυλακίου. Η πρώτη θεωρία – Restricted Stock Hypothesis – αναφέρει ότι τα funds διατηρούν επιπρόσθετες μετοχές, η αγοραία αξία των οποίων μπορεί να είναι χαμηλότερη από την unrestricted counterpart τους, και αυτές οι επιπρόσθετες μετοχές «υπερεκτιμούνται» (overvalued) στον υπολογισμό της NAV.

Η δεύτερη θεωρία – Block Discount Hypothesis – βασίζεται στην παρατήρηση ότι η δημοσιευμένη NAV είναι υπολογισμένη χρησιμοποιώντας την τιμή διαπραγμάτευσης μιας οριακής μετοχής (marginal share). Από την στιγμή που τα Closed End Funds διατηρούν επιπρόσθετες μετοχές, τα πραγματοποιούμενα έσοδα από την ρευστοποίηση θα μπορούσαν να είναι μικρότερα από την δημοσιευμένη NAV, ειδικότερα εάν η καμπύλη ζήτησης για μετοχές έχει πτωτική τάση.

Capital Gains tax liabilities

Η δημοσιευμένη NAV ενός Closed End Fund δεν αντανακλά τον φόρο κερδών (capital gain tax) ο οποίος πρέπει να πληρωθεί εάν τα περιουσιακά στοιχεία του fund πουληθούν. Η υποχρέωση φόρου που συνδέεται με περιουσιακά στοιχεία τα οποία έχουν εκτιμηθεί, θα μπορούσε να μειώσει την αξία ρευστοποίησης των περιουσιακών στοιχείων του fund. Σύμφωνα με τον Shleifer (2000) αυτή η θεωρία αντιμετωπίζει ένα σοβαρό πρόβλημα και το οποίο έγκειται στο εξής: στο open ending οι τιμές του Closed End Fund κινούνται ανοδικά κοντά στην καθαρή αξία των περιουσιακών στοιχείων παρά καθοδικά, η οποία θα ήταν η περίπτωση εάν οι μετρούμενες καθαρές αξίες των περιουσιακών στοιχείων ήταν πολύ ψηλά.

Τελειώνοντας, θα πρέπει να αναφέρουμε ότι σύμφωνα με την θεωρία των φόρων (tax theory) τα discounts θα πρέπει να μεγαλώνουν όταν οι τιμές της αγοράς αυξάνουν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

6.1 Το τέλος της BF – The End of Behavioral Finance

Το 1985, οι Werner de Bondt και Thaler δημοσίευσαν ένα άρθρο που υπέβαλε την ερώτηση: "Το χρηματιστήριο υπεραντιδρά (overreact;)" Το άρθρο ήταν υπό αμφισβήτηση επειδή έδωσε τα στοιχεία για να υποστηριχθεί η υπόθεση ότι μια γνωστική προκατάληψη-cognitive bias (overreaction επενδυτών σε μια μακροχρόνια σειρά κακών ειδήσεων) θα μπορούσε να παράγει προβλέψιμη mispricing των μετοχών που διαπραγματεύονταν στον NYSE. Αν και αυτή η ιδέα προκάλεσε ένα σοκ στους επαγγελματίες, η συμβατική φρόνηση μεταξύ των ακαδημαϊκών της χρηματοοικονομικής επιστήμης ήταν ότι πρέπει να έχει γίνει ένα λάθος κάπου. Η ακαδημαϊκή κοινότητα εξέτασε διάφορες δυνατότητες να εξηγήσει τα αποτελέσματά μας.

Το γεγονός το ότι υπήρχαν τα γεγονότα και το δικαίωμα εξήγησης θεωρηθήκαμε από πολλούς ακαδημαϊκούς ως ένα λογικό αδύνατο, και η μεταβίβαση στην χρηματοοικονομική της συμπεριφοράς θεωρήθηκαν σίγουρο στοίχημα.

Δεκαπέντε έτη αργότερα, μετά από εργασία πολλών οικονομολόγων στον τομέα που αποκαλείται behavioral finance δεν υφίσταται πλέον η αμφισβήτηση. Πράγματι, η BF είναι απλά μια λογική, agnostic προσέγγιση στη μελέτη των χρηματιστηριακών αγορών. Για να καταλάβει κανείς τι είναι η BF και γιατί θεωρήθηκε αρχικά μια «εφήμερη αίρεση» (fleeting heresy), πρέπει πρώτα να καταλάβει την τυποποιημένη προσέγγιση στα financial economics και γιατί εκείνοι που χρησιμοποίησαν αυτήν την προσέγγιση, θεωρούσαν ότι οι γνωστικές προκαταλήψεις-cognitive biases δεν θα μπορούσαν να έχουν επιπτώσεις στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων (asset prices).

6.2 Η Σημασία της BF - Why BF Cannot Be Dismissed

Η σύγχρονη οικονομική θεωρία είναι βασισμένη στην υπόθεση ότι ο “αντιπροσωπευτικός πράκτορας” (representative agent) στην οικονομία είναι λογικός με δύο τρόπους: Ο αντιπροσωπευτικός πράκτορας (1) λαμβάνει τις αποφάσεις του σύμφωνα με τα αξιώματα της θεωρίας της χρησιμότητας και (2) κάνει αμερόληπτες (unbiased) προβλέψεις για το μέλλον. Μια ακραία εκδοχή αυτής της θεωρίας υποθέτει ότι κάθε πράκτορας συμπεριφέρεται σύμφωνα με αυτές τις υποθέσεις. Οι περισσότεροι οικονομολόγοι αναγνωρίζουν αυτήν την ακραία εκδοχή όπως μη ρεαλιστική και παραδέχονται ότι πολλοί από τους συγγενείς και τους γνωστούς τους - - σύζυγοι, σπουδαστές, κοσμήτορες, κυβερνητικοί ηγέτες, και τα λοιπά -- είναι hopeless ως προς την λήψη αποφάσεων. Ακόμα, οι υπερασπιστές του παραδοσιακού model υποστηρίζουν ότι δεν είναι ένα πρόβλημα για μερικούς πράκτορες στην οικονομία να λαμβάνουν suboptimal αποφάσεις εφ' όσον ο "οριακός επενδυτής," δηλαδή ο επενδυτής που καθιστά τη συγκεκριμένη απόφαση επένδυσης προσιτή, είναι λογικός.

Το επιχείρημα ότι οι τιμές των assets ορίζονται από τους λογικούς επενδυτές είναι μέρος της μεγάλης παράδοσης στα οικονομικά και αποδίδεται στον Milton Friedman. Κατ' αρχάς, ακόμα κι αν οι τιμές των assets έχουν τεθεί μόνο από τους λογικούς επενδυτές στο σύνολο, η γνώση του πως ενεργούν οι μεμονωμένοι επενδυτές έχει σημαντικό ενδιαφέρον. Δεύτερον, αν και το επιχείρημα είναι διαισθητικά ελκυστικό οι υποστηρικτές του το έχουν, ελάχιστα, υποστηρίξει δημόσια. Υποθέστε ότι μια αγορά έχει δύο είδη επενδυτών: λογικοί επενδυτές (rationals), που συμπεριφέρονται όπως τους πράκτορες στα εγχειρίδια οικονομικών, και σχεδόν-λογικοί επενδυτές (quasi), άνθρωποι που προσπαθούν τόσο σκληρά ώστε να λαμβάνουν τις καλές επενδυτικές αποφάσεις αλλά κάνουν τα προβλέψιμα λάθη. Υποθέστε επίσης ότι υπάρχουν δύο assets σε αυτή την αγορά, το X και το Y, αξίζουν αντικειμενικά το ίδιο ποσό αλλά δεν μπορούν να μετασχηματιστούν από ένα σε άλλο. Τέλος, υποθέστε ότι ο quasi σκέφτεται ότι το X αξίζει περισσότερο από Y, μια άποψη που θα μπορούσε να αλλάξει, ενώ οι rational επενδυτές ξέρουν ότι το X και το Y

αξίζουν το ίδιο πράγμα. Ποιοι όροι είναι απαραίτητοι για να βεβαιώσουν ότι οι τιμές του X και του Y θα είναι οι ίδιες, δεδομένου ότι αυτές θα ήταν σε έναν κόσμο με μόνο τους λογικούς επενδυτές; Αυτή η ερώτηση είναι σύνθετη, αλλά μερικοί από τους ουσιαστικούς όρους είναι οι ακόλουθοι. Κατ' αρχάς, μια τέτοια αγορά δεν μπορεί να έχει πάρα πολλούς quasi (έτσι ώστε οι λογικοί επενδυτές να είναι οριακοί). Δεύτερον, η αγορά πρέπει να επιτρέψει το ανέξοδο-costless short selling (έτσι ώστε εάν τα assets παίρνουν πάρα πολύ υψηλές τιμές, οι rational επενδυτές να μπορούν να τις οδηγήσουν κάτω). Τρίτον, μόνο οι λογικοί επενδυτές μπορούν να προβούν σε short selling. Τέταρτο, σε κάποια ημερομηνία t, η αληθινή σχέση μεταξύ του X και του Y πρέπει να γίνει σαφής σε όλους τους επενδυτές. Πέμπτο, οι rational επενδυτές πρέπει να έχουν τους long-term ορίζοντες, για να περιλάβουν για αρκετό καιρό την ημερομηνία t. Αυτοί οι όροι όμως είναι δύσκολο να συμπέσουν όλοι μαζί⁴⁸.

6.3 Τι Έχουμε Μάθει - What We Have Learned

Είδαμε σε όλα τα προηγούμενα κεφάλαια ότι η υπόθεση της BF ότι οι γνωστικές προκαταλήψεις (cognitive biases) μπορούν να επηρεάσουν τις τιμές των assets είναι, τουλάχιστον θεωρητικά, δυνατή. Αυτό μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι μπορούμε να εμπλουτίσουμε την κατανόηση των χρηματιστηριακών αγορών με την προσθήκη ενός ανθρώπινου στοιχείου.

Ίσως η σημαντικότερη συμβολή της BF από την πλευρά της θεωρίας είναι η προσεκτική έρευνα για το ρόλο των αγορών στη συνάθροιση ποικίλων συμπεριφορών. Η δεύτερη γενεά αυτού του είδους έρευνας έχει αρχίσει πρόσφατα. Τρεις ομάδες ερευνητών (Barberis, Shleifer, και Vishny:1998, Daniel, Hirshleifer, και Subrahmanyam:1998, Hong και Stein) έχουν αναλάβει να δημιουργήσουν asset pricing models για να εξηγήσουν το puzzling pattern των εμπειρικών αποτελεσμάτων. Πρόοδος έχει σημειωθεί επίσης στην κατανόηση του equity premium puzzle με τη χρησιμοποίηση των ψυχολογικών εννοιών. Ο Benartzi (1995) υποστήριξε ότι το equity premium (ασφάλιστρο δικαιοσύνης) μπορεί να εξηγηθεί από έναν συνδυασμό συμπεριφορών αποκαλούμενων "myopic loss aversion" (μυωπική αποστροφή απώλειας). Η αποστροφή απώλειας αναφέρεται στην παρατηρηθείσα τάση για τους υπεύθυνους για τη λήψη αποφάσεων να ζυγίσουν τις απώλειες βαρύτερα από ότι τα

⁴⁸ Ένα παράδειγμα που προσπαθεί να απαντήσει σε όλα αυτά παρατίθεται από τον Shleifer(2000), σελ.

κέρδη. Και αυτό διότι οι απώλειες τους βλάπτουν κατά προσέγγιση δύο φορές τόσο όσο και τα κέρδη τους ωφελούν.

6.4 Κριτική της Behavioral Finance⁴⁹

Οι πρώτοι οι οποίοι άσκησαν κριτική κατά της BF και της χρήσης της επιστήμης της ψυχολογίας στη διαχείριση επενδύσεων είναι οι πρόγονοι της EMH – Efficient Market Hypothesis. Ο καθηγητής Eugene Fama, παραδείγματος χάριν, υποστηρίζει ότι *"τα εμπειρικά στοιχεία είναι αδύνατα, δεν έχουν μια συνεπή θεωρία και χωρίς αυτήν, δεν υπάρχει καμία behavioral finance. Έως ότου βρεθεί κάτι που να μπορεί να αντικαταστήσει την EMH με μια συστηματική εναλλακτική θεωρία, δεν μπορούμε να πούμε ότι υφίσταται τίποτα"*.

Ο Peter Bernstein που αφιερώνει δύο κεφάλαια του βιβλίου του στον κίνδυνο που περικλείει η BF - την οποία αποκαλεί μάλιστα "theory police"- επισημαίνει στην κριτική του: *"Ενώ είναι σημαντικό να γίνει κατανοητό ότι η αγορά δεν λειτουργεί σύμφωνα με την κλασική θεωρία (ή με τον τρόπο που τα κλασικά πρότυπα ορίζουν) - υπάρχουν πολλά στοιχεία herding, σύμφωνα με τα οποία και η BF ως θεωρία λειτουργεί μη ορθολογικά και ακολουθεί τα ίδια βήματα με την κλασική θεωρία. Παραμένω μη πεπεισμένος ότι κάποιος μπορεί να κερδίζει χρήματα χρησιμοποιώντας αυτήν την προσέγγιση"*. Ο καθηγητής Andrew Lo επίσης, αναφέρει: *"το να εκμεταλλεύεται κάποιος τον παραλογισμό των μεμονωμένων επενδυτών δεν μπορεί να είναι μια συνταγή για τη μακροπρόθεσμη επιτυχία"*.

Βεβαίως, είναι αλήθεια ότι δεν υπάρχει καμία συμπεριφοριστική θεωρία αντίστοιχη του CAPM, και ενώ οι αγορές προφανώς δεν λειτουργούν όπως η «δυνατή» μορφή της EMH, είναι δύσκολο να αποδειχτεί πώς μια συμπεριφοριστική προσέγγιση μπορεί να χρησιμοποιηθεί στην διαχείριση των επενδύσεων. Ίσως η BF είναι περισσότερο μια στάση/τοποθέτηση (attitude) παρά ένα σύστημα που μπορεί να χρησιμοποιηθεί στην διαχείριση επενδύσεων: **θα λέγαμε καλύτερα ένας χρήσιμος έλεγχος στις πιθανές κρίσιμες αποφάσεις αλλά όχι ένας οδηγός (guide) που μπορεί να χρησιμοποιηθεί καθημερινά.**

Τελειώνοντας την παρούσα μελέτη ως προς την BF θα πρέπει να πούμε ότι η ανάλυση της ψυχολογίας των επενδυτών ασκεί αυξανόμενη επίδραση τόσο στην

28-32. Ένα παρόμοιο παράδειγμα αναφέρεται από τον Shefrin(2000), σελ. 7.

έρευνα όσο και στην πρακτική επενδύσεων, δεδομένου ότι επιδιώκει να εκθέσει και να εξηγήσει τις ανεπάρκειες της σύγχρονης οικονομικής θεωρίας: προβλήματα στα πρότυπα που χρησιμοποιούνται στην τιμολόγηση των μετοχών (stock pricing) αλλά και οι δυσκολίες που προκύπτουν λόγω των «ανωμαλιών» της αγοράς όπως τα «ημερολογιακά αποτελέσματα – calendar effect». Είναι μια σημαντική διάσταση στην πρακτική και θεωρία της διαχείρισης επενδύσεων και σχεδόν όλοι οι επενδυτές συνειδητά ή ασυνείδητα την λαμβάνουν υπόψη αν και το αποκαλούν διαφορετικά ο καθένας. Η έννοια (concept) της flexibility του George Soros, του momentum investing και του agency theory, όλα υποδεικνύουν την αδυναμία των παραδοσιακών εργαλείων στην ανάλυση στα οικονομικά και στις επενδύσεις.

Οι νέες κατευθύνσεις της BF ωθούνται προς τις biological metaphor από ερευνητές όπως ο Andrew Lo. Εάν ο καθαρά μηχανικός υπολογισμός αποτυγχάνει να μας δώσει τα χρήσιμα μοντέλα, ίσως οι πιο σύνθετες βιολογικές λειτουργίες μπορούν να δώσουν την λύση.

Η BF δεν είναι ένα πλέον τόσο αμφισβητούμενο θέμα όπως ήταν στο παρελθόν. Δεδομένου ότι οι financial economists εξοικειώνονται με τη σκέψη για το ρόλο της ανθρώπινης συμπεριφοράς στην διαμόρφωση των τιμών των μετοχών, οι ερευνητές θα ενσωματώνουν όλο και περισσότερο στοιχεία της ανθρώπινης συμπεριφοράς στα μοντέλα που «χτίζουν» για να ερμηνεύσουν την συμπεριφορά των χρηματαγορών. Αν δεν την λαμβάνουν υπόψη θα μπορούσε να ειπωθεί ότι δεν συμπεριφέρονται ορθολογικά – rational.

⁴⁹ Anonymous writer: www.deanlebaron.com/book/ultimate/chapters_invpsy.html

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΝΑΦΟΡΕΣ

- Barber, Brad, and Terry Odean, (2001), “Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment.” *Quarterly Journal of Economics*, vol. 116, pp 261-292.
- Barberis, N., Shleifer, A., and Vishny, R. (1998), “A model of investor sentiment”, *Journal of Financial Economics*, vol. 49, pp 307-43.
- Beatty, R. P., Ritter, J. R. (1984), “Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings”, *Journal of Financial Economics*, vol. 15, pp 213-232.
- Benveniste, L., Spindt, P. (1989), “How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues”, *Journal of Financial Economics*, vol. 24, pp 343-361.
- Benartzi, Shlomo, and Richard Thaler (2001), “Naïve diversification strategies in defined contribution savings plans.” *American Economic Review*, vol. 91, pp 79-98.
- Brav, A., Geczy, C., Gompers, P. A. (2000), “Is the Abnormal Return Following Equity Issuances Anomalous?”, *Journal of Financial Economics*, vol. 56, pp 309-349.
- Brealey R. and Myers S. (2003), *Principles of Corporate Finance*, 6th Edition, Irwin – MacGraw Hill.
- Burton G. Malkiel (2003), “The Efficient Market Hypothesis and Its Critics”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, pp 59-82
- Conrad, Jennifer, and Gautam Kaul. (1993), “Long-Term Market Overreaction or Biases in Computed Returns?”, *Journal of Finance*, vol. 48, pp 39-64.
- DeBondt, W., Thaler, R. (1985), “Does the stock market overreact?” *Journal of Finance*, vol. 40, pp 793-805.
- DeBondt, Werner F.M. and Thaler, Richard, (1987), “Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality”, *Journal of Finance*, vol. 42, pp 557-81.
- DeLong, J.B., Shleifer, A., Summers, L., and Waldeman, R. (1990a), “Noise Trader risk in financial markets”, *Journal of Political Economy*, vol. 98, pp 703-38.
- DeLong, J.B., Shleifer, A., Summers, L., and Waldeman, R. (1990b), “Positive feedback investment strategies and destabilizing rational speculation”, *Journal of Finance*, vol. 45, pp 375-95.

- DeLong, J.B., Shleifer, A., Summers, L., and Waldeman, R. (1991), “The survival of noise traders in financial markets”, *Journal of Business*, vol. 64, pp 1-19.
- Fama, E. F. (1998), “Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance”, *Journal of Financial Economics*, vol. 49, pp 283-306.
- Fama, E. F., French, K. R. (1992), “The Cross-Section of Expected Stock Returns”, *Journal of Finance*, vol. 47, pp 427-465.
- Fama, E. F., French, K. R. (1993), “Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds”, *Journal of Financial Economics*, vol. 33, pp 3-56.
- Fama, E. F., French, K. R. (1996), “Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies”, *Journal of Finance*, vol. 51, pp 55-84.
- Fama, Eugene F. (1970), “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *Journal of Finance*, vol. 25, pp 383-417.
- Frankfurter, George M. & McGoun, Elton G., (2000), “Market Efficiency or Behavioral Finance: The Nature of the Debate”, *Journal of Psychology & Financial Markets*, vol. 1, pp 200-211
- Frankfurter, George M. & McGoun, Elton G. (2001), “Anomalies in Finance: What are they and what are good for?”, *International Review of Financial Analysis*, vol. 10, pp 407-429.
- Garber, Peter. (1989), “Tulipmania”, *Journal of Political Economy*, vol. 97, pp 535-560.
- Helwege, Jean, and Nellie Liang, (2001), “Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets”, unpublished Ohio State working paper.
- Huang, Chi-fu and Robert Litzenberger. (1988), *Foundations for Financial Economics*. Elsevier: New York.
- Hubert Fromlet (2001), “Behavioral Finance -Theory and Practical Application”, *Journal of Business Economics*, July, vol. 63.
- Ibbotson, R. G., Sindelar, J. L., Ritter, J. R. (1994), “The Market’s Problem with the Pricing of Initial Public Offerings”, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 7, pp 66-74.
- Ingersoll, Jonathan E. (1987), *Theory of Financial Decision Making*. Rowman and Littlefield: Savage Maryland.
- Jegadeesh, N. and Titman. S. (1993), “Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency”, *Journal of Finance*, vol. 48, pp 65-91.

- Khaneman, Daniel; Slovic, Paul, and Tversky, Amos, (1982), *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*. Cambridge: Cambridge U. Press.
- Kindleberger, C. (1978), *Manias, Panics, and crashes*. New York: Basic Books
- Krugman, Paul (1996). *Pop Internationalism*. MIT Press: Cambridge Massachusetts.
- Lee, C.M., Shleifer, A., and Thaler, R. (1991), "Investor Sentiment and the closed-end fund puzzle". *Journal of Finance*, vol. 46, pp 75-110.
- Ljunqvist, A., Wilhelm, W., IPO Pricing in the Dot-com Bubble: Complacency or Incentives?, Unpublished NYU working paper.
- Lo, Andrew and MacKinlay, Archie. (1999), *A Non-Random Walk Down Wall Street*.
- Lo, Andrew W. and MackKinlay, A. Craig. (1988), "Stock Market Prices Do Not Follow Random Walks: Evidence from a Simple Specification Test", *Review of Financial Studies*, vol. 1, pp 41-66.
- Loughran Tim, Ritter Jay (1995), "New Issues Puzzle", *The Journal of Finance*, vol 1, pp. 23-51.
- Lowry, M., and Schwert, G.W. (2002), "IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential learning?", *Journal of Finance*, vol. 57, pp 1171-1201.
- McGoun, Elton G. (2000), "Beyond Behavioral Finance", *Journal of Psychology & Financial Markets*, vol. 1, pp 135-145
- Michaely, R., Shaw, W. H. (1994), "The Pricing of Initial Public Offerings: Tests of Adverse-Selection and Signaling Theories, *Review of Financial Studies*, vol. 7, pp 279-319.
- Miller, E. M. (1977), "Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion", *Journal of Finance*, vol. 32, pp 1151-1168.
- Mitchell, M. L., Stafford, E. (2000), "Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance", *Journal of Business*, vol. 73, pp 287-330.
- Montier, James (2002), *Behavioural Finance: A Users Guide*, Wiley Finance Series, John Wiley and Sons Ltd.
- Murphy Paul & Annie (1999), "The irrational investor", *Psychology Today*, Vol. 32, pp 16-18.
- Myers, S.C., (1984), "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance*, vol. 39, pp 162-179.

- New York Times, 2001, Uchitelle, Louis, 2001, Some Economists Call Behavior a Key. Uchitelle, Louis, *New York Times*, Exuberance is Rational, *New York Times Magazine*, February 11.
- Olsen Slovic Robert A. (2001), “Behavioral Finance as Science: Implications From the Research of Paul”, *The Journal of Psychology and Financial Markets*, vol 2, pp 157-159.
- Ritter, J. R., (1991), “The Long-Run Performance of Initial Public Offerings”, *Journal of Finance*, vol. 46, pp 3-27.
- Ritter, J. R., (1998), “Initial Public Offerings”, *Contemporary Finance Digest*, vol. 2, pp 5-30.
- Ritter, J. R., Welch, I., (2002), “A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations”, NBER Working Paper No. 8805.
- Ritter Jay R.(2003), “Behavioral Finance”, *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 11, pp. 429-437.
- Rock, K., (1984), “Why New Issues are Underpriced”, *Journal of Financial Economics*, vol. 15, pp 187-212.
- Ross A. Stephen (2002), “Neoclassical Look at Behavioral Finance; Closed End Funds”, (The Princeton Lectures in Finance III), *Working Paper*, Sloan School and Department of Economics. MIT, September.
- Rutterford Janette (1993) *Introduction to Stock Exchange Investment*, 2nd Edition, MacMillan Publishing, London.
- Schaeffer Josh (2003), “The Missing Link: Establishing the Connection Between IPO Underpricing and Underperformance”, Working Paper, Chicago Graduate Business School.
- Schultz, P. (2002), “Pseudo Market Timing and the Long-Run Underperformance of IPOs”, manuscript, pp 1-44.
- Shefrin Hersh, (2000), *Beyond Greed and Fear – Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*, Harvard Business School Press, Boston – Massachusetts.
- Shiller, R. (1981), “Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends”, *American Economic Review*, vol. 71, pp 421-36.
- Shiller, R. (2000), *Irrational Exuberance*. Princeton University Press: Princeton New Jersey.
- Shleifer, A. ,(2000). *Inefficient Markets – An Introduction to Behavioral Finance*. Clarendon Lectures in Economics, Oxford University Press.

- Shleifer, A. and Vishny, R. (1990), “The limits of arbitrage”, *Journal of Finance*, vol. 52, pp 35-55.
- Shleifer, A., and Summers, L., (1990), “The noise trader approach to finance”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 4, pp 19-33.
- Soros, G. (2000), *Open Society: Reforming Global Capitalism*. New York: Public Affairs.
- Soros, G. (1987), *The Alchemy of Finance*. New York: Simon and Schuster.
- Soros, G. (1998), *The Crisis of Global Capitalism*. New York: Public Affairs.
- Stigler, George. (1951), Specialism: A dissenting opinion. in *The Intellectual and the Market Place*. 1984. Harvard University Press: Cambridge, Massachusetts.
- Thaler, R. H. (2003), “Behavioralists come out of the closet”, *Global Investor*, vol. 160, pg 8
- Thaler, R. H. *Quasi-Rational Economics*. New York: Russell Sage Foundation.
- Thaler, R. H. (1992), *The Winner's Curse: Paradoxes and Anomalies of Economic Life*, New York: The Free Press.
- Tversky, A., and D. Kahneman (1990), "Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases." in D. Kahneman, P. Slovic, and A. Tversky, eds. *Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, pp 3-20. Cambridge: Cambridge University Press.
- Welch, I., (1992), “Sequential Sales, Learning, and Cascades”, *Journal of Finance*, vol. 47, pp 695-732.
- Van der Sar Nico (2004), “Behavioral Finance: How matters Stand”, *Journal of Economic Psychology*, vol. 25, pp 425-444.
- Zielonka Piotr (2004), “Technical Analysis as the representation of typical cognitive bias”, *International Review of Financial Analysis*, vol. 13, pp 217-225.

ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

www.apr.co.uk/aprtheory.htm

www.econpapers.hhs.se

www.newfirstsearch.oclc.org

www.eric.ed.gov

www.hwwilsonweb.com

www.sciencedirect.com

www.behaviouralfinance.net



ΕΥΧΑΡΙΣΤΗΡΙΟ ΣΗΜΕΙΩΜΑ

Με το τέλος της εκπόνησης αυτής της εργασίας θεωρώ ότι μου δίνεται η ευκαιρία να ευχαριστήσω ιδιαιτέρως τον επιβλέποντα καθηγητή μου, κύριο Κυριαζή Νικόλαο, ο οποίος με προθυμία δέχτηκε να αναλάβει την επίβλεψη της πτυχιακής μου εργασίας και να συμμετάσχει στην επιτυχή της διεκπεραίωση. Επιπλέον, αισθάνομαι την αν'αγκη να ευχαριστήσω θερμά και τον κύριο Κρίντα Θεόδωρο, ο οποίος αν και με γνώριζε ελάχιστα δεν υπήρξε διόλου φειδωλός στην προσφορά της βοήθειάς του όσον αφορά τη συγκεκριμένη εργασία. Με όλη μου την εκτίμηση και την ευγνωμοσύνη τους ευχαριστώ ειλικρινά!



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ



004000074225

