



ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ:
ΤΕΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΗΡΑΚΛΕΙΟΥ
ΣΧΟΛΗ: ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ :ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ
ΈΤΟΣ 2010

ΘΕΜΑ:

ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ

ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ:

κ. Νεκτάριος Γαβριλάκης

ΟΜΑΔΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ:

Νεοφύτου Έλενα 7148

Στρατάκη Ροδάνθη 7782

Νταμπακάκη Ευαγγελία 7830

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....σελ.3-5

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1:

ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ..... σελ. 6
1.1 Ανάλυση Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής (Behavioral finance)σελ. 6
1.1.1 Έννοια σελ.6- 7
1.1.2 Σκοπός..... σελ. 7
1.1.3 Ιστορική εξέλιξη..... σελ.7-8
1.2 Τα συνηθισμένα σφάλματα συμπεριφοράς των επενδυτών..... σελ.9-10

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2:

ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ..... σελ.11-14
2.1 Ορισμός της ΕΜΗ..... σελ.14-15
2.2 Αποτελεσματικότητα της αγοράς και Ανωμαλίες..... σελ.16-26

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3:

ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ

3.1 Έννοια-τρόποι επενδύσεων
3.1.1 Έννοια..... σελ. 27
3.1.2 Διάκριση επενδύσεων..... σελ.27-28
3.1.3 Τρόποι επενδύσεων..... σελ.29-31
– Διαθέσιμα επενδυτικά προϊόντα..... σελ.40-42
– Παράγωγα επενδυτικά προϊόντα..... σελ.42-43

– Παράγωγα προϊόντα Εξωτερικού.....	σελ.44-45
3.1.4 Έννοια arbitrage	σελ. 45-48
3.2 Επιτυχημένη-αποτυχημένη επένδυση	
3.2.1 Επιτυχημένη επένδυση.....	σελ.48-52
3.2.2 Αποτυχημένη επένδυση.....	σελ.53-57

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4:

Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΨΥΧΟΛΟΓΙΑΣ ΣΤΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ

4.1 Το προφίλ του επενδυτή.....	σελ.58-64
4.2 Η ψυχολογία τα και συναισθήματα του επενδυτή	
4.2.1 Η εισαγωγή της ψυχολογίας στην οικονομία.....	σελ.65-69
4.2.2 Συναισθήματα του επενδυτή.....	σελ.69-79

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5:

ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

5.1 Έννοια επενδυτικού κινδύνου.....	σελ.80
5.2 Είδη κινδύνων.....	σελ.80-84
5.3. Επενδυτικός κίνδυνος και επενδυτικοί χαρακτήρες.....	σελ.85-88

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6:

ΟΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

6.1 Ελληνική πραγματικότητα και επενδύσεις.....	σελ.89-90
6.2 Νέοι νόμο για τις επενδύσεις στην Ελλάδα (fast track-invest in Greece).....	σελ.91-93
6.3 Ο ρόλος του invest in Greece.....	σελ.93-94
6.4 Θεσμικοί επενδυτές - Ένωση θεσμικών επενδυτών.....	σελ.94-95

<u>ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ</u>	σελ..97-98
----------------------------------	------------



Εισαγωγή

Τα τελευταία 30 χρόνια η ανεπάρκεια της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών να ερμηνεύσει τις διαχρονικές χρηματιστηριακές κρίσεις οδήγησε στην ανάπτυξη της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής και την κίνηση στο χρηματιστήριο, σε πολλές βιομηχανικές χώρες. Συγκεκριμένα, αν θα προσπαθούσαμε να εκφράσουμε τις κεφαλαιοποιήσεις της αγοράς ως ποσοστό του ΑΕΠ¹, θα βλέπαμε ότι το ποσοστό αυτό έχει διπλασιαστεί ή ακόμα και τριπλασιαστεί από το 1985 μέχρι και σήμερα. Αυτή η ανάπτυξη έχει αποτελέσει το κίνητρο για έρευνα σε ότι αφορά τη σχέση μεταξύ Χρηματιστηρίου και Οικονομίας. Για πολλούς το χρηματιστήριο λειτουργεί ως ένας πρόδρομος δείκτης αξιολόγησης της οικονομίας και κάποιοι δε δίστασαν να το χαρακτηρίσουν ως το «μαύρο κουτί» της. Σύμφωνα με την βιβλιογραφία, υπάρχουν τρεις αιτιολογικοί σύνδεσμοι μεταξύ χρηματιστηρίου και οικονομίας. Ο πρώτος σχετίζεται με την κατανάλωση, ο δεύτερος με τις επενδύσεις και ο τρίτος με τις ατέλειες της πιστωτικής αγοράς (credit market imperfections) και τις συνέπειες που αυτές έχουν στις δαπάνες. Πιο πρόσφατα όμως έχει εμφανιστεί μια άλλη έμμεση σχέση μεταξύ χρηματιστηρίου και οικονομίας: η άνοδος του χρηματιστηρίου μπορεί να προκαλεί θετικά συναισθήματα στους καταναλωτές για το μέλλον και έτσι να τους ωθεί να ξοδεύουν περισσότερο. Καταρχήν, οι αυξανόμενες τιμές των μετοχών μπορούν να αυξήσουν την κατανάλωση μέσω του καναλιού εμπιστοσύνης, για δύο λόγους. Ο πρώτος είναι ότι η αύξηση των τιμών των μετοχών συνεπάγεται αύξηση του πλούτου και κατά συνέπεια μεγαλύτερη αισιοδοξία. Ο δεύτερος λόγος είναι ότι η άνοδος του χρηματιστηρίου μπορεί να ερμηνεύεται από τους οικονομικούς φορείς ως ένδειξη

ευνοϊκών οικονομικών συνθηκών στο μέλλον. Έτσι λοιπόν, παρέχεται ένα κανάλι μέσω του οποίου οι τιμές των μετοχών μπορούν να επηρεάζουν τον βαθμό αισιοδοξίας και συμπεριφοράς των καταναλωτών, ανεξάρτητα από το εάν είναι επενδυτές στο χρηματιστήριο ή όχι. Οι επενδυτές και οι καταναλωτές, υπόκεινται σε μια γενική αίσθηση η οποία ορίζεται ως η προσδοκία ή αλλιώς η αισιοδοξία που έχει ο καταναλωτής για τις μελλοντικές ροές και την γενικότερη οικονομική κατάσταση. Μια περίοδος που χαρακτηρίζεται από υπερβολική αισιοδοξία των επενδυτών και των καταναλωτών γενικότερα, σπρώχνει τις τιμές των μετοχών προς τα πάνω. Αν τα υψηλότερα επίπεδα εμπιστοσύνης σχετίζονται με όλο και λιγότερη αβεβαιότητα για το μέλλον και συνεπώς με μείωση της προληπτικής αποταμίευσης, τότε η αύξηση της εμπιστοσύνης του καταναλωτή θα έχει σαν αποτέλεσμα και την αύξηση της τρέχουσας κατανάλωσης.

Εμείς στην παρούσα εργασία θα αναλύσουμε κυρίως την συμπεριφορά του επενδυτή, καθώς και την ψυχολογία του κατά τη διάρκεια της επενδυτικής του δραστηριότητας, ενώ θα αναφερθούμε γενικά σε ότι αφορά το κομμάτι των επενδύσεων.

¹ Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1:

ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

1.1 Ανάλυση Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής (Behavioral finance)

1.1.1. Έννοια

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική σαν επιστήμη αποτελεί μια εφαρμογή στοιχείων που προέρχονται από άλλες κοινωνικές επιστήμες, κυρίως την ψυχολογία, την κοινωνιολογία και την ανθρωπολογία, για την κατανόηση της συμπεριφοράς των χρηματοοικονομικών αγορών και των χρηματιστηριακών κρίσεων που ξεκινούν από τις αποφάσεις των ανθρώπων που δεν είναι πάντα αποτέλεσμα μιας ορθολογικής διαδικασίας, αλλά τις περισσότερες φορές κατευθύνονται από συναισθηματικούς παράγοντες και ψυχολογικούς περιορισμούς. Οι ψυχολογικοί αυτοί περιορισμοί, γνωστοί και ως μεροληψίες, επηρεάζουν τον τρόπο με τον οποίο οι άνθρωποι προσλαμβάνουν τις πληροφορίες και τις χρησιμοποιούν προκειμένου να πάρουν αποφάσεις, τόσο γενικής φύσεως όσο και επενδυτικές. Οι επενδυτικές αποφάσεις των ανθρώπων που είναι επηρεασμένες από ψυχολογικές προκαταλήψεις είναι ως επί το πλείστον λανθασμένες, γιατί δεν είναι αποτέλεσμα μιας λογικής διαδικασίας που οδηγεί σε μεγιστοποίηση του πλούτου, αλλά αντίθετα εμπεριέχουν στοιχεία φόβου, απληστίας και συναισθηματικής σύγχυσης που μας οδηγούν στην αντίθετη από την επιθυμητή κατεύθυνση. Ουσιαστικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι συμπεριφορική χρηματοοικονομική σαν επιστήμη αποτελεί μια εφαρμογή στοιχείων που

προέρχονται από άλλες κοινωνικές επιστήμες, κυρίως την ψυχολογία, την κοινωνιολογία και την ανθρωπολογία, για την κατανόηση της συμπεριφοράς των χρηματοοικονομικών αγορών.

1.1.2 Σκοπός

Σκοπός της μελέτης αυτής της επιστήμης είναι, αφού ορίσει κάποιες βασικές έννοιες, να παρουσιάσει τα διανοητικά και συναισθηματικά σφάλματα των επενδυτών που παρεμβαίνουν στην ορθή νοητική διαδικασία, και να αναδείξει τρόπους αντιμετώπισης τους. Επίσης έρχεται να καλύψει ακριβώς το χάσμα που διαφαίνεται μεταξύ θεωρίας και πράξης καθώς μέσα από αυτήν διαπιστώνεται ότι η ψυχολογία επηρεάζει σε πολύ σημαντικό βαθμό τις επενδυτικές αποφάσεις των ατόμων, αφήνοντας τα οικονομικά και ορθολογικά κριτήρια των επενδύσεων σε δεύτερο ρόλο, και αποδεικνύοντας ότι έπειτα από την όποια κίνηση των αγορών η ερμηνεία του παρελθόντος, υποστηρίζεται καλύτερα μέσα από την ψυχολογική προσέγγιση του τρόπου λειτουργίας των επενδυτών, παρά από την ανάγνωση ή την ανάλυση θεμελιωδών αρχών της διαχείρισης χαρτοφυλακίων. Όπως λοιπόν καταλαβαίνουμε από τα παραπάνω, η συμπεριφορική χρηματοδότηση μπορεί να βοηθήσει τους επενδυτές να αναγνωρίζουν τα λάθη τους καθώς και τα σφάλματα των άλλων επενδυτών, ώστε να μπορέσουν να διαβλέπουν θα λέγαμε με περισσότερη ακρίβεια τα αποτελέσματα τους.[1]

1.1.3 Ιστορική εξέλιξη

Κατά τη διάρκεια της κλασσικής περιόδου, τα οικονομικά είχαν έναν στενό δεσμό με την ψυχολογία, ενώ κατά καιρούς διάφοροι παράγοντες ήταν ανασταλτικοί για την μελέτη της ψυχολογίας πάνω στην οικονομική. Μέχρι το μέσο 20ό αιώνα, η μελέτη της ψυχολογίας είχε εξαφανιστεί κατά ένα μεγάλο μέρος από τις οικονομικές συζητήσεις δεδομένου ότι επιδίωξαν να ενσωματώσουν την πειθαρχία και τη συμπεριφορά πάνω στις οικονομικές δραστηριότητες ως μέρος φυσικής επιστήμης,. Διάφοροι όμως παράγοντες και διάφορες παρατηρήσεις και επαναλαμβανόμενες ανωμαλίες προκάλεσαν την ανάγκη για την αναβίωση της συγκεκριμένης επιστήμης και της ανάπτυξης των συμπεριφορικών οικονομικών.

[1][www.solon.org.gr\(index.php/2008-07-15-19-30-19/65-2008-07-15-14-46-31/552-2008-12-02-12-09-15.html\)](http://www.solon.org.gr(index.php/2008-07-15-19-30-19/65-2008-07-15-14-46-31/552-2008-12-02-12-09-15.html)

Ειδικότερα κατά τη δεκαετία του 1990 οι τιμές των μετοχών των μερισμάτων και των κερδών αποτελούν το πρότυπο χρηματοδότησης, για την ανάπτυξη μοντέλων της ανθρώπινης ψυχολογίας που σχετίζεται με τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ήταν η δεκαετία κατά την οποία η πρόοδος που είχε σημειωθεί από ψυχολόγους, ήρθε στην προσοχή των οικονομολόγων. Μάλιστα οι υπέρμαχοι της συμπεριφορικής χρηματοδότησης υποστήριζαν ότι μερικά ψυχολογικά φαινόμενα διαποτίζουν ολόκληρο το τοπίο της χρηματοδότησης στη συμπεριφορική ανάπτυξη καθώς είχε δημιουργηθεί μια νέα προσέγγιση για τις χρηματοπιστωτικές αγορές τουλάχιστον εν μέρει, για την αντιμετώπιση των δυσκολιών που αντιμετώπιζε το πρότυπο παράδειγμα. Ωστόσο, ήδη από τη δεκαετία του '60 είχε ξεκινήσει να περιγράφεται ο ανθρώπινος εγκέφαλος ως συσκευή επεξεργασίας πληροφοριών και έτσι ξεκίνησε η ενασχόληση σοβαρά πλέον με τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική. Σημαντικοί ψυχολόγοι της εποχής όπως ο Amos Tversky και ο Daniel Kahneman άρχισαν να συγκρίνουν τα γνωστικά πρότυπα, παρατηρώντας την ανθρώπινη συμπεριφορά δίπλα στον οικονομικό κίνδυνο και την οικονομική αβεβαιότητα, γράφοντας ένα από τα πιο σημαντικά έγγραφα για την ανάπτυξη των συμπεριφορικών τομέων το 1979, όπου αναλύουν τη λεγόμενη «Θεωρία της προοπτικής»: θεωρία που μέσα από γνωστικές ψυχολογικές τεχνικές εξηγεί διάφορες τεκμηριωμένες αποκλίσεις της οικονομικής απόφασης. Επίσης με την πάροδο του χρόνου πολλά άλλα ψυχολογικά αποτελέσματα έχουν ενσωματωθεί στη συμπεριφορική χρηματοδότηση, όπως η «υπέραυτοπεποίθηση» και τα «αποτελέσματα της περιορισμένης προσοχής». Τα περαιτέρω κύρια σημεία στην ανάπτυξη του τομέα περιλαμβάνουν μια καλά παρακολουθούμενη και διαφορετική διάσκεψη στο πανεπιστήμιο του Σικάγου, μια πρόσθετη έκδοση του 1997 του τριμηνιαίου περιοδικού των οικονομικών στη μνήμη του Amos Tversky που αφιερώνονται στο θέμα των συμπεριφορικών οικονομικών και το βραβείο Νόμπελ στο Daniel Kahneman το 2002 για την ενσωμάτωση των ιδεών από την ψυχολογική έρευνα στην οικονομική επιστήμη, ειδικά σχετικά με την ανθρώπινη κρίση και τη λήψη αποφάσεων κάτω από την αβεβαιότητα. Εκτός από αυτούς, με τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική είχαν ασχοληθεί και πολλοί άλλοι κορυφαίοι οικονομολόγοι, όπως ο Adam Smith που έγραψε την «θεωρία των ηθικών συναισθημάτων», ένα σημαντικό κείμενο που περιγράφει τις ψυχολογικές αρχές της μεμονωμένης συμπεριφοράς Jeremy Bentham που έγραψε εκτενώς την «χρησιμότητα ψυχολογικών υποστηρίξεων», ο Vilfredo Pareto και ο Irving Fisher. Οι σύγχρονοι οικονομολόγοι όμως ασχολούνται πλέον με τα συστηματικά λάθη που κάνουν στο χρηματιστήριο οι επενδυτές, επιδεικνύοντας πώς εκείνα έχουν επιπτώσεις στις τιμές, δημιουργώντας τις ανεπάρκειες αγοράς. Εξηγούν επίσης για ποιο λόγο οι διευθυντές των εταιριών ή άλλων οργάνων ή φορέων

εκμεταλλεύονται τις ανεπάρκειες της αγοράς για να κερδοσκοπήσουν. Εξηγούν επίσης γιατί οι τιμές αγοράς δεν προσαρμόζονται προς τα κάτω σε περιόδους χαμηλής ζήτησης και εφαρμόζουν νέες τακτικές που στηρίζονται σε πειραματικές παρατηρήσεις με βάση τις καταστάσεις αγοράς, στο χρηματιστήριο, στις εμπορικές συναλλαγές και στις δημοπρασίες αλλά και σε απαντήσεις σε ερωτηματολόγια σχετικών ερευνών όπου έχουν ως τώρα διαγνώσει σημαντικές πληροφορίες όπως ότι οι ανθρώπινες αποφάσεις είναι συχνά βασισμένες σε εμπειροτεχνικές μεθόδους και όχι αυστηρά και λογικά αναλυμένες ή ότι οι υπερβολικές προσδοκίες δεν ανταποκρίνονται συνήθως στα αποτελέσματα. Γενικότερα, οι γνωστικές προκαταλήψεις μπορούν να έχουν τα ισχυρά ανώμαλα αποτελέσματα στο σύνολο εάν υπάρχει μια κοινωνική μόλυνση με ένα ισχυρό συναισθηματικό περιεχόμενο όπως η πλεονεξία ή ο φόβος, οδηγώντας στα πιο διαδεδομένα φαινόμενα όπως η συμπεριφορά της αγέλης που θα αναλύσουμε παρακάτω. [2]

1.2 Τα συνηθισμένα σφάλματα συμπεριφοράς των επενδυτών

Στην πρόσφατη χρηματοοικονομική έρευνα παρατηρείται αυξανόμενο ενδιαφέρον για την ενσωμάτωση ιδεών από τις κοινωνικές επιστήμες για να αποδοθεί το γεγονός ότι οι αγορές απεικονίζουν τις σκέψεις, τα συναισθήματα και τις ενέργειες των ανθρώπων, όπως είναι στην πραγματικότητα, σε αντιδιαστολή με τον εξιδανικευμένο ορθολογικό επενδυτή. Εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει ότι οι άνθρωποι δεν είναι καθ' όλα ορθολογικοί. Ένας επενδυτής μπορεί να σκοπεύει να είναι ορθολογικός και μπορεί να προσπαθήσει να βελτιστοποιήσει τις ενέργειές του, αλλά η ορθολογιστική του ικανότητα τείνει να εμποδίζεται από γνωστικές προκαταλήψεις, συναισθηματικές ιδιορρυθμίες και κοινωνικές επιρροές. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική (Behavioral Finance) προσδιορίζει και εξηγεί τους συναισθηματικούς παράγοντες που επηρεάζουν τους ανθρώπους κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων και η μελέτη αυτού του τομέα επιτρέπει στους επενδυτές και στους επαγγελματίες διαχειριστές χαρτοφυλακίων να αναγνωρίσουν τις καταστάσεις στις οποίες είναι ιδιαίτερα πιθανό να γίνει κάποιο επενδυτικό λάθος.

Ουσιαστικά διακρίνονται δύο ευρείες κατηγορίες συμπεριφορικών μεροληπτικών σφαλμάτων (Behavioral biases) τα γνωστικά και τα συναισθηματικά. Και στις δύο περιπτώσεις το αποτέλεσμα είναι η πραγματοποίηση μη ορθολογικών επενδυτικών επιλογών. Τα γνωστικά σφάλματα προέρχονται από στατιστικά λάθη, λάθη στην επεξεργασία των πληροφοριών, από κενά μνήμης και υποσυνείδητες νοητικές διεργασίες για την επεξεργασία των πληροφοριών, που παρατηρούνται σε κάθε άνθρωπο.

[2] www.wikipedia.qwika.com (en2el/Behavioral_finance)

Ένα από τα σοβαρότερα γνωστικά σφάλματα είναι το σφάλμα διατύπωσης (Framing Bias), το οποίο εστιάζει στην τάση των ανθρώπων να αντιμετωπίζουν διαφορετικά τις καταστάσεις ανάλογα με το πλαίσιο στο οποίο έχουν παρουσιασθεί και διατυπωθεί. Η συμπεριφορά αυτή μπορεί να αποδειχθεί εξαιρετικά επικίνδυνη για τους επενδυτές, καθώς ανάλογα με το πώς διατυπώνονται τα ερωτήματα δίνουν και διαφορετικές απαντήσεις σε σοβαρά επενδυτικά θέματα. Ένα παράδειγμα είναι ο καθορισμός του επενδυτικού προφίλ. Ανάλογα με τη διατύπωση των ερωτήσεων μπορεί πολύ εύκολα να μετατραπεί από επιθετικός σε συντηρητικός επενδυτής. Αντίστοιχα, ο τρόπος με τον οποίο διατυπώνονται τα αναμενόμενα κέρδη και ο κίνδυνος μίας επένδυσης, μπορεί να αποτρέψουν ή να οδηγήσουν στην επιλογή της. Από την άλλη μεριά υπάρχουν και τα συναισθηματικά σφάλματα. Αν και δεν υπάρχει ένας καθολικά αποδεκτός ορισμός του συναισθήματος, μπορεί να ορισθεί σαν μία νοητική κατάσταση που δημιουργείται αυθόρμητα και χωρίς συνειδητή προσπάθεια. Πολλές φορές μπορεί τα συναισθήματα να είναι ανεπιθύμητα ή ανεξέλεγκτα. Όταν το συναίσθημα επηρεάζει τους επενδυτές, λαμβάνουν μη ορθολογικές επενδυτικές αποφάσεις, που βασίζονται στην παρόρμηση και όχι στην ανάλυση των δεδομένων. Ένα από τα σοβαρότερα συναισθηματικά σφάλματα είναι η υπεραισιοδοξία (Optimism Bias). Η αισιοδοξία επηρεάζει τους επενδυτές με δύο τρόπους. Πρώτον, οι αισιόδοξοι επενδυτές αναλύουν λιγότερο τις επενδυτικές τους επιλογές και δεύτερον, τείνουν να παραβλέπουν τις αρνητικές πληροφορίες για τις μετοχές τους. Η αισιοδοξία των επενδυτών υποβαθμίζει τον ρόλο του κινδύνου και της τύχης στη ζωή αλλά και στις επενδύσεις. Οι επιπτώσεις είναι σημαντικές για τους επενδυτές, καθώς τείνουν να επενδύουν σε μετοχές, πιστεύοντας ότι οι συγκεκριμένες εταιρείες δεν θα σημειώσουν απώλειες. Παράλληλα, η υπεραισιοδοξία κάνει τους επενδυτές να πιστεύουν ότι θα αποκομίσουν αποδόσεις όμοιες με την αγορά, αγνοώντας τον πληθωρισμό, τα έξοδα και τους φόρους που περιορίζουν τις πραγματικές αποδόσεις.

Η διάκριση μεταξύ γνωστικών και συναισθηματικών σφαλμάτων είναι ιδιαίτερα χρήσιμη για τους επενδυτικούς συμβούλους, έτσι ώστε να συμβουλευσουν τους πελάτες τους ανάλογα με τα σφάλματα που πραγματοποιούν. Τα ψυχολογικά αυτά λάθη δυσχεραίνουν την επενδυτική διαδικασία και κρίνεται απαραίτητη η αντιμετώπισή τους από τους επενδυτές, όσο αυτό είναι δυνατό. Το πρώτο βήμα για τη βελτίωση της επενδυτικής συμπεριφοράς είναι η μελέτη και η αντιμετώπιση των παράλογων (μη ορθολογικών) ενεργειών που εξετάζει η συμπεριφορική χρηματοοικονομική.[3]

[3] [www.euro2day.gr \(article/577411/ArticleDetails.aspx\)](http://www.euro2day.gr (article/577411/ArticleDetails.aspx))



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2:

ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

Στις αρχές της δεκαετίας του 1970 η συντριπτική πλειοψηφία της ακαδημαϊκής κοινότητας θεωρούσε πως οι χρηματοοικονομικές αγορές λειτουργούν σύμφωνα με τη θεωρία των αποτελεσματικών αγορών (Efficient Market Theory). Μια πρώιμη διατύπωση της θεωρίας αποδίδεται στον οικονομολόγο Gibson (1889) ο οποίος αναφέρει πως : “όταν οι μετοχές γίνονται δημόσια γνωστές σε μια ανοιχτή αγορά, η αξία που αποκτούν μπορεί να θεωρηθεί ως εκτίμηση των καλύτερων πληροφοριών που τις αφορούν”. Μερικά χρόνια αργότερα ο Bachelier (1900) στην εισαγωγή της διπλωματικής του διατριβής σημειώνει “...past present and even discounted future events are reflected in market price ,but often show no apparent relation to price changes” (με λίγα λόγια στη θεωρία αυτή είπε ότι η προεξόφληση των μελλοντικών γεγονότων αντανακλάται στην τιμή της αγοράς, αλλά συχνά δεν δείχνει καμία προφανή σχέση με τις μεταβολές των τιμών) οπότε σύμφωνα με τον ίδιο “...if the market in effect ,does not predict its fluctuations, it does assess them as being more or less likely¹and this likelihood can be evaluated mathematically” (αν η αγορά στην πραγματικότητα δεν έχει προβλέψει τις διακυμάνσεις της, τότε αυτές θα αξιολογούνταν περισσότερο ή λιγότερο και αυτή η πιθανότητα μπορεί να εκτιμηθεί μαθηματικά). Η προσέγγιση αυτή επανήλθε και διαμορφώθηκε σε θεωρία στις εργασίες του Samuelson (1965), καθώς και άλλων ακαδημαϊκών του Chicago University ,προεξέχοντας του Fama² (1965) στον οποίο οφείλει και την ονομασία της. Κεντρικό τμήμα της

Θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών είναι η Υπόθεση των Αποτελεσματικών Αγορών (Efficient Market Hypothesis), στο εξής EMH, η οποία έλκει την καταγωγή της από την θεωρία των Ορθολογικών Προσδοκιών (Rational Expectations Theory), στο εξής RET και από την Υπόθεση του Τυχαίου Περιπάτου (Random Walk Hypothesis), στο εξής RWH.

Πρωτεργάτης της επανάστασης των Ορθολογικών προσδοκιών στην οικονομική επιστήμη θεωρείται ο Muth³ (1961). Η θεωρία των Ορθολογικών Προσδοκιών στόχευε στο να προσδιορίσει τον τρόπο με τον οποίο οι οικονομικοί παράγοντες διαμορφώνουν τις προσδοκίες τους επί μελλοντικών γεγονότων. Συγκεκριμένα στην RET αυτού του είδους οι προσδοκίες θεωρούνται ταυτόσημες με την βέλτιστη πρόβλεψη του μέλλοντος⁴, η οποία προήλθε από την χρήση όλης της διαθέσιμης πληροφόρησης. Επιπρόσθετα η θεωρία υποθέτει πως οι προβλέψεις δε διαφέρουν συστηματικά από τα αποτελέσματα ισορροπίας της αγοράς (από μια σταθερή κατάσταση στην οποία οι αντίρροπες δυνάμεις ακυρώνουν η μία την άλλη). Με άλλα λόγια οι άνθρωποι δεν κάνουν συστηματικά λάθη κατά την πρόβλεψη του μέλλοντος και οι αποκλίσεις από την τέλεια πρόβλεψη είναι μόνο τυχαίες.

Ο όρος Τυχαίος Περίπατος χρησιμοποιήθηκε από τον Pearson, σε ανταλλαγή αλληλογραφίας η οποία δημοσιεύτηκε στο περιοδικό Nature, το 1905. Η μορφή του προβλήματος που εξετάζοταν στην αλληλογραφία ήταν η βέλτιστη διαδικασία για την ανεύρεση ενός μεθυσμένου, ο οποίος είχε αφηθεί στην μέση ενός χωραφιού. Η λύση είναι πως το καλύτερο σημείο για να αρχίσει η έρευνα είναι ακριβώς το σημείο στο οποίο αυτός αφέθηκε. Αυτό συμβαίνει γιατί καθώς ο μεθυσμένος περπατά με εντελώς απρόβλεπτο και τυχαίο τρόπο, το ποιο πιθανό είναι να καταλήξει στο σημείο από όπου ξεκίνησε (Βασιλείου, 2002). Το μοντέλο του Τυχαίου Περιπάτου εφαρμόστηκε αρχικά στην Φυσική για να περιγράψει τις κινήσεις σωματιδίων (Brownian motion). Η πρώτη οικονομική εφαρμογή του μοντέλου οφείλεται στον Cowles⁵ (1933), ο οποίος παρουσίασε μια εμπειρική μελέτη πάνω στις επιλογές μετοχών ενός μεγάλου αριθμού επαγγελματιών επενδυτών και κατέληγε στο συμπέρασμα πως δεν υπάρχουν σοβαρές ενδείξεις που να υποδηλώνουν ότι κάποιος μπορεί να «κερδίσει την αγορά». Όταν κατέστη δυνατή η χρήση των ηλεκτρονικών υπολογιστών για τη στατιστική ανάλυση χρονολογικών σειρών, αναπτύχθηκαν περισσότερες και πιο σύνθετες οικονομικές εφαρμογές του μοντέλου. Ο Kendall (1953) εξέτασε τις ιστορικές τιμές 22 μετοχών και εμπορευμάτων, από την Μεγάλη Βρετανία και διαπίστωσε πως παρουσιάζουν σχεδόν μηδενική γραμμική συσχέτιση.

Στην ουσία η RWH αποτελείται από δύο υποθέσεις:

1) Οι μεταβολές των τιμών των μετοχών είναι γραμμικά ανεξάρτητες η μία από την άλλη. Αυτό σημαίνει πως η ακολουθία μεταβολών των τιμών τον χρόνο t δεν έχει καμία επιρροή στη κατανομή της πιθανότητας των τιμών των μετοχών.

Δηλαδή: $\Pr(x_t = x_{t-1} \cdot x_{t-2} \dots)$ $\Pr(x_t = x)$ (Fama, 1965).

Συνεπώς, η γνώση των προηγούμενων τιμών των μετοχών δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να επιτευχθούν υψηλότερες αποδόσεις από αυτές μιας απλής στρατηγικής αγοράς και διακράτησης (buy and hold strategy).

2) Οι κατανομές πιθανοτήτων των μεταβολών είναι σταθερές διαχρονικά (Fama, 1965). Θεωρητικά με την υπόθεση αυτή μπορεί να είναι συνεπής οποιαδήποτε κατανομή πιθανοτήτων, όμως για τα υποδείγματα διαχείρισης κινδύνου είναι σημαντικό να καθοριστεί αυτή που περιγράφει με μεγαλύτερη ακρίβεια τις μεταβολές των τιμών.

Στα αρχικά στάδια της βιβλιογραφίας για την ΕΜΗ, η υπόθεση του Τυχαίου Περιπάτου στην οποία σύμφωνα με την πρώτη υπόθεση, οι αποδόσεις δεν πρέπει να συσχετίζονται, συχνά συγγέονταν με την ΕΜΗ στην ασθενή της μορφή (π.χ Black 1971). Ο Fama (1970, 1976) ξεκαθάρισε την μεταξύ τους διαφορά η οποία έγκειται στο εξής: Η ασθενής μορφή αποτελεσματικότητας δεν υποθέτει πως οι αποδόσεις των τιμών είναι ανεξάρτητες, αλλά ούτε ότι έχουν τις ίδιες κατανομές πιθανοτήτων διαχρονικά. Άρα μια συσχέτιση των αποδόσεων είναι πιθανή και επομένως παλαιές αποδόσεις μιας επένδυσης μπορούν να χρησιμοποιηθούν στην πρόβλεψη μελλοντικών αποδόσεων της. Το μόνο που υποθέτει η ασθενής μορφή αποτελεσματικότητας είναι ότι ο επενδυτής δε μπορεί να εκμεταλλευτεί την πληροφορία αυτή (δηλαδή τη συσχέτιση των αποδόσεων) για να επιτύχει αποδόσεις μεγαλύτερες από εκείνες που αντιστοιχούν στον κίνδυνο που έχει αναλάβει με την συγκεκριμένη επένδυση (Βασιλείου, 2000). Οπότε η Υπόθεση του Τυχαίου Περιπάτου είναι πιο περιοριστική από την υπόθεση της ασθενούς μορφής αποτελεσματικότητας.

Παρόλα αυτά λειτούργησε σαν πολύ καλή προσέγγιση στα πρώτα στάδια της εμπειρικής διερεύνησης της ΕΜΗ, καθώς τα συμπεράσματα των εμπειρικών ερευνών επί της συγκεκριμένης υπόθεσης, παραμένουν ισχυρά και για εκείνη, ενώ φυσικά το αντίστροφο δεν ισχύει. [4]

¹ Θεώρηση αυτή είναι η πρώτη πρόταση για εφαρμογή του Τυχαίου Περιπάτου στις τιμές των μετοχών, και μάλιστα πριν την διατύπωση του συγκεκριμένου όρου. ² Σύμφωνα με τη θεμελιώδη υπόθεση αποτελεσματικής αγοράς (efficient market hypothesis) οι τρέχουσες τιμές ενός αξιογράφου αναπαριστούν πλήρως την προσδοκώμενη αξία και καμία πρόσθετη διαθέσιμη πληροφορία που αφομοιώνεται σε αυτές δε δύναται να βελτιώσει περαιτέρω την αξιοπιστία της πρόβλεψης της αγοράς (Fama 1965). ³ Muth (1961): Ορθολογική Προσδοκίες και η Θεωρία των κινήσεων των τιμών *Econometrica*, vol. *Econometric* ⁴ Σε αντιδιαστολή με τις Προσαρμοστικές Προσδοκίες (Adaptive Expectations), βάση των οποίων οι προσδοκίες της μελλοντικής αξίας μιας οικονομικής μεταβλητής είναι βασισμένες στις προηγούμενες τιμές της ⁵ Η

δεύτερη σημαντική πτυχή των εργασιών σχετικά με τη χρηματοδότηση ήταν η εμπειρική ανάλυση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Ένα ιδιαίτερα ανησυχητικό εύρημα ήταν ότι φάνηκε ότι οι τιμές έτειναν να ακολουθήσουν μια τυχαία βόλτα. Ειδικότερα, όπως τεκμηριώνεται ήδη από τον Louis Bachelier (1900) (για τις τιμές των βασικών προϊόντων) και επιβεβαιώθηκε στη συνέχεια σε περαιτέρω μελέτες με Holbrook Εργασίας (1934) (για μια ποικιλία τιμών σειράς), Alfred Cowles (1933, 1937) (για τις αμερικανικές τιμές μετοχών) και Maurice G. Kendall (1953) (για τη βρετανική αποθεμάτων και των βασικών προϊόντων), φάνηκε δεδομένου ότι δεν υπήρχε συσχετισμός μεταξύ διαδοχικών μεταβολών των τιμών στις αγορές περιουσιακών στοιχείων.

2.1 Ορισμός της ΕΜΗ.

Η Υπόθεση των Αποτελεσματικών Αγορών μπορεί να εκφραστεί με διάφορους τρόπους οι οποίοι δεν είναι απολύτως ισοδύναμοι μεταξύ τους.

Οι επικρατέστεροι ορισμοί είναι οι εξής: Αν σε μια αγορά ισχύει ότι:

- α) Η μελλοντική ροή των ειδήσεων είναι τυχαία και άγνωστη (στο παρόν).
- β) βάση των ειδήσεων, οι επενδυτές διαμορφώνουν αμερόληπτες προσδοκίες για το μέλλον, και δεδομένο πλέον αυτών των προσδοκιών, αντιδρούν γρήγορα και με ακρίβεια στην νέα πληροφόρηση,
- γ) συναλλασσόμενοι στις χρηματιστηριακές αγορές σε επίπεδα τιμών στα οποία θεωρούν πως θα μεγιστοποιηθεί η μελλοντική αξία του χαρτοφυλακίου τους, αν δρουν δηλ. σαν “rational expectations wealth maximizers”, τότε αυτή η αγορά είναι αποτελεσματική, δηλαδή οι τιμές των χρεογράφων θα είναι ίσες με την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών τους, προεξοφλημένο με ένα συντελεστή κινδύνου.

Η ανωτέρω διατύπωση αποτελεί τον αυστηρότερο ορισμό της ΕΜΗ και προϋποθέτει επίσης πως δεν υπάρχουν κόστη πληροφόρησης και συναλλαγών. Μια λιγότερο αυστηρή αλλά περισσότερο ρεαλιστική διατύπωση που δεν θέτει την ανωτέρω προϋπόθεση έχει δοθεί από τον Jensen (1978): «Μια αγορά είναι αποτελεσματική ως προς ένα σύνολο πληροφοριών, εάν είναι αδύνατο να πραγματοποιηθούν οικονομικά κέρδη από συναλλαγές, με βάση αυτό το σύνολο πληροφοριών». Ως οικονομικά κέρδη ορίζονται η προσαρμοσμένη ανά μονάδα κινδύνου απόδοση μετά την αφαίρεση κάθε κόστους. Η κλασική ταξινόμηση των Αποτελεσματικών Αγορών με βάση το εύρος του Συνόλου των πληροφοριών προέρχεται από τον Roberts¹ (1967), και τον Fama (1970) και αποτελείται από τις εξής μορφές:

[4] www.merit.gr/files/ergasies/2006_march_ergasia_1_GR.pdf

α) Την ασθενή μορφή αποτελεσματικότητας, όπου το σύνολο των πληροφοριών περιλαμβάνει μόνο το ιστορικό των τιμών.

β) Την ημί-ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας, όπου το σύνολο των πληροφοριών περιλαμβάνει όλη την πληροφόρηση η οποία είναι διαθέσιμη στους συμμετέχοντες στην αγορά (όλη την δημοσιευμένη πληροφόρηση). Φυσικά η δημοσιευμένη πληροφόρηση περιλαμβάνει και τις ιστορικές τιμές των μετοχών. Κατά συνέπεια η ημί-ισχυρή μορφή είναι μια επέκταση της ασθενούς μορφής.

γ) Την ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας, όπου το Σύνολο των Πληροφοριών περιλαμβάνει όλη την πληροφόρηση η οποία είναι διαθέσιμη σε κάθε συμμετέχοντα στην αγορά (δημοσιευμένη ή όχι).

Με το ίδιο σκεπτικό που περιγράφηκε ανωτέρω η ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας είναι επέκταση της ημι-ισχυρής μορφής.

Με βάση τα ανωτέρω, σε μια αγορά η οποία κατατάσσεται στην ασθενή μορφή αποτελεσματικότητας, ένας επενδυτής δε μπορεί να πετύχει μη κανονικές (σε σχέση με τον κίνδυνο που αναλαμβάνει) αποδόσεις με την χρήση γραφημάτων των τιμών, μπορεί όμως να έχει μη κανονικές αποδόσεις με την χρήση δημοσιευμένης ή εσωτερικής πληροφόρησης.

Στην ημι-ισχυρή μορφή δεν μπορεί να έχει μη κανονικές αποδόσεις με την χρήση γραφημάτων ή δημοσιευμένης πληροφόρησης αλλά με την χρήση εσωτερικής πληροφόρησης, ενώ στην ισχυρή μορφή δεν μπορεί να πετύχει μη κανονικές αποδόσεις ακόμη και με την χρήση εσωτερικής πληροφόρησης. [5]

¹ Καθηγητής Οικονομικών, Στρατηγικής Διοίκησης και Διεθνών Επιχειρήσεων στο Stanford Graduate School of Business

2.2 Αποτελεσματικότητα της αγοράς και Ανωμαλίες

Από την αρχική διατύπωση της EMH και έπειτα, η ισχύς της υπόθεσης έχει γίνει αντικείμενο πολλαπλών εμπειρικών ερευνών. Σε γενικές γραμμές οι έρευνες που πραγματοποιήθηκαν μέχρι το 1977 αποδέχονταν την EMH, ενώ από εκείνη την εποχή και ύστερα πληθαίνουν οι μελέτες που την απορρίπτουν. Η αναλυτική παρουσίαση των αποτελεσμάτων των εμπειρικών ερευνών ξεφεύγει από τα πλαίσια της παρούσας εργασίας. Εδώ θα σταθούμε σε μερικά ενδιαφέροντα φαινόμενα που παρατηρήθηκαν κατά την διενέργεια των ελέγχων. Τα φαινόμενα αυτά είναι γνωστά στην διεθνή βιβλιογραφία ως «Ανωμαλίες της αγοράς» και δεν είναι δυνατόν να εξηγηθούν στο πλαίσιο που θέτουν οι Αποτελεσματικές Αγορές.

Πρέπει να σημειωθεί κατ' αρχήν πως η εμπειρική διερεύνηση της EMH αντιμετωπίζει τη δυσκολία που ορίστηκε από τον Fama (1970, 1991) ως “joint-hypothesis problem” και συνίσταται στο εξής εμπειρική διερεύνηση της EMH που επικεντρώνεται στην ανίχνευση μη κανονικών-με βάση τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο αποδόσεων.

Για να ελεγχθεί η ύπαρξη μη κανονικών αποδόσεων, απαιτείται να υπολογιστούν ποιες θα έπρεπε να είναι οι κανονικές αποδόσεις. Ο υπολογισμός των οποίων γίνεται με την χρήση ενός υποδείγματος αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων, όπως π.χ. το Capital Asset Pricing Model (CAPM)¹. Αυτό όμως συνεπάγεται πως ο έλεγχος μπορεί να αποτύχει λόγω αστοχίας της EMH ή του CAPM ή και των δύο. Με άλλα λόγια όταν η κοινή υπόθεση απορρίπτεται αυτό μπορεί να οφείλεται στις αδυναμίες του μοντέλου αποτίμησης και όχι στην αποτελεσματικότητα της αγοράς. Επιπρόσθετα όσον αφορά το ζήτημα των ανωμαλιών θα πρέπει να γίνουν τρεις ενδιαφέρουσες παρατηρήσεις:

α) Πολλές από τις καταγεγραμμένες και καλά τεκμηριωμένες ανωμαλίες που παρουσιάζονται στην συνέχεια, δεν εμφανίζονται όταν μεταβληθεί η χρονική περίοδος λήψης του δείγματος.

β) Υπάρχουν ενδείξεις πως κάποιες από τις καταγεγραμμένες ανωμαλίες τείνουν να εξασθενούν ή και να εξαφανίζονται μετά την δημοσίευσή τους, όπως για παράδειγμα το size effect² και το weekend effect, ενώ κάποιες άλλες όπως το January effect συνεχίζουν να υφίστανται.

γ) Ο ορισμός του Jensen³ (1978) ανέδειξε την σημασία της δυνατότητας διενέργειας κερδοφόρων συναλλαγών για τον προσδιορισμό της αποτελεσματικότητας της αγοράς.

Με άλλα λόγια αν οι παρατηρούμενες ανωμαλίες δεν είναι καθοριστικής σημασίας για την αποκόμιση καθαρών κερδών (μετά από κόστη συναλλαγών και πληροφόρησης) τότε δεν είναι οικονομικά σημαντικές.[6]

¹ Το υπόδειγμα αναπτύχθηκε από τον Sharpe (1964) και στην συνέχεια τον Lintner (1965). ² Αποτέλεσμα μεγέθους ³ Jensen (1978)
Ο δείκτης αξιολόγησης του Jensen είναι η σταθερά σε μια παλινδρόμηση των επιπλέον αποδόσεων των κεφαλαίων στις επιπλέον αποδόσεις του δείκτη. Η γενική μορφή του μοντέλου είναι η εξής (Απόδοση αμοιβαίου κεφαλαίου- Απόδοση ακίνδυνου χρεογράφου) = $\alpha + \beta \alpha/k$ (Απόδοση Γενικού Δείκτη ΧΑΑ - Απόδοση ακίνδυνου χρεογράφου) + $\epsilon \alpha/k$

Αρχικά η εμπειρική διερεύνηση των αποτελεσματικών αγορών, ακολουθώντας την κλασική κατηγοριοποίηση διαιρούνταν ως εξής:

1) **Έρευνες επί της ασθενούς μορφής.** Αναφέρεται στο πόσο καλά μπορούν οι παρελθούσες αποδόσεις να προβλέψουν τις μελλοντικές. Δηλαδή μία αγορά θεωρείται ασθενής όταν οι ιστορικές τιμές των χρεογράφων δεν περιέχουν σημαντικές πληροφορίες για την πρόβλεψη των μελλοντικών τιμών. Συνεπώς, η εξέταση των ιστορικών τιμών με την εφαρμογή οποιασδήποτε μεθόδου, δε μπορεί να μας προσφέρει υπερβάλλον κέρδος. Σε μια αποτελεσματική αγορά η τρέχουσα τιμή ενός αξιόγραφου αποτελεί την καλύτερη εκτίμηση για την αξία της μετοχής. Άρα συμπεριλαμβάνει οτιδήποτε, έως εκείνη τη στιγμή, γνωστό για τις προοπτικές της εταιρείας. Αν, αργότερα υπάρξουν νέες πληροφορίες, που διοχετευθούν στο επενδυτικό κοινό, οι επιπτώσεις των νέων αυτών πληροφοριών θα καθορίσουν νέα τιμή, εφόσον θεωρηθούν σημαντικές.

Επειδή μια πληροφορία θεωρείται νέα μόνο αν δεν έχει σχέση με το παρελθόν, το αποτέλεσμα στην τιμή της μετοχής, θα είναι ανεξάρτητο από οτιδήποτε συνέβη προηγουμένως. Με άλλα λόγια, κάθε μεταβολή στην τιμή της μετοχής θα είναι ανεξάρτητη από τις προηγούμενες μεταβολές.

2) **Έρευνες επί της ημι-ισχυρής μορφής.** Η αποτελεσματικότητα αγοράς, θεωρείται ως αποτελεσματική στην ημι-ισχυρή της μορφή όταν οι τρέχουσες τιμές των μετοχών αντανακλούν όλες τις δημοσιευθείσες πληροφορίες που είναι δυνατόν να εξαχθούν από τα στοιχεία που είναι διαθέσιμα για την εταιρεία ή τον κλάδο που ανήκει και την Εθνική και Διεθνή Οικονομία. Η μελέτη και η ανάλυση των διαθεσίμων πληροφοριών δεν πρόκειται να αποφέρουν υπερκέρδη.

3) **Έρευνες επί της ισχυρής μορφής.** Η μορφή αυτή της αποτελεσματικότητας, μαρτυρά ότι οι τιμές των χρεογράφων αντανακλούν όχι μόνο στις δημοσιευθείσες πληροφορίες, αλλά οποιασδήποτε φύσης πληροφορία, ακόμα κι αν δεν έχουν δημοσιευθεί. Η μορφή αυτή δεν θα έπρεπε να αναφέρεται στην αποτελεσματικότητα της αγοράς αξιόγραφων, καθώς αφορά ολόκληρο το χρηματοδοτικό σύστημα και ειδικά τον τρόπο με τον οποίο οι πληροφορίες παρέχονται και διοχετεύονται στην αγορά των αξιόγραφων ¹.

[6] www.merit.gr/files/ergasies/2006_march_ergasia_1_GR.pdf

Οι τρεις μορφές αποτελεσματικότητας δεν είναι ανεξάρτητες μεταξύ τους. Αν δηλαδή η αγορά είναι αποτελεσματική στην ημι-ισχυρή της μορφή, τότε θα πρέπει να είναι αποτελεσματική και στην ασθενή μορφή της. Διαφορετικά η αγορά δεν θα είχε αντιδράσει αποτελεσματικά στις δημοσιευθείσες πληροφορίες.

Με την ίδια λογική αν η αγορά είναι αποτελεσματική στην ισχυρή της μορφή θα πρέπει να είναι αποτελεσματική και στις άλλες δυο μορφές της.[7]

Μέσα σε αυτό το πλαίσιο η ημι-ισχυρή μορφή ήταν αυτή που είχε διαμορφώσει την βάση για τις περισσότερες εμπειρικές μελέτες. Ο Fama λαμβάνοντας υπόψη τις επιπλοκές που δημιουργεί η «υπόθεση του από κοινού ελέγχου», πρότεινε τον επαναπροσδιορισμό της ανωτέρω ταξινόμησης, ως εξής: Αντί για τους ελέγχους στην ασθενή μορφή αποτελεσματικότητας που ασχολούνταν μόνο με την προβλεπτική δυνατότητα προηγούμενων αποδόσεων, η πρώτη κατηγορία ελέγχων, καλύπτει την γενικότερη περιοχή των ελέγχων για την προβλεψιμότητα των αποδόσεων (tests for return predictability).

Οπότε η κατηγορία αυτή περιλαμβάνει πλέον διαστρωματικούς ελέγχους, τις ενδείξεις πως υπάρχει εποχικότητα στις αποδόσεις (όπως το January effect), την έρευνα για πρόβλεψη των αποδόσεων με μεταβλητές όπως για παράδειγμα τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια ή η συνολική μερισματική απόδοση καθώς και τις ενδείξεις πως οι τιμές των μετοχών παρουσιάζουν υπερβολική μεταβλητότητα.

Για τις άλλες δύο κατηγορίες πρότεινε την διατήρηση του εύρους που καλύπτουν και την αλλαγή των τίτλων τους για να καταστούν περισσότερο περιγραφικοί. Ειδικότερα πρότεινε, οι έλεγχοι στην ημι-ισχυρή μορφή να ονομαστούν έλεγχοι γεγονότων (event studies), και οι έλεγχοι στην ισχυρή μορφή, έλεγχοι για ιδιωτική πληροφόρηση (tests for private information). Στην συνέχεια και με βάση τον ανωτέρω επαναπροσδιορισμό της ταξινόμησης, θα παρουσιαστούν συνοπτικά οι κυριότερες από τις ανωμαλίες:

[7] [www.nemertes.lis.upatras.gr\(dspace/bitstream.pdf](http://www.nemertes.lis.upatras.gr(dspace/bitstream.pdf))

Ιβιβλίο « ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ», Γεώργιος Α Καραθανάσης εκδόσεις Ευγ.Μπένου, Μέρος

II, Κεφάλαιο 10 ,σελ 260-264

Μορφή Αποτελεσματικής Αγοράς	Σύνολο Πληροφοριών αντικατοπτριζόμενο στις τιμές	Έλεγχος
Ασθενής μορφή (weak form)	Παρελθούσες τιμές	Έλεγχος προβλεπτικής ικανότητας των αποδόσεων των τιμών .(Είναι δυνατόν οι παρελθούσες τιμές να προβλέψουν τις μελλοντικές τιμές των μετοχών)
Ημι-ισχυρή μορφή (semi strong form)	Κάθε διαθέσιμη δημόσια πληροφόρηση	Έλεγχος επίδρασης γεγονότων και ειδήσεων (event studies) (Πόσο γρήγορα οι τιμές των μετοχών αντικατοπτρίζουν τις δημοσιοποιημένες ειδήσεις)
Ισχυρή μορφή (strong form)	Κάθε πληροφορία δημόσια και ιδιωτική	Έλεγχος ιδιωτικής πληροφόρησης(Μπορεί κάποιος επενδυτής να διαθέτει ιδιωτική πληροφόρηση, η οποία δεν αντικατοπτρίζεται πλήρως στα επίπεδα των τιμών)

Πίνακας Α. Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς [8]

¹ Οι Fama , Fisher, Jensen και Roll (1969) , μελέτησαν την επενδυτική συμπεριφορά όπως αυτή εκφράζεται στις τιμές μετά τα splits μετοχών, επιβεβαιώνοντας τελικά την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς.

Προβλέψιμες διαφορές στις αποδόσεις

1. Διαστρωματικές και εποχικότητες.

Το πρώτο φαινόμενο προβλεψιμότητας των αποδόσεων καταγράφηκε από τον Bas (1977, 1983) το οποίο κατέδειξε πως χαρτοφυλάκια μετοχών με χαμηλό δείκτη τιμής προς κέρδη(P/E) είχαν θετικές μη κανονικές αποδόσεις με τις προβλέψεις του CAPM. Ακολούθησαν έρευνες που απέδειξαν πως το ίδιο ισχύει για χαρτοφυλάκια με μετοχές υψηλής μερισματικής απόδοσης ή μετοχές με χαμηλό δείκτη τιμής προς λογιστική αξία (market-to-book value, P/BV).

Συνολικά η κατηγορία ανωμαλιών αυτού του είδους ονομάζεται «Αποτέλεσμα Αξίας» (value effect). Ο Ball (1978) ισχυρίστηκε πως το φαινόμενο αυτό είναι πιθανότερο να οφείλεται στους περιορισμούς του CAPM παρά στην αναποτελεσματικότητα της αγοράς. Οι Banz (1981)¹ και Reinganum (1981)² τεκμηρίωσαν την επόμενη ανωμαλία στις αποδόσεις, η οποία είναι γνωστή ως Αποτέλεσμα Μεγέθους (size effect). Ειδικότερα ο Banz έλαβε δείγμα εταιρειών εισηγμένων στο New York Stock Exchange (NYSE) για την περίοδο 1936–1975 και εξέτασε το CAPM με την επιπλέον υπόθεση ότι το μέγεθος της εταιρείας μπορεί να ερμηνεύσει τη διακύμανση των καταλοίπων που δεν μπορεί να εξηγηθεί από τα beta του CAPM. Για το λόγο αυτό έθεσε στην βασική εξίσωση³ μεταβλητή ψ_p το μέγεθος της εταιρείας και διαπίστωσε πως το t-statistic είναι μεγάλο σαν απόλυτο νούμερο και στατιστικά σημαντικό.

Επιπρόσθετα και για να ελέγξει το αποτέλεσμα διαμόρφωσε χαρτοφυλάκιο με 20 εταιρείες αποκλειστικά υψηλής κεφαλαιοποίησης και αντίστοιχα χαρτοφυλάκιο με 20 εταιρείες χαμηλής κεφαλαιοποίησης, των οποίων η επιλογή έγινε με τέτοιο τρόπο ώστε τα δύο χαρτοφυλάκια να έχουν το ίδιο beta. Παρά το γεγονός ότι τα δύο χαρτοφυλάκια είχαν τον ίδιο συστηματικό κίνδυνο για την χρονική περίοδο 1936-1975 παρουσίασαν σημαντική απόκλιση στις αποδόσεις τους (συγκεκριμένα οι εταιρείες μικρής κεφαλαιοποίησης παρουσίασαν σημαντικά υψηλότερες αποδόσεις).

Τα ανωτέρω συμπεράσματα υποστηρίζει και η μελέτη των Fama και French (1992) η οποία κατέληξε στο συμπέρασμα πως ο δείκτης P/BV και το μέγεθος της εταιρείας θα μπορούσαν να ερμηνεύσουν τις αποδόσεις των μετοχών, ενώ διαπίστωσαν πως σε κάποιες χρονικές περιόδους τα beta ήταν εντελώς ασυσχέτιστα με τις διακυμάνσεις των αποδόσεων. Ως επιστέγασμα των ευρημάτων τους οι Fama και French, ενσωμάτωσαν το μέγεθος και την αξία (όπως μετριέται από τον δείκτη P/BV) στο CAPM, δημιουργώντας το γνωστό υπόδειγμα των τριών παραμέτρων (three-factor model).

Οι Fama και French, χρησιμοποίησαν το συγκεκριμένο μοντέλο αντί του CAPM για την μελέτη κάποιων ανωμαλιών.

Με αυτή την μεθοδολογία διαπίστωσαν πως δεν υπάρχουν αποδόσεις που να μπορούν να χαρακτηριστούν μη κανονικές με βάση τις προβλέψεις που παράγει το μοντέλο. Έδώ όμως προκύπτουν μερικά πολύ σημαντικά ζητήματα όπως: πρώτων, αν είναι πράγματι το three-factor model ένα νέο υπόδειγμα που προσεγγίζει ακριβέστερα το ύψος των κανονικών αποδόσεων με βάση τον κίνδυνο και δεύτερων αν είναι πράγματι η αξία και το μέγεθος παράγοντες κινδύνου.

Με άλλα λόγια είναι το συγκεκριμένο υπόδειγμα θεωρητικά τεκμηριωμένο ή μήπως πρόκειται απλά για μία βολική επέκταση η οποία ουσιαστικά προέκυψε από την ενσωμάτωση των αποτελεσμάτων της εμπειρικής διερεύνησης στο CAPM, οπότε δεν είναι δόκιμο να χρησιμοποιείται ως υπόδειγμα προσαρμογής στον κίνδυνο.

Το size effect συνδέεται άμεσα με το turn-of-the-year effect⁴ καθώς οι Keim (1983) και Reinganum (1983) έδειξαν πως το μεγαλύτερο μέρος της μη κανονικής απόδοσης των εταιριών μικρής κεφαλαιοποίησης, προκύπτει κατά τις πρώτες δύο εβδομάδες του Ιανουαρίου.

Μια πιθανή εξήγηση για τις συγκεκριμένες ανωμαλίες παρέθεσε ο Roll (1983), κατά την άποψή του οποίου είναι αναμενόμενο οι εταιρείες μικρής κεφαλαιοποίησης να παρουσιάζουν υψηλότερη μεταβλητότητα. Λόγω αυτής, υπάρχει το ενδεχόμενο συγκυριακά οι τιμές των μετοχών τους να εμφανίζουν σημαντικές βραχυπρόθεσμες απώλειες. Οι επενδυτές σπεύδουν να καταγράψουν τις υπεραξίες που δημιουργούνται με αυτό τον τρόπο στο τέλος του έτους για φορολογικούς λόγους. Η αυξημένη προσφορά τείνει να μειώνει τις τιμές κατά τον Δεκέμβριο μήνα και δημιουργεί τις προϋποθέσεις για την γρήγορη επαναφορά τους στις αρχές Ιανουαρίου, οπότε οι επενδυτές αναδιαρθρώνουν τα χαρτοφυλάκιά τους. Ο French (1980) μελετώντας τις μέσες αποδόσεις του Standard and Poor's (S&P) για την περίοδο 1953-1977 τεκμηρίωσε και άλλη μια ημερολογιακή ανωμαλία, το **weekend effect** το οποίο αναφέρεται στο ότι οι αποδόσεις τις Παρασκευής ήταν υψηλότερες σε σχέση με αυτές τις Δευτέρας που συχνά ήταν πολύ κοντά στο μηδέν ή και αρνητικές.

Τα αποτελέσματα επιβεβαίωσαν και οι Keim και Stambaugh (1984) οι οποίοι κατέληξαν πως το μέγεθος του φαινομένου ήταν μικρότερο για την περίοδο 1885-192, αλλά παρέμενε αξιοσημείωτα αρνητικό. Στην διεθνή βιβλιογραφία έχουν καταγραφεί και άλλα φαινόμενα που σχετίζονται με την εποχικότητα όπως το **holidays effect**, το **quarterly effect**, το **end of day effect** κ.α.

Μια διαφορετική κατηγορία ανωμαλιών σχετίζεται με την κερδοφορία πρακτικών όπως είναι η Διατήρηση της Ορμής (**momentum**) και οι Αντιθετικές Στρατηγικές (**contrarian**). Η πρώτη καταγραφή αυτών των φαινομένων, ειδικότερα του **contrarian effect** οφείλεται στους DeBondt και Thaler (1985) που για την έρευνά τους δημιούργησαν δύο ξεχωριστά χαρτοφυλάκια αποτελούμενα από τις μετοχές που παρουσίασαν τις καλύτερες και τις χειρότερες αποδόσεις

αντίστοιχα κατά την προηγούμενη τριετία (ονόμασαν τις μετοχές με τις καλύτερες αποδόσεις winners και αυτές με τις χειρότερες losers) και στη συνέχεια υπολόγισαν τις αποδόσεις των χαρτοφυλακίων για την πενταετία που ακολούθησε. Στη συνέχεια διαπίστωσαν πως το χαρτοφυλάκιο που περιέχει τις μετοχές που προηγουμένως είχαν χαρακτηριστεί losers, είχε υψηλότερες αποδόσεις από το χαρτοφυλάκιο των προηγούμενων winners. Το φαινόμενο αυτό συνδέεται άμεσα με την Επιστροφή στο Μέσον (**mean reversion**) που καταγράφηκε από τον Summers (1986), και τους Poterba και Summers (1988) και υποδηλώνει πως μια μακρά περίοδο (τριών με πέντε ετών) αποδόσεων κάτω του μέσου, υπάρχει αυξημένη πιθανότητα να την διαδεχθεί μια περίοδος με υψηλότερες του μέσου αποδόσεις και το αντίστροφο.

Ένα αντίστοιχο φαινόμενο με το contrarian effect, αλλά σε διαφορετικό χρονικό ορίζοντα κατέγραψε και ο Lehmann (1990), διαπιστώνοντας ότι οι μετοχές με θετική απόδοση στην διάρκεια μια εβδομάδας τείνουν να παρουσιάζουν αρνητική απόδοση στην διάρκεια της επόμενης εβδομάδας. Από την άλλη πάλι, οι Jegadeesh και Titman (1993) έδειξαν πως χαρτοφυλάκια αποτελούμενα από μετοχές με καλές αποδόσεις τους προηγούμενους έξι έως δώδεκα μήνες συνεχίζουν για το επόμενο έτος να υπεραποδίδουν σε σχέση με χαρτοφυλάκια μετοχών που κατά το αντίστοιχο χρονικό διάστημα είχαν σημειώσει απώλειες (**continuation** ή **momentum effect**). Αντίστοιχη συμπεριφορά διαπίστωσαν οι Brennan, Chordia and Subrahmanyam (1998) καθώς και ο Lewellen (2002) παρότι στις έρευνες τους χρησιμοποίησαν το υπόδειγμα των τριών παραγόντων των Fama και French και απέδειξαν πως στρατηγικές contrarian¹ αποδεικνύονται κερδοφόρες και η ύπαρξη του mean reversion² συνεπάγοντα ότι σε ορισμένες περιπτώσεις οι επενδυτές αντιδρούν υπερβολικά (**overreact**).

Το ζήτημα τέθηκε αρχικά από τον Shiller (1984) και στην συνέχεια από τους DeBondt και Thaler (1985,1987). Ο Shiller για να θεμελιώσει τον ισχυρισμό του ανέλυσε την σχέση του δείκτη Standard and Poor's Composite (S&P), με την χρονολογική σειρά των μερισμάτων. Καθώς η συνδιακύμανση των δύο σειρών μπορεί μόνο εν μέρει να αποδοθεί στις μεταβολές των μερισμάτων ο Shiller θεώρησε πως το υπόλοιπο τμήμα της συνδιακύμανσης οφείλεται σε υπερβολική αντίδραση των τιμών στα μερίσματα. Με το ίδιο σκεπτικό η ύπαρξη του momentum υποδηλώνει πως σε άλλες περιστάσεις οι επενδυτές αντιδρούν υποτονικά (**underreaction**) κυρίως αν λάβουμε υπ όψιν πως το μεγαλύτερο τμήμα του momentum παρουσιάζεται τις επόμενες μέρες από τις ανακοινώσεις κερδών.

Το γεγονός πως στην αγορά εμφανίζονται τόσο υπερβολικές όσο και υποτονικές αντιδράσεις, δε θα μπορούσε να θεωρηθεί πως υποστηρίζει την ύπαρξη αποτελεσματικών αγορών καθώς τα φαινόμενα αυτά εμφανίζονται σε διαφορετικούς χρονικούς ορίζοντες.

Συνοψίζοντας τις σχετικές μελέτες προκύπτει πως: ο Lehmann (1990), διαπίστωσε υπερβολική αντίδραση σε πολύ μικρά χρονικά διαστήματα (εβδομάδας), οι Jegadeesh και Titnam (1993), υποτονική αντίδραση σε μεγαλύτερα χρονικά διαστήματα (έξι έως δώδεκα μηνών) και οι De Bond και Thaler (1985, 1987), υπερβολική αντίδραση σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα (τριών έως πέντε ετών).

Τέλος, θα πρέπει να αναφερθεί πως ο Thompson (1978) διαπίστωσε προβλεψιμότητα ειδικά στις μετοχές των εταιρειών επενδύσεων (closed – end funds) καθώς με την χρήση των discounts που εμφάνιζαν οι τρέχουσες τιμές τους σε σχέση με την εσωτερική αξία (net asset value –NAV) υπάρχει η δυνατότητα αποκόμισης μη κανονικών αποδόσεων.[9]

2. Διαχρονικές (through time).

Όσον αφορά την προβλεπτική ικανότητα συνολικών οικονομικών μεγεθών, οι αρχικές μελέτες που σχετίζονταν με τα επιτόκια πραγματοποιήθηκαν από τους Fama και Schwert (1977). Οι δύο επιστήμονες χρησιμοποιώντας δεδομένα για την χρονική περίοδο 1953-1971 απέδειξαν πως υπάρχει αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στην χρηματιστηριακή αγορά και στα βραχυχρόνια επιτόκια. Επίσης όσον αφορά συνολικά μεγέθη της χρηματιστηριακής αγοράς οι Fama και French (1988) κατέληξαν πως η συνολική μερισματική απόδοση της αγοράς μπορεί να προβλέψει τις αποδόσεις που θα ακολουθήσουν στην χρηματιστηριακή αγορά.[10]

¹ Οι δείκτες contrarian είναι αρκετά γρήγοροι. Έχουν σχεδιαστεί κυρίως για παράγωγα προϊόντα και για να δείχνουν την τάση βραχυπρόθεσμα. Προς το παρόν είναι μόνο για swing trading και όχι intraday. Σε καμία περίπτωση οι δείκτες αυτοί δεν είναι αλάνθαστοι. Ο σκοπός τους είναι να προσφέρουν ένα συμπληρωτικό εργαλείο και μια διαφορετική άποψη των πραγμάτων. Δεν μπορούν να αντικαταστήσουν τη διαγραμματική ανάλυση και σίγουρα όχι την ανθρώπινη διαίσθηση και την εμπειρία ετών του κάθε ατόμου.

² Η στρατηγική mean reversion στηρίζεται στην πεποίθηση των επενδυτών ότι τόσο οι υψηλές, όσο και οι χαμηλές τιμές μιας μετοχής είναι προσωρινό φαινόμενο και τελικά η τιμή της θα κινηθεί σε ένα μέσο επίπεδο μακροπρόθεσμα.

[9] [www.euretirio.com\(2010/06/mean-reversion.html#10AAprBNd\)](http://www.euretirio.com(2010/06/mean-reversion.html#10AAprBNd)

[10] [www.merit.gr\(files/ergasies/2006_march_ergasia_1_GR.pdf\)](http://www.merit.gr(files/ergasies/2006_march_ergasia_1_GR.pdf)

3. Υπερβάλλουσα Μεταβλητότητα (excess volatility).

Οι πρώτες μελέτες σχετικά με την ύπαρξη υπερβάλλουσας μεταβλητότητας στις αγορές πραγματοποιήθηκε από τον Shiller (1979) και τους LeRoy and Porter (1981) και αφορούσε την αγορά ομολόγων, ενώ στην αγορά μετοχών οι πρώτες μελέτες έγιναν από τον Shiller (1981a, 1981b) με την χρήση ενός υποδείγματος στο οποίο οι τιμές είναι ίσες με την αναμενόμενη καθαρή αξία των μελλοντικών μερισμάτων, προεξοφλημένων με ένα σταθερό επιτόκιο και της υπόθεσης πως οι επενδυτές ξέρουν ακριβώς πως πρόκειται να εξελιχθούν τα μερίσματα στο μέλλον, οπότε αποτιμούν την χρηματιστηριακή αγορά ανάλογα. Το συμπέρασμα αυτών των ερευνών ήταν πως οι τιμές στις αγορές παρουσιάζουν πολύ μεγαλύτερη μεταβλητότητα από όση θα μπορούσε να δικαιολογηθεί με βάση το υπόδειγμα (Παράρτημα II).

Συνοψίζοντας, ο Shiller (2002) κατέληξε πως καθώς το μεγαλύτερο τμήμα της παρατηρούμενης μεταβλητότητας των τιμών δεν μπορεί να εξηγηθεί με βάση τους θεμελιώδεις όρους της αγοράς, θα πρέπει να αποδοθεί σε άλλους (μη θεμελιώδεις λόγους) όπως για παράδειγμα οι διαθέσεις ή η ψυχολογία της αγοράς. Αυτό σύμφωνα με τον ίδιο αντιπροσωπεύει την κυριότερη από όλες τις ανωμαλίες και κατά συνέπεια τη μεγαλύτερη πρόκληση για την ύπαρξη αποτελεσματικών αγορών. Οι συγκεκριμένες εργασίες έγιναν αντικείμενο έντονης κριτικής (Fama, 1991) και αποτέλεσαν το έναυσμα μιας ευρύτερης διαμάχης σχετικά με την μεταβλητότητα.

Ειδικότερα, αμφισβητήθηκε η αξιοπιστία των στατιστικών μεθόδων που χρησιμοποιήθηκαν. Σύμφωνα δε με τον Schwert (2002) αποτελούν απλά έλεγχο ενός ειδικότερου μοντέλου αξιολόγησης, χωρίς να παρέχουν πληροφόρηση για τον προσδιορισμό κάποιας εσφαλμένης τιμολόγησης ή για την αποκόμιση μη κανονικών κερδών. Ο Shiller από την άλλη, θεωρεί πως το ζήτημα της υπερβάλλουσας μεταβλητότητας παραμένει καθώς εμφανίζεται και σε αλλαγές που αφορούν κυρίως την χρήση διαφορετικών προεξοφλητικών επιτοκίων του αρχικού υποδείγματος. Από την διαμάχη αυτή έχει προκύψει ένα ακόμη σημαντικό ερώτημα το οποίο μένει προς το παρόν αναπάντητο: για ποιους λόγους υπάρχει αξιοσημείωτη διακύμανση της μεταβλητότητας διαχρονικά;

Επιπρόσθετα ο Scholes (1972) διαπίστωσε πως οι τιμές των μετοχών αντιδρούν ακόμη και με απουσία πληροφοριών, ενώ ο Roll (1988) στην προσπάθειά του να ερμηνεύσει ex-post τις μεταβολές των τιμών των μετοχών με βάση α) την επίδραση συστηματικών οικονομικών παραγόντων, β) τις αλλαγές που συντελούνται σε κλαδικό επίπεδο και γ) τα γεγονότα που αφορούν την κάθε εταιρεία, υπολόγισε το R^2 των αποδόσεων ορισμένων μετοχών υψηλής

κεφαλαιοποίησης με τους ανωτέρω παράγοντες και διαπίστωσε ότι το μέσο προσαρμοσμένο R^2 ήταν μόνο 0,35 με βάση τα μηνιαία στοιχεία και 0,2 με βάση τα ημερήσια.

Το γεγονός ότι η ερμηνευτική δύναμη των ανωτέρω παραγόντων είναι τόσο μικρή, είναι απόδειξη πως οι τιμές των τίτλων, μεταβάλλονται κατά κύριο λόγο εξαιτίας άλλων, πέραν των πληροφοριών ή παραγόντων.

Μια από τις χαρακτηριστικότερες περιπτώσεις αντίδρασης της αγοράς παρά την απουσία πληροφοριών είναι η κατάρρευση των τιμών των μετοχών το 1987. Την Δευτέρα 19 Οκτωβρίου 1987 ¹ ο δείκτης Dow Jones Industrial Average σημείωσε πτώση κατά 22,6% χωρίς να υπάρχουν οποιεσδήποτε ειδήσεις. Η εκτεταμένη πτώση στις τιμές των μετοχών προκάλεσε μια έντονη εκ των υστέρων αναζήτηση πληροφοριών που θα μπορούσαν να τη δικαιολογήσουν, η οποία υπήρξε άκαρπη καθώς καμία πειστική νέα πληροφορία δεν βρέθηκε.

Η συγκεκριμένη περίπτωση δεν αποτελεί ένα μεμονωμένο περιστατικό, στην πραγματικότητα όμως πολλές απότομες μεταβολές στις τιμές των μετοχών δεν φαίνονται να συνδέονται με σημαντικές ειδήσεις. Οι Cutler, Poterba, και Summers με αφορμή την κρίση του 1987 ταξινομήσαν τα σημαντικότερα νέα για την περίοδο 1941-1987 και τις αντιδράσεις των χρηματιστηριακών αγορών σε αυτά, καθώς επίσης και τις πενήντα μεγαλύτερες μεταβολές στις αγορές και τις επεξηγήσεις των «New York Times», για αυτές.

Είναι αξιοσημείωτο πως αν και τα σημαντικά νέα δημιούργησαν κάποιες σημαντικές αντιδράσεις στις αγορές, δεν προκάλεσαν καμία από τις πέντε μεγαλύτερες μεταβολές και συνολικά μόνο επτά από τις πενήντα που εξετάστηκαν.

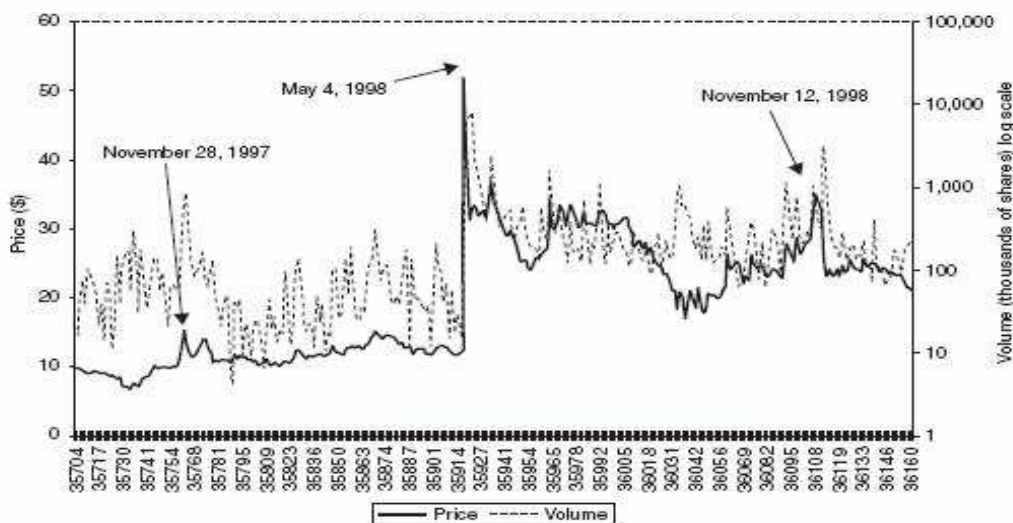
Συμπερασματικά λοιπόν, παρότι τα θεμελιώδη δεδομένα προκαλούν αντιδράσεις στην αγορά οι περισσότερες από τις μεγάλες μεταβολές δεν μπορούν να εξηγηθούν ως αντίδραση σε θεμελιώδη δεδομένα. Ακόμη, σχετική με την αντίδραση παρά την απουσία πληροφοριών είναι και η περίπτωση της Entremed., εταιρία η οποία ανήκει στον τομέα της βιοτεχνολογίας.

Όπως αναφέρει ο Huberman (2003) στις 27 Νοεμβρίου του 1997 το περιοδικό “Nature” δημοσίευσε πρωτοσέλιδο άρθρο στο οποίο αναφερόταν πως το επιστημονικό προσωπικό της εταιρείας πραγματοποίησε μια σημαντική ανακάλυψη η οποία έδινε ώθηση στην έρευνα για την θεραπεία του καρκίνου. Η τιμή της μετοχής στις 28 Νοεμβρίου ανέβηκε στα 15,25 \$, σημειώνοντας αύξηση 28,4 % με σημαντικό όγκο συναλλαγών όπως και ήταν αναμενόμενο να συμβεί καθώς οι επενδυτές προεξοφλούσαν τα θετικά αποτελέσματα που θα δημιουργούσε στην εταιρεία η αξιοποίηση μιας τέτοιας θεραπευτικής μεθόδου (αν βέβαια κατόρθωνε να την ολοκληρώσει).

Για το επόμενο χρονικό διάστημα μέχρι την 1 Μαΐου του 1998 η μετοχή της Entre Med διαπραγματευόταν 19. Η ημερομηνία αυτή έχει μείνει γνωστή ως “Black Monday”¹ ανάμεσα στα 9,875 \$ και 15,25\$, ειδικότερα την Παρασκευή 1 Μαΐου η μετοχή είχε κλείσει στα 12,063\$ (Σχήμα 1) . Την Κυριακή 3 Μαΐου δημοσιεύτηκε στην εφημερίδα «New York Times» άρθρο με αντίστοιχο περιεχόμενο με αυτό που είχε δημοσιευτεί στο “Nature”. Το αποτέλεσμα ήταν την Δευτέρα 4 Μαΐου η μετοχή να ανοίξει στα 85\$ και να κλείσει στα 51,81\$ δηλαδή περίπου 330% ψηλότερα από ότι την Παρασκευή.

Η απόδοση εκτός από άκρως εντυπωσιακή είναι και τελείως αδικαιολόγητη καθώς προκλήθηκε από ένα δημοσίευμα το οποίο δεν ανέφερε καμία νέα πληροφορία καθώς τα γεγονότα ήταν γνωστά ήδη από τον Νοέμβριο.

Αυτά τα δεδομένα είναι συνεπή με τα ευρήματα του Shiller που αναφέρθηκαν προηγουμένως περί υπερβολικής μεταβλητότητας των αποδόσεων των μετοχών.[11]



Σχήμα 1. Τιμές κλεισίματος και όγκος συναλλαγών της μετοχής της εταιρείας EntreMed από 10/01/1997 έως 12/03/1998. (Huberman and Regev 2001)

¹ Η ημερομηνία αυτή έχει μείνει γνωστή ως “Black Monday”.

[11] www.merit.gr/files/ergasies/2006_march_ergasia_1_GR.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3:

ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ

3.1 ΕΝΝΟΙΑ-ΤΡΟΠΟΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

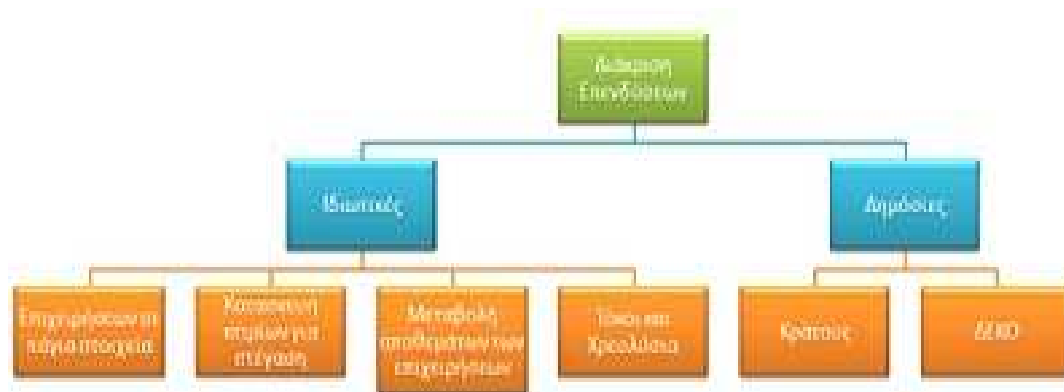
3.1.1 ΕΝΝΟΙΑ

Επένδυση θεωρείται κάθε υλικό, διαρκές, παραγωγικό αγαθό που δεν καταναλώνεται με τη χρησιμοποίηση του αλλά συμβάλλει στην αύξηση της παραγωγικής υποδομής μιας χώρας ή επιχείρησης.

Συμβάλλει δηλαδή στη δημιουργία νέου κεφαλαιουχικού εξοπλισμού (νέα κτίρια, νέες εγκαταστάσεις, νέος μηχανολογικός εξοπλισμός, επεκτάσεις του προϋπάρχοντος κεφαλαιουχικού εξοπλισμού).

Αρχικά η διάρκεια ζωής μιας επένδυσης είναι σημαντική εφόσον συνήθως έχει μακρόχρονα αποτελέσματα. Για την ακρίβεια όσο το δυνατόν μικρότερο βαθμό κινδύνου έχει, τόσο οι ωφέλειες που προκύπτουν από αυτή, υπερέχουν των θυσιών ώστε ο επενδυτής να μη συντριβεται ψυχολογικά και να συνεχίζει να λαμβάνει πιο ψύχραιμα τις αποφάσεις του. Αλλά ακόμα και στην περίπτωση που αυτό δεν μπορέσει να επιτευχθεί τουλάχιστον οι απώλειες να είναι περιορισμένες και να μην οδηγηθεί στην τελική καταστροφή.

3.1.2 Διάκριση επενδύσεων



Οι επενδύσεις σε μια οικονομία διακρίνονται σε ιδιωτικές και δημόσιες ανάλογα με το φορέα (ιδιωτικό ή δημόσιο) και το σκοπό (κέρδος ή κοινωνική ωφέλεια). Ουσιαστικά οι επενδύσεις βοηθούν τα άτομα να πετύχουν την ύψιστη απόλαυση του πλούτου άλλα και να οδηγηθούν την ίδια στιγμή και στο ακριβώς αντίθετο αποτέλεσμα, αν δε γίνει σωστή διαχείριση. Οι εταιρίες συνήθως σαν απώτερο στόχο έχουν την επέκταση τους και την απόλυτη κυριαρχία τους στον κλάδο τον οποίο βρίσκονται, ενώ οι κρατικές επενδύσεις, τη διεύρυνση του κρατικού προϋπολογισμού.

α) Ιδιωτικές επενδύσεις

Οι ιδιωτικές επενδύσεις χρηματοδοτούνται συνήθως με αυτοχρηματοδότηση, αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ή δανεισμό και περιλαμβάνουν δαπάνες για κατοικίες, πάγιες εγκαταστάσεις των επιχειρήσεων και αύξηση των αποθεμάτων των επιχειρήσεων.

Οι ιδιωτικές επενδύσεις παγίων κεφαλαιουχικών αγαθών είναι εκείνες οι οποίες έχουν μεγάλη σημασία για την ανάπτυξη και τη διεύρυνση της παραγωγικής βάσης της οικονομίας.

β) Δημόσιες επενδύσεις

Οι δημόσιες επενδύσεις (δρόμοι, σχολεία, νοσοκομεία, έργα υποδομής κλπ) χρηματοδοτούνται με εσωτερικό ή εξωτερικό δανεισμό, φορολογίες και αυτοχρηματοδότηση (από τις κατασκευαστικές εταιρείες οι οποίες εισπράττουν τέλη από τους χρήστες των έργων υποδομής, π.χ. αεροδρόμια, μετρό, εθνικούς δρόμους, για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα που καθορίζεται από τη σύμβαση με το δημόσιο). Συνήθως διακρίνονται σ' εκείνες της κεντρικής διοίκησης (Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων) και των ΔΕΚΟ¹.

Σε ορισμένες περιπτώσεις όμως, στις δημόσιες επενδύσεις, περιλαμβάνονται μόνον εκείνες της κεντρικής διοίκησης, ενώ οι επενδύσεις των ΔΕΚΟ θεωρούνται ιδιωτικές επενδύσεις. Αυτό συμβαίνει γιατί οι επενδύσεις των ΔΕΚΟ υποτίθεται ότι αποφασίζονται με ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια όπως οι ιδιωτικές επενδύσεις, ενώ εκείνες της κεντρικής διοίκησης (κρατικός προϋπολογισμός) με κοινωνικά και πολιτικά κριτήρια. Οι επενδύσεις, επίσης, διακρίνονται σε καθαρές και ακαθάριστες επενδύσεις. Οι τελευταίες περιλαμβάνουν και τις αποσβέσεις, ενώ οι καθαρές επενδύσεις την καθαρή προσθήκη στο κεφάλαιο και τα αποθέματα προϊόντων στην οικονομία.

¹ ΔΕΚΟ :Δημόσιες Επιχειρήσεις Κοινής Ωφέλειας και αναφέρεται σε επιχειρήσεις όπως η ΔΕΗ, ο ΟΑΕΔ και η Δημόσια Επιχείρηση Πετρελαίου.

3.1.3 ΤΡΟΠΟΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Οι βασικές κατηγορίες επένδυσης στις οποίες μπορεί να επενδύσει τα διαθέσιμα κεφάλαια του ένας επενδυτής, είναι οι παρακάτω:

Αγορά χρήματος - Βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις

Οι βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις στην αγορά χρήματος περιλαμβάνουν τραπεζικές καταθέσεις, έντοκα γραμμάτια Ελληνικού δημοσίου και repos¹. Τα Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων, σε σύγκριση με τα προϊόντα της χρηματαγοράς, προσφέρουν την πλέον αποδοτική διαχείριση σε κεφάλαια βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα (χρονικός ορίζοντας επένδυσης μικρότερος του ενός έτους), επιδιώκοντας την επίτευξη ανταγωνιστικών αποδόσεων με μηδαμινό κίνδυνο.

α) ΜΕΤΟΧΕΣ

Οι μετοχές είναι ένας διαδεδομένος τρόπος επένδυσης. Τα άτομα που αγοράζουν μετοχές μιας επιχείρησης θεωρούνται συνιδιοκτήτες της επιχείρησης. Συνεπώς, αν η επιχείρηση επιτυγχάνει κέρδη, τότε οι μέτοχοι της κερδίζουν. Στην αντίθετη περίπτωση, οι μέτοχοι μπορεί να ζημιώσουν χάνοντας χρήματα. Ο λόγος που πολλοί επιλέγουν να επενδύσουν σε μετοχές είναι γιατί θεωρούν ότι με αυτό τον τρόπο θα μπορέσουν να αυξήσουν το κεφάλαιο που επένδυσαν περισσότερο αποτελεσματικά παρά αν το κατέθεταν σε μια τράπεζα. Είναι τίτλοι κυριότητας της εταιρείας που τις εκδίδει. Όταν ιδρύεται μια ανώνυμη εταιρεία συγκεντρώνεται ένα κεφάλαιο. Το κεφάλαιο αυτό διαιρείται σε ίσα μερίδια τις μετοχές. Ο επενδυτής, ανάλογα με το ποσό των χρημάτων που θέλει να επενδύσει να αγοράσει ένα μέρος των μετοχών αυτών. Από τη στιγμή αυτή γίνεται μέτοχος της εταιρείας και μπορεί να συμμετέχει στη λήψη αποφάσεων που αφορούν τη διαχείριση της.

Είδη μετοχών

Η κοινή μετοχή δίνει τη δυνατότητα στον επενδυτή να συμμετέχει στα κέρδη καθώς και στις Γενικές Συνελεύσεις της εταιρείας. Η προνομιούχος μετοχή προσφέρει προβάδισμα για τους κατόχους της, έναντι αυτών που έχουν κοινές μετοχές, στη λήψη μερίσματος και στη λήψη του προϊόντος εκκαθάρισης σε περίπτωση διάλυσης της εταιρείας. Οι κάτοχοι όμως των προνομιούχων μετοχών δεν έχουν δικαίωμα συμμετοχής και ψήφου στις Γενικές Συνελεύσεις της εταιρείας.

¹ repos: συντομία του Repurchase agreement που μεταφράζεται ως συμφωνία επαναγοράς.

Είδη τιμών μετοχών

A) Η ονομαστική τιμή της μετοχής προκύπτει διαιρώντας το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας με τον αριθμό των μετοχών που έχει. Η ονομαστική τιμή της μετοχής μπορεί να μεταβληθεί με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης της εταιρείας.

B) Η λογιστική τιμή της μετοχής προκύπτει διαιρώντας τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας με τον αριθμό των μετοχών της εταιρείας που είναι σε κυκλοφορία.

Γ) Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής διαμορφώνεται καθημερινά στη συνεδρίαση του Χ.Α¹. μέσω της προσφοράς και της ζήτησης.

Παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν τις μετοχές εκτός από τη πορεία της κάθε εταιρείας που μπορεί να συμβάλλουν σαν σύνολο στον κλάδο απ' όπου εντάσσονται, τα γεγονότα δημοσιονομικού χαρακτήρα, όπως ΑΕΠ², από γενικότερες πολιτικές εξελίξεις ή οικονομικά γεγονότα σε διεθνές επίπεδο που έχουν αντίκτυπο και τον συγκεκριμένο κλάδο και κατά συνέπεια τη συγκεκριμένη μετοχή της εταιρείας.

Οι επενδυτές πριν προβούν στην αγορά των μετοχών θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη το ύψος του μερίσματος που αναμένεται να εισπραχθεί από τις μετοχές αυτές. Επίσης είναι πολύ σημαντική η μερισματική απόδοση η οποία θα επιτευχθεί, όπου η σχέση μερισμάτων και τρέχουσας τιμής της μετοχής εξαρτάται από το ύψος των συνολικών κερδών της εταιρείας. (www.bankofcyprus.gr/main.asp?id=2992)

Αποδοτικές και μη αποδοτικές μετοχές

Εφόσον έχουμε αποφασίσει να ασχοληθούμε με τη χρηματιστηριακή αγορά, θα πρέπει να ενημερωθούμε περισσότερο για τις εταιρείες που έχουν μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, να συλλέξουμε πηγές, στοιχεία και πληροφορίες για τις επιχειρήσεις, τη δραστηριότητά τους, το μέγεθός τους, την ιστορία τους, τη διοίκησή τους, τα οικονομικά τους στοιχεία και τη συμπεριφορά που έχουν δείξει απέναντι στη χρηματιστηριακή αγορά.

Επομένως, θα πρέπει να είμαστε ειδήμονες ώστε να αποφεύγουμε τις φήμες και τις διαδόσεις, που δεν είναι έγκυρες και να επιλέγουμε για ξεκίνημα μετοχές που δεν έχουν παρουσιάσει μεγάλες, απότομες και συνεχής διακυμάνσεις στις τιμές.

Ουσιαστικά, πρέπει να συγκρίνουμε τις μεταβολές των τιμών οι οποίες δημοσιεύονται σε σχετικές εφημερίδες που αφορούν μετοχές μεγάλες και μικρές .

Επίσης, να έχουμε πάντοτε υπόψη μας πως το ύψος των προσδοκώμενων κερδών είναι απολύτως συνδεδεμένο με το ρίσκο που είμαστε διατεθειμένοι να αναλάβουμε[11].

Μετοχές χαμηλής και υψηλής αξίας

Η αγοραστική δύναμη μιας μετοχής είναι εξάρτηση πολλών παραγόντων όπως, των κερδών μιας εταιρείας ή της λογιστικής της αξίας που αντιστοιχούν στην κάθε μετοχή της, αλλά και με βάση τις προοπτικές που θα υπάρξουν στο μέλλον για να προβούν σε μια καλύτερη ή χειρότερη απόδοση.

Η τιμή που διαμορφώνεται στην αγορά είναι ικανοποιητική εφόσον έχουμε την ύπαρξη ενός πωλητή και ενός αγοραστή οι οποίοι είναι πρόθυμοι να συμμετάσχουν σε μια πώληση με την συγκεκριμένη τιμή.

Παράδειγμα: μια μετοχή που πουλιέται 30€ δεν είναι απαραίτητα ακριβότερη από μια άλλη των 3€ αφού ενδέχεται ο αριθμός των μετοχών που έχει θέσει σε κυκλοφορία η δεύτερη εταιρεία να είναι πολλαπλάσιος της πρώτης. Ωστόσο η εμπειρία έχει δείξει ότι ο κάτοχος μιας μετοχής της οποίας η τιμή αγοράς είναι στα 3€ ενδέχεται να βρει πιο εύκολα κάποιον που θα δώσει 3,3€ για να αγοράσει τη μετοχή αυτή. Αντιθέτως ο κάτοχος μια μετοχής την οποία αγόρασε 30€ θα δυσκολευθεί περισσότερο να βρει αγοραστή που θα καταβάλει 33€, αν και στις δύο περιπτώσεις το κέρδος είναι το ίδιο: 10%.

[11] [www.bankofcyprus.gr\(main.asp?id=2992\)](http://www.bankofcyprus.gr(main.asp?id=2992))

Ενέργειες που πρέπει να γίνουν αποφασίζοντας την αγορά μετοχών

Εφόσον έχουμε πάρει την απόφαση για την αγορά μιας μετοχής ώστε να ξεκινήσουμε έναν καινούργιο τρόπο διάθεσης και διαχείρισης των αποταμιεύσεών μας, είναι απαραίτητο να προβούμε με βάση τα παρακάτω βήματα που θα μας οδηγήσουν στη χρηματιστηριακή αγορά. Πρώτα πρέπει να καθορίσουμε το ποσό που θα επενδύσουμε σε μετοχές

Αν λάβουμε υπόψη μας ότι οι έμπειροι της χρηματιστηριακής αγοράς δεν τοποθετούν όλα τα διαθέσιμα κεφάλαιά τους στην αγορά αλλά διατηρούν ένα μέρος σε απλές καταθέσεις ή σε τίτλους σταθερού εισοδήματος, δεν είναι αναγκαίο να πράττουμε διαφορετικά και να εξαντλούμε τους λογαριασμούς των καταθέσεών μας, αφού η σταθερότητα στις αποφάσεις μας είναι σημαντική. Έπειτα πρέπει να διατηρήσουμε ένα μέρος των κεφαλαίων μας σε μετρητά ώστε να αντιμετωπίζουμε σε κάθε περίπτωση τις οποιεσδήποτε ανάγκες μας σε αγοραπωλησίες μετοχών αλλά και άλλες τρέχουσες ανάγκες που μπορεί να προκύψουν. Σε ότι αφορά το ύψος των κεφαλαίων που θα τοποθετήσουμε δεν υπάρχουν πρακτικά όρια κάτω από τα οποία απαγορεύεται να επενδύσουμε. Για να υπάρξει αποτέλεσμα στη τοποθέτηση χρημάτων στο χρηματιστήριο και στην τακτική παρακολούθηση των μετοχών κλπ., θα πρέπει να γνωρίζουμε ότι ένα ποσό της τάξης των 500.000€ είναι πολύ μικρό, ενώ ακόμη και πάνω από το 1 εκατ. € τα κεφάλαιά μας είναι και πάλι λίγα. Θα πρέπει να υπολογίζουμε ότι τα αρχικά κεφάλαια που θα επενδύσουμε θα βρίσκονται κοντά στο ύψος των 4-5 εκατ. € ενώ μετά την απόφαση για το ύψος των κεφαλαίων θα έχουμε να αντιμετωπίσουμε δύο ακόμη θέματα: την επιλογή χρηματιστή και το σημαντικότερο την επιλογή των μετοχών που θα αγοράσουμε. (www.tovima.gr)

ΟΜΟΛΟΓΑ

Ομόλογο είναι ένα χρηματοοικονομικό προϊόν που περιλαμβάνει μια υπόσχεση εκ μέρους του εκδότη - δανειζομένου να καταβάλει προκαθορισμένες πληρωμές στον αγοραστή - επενδυτή για ένα καθορισμένο χρονικό διάστημα. Δηλαδή, τα ομόλογα είναι χρεόγραφα που χρησιμοποιούνται από τον εκδότη τους (κυβέρνηση, δημόσιους ή ιδιωτικούς οργανισμούς) για τη συγκέντρωση δανειακών πόρων, καταβάλλοντας μια αμοιβή στον κάτοχό τους (τόκο). Τα ομόλογα είναι επίσης ένα είδος επένδυσης και αποφέρουν ένα σταθερό ποσό στον επενδυτή μετά την πάροδο συγκεκριμένου χρονικού

διαστήματος. Το ποσό που επενδύθηκε αρχικά επιστρέφεται στον επενδυτή μετά το τέλος του προκαθορισμένου διαστήματος .

Υπάρχουν πολλοί τύποι ομολόγων: με ή άνευ τοκομεριδίου, σταθερού ή κυμαινόμενου επιτοκίου, μετατρέψιμα, κ.α. Η συνολική απόδοση ενός ομολόγου καθορίζεται από το εισόδημα, το οποίο προκύπτει από το επιτόκιο της συγκεκριμένης έκδοσης και τα τυχόν κεφαλαιακά κέρδη (ή ζημιές) που διαμορφώνονται όταν η τιμή πώλησής του είναι υψηλότερη (ή αντίστοιχα χαμηλότερη) από την τιμή κτήσης του. Οι τιμές των ομολόγων καθορίζονται καθημερινά στις κεφαλαιαγορές από τις δυνάμεις της ζήτησης και της προσφοράς. Οι διακυμάνσεις των αγορών αυτών είναι παραδοσιακά μικρότερες από τις αντίστοιχες των Χρηματιστηρίων χωρίς να αποκλείονται βραχυχρονίως και αρνητικές αποδόσεις.

Κατηγορίες Ομολόγων

Τα ομόλογα κατατάσσονται σε διάφορες κατηγορίες:

- α) Ανάλογα με την ιδιότητα του εκδότη, δηλαδή αν ο εκδότης είναι το δημόσιο ή ιδιωτικές εταιρίες. Έτσι τα ομόλογα διακρίνονται σε κρατικά και εταιρικά.
- β) Ανάλογα με το είδος του επιτοκίου (τοκομερίδιο) που πληρώνουν διακρίνονται σε σταθερού και κυμαινόμενου επιτοκίου.
- γ) Ανάλογα με τον τρόπο που ο επενδυτής εισπράττει τις αποδόσεις του ομολόγου, υπάρχουν ομόλογα με κουπόνι και ομόλογα χωρίς κουπόνι (zero coupons).
- δ) Ανάλογα με την διάρκεια ζωής τους, υπάρχουν ομόλογα διάρκειας μερικών μηνών έως και μερικών δεκαετιών.

Τα ομόλογα λαμβάνουν πιστοληπτική αξιολόγηση η οποία εξαρτάται από την οικονομική φερεγγυότητα των εκδοτών, καθώς και από την ικανότητα εξόφλησης των οφειλών τους. Το έργο της αξιολόγησης των εκδοτών αναλαμβάνουν εξειδικευμένοι διεθνείς οίκοι (S & P, Moody's, Fitch ¹). Ανάλογα με την πιστοληπτική αξιολόγηση που λαμβάνει ένα ομόλογο κατηγοριοποιείται σε υψηλής φερεγγυότητας (investment bonds²), (βαθμολόγηση AAA – BBB από S & P) και χαμηλής φερεγγυότητας / επισφαλές ομόλογο (junk bond) (βαθμολόγηση από BB - C από S & P).

Η πιστοληπτική ικανότητα των ομολόγων είναι άμεσα συνδεδεμένη με την απόδοση

τους. Τα ομόλογα χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας έχουν υψηλότερη απόδοση (yield) σε σχέση με αυτή των ομολόγων καλύτερης πιστοληπτικής ικανότητας.

Ορισμένα πλεονεκτήματα που διακρίνονται στα ομόλογα είναι:

α) Σταθερό εισόδημα σε τακτά χρονικά διαστήματα.

β) Το εισόδημα από συγκεκριμένες κατηγορίες ομολόγων δεν φορολογείται. [12]

¹S & P, Moody's, Fitch : Ένα απίστευτα ισχυρό ολιγοπώλιο αξιολογεί αυθαίρετα

² Investment bonds : Η επένδυση του χρέους στην οποία ένας επενδυτής δανείζεται τα κεφάλαια για μια ορισμένη χρονική περίοδο με σταθερό επιτόκιο σε μια οντότητα (εταιρικά ή κρατικά).

Τι πρέπει να γνωρίζουμε για τα ομόλογα:

Εκδότης: Είναι ο χρηματοοικονομικός οργανισμός ο οποίος δανείζεται κεφάλαια από τους επενδυτές με την έκδοση του ομολόγου: (μπορεί να είναι κράτος ή εταιρία).

Τοκομερίδιο (κουπόνι): Το επιτόκιο που καταβάλλεται στον κάτοχο του ομολόγου.

Απόδοση (Yield): Το καθαρό κέρδος από την αγορά των ομολόγων, το οποίο βασίζεται πάνω στην τιμή αγοράς και το επιτόκιο που θα λαμβάνεται.

Απόδοση στην λήξη (yield to maturity): Η απόδοση που αποφέρει ένα ομόλογο από την ημερομηνία αγοράς έως την ημερομηνία λήξης του.

Απόδοση κατά την ημερομηνία εξαγοράς (yield to call): Η απόδοση που αποφέρει ένα ομόλογο από την ημερομηνία αγοράς μέχρι την ημερομηνία εξαγοράς από τον εκδότη του.

:

Κίνδυνοι ομολόγων:

Πληθωρισμός: Σε περίπτωση ομολόγων σταθερού επιτοκίου υπάρχει πιθανότητα η αξία των ομολόγων να διαβρωθεί από τον πληθωρισμό.

Επιτόκια: Οι τιμές των ομολόγων κινούνται σε αντίθετη τροχιά με τις τιμές των επιτοκίων. Άρα όταν υπάρχει αύξηση στα επιτόκια υπάρχει μείωση στις τιμές των ομολόγων ενώ οι τιμές των ομολόγων αυξάνονται όταν υπάρχει μείωση στα επιτόκια.

Πιστοληπτικός Κίνδυνος: Υπάρχει κίνδυνος ο εκδότης να είναι χαμηλής οικονομικής φερεγγυότητας και να αδυνατεί να αποπληρώσει το χρέος του στον επενδυτή.

Κίνδυνος Ρευστότητας: Η ρευστοποίηση των ομολόγων εξαρτάται από τη προσφορά ή τη ζήτηση. Υπάρχει ζήτηση για ομόλογα υψηλής φερεγγυότητας αλλά όχι για επισφαλή ομόλογα, άρα η ρευστοποίηση των επισφαλών ομολόγων είναι ακόμη πιο δύσκολη.

[12][www.bankofcyprus.gr\(Files/omologa.pdf\)](http://www.bankofcyprus.gr(Files/omologa.pdf)

Χρήσιμες Συμβουλές:

Πρώτα αποφασίζεται ο επενδυτικός στόχος και μετά καθορίζεται η επιλογή των ομολόγων.

Αν ο σκοπός της επένδυσης είναι η επίτευξη υψηλής απόδοσης τότε είναι ελκυστικά τα ομόλογα μακροπρόθεσμης λήξης. Τα ομόλογα που ανήκουν σε αυτή την κατηγορία είναι πολύ πιο επιρρεπή στους προαναφερόμενους κινδύνους.

Αν ο σκοπός της επένδυσης είναι η είσπραξη σταθερού εισοδήματος ανά τακτά χρονικά διαστήματα καθώς και διαφύλαξη του αρχικού κεφαλαίου το επενδυτικό προφίλ του πελάτη θα πρέπει να είναι συντηρητικό δηλαδή:

1. Επένδυση σε ομόλογα μικρής και μέσης διάρκειας.
2. Επένδυση σε ομόλογα με διαφορετική ημερομηνία λήξης. (laddered portfolio¹), δηλαδή κάθε βαθμίδα της κλίμακας αποτελείται από ομόλογα με διαφορετική ημερομηνία λήξης, από 1 χρόνο μέχρι 10 χρόνια. Με τη λήξη ενός ομολόγου 1 χρόνου γίνεται επανεπένδυση σε γραμμάτιο λήξης 10 χρόνων. Σαν αποτέλεσμα υπάρχει σταθερό ετήσιο εισόδημα για επανεπένδυση, ανεπηρέαστο από τις μεταβολές των επιτοκίων όπου η κατανομή του κεφαλαίου είναι σε ομόλογα διαφορετικών αποδόσεων.
3. Επένδυση σε ομολογιακό αμοιβαίο κεφάλαιο, έτσι υπάρχει ωφέλεια από όλα τα πλεονεκτήματα των αμοιβαίων κεφαλαίων. Σημαντικό είναι ότι η ρευστοποίηση ενός ομολογιακού κεφαλαίου είναι πιο εύκολη από την ρευστοποίηση των ομολόγων.[13]

¹ laddered portfolio : Είναι μια σχετικά απλή έννοια ότι οι προσπάθειες για την ελαχιστοποίηση των κινδύνων που συνδέονται με σταθερού εισοδήματος κινητών αξιών

γ) Ομολογίες

Οι ομολογίες είναι χρεόγραφα μακροπρόθεσμης διάρκειας (πάνω από ένα έτος) που εκδίδονται από επιχειρήσεις, οργανισμούς που χρειάζονται μακροπρόθεσμο δανεισμό. Σ' αυτή την κατηγορία επενδύσεων συμπεριλαμβάνονται και τα Ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια, τα οποία προσφέρουν τη δυνατότητα επίτευξης ικανοποιητικών αποδόσεων σε σχέση με τις παραδοσιακές τοποθετήσεις σε ομολογιακούς τίτλους και έχουν χαμηλό επενδυτικό κίνδυνο και το πλεονέκτημα της άμεσης ρευστοποίησης.

δ) Αμοιβαία κεφάλαια

Ένας εξαιρετικά δημοφιλής επενδυτικός θεσμός θα λέγαμε ότι είναι τα αμοιβαία κεφάλαια, ο οποίος χρησιμοποιείται σε όλες τις ανεπτυγμένες χώρες και αποτελεί μια μορφή ασφαλούς και επιτυχημένης επένδυσης την οποία πρέπει όλοι οι επενδυτές ή όσοι έχουν σκοπό να προβούν σε επενδύσεις να μελετηθεί με ιδιαίτερη προσοχή. Τα αμοιβαία κεφάλαια είναι είδος επένδυσης που μπορεί να βοηθήσει τον επενδυτή να μειώσει τον κίνδυνο ζημιάς. Συγκεκριμένα, αποτελούν ένα σύνολο χρημάτων από διάφορους επενδυτές, τα οποία μπορούν να επενδυθούν, είτε σε μετοχές, είτε σε ομόλογα. Με την επένδυση σε διαφορετικές επιχειρήσεις, οι επενδυτές έχουν την ευκαιρία να κερδίσουν από τις επιχειρήσεις που πηγαίνουν καλά και να εξισορροπήσουν τις ζημιές από τις επιχειρήσεις που δεν παρουσιάζουν κέρδη. Τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων αποτελούν συλλογική μορφή επένδυσης, η οποία τελεί υπό τη διαχείριση επαγγελματιών διαχειριστών. Η νομοθεσία ορίζει ότι τα αμοιβαία κεφάλαια επενδύουν σε κινητές αξίες στην Ελλάδα ή και στο εξωτερικό, ανάλογα με τον επενδυτικό σκοπό και την ονοματολογική τους κατάταξη. Επίσης δεν έχουν εγγυημένη απόδοση και οι προηγούμενες αποδόσεις δεν διασφαλίζουν τις μελλοντικές.

Κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Η κατηγοριοποίηση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων γίνεται σε δύο επίπεδα. Σε πρώτο επίπεδο η κατηγοριοποίηση γίνεται με βάση το είδος των χρηματοπιστωτικών μέσων στα οποία επενδύουν το ενεργητικό τους και χωρίζονται σε: Διαχείρισης Διαθεσίμων, Ομολογιακά, Μικτά, Μετοχικά και Α/Κ που αναπαράγουν σύνθεση χρηματιστηριακού δείκτη μετοχών ή ομολόγων. Σε δεύτερο επίπεδο η κατηγοριοποίηση γίνεται με βάση τη γεωγραφική κατανομή του

ενεργητικού τους και χωρίζονται σε: Εσωτερικού και Εξωτερικού. Τέλος, ξεχωριστή κατηγορία αποτελούν τα Αμοιβαία Κεφάλαια που επενδύουν σε άλλα Αμοιβαία Κεφάλαια (Funds of funds).

α) Κατηγοριοποίηση ανάλογα με το είδος των χρηματοπιστωτικών μέσων στα οποία επενδύουν το ενεργητικό τους

Α/Κ Διαχειρίσεως Διαθεσίμων

Αυτού του είδους τα Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύουν κυρίως σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς, ενώ δεν επιτρέπεται να επενδύουν σε μετοχές.

Συνοπτικά: Η απόδοση του μεριδίου συσχετίζεται θετικά με την πορεία των επιτοκίων, δηλαδή πτώση των επιτοκίων οδηγεί σε μείωση της απόδοσης και η τιμή του μεριδίου παρουσιάζει πολύ μικρές διακυμάνσεις.

Α/Κ Ομολογιακά

Τα ομολογιακά Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύουν κυρίως σε ομολογίες, ή και σε μετοχές μέχρι ποσοστό 10% του καθαρού ενεργητικού τους.

Συνοπτικά: Η απόδοση του μεριδίου συσχετίζεται αρνητικά με την πορεία των επιτοκίων, δηλαδή πτώση των επιτοκίων οδηγεί συνήθως σε αύξηση της απόδοσης και η τιμή του μεριδίου τους παρουσιάζει μέτριες διακυμάνσεις.

Α/Κ Μεικτά

Τα μεικτά Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύουν κατ' ελάχιστον ποσοστό 10% του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχές και κατ' ελάχιστον ποσοστό 10% του καθαρού ενεργητικού τους σε ομολογίες. Το σημαντικό είναι ότι το μέγιστο ποσοστό επένδυσης σε μετοχές ή σε ομολογίες ή σε καταθέσεις και μέσα χρηματαγοράς δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το 65% του καθαρού ενεργητικού τους.

Α/Κ Μετοχικά

Τα μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύουν κυρίως σε εισηγμένες μετοχές, των οποίων η απόδοση εξαρτάται από την απόδοση της αγοράς. Η τιμή του μεριδίου τους μπορεί να παρουσιάσει μεγάλες διακυμάνσεις.

A/K τα οποία αναπαράγουν σύνθεση χρηματιστηριακού δείκτη μετοχών ή ομολόγων

Αυτού του είδους τα Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύουν ποσοστό τουλάχιστον 95% επί του καθαρού ενεργητικού τους σε κινητές αξίες, οι οποίες περιλαμβάνονται στο συγκεκριμένο χρηματιστηριακό δείκτη σε παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα με υποκείμενη αξία το δείκτη ή τις κινητές αξίες που συμπεριλαμβάνονται στο δείκτη ή σε άλλους δείκτες, οι οποίοι έχουν μεγάλο συντελεστή συσχέτισης με τον δείκτη που αναπαράγουν. Το ποσοστό επένδυσης επί κινητών αξιών πρέπει να είναι τουλάχιστον 65% επί του καθαρού ενεργητικού τους.

β) Κατηγοριοποίηση ανάλογα με τη γεωγραφική κατανομή του ενεργητικού τους

A/K Εσωτερικού

Επενδύουν κυρίως σε καταθέσεις και σε μέσα χρηματαγοράς ή σε ομολογίες ή σε μετοχές, που εκδίδονται από εκδότη που έχει την καταστατική του έδρα στην Ελλάδα.

A/K Εξωτερικού

Επενδύουν κυρίως σε καταθέσεις, σε μέσα χρηματαγοράς, σε ομολογίες και σε μετοχές, που εκδίδονται από εκδότη που έχει την καταστατική του έδρα εκτός Ελλάδας. Η έκφραση "κυρίως" υπονοεί ποσοστό επένδυσης τουλάχιστον 65% επί του μέσου όρου του καθαρού ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου ανά ημερολογιακό τρίμηνο.

Αμοιβαία Κεφάλαια που επενδύουν σε άλλα A/K

Αυτού του είδους τα Αμοιβαία Κεφάλαια επενδύουν το ενεργητικό τους σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων, σε καταθέσεις, σε μέσα χρηματαγοράς και κατατάσσονται στις παρακάτω κατηγορίες:

α) Ομολογιακά, εφόσον επενδύουν κυρίως σε μερίδια ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων, ή σε μερίδια μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων μέχρι ποσοστό 10% του καθαρού ενεργητικού τους

β) Μικτά, εφόσον επενδύουν κατ' ελάχιστο ποσοστό 10% του καθαρού ενεργητικού τους σε μερίδια ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων και κατ' ελάχιστον ποσοστό 10% του καθαρού ενεργητικού τους σε μερίδια μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Το μέγιστο ποσοστό επένδυσης σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαχείρισης διαθεσίμων ή ομολογιακών ή μικτών ή μετοχικών δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το 65% του καθαρού ενεργητικού τους

γ) Μετοχικά, εφόσον επενδύουν κυρίως σε μερίδια μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων.[14]

[14] www.el.shvoong.com (business-management)

Εφημερίδα Θεσμικός Επενδυτής

Φορολογικό κίνητρο για τα μετοχικά και μεικτά αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού

Ο νόμος 3296/2004 αποσκοπώντας στην ενίσχυση των Μετοχικών και Μικτών Αμοιβαίων κεφαλαίων Εσωτερικού θεσμοθέτησε ένα σημαντικό φορολογικό κίνητρο για τους μεριδιούχους τους. Σύμφωνα με αυτό το νόμο σε περίπτωση κράτησης μεριδίων, μετοχικών ή μικτών Α.Κ. εσωτερικού επί μια ζετία εκπίπτει από το φορολογικό εισόδημα μετά την παρέλευση της ζετίας ποσοστό 20% της δαπάνης που δεν μπορεί να υπερβεί τα 3000 ευρώ. Το ποσοστό για την αγορά των μεριδίων πρέπει να προέρχεται από το νέο κεφάλαιο και όχι από την ρευστοποίηση μεριδίων μετοχικών και μικτών Α.Κ. Εσωτερικού.

Επιτυχημένη επένδυση – Αμοιβαία κεφάλαια

Με τα αμοιβαία κεφάλαια δίνετε μεγάλη δύναμη στις οικονομίες να εξασφαλίζουν την επαγγελματική διαχείριση του κεφαλαίου. Ενώ ενώνονται οι δυνάμεις με χιλιάδες άλλων επενδυτών, αποκτάται πρόσβαση σε αγορές και τις επενδύσεις που αδυνατούν να προσεγγίσουν μόνοι τους στο τέλος θα μπορέσουν να εξοικονομήσουν χρόνο, αφήνοντας έτσι τους ειδικούς να ασχοληθούν με την επιτυχή διαχείριση των χρημάτων τους.

Προτού προβούμε στην επένδυση με αμοιβαία κεφάλαια πρέπει να αναπτύξουμε και τα εξής βήματα: Αρχικά θα πρέπει να έχουμε μια σωστή αρχική εικόνα για το θεσμό αμοιβαίων κεφαλαίων, για τα πλεονεκτήματά τους, για τον τρόπο που λειτουργούν καθώς και για τη μεγάλη ποικιλία των επενδυτικών λύσεων που μπορούν να προσφέρουν. Έτσι με τη συμμετοχή σε αμοιβαία κεφάλαια, τα χρήματα του επενδυτή μαζί με τα χρήματα πολλών άλλων επενδυτών συμμετέχουν στο ίδιο Αμοιβαίο Κεφάλαιο και σχηματίζουν μια ισχυρή περιουσία την οποία διαχειρίζονται για λογαριασμό των επενδυτών ειδικευμένοι επαγγελματίες.

Έχοντας την ισχυρή αυτή περιουσία αποκτά το πλεονέκτημα να επωφελείται από τις επενδυτικές ευκαιρίες που αποδίδουν, υψηλά κέρδη με τον ελάχιστο κίνδυνο και ακόμη χαμηλότερα έξοδα προμήθειες κλπ. που ένας μεμονωμένος επενδυτής αδυνατεί να εξασφαλίσει. Αυτό θα το χαρακτηρίζαμε ως ένα ευρύ πλαίσιο επενδυτικών ευκαιριών.

Αντίθετα εάν προτιμήσουμε μια επένδυση στην οποία θα είμαστε μόνοι μας είναι λογικό ότι θα έχουμε την ευκαιρία να τοποθετηθούμε σε ένα περιορισμένο αριθμό μετοχών ή ομολόγων ή άλλων επενδυτικών εργαλείων και έτσι οδηγούμαστε σε ένα βήμα αυξημένου κινδύνου.

Λιαθέσιμα επενδυτικά προϊόντα

Τα διεθνή χρηματιστηριακά προϊόντα στα οποία έχει πλέον πρόσβαση κάθε έλληνας επενδυτής, αποτελούνται από μια πραγματικά τεράστια γκάμα επιλογών η οποία ξεκινά από αυτά τα οποία διαθέτουν εξαιρετικά συντηρητικά χαρακτηριστικά (όπως ομόλογα) και εκτείνεται μέχρι τα άκρως κερδοσκοπικά προϊόντα πολύ υψηλού κινδύνου αλλά και απόδοσης (όπως τα παράγωγα προϊόντα). Εκτός από το επενδυτικό προφίλ κάθε προϊόντος ο επενδυτής μπορεί να επιλέξει να επενδύσει σε όποιο νόμισμα επιθυμεί είτε χρησιμοποιώντας την αγορά παραγώγων, είτε την αγορά συναλλάγματος spot, είτε απλώς επιλέγοντας κάποιο προϊόν το οποίο αποτιμάται σε δολάρια Αμερικής ή Καναδά ή σε αγγλικές λίρες, κλπ. δημιουργώντας με αυτό τον τρόπο ένα πραγματικά διεθνοποιημένο χαρτοφυλάκιο κατανεμημένο όχι μόνο σε διαφορετικές κατηγορίες επενδύσεων αλλά ταυτόχρονα σε διαφορετικά νομίσματα βάσης.

Παρουσιάζοντας τις κυριότερες ξένες επενδυτικές επιλογές που διαθέτει σήμερα ο έλληνας επενδυτής θα ξεκινήσουμε από τα πιο «αμυντικά» προϊόντα δηλαδή τους τίτλους σταθερού εισοδήματος. Η παγκόσμια αγορά σταθερού εισοδήματος, δηλαδή η αγορά ομολόγων, αποτελεί μια αγορά πολλαπλάσιου μεγέθους συναλλαγών από την αγορά μετοχών καθώς σε αυτή συναλλάσσονται οι μεγαλύτεροι «παίκτες» του κόσμου, όπως οι κεντρικές τράπεζες όλων των χωρών, αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου (hedge funds) αλλά και μεγάλα συνταξιοδοτικά ταμεία, ισχυρά ιδιωτικά χαρτοφυλάκια και χαρτοφυλάκια τραπεζών, ξένων επενδυτικών οίκων κλπ. Επίσης η διεθνής αγορά ομολόγων καταλαμβάνει τη μερίδα του λέοντος στις συναλλαγές των επενδυτών, διότι όλοι οι προαναφερθέντες συμμετέχοντες αναγκαστικά κατανέμουν το μεγαλύτερο μέρος των χαρτοφυλακίων τους σε ομολογιακούς τίτλους για να διασφαλίσουν μακροχρόνιες αποδόσεις με ελάχιστο ρίσκο, αλλά και να «ταιριάξουν» κάποιες μελλοντικές εκροές με τις αντίστοιχες εισροές από τα κουπόνια και τις λήξεις των ομολόγων (όπως στην περίπτωση της διαχείρισης των χαρτοφυλακίων των συνταξιοδοτικών ταμείων). Οι επιλογές του έλληνα επενδυτή στην παγκόσμια αγορά ομολόγων ξεκινούν από τα κρατικά ομόλογα ώριμων οικονομιών, όπως είναι τα αμερικανικά κρατικά ομόλογα (treasuries), τα κρατικά ομόλογα των χωρών της Ευρωζώνης, τα κρατικά ομόλογα του αγγλικού δημοσίου, τα ιαπωνικά κρατικά ομόλογα και τα κρατικά ομόλογα αναδυόμενων οικονομιών τα οποία προσφέρουν μεγαλύτερες αποδόσεις στη λήξη (yields) από τα προαναφερθέντα. Ομόλογα αναδυόμενων οικονομιών είναι τα κρατικά ομόλογα των χωρών της ανατολικής Ευρώπης, της Ρωσίας, της Βραζιλίας, της Αργεντινής, του Μεξικού, της Αιγύπτου κλπ. Συνήθως τα περισσότερα κρατικά ομόλογα εκδίδονται στο εγχώριο νόμισμα της εκάστοτε χώρας. Για παράδειγμα τα ιαπωνικά ομόλογα εκδίδονται σε γεν. Αρκετές χώρες πλέον προχωρούν και σε

παράλληλες εκδόσεις ομολόγων σε ξένα νομίσματα, όπως για παράδειγμα τα ομόλογα Βραζιλίας σε δολάριο κλπ. Υπάρχουν τρεις βασικοί τύποι ξένων κρατικών ομολόγων οι οποίοι είναι: α) τα κρατικά ομόλογα σταθερού κουπονιού, β) τα κρατικά ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου ή συνδεδεμένου επιτοκίου με τον πληθωρισμό ή το διατραπεζικό επιτόκιο και γ) κρατικά ομόλογα μηδενικού κουπονιού (zero coupon) τα οποία αγοράζονται από τους επενδυτές με αποκλειστικό στόχο να κερδίσουν από την άνοδο της τιμής τους. Οι χρονικές λήξεις των κρατικών ομολόγων ποικίλουν από ένα έτος μέχρι και πενήντα έτη. Σχετικά πρόσφατα το γαλλικό δημόσιο εξέδωσε ομόλογα πενήνταετούς διάρκειας για να απευθυνθεί σε ομάδες επενδυτών που ζητούσαν εξαιρετικά μακροχρόνιας διάρκειας προϊόντα σταθερού εισοδήματος. Τα ομόλογα των αναδυόμενων οικονομιών διαθέτουν μεγαλύτερο επενδυτικό κίνδυνο λόγω μεγάλης μεταβλητότητας των τιμών τους, σε σχέση με τα κρατικά ομόλογα των ώριμων οικονομιών αλλά και αυξημένη πιθανότητα πτώχευσης του εκάστοτε κράτους. Εκτός όμως από τα κρατικά ομόλογα υπάρχουν και τα εταιρικά ομόλογα σε διάφορα νομίσματα. Στην μεγάλη αυτή κατηγορία συγκαταλέγονται τα ομόλογα των υπερεθνικών οργανισμών, όπως της Ευρωπαϊκής τράπεζας επενδύσεων και του παγκοσμίου νομισματικού ταμείου, αλλά και τίτλοι εταιριών εισηγμένων σε χρηματιστήρια με χαμηλότερη πιστοληπτική ικανότητα. Οι δυνατότητες επιλογών ανάμεσα στα ξένα εταιρικά ομόλογα είναι πρακτικά άπειρες, καθώς ο επενδυτής μπορεί να επιλέξει τίτλους υψηλών, μεσαίων ή χαμηλών πιστοληπτικών κατηγοριών. Στην τελευταία αυτή κατηγορία ανήκουν τα ομόλογα junk (σκουπίδια) τα οποία προσφέρουν υψηλότατα yields αλλά και πολύ μεγάλη πιθανότητα πτώχευσης της εταιρίας που τα εκδίδει. Πρόσφατα υποβαθμίστηκε στην κατηγορία junk η General Motors η οποία έχει εκδώσει πληθώρα ομολόγων, προσφέροντας μετά την εξέλιξη αυτή πολύ ικανοποιητικά yields.

Όπως τα κρατικά έτσι και τα εταιρικά ομόλογα διαθέτουν ευρεία γκάμα χρονικών λήξεων, από ένα έτος μέχρι και τριάντα έτη, αλλά και διάφορους τύπους όπως σταθερό κουπόνι, κυμαινόμενο επιτόκιο, μηδενικό επιτόκιο (zero coupon), δικαίωμα επαναγοράς εκ μέρους του εκδότη σε προκαθορισμένη τιμή ή ακόμα και δικαίωμα ρευστοποίησης εκ μέρους του επενδυτή σε περίπτωση υποχώρησης της τιμής κάτω από ένα προσυμφωνημένο όριο. Επίσης ειδικά στην περίπτωση των εταιρικών ομολόγων, πολλές εταιρίες εκδίδουν ομόλογα μετατρέψιμα σε μετοχές, προκειμένου να είναι πιο ελκυστικά. Μια άλλη κατηγορία διεθνών χρηματιστηριακών επενδύσεων είναι οι μετοχές αλλά και τα αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σε μετοχικές αγορές του εξωτερικού. Ο επενδυτής μπορεί να πραγματοποιήσει συναλλαγές σε οποιαδήποτε μετοχική αγορά του εξωτερικού, όπως για παράδειγμα το γερμανικό ή το γαλλικό χρηματιστήριο, ή το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, αγοράζοντας ή πουλώντας μετοχές εισηγμένων εταιριών και εισπράττοντας τα μερίσματα τους. Η τοποθέτηση κεφαλαίων σε ξένες μετοχές είναι φυσικά πιο

επικίνδυνη από την τοποθέτηση σε ομολογιακούς τίτλους, αλλά αυξάνει τις επιλογές του έλληνα επενδυτή. Εκτός από τις επιμέρους μετοχές των εισηγμένων σε όλα τα ξένα χρηματιστήρια εταιριών του εξωτερικού, υπάρχει η δυνατότητα τοποθέτησης και στα λεγόμενα ETF¹(ExchangeTraded Funds). Τα ETF είναι ένα είδος μετοχών διαπραγματευσίμων στα χρηματιστήρια οι οποίες αντιπροσωπεύουν ένα «καλάθι» μετοχών ίδιο με εκείνο που απαρτίζει κάποιο χρηματιστηριακό δείκτη και κινούνται στην ίδια ακριβώς κατεύθυνση με αυτή του χρηματιστηριακού δείκτη. Για παράδειγμα το ETF του DAX² είναι μια μετοχή που ακολουθεί με μεγάλη ακρίβεια τη διακύμανση του γερμανικού χρηματιστηριακού δείκτη και είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο της Φρανκφούρτης. Κάποιος επενδυτής πιστεύει ότι ο δείκτης DAX θα ακολουθήσει μια ανοδική τάση για ένα χρονικό διάστημα και θέλει να την εκμεταλλευτεί χωρίς να εκτεθεί σε επιμέρους μετοχές της αγοράς μπορεί να αγοράσει μετοχές του DAX μέσω του αντίστοιχου ETF και να κερδίσει την ίδια ακριβώς απόδοση με αυτή του συγκεκριμένου δείκτη για όσο καιρό κρατήσει τη θέση του. Μετοχές τύπου ETF υπάρχουν διαθέσιμες για ευρωπαϊκούς χρηματιστηριακούς δείκτες όπως ο DAX, ο CAC, ο DJ Eurostoxx 50, ο DJ Eurostoxx Telecoms, ο TecDAX κλπ. Επίσης μεγαλύτερη γκάμα ETF υπάρχει στις αμερικανικές αγορές (diamonds) όπου εκεί ο επενδυτής έχει τη δυνατότητα επιλογής ακόμα και σε επιμέρους εταιρικούς κλάδους, όπως για παράδειγμα ο κλάδος των πετρελαϊκών εταιριών, της βιοτεχνολογίας κλπ.[15]

Παράγωγα επενδυτικά προϊόντα

Παράγωγο προϊόν θεωρείται μια διμερής σύμβαση όπου εξαρτάται από την αξία μιας υποκείμενης κινητής αξίας ή ενός δείκτη. Η τιμή του παράγωγου προϊόντος συνδέεται με την εξέλιξη στην τιμή άλλων, πρωτογενών προϊόντων. Έτσι, τα παράγωγα προϊόντα αναφέρονται σε μετοχές, δείκτες μετοχών, ομολογίες, συνάλλαγμα ή εμπορεύματα. Η μεγάλη ανάπτυξη της αγοράς παραγώγων οφείλεται στο ότι τα προϊόντα αυτά μπορούν να θεωρηθούν ως εργαλεία σταθεροποίησης, εξομάλυνσης και περιορισμού των κινδύνων των οικονομικών συναλλαγών, αλλά και ως μέσα εξασφάλισης αποδόσεων εκ μέρους των επενδυτών. Τα χρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα, που τελούν υπό διαπραγμάτευση στο πλαίσιο μιας οργανωμένης αγοράς, έχουν δύο κρίσιμα χαρακτηριστικά: Πρώτον, είναι συμβάσεις που καταρτίζονται μεταξύ ενός μέλους και της οργανωμένης αγοράς, και κατά συνέπεια ο πιστωτικός κίνδυνος της

συναλλαγής αναλαμβάνεται από την αγορά. Τα χρηματιστηριακά συμβόλαια έχουν την «εγγύηση» της αγοράς στην οποία υπόκεινται προς διαπραγμάτευση.

Δεύτερον, κάθε προϊόν είναι τυποποιημένο, δηλαδή, έχει τα ίδια χαρακτηριστικά. Αυτή η τυποποίηση τα καθιστά ανταλλάξιμα, τους προσδίδει ρευστότητα και δυνατότητα συμψηφισμού, αντίθετα με ότι ισχύει σε παράγωγα προϊόντα που δεν είναι εισηγμένα σε οργανωμένες αγορές. Τα παράγωγα προϊόντα είναι διαφορετικά στη φύση τους από τα υποκείμενά τους. Για παράδειγμα, οι υποκείμενες μετοχές αποτελούν υποχρεώσεις της εκδότριας εταιρείας προς τους εκάστοτε μετόχους της. Το επενδυτικό προϊόν, δικαιώματα επί μετοχών, δεν δημιουργεί δικαίωμα κατά της εταιρείας που τις εκδίδει, αλλά κατά κάποιου άλλου προσώπου ως προς τις μετοχές αυτές (π.χ. να αγοράσει ή να πωλήσει ορισμένο αριθμό μετοχών σε συγκεκριμένη τιμή, εντός συγκεκριμένης προθεσμίας). Γνωστά παράγωγα προϊόντα, τα οποία διαπραγματεύονται διεθνώς, είναι τα προθεσμιακά συμβόλαια (futures), τα δικαιώματα (options) και οι ανταλλαγές (swaps). Ένα προθεσμιακό συμβόλαιο αποτελεί συμφωνία που επετεύχθη σε μια χρονική στιγμή για την παράδοση ενός προϊόντος σε συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία, και σε τιμή που καθορίστηκε κατά τον χρόνο της σύμβασης. Με ένα δικαίωμα (option), κάποιος μπορεί να αγοράσει ή να πωλήσει, σε περιορισμένη περίοδο, ένα συγκεκριμένο αγαθό σε καθορισμένη τιμή. Η ανταλλαγή (swap) είναι η συμφωνία μεταξύ δύο μερών που λέγονται αντισυμβαλλόμενοι να ανταλλάξουν χρηματοροές σε μια ή και περισσότερες περιόδους, στο μέλλον. Οι ανταλλαγές στην πλειονότητά τους διαπραγματεύονται εκτός κύκλου, δηλαδή δεν είναι εισηγμένες σε χρηματιστήρια παραγώγων προϊόντων.

¹ETF: Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια

²DAX: Ευρωπαϊκούς χρηματιστηριακούς δείκτες

Παράγωγα προϊόντα Εξωτερικού

Μια άλλη κατηγορία επενδύσεων είναι τα παράγωγα χρηματιστηριακά προϊόντα του εξωτερικού. Οι επιλογές είναι πολλές ξεκινώντας από τα παράγωγα προϊόντα επί της τιμής των διεθνών μετοχικών δεικτών. Διακρίνουμε τα συμβόλαια futures επί του DAX του DJ Eurostoxx 50 του Ελβετικού δείκτη SMI (στο χρηματιστήριο EUREX) του CAC (στο χρηματιστήριο παραγώγων Matif) του αγγλικού FTSE-100 (στο χρηματιστήριο παραγώγων Liffe του Λονδίνου), των S&P500, NASDAQ-100 (στο αμερικανικό χρηματιστήριο CME), του Dow Jones (στο επίσης αμερικανικό CBOT) αλλά και τα αντίστοιχα options, όπως για παράδειγμα τα options επί των δεικτών DAX και DJ Eurostoxx 50 (EUREX) και επί των αμερικανικών δεικτών (χρηματιστήριο παραγώγων CBOE). Επίσης υπάρχουν single stock futures και options για μεμονωμένες μετοχές εισηγμένες σε ευρωπαϊκά ή αμερικανικά χρηματιστήρια. Δεύτερη κατηγορία ξένων παραγώγων είναι τα συμβόλαια επί των τιμών των κρατικών ομολόγων αναφοράς της Ευρωζώνης και των Η.Π.Α. Το χρηματιστήριο του EUREX προσφέρει futures επί των τιμών των διετών, δεκαετών και εικοσαετών γερμανικών κρατικών ομολόγων (Schatz, Bund, Bobl futures) αλλά και options. Επίσης το CBOT (Chicago Board of Trade) προσφέρει αντίστοιχα παράγωγα προϊόντα επί των τιμών των 5ετών, 10ετών και 30ετών αμερικανικών κρατικών ομολόγων (treasuries).

Τρίτη κατηγορία παραγώγων προϊόντων είναι τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί των κυριοτέρων συναλλαγματικών ισοτιμιών, όπως είναι οι ισοτιμίες ευρώ/δολαρίου, λίρας/δολαρίου, γεν/δολαρίου, δολάριο Αυστραλίας/δολάριο Η.Π.Α., ελβετικό φράγκο/δολάριο αλλά και σταυρωτές συναλλαγματικές ισοτιμίες όπως αυτή του ευρώ/γεν. Το χρηματιστήριο του CME προσφέρει προϊόντα futures σε όλες αυτές τις ισοτιμίες, μέσω των οποίων ο έλληνας επενδυτής μπορεί να «ποντάρει» σε μια κατεύθυνση διακύμανσης της ισοτιμίας την οποία θεωρεί πιο πιθανή. Επίσης μπορεί να αντισταθμίσει μια επενδυτική του θέση σε αμερικανικές μετοχές ή ομόλογα προκειμένου να μην υποστεί απώλειες από τη συναλλαγματική διακύμανση του δολαρίου. Εκτός από τα χρηματοοικονομικά παράγωγα προϊόντα στις Η.Π.Α. διατίθενται και futures επί των τιμών διαφόρων αγροτικών προϊόντων, όπως το βαμβάκι, το κακάο, το καλαμπόκι, η ζάχαρη (NYBOT), ο καφές, η σόγια (CBOT) και η ξυλεία (CME). Εναλλακτικά υπάρχουν παράγωγα επί της τιμής του καφέ και στο χρηματιστήριο παραγώγων του Λονδίνου (coffee Robusta). Επιπλέον ο επενδυτής μπορεί να επιλέξει futures επί της τιμής του Χαλκού ή του Αλουμινίου στο χρηματιστήριο παραγώγων της Νέας Υόρκης (NYMEX), αλλά και futures επί των ενεργειακών τιμών όπως το Light Crude Oil future στο NYMEX ή το φυσικό αέριο ή ακόμα και το Brent Crude Oil future στο IPE (International Petroleum Exchange). Φυσικά από το

menu δεν λείπουν και τα παράγωγα προϊόντα επί των τιμών των πολύτιμων μετάλλων, με τα οποία κάποιος επενδυτής μπορεί να τοποθετηθεί με δυο τρόπους στην αγορά ανάλογα με το εάν προσδοκά άνοδο ή πτώση των τιμών. Για παράδειγμα έχει τη δυνατότητα να αγοράσει futures επί της τιμής του χρυσού από το CBOT στην περίπτωση που εκτιμά ότι η τιμή θα κινηθεί ανοδικά και στη συνέχεια να κλείσει τη θέση του όταν η τιμή του χρυσού φθάσει σε κάποιο προκαθορισμένο στόχο.[16](www.physics.uoc.gr)

3.1.4 Έννοια arbitrage

Το arbitrage είναι η ταυτόχρονη αγορά και πώληση της ίδιας (ή παρόμοιας) επένδυσης σε δύο διαφορετικές αγορές και δύο διαφορετικές τιμές οι οποίες μπορούν να οδηγήσουν σε κέρδη χωρίς την ανάληψη κινδύνου. Άρα ο arbitrageur θα έχει πάντα δύο θέσεις αντίθετες μεταξύ τους όπου η μία καλύπτει την άλλη.

Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι ένα προϊόν (πετρέλαιο) πωλείται για 135\$ το βαρέλι στην Νέα Υόρκη και 134,5\$ το βαρέλι στο Λονδίνο. Η ταυτόχρονη αγορά της επένδυσης στο Λονδίνο και πώληση της στην Νέα Υόρκη μπορεί να οδηγήσει σε κέρδη της τάξης του \$0,5 το βαρέλι χωρίς κίνδυνο.

Εφόσον όλοι οι συμμετέχοντες στην αγορά θα κάνουν παρόμοιες κινήσεις, τότε η τιμή στο Λονδίνο θα ανέβει και η τιμή στην Νέα Υόρκη θα πέσει ώστε να επιτευχθεί ισορροπία.

Η βασική διαφορά του arbitrageur με τον κερδοσκόπο (speculator) είναι ότι ο κερδοσκόπος αναλαμβάνει μία θέση, π.χ. ή αγοράζει στο Λονδίνο ή πουλάει στην Νέα Υόρκη, και περιμένει να κινηθεί η τιμή προς την κατεύθυνση που προέβλεψε (και άρα αναλαμβάνει κίνδυνο).

Η ίδια λογική επικρατεί και με τις αγορές μετοχών: έστω ότι μία μετοχή A είναι υπερτιμημένη σαν αποτέλεσμα της συμπεριφοράς μη-ορθολογικών επενδυτών η αξία της στην αγορά είναι μεγαλύτερη από την αξία που δικαιολογείται από την παρούσα αξία των μελλοντικών χρηματικών ροών, με βάση τον κίνδυνο της μετοχής.

Οι ορθολογικοί επενδυτές θα παρατηρήσουν την ανισορροπία αυτή και θα πουλήσουν ανοικτά (sell short) την μετοχή A, αγοράζοντας ταυτόχρονα μία παρόμοια ή υποκατάστατη (substitute) μετοχή B για να καλύψουν τον κίνδυνό τους. Θα έχουν πουλήσει δηλαδή μία ακριβή μετοχή (A) και θα έχουν αγοράσει μία παρόμοια φθηνότερη μετοχή (B).

[16] [www.physics.uoc](http://www.physics.uoc.gr)

Η διαδικασία αυτή θα επιδράσει πτωτικά στην υψηλή τιμή της μετοχής A και θα συνεχιστεί μέχρι η τιμή της να φτάσει στην πραγματική της αξία.

Με την ίδια λογική οι τιμές υπό-τιμημένων μετοχών θα αυξηθούν πλησιάζοντας τις πραγματικές τους αξίες, έστω μία μετοχή Γ είναι υποτιμημένη, οι ορθολογικοί επενδυτές θα παρατηρήσουν την ανισορροπία αυτή και θα αγοράσουν την μετοχή Γ, πουλώντας ταυτόχρονα ανοικτά μία παρόμοια ή υποκατάστατη μετοχή για να καλύψουν τον κίνδυνό τους. Θα έχουν αγοράσει δηλαδή μία φθηνή μετοχή (Γ) και θα έχουν πουλήσει μία παρόμοια ακριβότερη μετοχή (Δ). Η διαδικασία αυτή θα επιδράσει ανοδικά στην χαμηλή τιμή της μετοχής Γ και θα συνεχιστεί μέχρι η τιμή της να φτάσει στην πραγματική της αξία. Με αυτόν τον τρόπο η απόκλιση από την τιμή ισορροπίας θα είναι βραχύβια και θα διορθώνεται αμέσως, λόγω του ανταγωνισμού μεταξύ των ορθολογικών επενδυτών. Επίσης, από την στιγμή που οι μη ορθολογικοί επενδυτές θα συναλλάσσονται σε υπερτιμημένες ή υποτιμημένες επενδύσεις, θα κερδίζουν χαμηλότερες αποδόσεις από ορθολογικούς επενδυτές και σταδιακά θα χάνουν χρήματα, άρα θα εκμηδενίζεται το κεφάλαιό τους και η επίδρασή τους στην αγορά.

Στην πραγματικότητα όμως δεν είναι τόσο εύκολη η εφαρμογή του arbitrage. Λόγω των περιορισμών που υπάρχουν το arbitrage έχει κάποια όρια και δεν μπορεί να λειτουργεί με αυτόν τον τρόπο συνεχώς.

Κόστος εφαρμογής της Στρατηγικής (implementation cost)

Όσον αφορά το κόστος εφαρμογής της στρατηγικής (implementation cost), υπάρχουν κόστη συναλλαγών όπως προμήθειες συναλλαγών, αμοιβές ενδιαμέσων και χρηματιστών, περιθώρια μεταξύ τιμής αγοράς και πώλησης (bid-ask spreads), περιορισμοί στις ανοικτές πωλήσεις, νομικοί περιορισμοί, κόστος ανεύρεσης και εκμετάλλευσης της υπέρ ή υπό τιμολογημένης επένδυσης (π.χ. αμοιβές αναλυτών και ερευνητών, κόστος βάσεων δεδομένων και πληροφοριών, κόστος κτήσης πληροφόρησης, τεχνογνωσία και know-how, κλπ).

Η ανοικτή πώληση (short sale) ουσιαστικά σημαίνει ότι ο πωλητής πουλάει κάτι που δεν έχει. Ο επενδυτής που δανείζεται τις μετοχές όμως και τις πουλάει ανοικτά εάν αναγκαστεί να τις αγοράσει σε τιμή μεγαλύτερη από την τιμή που τις πούλησε θα υποστεί σημαντικές ζημιές. Το πρόβλημα από την ανοικτή πώληση, που αποτελεί αναγκαίο βήμα για την εφαρμογή του arbitrage, δημιουργείται σε πολλά επίπεδα:

1. Σε πολλές χώρες δεν επιτρέπεται η ανοικτή πώληση (π.χ. στην Ελλάδα επιτράπηκε στα μέσα περίπου της δεκαετίας του 2000), άρα το arbitrage δεν μπορεί να λειτουργήσει σε αυτές τις αγορές.
2. Ακόμα κι αν επιτρέπεται η ανοικτή πώληση μπορεί να μην υπάρχουν οι μετοχές για τις οποίες ενδιαφέρεται ο arbitrageur διαθέσιμες προς δανεισμό, ή να υπάρχουν σε πολύ μικρές ποσότητες.
3. Για πολλούς επαγγελματίες διαχειριστές η ανοικτή πώληση δεν επιτρέπεται σε πολλές χώρες (π.χ. συνταξιοδοτικά ταμεία, ή αμοιβαία κεφάλαια).
4. Εάν η αγορά δεν χαρακτηρίζεται από μεγάλη ρευστότητα (π.χ. λίγες συναλλαγές, μικρές ποσότητες) ο arbitrageur ενδέχεται να μην μπορεί να κλείσει την ανοικτή θέση του όταν το επιθυμεί και στην τιμή που το επιθυμεί.
5. Τέλος, ο arbitrageur μπορεί να πέσει θύμα αυτού που αποκαλείται short-squeeze (ειδικά σε μικρότερες και αναδυόμενες αγορές), δηλαδή κάποιιοι που γνωρίζουν ότι έχει πουλήσει και είναι υποχρεωμένος να αγοράσει πιέζουν ανοδικά τις τιμές των συγκεκριμένων μετοχών για να βάλουν κέρδος.[17]

Arbitrage σε Τέλειες Χρηματοοικονομικές Αγορές

Αν υποθέσουμε ότι υπάρχουν τέλειες διεθνείς χρηματοοικονομικές αγορές, δηλαδή δεν υπάρχουν περιορισμοί στην ελεύθερη μετακίνηση κεφαλαίων από χώρα σε χώρα και ότι οι επενδυτές θεωρούν ένα ξένο αγαθό ως πλήρες υποκατάστατο ενός παρόμοιου τοπικού αγαθού, τότε, σύμφωνα με το διεθνές αποτέλεσμα του Fisher, η απόδοση των επενδυτών που επενδύουν στις χρηματαγορές της χώρας τους πρέπει να είναι ίση με την απόδοση των επενδυτών που επενδύουν στις ξένες χρηματαγορές, αφού γίνουν οι προσαρμογές για τις συναλλαγματικές μεταβολές.

[17] www.euretirio.com (2010/02/arbitrage.html)

Παράδειγμα: εάν χρησιμοποιήσουμε την εξίσωση I.1, και θεωρώντας αμελητέα το κόστος συναλλαγών, τους φόρους και την αβεβαιότητα, η απόδοση μιας κατάθεσης T ημερών σε ξένη Τράπεζα θα δώσει:

$$r(d) = (1+i(f)*T/360)*(1+E(s(t,T)))-1$$

όπου

$i(f)$ = ξένο επιτόκιο για T ημέρες

$i(d)$ = τοπικό επιτόκιο για T ημέρες

Από την άλλη, η απόδοση μιας κατάθεσης T ημερών στην τοπική Τράπεζα είναι:

$$r(d) = (1+i(d))*T/360$$

Αντικαθιστώντας στην προηγούμενη εξίσωση και λύνοντας ως προς $s(t,T) = (S(t+T)/S(t)-1)$, έχουμε

$$E[s(t,T)] = [(1+i(d))*T/360] / [(1+i(f))*T/360] - 1 \quad (II.3) \quad [18]$$

3.2 ΕΠΙΤΥΧΗΜΕΝΗ- ΑΠΟΤΥΧΗΜΕΝΗ ΕΠΕΝΔΥΣΗ

3.2.1 ΕΠΙΤΥΧΗΜΕΝΗ ΕΠΕΝΔΥΣΗ

Λαμβάνοντας υπόψη το μέγεθος του επενδυτικού κινδύνου που θέλει να αναλάβει κάθε επενδυτής, το εξειδικευμένο προσωπικό της χρηματιστηριακής, του προτείνει μία σειρά επενδυτικών στρατηγικών για την τοποθέτηση των κεφαλαίων του, χαρακτηριστικά τα παρακάτω παραδείγματα:

- Προσδοκία για διπλή ύφεση: Αν κάποιος θεωρεί ότι η παγκόσμια οικονομία οδεύει σε ύφεση ξανά, μπορεί να αγοράσει ETF από το ασφαλές καταφύγιο του χρυσού. Αν μάλιστα επιθυμεί, μπορεί να επενδύσει σε υπέρ-απόδοση του ευγενούς μετάλλου, αγοράζοντας ETF που ακολουθεί κατά 200% την πορεία του χρυσού. Παράλληλα, μπορεί να αγοράσει ETF αντισταθμιστικά, αφού έχει τη δυνατότητα να στοιχηματίσει σε πτώση της αγοράς των μετοχικών αξιών. Ταυτόχρονα, αμυντικοί μετοχικοί τίτλοι, όπως αυτοί των φαρμακοβιομηχανιών ή τροφίμων, προσφέρουν ασφάλεια, όπως επίσης και τα γερμανικά και αμερικανικά ομόλογα.
- Προσδοκία για οικονομική ανάκαμψη: Σε μία τέτοια περίπτωση αναμένεται να υπερ-αποδώσουν μετοχές κυκλικών κλάδων, όπως αυτοί των καταναλωτικών αγαθών, του

λιανεμπορίου και της βιομηχανίας. Παράλληλα, η οικονομική ανάπτυξη θα ενισχύσει τη ζήτηση για πετρέλαιο. Ο επενδυτής μπορεί να αγοράσει ETF πετρελαίου για να ωφεληθεί από την άνοδο της τιμής του μαύρου χρυσού. Οι μετοχικές αξίες αναμένεται να ανακάμψουν σε παγκόσμιο επίπεδο. Δεν υπάρχει ελάχιστο ύψος απαιτούμενων κεφαλαίων για τις επενδύσεις στις διεθνείς αγορές. Ο επενδυτής έχει πληθώρα επενδυτικών επιλογών και μπορεί πλέον να επενδύσει σε κάθε γωνιά του πλανήτη ακριβώς όπως και στην ελληνική αγορά. Ακόμη, μπορεί να επιλέξει επενδυτικά προϊόντα, τα οποία, ενώ οι μετοχικές αξίες θα υποχωρούν, αυτά θα ανεβαίνουν ή να στραφεί σε ασφαλή επενδυτικά καταφύγια, όπως ο χρυσός ή οι ομολογιακές αξίες.

ΒΗΜΑΤΑ ΓΙΑ ΜΙΑ ΕΠΙΤΥΧΗΜΕΝΗ ΕΠΕΝΔΥΣΗ

- **Εξοικονόμηση χρόνου:** Για τη διαχείριση σχετικά με την ενημέρωση της πορείας, αλλά και για τη λύση κάθε απορίας σχετική με την συγκεκριμένη επένδυση, αρμόδια είναι η εταιρεία διαχείρισης του αμοιβαίου κεφαλαίου..
- **Εύκολη ρευστοποίηση:** Η εταιρεία Διαχείρισης είναι υποχρεωμένη να ικανοποιήσει την αίτηση σε πέντε ημερολογιακές ημέρες από την υποβολή της αίτησης εξαγοράς, για να είμαστε σίγουροι για το πόσο θα μπορέσει να ρευστοποιηθεί η επένδυση σε αμοιβαίο κεφάλαιο.
- **Κοινός λογαριασμός:** Η επένδυση στα Α.Κ. μπορεί να είναι σε κοινό λογαριασμό με μέλη της οικογενείας ή άλλα πρόσωπα, με όλες τις ευεργετικές συνέπειες και διευκολύνσεις του κοινού λογαριασμού.
- **Συμμετοχή με εισφορά μετοχών:** Η συμμετοχή στα Α.Κ. μπορεί να αξιοποιηθεί σύμφωνα με ένα νέο μέτρο που πρόσφατα ελήφθη, το οποίο επιτρέπει να εισφέρονται αντί μετρητών μετοχές που κατέχονται και να τοποθετηθούν αντίστοιχα μερίδια του ΑΚ.
- **Φορολογικό καθεστώς των αμοιβαίων κεφαλαίων:** Τα αμοιβαία κεφάλαια υπάγονται σε ένα ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς. Ο μεριδιούχος δεν φορολογείται για τα κέρδη και τις υπεραξίες της επένδυσης του, ενώ το ενεργητικό του Α.Κ. επιβαρύνεται με ένα πολύ χαμηλό συντελεστή φόρου, αναλόγως της κατηγορίας του Α.Κ., που καταβάλλεται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ.¹

¹ Α.Ε.Δ.Α.Κ.: Ανώνυμης Εταιρίας Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Tips για επιτυχημένες επενδύσεις

Η αναγκαιότητα διαφοροποίησης και αναπροσαρμογής των επενδύσεων διαχρονικά, η σημασία ελέγχου του κινδύνου αλλά και η στοχευόμενη επενδυτική στρατηγική αποτελούν μερικές από τις 20 τακτικές συμβουλές για επιτυχημένες μακροπρόθεσμες επενδύσεις :

1. Προσδιορίστε μόνοι ή καλύτερα μέσω εξειδικευμένων χρηματοοικονομικών συμβούλων (Financial Planners) τις προσωπικές και τις οικογενειακές ανάγκες, στόχους και επιδιώξεις.
2. Το χαρτοφυλάκιο πρέπει να αντιστοιχεί στο επενδυτικό προφίλ. Το χαρτοφυλάκιο αυτό πρέπει να αναπροσαρμόζεται με την πάροδο του χρόνου, αφού η ηλικία, η οικογενειακή κατάσταση, το εισόδημα αλλά και ο πλούτος διαχρονικά αλλάζουν. Οι παράγοντες αυτοί θα προσδιορίσουν την αλλαγή της επικινδυνότητας του χαρτοφυλακίου μέσα στον χρόνο.
3. Μακροπρόθεσμη σκέψη , επενδύετε κάθε μήνα ένα σταθερό ποσό, και ας φαίνεται μικρό. Στην Ελλάδα έχετε την ευκαιρία ακόμα και με 60 ευρώ τον μήνα να εκμεταλλευτείτε όλα τα πλεονεκτήματα του θεσμού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Μετά από 20 χρόνια θα έχετε "φτιάξει" μια μικρή ή μεγάλη περιουσία, ανάλογα με το ύψος των χρημάτων που έχετε επενδύσει!
4. Διαφοροποιήστε διεθνικά τις επενδύσεις . Η Ελλάδα αποτελεί μόλις το 0,24% του παγκόσμιου χρηματιστηριακού χάρτη , ο πλανήτης Γη "κρύβει" σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες. Παρόμοιες επενδυτικές ευκαιρίες "κρύβουν" και άλλες επενδύσεις, όπως τα έργα τέχνης, τα μέταλλα και τα εμπορεύματα.
Αξίζει να τοποθετηθεί ένα τμήμα των κεφαλαίων στις επενδύσεις αυτές άμεσα ή έμμεσα μέσω εξειδικευμένων Αμοιβαίων Κεφαλαίων.
5. Δεν υπάρχει υποκατάστατο της αποταμίευσης. Με την σπατάλη χρωμάτων δεν γινόμαστε πλούσιοι. Τα χρήματα που ξοδεύονται σήμερα θα μειώσουν τη μελλοντική περιουσιακή κατάσταση με αρνητικές επιδράσεις στο μέλλον των παιδιών.
6. Έλεγχος για τον κίνδυνο στα επενδυτικά κόστη, όχι όμως τις δυνητικές αποδόσεις . Όχι στην σπατάλη χρόνου για την ανάλυση των αποδόσεων που πιθανόν να επιτύχει, αλλά στην ανάλυση του κινδύνου που επιθυμείτε να αναλάβετε.
7. Η ασφάλεια ζωής, ατυχημάτων αλλά και άλλων απρόβλεπτων γεγονότων είναι αναγκαίο κακό. Όταν ασφαρίζετε πληρώνετε κάποιον άλλον για να αναλάβει τον κίνδυνο που δεν μπορείτε εσείς να αναλάβετε. Αυτή είναι μία πραγματικά σοφή ενέργεια. Ωστόσο, πρέπει να ασφαρίζετε για τις πραγματικές σας ανάγκες και μόνο, γιατί η υπερβολική ασφάλιση κοστίζει.

8. Μην επενδύετε σε αξιόγραφα που δεν κατανοείτε. Πολλές φορές είναι καλύτερα να επενδύσετε απλώς σε ένα δεικτοποιημένο Αμοιβαίο Κεφάλαιο (index fund) που ταιριάζει στο ύφος σας.
9. Δεν υπάρχουν φίλοι στο χρηματιστήριο. Όπως είναι γνωστό, για να κερδίσει κάποιος, πρέπει κάποιος άλλος να χάσει.
10. Στη διαδικασία επιλογής μετοχών και μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων πρέπει να λαμβάνετε υπ' όψιν σύνθετα κριτήρια και όχι απλώς τις παρελθούσες αποδόσεις τους. Μην ξεχνάτε ότι αυτό που αγοράζετε είναι το μέλλον τους και όχι το παρελθόν τους.
11. Επικεντρωθείτε στο μέλλον. Τα ιστορικά στοιχεία των αποδόσεων εναλλακτικών επενδύσεων αποτελούν ένα χρήσιμο εργαλείο, αλλά δεν μπορούν εγγυηθούν τις αντίστοιχες μελλοντικές. Για παράδειγμα, οι αμερικανικές μετοχές παρουσίασαν τα τελευταία 80 χρόνια τις εντυπωσιακότερες αποδόσεις. Εντούτοις, το γεγονός αυτό δεν εξασφαλίζει ότι αυτές θα επαναληφθούν στο μέλλον. Η νέα παγκοσμιοποιημένη πραγματικότητα αναδεικνύει άλλες χώρες ως ελκυστικές επενδυτικές ευκαιρίες για τα επόμενα 20-30 έτη, όπως την Κίνα, την Ινδία, τη Ρωσία αλλά και τη Βραζιλία.
12. Η απόδοση του χαρτοφυλακίου σας εξαρτάται κυρίως από την ποιότητα και τη στάθμιση που έχουν σε αυτό οι μετοχές και οι υπόλοιπες συντηρητικές μορφές επένδυσης. Ως εκ τούτου, η ύπαρξη μετοχών και κρατών - "νικητών" (winners) στο χαρτοφυλάκιο σας είναι υψίστης σπουδαιότητας για την επίτευξη των οικονομικών σας στόχων.
13. Οι κρίσεις δημιουργούν επενδυτικές ευκαιρίες. Θυμηθείτε την παγκόσμια κρίση του '87, την κρίση της Ρωσίας, αλλά και την πρόσφατη κρίση του 2003 και δείτε σήμερα την απόδοση που θα είχατε επιτύχει αν είχατε επενδύσει τότε έστω και ένα μικρό χρηματικό ποσό. Η κρίση της Ρωσίας του '98 είχε ως αποτέλεσμα την καταγραφή απωλειών της τάξης του 84% σε διάστημα μερικών μηνών! Σήμερα (31/1/2006) η αξία του δείκτη σε όρους δολαρίου έχει αυξηθεί από τότε κατά 42 φορές.
14. Η γη κερδίζει αξία, ενώ τα ακίνητα πολλές φορές όχι. Τα σπίτια, όπως όλα τα αντικείμενα, φθείρονται, χρειάζονται συντήρηση που σημαίνει κόστος και συνήθως χάνουν την αξία τους μέσα στο χρόνο.
15. Μια στοχευόμενη επενδυτική στρατηγική δεν πρέπει να αλλάζει βραχυπρόθεσμα. Πολλές φορές ο χειρότερος εχθρός της επενδυτικής σας στρατηγικής είναι ο ίδιος σας ο εαυτός! Ακόμα κι αν δεν παρασυρθείτε από τις υπερβολές του Τύπου, θα υποστείτε σημαντικές ζημίες αν είστε "κυνηγοί" των τάσεων ή αν αντιδράτε παρορμητικά όταν οι αγορές παρουσιάζουν ακραίες διακυμάνσεις.
16. Μάθετε από τα λάθη σας. Να μην επενδύσετε επειδή στο παρελθόν χάσατε λεφτά, είναι ίσως το μεγαλύτερο λάθος που μπορείτε να διαπράξετε. Ξεπεράστε τα επενδυτικά σας σφάλματα και

μην προσπαθήσετε να αναπληρώσετε τις πιθανές απώλειες αναλαμβάνοντας μεγαλύτερους κινδύνους. Αντίθετα, μετατρέψτε κάθε λάθος σας σε μια εμπειρία μάθησης. Να είστε σίγουροι ότι επενδυτικές ευκαιρίες θα υπάρξουν ξανά.

17. Οι χρηματοοικονομικοί ή οι φοροτεχνικοί σύμβουλοι μπορούν να συμβάλλουν καθοριστικά στη μείωση του φορολογητέου εισοδήματός σας.

18. Ο δανεισμός για χρηματιστηριακές επενδύσεις εμπεριέχει υψηλότερους κινδύνους. Πρέπει να χρησιμοποιείται μόνον όταν είστε τελείως σίγουροι ότι οι προβλέψεις σας θα επαληθευτούν!

19. Όταν οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές μεγάλων επενδυτικών οίκων μιλούν ομόφωνα και συντονισμένα για κατακόρυφη άνοδο ή πτώση των τιμών των μετοχών, των ομολόγων ή του δολαρίου, τότε να είσαστε επιφυλακτικοί. Πιθανότατα αυτοί και οι πελάτες τους να έχουν ήδη πάρει θέση και συνεπώς αυτό να αντικατοπτρίζεται ήδη στις τιμές.

20. Οι ειδικοί των επενδύσεων που υπόσχονται υπερβολικές αποδόσεις πρέπει να αντιμετωπίζονται με επιφυλακτικότητα. Άλλωστε, αν είναι τόσο σοφοί γιατί εξακολουθούν να δουλεύουν; Και αν οι επενδυτικές τους προτάσεις είναι τόσο επικερδείς, γιατί τις μοιράζονται μαζί σας;[19]

[19] [www.euro2day.gr](http://www.euro2day.gr/investments/guide/162/articles/106707/Article.aspx) (investments/guide/162/articles/106707/Article.aspx)

* Ο κ. Ν. Δ. Φύλλπας είναι Επίκουρος Καθηγητής του Πανεπιστημίου Πειραιώς

3.2.2 ΑΠΟΤΥΧΗΜΕΝΗ ΕΠΕΝΔΥΣΗ

Συνήθη επενδυτικά λάθη

Αν και σε μεγάλο βαθμό αυτό είναι αληθές, η συγκεκριμένη κατηγοριοποίηση είναι ιδιαίτερα υπεραπλουστευμένη, αφού δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι οι αγορές αποτελούνται από άτομα και το ανθρώπινο μυαλό είναι ιδιαίτερα πολυσύνθετο. Επιπλέον, τα συναισθήματα είναι τόσο πολύπλοκα ώστε ο φόβος και η απληστία αδυνατούν να περιγράψουν με ακρίβεια το σύνολο των ψυχολογικών παραγόντων που επηρεάζουν τα άτομα κατά τη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων.

Όπως είναι γνωστό, η παραδοσιακή χρηματοοικονομική επιστήμη έχει επικεντρωθεί στην ανάπτυξη εργαλείων που χρησιμοποιούν οι επενδυτές για να μεγιστοποιήσουν την αναμενόμενη απόδοση και να ελαχιστοποιήσουν τον κίνδυνο τον οποίο αναλαμβάνουν. Η προσπάθεια αυτή αποδείχθηκε πολύ αποτελεσματική και αναδείχθηκαν χρήσιμα επενδυτικά εργαλεία όπως είναι τα υποδείγματα αποτίμησης αξιόγραφων, η θεωρία χαρτοφυλακίου, το υπόδειγμα εξισορροπητικής κερδοσκοπίας κ.λπ.

Αν και οι επενδυτές θα έπρεπε να χρησιμοποιούν αυτά τα εργαλεία κατά τη διαδικασία λήψης των επενδυτικών τους αποφάσεων, συνήθως δεν το πράττουν, καθώς φαίνεται ότι η ψυχολογία επηρεάζει τις επενδυτικές αποφάσεις σε μεγαλύτερο βαθμό από τη χρηματοοικονομική θεωρία. Ως αποτέλεσμα, συμπεριφορικά σφάλματα δυσχεραίνουν την επενδυτική διαδικασία, καθώς οι επενδυτές αλλά και οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων (fund managers) διαπράττουν αποδεδειγμένα μια σειρά επενδυτικά σφάλματα όπως το σφάλμα οικειότητας (Familiarity Bias), το σφάλμα διατύπωσης (Framing), η αποστροφή απώλειας (Loss aversion), η υπεραντίδραση και η υποαντίδραση σε έκτακτα γεγονότα (Overreaction - Underreaction), η υπερβολική εμπιστοσύνη στις ικανότητές μας (Overconfidence), η υπερβολική αντίδραση των μέσων ενημέρωσης σε διάφορα γεγονότα (Media response), η συμπεριφορά της αγέλης (Herding) κ.λπ.

Η γνώση και ιδιαίτερα η κατανόηση αυτών των ψυχολογικών σφαλμάτων σε συνδυασμό με την παραδοσιακή χρηματοοικονομική μπορεί να βοηθήσουν τους επενδυτές να αντιμετωπίσουν ακραίες καταστάσεις και να πάρουν τις βέλτιστες επενδυτικές αποφάσεις, επιτυγχάνοντας τελικά τους χρηματοοικονομικούς τους στόχους. Ένα ενδιαφέρον παράδειγμα, το οποίο συνδέεται με την κρίση που βιώνουμε στη χώρα

μας, είναι το γεγονός ότι η πλειονότητα των Ελλήνων επενδυτών, αλλά και τα ασφαλιστικά ταμεία, έχουν τοποθετήσει τα κεφάλαιά τους σε περιορισμένο αριθμό μετοχών του χρηματοπιστωτικού κλάδου (τράπεζες).

Το συμπεριφορικό αυτό σφάλμα ονομάζεται στη διεθνή βιβλιογραφία home bias και είναι βέβαιο ότι η διεθνική διασπορά ελαχιστοποιεί τους αναλαμβανόμενους επενδυτικούς κινδύνους.

Αν, επιπρόσθετα, οι επενδυτικές αυτές επιλογές έχουν υλοποιηθεί όταν το Χρηματιστήριο των Αθηνών ήταν σε σχετικά υψηλά επίπεδα, τότε οι εγχώριοι επενδυτές είχαν διαπράξει ένα επιπρόσθετο σφάλμα επένδυσης που συνδέεται με την κατάλληλη χρονική στιγμή της επένδυσης και την "ποινή" που χρεώνονται, το οποίο στη διεθνή βιβλιογραφία ονομάζεται time penalty.

Βέβαια, ένα παράδειγμα υπερβολής που βιώνουμε όλοι αυτήν την περίοδο είναι τόσο τα υψηλά spreads των ελληνικών δεκαετών ομολόγων όσο και η ενασχόληση όλης της παγκόσμιας οικονομικής ειδησεογραφίας, αλλά και της εγχώριας πολιτικής, με το ύψος των spreads ¹, ενώ η ουσία των γεγονότων βρίσκεται φυσικά αλλού.

Θα πρέπει όμως να τονιστεί ότι η συμπεριφορική χρηματοοικονομική (behavioral finance) λειτουργεί συμπληρωματικά, δεν αντικαθιστά τα παραδοσιακά χρηματοοικονομικά εργαλεία και φυσικά δεν αμφισβητεί την αξία και τη χρησιμότητα της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής.[20,21]

1.spreads ¹: μετράει την διαφορά μεταξύ δύο πραγμάτων ή δύο τιμών. Στην περίπτωση της Ελληνικής η οικονομία και για την τρέχουσα επικαιρότητα ,το Spread αναφέρεται στην διαφορά των επιτοκίων με τα οποία δανείζεται η Ελλάδα σε σχέση με τα επιτόκια που πληρώνει η Γερμανία για τον δικό της δανεισμό.

[20] www.newsfilter.gr

[21] www.eurobank.gr

Τα επτά "θανάσιμα αμαρτήματα" των επενδύσεων

Όπως στη ζωή έτσι και στις επενδύσεις κάποια λάθη μπορεί να αποδειχθούν καταστροφικά.

Δε θα ήταν υπερβολή να ισχυριστεί κάποιος ότι η κρίση του 2007-08 αλλά και η σημερινή εγχώρια και διεθνής κατάσταση οφείλονται σε μεγάλο βαθμό σε σφάλματα αξιωματούχων των κυβερνήσεων και ανώτατων τραπεζικών στελεχών και άλλων χρηματοοικονομικών οργανισμών. Η πολυπλοκότητα της λειτουργίας του χρηματοοικονομικού συστήματος και των παραγόντων που επηρεάζουν τις αγορές και η ασύμμετρη πληροφόρηση οδηγούν τους μικροεπενδυτές σε αλληπάλληλα σφάλματα και πολλές φορές σε συντριπτικές απώλειες.

Ως εκ τούτου, ο εντοπισμός, η καταγραφή αλλά και η αντιμετώπιση αυτών των σφαλμάτων, σε συνδυασμό με μια πειθαρχημένη, ξεκάθαρη και μακροχρόνια στρατηγική, είναι δυνατόν να αποβεί ιδιαίτερα αποτελεσματική για την εκπλήρωση των επενδυτικών στόχων των νοικοκυριών. Σύμφωνα με τον κ. Mark Pankin (2005) τα επτά σημαντικά σφάλματα που διαπράττουν οι μικροεπενδυτές είναι : το συναίσθημα (emotion), την αποδιοργάνωση (disorganization), τη μυωπία (myopia), την ανυπομονησία (impatience), την απληστία (greed), την αλαζονεία (arrogance) και τη δειλία (cowardice).

Το συναίσθημα: Το συναίσθημα αποτελεί τη βάση για πολλά σφάλματα, αμαρτήματα και παρουσιάζεται με πολλούς και διαφορετικούς τρόπους. Ο φόβος και η απληστία, δύο γνωστά συναισθήματα, κατευθύνουν σε μεγάλο βαθμό την επενδυτική συμπεριφορά. Ακόμα ένα συμπεριφορικό σφάλμα είναι η προσκόλληση σε μια μετοχή ή σε ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο. Θα πρέπει να τονιστεί ότι ο φόβος και η απληστία εκφράζονται εντονότερα όταν η αγορά βρίσκεται σε ακραίες καταστάσεις (όπως αυτή που βιώνουμε σήμερα), με αποτέλεσμα οι επενδυτές να αγοράζουν στις υψηλότερες τιμές και να πωλούν στις χαμηλότερες. Αυτή είναι μια τυπική συμπεριφορά τόσο των μετόχων όσο και των μεριδιούχων μετοχικών Α/Κ. Όσες επενδυτικές επιλογές υποκινούνται από τα συναισθήματα δεν έχουν συνήθως τα επιθυμητά αποτελέσματα.

Αποδιοργάνωση: Η αποδιοργάνωση προκύπτει κυρίως όταν ένας επενδυτής έχει πολλούς επενδυτικούς λογαριασμούς και αντικρουόμενες επενδυτικές στρατηγικές. Το άμεσο αποτέλεσμα είναι η διάρθρωση του χαρτοφυλακίου των επενδυτών να απέχει αρκετά από την ιδανική. Η υπερβολική στάθμιση σε αξιόγραφα που σημείωσαν τις υψηλότερες αποδόσεις στο πρόσφατο παρελθόν αυξάνει σημαντικά τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου και την πιθανότητα μελλοντικών σημαντικών απωλειών. Ο επενδυτής πρέπει να εστιάζει στους βασικούς επενδυτικούς του στόχους και να προσδιορίζει την επενδυτική στρατηγική που θα τον βοηθήσει

να τους επιτύχει. Η τακτική αναθεώρηση του χαρτοφυλακίου σας απαιτείται στον βαθμό όπου οι αγορές έχουν δυναμικό χαρακτήρα, όπως άλλωστε και η ζωή.

Μυωπία: Η μυωπία προκύπτει από την τάση τόσο των μεμονωμένων επενδυτών όσο και των επαγγελματιών διαχειριστών να επενδύουν βασιζόμενοι στις πιο πρόσφατες εξελίξεις και γεγονότα, για παράδειγμα μια απότομη άνοδος των τιμών των μετοχών, αγνοώντας τις μακροπρόθεσμες τάσεις. Σε κάποιον βαθμό και η μυωπία σχετίζεται με τον φόβο και την απληστία. Η μυωπία μας οδηγεί στην αδυναμία να εστιάσουμε στη "μεγάλη εικόνα".

Ανυπομονησία: Οι περισσότεροι άνθρωποι είναι ανυπόμονοι τόσο στην καθημερινή ζωή τους όσο και στις επενδύσεις τους. Σύμφωνα με τον κ. Warren Buffett, η αγορά έχει έναν αποτελεσματικό τρόπο να μεταφέρει πλούτο από τους ανυπόμονους στους υπομονετικούς επενδυτές. Η προφανής συμβουλή είναι να είστε υπομονετικοί. Εστιάστε στην ευρύτερη εικόνα των επενδυτικών στόχων και ολόκληρου του χαρτοφυλακίου σας και βεβαιωθείτε ότι η κάθε επενδυτική σας επιλογή εντάσσεται στο ευρύτερο χρηματοοικονομικό σας σχέδιο.

Απληστία: Η απληστία είναι ίσως το σοβαρότερο "θανάσιμο αμάρτημα" των επενδύσεων. Οδηγεί σε δύο σοβαρά επενδυτικά σφάλματα: πρώτον, στην πώληση των αμοιβαίων που πέτυχαν γρήγορα κέρδη και, δεύτερον, στην αγορά αμοιβαίων που σημειώνουν συνεχή ανοδική πορεία, χωρίς να δικαιολογείται από τα θεμελιώδη στοιχεία τους. Όταν η πορεία των επενδυτικών αυτών επιλογών αντιστραφεί και αρχίσουν να σημειώνονται απώλειες, οι επενδυτές αρχικά συνδέονται συναισθηματικά με τις επιλογές τους. Στη συνέχεια, αρνούνται να τις πουλήσουν και τελικά, όταν συνεχίζεται η πτώση, τους κυριεύει ο φόβος, με αποτέλεσμα να προχωρούν σε πωλήσεις και να καταγράφουν σημαντικές απώλειες. Πέρα από την προφανέστατη συμβουλή "μην είστε άπληστοι", άλλη μία είναι να αναπτύξετε ρεαλιστικές προσδοκίες και να ερευνάτε εξονυχιστικά τις επενδυτικές σας επιλογές.

Αλαζονεία: Σε έναν βαθμό, αυτό το σφάλμα μοιάζει με την απληστία. Όταν οι επενδυτικές επιλογές είναι επιτυχημένες, γεγονός που συμβαίνει κυρίως όταν οι αγορές είναι ανοδικές (bull markets), οι επενδυτές αισθάνονται υπερβολική αυτοπεποίθηση και θεωρούν απίθανο να χάσουν χρήματα από τις επενδύσεις τους. Το αποτέλεσμα είναι να αναλαμβάνουν υψηλότερους επενδυτικούς κινδύνους σε σχέση με τους γενικότερους επενδυτικούς τους στόχους. Αργά ή γρήγορα, οι επενδυτές ή οι διαχειριστές που παρουσιάζουν αλαζονική συμπεριφορά θα

τιμωρηθούν από την αγορά. Η μετριοφροσύνη και η μετριοπάθεια είναι απαραίτητα στοιχεία της ατομικής και της επαγγελματικής διαχείρισης.

Δειλία: Στον αντίποδα της υπεροψίας και της υπερβολικής αυτοπεποίθησης βρίσκονται η δειλία και η έλλειψη εμπιστοσύνης στον εαυτό μας. Τα στοιχεία αυτά υποκινούνται κυρίως από τον φόβο ή είναι αποτέλεσμα παρελθουσών αποτυχημένων επενδυτικών επιλογών. Και σε αυτήν την περίπτωση υπάρχει σοβαρό πρόβλημα καθώς οι επενδυτές αποφεύγουν την ανάληψη λελογισμένου επενδυτικού κινδύνου και όπως είναι αυτονόητο δεν θα επιτύχουν και τις ανάλογες αποδόσεις.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική (behavioral finance) παρεμβαίνει στην κατανόηση των συμμετεχόντων στις αγορές, καταγράφοντας τα σφάλματα των μικροεπενδυτών και των διαχειριστών και προτείνει συγκεκριμένες στρατηγικές κατανόησης και ελαχιστοποίησης των συμπεριφορικών αυτών σφαλμάτων. [22]

[22] www.euro2day.gr/specials/opinions/132/articles/599471/Article.aspx

Φίλιππος Νικολάου



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4:

Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΨΥΧΟΛΟΓΙΑΣ ΣΤΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ

4.1 Το προφίλ του επενδυτή

Η εξέλιξη της παγκόσμιας οικονομίας και των αγορών κεφαλαίου και χρήματος έχει διευρύνει τους ορίζοντες των επενδυτών και προσφέρει πολλαπλές δυνατότητες για τη μείωση του επενδυτικού ρίσκου, καθώς και πλήθος εναλλακτικών πηγών αύξησης των τελικών αποδόσεων. Ωστόσο, αυτή η πληθώρα επιλογών στην ενοποιημένη παγκόσμια αγορά, καθιστά ιδιαίτερα σύνθετο έργο τη διαχείριση κεφαλαίου και απαιτεί τεχνογνωσία υψηλού επαγγελματικού επιπέδου. Βέβαια, το βασικό ζήτημα εξακολουθεί να παραμένει, δηλαδή τα ερωτήματα : α) ποιος είναι ο βέλτιστος τρόπος για να διαχειριστεί κανείς το κεφάλαιό του; και β) ποια μέθοδος διαχείρισης είναι η πιο αποτελεσματική για να αξιοποιηθεί το δυναμικά μεταβαλλόμενο και σύνθετο περιβάλλον των αγορών.

Κατά περιόδους, διάφοροι τύποι επενδύσεων αποδείχθηκαν αποδοτικότεροι από άλλους, ενώ νέα επενδυτικά προϊόντα εμφανίζονται και νέες αγορές δημιουργούνται, εμπλουτίζοντας τα μέσα που βρίσκονται στη διάθεση των επενδυτών για να διαχειρισθούν τα κεφάλαιά τους.. Επίσης, αναπτύσσονται νέες τεχνικές και διαφορετικές προσεγγίσεις ως προς τη διαχείριση κεφαλαίου. Ωστόσο, η στρατηγική ενός επενδυτή, ανεξάρτητα από τις συγκυρίες των αγορών και τα διαθέσιμα επενδυτικά μέσα, δεν μπορεί να αποδράσει από τις ανάγκες και τις επιδιώξεις που έχει. Είτε πρόκειται για ιδιώτες επενδυτές μικρού, μεσαίου ή μεγάλου βεληνεκούς, είτε πρόκειται για τους ισχυρότερους θεσμικούς επενδυτές, η διαχείριση κεφαλαίου οφείλει να περιστρέφεται γύρω από το «προφίλ» τους, και ότι αυτό συνεπάγεται για τη σχέση κινδύνου-απόδοσης που

ενσωματώνει το χαρτοφυλάκίό τους. Συνεπώς, τα θεμέλια της διαχείρισης κεφαλαίου είναι η σωστή ανάλυση και η καταγραφή των αναγκών και των στόχων του επενδυτή. Ανάλογα με το «προφίλ» σχεδιάζεται και η επενδυτική στρατηγική, η οποία δεν κάνει τίποτε άλλο παρά να εξυπηρετεί τους σκοπούς του επενδυτή, αποσκοπώντας στη μεγιστοποίηση της απόδοσης για το επίπεδο κινδύνου που αναλαμβάνεται και για το χρονικό ορίζοντα που οριοθετείται.

Για παράδειγμα, οι συντηρητικοί επενδυτές επιθυμούν πρωτίστως τη διαφύλαξη της αγοραστικής αξίας του κεφαλαίου τους, ενώ οι πιο επιθετικοί επιδιώκουν να το μεγεθύνουν όσο το δυνατό περισσότερο. Με βάση αυτή την απλουστευτική, όσο και θεμελιώδη διάκριση, του τελικού στόχου μεταξύ δύο ξεχωριστών κατηγοριών επενδυτών, η αντίστοιχη στρατηγική, δηλαδή η κατανομή του χαρτοφυλακίου στα διάφορα επενδυτικά μέσα παρουσιάζει σημαντικές διαφορές.

Το χαρτοφυλάκιο των συντηρητικών οφείλει να στραφεί περισσότερο σε αξίες που παρουσιάζουν διαχρονικά μικρές μεταπτώσεις, ενώ οι επιθετικοί προσανατολίζονται σε επενδυτικές λύσεις με προοπτικές υψηλών αποδόσεων, που όμως συνοδεύονται από σημαντικά υψηλότερο βαθμό αβεβαιότητας ως προς την επίτευξή τους. Η διαφορά στη δομή των δύο χαρτοφυλακίων αντανακλά και προσαρμόζεται πρωτίστως στις διαφορετικές ανάγκες της κάθε κατηγορίας επενδυτών ή με άλλα λόγια στο «επενδυτικό προφίλ» τους. Άλλοι παράγοντες, όπως η εκάστοτε τάση των αγορών παίζουν το ρόλο τους, αλλά η επενδυτική στρατηγική πρέπει να προσαρμόζεται σε αυτούς και όχι να καθορίζεται από αυτούς. Μία έντονη ανοδική ή καθοδική κίνηση των αγορών ή μία σημαντική μεταβολή στο οικονομικό περιβάλλον μπορεί να επιφέρει τροποποιήσεις στη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου, αλλά όχι σε τέτοιο βαθμό που να μεταβάλλει τη συνολική επενδυτική στρατηγική, καθώς έτσι δεν εξυπηρετούνται οι στόχοι και οι ανάγκες του επενδυτή. Για παράδειγμα, ένας συντηρητικός επενδυτής, αν αυξήσει δραματικά τη θέση του σε μετοχές, προκειμένου να εκμεταλλευθεί μία ενδεχόμενη ανοδική κίνηση των αγορών, εκθέτει την επένδυσή του σε υψηλότερο κίνδυνο, πράγμα που μπορεί να οδηγήσει σε απώλειες κεφαλαίου, δηλαδή σε αποτυχία του αρχικού στόχου, της διατήρησης της αγοραστικής αξίας των χρημάτων του. Αντίστροφα, ένας επιθετικός επενδυτής που σπεύδει να μειώσει σημαντικά τη θέση του σε μετοχές, για να προστατευθεί έναντι μίας εκτιμώμενης πτώσης των τιμών, ενδέχεται να διαψευσθεί στην πρόβλεψή του, να χάσει την ανοδική τάση στις αγορές και τελικά να μην επιτύχει το στόχο του για μεγέθυνση του κεφαλαίου του. Οι προσαρμογές στις συνθήκες που κάθε φορά επικρατούν στις αγορές επιβάλλεται, αλλά σε τέτοιο βαθμό που να μην εκτροχιάζουν το χαρτοφυλάκιο από τον προορισμό του, όπως αυτό προκύπτει από το προφίλ του επενδυτή. Στην ING Investment Management¹ η διαχείριση κεφαλαίου ακολουθεί τις παραπάνω αρχές. Για όλα τα χαρτοφυλάκια που βρίσκονται υπό διαχείριση υπάρχει απόλυτη προσαρμογή της επενδυτικής πολιτικής στους στόχους που θέτουν οι θεσμικοί επενδυτές. Μάλιστα, ο τρόπος με

τον οποίο αυτό επιτυγχάνεται καταγράφεται σε συγκεκριμένα έγγραφα, τα οποία αποτελούν γραπτή δέσμευση για τον επενδυτικό προσανατολισμό του κάθε χαρτοφυλακίου. Θέτονται συγκεκριμένοι περιορισμοί, βάσει των οποίων οι διαχειριστές οφείλουν να κινούνται εντός ορισμένων πλαισίων, σε ότι αφορά στις τοποθετήσεις του κεφαλαίου σε διάφορα αξιόγραφα, έτσι ώστε η επενδυτική στρατηγική να ακολουθείται πιστά και ο σκοπός των επενδυτών να εξυπηρετείται χωρίς παρεκκλίσεις. Σημαντικό ρόλο σε αυτό διαδραματίζει ο συνεχής έλεγχος της διάρθρωσης των χαρτοφυλακίων, καθώς και η εφαρμογή συστημάτων διαχείρισης κινδύνου (risk management) που διασφαλίζουν την ορθή λειτουργία των χαρτοφυλακίων σύμφωνα με το πλαίσιο επενδυτικής πολιτικής. Με βάση αυτή τη δομή, οι διαχειριστές επιλέγουν σύμφωνα με την ανάλυση και τα εκάστοτε δεδομένα των αγορών εκείνες τις θέσεις που εξυπηρετούν καλύτερα τους σκοπούς του κάθε χαρτοφυλακίου. Η διεθνής παρουσία, αλλά και η τοπική εξειδίκευση σε επιμέρους αγορές, σε συνδυασμό με μία δοκιμασμένη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων, παρέχει σε βάθος ανάλυση των συνθηκών που επικρατούν, των ευκαιριών και των κινδύνων που ενσωματώνουν οι αγορές και τα διάφορα επενδυτικά εργαλεία. Η συστηματική παρακολούθηση των χαρτοφυλακίων και οι απαραίτητες προσαρμογές τους αποτελούν σημαντικά στάδια στη διαχείριση κεφαλαίου, προκειμένου να ελέγχεται η πορεία τους και η ανταπόκρισή τους στο προφίλ των επιμέρους επενδυτών. Η επενδυτική στρατηγική στην ING Investment Management επικεντρώνεται και περιστρέφεται στους στόχους του επενδυτή. Η πειθαρχία στη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων και η αποτελεσματική ανάλυση των αγορών είναι τα θεμέλια για την εφαρμογή της στρατηγικής του κάθε χαρτοφυλακίου. [23]

¹ το ING Internationale Nederlanden Groupείναι ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα της ολλανδικής προέλευσης με λειτουργίες τραπεζικές, ασφαλιστικές και διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων

[23]www.enthesis.net

(index.php?option=comcontent&view=article&id=250:enthesis5130&catid=5:briefcase&Itemid=3)

Πως καθορίζεται το επενδυτικό προφίλ:

Ο επενδυτής μπορεί να καθορίσει το επενδυτικό του προφίλ, λαμβάνοντας υπόψη τις ακόλουθες παραμέτρους:

α) Επενδυτικός σκοπός / Επενδυτικοί στόχοι:

Για ποιο λόγο και με ποιες προσδοκίες γίνονται οι εκάστοτε επενδύσεις.

Ο λόγος για τον οποίο γίνονται επενδύσεις καθορίζει τον επενδυτικό σκοπό του επενδυτή. Για να εκπληρωθεί ο επενδυτικός σκοπός, καθορίζεται μια στρατηγική και τίθενται συγκεκριμένοι επενδυτικοί στόχοι, όπως ο ρυθμός ανάπτυξης και η απόδοση του κεφαλαίου με την οποία θα είναι ικανοποιημένος ο επενδυτής.

β) Χρονικός ορίζοντας

Ανάλογα με τον επενδυτικό του σκοπό, ο επενδυτής θα πρέπει να καθορίσει τον χρονικό ορίζοντα της επένδυσής του, δηλαδή το διάστημα για το οποίο είναι σε θέση να έχει το κεφάλαιό του επενδυμένο. Μία μέσο-μακροπρόθεσμη επένδυση 2-5 χρόνια έχει μεγαλύτερες πιθανότητες για πιο σταθεροποιημένες αποδόσεις από μία βραχυπρόθεσμη που μπορεί βέβαια να έχει πολύ κερδοφόρα αποτελέσματα αλλά και εξαιρετικά ζημιογόνα. Όσο πιο μακρύ χρονικό ορίζοντα έχει μια επένδυση, τόσο καλύτερα μπορεί να απορροφήσει τις διακυμάνσεις τις οποίες αντιμετωπίζουν οι αγορές σε σχέση με μία βραχυπρόθεσμη επένδυση, η οποία είναι περισσότερο ευάλωτη σε τέτοιες διακυμάνσεις.

γ) Επενδυτικός κίνδυνος

Είναι δεδομένο ότι η απόδοση μιας επένδυσης είναι συνάρτηση του επενδυτικού κινδύνου (ρίσκο) που την χαρακτηρίζει. Ο επενδυτής θα πρέπει να κατανοεί το βαθμό κινδύνου τον οποίο είναι διατεθειμένος να αναλάβει, καθώς και την άμεση σχέση μεταξύ του επενδυτικού κινδύνου και της αναμενόμενης απόδοσης. Όσο μεγαλύτερος είναι ο επενδυτικός κίνδυνος που αναλαμβάνει σε μια επένδυση, τόσο μεγαλύτερη θα είναι και η προσδοκώμενη απόδοση. Αξίζει

να σημειωθεί ότι μια πετυχημένη επένδυση προϋποθέτει πάνω απ' όλα σωστή διαχείριση του επενδυτικού κινδύνου που συνήθως γίνεται με διαφοροποίηση ή κατανομή του κεφαλαίου.

Η **διαφοροποίηση** αποτελεί τον καλύτερο τρόπο για να προστατευθεί ένας επενδυτής από τους κινδύνους τους οποίους ενέχει η τοποθέτηση των χρημάτων του σε μία μόνο μετοχή ή ένα συγκεκριμένο κλάδο. Η επιλογή μιας μόνο μετοχής συνεπάγεται την ανάληψη του μέγιστου επιπέδου επενδυτικού κινδύνου, δηλαδή όσο αυξάνεται ο αριθμός των μετοχών που περιέχονται σε ένα χαρτοφυλάκιο, τόσο μειώνεται ο κίνδυνος ο οποίος προέρχεται από τυχόν αρνητικές εξελίξεις οι οποίες αφορούν μια συγκεκριμένη εταιρία.

Η **κατανομή κεφαλαίων** είναι μια δοκιμασμένη στο χρόνο στρατηγική με την οποία επιτυγχάνεται η ενίσχυση της απόδοσης με παράλληλη μείωση του επενδυτικού κινδύνου. Η αρχή στην οποία βασίζεται η κατανομή κεφαλαίων είναι στη συνεχή παρατήρηση ότι δύο διαφορετικές μορφές επένδυσης δεν παρουσιάζουν συνήθως μεταβολές προς την ίδια κατεύθυνση την ίδια χρονική στιγμή.

Για παράδειγμα, ένας παράγοντας ο οποίος θα οδηγήσει σε μείωση της απόδοσης των ομολόγων, πιθανώς να ωθήσει σε άνοδο τις τιμές των μετοχών και το αντίθετο. Όταν ένα χαρτοφυλάκιο περιέχει και τις τρεις μορφές επένδυσης, η μείωση στην απόδοση σε μια κατηγορία αντισταθμίζεται από την αύξηση της απόδοσης σε μια άλλη κατηγορία. Ουσιαστικά, οι αποδόσεις κάποιων κατηγοριών επένδυσης εμφανίζουν μεγαλύτερες διακυμάνσεις σε σχέση με κάποιων άλλων. Υπάρχουν δηλαδή κατηγορίες επενδύσεων οι οποίες μπορεί τη μια χρονιά να εμφανίσουν μεγάλες αποδόσεις ενώ την άλλη μεγάλες απώλειες, ενώ άλλες κατηγορίες επενδύσεων εμφανίζουν μικρότερες διακυμάνσεις (θετικές ή αρνητικές) στην αξία τους.

δ) Άλλοι παράγοντες με αρκετά σημαντικό ρόλο είναι οι εξής:

Η **οικονομική κατάσταση** στην οποία βρίσκεται ο επενδυτής, δηλαδή τα κεφάλαια που έχει διαθέσιμα προς επένδυση λαμβάνοντας υπόψη το εισόδημά του και τις καθημερινές του ανάγκες. Μία από τις κυριότερες αρχές για τον επενδυτικό προγραμματισμό είναι να επενδύουμε χρήματα τα οποία δεν χρειαζόμαστε και προβλέπουμε ότι δεν θα χρειαστούμε κατά την διάρκεια του χρονικού ορίζοντα που έχουμε καθορίσει.

Οι **εισοδηματικές ανάγκες** του οι οποίες επηρεάζουν το σχεδιασμό της επενδυτικής στρατηγικής. Ένας επενδυτής π.χ., που επιθυμεί να εισπράττει κάποιο εισόδημα ανά τακτά διαστήματα (μηνιαία, εξαμηνιαία, κλπ.) από το χαρτοφυλάκιο του έχει διαφορετική επενδυτική

στρατηγική από έναν ο οποίος δεν έχει άμεση ανάγκη ρευστού από το επενδυμένο κεφάλαιο. Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι, αν κατά τη διάρκεια της επένδυσης κάποιος από τους παραπάνω παράγοντες καθορισμού του επενδυτικού προφίλ μεταβληθεί, θα πρέπει να εξεταστούν τρόποι μεταβολής της γενικότερης επενδυτικής στρατηγικής που ακολουθείται. Επίσης πρέπει να τονιστεί ότι οι μεταβολές πρέπει να γίνονται όταν συμβαίνουν γεγονότα που επηρεάζουν το επενδυτικό προφίλ του επενδυτή και όχι σε κάθε αλλαγή που διαδραματίζεται στην αγορά.[24,25]

Χαρακτηρισμός επενδυτών

- **Ο Συντηρητικός Επενδυτής** είναι εκείνος που τοποθετεί για παράδειγμα το 1/3 της ρευστότητας του σε χρυσό, καθώς πιστεύει ότι τούτο αποτελεί ιδιαίτερο καταφύγιο σε περιόδους κρίσης, εφόσον αυτό είναι το μοναδικό πραγματικό νόμισμα. Αυτό το 1/3 αποτελεί, κατά κάποιο τρόπο, την ασφάλεια για την υπόλοιπη ρευστότητά του. Με άλλα λόγια, δεν κάνει τίποτε άλλο από το να διατηρεί σταθερά το ποσοστό αυτό σε χρυσό, συνήθως σε μικρές ράβδους ή νομίσματα και να το φυλάσσει είτε σε ιδιωτικό θησαυροφυλάκιο είτε σε προσωπική θυρίδα τραπεζής, με τον ίδιο τρόπο δηλαδή που κάνει κανείς μία ασφάλεια ελπίζοντας ότι δεν θα χρησιμοποιηθεί ποτέ, αλλά θέλει να υπάρχει εκεί για προστασία της οικογένειας και της περιουσίας του.
- **Ο Απλός Επενδυτής** είναι εκείνος που συγκροτεί ένα συνδυασμό τοποθετήσεων συμπεριλαμβάνοντας μετοχές σε εταιρίες εξόρυξης και εκμετάλλευσης χρυσού και αργύρου, πολύτιμα μέταλλα σε ράβδους ή νομίσματα, ή ακόμα και σε Αμοιβαία πολύτιμων μετάλλων ή μεταλλευτικών εταιριών (ETF's). Ο επενδυτής αυτός ίσως προβεί σε 2-3 αγοραπωλησίες στην διάρκεια όλης της μεγάλης ανοδικής περιόδου της αγοράς, πουλώντας 1/3 των τοποθετήσεων σε κάποιο από τα υψηλά του κύκλου και επαναγοράζοντας χαμηλότερα.

[24] www.euro2day.gr (investments/guide/162/articles/499/Article.aspx)

[25] www.bankofcyprus.gr (main.asp?id=2992)

- **Ο Επιθετικός Επενδυτής**, έχει ένα χαρτοφυλάκιο παρόμοιο με αυτό του Απλού Επενδυτή, με την διαφορά ότι εκμεταλλεύεται κάθε φάση του μεγάλου ανοδικού κύκλου, πουλώντας 1/3 σε κάθε μερική άνοδο και αγοράζοντας πάλι στην επόμενη κάθοδο. Ο επενδυτής αυτός δεν ασχολείται με τα ενδιάμεσα ανεβο-κατεβάσματα της φάσης, αλλά ψάχνει μόνο για τα εκάστοτε ανώτερα και κατώτερα. Κάθε τέτοια φάση, στα πολύτιμα μέταλλα, διαρκεί συνήθως δύο έως τρεις μήνες. Έχει επίσης παρατηρηθεί ότι υφίσταται και ένας ετήσιος εποχιακός κύκλος χρυσού κατά τον οποίο παρατηρείται μία ύφεση στους θερινούς μήνες, και μία φάση ανόδου κατά το διάστημα προ των εορτών των Χριστουγέννων.

- **Ο Επενδυτής trader**, όπως αποκαλείται προσπαθεί να εκμεταλλευτεί κάθε ανοδική και καθοδική κίνηση της αγοράς. Από το ενδοημερήσιο (intraday) 9-λεπτο κύκλο, μέχρι το ημερήσιο και το εβδομαδιαίο.

Προς τούτο είναι ιδιαίτερα εφοδιασμένος με τα κατάλληλα επενδυτικά εργαλεία τεχνικής ανάλυσης, διαθέτει άμεση (στιγμιαία) πληροφόρηση και πρόσβαση στις αγορές αλλά επίσης είναι εξασκημένος στην αυτοκυριαρχία και αυτοπειθαρχία, έχοντας στον υψηλότερο δυνατόν βαθμό κυριαρχία επάνω στα κοινά ανθρώπινα συναισθήματα (πχ. φόβου, απληστίας ή πανικού). [26]

Με την κατάταξη λοιπόν αυτή, ο κάθε επενδυτής καθορίζει το προφίλ του και συνεπώς τον ενδεδειγμένο τρόπο εργασίας του.

[26][www.oikonomikablog.pblogs.gr\(2008/10/h-formoyla-epityhias-toy-ependyth-polytimwn-metallwn.html\)](http://www.oikonomikablog.pblogs.gr(2008/10/h-formoyla-epityhias-toy-ependyth-polytimwn-metallwn.html)

4.2 Η ψυχολογία τα και συναισθήματα του επενδυτή

4.2.1 Η εισαγωγή της ψυχολογίας στην οικονομία

Κατά την δεκαετία του 1980 η παγκοσμιοποίηση ήταν απύσχα και είχαμε ένα υγιές κράτος, με φιλόξενους και μη προκατειλημμένους Έλληνες, χωρίς εγκληματικότητα, χωρίς χρέη και ανεργία, χωρίς μιζέρια και γκρίνια. Στην πορεία όμως με την εμφάνιση της παγκοσμιοποίησης τα πράγματα άρχισαν να αλλάζουν δημιουργώντας στους ανθρώπους έναν χαρακτήρα γεμάτο απληστία και εγκληματικότητα με μοναδικό κίνητρο το χρήμα. Όλα αυτά ξεκίνησαν από το άγχος και την επιθυμία τους να αποκτήσουν μια καλύτερη ζωή και έτσι δημιουργήθηκε σιγά σιγά το πάντρεμα οικονομίας - ψυχολογίας. Καταρχάς σε ότι αφορά την ψυχολογία, μας ενδιαφέρει εδώ σ' αυτό το κομμάτι η ψυχολογία της αγοράς, του χώρου δηλαδή στον οποίο συναντώνται οι επιχειρήσεις και οι καταναλωτές. Σε ότι αφορά την εθνική οικονομία, εκείνο που μας ενδιαφέρει να εξετάσουμε είναι κατά πόσο επηρεάζονται από την ψυχολογία, βασικές έννοιες και οικονομικοί δείκτες, όπως ο ρυθμός ανάπτυξης, το ΑΕΠ, οι εξαγωγές, τα έσοδα του κράτους, η ζήτηση, η ανεργία και το εισόδημα. Σήμερα, οι Έλληνες ζουν σε μια περίοδο έντονης κοινωνικής ανασφάλειας, η οποία προκύπτει κυρίως από την οικονομική ανασφάλεια. Αυτός ο προβληματισμός δεν απορρέει μόνο από την ανησυχία για τις οικονομικές προοπτικές του κάθε ατόμου και της οικογένειάς του μεμονωμένα, αλλά υπάρχει έντονος σκεπτικισμός και γύρω από την οικονομική κατάσταση της χώρας μας εν γένει. Ουσιαστικά το πρωταρχικό σημείο για όλη αυτή την ψυχολογική καταστροφή του ατόμου, είναι η ανεργία καθώς ωθεί τα άτομα να έχουν χαμηλή αυτοπεποίθηση, να νιώθουν απορριπτέοι από την κοινωνία και έτσι με τη σειρά τους αναπτύσσουν αισθήματα εχθρότητας για αυτή, ενώ βιώνουν χρόνια πικρία κι απογοήτευση και παρουσιάζουν συμπτώματα κατάθλιψης. Αναπτύσσεται μέσα τους η αίσθηση πως δεν μπορούν να πάρουν στα χέρια τους τα ηνία της ζωής τους κι έτσι ψαλιδίζουν τις προσδοκίες τους από τον εαυτό τους και τους άλλους. Επίσης έχει παρατηρηθεί πως οι περίοδοι παρατεταμένων κρίσεων και ειδικά οικονομικών προσφέρουν το κατάλληλο έδαφος για αγχώδεις διαταραχές, φοβίες, καταθλιπτικά στοιχεία, ψυχοσωματικές εκδηλώσεις του άγχους, αλλά και απαισιόδοξο τρόπο σκέψης. ενώ κατά τη διάρκεια των κρίσεων παρατηρείται μια αλλαγή της καταναλωτικής συμπεριφοράς, μείωση των δαπανών για αγορές, έλλειψη εμπιστοσύνης στους θεσμούς της αγοράς και μια γενική μεταβολή των προτιμήσεων.

Όπως φαίνεται και από την τρέχουσα επικαιρότητα, η μείωση της ζήτησης που παρατηρείται στην αγορά, οφείλεται κατά ένα μέρος στη μείωση των εισοδημάτων, αλλά επίσης οφείλεται και σε ψυχολογικούς λόγους. Οι καταναλωτές κινούνται κάτω από το πρίσμα της αβεβαιότητας,

καθώς η διαρκής φημολογία για περαιτέρω μειώσεις των εισοδημάτων και για πιθανή πτώχευση, τους κάνουν διστακτικούς στην αγοραστική τους συμπεριφορά. Αυτό έχει ως συνέπεια η οικονομία να εισέρχεται σε μία βαθύτερη φάση ύφεσης, πράγμα που μεταφράζεται σε μείωση της ζήτησης, άρα και της ρευστότητας στην αγορά, του κύκλου εργασιών, των κερδών, των επενδύσεων και της παραγωγής των επιχειρήσεων. Παράλληλα, μειώνεται η απασχόληση, το εισόδημα και η φοροδοτική ικανότητα, άρα και τα έσοδα του κράτους. Έτσι, μειώνεται η δυνατότητα του κράτους για επενδύσεις και αύξηση μισθών, κάτι που θα έδινε ώθηση στην οικονομία. Αυτό το αρνητικό κλίμα στην αγορά επηρεάζει και τις ήδη υπάρχουσες επιχειρήσεις αλλά και επίσης αυτούς που σκέφτονταν να ξεκινήσουν επιχειρηματική δραστηριότητα. Αποτέλεσμα είναι η έλλειψη διάθεσης από τις επιχειρήσεις για δημιουργικότητα και καινοτομία καθώς και η μείωση της δυνατότητας για παραγωγή και δημιουργία ανταγωνιστικών προϊόντων, που θα βοηθήσουν στην αύξηση των εξαγωγών και των κερδών των επιχειρήσεων με όλες τις συνέπειες που προαναφέρθηκαν.

Στην κατανάλωση αλλά και στην οικονομία συνολικά, η ψυχολογία παίζει καθοριστικό ρόλο. Το ζητούμενο αυτή τη στιγμή είναι η αντιστροφή του κλίματος απαισιοδοξίας που έχει επικρατήσει τους τελευταίους μήνες στη χώρα μας, καθώς και η ενίσχυση της προστασίας του δικαιώματος στην εργασία, η αίσθηση της οικονομικής ασφάλειας, και η εμπιστοσύνη του πολίτη στην πολιτεία. Μια δυσμενής οικονομική συγκυρία δεν επιφέρει ούτε προκαθορισμένες ούτε παρόμοιες συνέπειες στην ψυχολογία των ατόμων. Τα αποτελέσματα της επίδρασης μιας κακής οικονομικής συγκυρίας, στην ψυχολογία των ατόμων, εξαρτώνται τόσο από την ίδια όσο και από εκείνους που την υφίστανται. Οι ψυχολογικές επιπτώσεις της κακής οικονομικής συγκυρίας εξαρτώνται πρώτων από την προηγούμενη οικονομική κατάσταση κάθε ατόμου και από τις άμεσες οικονομικές επιπτώσεις που επιφέρει. Αν δηλαδή η δυσμενής οικονομική συγκυρία επιφέρει δραματική μείωση των εισοδημάτων του ατόμου με αποτέλεσμα να μην μπορεί να αντεπεξέλθει σε βασικές ανάγκες της οικογένειάς του, όπως η επιβίωση ή η στέγαση, τότε οι ψυχολογικές συνέπειες θα είναι πολύ σοβαρές ή δραματικές. Αντίθετα η ίδια οικονομική συγκυρία θα επιφέρει ασήμαντες ψυχολογικές συνέπειες στα άτομα των οποίων η προηγούμενη οικονομική κατάσταση ήταν ανθηρή και οι επιπτώσεις της στο εισόδημά τους είναι αμελητέες. Αν οι οικονομικές συνέπειες στο άτομο δεν αφορούν τις βασικές ανάγκες της οικογένειας και παρόλα αυτά είναι σοβαρές και επιφέρουν ένα νέο δυσμενέστερο επίπεδο ζωής στο οποίο καλείται η οικογένεια να ζήσει πλέον, τότε οι ψυχολογικές συνέπειες εξαρτώνται και από την ιεράρχηση που έχουν οι ελλείψεις αυτές στη συνείδηση του κάθε ατόμου. Αν τα μέλη της οικογένειας έχουν επενδύσει και σε άλλες αξίες, πέρα από τις υλικές, όπως για παράδειγμα σε ανθρώπινες σχέσεις, τότε πιθανόν οι ψυχολογικές επιπτώσεις θα είναι ηπιότερες. Αν όμως η

κουλτούρα των ατόμων αυτών εμφορείται αποκλειστικά από καταναλωτικές συνήθειες, χωρίς επένδυση σε άλλες αξίες, οι ψυχολογικές συνέπειες θα είναι σοβαρότερες. Εκτός από τον ρόλο των ατομικών χαρακτηριστικών του καθενός στις ψυχολογικές συνέπειες μιας δυσμενούς οικονομικής συγκυρίας, σημαντικό ρόλο παίζουν και τα συλλογικά χαρακτηριστικά της κοινωνίας όπου ζει. Στις κοινωνίες που υπάρχουν αναπτυγμένες κοινωνικές σχέσεις το άτομο αντιμετωπίζοντας σοβαρότατα προβλήματα δεν αισθάνεται μόνο ή προσδοκεί ηθική ή υλική στήριξη από τα άλλα μέλη της κοινωνικής ομάδας, γεγονός που μειώνει τις ψυχολογικές συνέπειες. Ο τρόπος που το κάθε άτομο συνειδητοποιεί τα αίτια που επιφέρουν την δραματική έκπτωση του επιπέδου της ζωής του διαφοροποιεί, επίσης, τις ψυχολογικές του αντιδράσεις. Αν το άτομο πεισθεί ότι τα αίτια της δυσμενούς οικονομικής συγκυρίας οφείλονται σε παράγοντες αντικειμενικούς, ότι όσοι τον κυβερνούν δεν ευθύνονται για την κατάσταση αυτή τότε, ανάλογα και με το κόστος που βιώνει, ενδέχεται να την υποστεί στωικά. Αν όμως το άτομο αντιληφθεί ότι η κακή οικονομική συγκυρία δεν αποτελεί ένα καθολικό κοινωνικό συμβάν, ότι κάποιοι άλλοι επωφελούνται απ' αυτήν την κατάσταση, ότι κάποιοι τον κοροϊδεύουν, τότε τη θέση της στωικότητας παίρνει η οργή, η δυναμική αντίδραση. Η έλλειψη προκαθορισμού σε συλλογικό επίπεδο των ψυχολογικών επιπτώσεων μιας οικονομικής κρίσης στους ανθρώπους, που σημαίνει και μη προβλεψιμότητα των αντιδράσεών τους, αποτελεί τη σημαντικότερη παράμετρο που προβληματίζει τις οικονομικές εξουσίες που διαμορφώνουν το δυσμενές οικονομικό περιβάλλον. Σύμφωνα λοιπόν με τα παραπάνω, μπορούμε να συσχετίσουμε το ρόλο της ψυχολογίας και στον κόσμο των επενδύσεων, εφόσον έχει άμεση σχέση με τον καταναλωτή που ολοένα επιθυμεί να κερδίσει χρήματα με σκοπό τον πλούτο και την καλύτερη ποιότητα ζωής. Έρευνες που έχουν γίνει στη λήψη αποφάσεων σχετικά με την αγορά, δείχνουν ότι οι περισσότεροι επενδυτές συμπεριφέρονται σχετικά ανορθόδοξα. Οι αποφάσεις τους επηρεάζονται σημαντικά από συναισθήματα όπως ο φόβος, η απληστία, η αβεβαιότητα και η ανταγωνιστικότητα με αποτέλεσμα να μην είναι νηφάλιες. Αυτός είναι και ο λόγος που δημιουργήθηκε αυτή η μίξη οικονομικών και ψυχολογίας, η γνωστή Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, που μελετά τη συμπεριφορά των επενδυτών, λαμβάνοντας υπ' όψιν και την ανθρώπινη πλευρά τους. Τα Συμπεριφορικά Χρηματοοικονομικά έρχονται σε αντίθεση με την κλασική θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών όπου μιλάμε για τον ορθολογικό άνθρωπο, που στηρίζει τις αποφάσεις του σε δύο παράγοντες, Πρώτον τις αποδόσεις και δεύτερον το ρίσκο της επένδυσης. Σύμφωνα με τα μοντέλα λήψης αποφάσεων που στηρίζονται σε αυτήν τη θεωρία όπως το Μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Αγαθών (CAPM) και το Μοντέλο Αντισταθμιστικής Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Αγαθών (APT), ο επενδυτής αξιολογεί την κάθε επένδυση ζυγίζοντας θα λέγαμε τις αναμενόμενες αποδόσεις της με το ρίσκο που εμπεριέχει, όμως τελικά

όλες μας οι αποφάσεις δεν στηρίζονται στη λογική και η αγορά δε λειτουργεί πάντα σαν ένα καλοκουρδισμένο ρολόι, αλλά στηρίζονται στην ψυχολογική διάθεση η οποία θα μας διακατέχει τη συγκεκριμένη περίοδο (αυτοπεποίθηση/απαισιοδοξία). Τα Συμπεριφορικά Χρηματοοικονομικά έρχονται να καλύψουν τις αδυναμίες ερμηνείας της θεωρίας των Αποτελεσματικών Αγορών που αναφερθήκαμε στο πρώτο κεφάλαιο, μελετώντας και κατανοώντας την επίδραση των συναισθημάτων μας, π.χ. της απληστίας ή της αυτοπεποίθησης, στη 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 στον εαυτό μας. Δηλαδή, οι περισσότεροι επενδυτές νομίζουν ότι είναι καλύτεροι από τον μέσο επενδυτή και ξέρουν πάντα να ζυγίζουν τα ρίσκα με τις ανάλογες αποδόσεις θεωρώντας ότι μπορούν σχετικά εύκολα να κερδίσουν. Σε έρευνες που έχουν γίνει τα τελευταία χρόνια, παρατηρείται αυξανόμενο ενδιαφέρον για την ενσωμάτωση ιδεών από τις κοινωνικές επιστήμες για να αποδοθεί το γεγονός ότι οι αγορές απεικονίζουν τις σκέψεις, τα συναισθήματα και τις ενέργειες των ανθρώπων, όπως είναι στην πραγματικότητα, σε αντιδιαστολή με τον εξιδανικευμένο ορθολογικό επενδυτή. Εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει ότι οι άνθρωποι δεν είναι καθ' όλα ορθολογικοί. Ένας επενδυτής μπορεί να προσπαθεί να είναι ορθολογικός, ώστε να βελτιστοποιήσει τις ενέργειές του, αλλά η ορθολογιστική του ικανότητα τείνει να εμποδίζεται από γνωστικές προκαταλήψεις, συναισθηματικές ιδιορρυθμίες και κοινωνικές επιρροές.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική προσδιορίζει και εξηγεί τους συναισθηματικούς παράγοντες που επηρεάζουν τους ανθρώπους κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων και η μελέτη αυτού του τομέα επιτρέπει στους επενδυτές και στους επαγγελματίες διαχειριστές χαρτοφυλακίων να αναγνωρίσουν τις καταστάσεις στις οποίες είναι ιδιαίτερα πιθανό να γίνει κάποιο επενδυτικό λάθος.

Διακρίνονται δύο ευρείες κατηγορίες συμπεριφορικών μεροληπτικών σφαλμάτων, **τα γνωστικά** και **τα συναισθηματικά**. Και στις δύο περιπτώσεις το αποτέλεσμα είναι η πραγματοποίηση μη ορθολογικών επενδυτικών επιλογών. Τα γνωστικά σφάλματα προέρχονται από στατιστικά λάθη, λάθη στην επεξεργασία των πληροφοριών, από κενά μνήμης και υποσυνείδητες νοητικές διεργασίες για την επεξεργασία των πληροφοριών, που παρατηρούνται σε κάθε άνθρωπο. Ένα από τα σοβαρότερα γνωστικά σφάλματα είναι το σφάλμα διατύπωσης (Framing Bias), το οποίο εστιάζει στην τάση των ανθρώπων να αντιμετωπίζουν διαφορετικά τις καταστάσεις ανάλογα με το πλαίσιο στο οποίο έχουν παρουσιασθεί και διατυπωθεί. Η συμπεριφορά αυτή μπορεί να αποδειχθεί εξαιρετικά επικίνδυνη για τους επενδυτές, καθώς ανάλογα με το πώς διατυπώνονται τα ερωτήματα δίνουν και διαφορετικές απαντήσεις σε σοβαρά επενδυτικά θέματα.

Ένα παράδειγμα είναι ο καθορισμός του επενδυτικού προφίλ. Ανάλογα με τη διατύπωση των ερωτήσεων μπορεί πολύ εύκολα να μετατραπεί από επιθετικό σε συντηρητικό χαρακτήρα ο επενδυτής. Αντίστοιχα, ο τρόπος με τον οποίο διατυπώνονται τα αναμενόμενα κέρδη και ο κίνδυνος μίας επένδυσης, μπορεί να αποτρέψουν ή να οδηγήσουν στην επιλογή της. Από την άλλη μεριά υπάρχουν και τα συναισθηματικά σφάλματα. Αν και δεν υπάρχει ένας καθολικά αποδεκτός ορισμός του συναισθήματος, μπορεί να ορισθεί σαν μία νοητική κατάσταση που δημιουργείται αυθόρμητα και χωρίς συνειδητή προσπάθεια. Πολλές φορές μπορεί τα συναισθήματα να είναι ανεπιθύμητα ή ανεξέλεγκτα. Όταν το συναίσθημα επηρεάζει τους επενδυτές, λαμβάνουν μη ορθολογικές επενδυτικές αποφάσεις, που βασίζονται στην παρόρμηση και όχι στην ανάλυση των δεδομένων. Ένα από τα σοβαρότερα συναισθηματικά σφάλματα είναι η υπεραισιοδοξία (Optimism Bias), η οποία επηρεάζει τους επενδυτές με δύο τρόπους. Πρώτον, οι αισιόδοξοι επενδυτές αναλύουν λιγότερο τις επενδυτικές τους επιλογές και δεύτερον, τείνουν να παραβλέπουν τις αρνητικές πληροφορίες για τις μετοχές τους. Επιπλέον υποβαθμίζουν το ρόλο του κινδύνου και της τύχης στη ζωή αλλά και στις επενδύσεις καθώς τείνουν να επενδύουν σε μετοχές, πιστεύοντας ότι οι συγκεκριμένες εταιρείες δεν θα σημειώσουν απώλειες. Παράλληλα, η υπεραισιοδοξία κάνει τους επενδυτές να πιστεύουν ότι θα αποκομίσουν αποδόσεις όμοιες με την αγορά, αγνοώντας τον πληθωρισμό, τα έξοδα και τους φόρους που περιορίζουν τις πραγματικές αποδόσεις. Η διάκριση μεταξύ γνωστικών και συναισθηματικών σφαλμάτων είναι ιδιαίτερα χρήσιμη για τους επενδυτικούς συμβούλους, οι οποίοι συμβουλεύουν τους πελάτες τους ανάλογα με τα σφάλματα που πραγματοποιούν. Τα ψυχολογικά αυτά λάθη δυσχεραίνουν την επενδυτική διαδικασία και κρίνεται απαραίτητη η αντιμετώπισή τους από τους επενδυτές, όσο αυτό είναι δυνατό.

Ουσιαστικά από τα παραπάνω βλέπουμε ότι το πρώτο βήμα για τη βελτίωση της επενδυτικής συμπεριφοράς είναι η μελέτη και η αντιμετώπιση των παράλογων (μη ορθολογικών) ενεργειών που εξετάζει η συμπεριφορική χρηματοοικονομική, δηλαδή τα λάθη που πραγματοποιούν οι επενδυτές ώστε να αποφεύγουν να πέφτουν συνεχώς στην ίδια παγίδα.

4.2.2 Συναισθήματα του επενδυτή

Η αγορά ή η πώληση μετοχών αποτελεί μία συναισθηματική δέσμευση για τον επενδυτή. Η απόφαση να κάνει μία χρηματιστηριακή πράξη μπορεί να προϋπάρχει στο μυαλό του, αλλά η πράξη της δοσοληψίας δημιουργεί την ανάγκη να ενεργήσει ορθά και αποτελεσματικά λόγω του φόβου του μήπως χάσει περισσότερο κάτι που του ανήκει, απ' ό,τι να κερδίσει κάτι που δεν του

ανήκει. Όλα αυτά τα συναισθήματα τον ωθούν κατά καιρούς σε διάφορες ψυχολογικές καταστάσεις, τις οποίες θα αναλύσουμε παρακάτω.

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 αποδεκτή. Παράλληλα σταδιακά, μία μειοψηφία επενδυτών θα αρχίσει να υπονιάζεται ότι πλησιάζει η αναστροφή της τάσης (π.χ. από ανοδική σε καθοδική) και θα θελήσει να μετατρέψει τη διάρθρωση των επενδυτικών 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 “κυνηγούν” 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 και 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.[27]

Η επίδραση του φόβου στις επενδύσεις

Ο φόβος είναι ένα βασικό ζωώδες συναίσθημα, το οποίο μπορεί να προκαλέσει συμπτώματα άγχους ή επιθετικότητας και έχει εξελιχτεί για να εξυπηρετεί μια σειρά πολύ σημαντικούς στόχους, με βασικότερο όλων την επιβίωση. Ο καθηγητής Jaak Panksepp το 1998 εντοπίζει τον φόβο και τον πανικό ως δύο από τα επτά βασικά συναισθηματικά συστήματα, μαζί με την αναζήτηση, την οργή, το παιχνίδι, την επιθυμία και τη φροντίδα. Αυτά τα συναισθήματα αποτελούν προστατευτικούς μηχανισμούς σε περίπτωση όπου καλούμαστε να αντιμετωπίσουμε μια απειλή. Όμως ως άριστο επίπεδο φόβου, μπορεί να οριστεί το συναίσθημα του φόβου που βρίσκεται σε ισορροπία όταν μας προσφέρει την απαραίτητη ασφάλεια και τη δυνατότητα να αντιμετωπίσουμε τους εξωτερικούς εκείνους παράγοντες που τον προκαλούν, αγνοώντας τις ασήμαντες απειλές.

Δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις όπου ο φόβος και ο πανικός έχουν επικρατήσει στις χρηματιστηριακές αγορές. Τα τελευταία 200 χρόνια οι ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο αλλά και άλλες χώρες έχουν βιώσει δεκάδες σοβαρές καταστάσεις πανικού, όπως τα έτη 1819, 1825, 1837, 1857, 1873, 1893, 1901, 1907, 1929, 1987, η Ιαπωνία το 1990, η νοτιοανατολική Ασία το 1997 και η πρόσφατη παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008.

Παρά το γεγονός ότι αυτές οι καταστάσεις διαφέρουν μεταξύ τους, έχουν ένα κοινό χαρακτηριστικό, τον φόβο που τελικά επέδρασε αρνητικά στις αγορές. Η διάρκεια του πανικού εξαρτάται από το μέγεθος και την ένταση των προβλημάτων, αλλά και από τη δυνατότητα των μέσων ενημέρωσης να ενισχύουν ή να περιορίζουν τον πανικό. Είναι σαφές ότι η εκπαίδευση, η ενημέρωση και γενικότερα η γνώση περιορίζουν το άγχος που προκαλεί η αυξημένη αβεβαιότητα της πολύπλοκης σύγχρονης πραγματικότητας. Θα πρέπει όμως να τονιστεί ότι πολλές φορές η γνώση όλων των πιθανών κινδύνων που μπορούν να παρουσιαστούν οδηγεί σε υψηλότερα

επίπεδα φόβου και άγχους, με δυσάρεστες συνέπειες. Ακόμη και οι επενδυτές όσο και οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων πρέπει να είναι συνεχώς προσηλωμένοι στις αρχές της διεθνής αλλά και της διαχρονικής διαφοροποίησης.

Η δυσάρεστη αυτή πραγματικότητα που δημιουργούν ο φόβος και η αρνητική επίδραση της ψυχολογίας γενικότερα έχει σοβαρότατες επιπτώσεις για τους ιδιώτες και τους θεσμικούς επενδυτές, τους διαχειριστές χαρτοφυλακίων, τις εποπτικές αρχές αλλά και τις κυβερνήσεις, καθώς τα υποδείγματα που προτείνουν η παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία καταρρέουν όταν ο φόβος κυριεύει τους συμμετέχοντες σε μια χρηματιστηριακή αγορά.

Η αναγνώριση του παράγοντα του κινδύνου καθιστά σαφές ότι οι αναλύσεις που πραγματοποιούνται για τη χρηματιστηριακή αγορά παραμένουν ελλιπείς εάν δεν μπορούμε να ενσωματώσουμε στις υπάρχουσες οικονομικές θεωρίες την ψυχολογία. Έπειτα από δύο συνεχόμενες δεκαετίες ανάπτυξης, η παγκόσμια κοινή γνώμη αδυνατεί να καταλάβει και να προσαρμοστεί σε μια ταχεία συρρίκνωση του πραγματικού της εισοδήματος, αφού θεωρεί ότι αυτή δεν ευθύνεται και την αποδίδει αποκλειστικά στην πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση. Επίσης είναι σαφές ότι απαιτείται νέα δομή στην παγκόσμια αρχιτεκτονική του χρηματοπιστωτικού συστήματος, το οποίο πρέπει να στηρίζεται στη διαφάνεια, στη λογοδοσία, στην κινητροδότηση των εργαζομένων με παράλληλους μακροπρόθεσμους στόχους, αλλά και στον περιορισμό των hedge funds που είναι βέβαιο ότι προκαλούν ραγδαίες μεταβολές στην επικινδυνότητα του συστήματος.[28]

Η συμπεριφορά της αγέλης(Herding)

Ένα από τα σημαντικότερα ψυχολογικά σφάλματα των επενδυτών που τα τελευταία χρόνια αναδεικνύουν ολοένα και περισσότερο οι έρευνες, είναι η συμπεριφορά της αγέλης. Πρόκειται για την άκριτη αντιγραφή επενδυτικών επιλογών που εφαρμόζεται στη χρηματιστηριακή αγορά σε περιόδους ακραίων μεταβολών όπως οι φούσκες πωλήσεων και οδηγεί τελικά σε σύγκλιση δράσεων (Hirshleifer & Teoh, 2003). Σε τέτοιες περιόδους ακραίων ανοδικών ή πτωτικών αποδόσεων στη χρηματιστηριακή αγορά είναι πιθανότερο να διαμορφωθεί η αγελαία συμπεριφορά, αφού επικρατεί σύγχυση και οι επενδυτές προτιμούν να παραβλέψουν τις προσωπικές τους εκτιμήσεις και πληροφορίες και να ακολουθήσουν την τάση της αγοράς. Πιο συγκεκριμένα, τα συναισθήματα ευχαρίστησης ή δυσαρέσκειας επιτείνονται σταθερά όταν το άτομο σχετίζεται ή συναναστρέφεται με άλλους ανθρώπους. 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 λήψεως της απόφασης που 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) αλληλοσυνδέονται 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 γι' 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. Ουσιαστικά αυτό το φαινόμενο σημαίνει ότι όλοι μαζί αγοράζουν στα ύψη, όταν ανεβαίνει το χρηματιστήριο και πουλάνε χαμηλά, όταν πέφτει. Κάποιοι βέβαια τείνουν να εκμεταλλευτούν την ψυχολογία της αγοράς παίρνοντας τον αντίθετο δρόμο, όταν το πλήθος πέφτει θύμα των συναισθημάτων του. Η ακραία αισιοδοξία μπορεί και να στέλνει τις τιμές στα βάθη. Δηλαδή στο τέλος μιας μεγάλης πτώσης, οι τελευταίοι εγκαταλείπουν και πουλάνε με μένος, ενώ οι πιο ψύχραιμοι διαβλέπουν εκποίηση σε χαμηλή τιμή και προσπαθούν με κάθε τρόπο να αρπάξουν την ευκαιρία που θα τους δοθεί.

Οι μελέτες των οικονομολόγων και ψυχολόγων έχουν δείξει ότι οι επενδυτές επηρεάζονται κυρίως από πρόσφατα γεγονότα και ειδήσεις για το χρηματιστήριο, πολιτικά γεγονότα, κέρδη και λοιπά και αγνοούν τη μακροπρόθεσμη επένδυση και τις θεμελιώδεις αρχές της οικονομίας που διασφαλίζουν τη σταθερότητα. Επιπλέον, αν γίνει μια κίνηση προς μια

κατεύθυνση, δημιουργείται η τάση να συγκεντρώνονται όλο και περισσότεροι επενδυτές προς αυτήν με επίμονη ορμή. Η επίπτωση αυτής της συμπεριφοράς αγέλης έχει χειροτερέψει τα τελευταία χρόνια, επειδή οι οικονομικές καθώς και άλλες ειδήσεις που επηρεάζουν την επενδυτική ψυχολογία διαδίδονται γρηγορότερα απ' ό,τι ποτέ, ενώ το πρόβλημα τείνει να γίνεται μεγαλύτερο καθώς η κυκλοφορία των κεφαλαίων γίνεται τώρα μεταξύ των συνόρων με απίστευτη ευκολία, ώστε οι διεθνείς αγορές να ανταποκρίνονται πιο γρήγορα στις απότομες αλλαγές με μια αλυσιδωτή αντίδραση στη συμπεριφορά της επενδυτικής αγοράς και πώλησης.[29]

Επιπτώσεις της συμπεριφοράς της αγέλης:

- α) Απαιτήση μεγαλύτερου αριθμού μετοχών για να επιτευχθεί το ίδιο επίπεδο διαφοροποίησης από ότι σε μία άλλη αγορά όπου το φαινόμενο αυτό δεν εμφανίζεται.
- β) Η τιμολόγηση των αξιόγραφων είναι λανθασμένη, αφού οι μεροληπτικές προσδοκίες οδηγούν σε λανθασμένες αναμενόμενες αποδόσεις και αντίστοιχους κινδύνους αυτών.
- γ) Η ύπαρξή της προκαλεί αστάθεια στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Η συμπεριφορά της αγέλης στο Ελληνικό χρηματιστήριο

Η κατ' εξακολούθηση εμφάνιση στα διεθνή Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης ατελείωτων σειρών άρθρων και μελετών για το πρόβλημα του δημοσίου χρέους της Ελλάδας, μπορεί σε μεγάλο βαθμό να μας θυμίσει το ζήτημα της συμπεριφοράς της αγέλης, ενώ τελευταία απόδειξη της συμπεριφοράς αυτής αποτελεί η περιπέτεια που κατά τους τελευταίους μήνες βιώνει η χώρα μας. Έως τα μέσα Οκτωβρίου του 2009, κανένας απ' όλους τους αναλυτές και ακαδημαϊκούς δεν ασχολούνταν με την Ελλάδα και το πρόβλημά της, ενώ οι επενδυτικοί οίκοι, αξιολογούσαν τη χώρα και το χρέος της με ανεκτά υψηλή βαθμολογία και τα επιτόκια των ελληνικών ομολόγων διαπραγματεύονταν σε αξιοπρεπείς τιμές, με μία λογική υπερτίμηση σε σχέση με τα αντίστοιχα γερμανικά. Ούτε καν, όταν ανακοινώθηκε το μέγεθος του ελληνικού δημοσιονομικού ελλείμματος, ανησύχησε κάποιος, τόσο έντονα όσο το βλέπουμε σήμερα και οι μεν αγορές άρχισαν να υψώνουν σιγά σιγά τα spreads¹ των ομολόγων και την τιμή των CDS², αλλά και πάλι, δεν υπήρξαν σοβαρές ανησυχίες από τους αναλυτές ή την ακαδημαϊκή κοινότητα. Το πρόβλημα άρχισε να παίρνει διαστάσεις, αρχικά μετά τη χρονική μετάθεση της αποπληρωμής του χρέους του Dubai και κυρίως μετά την πρώτη μεγάλη δημοπρασία δεκαετών ομολόγων από τον ΟΔΔΗΧ³, στα τέλη Ιανουαρίου, όταν το υψηλό επιτόκιο που χρεώθηκε η χώρα, έδειξε ότι όντως, κάτι επικίνδυνο συνέβαινε. Από την εποχή εκείνη, έως και σήμερα, καθημερινά δημοσιεύονται δεκάδες άρθρα, αναλύσεις, μελέτες και ακαδημαϊκές εργασίες, που με μεγάλη και

συχνά αυτονόητη ευκολία, αποδεικνύουν, χωρίς μεγάλο προβληματισμό και συχνά με έωλα επιχειρήματα ότι, ουσιαστικά η χώρα έχει πτωχεύσει προ μηνών, ή ακόμη και προ ετών, ενώ πολλοί καθηγητές και επιστήμονες βγαίνουν και αναλύουν τα πονήματά τους στα οικονομικά τηλεοπτικά κανάλια της υφηλίου.

Όλες αυτές οι πληροφορίες από τα ΜΜΕ, επηρέασαν σε μεγάλο βαθμό τους Έλληνες επενδυτές καθώς και τους ξένους ως προς το Ελληνικό χρηματιστήριο, πανικοβάλλοντας τους με αποτέλεσμα να θέλουν να πουλήσουν τις μετοχές και ομόλογα τους σε εξευτελιστικές τιμές και να διοχετεύσουν τα εναπομείναντα κεφάλαια τους στο εξωτερικό για να αποφύγουν την οποιαδήποτε καταστροφή και για να σώσουν ότι έχει μείνει. Αυτό είχε παρατηρηθεί και στις τράπεζες, όταν είχαν διαρρεύσει πληροφορίες σχετικά με την πτώχευση ορισμένων από αυτές. Όλοι τότε σκέφτηκαν να πάρουν τα χρήματα τους από αυτές και να τα διώξουν σε ξένες τράπεζες, μη τυχόν και τα χάσουν.

Ξεκάθαρα πλέον η συμπεριφορά της αγέλης στην Ελληνική οικονομία παρατηρήθηκε στο 8ο Συνέδριο της European Economics and Finance Society⁴, που πραγματοποιήθηκε στις αρχές Ιουνίου 2009 στη Βαρσοβία, όπου παρουσιάστηκαν εμπειρικά ευρήματα που αποδεικνύουν την ύπαρξη της συμπεριφοράς αυτής και στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά για την περίοδο 1998-2007. Η συγκεκριμένη μελέτη αποτελεί επέκταση του ήδη δημοσιευμένου άρθρου «Η συμπεριφορά της αγέλης σε ακραίες συνθήκες της αγοράς»⁵ του γνωστού οικονομολόγου Νικολάου Φίλιππα. Πιο συγκεκριμένα, χρησιμοποιώντας ημερήσια, εβδομαδιαία και μηνιαία δεδομένα για την περίοδο 1998-2007 αποδεικνύεται η ύπαρξη της συμπεριφοράς αυτής σε ακραίες περιόδους της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς, η οποία, μάλιστα, φαίνεται μεγαλύτερη για τα ημερήσια δεδομένα, αναδεικνύοντας τη βραχυπρόθεσμη φύση του φαινομένου. Η συμπεριφορά της αγέλης, όμως, όπως είναι φυσικό, ήταν παρούσα και κατά τη διάρκεια της χρηματιστηριακής φούσκας του 1999, με μεγαλύτερη ένταση στις μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης. Η εντυπωσιακή άνοδος του χρηματιστηρίου προσέελκυσε χιλιάδες νέους εγχώριους μικροεπενδυτές με ελλιπή πληροφόρηση, οι οποίοι προέβησαν σε μαζικές αγορές, ενώ μετά το 2002 η συμπεριφορά φαίνεται να είναι πιο ορθολογική, γεγονός που σχετίζεται και με την εντονότερη παρουσία ξένων θεσμικών επενδυτών, αλλά και με την απουσία των εγχώριων μικροεπενδυτών. [30]

¹ spreads, είναι η διαφορά μεταξύ της τιμής αγοράς και της τιμής πώλησης ενός νομίσματος ή η διαφορά μεταξύ του προσφερόμενου (για κατάθεση) και του ζητούμενου (για δανεισμό) επιτοκίου από μια τράπεζα. ² CDS: Για να είναι καλυμμένος ένας επενδυτής σε περίπτωση χρεοκοπίας, αγοράζει και ασφάλιστρο για το ομόλογο του οποίου η αξία διαμορφώνεται ανάλογα με το spread. ³ ΟΔΔΗΧ: Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους, ⁴ διεθνής ένωση επαγγελματιών οικονομολόγων που εργάζονται κυρίως στον τομέα των Διεθνών Οικονομικών, ⁵ Η περίπτωση του Χρηματιστηρίου Αθηνών το 2008.

Το φαινόμενο της «βεβαιότητας» (Certainty effect)

Το φαινόμενο της βεβαιότητας είναι μια σκέψη που προκύπτει από την θεωρία Προοπτικής. Αναφέρεται στην τάση των ανθρώπων να κάνουν περισσότερο ριψοκίνδυνες επιλογές αν περιμένουν κέρδος, αλλά να αποστρέφονται την αβεβαιότητα αν περιμένουν ζημιές. Οι επιλογές τους μπορούν να επηρεαστούν από τον τρόπο διατύπωσης ενός γεγονότος χωρίς πραγματικά να αλλάξουν τα δεδομένα του.

Το φαινόμενο αυτό εξηγεί γιατί τα άτομα δείχνουν μεγαλύτερη προτίμηση σε ενδεχόμενα τα οποία θεωρούν βέβαια σε σχέση με ενδεχόμενα που θεωρούνται απλά πιθανά. Δηλαδή προτιμούν ένα σίγουρο κέρδος από ένα άλλο πολύ μεγαλύτερο αν είναι πολύ πιθανό να συμβεί αλλά όχι σίγουρο. Μια έρευνα που κάνει πιο κατανοητό το φαινόμενο της βεβαιότητας είναι η εξής: Στους συμμετέχοντες δόθηκε η δυνατότητα να επιλέξουν μεταξύ δύο προβλέψεων. Στην προοπτική Α είχαν δυνατότητα να κερδίσουν 4.000 δολάρια με πιθανότητα 80% ή τίποτε με πιθανότητα 20%.

Στην προοπτική Β είχαν δυνατότητα να κερδίσουν 3.000 δολάρια με πιθανότητα 100% (βεβαιότητα).

_____ ΠροοπτικήΑ _____ ΠροοπτικήΒ

Ποσοστό ανθρώπων που το επέλεξαν	Πιθανότητα ενδεχομένου να συμβεί	Ποσό	Ποσοστό ανθρώπων που το επέλεξαν	Πιθανότητα ενδεχομένου να συμβεί	Ποσό
20%	80%	4.000 \$	80%	100%	3.000 \$
	20%	0 \$			

Μετά τους έδωσαν ένα διαφορετικό σενάριο.

Στην προοπτική Γ είχαν δυνατότητα να κερδίσουν 4.000 λίρες με πιθανότητα 20% ή τίποτε με πιθανότητα 80%.

Στην Δ είχαν δυνατότητα να κερδίσουν 3.000 λίρες με πιθανότητα 25% ή τίποτε με πιθανότητα 75%.

Προοπτική Γ

Προοπτική Δ

Ποσοστό ανθρώπων που το επέλεξαν	Πιθανότητα ενδεχομένου να συμβεί	Ποσό	Ποσοστό ανθρώπων που το επέλεξαν	Πιθανότητα ενδεχομένου να συμβεί	Ποσό
65%	20%	4.000 \$	35%	25%	3.000 \$
	80%	0 \$		75%	0

Στην πρώτη περίπτωση οι περισσότεροι συμμετέχοντες (80%) επιλέγουν το πιο σίγουρο κέρδος, δηλαδή το κέρδος με την μεγαλύτερη πιθανότητα κι ας είναι μικρότερο ποσοτικά, αλλά στη δεύτερη περίπτωση, όπου η πιθανότητα κέρδους και στις δυο προοπτικές είναι πολύ μικρή, το 65% των συμμετεχόντων επιλέγει το κέρδος που είναι μεγαλύτερο ποσοτικά. Βλέπουμε δηλαδή ότι όταν η πιθανότητα των συμμετεχόντων να κερδίσουν μειώθηκε από 100% βεβαιότητα σε 25% (από την προοπτική Β στην προοπτική Δ), αυτό επέδρασε εντονότερα στις προτιμήσεις από την μείωση της πιθανότητας από 80% σε 20% (από την προοπτική Α στην προοπτική Γ). Δηλαδή στην πρώτη περίπτωση προτίμησαν την προοπτική Β από την προοπτική Α, ενώ στην δεύτερη περίπτωση προτίμησαν την Γ από ότι την Δ..

Συμπερασματικά δηλαδή βλέπουμε ότι όταν οι πιθανότητες να προκύψει κέρδος είναι μεγάλες, τα άτομα διαλέγουν το ποσό με την μεγαλύτερη πιθανότητα ενώ όταν οι πιθανότητες να προκύψει κέρδος είναι μικρές, τα άτομα διαλέγουν το μεγαλύτερο ποσό. Αυτό βέβαια έρχεται σε αντίθεση με το «αξίωμα της Υποκατάστασης» (substitution axiom) της Θεωρίας Χρησιμότητας, που λέει ότι εάν το ενδεχόμενο Β είναι προτιμότερο από το ενδεχόμενο Α, τότε κάθε μίξη πιθανότητας Β, θα είναι προτιμότερη από την Α. [31]

Πιο συγκεκριμένα:

α) Όταν οι πιθανότητες να προκύψει κέρδος είναι μεγάλες, τα άτομα διαλέγουν το ποσό με την μεγαλύτερη πιθανότητα.

β) Όταν οι πιθανότητες να προκύψει κέρδος είναι μικρές, τα άτομα διαλέγουν το μεγαλύτερο ποσό.

Το φαινόμενο της «Αγκίστρωσης» (Anchoring)

Η αγκίστρωση είναι ένας όρος που χρησιμοποιείται όταν οι άνθρωποι προσκολλώνται σε κάποια συγκεκριμένα δεδομένα και βασίζουν την κρίση τους σε μεγάλο βαθμό σε ένα μέρος της συνολικής πληροφόρησης.

Όταν έρθει μια νέα πληροφορία προσαρμόζουν την κρίση τους με βάση την συγκεκριμένη πληροφορία ή το σημείο αναφοράς στο οποίο έχουν αγκιστρωθεί και πράττουν σύμφωνα με αυτή.

Παράδειγμα:

Σε κάποια πειράματα στις ΗΠΑ ζητήθηκε στους συμμετέχοντες να απομνημονεύσουν τα τέσσερα τελευταία στοιχεία του αριθμού κοινωνικής ασφάλισης και μετά να κάνουν μία εκτίμηση για το πόσοι γιατροί υπήρχαν στην Νέα Υόρκη.

Στις μετρήσεις βρέθηκε ότι υπήρχε μεγαλύτερη από το κανονικό συσχέτιση μεταξύ αυτών των δύο τυχαίων γεγονότων, απλά η διαδικασία απομνημόνευσης στο πρώτο στάδιο επηρέασε σε σημαντικό βαθμό την εκτίμηση του δεύτερου αριθμού παρόλο που δεν υπάρχει λογική σχέση μεταξύ τους.

Η γνώση της συμπεριφοράς αυτής έχει πολλές εφαρμογές σε πολλούς τομείς των οικονομικών, όπως για παράδειγμα στις πωλήσεις όταν η αρχική τιμή ενός προϊόντος τίθεται ψηλά με στόχο να αγκιστρώσει τους πιθανούς πελάτες σε μία υψηλή τιμή και να ξεκινήσει η διαπραγμάτευση από αυτό το επίπεδο. [32]

Η Επίδραση των Τιμών στη Συμπεριφορά του Πλήθους

Ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες που επηρεάζουν τη συμπεριφορά και την απόφαση των καταναλωτών - επενδυτών, είναι οι τιμές που επικρατούν τόσο στην αγορά, όσο και στο χρηματιστήριο αντίστοιχα. Καθώς ολοένα και περισσότερο η πορεία των τιμών επιδοκιμάζει την άποψη του σωστού ή επιτυχούς πλήθους, οι τιμές εξακολουθούν να αντιδρούν ευνοϊκά. Αυτό με τη σειρά του δικαιώνει την ύπαρξη του επιτυχούς πλήθους και εξάπτει σε μεγαλύτερο βαθμό τα μέλη αυτού εκείνου. Ταυτόχρονα, τα επενδυμένα κεφάλαια τα οποία στηρίζουν την κίνηση των τιμών προς μία κατεύθυνση, αυξάνονται και οι χρηματιστές, οι διαπραγματευτές και οι 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 εγκαταλείψουν τη μάχη έναντι 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 και 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 στον μακροπρόθεσμο ορίζοντα, το βραχυπρόθεσμο μήνυμα του επιτυχούς πλήθους δεν μπορεί να αγνοηθεί και 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 λιγότερο 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. [33]

[27] www.iraj.gr (IRAJ/mass_psycology.pdf)

[28] www.euro2day.gr (investments/persons/128/articles/589932/Article.aspx)

[29] www.euro2day.gr (specials/opinions/132/articles/482703/Article.aspx)

[30] www.euro2day.gr (specials/opinions/132/articles/482703/Article.aspx)

[31] www.blogcatalog.com (blog/http://euretirio.blogspot.com/4f6cd639d143fb7dd2b523383812a7c9)

[32] www.euretirio.com (2010/02/anchoring.html#ixzz0zONGOreh)

[33] www.iraj.gr (IRAJ/mass_psycology.pdf)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5:

ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

5.1 ΕΝΝΟΙΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Η έννοια του κινδύνου μίας επένδυσης, συνίσταται στην απόκλιση των πραγματοποιημένων αποδόσεων ως προς τις αντίστοιχες αναμενόμενες. Πολλοί επενδυτές αντιλαμβάνονται τον κίνδυνο των επενδύσεών τους, ως την προοπτική να χάσουν ολόκληρο το κεφάλαιό τους.

Πρέπει να τονίσουμε ότι, αυτού του είδους ο κίνδυνος ο οποίος προέρχεται από την πλήρη χρεοκοπία, είναι σπάνιος στον κόσμο των επενδύσεων λόγος κατά τον οποίο οι επενδυτές αναλαμβάνουν υψηλού κινδύνου επενδύσεις είναι διότι μόνον η ανάληψή τους δημιουργεί τις προϋποθέσεις για υψηλότερες αποδόσεις.

Όταν ένας επενδυτής δεν θέλει να αναλάβει κινδύνους, θα αποζημιωθεί με την ελάχιστη απόδοση, η οποία ισούται με το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο (risk free rate). Υψηλές αποδόσεις θα επιτευχθούν μόνον από εκείνες τις επενδύσεις, οι οποίες θα εμπεριέχουν κινδύνους.

5.2 ΕΙΔΗ ΚΙΝΔΥΝΩΝ

α) Κίνδυνοι Αξιόγραφων Μεταβλητής Απόδοσης

Επενδύοντας σε ένα αξιόγραφο, ο επενδυτής αντιλαμβάνεται τον κίνδυνο με τη μορφή της μικρότερης απόδοσης από αυτήν που αναμένει. Η ανάλυση που ακολουθεί αφορά τα χρεόγραφα μεταβλητής απόδοσης και πιο συγκεκριμένα τις μετοχές, των οποίων ο κίνδυνος συνίσταται σε δύο επιμέρους συστατικά στοιχεία:

- τη διακύμανση στην απόδοση η οποία προέρχεται από παράγοντες που επηρεάζουν τις τιμές όλων των μετοχών στην αγορά και
- τη διακύμανση στην απόδοση, η οποία προέρχεται από παράγοντες που επηρεάζουν μόνο τη συγκεκριμένη εταιρεία ή τον κλάδο της.

Στην πρώτη περίπτωση έχουμε να κάνουμε με τον ονομαζόμενο κίνδυνο της αγοράς ή συστηματικό κίνδυνο (market or systematic risk) και στη δεύτερη περίπτωση με το μη συστηματικό κίνδυνο (unsystematic risk).

Πιο συγκεκριμένα, ο συστηματικός κίνδυνος αναφέρεται στο ποσοστό εκείνο της συνολικής μεταβλητότητας της απόδοσης μιας μετοχής, που οφείλεται σε παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν ταυτόχρονα τις μέσες αποδόσεις όλων των μετοχών που κυκλοφορούν στην αγορά, δηλαδή όλου

του χαρτοφυλακίου της αγοράς (market portfolio). Είναι δηλαδή, σε όρους πιθανοτήτων, η πιθανότητα να μεταβληθεί η τιμή μιας μετοχής, μόνο σαν αποτέλεσμα των μεταβολών όλης της αγοράς.

Σε αντίθεση με το συστηματικό κίνδυνο, ο μη συστηματικός αναφέρεται στο ποσοστό εκείνο της συνολικής μεταβλητότητας της απόδοσης μιας μετοχής, που οφείλεται σε ιδιαίτερα γεγονότα της ίδιας της εταιρείας, της βιομηχανίας ή του κλάδου στον οποίο ανήκει η εκδότρια εταιρεία. Ο συστηματικός και ο μη συστηματικός κίνδυνος, συνιστούν το συνολικό κίνδυνο μιας μετοχής.

β) Κίνδυνος Επιτοκίου

Κίνδυνο επιτοκίου ονομάζουμε την μεταβολή στις αποδόσεις που μπορεί να υποστούν οι επενδυτές εξαιτίας της ανόδου του επιτοκίου (ή των επιτοκίων της αγοράς. Γενικά, οι αποδόσεις των μετοχών συνδέονται με τα επιτόκια της αγοράς με μια αντίστροφη σχέση. Αύξηση των επιτοκίων επιφέρει καθοδική πτώση στις τιμές των μετοχών, διότι ευνοεί τη μεταφορά κεφαλαίων από τις μετοχές στις εναλλακτικές μορφές επένδυσης που δίδουν το επιτόκιο ως αμοιβή και που φαίνονται τώρα πιο ελκυστικές.

Ο κίνδυνος του επιτοκίου χαρακτηρίζεται ως πηγή συστηματικού κινδύνου, διότι οι αποφάσεις για τις μεταβολές των επιτοκίων παίρνονται συνολικά και επηρεάζουν την αγορά στο σύνολο της. Πρέπει να σημειωθεί εδώ ότι, δεν αναφερόμαστε στις μεταβολές των επιτοκίων που εξαγγέλλουν οι τράπεζες, διότι αυτές θεωρούνται φυσιολογικές αγοραίες συνθήκες στα πλαίσια του διατραπεζικού ανταγωνισμού, αλλά για σημαντικές μεταβολές που συνήθως εξαγγέλλονται από τους κρατικούς φορείς, για την αντιμετώπιση δυσμενών συνθηκών της οικονομίας.

γ) Επιχειρηματικός κίνδυνος (Business Risk)

Επιχειρηματικό κίνδυνο ορίζουμε την πιθανότητα να επέλθουν ζημιές (απόδοση χαμηλότερη από αυτή που αναμενόταν) εξαιτίας δυσμενών συνθηκών λειτουργίας της επιχείρησης, αυτό το είδος κινδύνου μπορεί να μετρηθεί σε όρους λειτουργικών κερδών. εάν τα λειτουργικά κέρδη παρουσιάζουν υψηλή διακύμανση, τότε λέμε ότι υπάρχει υψηλός επιχειρηματικός κίνδυνος και το αντίστροφο.

Υπάρχουν δύο είδη επιχειρηματικού κινδύνου, ο εξωτερικός (external) και ο εσωτερικός (internal). ο εξωτερικός επιχειρηματικός κίνδυνος προέρχεται από λειτουργικές συνθήκες που επιβάλλονται στην επιχείρηση, λόγω των εξωτερικών δυνάμεων της αγοράς που βρίσκονται πέρα από τον έλεγχό της. μπορεί να αποτελέσει πηγή τόσο συστηματικού, όσο και μη συστηματικού κινδύνου, ανάλογα με το αν οι εξωτερικές δυνάμεις που επιβάλλονται στην επιχείρηση επηρεάζουν το σύνολο της αγοράς ή μόνο την επιχείρηση. Ο εσωτερικός

επιχειρηματικός κίνδυνος αναφέρεται στην αποτελεσματικότητα της λειτουργίας της επιχείρησης και σχετίζεται με την ικανότητα της διοίκησης, τη διαφοροποίηση των προϊόντων, την αποτελεσματικότητα των χρησιμοποιηθέντων κεφαλαίων κ.λπ. και αποτελεί εξ ορισμού πηγή μη συστηματικού κινδύνου.

δ) Θεμελιώδης κίνδυνος (Fundamental Risk)

Ο θεμελιώδης κίνδυνος λοιπόν έχει να κάνει με το γεγονός του ότι δεν υπάρχουν τέλεια υποκατάστατες μετοχές αλλά μόνον κοντινά υποκατάστατα. Άρα, οι ορθολογικοί arbitrageur θα αναγκαστούν να αναλάβουν τον κίνδυνο ακόμα κι αν τα θεμελιώδη μεγέθη των δύο επενδύσεων διαφέρουν.

Η θεωρία λέει ότι εάν μία μετοχή A είναι υπερτιμημένη ο ορθολογικός arbitrageur θα παρατηρήσει την ανισορροπία αυτή και θα πουλήσει ανοικτά την μετοχή A, αγοράζοντας ταυτόχρονα μία υποκατάστατη μετοχή B η οποία θα είναι θεμελιωδώς όμοια. Η διαδικασία αυτή θα επιδράσει πτωτικά στην υψηλή τιμή της μετοχής A και θα συνεχιστεί μέχρι η τιμή της να φτάσει στην πραγματική της αξία.

Το πρόβλημα έγκειται στον ορισμό της υποκατάστατης μετοχής: μία τέλεια υποκατάστατη μετοχή (perfect substitute stock) είναι μία μετοχή η οποία έχει τις ίδιες αναμενόμενες αποδόσεις σε κάθε περίπτωση με την υπό εξέταση μετοχή, δηλαδή έχει τον ίδιο κίνδυνο. Στον πραγματικό κόσμο θεμελιωδώς ίδιες μετοχές (δηλαδή τέλεια υποκατάστατες επενδύσεις) δεν υπάρχουν, άρα η διαδικασία του arbitrage έχει κίνδυνο. Επίσης, ένα ακόμα πρόβλημα έχει να κάνει με το γεγονός ότι ακόμα και εάν υπάρχει υποκατάστατη μετοχή μπορεί και αυτή να είναι υπέρτιμολογημένη ή υπό-τιμολογημένη.

ε) Κίνδυνος που προκύπτει από την παρουσία μη-ενημερωμένων επενδυτών (noise trader risk).

Ας υποθέσουμε ότι οι μη-ορθολογικοί επενδυτές (noise traders) είναι απαισιόδοξοι για μία μετοχή και έχουν πιέσει πτωτικά την τιμή της με αποτέλεσμα η μετοχή να είναι υποτιμημένη. Ένας ορθολογικός επενδυτής το αντιλαμβάνεται και αγοράζει την μετοχή περιμένοντας ότι η τιμή θα ανέβει στην θεμελιώδη της αξία. Υπάρχει πάντα ο κίνδυνος οι μη-ορθολογικοί επενδυτές να γίνουν ακόμα πιο απαισιόδοξοι και να υποτιμήσουν ακόμη περισσότερο την μετοχή πριν αυτή ανέβει στην πραγματική της αξία.

Επίσης, στην αντίθετη περίπτωση όπου οι μη ορθολογικοί επενδυτές είναι υπέρ-αισιόδοξοι και έχουν υπερτιμήσει μία μετοχή, ο ορθολογικός επενδυτής που το αντιλαμβάνεται και πουλάει ανοικτά την μετοχή αντιμετωπίζει τον κίνδυνο οι μη ορθολογικοί επενδυτές να γίνουν ακόμα

πιο υπέρ-αισιόδοξοι και να ανατιμήσουν την μετοχή περαιτέρω (και άρα να χρειαστεί να την αγοράσει ακόμα πιο ακριβά από ότι την πούλησε).

Δηλαδή η λάθος αποτίμηση μπορεί βραχυπρόθεσμα να συνεχιστεί ή να μεγαλώσει. Με άλλα λόγια ο noise trader είναι ένας παρορμητικός και υπέρ-ενεργητικός χαρακτήρας και αγοράζει και πουλάει ακόμα και στην απουσία σχετικής πληροφόρησης.

Δεν μπορεί να ξεχωρίσει, να φιλτράρει την πραγματική πληροφόρηση από τον "θόρυβο".

Οι τυχαίες μεταβολές στις τιμές φαίνονται σε αυτού του τύπου τους επενδυτές είτε ως ανισορροπίες της αγοράς που πρέπει να εκμεταλλευθούν είτε τάσεις που πρέπει να ακολουθήσουν.

Οι μη ορθολογικοί επενδυτές αυτού του τύπου πιστεύουν ότι έχουν αποκλειστικές πληροφορίες σε σχέση με μετοχές και διαμορφώνουν τις στρατηγικές τους με βάση την τεχνική ανάλυση και επενδυτικούς συμβούλους χρηματιστών, κλπ.

Το αποτέλεσμα είναι ότι ακόμη και εάν ένας επαγγελματίας διαχειριστής κεφαλαίων έχει εντοπίσει μία περίπτωση μη ορθολογικής αποτίμησης πριν αποφασίσει να την εκμεταλλευτεί θα πρέπει να λάβει υπόψη του/της και τις διαθέσεις των noise traders.

Εφόσον ο επαγγελματίας διαχειριστής διαχειρίζεται κεφάλαια άλλων οι ιδιοκτήτες του κεφαλαίου μπορεί να αποσύρουν τα κεφάλαια τους εάν παρατηρήσουν βραχυπρόθεσμες αρνητικές αποδόσεις και να τον αναγκάσουν να ρευστοποιήσει την θέση.

Έτσι ο επαγγελματίας διαχειριστής μπορεί να φοβηθεί να εκμεταλλευθεί την ευκαιρία για arbitrage και η λανθασμένη αποτίμηση να παραμείνει.

ζ) Είσοδος μιας μετοχής σε ένα δείκτη μετοχών

Μία άλλη περίπτωση όπου φαίνεται να υπάρχει απόκλιση από την τιμή ισορροπίας ή οποία δεν καθίσταται εκμεταλλεύσιμη από arbitrageurs είναι οι περιπτώσεις όπου ανακοινώνεται ότι μία μετοχή θα συμπεριληφθεί σε έναν δείκτη μετοχών.

Έρευνες έχουν δείξει ότι κατά μέσο όρο όταν μία μετοχή συμπεριλαμβάνεται σε έναν δείκτη η τιμή της ανεβαίνει απότομα και παραμένει υπερτιμημένη εμποδίζοντας έτσι την διαδικασία του arbitrage. Συνθήκες που επιβάλλονται στην επιχείρηση, λόγω των εξωτερικών δυνάμεων της αγοράς που βρίσκονται πέρα από τον έλεγχό της. Μπορεί να αποτελέσει πηγή τόσο συστηματικού, όσο και μη συστηματικού κινδύνου, ανάλογα με το αν οι εξωτερικές δυνάμεις που επιβάλλονται στην επιχείρηση επηρεάζουν το σύνολο της αγοράς ή μόνο την επιχείρηση. Ο εσωτερικός επιχειρηματικός κίνδυνος αναφέρεται στην αποτελεσματικότητα της λειτουργίας της επιχείρησης και σχετίζεται με την ικανότητα της διοίκησης, τη διαφοροποίηση των

προϊόντων, την αποτελεσματικότητα των χρησιμοποιηθέντων κεφαλαίων κ.λπ. και αποτελεί εξ ορισμού πηγή μη συστηματικού κινδύνου.[34]

Γενικός κανόνας :

Όσο πιο μεγάλα τα πιθανά κέρδη, τόσο πιο μεγάλο το ρίσκο της επένδυσης. Πρέπει όμως να προσέχουμε, διότι η αντίστροφη σχέση ΔΕΝ ισχύει κατά κανόνα : Όσο αυξάνει το ρίσκο δεν μας εξασφαλίζει με σιγουριά πιο μεγάλα κέρδη Τα επενδυτικά μας προϊόντα αποτελούν μια ολοκληρωμένη επενδυτική πρόταση με πρωταρχικό στόχο την μεγαλύτερη δυνατή απόδοση με την ανάληψη του μικρότερου κινδύνου.

Σε κάθε επένδυση υπάρχουν 3 βασικοί παράμετροι, που πρέπει να προσέχουμε **ΑΠΟΔΟΣΗ , ΑΣΦΑΛΕΙΑ , ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ**



Η απόδοση εκφράζεται με το επιτόκιο (σε ετήσια βάση).

Ο βαθμός ασφάλειας μετρά κατά πόσο είναι εξασφαλισμένο το κεφάλαιο, ποιά είναι η πιθανότητα απώλειας (μέρους) κεφαλαίου και ποιά διακύμανση (ρίσκο) έχει η επένδυση. Η επενδύσεις μας έχουν στρατηγική αυξημένων αποδόσεων με ταυτόχρονη μείωση του κινδύνου. Καλό λοιπόν θα ήταν να συγκρίνουμε επενδύσεις ίδιου χρονικού ορίζοντα , και να μη μετράμε μόνο την απόδοση, που υπάρχει, αλλά πάντα να συσχετίζουμε το ρίσκο που αναλάβαμε.[35]

[34] www.anders-invest.com (risikogr.html)

[35] www.anders-invest.com (risikogr.html)

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ

Έχουμε 10.000.000 ευρώ προς επένδυση. Κάνετε 2 επενδύσεις τοποθετώντας από 5.000.000 ευρώ

Η επένδυση Α όπου εμπιστευτήκατε τα λεφτά σας σε έναν φίλο, έχει απόδοση 200 %, δηλαδή +10.000.000 ευρώ

Η επένδυση Β όπου είχατε κάνει μια τοποθέτηση σε αμοιβαίο κεφάλαιο έχει απόδοση 30% , δηλαδή 1.500.000 ευρώ

Ποιά επένδυση θα αναρωτιέστε ήταν καλύτερη ; Ασφαλώς η επένδυση Α θα λέγαμε όλοι αλλά αν πούμε ότι στην Β είχε γίνει τοποθέτηση σε πολύ σοβαρές επιχειρήσεις με χαμηλό ρίσκο, ενώ στην επένδυση Α πήραμε τα χρήματα και τα παίξαμε στο καζίνο, αλλά ποντάροντας τα όλα σε έναν αριθμό είστε τυχεροί και τα τριπλασιάσαμε(με κίνδυνο όμως την απώλεια όλου του κεφαλαίου), τότε πάλι θα πούμε ότι η επένδυση Α ήταν πιο σωστή;

Η απόδοση πρέπει να την μετριέται πάντα σε σχέση με το ρίσκο που αντέχουμε να αναλαμβάνουμε.

5.3. ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΧΑΡΑΚΤΗΡΕΣ

Η αυξημένη μεταβλητότητα των χρηματοοικονομικών αγορών καθιστά επιτακτική την ανάλυση και την αξιολόγηση των χρηματοοικονομικών κινδύνων στους οποίους εκτίθενται οι επιχειρήσεις, οργανισμοί και επενδυτές καθημερινά. Παράλληλα, στο πλαίσιο ανάπτυξης ρυθμιστικών κανόνων για τη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και τους κινδύνους που αναλαμβάνουν ,έχει αναπτυχθεί ένας γενικός προβληματισμός σχετικά με την κατάλληλη μεθοδολογία ποσοτικοποίησης των κινδύνων αυτών .Οι χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι είναι συνυφασμένοι με τις διακυμάνσεις των αγορών, οι οποίες παρατηρούνται όχι μόνο στις καθοδικές κινήσεις των χρηματοοικονομικών αγορών αλλά και στις περιόδους ανόδου .Οι ζημιές που μπορούν να προέλθουν από τους κινδύνους αυτούς είναι συνάρτηση του ύψους των διακυμάνσεων και της έκθεσης στις διακυμάνσεις αυτές και στις πηγές από τις οποίες προέρχονται. Όπως είναι κατανοητό, οι διακυμάνσεις των αγορών είναι πέρα από τον έλεγχο που μπορούν να ασκήσουν επιχειρήσεις, οργανισμοί και επενδυτές, οι οποίοι έτσι αναγκαστικά προσανατολίζονται προς την ανάπτυξη κατάλληλων διαδικασιών μέτρησης του κινδύνου και την εφαρμογή στρατηγικών περιορισμού της έκθεσής τους σε αυτές. Τέτοιες στρατηγικές είναι η διαφοροποίηση (diversification) των επενδυτικών χαρτοφυλακίου και η ασφάλιση των χαρτοφυλακίων μέσω τεχνικών αντιστάθμισης (hedging), οι οποίες βασίζονται κυρίως στη χρήση παράγωγων προϊόντων. Πολλά όμως παραδείγματα, κυρίως την τελευταία δεκαετία (με

γνωστότερη την πτώχευση της αγγλικής Τράπεζας Barings), καταδεικνύουν ότι ακόμα και η εφαρμογή τέτοιων στρατηγικών μπορεί να οδηγήσει σε σημαντικές απώλειες κεφαλαίων, κυρίως σε περιπτώσεις ελλιπούς ελέγχου. Η ανάπτυξη και εφαρμογή συστημάτων Value at Risk (VaR) έχει αποκτήσει σημαντικό ερευνητικό και πρακτικό ενδιαφέρον με στόχο την αποτελεσματική αντιμετώπιση των παραπάνω θεμάτων. Η έννοια της VaR¹ αποτελεί ένα άμεσα κατανοητό μέτρο των χρηματοοικονομικών κινδύνων κάθε μορφής και αναφέρεται στη μέγιστη ζημία, η οποία μπορεί να εμφανιστεί σε προκαθορισμένο χρονικό διάστημα με δεδομένο βαθμό βεβαιότητας. Συστήματα διαχείρισης κινδύνων που βασίζονται σε αυτή τη φιλοσοφία χρησιμοποιούνται πλέον ευρύτατα από διεθνή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και επιχειρήσεις για την παρακολούθηση και έλεγχο των επενδυτικών τους θέσεων σε βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα (συνήθως 1 ή 10 ημέρες). Η φιλοσοφία των συστημάτων VaR έχει σημαντικές εφαρμογές στη μέτρηση του κινδύνου σε χαρτοφυλάκια μετοχών, ομολόγων και χρηματοοικονομικών παραγώγων. Με την εισαγωγή όμως του εποπτικού πλαισίου της Βασιλείας II, διαδικασίες που βασίζονται στην έννοια της VaR αναπτύσσονται και εφαρμόζονται πλέον και στον χώρο του πιστωτικού κινδύνου, ο οποίος έχει ιδιαίτερη σημασία για τα Ελληνικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Η μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου μέσω συστημάτων VaR παρέχει μία εκτίμηση για το αναμενόμενο «άνω όριο» των ζημιών ενός χαρτοφυλακίου χορηγήσεων σε ένα προσεχές χρονικό διάστημα, το οποίο συνήθως ορίζεται ως το ένα έτος. Το στοιχείο αυτό αποτελεί πλέον αναπόσπαστο τμήμα της διαδικασίας εκτίμησης της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων. Τα κύρια πλεονεκτήματα διαδικασιών μέτρησης των χρηματοοικονομικών κινδύνων που βασίζονται στη φιλοσοφία της VaR, εντοπίζονται στα ακόλουθα σημεία:

Οι κίνδυνοι όλων των επενδυτικών θέσεων καταγράφονται σε ένα μέγεθος με σαφή ερμηνεία. Συχνά ο κίνδυνος διαφορετικών μορφών επενδυτικών θέσεων αξιολογείται με διαφορετικά κριτήρια. Για παράδειγμα, για χαρτοφυλάκια μετοχών χρησιμοποιείται η διακύμανση των αποδόσεων και ο συντελεστής β, για θέσεις σε ομόλογα χρησιμοποιείται η μέση σταθμική διάρκεια (duration), για δικαιώματα προαίρεσης χρησιμοποιούνται διάφοροι δείκτες ευαισθησίας της αξίας των δικαιωμάτων σε μεταβολές των παραγόντων που την επηρεάζουν. Για χαρτοφυλάκια, όμως, που συνδυάζουν διάφορες τέτοιες επενδυτικές θέσεις, είναι προφανές ότι απαιτείται ένα ολοκληρωμένο πλαίσιο μέτρησης του κινδύνου. Η VaR μετρούμενη ως η μέγιστη ζημία, η οποία μπορεί να εμφανιστεί σε προκαθορισμένο χρονικό διάστημα με δεδομένο βαθμό βεβαιότητας, αποτελεί ένα μέτρο που συνθέτει όλους τους επιμέρους κινδύνους σε ένα ενιαίο και σαφές μέγεθος. Με βάση τα αποτελέσματα του υπολογισμού της VaR προσδιορίζονται οι απαιτήσεις σε κεφάλαια που είναι απαραίτητες για την εύρυθμη λειτουργία κάθε επιχείρησης και οργανισμού. Το εποπτικό πλαίσιο που έχει αναπτυχθεί τα τελευταία χρόνια μέσω της Επιτροπής

της Βασιλείας για τη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων έχει ως βασικό στόχο την ανάπτυξη διαδικασιών διασφάλισης της κεφαλαιακής επάρκειας. Ο υπολογισμός της VaR συμβάλλει άμεσα προς την κατεύθυνση αυτή, καθώς παρέχει μία εκτίμηση για το αναμενόμενο «άνω όριο» των ζημιών που μπορεί να έχει ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα σε προκαθορισμένο χρονικό διάστημα. Η πληροφορία αυτή προφανώς παρέχει τις απαραίτητες κατευθυντήριες γραμμές για τη λήψη μέτρων αντιμετώπισης των προβλημάτων που μπορούν να εμφανιστούν και για τον προσδιορισμό των ελάχιστων κεφαλαίων που απαιτούνται για τη διασφάλιση της βιωσιμότητας ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος. Επιτυγχάνεται η ανάλυση του κινδύνου σύνθετων επενδύσεων προσδιορίζοντας έτσι τη συνεισφορά κάθε επενδυτικής θέσης στον συνολικό κίνδυνο. Με τον τρόπο αυτό ο συνολικός κίνδυνος αναλύεται στις επιμέρους διαστάσεις του και γίνονται εμφανείς οι επενδυτικές θέσεις που τον αυξάνουν. Παράλληλα, εντοπίζονται οι κινήσεις εκείνες, οι οποίες θα μπορούσαν να περιορίσουν τον κίνδυνο. Παρά τα πλεονεκτήματα αυτά, θα πρέπει να είναι σαφές ότι η VaR, όπως και κάθε άλλο ποσοτικό μέτρο κινδύνου, θα πρέπει να χρησιμοποιείται με προσοχή. Στην περίπτωση της VaR η παρατήρηση αυτή έχει ιδιαίτερη σημασία. Η πρώτη δυσκολία που εντοπίζεται στην ανάπτυξη και εφαρμογή συστημάτων VaR αφορά τον υπολογισμό της, ο οποίος συνήθως πραγματοποιείται μέσω σύνθετων διαδικασιών προσομοίωσης και stress testing. Ο προσεκτικός σχεδιασμός αυτών των διαδικασιών, η διαθεσιμότητα κατάλληλων ιστορικών δεδομένων και η μοντελοποίηση των αβέβαιων παραμέτρων του εξωτερικού περιβάλλοντος αποτελούν κρίσιμα στοιχεία για την επιτυχή υλοποίηση ενός συστήματος VaR. Επιπλέον, συχνά απαιτείται η ανάλυση των ζημιών που υπερβαίνουν το σημείο που οριοθετείται από τη VaR. Το στοιχείο αυτό είναι ιδιαίτερης σημασίας σε διαδικασίες stress testing δεδομένου ότι πολλές φορές οι ζημιές που υπερβαίνουν τη VaR μπορεί να είναι ιδιαίτερα υψηλές, όπως για παράδειγμα σε χαρτοφυλάκια χορηγήσεων. Στις περιπτώσεις αυτές ο υπολογισμός της VaR συμπληρώνεται από τη CVaR² (Conditional Value at Risk), η οποία προσδιορίζει τη μέση τιμή των ζημιών που υπερβαίνουν τη VaR. Η περίπτωση όπου τα δύο μεγέθη δεν παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές, υποδεικνύει ότι ακόμα και σε ακραίες δυσμενείς συνθήκες οι ζημιές δεν θα υπερβούν κατά πολύ το αναμενόμενο άνω όριο που προσδιορίζεται από τη VaR. Αντίθετα, εάν η CVaR είναι σημαντικά υψηλότερη της VaR, τότε αυτό υποδεικνύει ότι σε ένα ακραίο αρνητικό σενάριο, ο σχεδιασμός που γίνεται μέσω της VaR μπορεί να ανατραπεί, με αποτέλεσμα να εμφανιστούν δυσκολίες στην κεφαλαιακή επάρκεια του χρηματοπιστωτικού οργανισμού. Ανεξαρτήτως όμως των παραπάνω θεμάτων και επισημάνσεων, η VaR αποτελεί πλέον ένα τμήμα της θεωρίας και της πρακτικής στον χώρο της διαχείρισης των χρηματοοικονομικών κινδύνων. Η υιοθέτησή της οδήγησε στην ανάπτυξη νέων υπολογιστικών τεχνικών για τη διαχείριση κινδύνων και εισήγαγε νέες διαδικασίες και πρακτικές για την

ανάλυση κάθε τύπου χαρτοφυλακίου σε σχέση με τις μεταβολές του εξωτερικού περιβάλλοντος.[36]

¹VaR : Αξία στον κίνδυνο

².CVaR: Προϋποθέσεις στην αξία του κινδύνου

[36] www.anders-invrst.com

Δρ. Νικόλαος Δ. Φίλιππας, Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον ,Εκδόσεις : Globus
Inves



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6:

ΟΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

6.1 Ελληνική πραγματικότητα και επενδύσεις

Η Ελλάδα είναι μία από τις ταχύτερα αναπτυσσόμενες οικονομίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης με μακροοικονομική σταθερότητα καθώς είναι μέλος της Ευρωζώνης και αποτελεί επιχειρηματική και οικονομική πύλη για επενδύσεις σε μερικές από τις ταχύτερα αναπτυσσόμενες περιοχές του πλανήτη και αγορές 140 εκατομμυρίων καταναλωτών στη Νοτιοανατολική Ευρώπη και την Ανατολική Μεσόγειο. Παρέχει γενναία επενδυτικά κίνητρα, ενώ διαθέτει υψηλού επιπέδου ανθρώπινο δυναμικό και σύγχρονες υποδομές. Η εξωστρέφεια της Ελληνικής Οικονομίας την έχει κατατάξει στις κορυφαίες χώρες με παγκόσμια επιχειρηματική δραστηριότητα, η οποία παρουσιάζει σταθερά ανοδικές τάσεις, παρόλη την οικονομική δυσχέρεια που έχει σημειωθεί σ' αυτήν τα τελευταία χρόνια.. Ειδικά στη Νοτιοανατολική Ευρώπη, περισσότερες από 4.000 επιχειρήσεις έχουν επενδύσει πάνω από €12δισ., με ιδιαίτερη έμφαση στον χρηματοοικονομικό και τηλεπικοινωνιακό τομέα.

Η Ελλάδα ανήκει στους τρεις μεγαλύτερους επενδυτές σε όλες τις χώρες της περιοχής, ενώ ελληνικές τράπεζες κατέχουν μερίδιο αγοράς μεγαλύτερο από 20% στις χώρες της περιοχής, με περίπου 3.000 υποκαταστήματα. Η κατάταξη της Ελλάδας στον παγκόσμιο χάρτη Ξένων Άμεσων Επενδύσεων διαρκώς βελτιώνεται. Συγκεκριμένα την πενταετία 2002-2007 οι Ξένες

Άμεσες Επενδύσεις (ΞΑΕ) ανήλθαν σε €18.186 εκατ.(ακαθάριστες εισροές ξένων κεφαλαίων) και σε €7.857 εκατ.(καθαρές εισροές ξένων κεφαλαίων).

Η μεγαλύτερη αύξηση των ακαθάριστων εισροών στην πενταετία σημειώθηκε στα έτη 2006-2007, όπου ο ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ στην Ελλάδα ήταν σταθερά υψηλότερος από το μέσο όρο της ευρωζώνης. Η Ελλάδα διακρίνεται ανάμεσα σε χώρες της γύρω περιοχής για τις εξαιρετικές της υποδομές, το κλίμα της, τα όμορφα νησιά της, το υψηλού επιπέδου ανθρώπινο δυναμικό, τη μακροοικονομική σταθερότητα αλλά και την ποιότητα ζωής. Η χώρα αποτελεί ιδανικό εφελτήριο για τη Νοτιοανατολική Ευρώπη και την ανατολική Μεσόγειο, προσφέροντας στους επενδυτές ευκαιρίες εισόδου σε αυτές τις αναδυόμενες αγορές.

Πλεονεκτήματα - Μειονεκτήματα επενδυτικών επιλογών μέσου Έλληνα

Για αρχή θα αναφερθούμε στις χρηματιστηριακές επενδύσεις όπου ο Έλληνας ενεργεί στο εξωτερικό. Η σταδιακή ενοποίηση των ευρωπαϊκών αγορών μέσω της ONE αλλά και η άρση των περιορισμών κίνησης κεφαλαίων σε πλανητικό επίπεδο τα τελευταία έτη έχουν καταστήσει δυνατή την ενασχόληση του μέσου Έλληνα επενδυτή με χρηματιστηριακού τύπου επενδύσεις σε οποιαδήποτε αγορά του κόσμου. Οι επενδύσεις σε ξένα χρηματιστηριακά προϊόντα και αγορές διαφημίζονται ευρέως από αρκετές εγχώριες χρηματιστηριακές εταιρίες, οι οποίες έχουν αναπτύξει εξειδικευμένα τμήματα για διενέργεια συναλλαγών σε ξένες αγορές, αλλά και από όλες τις τράπεζες μέσω των τμημάτων του private banking¹ τα οποία διαθέτουν.

Η διαφορά μεταξύ των τμημάτων του private banking των τραπεζών και των χρηματιστηριακών εταιριών είναι ουσιαστικά πως οι δεύτερες απευθύνονται και σε πελάτες με μικρού μεγέθους χαρτοφυλάκια, οι οποίοι μπορούν να εξυπηρετηθούν άνετα με τον ίδιο ακριβώς τρόπο όπως και οι μεγάλοι ιδιώτες πελάτες, διοχετεύοντας τις εντολές τους προς άμεση εκτέλεση σε οποιοδήποτε ξένο χρηματιστήριο. Το σημαντικότερο πάντως επίτευγμα της ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων είναι πως πλέον κάθε Έλληνας επενδυτής έχει το δικαίωμα και τη δυνατότητα όποτε το θελήσει να διαφοροποιήσει τις τοποθετήσεις του χαρτοφυλακίου του δοκιμάζοντας να επενδύσει σε ένα μεγάλο πλήθος ξένων αγορών και προϊόντων για όλα πραγματικά τις προτιμήσεις και τα επενδυτικά προφίλ.

¹ ο όρος Private banking, αναφέρεται σε τραπεζικές, επενδυτικές και άλλες χρηματοοικονομικές υπηρεσίες που παρέχονται από τις τράπεζες στους ιδιώτες που επενδύουν πολύ μεγάλης τάξης μεγέθους αξίας περιουσιακά στοιχεία.

6.2 Νέοι νόμοι για τις επενδύσεις στην Ελλάδα (FAST TRACK-INVEST IN GREECE)

Ο νέος Νόμος του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών “Fast Track”(Διαδικασία Ταχείας Αδειοδότησης), λειτουργεί ως εργαλείο επιτάχυνσης και διαφανοποίησης των διαδικασιών υλοποίησης στρατηγικών επενδύσεων, είτε αυτές προέρχονται αμιγώς από τον ιδιωτικό τομέα (μία ιδιωτική επένδυση σε ιδιωτικό χώρο/ακίνητο, όπως μία ξενοδοχειακή/τουριστική μονάδα, μία βιομηχανία, κλπ) είτε αυτές προέρχονται μέσω συνεργασίας δημοσίου/ιδιωτικού τομέα (μία ιδιωτική επένδυση σε δημόσιο χώρο/ακίνητο, η ανάπτυξη τουριστικών/άλλων ακινήτων της ΚΕΔ¹, ΕΤΑ², π.χ. ένα αεροδρόμιο). Καθορίζει ευέλικτες διαδικασίες για τη γρήγορη έκδοση αδειών υλοποίησης επενδύσεων στην Ελλάδα, σε τομείς που αφορούν στη βιομηχανία, στην ενέργεια, στον τουρισμό, στην υψηλή τεχνολογία και στην καινοτομία, συμπεριλαμβανομένων και των επενδύσεων που εντάσσονται στον επενδυτικό νόμο. Αποτελεί μια πρωτοποριακή για τα Ελληνικά δεδομένα διαδικασία επιτάχυνσης της αδειοδότησης σημαντικών επενδύσεων για την Ελληνική οικονομία, καθώς και συνολικής εξυπηρέτησης των επενδυτών για την έκδοση των απαραίτητων αδειών από έναν μόνο φορέα, χωρίς να υπάρχουν μπερδέματα και δυσκολίες όπως στο παρελθόν και αυτό συμβαίνει, γιατί εισάγει ένα νέο ολοκληρωμένο πλαίσιο κανόνων, διαδικασιών και υποχρεώσεων του δημοσίου, συνδεδεμένων με δεσμευτικές προθεσμίες εξέτασης και έγκρισης, σεβόμενος απολύτως όλες τις διαδικασίες και προβλέψεις του κοινοτικού δικαίου.

Ο νόμος αυτός, είναι εξαιρετικά ωφέλιμος κυρίως για τους επενδυτές των οποίων τα σχέδια εντάσσονται στο νόμο, αλλά και για τη χώρα μας, που με αυτό τον τρόπο θα προσελκύσει ξένα κεφάλαια και θα γνωρίσει μεγαλύτερη ανάπτυξη.

Ουσιαστικά θα λέγαμε, τελικός στόχος του νόμου αυτού είναι όλες οι επενδύσεις στην Ελλάδα να γίνονται γρήγορα και προς όφελος της οικονομίας και της κοινωνίας, προσφέροντας της αυτό που κατά καιρούς επιδίωκε η κυβέρνηση μας, την αποφυγή του τεράστιου κόστους: «cost of doing business in Greece». Αυτό το κόστος είναι για την επενδυτική κοινότητα όχι μονό υπαρκτό αλλά και μετρήσιμο και ακριβά κοστολογημένο. Και αυτή η κοστολόγηση είτε αποτρέπει εξ αρχής σοβαρούς επενδυτές να ασχοληθούν με την Ελλάδα, είτε απωθεί επενδυτές που αποφάσισαν να ασχοληθούν και ταλαιπωρήθηκαν στις αγκυλώσεις της γραφειοκρατίας και της αδιαφάνειας.[37]

¹ΚΕΔ: Κτηματική Εταιρεία του Δημοσίου, ²ΕΤΑ: Εταιρεία Τουριστικής Ανάπτυξης

[37] www.corfuonair.blogspot.com (2010/09/blog-post_4019.html#ixzz0zTfprbMt)

(Εφημερίδα θεσμικός επενδυτής)

Συγκεκριμένα ο νόμος προσφέρει:

- Πλήρη παροχή από την Invest in Greece τεχνικής και συμβουλευτικής υποστήριξης κατά τη διαδικασία κατάρτισης και συμπλήρωσης του φακέλου δικαιολογητικών για την έγκριση και έκδοση των σχετικών με την υλοποίηση της επένδυσης αδειών.
- Συνολική διεκπεραίωση των διαδικασιών αδειοδότησης από την Invest in Greece.
- Συνεχή ενημέρωση από την Invest in Greece για την εξέλιξη της διαδικασίας αδειοδότησης κάθε επένδυσης μέσω χρονοδιαγραμμάτων προόδου.
- Άμεσο έλεγχο της πληρότητας του φακέλου των δικαιολογητικών, με εξέταση του κατά αποκλειστική προτεραιότητα από τις αρμόδιες υπηρεσίες εντός μόλις 15 ημερών.
- Θεσμοθετημένη δέσμευση των δημόσιων υπηρεσιών και φορέων με στόχο την τάχιση έκδοση αδειών και την ομαλή υλοποίηση των επενδύσεων.

Οριστική έκδοση της άδειας , για την οποία οι αρμόδιες υπηρεσίες ή φορείς δεν απάντησαν τεκμηριωμένα.[38]

Προϋποθέσεις και κριτήρια ένταξης

Για την ένταξη στο νόμο Fast Track τα επενδυτικά σχέδια θα πρέπει να πληρούν μία τουλάχιστον από τις εξής προϋποθέσεις:

- Το συνολικό ποσό της επένδυσης να ξεπερνά τα διακόσια εκατομμύρια ευρώ (€ 200.000.000).
- Επένδυση ποσού τουλάχιστον ενός εκατομμυρίου ευρώ ετησίως (€ 1.000.000ανά έτος) σε έργα υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας, ανεξαρτήτως του συνολικού ποσού της επένδυσης.
- Το ποσό της επένδυσης να ξεπερνά τα εβδομήντα πέντε εκατομμύρια ευρώ (€ 75.000.000) και ταυτόχρονα από την επένδυση να δημιουργούνται τουλάχιστον διακόσιες (200) νέες θέσεις εργασίας.

[38] www.corfuonair.blogspot.com (2010/09/blog-post_4019.html#ixzz0zTfprbMt)

Τα επενδυτικά σχέδια αξιολογούνται για την ένταξή τους στο νόμο Fast Track με συγκεκριμένα κριτήρια:

α. τη βιωσιμότητα του επενδυτικού σχεδίου

β. τη φερεγγυότητα του επενδυτή

γ. τη συνεισφορά της επένδυσης:

- στην αύξηση της απασχόλησης
- στην περιφερειακή ανάπτυξη της χώρας
- στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας
- στην τόνωση της επιχειρηματικότητας
- στη μεταφορά καινοτομίας και υψηλής τεχνολογίας
- στην αύξηση της εξαγωγικής δραστηριότητας

6.3 Ο ρόλος του Invest in Greece

Ο Οργανισμός Invest In Greece αποτελεί τη μετεξέλιξη του Ελληνικού Κέντρου επενδύσεων, το οποίο αναβαθμίστηκε και αναδιοργανώθηκε προκειμένου να ανταποκριθεί αποτελεσματικά στη νέα θεσμική του αποστολή, να μετατραπεί δηλαδή σε πυλώνα εξωστρέφειας για την Ελλάδα και να καταστεί ο καλύτερος συνεργάτης των επενδυτών. Με νέα ταυτότητα, σύγχρονη οργάνωση και καινοτόμο φιλοσοφία, ο οργανισμός Invest In Greece χτίζει συνεργασίες με στόχο την προσέλκυση και διατήρηση επενδύσεων στην Ελλάδα και την αξιοποίηση των πλεονεκτημάτων της χώρας, καθώς θα προωθεί δράσεις που αξιοποιούν αποτελεσματικά τις επενδυτικές ευκαιρίες και δραστηριότητες που παρέχει η Ελλάδα και μένουν ως τώρα ανεκμετάλλευτες.

Ο νόμος Fast Track αξιοποιώντας την εμπειρία της εταιρείας Invest in Greece αναθέτει σε αυτή ρόλο «κλειδί» στην εφαρμογή του. Η εταιρεία λειτουργεί πλέον ως Κέντρο Εξυπηρέτησης Επενδυτών για την ταχεία διεκπεραίωση όλων των απαραίτητων αδειών, προκειμένου να προχωρήσουν άμεσα οι επενδύσεις που έχουν ενταχθεί στο νόμο Fast Track.

Η Invest in Greece εισηγείται στη Διυπουργική Επιτροπή Επενδύσεων (ΔΕΕ), η οποία είναι αρμόδια για την απόφαση της τελικής ένταξης των επενδύσεων στο νόμο Fast Track, καθώς

και για την εποπτεία και παρακολούθηση τους. Η ΔΕΕ συγκροτείται από τον Υπουργό Οικονομίας και Οικονομικών ως Πρόεδρο, από τον Υπουργό Ανάπτυξης και άλλα αρμόδια μέλη της Κυβέρνησης, που συμμετέχουν ύστερα από πρόσκληση του Προέδρου.

Ουσιαστικά ο οργανισμός «Invest in Greece A.E» είναι ο αρμόδιος εθνικός φορέας για την προώθηση, προσέλκυση και υποστήριξη των άμεσων επενδύσεων στην Ελλάδα. Η εταιρεία στοχεύει στην περαιτέρω ενίσχυση της Ελληνικής οικονομίας μέσω της ανάδειξης των πολυάριθμων επενδυτικών ευκαιριών που παρουσιάζονται στην Ελλάδα που αποτελεί πλέον τη χώρα κόμβο για την Νοτιοανατολική Ευρώπη και την Μεσόγειο, παρέχοντας στους διεθνείς επενδυτές την απαραίτητη καθοδήγηση, πληροφόρηση και υποστήριξη σε όλα τα στάδια της επένδυσης τους.[38]

Ο επενδυτής στο επίκεντρο

Υιοθετώντας ένα νέο, πελατοκεντρικό προσανατολισμό, ο Οργανισμός Invest In Greece στηρίζει ουσιαστικά τους επενδυτές, με υπηρεσίες που καλύπτουν όλα τα στάδια μιας επένδυσης :

- Προσφέρει έγκυρη, πλήρη και τεκμηριωμένη ενημέρωση στο στάδιο της κατάρτισης των επενδυτικών σχεδίων.
- Παρέχει υποστήριξη και λύσεις σε κάθε βήμα της υλοποίησης , από την αναζήτηση κατάλληλων τοποθεσιών μέχρι το συντονισμό των διαδικασιών δανειοδότησης.
- Καλλιεργεί σταθερές σχέσεις συνεργασίας μετά την επένδυση, με σκοπό να ενισχύσει περαιτέρω την εικόνα της χώρας και να ενθαρρύνει την ανάληψη νέων επενδυτικών πρωτοβουλιών.

Παράλληλα , ο οργανισμός Invest In Greece συνεχίζει τη σημαντική προβολή της Ελλάδας με στόχο την προσέλκυση επενδύσεων και επεξεργάζεται προτάσεις για τη βελτίωση του θεσμικού πλαισίου.[39]

[38][www.investingreece.gov.gr](http://www.investingreece.gov.gr/files/publications/fasttrack__GR.pdf) (files/publications/fasttrack__GR.pdf)

[39][www.investingreece.gov.gr](http://www.investingreece.gov.gr/files/publications/fasttrack__GR.pdf) (files/publications/fasttrack__GR.pdf)

6.4 Θεσμικοί επενδυτές - Ένωση θεσμικών επενδυτών

Θεσμικοί επενδυτές είναι οργανισμοί που έχουν μαζεμένα τεράστια ποσά χρημάτων και τα επενδύουν σε επιχειρήσεις. Θεσμικοί επενδυτές μπορεί να είναι τράπεζες, εταιρίες ασφαλειών, ταμεία συντάξεων, ταμεία εξασφάλισης (hedge funds) και εταιρίες αμοιβαίων κεφαλαίων (mutual funds). Ο ρόλος τους στην οικονομία είναι να δρουν ως υπερεϊδικευμένοι επενδυτές για λογαριασμό άλλων. Έχουν μεγάλη επιρροή στη διοίκηση των επιχειρήσεων στις οποίες έχουν επενδύσει, επειδή συχνά λόγω του μεγάλου αριθμού μετοχών που αγοράζουν έχουν δικαιώματα ψήφου στο διοικητικό συμβούλιο και έτσι μπορούν ενεργά να ελέγξουν πολλές επιχειρήσεις. Επίσης επειδή οι θεσμικοί επενδυτές έχουν την ελευθερία να αγοράζουν και να πουλάνε μαζικές ποσότητες μετοχών, μπορούν να επηρεάσουν το ποια επιχείρηση θα συνεχίσει να λειτουργεί κερδοφόρα και ποια θα αναγκαστεί να κλείσει ή να αναζητήσει αγοραστή. Η επιρροή των επιχειρήσεων που είναι στο χρηματιστήριο και η διάθεση κεφαλαίου σε αυτές είναι μέρος της διαδικασίας που ονομάζεται διαχείριση επενδύσεων.

Ένωση θεσμικών επενδυτών είναι μια αστική, μη κερδοσκοπική εταιρία, η οποία διαχειρίζεται σημαντικό ύψους κεφάλαια των επενδυτών και συντονίζει το έργο των μελών της. Συνεργάζεται με τις αρμόδιες κρατικές υπηρεσίες και την επιτροπή της κεφαλαιαγοράς, και προωθεί θέματα που έχουν σχέση με τη νομοθεσία που διέπει τη λειτουργία των εταιριών μελών της, ενώ φροντίζει για την εκπαίδευση του στελεχιακού δυναμικού αυτών και την αναβάθμιση των δικτύων τους. Τέλος λαμβάνει μέτρα σε συνεργασία με την επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για την προστασία και την ενημέρωση των επενδυτών. [40]

Μέλη της Ένωσης θεσμικών επενδυτών μπορεί να είναι:

- Ανώνυμες εταιρίες των οποίων καταστατικός σκοπός είναι η διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων και οι οποίες υπάγονται στο πεδίο εφαρμογής των νόμων 3283/2004 και 2778/1999.
- Ανώνυμες εταιρίες επενδύσεων οι οποίες υπάγονται στο πεδίο εφαρμογής των νόμων 3371/2005 και 2778/1999.
- Εταιρίες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών του νόμου 3606/2007 που παρέχουν την επενδυτική υπηρεσία της διαχείρισης επενδυτικών χαρτοφυλακίων των πελατών τους.

Σκοπός της Ένωσης:

- Εκπροσωπεί τα μέλη της στις ελληνικές, διεθνής και αλλοδαπές αρχές και οργανισμούς.
- Ενημερώνει τα μέλη της για θέματα που αφορούν την επαγγελματική τους δραστηριότητα.
- Αναπτύσσει χρήσιμες και τακτικές σχέσεις μεταξύ των μελών της και των συγγενών, ελληνικών και διεθνών οργανισμών.
- Συμμετέχει στις προπαρασκευαστικές εργασίες σχετικά με την κατάρτιση νόμων που σχετίζονται άμεσα ή έμμεσα με τη δραστηριότητα των μελών της, εξετάζει τις επιπτώσεις της εφαρμογής των νόμων αυτών και ερμηνεύει νόμους, διατάξεις και κανονισμούς που διέπουν τη λειτουργία των μελών της.
- Προωθεί τις σχέσεις με τις αλλοδαπές και διεθνής συγγενείς ενώσεις και οργανισμούς, με την Ευρωπαϊκή Ένωση Συλλογικών Επενδύσεων και Asset Management, καθώς και με τα λοιπά αρμόδια όργανα της Ευρωπαϊκής Κοινότητας.
- Φροντίζει για τη γενικότερη και σωστή προβολή του θεσμού της επαγγελματικής διαχείρισης.
- Μελετά, προτείνει και θεσπίζει μέτρα για τη συνεχή βελτίωση της λειτουργίας του θεσμού της επαγγελματικής διαχείρισης, την προαγωγή του υγιούς ανταγωνισμού και την εφαρμογή κανόνων δεοντολογίας.
- Μελετά και προτείνει μέτρα για τη βελτίωση της απόδοσης και την εκπαίδευση του προσωπικού των μελών της.
- Προωθεί την ιδέα της επαγγελματικής διαχείρισης, με τη διεξαγωγή σεμιναρίων και συναφών εκδηλώσεων, ανοικτών στο κοινό.

Συνιστά επιτροπές, οι οποίες επιλαμβάνονται την επίλυση θεμάτων κοινού ενδιαφέροντος των μελών[41]

[40] www.worldlingo.com/ma/enwiki/el/Institutional_investor

[41] www.agii.gr (Εφημερίδα «Ο Θεσμικός Επενδυτής»)

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Κλείνοντας την εργασία μας είμαστε σε θέση να θέσουμε κάποια συμπεράσματα που έχουμε βγάλει μέσα από την μελέτη μας.

Καταλήξαμε ότι στη σύγχρονη εποχή διακρίνουμε τους οικονομολόγους σε δύο κατηγορίες. Εκείνους που υποστηρίζουν την ΕΜΗ και αυτούς που υιοθετούν τα Συμπεριφορικά Χρηματοοικονομικά. Το γεγονός αυτό τείνει να αναπτύξει μια έντονη και εν πολλοίς περιττή διαμάχη σε ακαδημαϊκό επίπεδο. Μια από τις βασικές θέσεις των αντιπάλων της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής είναι πως πρόκειται για μια αποκλειστικά επεξηγηματική θεώρηση, η οποία λειτουργεί με το πλεονέκτημα της ύστερης γνώσης, οι προσεγγίσεις της είναι λίγο έως πολύ ad hoc, ενώ δεν έχει καμία πρακτική εφαρμογή. Η ΕΜΗ παραμένει θα λέγαμε μια προβλεπόμενη χρηματοοικονομική άποψη, όπως επίσης υπάρχουν και χρονικές περίοδοι κατά τις οποίες ορισμένες αγορές λειτουργούν με τρόπο ο οποίος προσεγγίζει το τυχαίο περίπατο. Αυτό όμως είναι ένα γεγονός που δεν υφίσταται σε όλες τις αγορές και πιο συγκεκριμένα δεν συμβαίνει πάντα. Οι αιτίες αυτού του γεγονότος έχουν τεκμηριωθεί επαρκώς από τις εργασίες στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική.

Παράλληλα έχουν αποδειχθεί και οι ατέλειες του μηχανισμού που θα έπρεπε να διορθώνει τις λανθασμένες τιμολογήσεις του arbitrage. Με λίγα λόγια η ΕΜΗ είναι στη θέση να εξηγή τη συμπεριφορά της αγοράς στις περιπτώσεις όπου οι ορθολογικοί arbitrageurs είναι στη θέση να θέλουν να εξουδετερώσουν την επίδραση που δημιουργούν οι συναλλαγές των μη ορθολογικών επενδυτών (noise traders). Επίσης από την άλλη η συμπεριφορική χρηματοοικονομική μπορεί να φανεί χρήσιμη στις περιπτώσεις που δεν πληρούνται οι προϋποθέσεις αυτές. Σε περιπτώσεις δηλαδή που για ψυχολογικούς, κοινωνιολογικούς ή άλλους λόγους, οι επενδυτές δεν συμπεριφέρονται με έναν πλήρως ορθολογικό τρόπο και κατά συνέπεια προκαλούνται διάφορες ανωμαλίες. Επομένως, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική δεν αλλάζει την προσέγγιση στη μελέτη των αγορών. Η ακριβέστερη διατύπωση είναι πώς προσθέτει στοιχεία που προέρχονται από την ψυχολογία, την κοινωνιολογία και άλλες κοινωνικές επιστήμες, στοιχεία τα οποία προηγουμένως είχαν αγνοηθεί, ενώ ήταν κρίσιμα για την κατανόηση της πραγματικότητας του οικονομικού περιβάλλοντος. Αναφερόμενοι για την πρακτική εφαρμογή, είναι αληθές πως σε αυτό το στάδιο ΒF δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν άμεσα στην διαμόρφωση χρηματοοικονομικών αποφάσεων αφού δεν υπάρχει κάποιο καθορισμένο υπόδειγμα ή κάποια σχετική ανεπτυγμένη θεωρία.

Από την άλλη η πρακτική τους εφαρμογή έγκειται σε ένα διαφορετικό επίπεδο, καθώς είναι στη θέση να μπορούν να βοηθούν τους επενδυτές να κατανοήσουν τον τρόπο με τον οποίο θα σκέφτονται να λειτουργούν και να τους βοηθούν να εκπαιδεύσουν τους εαυτούς τους στο να αποφύγουν τυχόν λάθη και έτσι θα τους καταστήσουν φτωχότερους. Επιπλέον μέσα από αυτή την διαδικασία θα αυξηθεί η αποτελεσματικότητα των αγορών.

Είναι πλέον κοινά αποδεκτό ότι οι ιδιαιτερότητες της προσωπικότητας καθώς και γνωστικά αλλά και άλλα μεροληπτικά σφάλματα των συμμετεχόντων στις αγορές παίζουν καθοριστικό ρόλο στη διαμόρφωση των τιμών. Από την άλλη μεριά η επίδραση αυτή είναι αμφίδρομη, αφού και οι χρηματιστηριακοί κύκλοι επηρεάζουν με τη σειρά τους την ψυχολογία των επενδυτών.

Το σίγουρο είναι πως η συμπεριφορική χρηματοοικονομική μπορεί πια να διαδραματίσει ένα σημαντικό ρόλο στο να κατανοήσουμε οικονομικά φαινόμενα στα οποία οδηγούν τους επενδυτές και όλους όσους στοχεύουν να επενδύσουν με οποιαδήποτε μορφή ,σε μια απόφαση που θα τείνει να καταλήγει σε μια κατάσταση ευχαρίστησης και κυρίως ικανοποιητικής σε σχέση με τη ψυχολογία του κάθε επενδυτή .Γιατί μετά από σημαντικές μελέτες που έχουν γίνει γύρω από τον τομέα της ψυχολογίας θεωρούν πως τα σημαντικότερα λάθη στην κρίση και συμπεριφορά των ανθρώπων συμβαίνουν λόγω ακριβώς της υπέρ-εμπιστοσύνης που τους διακατέχει για τις δυνάμεις και τις ικανότητες τους. Η τάξη των επενδυτών αποτελείται κατά κανόνα από τους ανθρώπους που έχουν υπέρ-εμπιστοσύνη στις ικανότητες τους! Οι επενδυτές βασίζονται συνήθως σε πληροφορία που επιβεβαιώνει αυτό που θέλουν να ακούσουν, αγνοώντας ή αποφεύγοντας και απαλύνοντας πληροφορίες που υποστηρίζουν τα αντίθετα.

Το βασικότερο ψυχολογικό συστατικό που επεξηγεί την “τρέχουσα” κατάσταση με τις έντονες διακυμάνσεις στο Χρηματιστήριο θεωρούμε ότι αυτό θα περιγραφόταν ως “Νοητική Λογιστική”, με λίγα λόγια το μυαλό μας είναι αυτό που τοποθετεί τα χρήματα μας σε διαφορετικούς “νοητούς” λογαριασμούς και αναλόγως πράττει.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Αλεξιάκης Χρήστος - Ξανθάκης Εμμανουήλ, Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική - Εισαγωγικά Στοιχεία, Εκδόσεις: Σταμούλη, 2008
- Νικόλαος Δ. Φίλιππας, Αμοιβαία κεφάλαια: Η ελληνική πραγματικότητα και οι σύγχρονες διεθνείς εξελίξεις, Ιδιωτική έκδοση: Ελευθερουδάκης, 2010
- Γεώργιος Α. Καραθανάσης, Αξιολόγηση επενδύσεων, χρηματοδοτήσεις και χρηματιστηριακές αγορές, Εκδόσεις: Σμπίλιας, 1996
- Νικόλαος Δ. Φίλιππας, Επενδύσεις, Εκδόσεις: Λογοσοφία, 2005
- Μπιτζένης Π. Αριστείδης, Παγκοσμιοποίηση, πολυεθνικές, Επενδύσεις και Ευρωπαϊκή ολοκλήρωση στο νέο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα, Εκδόσεις: Σταμούλη, 2009
- Αλεξιάκης Α. Χρήστος, Χρηματιστήριο - το παιχνίδι της λογικής και της παρόρμησης, Εκδόσεις: Κριτική, 2003

ΠΗΓΕΣ

- www.solon.org.gr
- www.wikipedia.qwika.com
- www.euro2day.gr
- www.merit.gr
- www.nemertes.lis.upartas.gr
- www.bankofcyprus.gr
- www.tovima.gr
- www.el.shvoong.com
- www.hrima.gr
- www.physics.uoc.gr
- www.euretirio.com
- www.newsfilter.gr
- www.eurobank.gr
- www.enthesi.net/index.com
- www.oikonomikablog.pblog.gr
- www.irai.gr
- www.blogcatalog.com
- www.anders-invest.com
- www.confunair.blogspot.com
- www.unvestingreece.gov.gr
- www.worldling.com

