

**ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ
ΚΡΗΤΗΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ**

Γούναρης Εμμανουήλ

Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Εισηγητής: Γαβριλάκης Νεκτάριος

Ηράκλειο 2011

Περιεχόμενα

ΠΡΟΛΟΓΟΣ	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	4
1.1 ΤΙ ΕΙΝΑΙ Η ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ.....	4
1.2 ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	7
1.3 ΜΕΤΡΗΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	10
1.4 ΕΛΑΧΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΚΑΙ ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ.....	12
1.4.1 ΑΠΛΗ ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ	13
1.4.2 ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΜΕΤΑΞΥ ΚΛΑΔΩΝ.....	13
1.4.3 ΠΕΡΙΤΤΗ ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ	14
1.4.4 ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΚΑΤΑ ΜΑΡΚΟΒΙΤΖ.....	14
1.4.5 ΔΙΕΘΝΙΚΗ ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ	15
1.5 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ.....	16
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	17
2.1 Η ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ	17
2.2 ΕΠΙΠΕΔΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ.....	20
2.3 ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ.....	24
2.4 Η ΨΥΧΟΛΟΓΙΑ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΣΤΗΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ	29
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	33
3.1 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΨΥΧΟΛΟΓΙΑ.....	33
3.2 NOISE TRADERS	34
3.3 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟ ΠΡΟΦΙΛ	35
ΕΠΙΛΟΓΟΣ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	39
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	40

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η ανεπάρκεια της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών να ερμηνεύσει τις διαχρονικές χρηματιστηριακές κρίσεις οδήγησε στην ανάπτυξη της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική περιλαμβάνει μεταξύ των άλλων:

- Τη συμπεριφορά της αγέλης.
- Την τάση υπεραντίδρασης στις ειδήσεις χωρίς απαιτούμενη έρευνα – εξέταση.
- Την υπερβολική αισιοδοξία των επενδυτών ότι οι άσχημες καταστάσεις τυχάνουν μόνο στους άλλους.
- Την πεποίθηση ότι θα επιτύχει υψηλές επιδόσεις με μικρό κίνδυνο.
- Τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων χωρίς να έχουν ληφθεί υπ' όψιν όλες οι συνέπειες.
- Την προσκόλληση σε γνωστές επιλογές και τακτικές ακόμα και αν δεν είναι οι κατάλληλες.
- Την ανάληψη υψηλού κινδύνου σε ορισμένες περιπτώσεις και η αποφυγή του φυσιολογικού κινδύνου σε άλλες.
- Την προσπάθεια μείωσης του κινδύνου χρησιμοποιώντας λανθασμένα τις τεχνικές της διαφοροποίησης με άσκοπες επενδυτικές κινήσεις.

Σημείωση: Στην παρούσα πτυχιακή εργασία εκτός των αναφερομένων πηγών από τις οποίες έκανα χρήση δεδομένων ή ιδεών, υπάρχουν και μερικά σημεία τα οποία: είτε αναφέρονται ακριβώς όπως ειπώθηκαν αρχικά, είτε είναι μερικώς παραφρασμένα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

1.1 ΤΙ ΕΙΝΑΙ Η ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική αποτελεί, σαν επιστήμη μια εφαρμογή στοιχείων που προέρχονται από άλλες κοινωνικές επιστήμες, όπως η ψυχολογία, η κοινωνιολογία και η ανθρωπολογία. Αναδύθηκε μέσα από την πεποίθηση ότι η παραδοσιακή οικονομική θεωρία αδυνατεί μερικές φορές να ερμηνεύσει την ανθρώπινη συμπεριφορά. Έρευνες που έχουν γίνει στη λήψη αποφάσεων δείχνουν ότι οι περισσότεροι επενδυτές συμπεριφέρονται σχετικά ανορθόδοξα. Αισθήματα όπως ο φόβος, η απληστία, η αβεβαιότητα και η ανταγωνιστικότητα, δεν τους επιτρέπουν να πάρουν νηφάλιες αποφάσεις. Έτσι δημιουργήθηκε μια μίξη οικονομικών και ψυχολογίας, γνωστή ως Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, που μελετά την συμπεριφορά των επενδυτών, λαμβάνοντας όμως υπόψη και την ανθρώπινη πλευρά τους. Η κλασική και νεοκλασική οικονομική θεωρία βασίστηκε πάνω στην ιδέα του **homo economicus**, ενός πλήρους ορθολογικού ανθρώπου που λαμβάνει υπόψη του όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες και επιλέγει με γνώμονα τη μεγιστοποίηση της χρησιμότητάς τους. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική έρχεται σε αντίθεση με την κλασική θεωρία των Αποτελεσματικών αγορών όπου μιλάμε για τον ορθολογικό άνθρωπο, που στηρίζει τις αποφάσεις του σε δύο παράγοντες: α) τις αποδόσεις και β) το ρίσκο της επένδυσης.

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 χρηματοοικονομική επιστήμη και οι επενδυτικές αποφάσεις για πολλές δεκαετίες ήταν βασισμένη στην Υπόθεση των Αποτελεσματικών Αγορών. Σύμφωνα με αυτή οι τιμές των αξιόγραφων θα πρέπει να ισούνται με τις θεμελιώδεις αξίες είτε γιατί οι επενδυτές είναι ορθολογικοί, είτε γιατί λόγω της διαδικασίας του arbitrage που θα εξαλείψει τις ανισορροπίες στις αγοραίες τιμές. Οι επενδυτές συμπεριφέρονται κατά ένα ορθολογικό, προβλέψιμο και αμερόληπτο τρόπο και διορθώνουν άμεσα τις τιμές, ώστε οι τελευταίες να αντικατοπτρίζουν όλες τις δημόσια διαθέσιμες πληροφορίες. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική αμφισβητεί αυτή την παραδοσιακή υπόθεση.

Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική είναι η μελέτη των επιπτώσεων της ψυχολογίας για την λήψη οικονομικών αποφάσεων. Με άλλα λόγια, πως οι άνθρωποι αποκλίνουν από αυτό που αποκαλούμε ορθολογισμό και στηρίζουν τις αποφάσεις τους όχι μόνο στις διαθέσιμες πληροφορίες τους, αλλά και την ψυχολογική τους κατάσταση.

Η μελέτη και η κατανόηση των χρηματοοικονομικών αγορών στηρίζεται στην υπόθεση ότι όλοι οι επενδυτές ενεργούν ορθολογικά και σύμφωνα με τις προβλέψεις της οικονομικής θεωρίας. Όμως, η αδυναμία ερμηνείας κάποιων χρηματοοικονομικών φαινομένων, όπως των χρηματιστηριακών κρίσεων, οδήγησε στην ανάπτυξη της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, η οποία υποστηρίζει ότι κάποια χρηματοοικονομικά φαινόμενα ερμηνεύονται με μια λιγότερο ορθολογική συμπεριφορά ορισμένων μελών που συμμετέχουν σε μια αγορά.

Για την συμπεριφορική χρηματοοικονομική, υπάρχουν αρκετοί ορισμοί που παρουσιάζουν αξιοσημείωτη μεταξύ τους συμφωνία. Ο LINTNER ορίζει την συμπεριφορική χρηματοοικονομική ως την «μελέτη του πώς οι άνθρωποι ερμηνεύουν και δρουν σε πληροφορίες για να πάρουν ενημερωμένες αποφάσεις επένδυσης». Ο THALER την ορίζει «απλά ανοιχτόμυαλη οικονομία» και ο OLSEN ισχυρίζεται ότι η

συμπεριφορική χρηματοοικονομική δεν προσπαθεί να ορίσει «την λογική συμπεριφορά, παρά μόνο ψάχνει να αντιληφθεί και να προβλέψει τις συστηματικές χρηματοοικονομικές ενδείξεις των ψυχολογικών διαδικασιών για την λήψη αποφάσεων».

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, έρχεται να καλύψει τις αδυναμίες ερμηνείας της θεωρίας των Αποτελεσματικών Αγορών μελετώντας και κατανοώντας την επίδραση των συναισθημάτων μας, όπως 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. Επίσης έρχεται να καλύψει 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.

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική αποτελεί έναν ραγδαία εξελισσόμενο κλάδο, ο οποίος συνδυάζει την χρηματοοικονομική με την πειραματική έρευνα της συμπεριφοράς, ώστε να εξετασθούν και εξηγηθούν οι επιπτώσεις της ψυχολογίας των επενδυτών στην λήψη οικονομικών αποφάσεων. Αναγνωρίζει επενδυτικά λάθη στις αγορές, με την εξαίρεση ότι αν οι επενδυτές ήταν σε θέση να αντιληφθούν πλήρως τα ψυχολογικά δεδομένα της λήψης μιας απόφασης, θα ήταν σε θέση να έχουν καλύτερα αποτελέσματα τόσο από επαγγελματίες διαπραγματευτές όσο και από τους σχετικούς δείκτες τιμών. Η μελέτη της μπορεί να δώσει την ευκαιρία να αντιληφθούμε φαινόμενα που παρατηρούνται σε διαφορετικές αγορές και κατά συνέπεια να οδηγηθούμε σε μοντέλα που μπορεί να αποδειχθούν ιδιαίτερα χρήσιμα εργαλεία για τις επενδυτικές μας αποφάσεις.

Στην καθημερινή επενδυτική πρακτική παρατηρούνται φαινόμενα που δεν μπορούν να εξηγηθούν με βάση την επικρατούσα θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς. Τα φαινόμενα αυτά βαφτίζονται *ανωμαλίες της αγοράς*, για τα οποία υπάρχουν διάφορες εξηγήσεις. Τις εξηγήσεις αυτές δίνει η συμπεριφορική χρηματοοικονομική βασιζόμενη στην ψυχολογία του επενδυτή. Για παράδειγμα: α) οι άνθρωποι παίρνουν συχνά αποφάσεις και λύνουν προβλήματα βασιζόμενοι σε

ευριστικούς κανόνες (heuristic rules) και με μεροληψία (bias) β) Η παρουσίαση, διατύπωση, πλαισίωση του προβλήματος επηρεάζουν την απόφαση.

1.2 ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Οι περισσότεροι άνθρωποι αντιλαμβάνονται τον κίνδυνο των επενδύσεων τους, ως την προοπτική να χάσουν ολόκληρο το κεφάλαιο τους. Ωστόσο αυτού του είδους ο κίνδυνος που προέρχεται από την πλήρη χρεωκοπία είναι σπάνιος στον κόσμο της επένδυσης.

Επένδυση είναι η χρήση κεφαλαίων με σκοπό την απόδοση εισοδήματος ή κέρδους. Οι κυριότερες μορφές επενδύσεων είναι:

- Μετοχές
- Ομολογίες με ρήτρα ξένου νομίσματος
- Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου
- Έντοκα γραμμάτια
- Αμοιβαία Κεφάλαια
- Τραπεζικές καταθέσεις

Κεφαλαιακός κίνδυνος είναι ο κίνδυνος να χαθούν τα χρήματα μιας επένδυσης εξαιτίας χρεωκοπίας ή παράβασης συμβολαίου. Κεφαλαιακός κίνδυνος είναι επίσης κι ο κίνδυνος να μειωθεί η αξία μιας επένδυσης κάτω από την αξία των χρημάτων που επενδύθηκαν σε αυτή.

Για παράδειγμα, αν κάποιος αγοράσει μετοχές αξίας 800 ευρώ , υπάρχει ο κεφαλαιακός κίνδυνος να μειωθεί η αξία τους στα 400 ευρώ και να μην επανέλθει ποτέ στα αρχικά επίπεδα.

Οι επενδύσεις σε μετοχές επηρεάζονται από διάφορους παράγοντες όπως: α) κινδύνους προερχόμενους από την εταιρία που τις έχει εκδώσει β) κινδύνους προερχόμενους από τον κλάδο στον οποίο ανήκει η εταιρία γ) κινδύνους προερχόμενους από τα οικονομικά μεγέθη της χώρας δ) κινδύνους προερχόμενους από την διεθνή κατάσταση της οικονομίας.

Ο κίνδυνος για καταθέσεις, ομολογίες, ομόλογα, έντοκα γραμμάτια, είναι ότι οι αποδόσεις τους επηρεάζονται από τον εκάστοτε πληθωρισμό και την πιθανή αδυναμία του κράτους να πληρώσει την αξία τους, ενώ στις ομολογίες με ρήτρα ξένου νομίσματος, υπάρχει επιπλέον ο κίνδυνος διακυμάνσεων των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Η έννοια του κινδύνου μιας επένδυσης, «συνίσταται στην απόκλιση των πραγματοποιηθεισών αποδόσεων ως προς τις αντίστοιχες αναμενόμενες»¹. Οι επενδυτές επιλέγουν τίτλους οι οποίοι ενέχουν κίνδυνο διότι μόνο η ανάληψη του κινδύνου δημιουργεί τις προϋποθέσεις για υψηλότερες αποδόσεις.

Επενδύοντας σε ένα αξιόγραφο ο επενδυτής αντιλαμβάνεται τον κίνδυνο με τη μορφή της μικρότερης απόδοσης από αυτή που αναμένει. Μια ενδιαφέρουσα διάκριση των κινδύνων των αξιόγραφων είναι σε:

α) κίνδυνοι αξιόγραφων μεταβλητής απόδοσης και

β) κίνδυνοι αξιόγραφων σταθερής απόδοσης.

Στην πρώτη περίπτωση ο κίνδυνος χωρίζεται σε κίνδυνο της αγοράς ή συστηματικό κίνδυνο και στον μη συστηματικό κίνδυνο. Ο συστηματικός κίνδυνος αναφέρεται στην πιθανότητα να μεταβληθεί η τιμή μιας μετοχής μόνο σαν αποτέλεσμα των μεταβολών όλης της αγοράς και οφείλεται σε παράγοντες οικονομικούς (εγχώριες και διεθνείς οικονομικές εξελίξεις – πληθωρισμός, επιτόκια, φορολογία) και πολιτικούς (πολιτικές εξελίξεις), οι οποίοι επηρεάζουν το σύνολο των επενδύσεων. Τα επιτόκια, οι υφέσεις στην οικονομία και οι πόλεμοι, αντιπροσωπεύουν παράγοντες συστηματικού κινδύνου, επειδή επηρεάζουν ολόκληρη

1 ΝΙΚΟΛΑΟΣ Δ., «ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ», ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΚΩΝ/ΝΟΣ ΜΠΙΛΙΑΣ, ΑΘΗΝΑ 2005

την αγορά και δεν μπορούν να αποφευχθούν μέσω διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου. Ο συστηματικός κίνδυνος, είναι ο κίνδυνος κατάρρευσης ενός ολόκληρου οικονομικού συστήματος ή της αγοράς γενικά και επηρεάζει ένα μεγάλο εύρος χρεογράφων. Μπορεί να μετριαστεί μόνο μέσω του hedging (οικονομική αντασφάλιση) και είναι έμφυτος στην αγορά. Ο μη συστηματικός κίνδυνος αναφέρεται στην πιθανότητα να μεταβληθεί η τιμή μιας μετοχής σαν αποτέλεσμα γεγονότων που αφορούν την εταιρία ή τον κλάδο στον οποίο ανήκει η εκδότρια εταιρία. Ο μη συστηματικός κίνδυνος οφείλεται σε παράγοντες που είναι μοναδικοί για κάθε εταιρία όπως είναι οι τεχνολογικές καινοτομίες, η παραγωγή παρόμοιων αγαθών, η αποτελεσματικότητα ή μη της διοίκησης. Ο συστηματικός και ο μη συστηματικός κίνδυνος συνιστούν το συνολικό κίνδυνο μιας μετοχής.

Στη δεύτερη περίπτωση επειδή δεν έχουμε να κάνουμε με μετοχές αλλά με ομόλογα/ομολογίες για τις οποίες υπάρχει βεβαιότητα όσον αφορά το ύψος και το χρόνο των απονεμόμενων απολαβών, συναντάμε διαφορετικούς κινδύνους, οι οποίοι έχουν να κάνουν με το επιτόκιο, τον πληθωρισμό, την χρονική διάρκεια ενώ υπάρχει και ο κίνδυνος αθέτησης. Στην περίπτωση ομολόγων σταθερού επιτοκίου υπάρχει πιθανότητα η αξία τους να διαβρωθεί από τον πληθωρισμό, όπως υπάρχει και ο κίνδυνος ο εκδότης να είναι χαμηλής οικονομικής φερεγγυότητας και να αδυνατεί να αποπληρώσει το χρέος του στον επενδυτή.

Παρόλο που τα ομόλογα είναι λιγότερο επικίνδυνα από τις μετοχές, δεν είναι εντελώς ακίνδυνα για τον επενδυτή. Οι πιο σημαντικές πηγές κινδύνου για αυτά είναι:

- Επιτοκιακός κίνδυνος
- Κίνδυνος πτώχευσης
- Κίνδυνος επανεπένδυσης
- Κίνδυνος του προνομίου ανάκλησης (όταν γίνει ανάκληση του ομολόγου σε περίοδο πτώσης των επιτοκίων)
- Πιστωτικός κίνδυνος
- Πληθωριστικός κίνδυνος, που επηρεάζει επιτόκιο και τιμές

- Κίνδυνος ρευστότητας

Οι τραπεζικές καταθέσεις δεν έχουν κεφαλαιακό κίνδυνο γιατί η κεντρική τράπεζα τις προστατεύει μέχρι ενός ορισμένου ποσού. Αντιθέτως είναι αυξημένος σε επενδύσεις όπως οι μετοχές και σε μικρότερο βαθμό στα ομόλογα.

Ο στόχος του επενδυτή είναι η διατήρηση του μη συστηματικού κινδύνου σε χαμηλά επίπεδα. Ο κίνδυνος αυτός, μπορεί να αντιμετωπισθεί από τον επενδυτή αφού σχετίζεται με την εταιρία, και συνεπώς και με την μετοχή της. Για παράδειγμα, αν οι επιδόσεις της εταιρείας δεν είναι καλές, τότε ο μη συστηματικός κίνδυνος είναι μεγάλος. Όμως αυτό μπορεί να μειωθεί με την πώληση ορισμένων μετοχών και την αντικατάστασή τους με μετοχές άλλων εταιριών που έχουν καλύτερες επιδόσεις. Σύμφωνα με αυτό, η σχέση κινδύνου και αριθμού μετοχών (διασπορά) σε ένα χαρτοφυλάκιο είναι άμεσα συνδεδεμένες: Όσο μεγαλώνει η διασπορά, τόσο ελαχιστοποιείται ο κίνδυνος.

1.3 ΜΕΤΡΗΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Οι βασικές διαστάσεις για τη σωστή αξιολόγηση των επενδύσεων είναι δυο: απόδοση και κίνδυνος. Οι επενδυτές συνεκτιμούν και τις δυο αυτές διαστάσεις στην προσπάθειά τους να επιλέξουν μεταξύ εναλλακτικών περιουσιακών στοιχείων.

Απόδοση είναι « η διαφορά μεταξύ της τελικής αξίας του περιουσιακού στοιχείου, συμπεριλαμβανομένων τυχόν επιπρόσθετων ροών και της αρχικής της αξίας διαιρουμένης με την αρχική αξία»². Ο κίνδυνος είναι η αβεβαιότητα που υπάρχει για την πραγματοποίηση ενός συγκεκριμένου αποτελέσματος.

Ο Danielson προσδιορίζει τρεις βασικές έννοιες κινδύνου: α) Μεταβλητότητα – αναφέρεται στην τυπική απόκλιση των αποδόσεων, β) Value at Risk – είναι το θεμέλιο των κανονισμών κινδύνου της αγοράς, στο οποίο βασίζονται και πολλά συστήματα κινδύνων, γ) Συνεπή μέτρα κινδύνου – με δύσκολο όμως υπολογισμό.

² ΝΙΚΟΛΑΟΣ Δ., «ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ», ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΩΝ ΚΩΝ/ΝΟΣ ΜΠΙΛΙΑΣ, ΑΘΗΝΑ 2005

Το Value at Risk (Αξία σε κίνδυνο), σύμφωνα με τον Ramazan, είναι ένα μέτρο της μέγιστης δυνατής αλλαγής στην τιμή ενός χαρτοφυλακίου από χρηματοοικονομικά εργαλεία σε ένα δεδομένο επίπεδο εμπιστοσύνης. Το V a R υπολογίζεται συνήθως για χρονική περίοδο εμπιστοσύνης, πράγμα που σημαίνει ότι κατά μέσο όρο υπάρχει 99% πιθανότητα κάποια απώλεια του χαρτοφυλακίου, να είναι μικρότερη από την υπολογισμένη.

Στην περίπτωση της μετοχής, ένας από τους κυριότερους παράγοντες που επηρεάζουν την επιλογή της είναι ο κίνδυνος (γνωστός και ως ρίσκο) που περικλείεται σε αυτήν. Αυτός ο κίνδυνος μπορεί να διακριθεί σε συστηματικό και σε μη συστηματικό. Αν μια μετοχή αξιολογείται μεμονωμένα, ο κίνδυνος συνήθως μετράται με τη τυπική απόκλιση όλων των δυνατών αποδόσεών της. Όμως οι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να επενδύουν σε εναλλακτικές επενδύσεις, έτσι εκείνο που τους ενδιαφέρει είναι το μέρος του κινδύνου που παραμένει όταν η επένδυση συμπεριληφθεί στο χαρτοφυλάκιο τους.

Ένας απλός τρόπος προσέγγισης του κινδύνου της αγοράς είναι με τη χρήση του συντελεστή βήτα “beta” ενός σύγχρονου χρηματοοικονομικού εργαλείου που βοηθά στη μέτρηση του συστηματικού κινδύνου μιας μετοχής. Ο συντελεστής «βήτα» μετράει την απόδοση μιας μετοχής σε σύγκριση με την απόδοση της αγοράς, που ορίζεται από την πορεία του γενικού δείκτη του κάθε χρηματιστηρίου. και είναι το μέτρο της σχετικής επικινδυνότητας της μετοχής ή του αμοιβαίου κεφαλαίου ως προς την εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά. Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του συντελεστή βήτα μιας επένδυσης τόσο πιο επικίνδυνη είναι η επένδυση αυτή. Αν μια μετοχή έχει συντελεστή βήτα σημαντικά μεγαλύτερο από τη μονάδα θεωρείται επιθετική, ενώ αν ο συντελεστής βήτα είναι σημαντικά μικρότερος από τη μονάδα θεωρείται αμυντική. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι ο συντελεστής βήτα δεν δείχνει την μεταβλητικότητα μιας μετοχής σε απόλυτους όρους αλλά το πόσο μεταβάλλεται ως προς το δείκτη της χρηματιστηριακής αγοράς.

Ο συντελεστής βήτα λοιπόν μετράει ένα τμήμα της μεταβλητότητας μιας μετοχής και δεν εκφράζει τη μεταβλητικότητα της αγοράς σε απόλυτους όρους. Έτσι λοιπόν σε συνδυασμό με τον συντελεστή βήτα μπορεί να χρησιμοποιηθεί και η τυπική απόκλιση η οποία μας δείχνει πόσο μεταβλητή είναι μια επένδυση σε

απόλυτους όρους και επιπλέον έχει το πλεονέκτημα της άμεσης σύγκρισης των εναλλακτικών επενδύσεων.

1.4 ΕΛΑΧΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΚΑΙ ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ

Το χαρτοφυλάκιο ενός επενδυτή ορίζεται ως το σύνολο των περιουσιακών (επενδυτικών) στοιχείων, τα οποία βρίσκονται στην κατοχή του. Συνήθως είναι καλύτερο κάποιος να επενδύει σε ένα χαρτοφυλάκιο και όχι σε ένα συγκεκριμένο περιουσιακό στοιχείο, λόγω των σημαντικών ωφελειών που προκύπτουν από τη διαφοροποίηση των επενδύσεων.

Διαφοροποίηση είναι η αγορά επενδυτικών προϊόντων με διαφορετικό μεταξύ τους κίνδυνο και διαφορετικές αποδόσεις. Σκοπός, η μείωση όσο το δυνατόν περισσότερο του αναλαμβανόμενου ρίσκου και η εξομάλυνση σε σημαντικό ποσοστό της συνολικής απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου. Το τίμημα για την εξισορρόπηση κινδύνου και απόδοσης σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο είναι ότι η συνολική απόδοση ενδεχομένως να είναι χαμηλότερη (αλλά πιο σταθερή) από εκείνη ενός μη διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου.

Οι βασικές προσεγγίσεις για την επίτευξη διαφοροποιημένων χαρτοφυλακίων είναι:

- 1) η απλή διαφοροποίηση
- 2) η διαφοροποίηση μεταξύ διαφορετικών κλάδων
- 3) η περιττή διαφοροποίηση
- 4) η διαφοροποίηση κατά Markowitz και
- 5) η διεθνική διαφοροποίηση

Για την αποτελεσματικότερη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου είναι απαραίτητη η γνώση των ιστορικών αποδόσεων των μετοχών, των ομολογιών και των λοιπών περιουσιακών στοιχείων τα οποία θα περιληφθούν σε αυτό. Επιπρόσθετα απαιτείται η γνώση της επικινδυνότητας, όπως αυτή προσεγγίζεται από την τυπική απόκλιση των αποδόσεων των στοιχείων αυτών, καθώς και οι συντελεστές συσχέτισης των ιστορικών τους αποδόσεων.

1.4.1 ΑΠΛΗ ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ

Η απλή διαφοροποίηση μπορεί να ορισθεί ως η μη τοποθέτηση όλων των «αυγών στο ίδιο καλάθι». Αυτό σημαίνει ότι ο κίνδυνος αλλά και οι ευκαιρίες πρέπει να κατανέμονται! Η διαφοροποίηση των επενδυτικών χαρτοφυλακίων είναι η σημαντικότερη ασπίδα προστασίας έναντι του κινδύνου. Ο τύπος αυτός διαφοροποίησης είναι γνωστός στο ευρύ επενδυτικό κοινό και στην πράξη πολλοί επενδυτές τον υιοθετούν. Με την διαδικασία της απλής διαφοροποίησης επιτυγχάνεται εξάλειψη του 80% του μη συστηματικού κινδύνου του χαρτοφυλακίου, κάτι το οποίο για να επιτευχθεί απαιτείται να περιληφθούν στο χαρτοφυλάκιο 15-20 μετοχές. Η εισαγωγή περισσότερων μετοχών δεν μειώνει το μη συστηματικό κίνδυνο.

1.4.2 ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΜΕΤΑΞΥ ΚΛΑΔΩΝ

Πολλοί σύμβουλοι επενδύσεων συνηγορούν στην επιλογή μετοχών από διαφορετικούς κλάδους ώστε να επιτύχουν καλύτερη διαφοροποίηση. Είναι προφανές ότι είναι καλύτερο να ακολουθήσει κάποιος τη διαφοροποίηση μεταξύ κλάδων, παρά να επιλέξει μετοχικούς τίτλους εταιριών οι οποίες ανήκουν στον ίδιο κλάδο.

Ωστόσο οι L.Fisher και J.Lorie σε μια μελέτη τους για την διαφοροποίηση μεταξύ των κλάδων, χρησιμοποιώντας τις μεθόδους της τυχαίας επιλογής και της επιλογής μετοχών διαφορετικών κλάδων, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η διαφοροποίηση μεταξύ των κλάδων δεν είναι αποτελεσματικότερη από την απλή διαφοροποίηση. Επιπλέον η αύξηση του αριθμού των μετοχών πάνω από οκτώ δεν επιτυγχάνει περαιτέρω μείωση του κινδύνου του χαρτοφυλακίου.

1.4.3 ΠΕΡΙΤΤΗ ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ

Η επιλογή 15-20 διαφορετικών μετοχών είναι ικανή να επιτύχει τα μέγιστα οφέλη της απλής διαφοροποίησης. Η πρόσθετη τυχαία είσοδος νέων μετοχών στο χαρτοφυλάκιο οδηγεί σε περιττή διαφοροποίηση δημιουργώντας σοβαρά προβλήματα στους διαχειριστές των χαρτοφυλακίων τα κυριότερα των οποίων είναι:

α) υπερβολικός αριθμός μετοχών σε ένα χαρτοφυλάκιο οδηγεί σε λανθασμένες επιλογές με αποτέλεσμα ορισμένες επενδύσεις να μην αποζημιώνουν αρκετά τον επενδυτή.

β) ο διαχειριστής είναι αδύνατο να παραμείνει ενημερωμένος για ένα σημαντικό αριθμό μετοχών

γ) η ύπαρξη πολλών μετοχών σε ένα χαρτοφυλάκιο οδηγεί σε υψηλά κόστη έρευνας

δ) οι συχνές αγορές μικρών ποσοτήτων μετοχών οδηγούν σε μεγαλύτερες χρηματιστηριακές προμήθειες.

Αποτέλεσμα όλων των παραπάνω είναι η σπατάλη οικονομικών πόρων χωρίς ουσιαστική βελτίωση του χαρτοφυλακίου.

1.4.4 ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΚΑΤΑ MARKOWITZ

Η θεωρία του χαρτοφυλακίου είναι μια επενδυτική προσέγγιση που αναπτύχθηκε από τον οικονομολόγο του πανεπιστημίου του Σικάγο Harry Markowitz. Η θεωρία αυτή, επιτρέπει στους επενδυτές να εκτιμήσουν τόσο τους αναμενόμενους κινδύνους, όσο και τις αναμενόμενες αποδόσεις για τα επενδυτικά τους χαρτοφυλάκια.

Η προσέγγιση του Markowitz για την κατασκευή διαφοροποιημένων χαρτοφυλακίων στηρίζεται στην επιλογή και στο συνδυασμό διαφορετικών περιουσιακών στοιχείων με συντελεστές συσχέτισης χαμηλότερους από την μονάδα.

Η βασική υπόθεση της προσέγγισης του Markowitz είναι ότι οι επενδυτές αποστρέφονται τον κίνδυνο. Αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές θα δεχτούν να αναλάβουν υψηλότερο κίνδυνο μόνο αν αποζημιωθούν με μεγαλύτερη απόδοση.

Σύμφωνα με τον Markowitz τα δυο βασικά χαρακτηριστικά ενός χαρτοφυλακίου είναι η αναμενόμενη απόδοση και ο κίνδυνος, κίνδυνος που θα μπορούσε να περιορισθεί και ο αναμενόμενος ρυθμός απόδοσης θα μπορούσε να βελτιωθεί, αν συνδυάζονταν επενδύσεις με ανόμοιες διακυμάνσεις τιμών. Επιπλέον είναι δυνατή η εξεύρεση αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων, τα οποία θα επιλέξουν οι ορθολογικοί επενδυτές. Τα χαρτοφυλάκια αυτά είναι εκείνα τα οποία μεγιστοποιούν την απόδοση δοθέντος ενός επίπεδου κινδύνου και η διαδικασία εξεύρεσης τους, απαιτεί κατάλληλη ανάλυση και γνώση βασικών χαρακτηριστικών των επενδύσεων. Επίσης απαιτείται η χρήση ενός προγράμματος το οποίο θα χρησιμοποιεί τα δεδομένα αυτά και θα προτείνει το ποσοστό των χρημάτων που θα κατανεμηθεί σε κάθε επενδυτικό στοιχείο ώστε να επιτευχθεί ο άριστος συνδυασμός κινδύνου – αναμενόμενης απόδοσης.

1.4.5 ΔΙΕΘΝΙΚΗ ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ

Η συσχέτιση και η αλληλεξάρτηση των διεθνών Χρηματιστηρίων αποτελούν αντικείμενο ιδιαίτερου ενδιαφέροντος για διαχειριστές χαρτοφυλακίων. Ο λόγος είναι ότι η δημιουργία χαρτοφυλακίων με αξιόγραφα που διαπραγματεύονται στα διεθνή χρηματιστήρια επιτυγχάνει αποτελεσματικότερη διαφοροποίηση και κατ' επέκταση ελαχιστοποίηση του συνολικού κινδύνου.

Η δυνατότητα της διεθνικής αυτής διαφοροποίησης οφείλεται κυρίως στη διαφορετικότητα των παραγόντων οι οποίοι προσδιορίζουν τις τιμές των αξιόγραφων και οι οποίοι πολλές φορές είναι μοναδικοί για κάθε εγχώρια οικονομία.

1.5 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

Όπως είπαμε κάθε επένδυση εμπεριέχει και ένα κίνδυνο που θα πρέπει να αναλάβει ο επενδυτής προκειμένου να αποκομίσει κέρδη. Ωστόσο δεν συμπεριφέρονται όλοι οι επενδυτές με τον ίδιο τρόπο. Υπάρχουν επενδυτές που δεν επιθυμούν να ρισκάρουν το κεφάλαιο τους, υπάρχουν επενδυτές που είναι διατεθειμένοι να ρισκάρουν ένα μέρος του αρκεί να επιτύχουν κέρδος και αυτοί που είναι διατεθειμένοι να ρισκάρουν όλο το κεφάλαιο με την πιθανότητα να επιτύχουν πολλαπλάσιο κέρδος. Ανάλογα με τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν είναι και οι πιθανότητες για κέρδη.

Οι προσδοκίες των περισσότερων επαγγελματιών της αγοράς έχουν να κάνουν με την αποτίμηση των μετοχών σε βραχυχρόνια τάση. Δεν ενδιαφέρονται για τις προσδοκίες των άλλων επενδυτών μακροχρόνια αλλά για έγκαιρη πρόβλεψη πιθανών αποδόσεων πριν από τη μάζα των επενδυτών ώστε να ρευστοποιήσουν όταν η είδηση θα είναι γνωστή στους υπόλοιπους.

Είναι στην ανθρώπινη φύση οι επιλογές των επενδυτών να διαφέρουν. Δεν έχουν όλοι τις ίδιες αυθόρμητες προσδοκίες (αισιοδοξία, απαισιοδοξία, ηθική, χαρά, λύπη) αν και οι μαθηματικές προσδοκίες δεν διαφέρουν σημαντικά. Η ανάληψη κινδύνου από τους επενδυτές είναι συνάρτηση και του τρόπου παρουσίασης του αποτελέσματος της επένδυσης. Αν τεθεί σε όρους κέρδους ή σε όρους απωλειών έστω κι αν το πιθανό αποτέλεσμα είναι το ίδιο. Στην πρώτη περίπτωση είναι θετικά προσκείμενοι στην επένδυση ενώ στη δεύτερη όχι.

Η χρηματιστηριακή αγορά δεν είναι έρμαιο είτε των προσδοκιών των επαγγελματιών του χώρου είτε των υπόλοιπων επενδυτών, επηρεάζεται από αυτές αλλά μακροπρόθεσμα τις εξισορροπεί.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

2.1 Η ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

Οι οικονομολόγοι προσπάθησαν να κατανοήσουν τις κεφαλαιαγορές χρησιμοποιώντας μοντέλα στα οποία όλοι οι συμμετέχοντες στην αγορά- επενδυτές, διαχειριστές και άλλοι – λειτουργούν με ορθολογικό τρόπο: επεξεργάζονται όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες σωστά όταν κάνουν προβλέψεις σχετικά με το μέλλον και έχουν συγκεκριμένους στόχους.

Η πιο γνωστή από τις παραπάνω προσεγγίσεις είναι η Υπόθεση των Αποτελεσματικών Αγορών, σύμφωνα με την οποία η τιμή κάθε περιουσιακού στοιχείου αντανακλά την θεμελιώδη αξία του υπολογισμένη ως εξής: εκτιμώνται οι πιο πιθανές μελλοντικές ταμειακές ροές και προεξοφλούνται χρησιμοποιώντας ένα επιτόκιο ανάλογα με το βαθμό κινδύνου τους. Είναι προφανές γιατί αυτή η υπόθεση εμφανίστηκε ως μια πρόβλεψη της ορθολογικής προσέγγισης των κεφαλαιαγορών : εάν οι επενδυτές είναι ορθολογικοί θα κάνουν την καλύτερη δυνατή χρήση της διαθέσιμης πληροφόρησης όταν προβλέπουν τις ταμειακές ροές και όταν τις προεξοφλούν με το κατάλληλο επιτόκιο ανάλογα το βαθμό του κινδύνου.

Η Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς, αποτελεί ένα από τα τέσσερα θεμέλια της λεγόμενης Νεοκλασικής χρηματοοικονομικής Θεωρίας και αποτελεί , από το 1970 και μετά, την δημοφιλέστερη προσέγγιση στη χρηματοοικονομική ανάλυση.

Η Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς έχει να κάνει με την πληροφορία και τον τρόπο που αυτή ενσωματώνεται από τους ανταγωνιζόμενους επενδυτές στις

χρηματιστηριακές τιμές. Σύμφωνα με την θεωρία αυτή, όσο μεγαλύτερο κίνδυνο έχει μια επένδυση, τόσο υψηλότερη θα πρέπει να είναι η απόδοση που προσφέρει.

Σε αποτελεσματικές αγορές, οι τιμές δεν είναι προβλέψιμες, αλλά διαμορφώνονται τυχαία. Έτσι δεν μπορούν να προκύψουν τυποποιημένες επενδύσεις με προβλέψιμες αποδόσεις.

Οι προϋποθέσεις ύπαρξης μιας αποτελεσματικής αγοράς έχουν ως ακολούθως:

1. Υπάρχουν πολλοί έξυπνοι, λογικοί, πληροφορημένοι συμμετέχοντες οι οποίοι – ο καθένας ανεξάρτητα από τον άλλο- αναλύουν και αποτιμούν μετοχές.
2. Κάθε νέα πληροφορία για μία εταιρία ή μετοχή της, εμφανίζεται στην αγορά εντελώς τυχαία και ανεξάρτητα από άλλα γεγονότα και διαχέεται ταυτόχρονα.
3. Το κόστος της πληροφορίας είναι είτε μηδενικό είτε το ίδιο για όλους.
4. Οι επενδυτές στην προσπάθειά τους να αγοράσουν μετοχές χαμηλά και να τις πουλήσουν υψηλά, ενσωματώνουν πλήρως και άμεσα τις πληροφορίες για τις χρηματιστηριακές τιμές, μέσω κινήσεων αγοραπωλησιών.
5. Η τιμή της μετοχής δε πρέπει να επηρεάζεται από έναν ή από ομάδα επενδυτών.

Οι παραπάνω προϋποθέσεις είναι ικανές αλλά όχι αναγκαίες και οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι τιμές των μετοχών πρέπει να κινούνται εντελώς τυχαία και ανεξάρτητα από την εμφάνιση οποιουδήποτε γεγονότος που αφορά στις εισηγμένες εταιρίες. Στην πραγματικότητα όμως κάτι τέτοιο δεν ισχύει ούτε σε απόλυτους ούτε σε συγκριτικούς όρους. Επίσης, μια αποτελεσματική αγορά προϋποθέτει ότι ένας πολύ μεγάλος αριθμός επενδυτών παρακολουθεί και αναλύει την κάθε μετοχή, με αποτέλεσμα όταν η τιμή της τελευταίας προσαρμόζεται αυτόματα σε κάθε νέα πληροφορία, αυτό να γίνεται από ένα διαρκώς μεγαλύτερο αριθμό συμμετεχόντων.

Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των επενδυτών που συμμετέχουν σε μία αγορά και προσαρμόζουν έμμεσα τις τιμές των μετοχών της, τόσο πιο αποτελεσματική θεωρείται η εν λόγω αγορά. Ωστόσο, επισημαίνεται το γεγονός ότι ανά πάσα στιγμή οι τιμές των μετοχών πρέπει να αντανakλούν όχι μόνο όλη τη διαθέσιμη προς το επενδυτικό κοινό πληροφόρηση αλλά και τον επενδυτικό κίνδυνο που εμπεριέχει η τοποθέτηση κεφαλαίων στο Χρηματιστήριο.

Σε μια αποτελεσματική χρηματιστηριακή αγορά, η τρέχουσα τιμή μιας μετοχής αντανακλά όλη τη νέα πληροφόρηση γύρω από αυτή, αφού η τιμή της προσαρμόζεται γρήγορα και σωστά σε κάθε νέα πληροφορία. Ακολουθώντας αυτό το προσδιορισμό μπορούμε να οδηγηθούμε στο συμπέρασμα ότι σε αυτές τις αγορές καθώς οι τιμές των μετοχών με ακρίβεια αντανακλούν την πραγματική οικονομική τους αξία, δεν παρουσιάζονται υποτιμημένες και υπερτιμημένες μετοχές.

Όμως η Θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών αναπτύχθηκε κάτω από την υπόθεση ότι όλοι οι συμμετέχοντες στις κεφαλαιαγορές είναι ιδιαίτερα ορθολογικοί και γι' αυτό το λόγο πέρα από την ισχυρή της μορφή περιλαμβάνει τόσο την μέτρια όσο και την αδύνατη μορφή αποτελεσματικότητας.

Η υπόθεση των Αποτελεσματικών Αγορών δεν ισχυρίζεται ότι όλοι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί αλλά ισχυρίζεται ότι οι αγορές είναι ορθολογικές. Ο Statman(1999) αναφέρεται στη διπλή ερμηνεία της αποτελεσματικής χρησιμότητας. Η πρώτη αναφέρεται στο ότι οι επενδυτές δε μπορούν συστηματικά να επιτυγχάνουν υπέρ αποδόσεις. Η πτυχή αυτή ενισχύεται και από εμπειρικά στοιχεία σχετικά με την απόδοση των εξειδικευμένων επαγγελματιών διαχειριστών κεφαλαίων. Στατιστικά έχει αποδειχθεί ότι οι διαχειριστές Αμοιβαίων Κεφαλαίων επιτυγχάνουν αποδόσεις κατώτερες από ότι με τη χρήση Στρατηγικών Παθητικής Διαχείρισης Κεφαλαίων. Η δεύτερη ερμηνεία της Υπόθεσης των Αποτελεσματικών Αγορών έχει να κάνει με το γεγονός ότι οι τιμές αντικατοπτρίζουν χαρακτηριστικά χρησιμότητας και όχι απεικόνισης της αξίας των μετοχών, όπως το συναίσθημα των επενδυτών για αυτές.

Υποστηρίζει ότι η αποδοχή της θεωρίας των Αποτελεσματικών Αγορών μπορεί να γίνει δεκτή σχετικά με την συστηματική υπέρ απόδοση έναντι της μέσης απόδοσης της αγοράς αλλά και να απορριφθεί στο περιεχόμενο της ορθολογικής τιμολόγησης των χρηματοοικονομικών προϊόντων. Στο απορριπτέο μέρος της ΥΑΑ, ο Statman προτείνει τη Συμπεριφορική Θεωρία Τιμολόγησης Χρηματοοικονομικών Προϊόντων .

Σύμφωνα με αυτή, δύο διαφορετικές ομάδες συμμετέχουν στην αγορά. Η μία αποτελείται από τους ενημερωμένους επενδυτές ενώ η άλλη από μη ενημερωμένους. Οι ενημερωμένοι δεν επηρεάζονται από λάθη που προέρχονται από τη γνωστική ψυχολογία και επηρεάζουν τις πεποιθήσεις των επενδυτών πάντα με γνώμονα το

βέλτιστο συνδυασμό απόδοσης – ρίσκου των χρηματοοικονομικών προϊόντων. Από την άλλη μεριά, οι μη ενημερωμένοι υποπίπτουν σε συστηματικά λάθη και αναλαμβάνουν επενδύσεις με μη βέλτιστο λόγο απόδοσης – ρίσκου.

2.2 ΕΠΙΠΕΔΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Ο E. Fama το 1970 με βάση τα σύνολα πληροφοριών που χρησιμοποιούμε κάθε φορά για να προβλέψουμε τις χρηματιστηριακές τιμές, όρισε τρία είδη αποτελεσματικής αγοράς: α) την ισχυρώς αποτελεσματική, όπου το σύνολο των πληροφοριών περιλαμβάνει όλη την διαθέσιμη πληροφόρηση (δημοσιευμένη ή όχι) β) την ημι-ισχυρώς αποτελεσματική, όπου το σύνολο των πληροφοριών περιλαμβάνει όλη την διαθέσιμη πληροφόρηση (δημοσιευμένη) και γ) την ασθενώς αποτελεσματική, όπου το σύνολο των πληροφοριών, περιλαμβάνει μόνο το ιστορικό των τιμών.

Η ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας (strong form efficient) αφορά στην υπόθεση ότι οι τιμές στην αγορά αντικατοπτρίζουν την ευφυΐα των πολλών συμμετεχόντων που όμως λειτουργούν ανεξάρτητα και κατά συνέπεια απεικονίζουν την πραγματικότητα καλύτερα από ότι ο κάθε ένας που συμμετέχει ατομικά. Άρα η χρηματιστηριακή αποτίμηση ενός αξιόγραφου είναι η καλύτερη εκτίμηση της πραγματικής του αξίας. Έτσι η χρηματιστηριακή αγορά δεν είναι παρά ένας χώρος όπου πολλοί ορθολογικοί και με στόχο τη μεγιστοποίηση του κέρδους επενδυτές, με σχεδόν την ίδια δυνατότητα πρόσβασης στην πληροφόρηση, ανταγωνίζονται στην πρόβλεψη των μελλοντικών τιμών. Σ' αυτή την μορφή Ισχυρής Αποτελεσματικότητας, ακόμη και μη δημοσιευμένες πληροφορίες, στις οποίες δεν έχει πρόσβαση το ευρύ επενδυτικό κοινό, αντανακλώνται στις παρούσες τιμές και δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν για μελλοντικές προβλέψεις. Η αγορά αντιδρά τόσο άμεσα όσο και σωστά στις νέες πληροφορίες με την σειρά που αυτές εμφανίζονται. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα κανείς επενδυτής να μη μπορεί να κερδίσει από τις συγκεκριμένες πληροφορίες. Ένας επενδυτής δεν μπορεί να φέρει καλύτερα αποτελέσματα από την αγορά χρησιμοποιώντας δημόσια διαθέσιμες πληροφορίες. Με άλλα λόγια δεν υπάρχει ειδική κατηγορία επενδυτών οι οποίοι έχουν

μονοπωλιακή πρόσβαση σε πληροφορίες που μπορούν ενδεχομένως να επηρεάσουν τις τιμές των μετοχών. Αν κάτι τέτοιο συμβεί είναι αποτέλεσμα απλής τύχης. Η ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας προεκτείνει την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών, στις οποίες οι τιμές προσαρμόζονται γρήγορα σε κάθε νέα πληροφορία που βλέπει το φως της δημοσιότητας και στην οποία όλη η πληροφόρηση είναι διαθέσιμη σε όλους στον ίδιο ακριβώς χρόνο. Σύμφωνα με τον Fama (1991) οι επενδυτές εντάσσονται σε 3 κατηγορίες, αυτούς που έχουν πρόσβαση σε εσωτερικές πληροφορίες, στους αναλυτές των μετοχών και στους επαγγελματίες διαχειριστές χαρτοφυλακίων. Η πρώτη κατηγορία είναι δυνατόν να αποκομίσει υπερ αποδόσεις (θεωρητικά) εκμεταλλευόμενοι την πληροφόρηση που δεν έχουν οι άλλες δυο κατηγορίες. Ειδικότερα, αν και σε πλεονεκτική θέση είναι εκείνοι που διαχειρίζονται pension και mutual funds, εντούτοις δεν αποκομίζουν υπερ αποδόσεις όσο αρχικά είχε διαφανεί. Οι αποδόσεις των funds αυτών δεν είναι τόσο εντυπωσιακές συγκρινόμενες με τις αποδόσεις ομολόγων και μετοχών.

Η μέτρια μορφή αποτελεσματικότητας (semi strong efficient) υποστηρίζει ότι οι τιμές των αξιόγραφων προσαρμόζονται γρήγορα στις νέες πληροφορίες που διαχέονται δημόσια. Αυτό σημαίνει ότι οι τρέχουσες τιμές των μετοχών αντικατοπτρίζουν πλήρως όλες τις δημόσιες πληροφορίες όπως είναι οι ισολογισμοί, ώστε να μη μπορούν να χρησιμοποιηθούν από επενδυτές και αναλυτές για την πρόβλεψη μελλοντικής πορείας της τιμής και συνεπώς υπερ αποδόσεων. Στις δημόσιες πληροφορίες περιλαμβάνονται επίσης και όλες εκείνες που δεν δίνονται άμεσα από την αγορά, όπως είναι οι ανακοινώσεις κερδών και μερισμάτων, ο λόγος τιμής προς κέρδη, η μερισματική απόδοση και όλοι άλλοι δημόσια διαθέσιμοι χρηματοοικονομικοί δείκτες αλλά και νέα γύρω από το πολιτικό περιβάλλον και την οικονομία. Η υπόθεση υπονοεί ότι οι επενδυτές των οποίων οι αποφάσεις βασίζονται στις σημαντικές νέες δημοσιευμένες πληροφορίες, δεν θα έπρεπε να επιτυγχάνουν κέρδη άνω του μέσου όρου από τις συναλλαγές τους καθώς οι τιμές των μετοχών αντικατοπτρίζουν ήδη όλες αυτές τις πληροφορίες. Για τον έλεγχο της ημι- ισχυρής μορφής αποτελεσματικότητας διενεργούνται event studies με αντικείμενο τη μελέτη της συμπεριφοράς της τιμής γύρω από ένα γεγονός το οποίο απομονώνεται γιατί θεωρείται σημαντικό και ικανό να επηρεάσει τις τιμές του αξιόγραφου.

Η ασθενής μορφή αποτελεσματικότητας (Weak form efficient) είναι συνδεδεμένη με την έννοια του τυχαίου περιπάτου. Επισημαίνει ότι οι τιμές δεν έχουν μνήμη και το τι έγινε την προηγούμενη μέρα είναι ανεξάρτητο από την επόμενη. Αυτό σημαίνει ότι η καταγραφή των ιστορικών τιμών δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί στην πρόβλεψη των μελλοντικών τιμών με αποτέλεσμα να μην είναι δυνατόν να επιτευχθεί χρονισμός της αγοράς. Οι συμμετέχοντες δραστηριοποιούμενοι σε διάφορους χρόνους κάνουν την τιμή ενός αξιόγραφου να κινείται τυχαία γύρω από το επίπεδο ισορροπίας. Αυτό το βέλτιστο επίπεδο ισορροπίας θα αλλάζει με την πάροδο του χρόνου, σε ανταπόκριση των νέων πληροφοριών όπως αυτές παρουσιάζονται σποραδικά. Κανένας δεν είναι σε θέση να γνωρίζει αν τα νέα θετικά ή αρνητικά δεδομένα που θα δουν το φως της δημοσιότητας, θα επιδράσουν στο σύνολο της αγοράς ή θα αφορούν μόνο μια συγκεκριμένη αξία.

Με βάση τα παραπάνω, αν μια αγορά κατατάσσεται στην ασθενή μορφή αποτελεσματικότητας, ο επενδυτής δεν μπορεί να πετύχει μη κανονικές αποδόσεις, με την χρήση του ιστορικού των τιμών, αλλά μπορεί να τις έχει με την χρήση δημοσιευμένης εσωτερικής πληροφόρησης. Στην ημι – ισχυρή μπορεί να έχει μη κανονικές αποδόσεις με την χρήση εσωτερικής πληροφόρησης και όχι με την δημοσιευμένη πληροφόρηση ή το ιστορικό των τιμών και στην ισχυρή, δεν μπορεί να πετύχει μη κανονικές αποδόσεις ακόμα και με την χρήση της εσωτερικής πληροφόρησης. Οι τρεις αυτές μορφές αποτελεσματικότητας δεν είναι ανεξάρτητες μεταξύ τους. Αν μια αγορά είναι αποτελεσματική στην ισχυρή της μορφή είναι επίσης αποτελεσματική και σε ημι-ισχυρή και σε ασθενή. Το αντίθετο δεν ισχύει.

Έχει παρατηρηθεί ότι υπάρχει η δυνατότητα επίτευξης κερδών πέραν του κανονικού με τη χρήση ιστορικών στοιχείων και αριθμοδεικτών μιας εταιρίας, όπως ο λόγος χρηματιστηριακή αξία προς λογιστική αξία (market value / book value). Μετά από σειρά ερευνών, παρατηρήθηκε ότι οι μετοχές ενός χαρτοφυλακίου με υψηλό MV / BV παρουσιάζουν μέση ετήσια διαφορά απόδοσης από ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών με χαμηλό MV / BV περίπου 8%. Ο δείκτης αυτός σε συνάρτηση με το μέγεθος της εταιρίας επιτρέπει προβλεψιμότητα σε μελλοντικές αποδόσεις αν και έχουν παρατηρηθεί υπέρ αποδόσεις που δεν δικαιολογούνται ως αμοιβή για τον αναληφθέντα επενδυτικό κίνδυνο.

Δύο εργαλεία για τον έλεγχο της αποτελεσματικότητας μιας αγοράς είναι η τεχνική και η θεμελιώδης ανάλυση.

Η τεχνική ανάλυση είναι η μελέτη των χρηματιστηριακών τιμών με τη χρήση στατιστικών τεχνικών ή ακόμα και με την οπτική παρατήρηση γραφικών παραστάσεων με σκοπό την πρόβλεψη των μελλοντικών τιμών της αγοράς, εφόσον παρακολουθώντας την διαμόρφωση των τιμών έχουμε μια συνολική εικόνα των παραγόντων που επηρεάζουν την αγορά.

Σύμφωνα με την τεχνική ανάλυση ένας επενδυτής μπορεί να διαβάσει ένα διάγραμμα τιμών μιας μετοχής και να εξάγει συμπεράσματα για αγορά ή πώληση, εφόσον βέβαια τα στοιχεία των χρηματιστηριακών τιμών είναι ακριβή και καλύπτουν μια αρκετά μεγάλη περίοδο ώστε να επιτρέπεται η μελέτη της μετοχής.

Οι βασικές μεταβλητές στις οποίες στηρίζεται η τεχνική ανάλυση είναι οι τιμές των μετοχών και ο όγκος των συναλλαγών.

Σύμφωνα με τη θεμελιώδη ανάλυση κάθε μετοχή έχει μια αντικειμενική αξία που ονομάζεται εσωτερική αξία. Αυτή η αξία είναι που ισορροπεί στην αγορά η τιμή της μετοχής της εταιρίας. Στην χρηματιστηριακή αγορά η αξία αυτή ονομάζεται δίκαιη τιμή αγοράς.

Σε μία ασθενώς αποτελεσματική αγορά, η χρήση της τεχνικής ανάλυσης, η οποία όπως είπαμε εξετάζει την πορεία των τιμών, δεν αποφέρει κέρδη ενώ αντίστοιχα σε μια ημι-ισχυρή αγορά η χρήση θεμελιώδους ανάλυσης δεν αποφέρει κέρδη.

Η έρευνα σχετικών υποδειγμάτων έδειξε ότι οι χρηματιστηριακές αγορές είναι απρόβλεπτες, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι η ανάλυση πληροφοριών δεν δύναται να αποφέρει κέρδη.

2.3 ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

Οι επενδυτές αναζητούν διαρκώς πρακτικούς τρόπους σύμφωνα με τους οποίους θα μπορούσαν να αποκομίσουν αξιόλογα κέρδη στο Χρηματιστήριο από την αρχή κιόλας του κάθε νέου έτους (Thaler, 1992 και ArieI, 1985). Ιστορικά έχει αποδειχθεί ότι καθώς το Χρηματιστήριο εισέρχεται στη νέα χρονιά οι επενδυτές μπορούν να έχουν την πιθανότητα να αρχίσουν καλά εάν προσέξουν και εκμεταλλευτούν την κατάσταση – εφόσον αυτή προκύψει. Αυτό είναι γνωστό στις διεθνείς αγορές ως το φαινόμενο του Ιανουαρίου. Το φαινόμενο του Ιανουαρίου είναι μια ημερολογιακή ανωμαλία που συναντάται στην χρηματαγορά και οφείλεται στο γεγονός ότι οι αποδόσεις των μετοχών κατά τον μήνα Ιανουάριο διαφέρουν σημαντικά και είναι πολύ υψηλότερες από τις αποδόσεις των υπολοίπων μηνών του χρόνου. Βάσει της στατιστικής ανάλυσης μάλιστα, προκύπτει ότι από την αρχή του 20ού αιώνα οι αμερικανικές αγορές έχουν πολλές φορές κινηθεί με έναν έντονο ανοδικό τρόπο τον Ιανουάριο. Σύμφωνα με τα στατιστικά δεδομένα οι χειρότεροι μήνες για τους αισιόδοξους επενδυτές είναι ο Δεκέμβριος και ο Μάιος.

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

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

1. Οι επενδυτές ολοκληρώνουν έως το Δεκέμβριο τις πωλήσεις μετοχών για να καταγράψουν τις ενδεχόμενες ζημίες και να ελαφρύνουν τις φορολογικές τους υποχρεώσεις, με αποτέλεσμα οι πιεσμένες τιμές των μετοχών να αρχίζουν γενικά να επανέρχονται σε υψηλότερα σημεία με παράλληλη άνοδο του όγκου συναλλαγών από τις αρχές του έτους.

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

3. Οι διαχειριστές επενδυτικών κεφαλαίων τοποθετούνται στην αγορά μετοχών ώστε να μην μείνουν πίσω από πλευράς αποδόσεων από τόσο νωρίς στη διάρκεια του έτους. Ειδικότερα, οι διαχειριστές προβαίνουν σε πώληση μετοχών εταιριών μικρής κεφαλαιοποίησης και μεγάλου κινδύνου τον Δεκέμβριο, διότι δεν επιθυμούν να φανεί στους κατόχους των χαρτοφυλακίων ότι διακρατούν τέτοια αξιόγραφα κατά την ετήσια αποτίμηση και έλεγχο στο τέλος του έτους. Στη συνέχεια επαναγοράζουν τα ίδια αξιόγραφα τον Ιανουάριο σε χαμηλότερη τιμή κι έτσι προκαλείται το φαινόμενο του Ιανουαρίου λόγω της εμφάνισης υπερβαλλουσών αποδόσεων (Lakonishok & Levi, 1982).

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

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

Ο Σεπτέμβριος είναι κατά πάσα πιθανότητα αρνητικός για μια σειρά λόγους:

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

2. Ο φόβος των επενδυτών για πτώση των μετοχών τον Οκτώβριο αναγκάζει πολλούς σε περιορισμό των θέσεων τους σε μετοχές. Το ξεκίνημα των πωλήσεων μετοχών από θεσμικά χαρτοφυλάκια συμπαρασύρει και τους υπόλοιπους

επενδυτές. Όλοι αντιλαμβάνονται την πτώση του Οκτωβρίου και προσπαθούν να λάβουν την σωστή θέση. Συνήθως όμως κάποιος άλλος προλαβαίνει νωρίτερα.

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

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

Ο Reinganum (1989) και ο Banz (1981) παρατήρησαν ότι οι μετοχές εταιριών μικρής κεφαλαιοποίησης δίνουν μεγαλύτερες αποδόσεις σε σχέση με τις μετοχές εταιριών μεγάλης κεφαλαιοποίησης (ανωμαλία της μικρής επιχείρησης - small firm

effect). Αυτό σημαίνει ότι όσο μεγαλώνει το μέγεθος των μετοχών που έχει ένας επενδυτής στο χαρτοφυλάκιο του, τόσο πέφτει η απόδοσή του.

Συνδυαζόμενο με το φαινόμενο του Ιανουαρίου, αποδείχτηκε ότι οι επενδυτές μπορούν να επιτύχουν υπερβάλλουσες αποδόσεις διατηρώντας μετοχές εταιριών μικρής κεφαλαιοποίησης την περίοδο του Ιανουαρίου. Συνέπεια αυτού, χαρτοφυλάκια από μικρές επιχειρήσεις θεωρητικά θα αποφέρουν μεγαλύτερα κέρδη σε σχέση με χαρτοφυλάκια από μεγάλες επιχειρήσεις (Lustic and Leinbach, 1983).

Η βασική εξήγηση που δίνεται για το φαινόμενο αυτό είναι ότι οι μικρές επιχειρήσεις ενέχουν μεγαλύτερο ρίσκο και για αυτό το λόγο αποζημιώνουν με μεγαλύτερες αποδόσεις. Επίσης, πιθανές εξηγήσεις για το ρόλο του μεγέθους των εταιριών είναι:

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

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

3. Η υπερβάλλουσα απόδοση από τη διακράτηση μικρών σε κεφαλαιοποίηση μετοχών είναι ένα είδος αποζημίωσης για την έλλειψη ρευστότητας που χαρακτηρίζει τις μετοχές αυτές και συνεπώς του υψηλότερου κόστους συναλλαγών. Οι επενδυτές συνεπώς, ζητούν υψηλότερη απόδοση η οποία περιλαμβάνει το liquidity premium.

Οι υποστηρικτές της Υπόθεσης Αποτελεσματικών Αγορών ισχυρίζονται ότι τα υψηλά συναλλακτικά κόστη για τις μικρές σε κεφαλαιοποίηση εταιρίες, είναι τόσο υψηλά που η αποτελεσματικότητα της αγοράς διασφαλίζεται. Παρουσιάζοντας τα παραπάνω σχετικά με την ισχύ των αποτελεσματικών αγορών, πρέπει να καθοριστεί και η έννοια των υπερβαλλουσών αποδόσεων και κερδών. Με την χρήση του Capital

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

Οι Jegadeesh και Totman (1993) περιγράφουν ότι με τη στρατηγική της αγοράς μετοχών που είχαν αποδώσει καλά στο παρελθόν και την πώληση αυτών που δεν απέδωσαν ανάλογα, είναι δυνατόν να λάβει κάποιος σημαντικά θετικές αποδόσεις σε διάστημα από 3 έως και 12 μήνες. Μέρος των υπερβολικών κερδών της παραπάνω περιόδου χάνεται στα επόμενα 2 έτη. Οι ίδιοι ερευνητές αναφέρουν ότι την καθυστερημένη αντίδραση των επενδυτών δεν μπορεί ουσιαστικά να την εκμεταλλευθούν οι αντίθετες στρατηγικές και ότι η κύρια πηγή των contrarian profit αποτελεί η αντιστροφή της τάσης των εταιρικών χαρακτηριστικών παραγόντων των τελικών αποδόσεων. Οι Lakonishok και Shleifer (1994) απέδειξαν ότι χρησιμοποιώντας μια ποικιλία επενδυτικών στρατηγικών με αγορές μη αρεστών μετοχών, μπορούν να πετύχουν υψηλότερα αποδόσεις από το να αγόραζαν δημοφιλείς μετοχές (glamour). Πιθανή αιτία για το αποτέλεσμα των παραπάνω επιλογών είναι ότι οι πραγματικοί μελλοντικοί ρυθμοί αύξησης των εσόδων των δημοφιλών μετοχών δεν ήταν τόσο υψηλές όσο στο παρελθόν σε σχέση με τις μη αρεστές μετοχές. Χρησιμοποιώντας μεθόδους μέτρησης του Θεμελιώδους Κινδύνου, οι στρατηγικές αγοράς value μετοχών παρουσιάστηκε ότι εμπεριέχουν μεγαλύτερο ρίσκο από τις στρατηγικές αγοράς glamour μετοχών. Το επιχείρημα όμως ότι η μεγαλύτερη απόδοση των συγκεκριμένων στρατηγικών λειτουργεί ως αμοιβή για την ανάληψη υψηλότερου ρίσκου, δε δικαιολογεί το μέγεθος της διαφοράς στην απόδοση των value μετοχών.

Ο Schwert (2002) ισχυρίζεται ότι οι πιο γνωστές ανωμαλίες δεν ισχύουν σε όλες τις χρονικές περιόδους. Οι επενδυτές θα εφαρμόζαν τις κατάλληλες στρατηγικές και δεν θα υπήρχαν ανωμαλίες. Οι στρατηγικές που θα εφαρμόζονταν δεν

αναφέρθηκαν από τον Schwert. Με τον όρο ανωμαλίες της αγοράς εννοούνται φαινόμενα που παρατηρούνται στην πράξη, τα οποία δεν μπορούν να εξηγηθούν με βάση την κρατούσα θεωρία της αποτελεσματικότητας.

Ο Ross (2002) ταξινομεί ως εξής τις ανωμαλίες της Υπόθεσης των Αποτελεσματικών Αγορών:

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

2.4 Η ΨΥΧΟΛΟΓΙΑ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΣΤΗΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

Η υπόθεση ότι όλοι συμπεριφέρονται ορθολογικά δεν είναι ακριβής. Οι αποκλίσεις από την ορθολογική σκέψη είναι συστηματικές. Αν και οι αντικειμενικοί στόχοι των επενδυτών είναι ίδιοι, τα κίνητρα διαφέρουν. Δεν είναι μόνο το υλικό κέρδος που όλοι προσδοκούν αλλά και η χαρά της συμμετοχής στο παιχνίδι, η ηθική ικανοποίηση της νίκης επί του αντιπάλου. Οι επενδυτές διακατέχονται από συναισθήματα, όπως είναι ο φόβος και η απληστία. Ενδεικτικό παράδειγμα είναι το φαινόμενο του φόβου της μετάνοιας. Εμφανίζεται όταν οι άνθρωποι, προκειμένου να αποφύγουν το συναίσθημα της λύπης και της οδύνης που θα προκύψει σε μια λανθασμένη τους απόφαση, μπορεί να πάρουν αποφάσεις που δεν είναι ορθολογικές. Επίσης πολλοί επενδυτές μπορεί να μιμηθούν τις συμπεριφορές άλλων επενδυτών προκειμένου **να μη νιώθουν μετάνοια** στην περίπτωση που οι επιλογές τους αποδειχθούν λανθασμένες. Επενδυτικές στρατηγικές έχουν αναπτυχθεί στηριζόμενες στα ανθρώπινα συναισθήματα: τα διανοητικά λάθη των επενδυτών οδηγούν σε υπό και υπέρ αντιδράσεις στις επιλογές τους και ο έλεγχος αυτών οδηγεί σε σωστές,

θεωρητικά, επιλογές. Στα πλαίσια μιας αποτελεσματικής αγοράς, οι ψυχολογικές αρχές παίζουν σημαντικό ρόλο.

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

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

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

Μία άλλη ψυχολογική αρχή είναι η εξουσία. Οι άνθρωποι αντιδρούν αρχικά στην εξουσία μέχρι να εξοικειωθούν μαζί της και να μη τους φοβίζει.

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

Η έννοια της αποτελεσματικότητας μιας αγοράς στηρίχτηκε αρχικά στον τυχαίο περίπατο. Ως τυχαίος περίπατος θεωρείται ένας βηματισμός στον οποίο τα μελλοντικά βήματα ή οι κατευθύνσεις που θα ακολουθηθούν δεν μπορούν να προβλεφθούν με βάση ενέργειες του παρελθόντος. Η εφαρμογή αυτού του όρου στις χρηματιστηριακές αγορές σημαίνει ότι οι μεταβολές στις τιμές στο βραχυχρόνιο διάστημα δεν μπορούν να προβλεφθούν με βάση τις παρατηρήσεις του παρελθόντος (Burton Malkiel, 2003) η οποία μπορεί να χαρακτηριστεί ως μία σειρά τιμών στην οποία οι μεταβολές είναι τυχαία βήματα τα οποία ακολούθησαν άλλα, επίσης τυχαία βήματα. Το μοντέλο του τυχαίου περιπάτου (Random Walk Hypothesis) υποστηρίζει ότι οι πιθανές αποδόσεις μιας επένδυσης είναι ανεξάρτητες σειριακά και ότι η πιθανολογική τους κατανομή είναι σταθερή στη διάρκεια του χρόνου. Ο Bachelier με το σύγγραμμά του *The Theory of Speculation* εξήγησε γιατί οι τιμές των μετοχών είναι αδύνατο να προβλεφθούν: παλαιά, παρόντα και προεξοφλημένα μελλοντικά γεγονότα αντικατοπτρίζονται στις τιμές της αγοράς αλλά παρουσιάζονται να μην έχουν καμία σχέση με τις μεταβολές των τιμών. Οι μεταβολές των τιμών εξαρτώνται από άπειρο αριθμό παραγόντων και είναι αδύνατον να παραχθούν μαθηματικές προβλέψεις. Ο Bachelier περιγράφει την κατάσταση σε μια αγορά, ως δίκαιο παιχνίδι

(fair game), όπου οι συμμετέχοντες σε αυτό έχουν τις ίδιες πιθανότητες είτε να κερδίσουν είτε να χάσουν.

Στο ερώτημα, ποια από τις δύο σειρές αποτελεσμάτων ρίψης ενός νομίσματος φαίνεται πιο πιθανή ΚΚΚΚΓΓΓΓ ή ΚΚΓΚΓΓΚΓ οι περισσότεροι απάντησαν τη δεύτερη διότι αυτή τους φαίνεται πιο τυχαία, ενώ στη πραγματικότητα και οι δύο σειρές έχουν την ίδια πιθανότητα εμφάνισης. Συνεπώς κάποιες συνεχόμενες άνοδοι ή πτώσεις των χρηματιστηριακών τιμών μπορεί να είναι τελείως τυχαίες αλλά η αναζήτηση κανονικών προτύπων, μας κάνει να τις βλέπουμε ως βάση για να προβλέψουμε το μέλλον.

Η χρηματιστηριακή φούσκα (bubble) είναι ένα φαινόμενο βασισμένο κυρίως στη ψυχολογική διάθεση των επενδυτών. Με τον όρο φούσκα εννοούμε τη διαφορά μεταξύ θεμελιώδους αξίας μιας μετοχής και της χρηματιστηριακής της τιμής η οποία συνεχώς μεγαλώνει μέχρι να σταματήσει απότομα και να πέσει (Camerer, 1989). Σύμφωνα με τον Shiller (2000), είναι μια κατάσταση στην οποία υψηλές τιμές μετοχών συστήνονται προσωρινά, περισσότερο από τον ενθουσιασμό των επενδυτών παρά από εκτιμήσεις πραγματικών δεδομένων. Αν ένας επενδυτής αγοράσει και κρατήσει μια μετοχή για πεπερασμένο χρονικό διάστημα και τη μεταπωλήσει σε άλλον επενδυτή κι ο τελευταίος ενεργήσει όπως και ο προηγούμενος πωλώντας την σε άλλον επενδυτή, αυτή η κερδοσκοπική διαδικασία θα σταματήσει απότομα και η τιμή της μετοχής θα καταρρεύσει. Οι επενδυτές αγοράζουν ακριβά εν γνώσει τους ότι η μετοχή μπορεί να παραμείνει στα χέρια τους χωρίς να βρουν αγοραστή λόγω της ήδη υψηλής τιμής, πωλούν ακριβότερα κι αυτό θα συνεχιστεί μέχρι να παραμείνει στον τελευταίο, ο οποίος θα υποστεί τη ζημιά.

Το φαινόμενο της φούσκας έχει μερικά χαρακτηριστικά στοιχεία που τα συναντάμε σε αρκετά παραδείγματα σε πολλές χώρες και αγορές. Αρχικά υπάρχει υπερβολική ευφορία και αύξηση της ζήτησης και της συμμετοχής του κοινού, ακόμα και ατόμων που είναι άσχετοι με επενδύσεις, η οποία οδηγεί σε υπερβολικές τιμές στην αγορά. Κάποια στιγμή η «φούσκα» σπάει και οι τιμές καταρρέουν.

Ειδικός τύπος της χρηματιστηριακής φούσκας είναι η χρηματιστηριακή μόδα. Οι τιμές των μετοχών συχνά καθορίζονται και από την ευημερία που απολαμβάνουν οι επενδυτές. Η αγορά ορισμένων μετοχών μπορεί να γίνεται για λόγους επίδειξης

κοινωνικού status παρά για οικονομικούς λόγους. Το ίδιο μπορεί να συμβεί και για την πώληση κάποιας μετοχής ή ακόμα και ολόκληρου κλάδου (ο κλάδος πληροφορικής προσέφερε κοινωνική επίδειξη – καταξίωση την δεκαετία του 1990 ενώ τα επόμενα έτη δεν ήταν της μόδας). Όλες οι μανίες έχουν κάποια κοινά χαρακτηριστικά. Οι πραγματικές μανίες είναι λίγες και με μεγάλη χρονική απόσταση μεταξύ τους. Τα χαρακτηριστικά που προσδιορίζουν μια χρηματιστηριακή μανία σύμφωνα με το Contrarian Investing (Galea & Patallon) είναι τα εξής:

1. Οι κερδοσκοπικές μανίες παρουσιάζονται σχεδόν πάντα στη διάρκεια περιόδων ευημερίας. Μόνο τότε οι άνθρωποι έχουν περισσευούμενα χρήματα για να κερδοσκοπήσουν.
2. Το εύκολο χρήμα τροφοδοτεί τις μανίες.
3. Οι μανίες είναι ευρύτερα αποδεκτές. Οι πλούσιοι διοχετεύουν το σπόρο της μανίας σε επαγγελματίες επενδυτές. Οι μάζες ακολουθούν πολύ αργότερα προσπαθώντας να συναγωνισθούν τους market makers.
4. Έγκυρες γνώμες σχεδόν πάντα καθησυχάζουν τους επενδυτές.
5. Οι απαισιόδοξοι δεν εισακούονται.
6. Όλες οι μανίες τελειώνουν απότομα και απροειδοποίητα. Γίνονται φανερές μόνο εκ των υστέρων.

Σε όλες τις παραπάνω περιπτώσεις (φούσκα, μανία, μόδα) το αποτέλεσμα είναι η χρηματιστηριακή κρίση που ορίζεται ως η απότομη πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων και η οποία συνοδεύεται από χειροτέρευση οικονομικών δεικτών και πτωχεύσεις εταιριών (Kindleberger, 1978).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΛΗΨΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ

3.1 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΨΥΧΟΛΟΓΙΑ

Θεωρητικά κάθε επενδυτής εξετάζει προσεκτικά όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες πριν λάβει τις επενδυτικές του αποφάσεις. Αυτό όμως δεν συμβαίνει πάντα. Η Χρηματοοικονομική της Συμπεριφοράς δίνει έμφαση στην ψυχολογία και προσπαθεί να εξηγήσει γιατί οι άνθρωποι αγοράζουν και πουλάνε μετοχές.

Σύμφωνα με την Θεωρία των προσδοκιών³, οι άνθρωποι ανταποκρίνονται διαφορετικά στις ισοδύναμες καταστάσεις ανάλογα με το εάν παρουσιάζονται στα πλαίσια μιας απώλειας ή ενός κέρδους. Οι άνθρωποι έχουν αντίρρηση στο να χάνουν. Απογοητεύονται περισσότερο με την προοπτική των απωλειών σε σχέση με το πόσο χαρούμενοι γίνονται από τα ισοδύναμα κέρδη. Αυτή η αποστροφή των απωλειών σημαίνει ότι οι άνθρωποι είναι πρόθυμοι να αναλάβουν περισσότερους κινδύνους για να αποφύγουν τις απώλειες από ότι για να πραγματοποιήσουν κέρδη. Ακόμη κι αν βρεθούν αντιμέτωποι με το σίγουρο κέρδος, οι περισσότεροι επενδυτές αποφεύγουν τον κίνδυνο, αλλά όταν βρίσκονται αντιμέτωποι με την σίγουρη απώλεια γίνονται περισσότερο ρισοκίνδυνοι.

Ο Trevsky το 1986 αναφέρει ότι «το σημαντικότερο χαρακτηριστικό της ανθρώπινης συμπεριφοράς όσον αφορά στην ικανοποίηση είναι ότι οι άνθρωποι είναι πολύ περισσότερο ευαίσθητοι στα αρνητικά παρά στα θετικά ερεθίσματα. Υπάρχουν λίγα πράγματα που θα μπορούσαν να μας κάνουν να νιώσουμε καλύτερα ενώ υπάρχουν πάρα πολλά πράγματα που θα μπορούσαν να μας κάνουν να νιώσουμε χειρότερα».

Οι επενδυτές χαρακτηρίζονται από την προσδοκία για την απόδοση του κεφαλαίου τους. Αν έχουν χάσει από το κεφάλαιο στο παρελθόν δεν επιθυμούν το

³ R.Shiller, Kahneman and Trevsky 1979

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

Αυτός ο συντηρητισμός οφείλεται σε ένα βαθμό και στην αποτυχία επεξεργασίας κάθε νέας πληροφορίας πχ ως προς τα κέρδη μιας μετοχής σε σχέση με τις παλαιότερες πληροφορίες για σταθερή κατανομή κερδών. Οι επενδυτές αυτοί δεν δίνουν σημασία σε νέα στατιστικά στοιχεία που είναι αντίθετα με πληροφορίες του παρελθόντος και τις οποίες έχουν αφομοιώσει.

Οι επενδυτές αντιμετωπίζουν κάθε στοίχημα που εμπεριέχει ρίσκο χωριστά από το επίπεδο πλούτου που κατέχουν. Αυτό σημαίνει ότι κάθε μετοχή του χαρτοφυλακίου τους αντιμετωπίζεται χωριστά. Η συνήθεια αυτή τους οδηγεί συχνά σε θεωρητικά μη άριστες αποφάσεις. Συνήθως είναι λιγότερο πρόθυμοι να απεμπλακούν από μια ζημιογόνα επένδυση γιατί φοβούνται ότι έκαναν λάθος επιλογή.

3.2 NOISE TRADERS

Ο θόρυβος (noise) στις χρηματιστηριακές αγορές ορίζεται ως ένας μεγάλος αριθμός γεγονότων μη σχετικών με την οικονομική θεωρία, τα οποία δημιουργούν διακυμάνσεις στις χρηματιστηριακές τιμές πολύ περισσότερο από σημαντικά γεγονότα. Θεωρούμε συνεπώς ότι σε κάθε χρηματιστηριακή αγορά υπάρχουν οι ορθολογικοί επενδυτές (smart money) και οι ψυχολογικά αγόμενοι επενδυτές (noise traders).

Noise Trader είναι ο επενδυτής ο οποίος λαμβάνει αποφάσεις για αγορά ή πώληση μετοχών χωρίς την χρήση θεμελιωδών δεδομένων. Η παρουσία τους στις χρηματοπιστωτικές αγορές, μπορεί να προκαλέσει αποκλίσεις από τα αναμενόμενα επίπεδα τιμών, ακόμη κι αν όλοι οι υπόλοιποι traders είναι ορθολογικοί.

Οι noise traders και οι smart money συνυπάρχουν σε κάθε χρηματιστηριακή αγορά. Οι noise traders κάνουν συστηματικά λάθη βασιζόμενοι κυρίως στη ψυχολογία τους. Μετά από μια περίοδο έντονης ανόδου, αισιοδοξούν, αγοράζουν

μετοχές και τελικά οδηγούν τις τιμές στα ύψη. Σε περιόδους πτώσης, πουλάνε βασιζόμενοι στην απαισιοδοξία τους, οδηγώντας τις τιμές σε κατάρρευση. Με τις κινήσεις τους αυτές αποσταθεροποιούν την αγορά.

Στηριζόμενοι στην υπεραισιοδοξία τους και την εμπιστοσύνη που έχουν στις προβλέψεις και τις ικανότητές τους, γίνονται επιθετικοί και αναλαμβάνουν μεγάλο ρίσκο. Επειδή η ανάληψη κινδύνου αμείβεται, οι πιθανές αποδόσεις τους θα είναι υψηλές. Συνέπεια των αρχικά υψηλών αποδόσεων που πιθανόν απολαμβάνουν, είναι να θεωρούν ότι έχουν σωστή στρατηγική με αποτέλεσμα να γίνονται ακόμα πιο επιθετικοί στις αγορές τους. Παρασύρουν έτσι και άλλους επενδυτές να τους μιμηθούν, εκτινάσσοντας τις τιμές των μετοχών ακόμα ψηλότερα.

Η διαπραγμάτευση θορύβου μπορεί να επηρεάσει την ρευστότητα μιας αγοράς. Η μεγάλη συχνότητα συναλλαγών προσφέρει ένα μεγάλο αριθμό από μεταβολές της τιμής που παρατηρείται αλλά αυτές οι τιμές δεν αντικατοπτρίζουν μόνο τις πληροφορίες τις οποίες κατέχουν οι συναλλασσόμενοι αλλά ταυτόχρονα και τον θόρυβο που έχουν δημιουργήσει οι διαπραγματευτές θορύβου.

Η διαπραγμάτευση θορύβου μπορεί να είναι είτε μια ευκαιρία για την δημιουργία κέρδους είτε μια απειλή. Η ευκαιρία που παρουσιάζεται στους διαπραγματευτές με ανταγωνιστική πληροφόρηση, αφορά στη δυνατότητά τους να αγοράζουν όταν οι διαπραγματευτές θορύβου μειώνουν τις τιμές και να πουλάνε όταν οι ίδιες πεποιθήσεις οδηγούν τις τιμές σε υψηλότερα επίπεδα.

Η απειλή προσωποποιείται στην επίδραση που έχουν οι πράξεις και οι πεποιθήσεις των διαπραγματευτών θορύβου στις επενδύσεις, τις οποίες μπορούν με αυτό τον τρόπο να μετατρέψουν από κερδοφόρες σε ζημιογόνες

3.3 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟ ΠΡΟΦΙΛ

Επενδυτής είναι ένα φυσικό ή νομικό πρόσωπο που αγοράζει περιουσιακά στοιχεία με την προσδοκία κέρδους. Γενικά ένας επενδυτής προσπαθεί, με τις επενδύσεις που κάνει, να ελαχιστοποιήσει τον κίνδυνο, μεγιστοποιώντας τις

αποδόσεις του. Το χαρτοφυλάκιο ενός επενδυτή συνήθως περιλαμβάνει αρκετά περιουσιακά στοιχεία μεταξύ των οποίων μετοχές, ομόλογα, ακίνητα, εμπορεύματα καθώς και συλλεκτικά αντικείμενα.

Κατά την εξέλιξη της παγκόσμιας οικονομίας και των αγορών χρήματος και κεφαλαίου, εμφανίστηκαν διάφοροι τύποι επενδύσεων, άλλοι λιγότερο αποδοτικοί και άλλοι περισσότερο. Επίσης νέες τεχνικές και προσεγγίσεις ως προς την διαχείριση του κεφαλαίου έκαναν την εμφάνιση τους. Το μόνο που έμεινε ίδιο είναι το προφίλ του επενδυτή όπως αυτό προκύπτει από τις ανάγκες, τους σκοπούς και τις επιδιώξεις του. Ανάλογα με το προφίλ του σχεδιάζει και την επενδυτική του δράση με σκοπό την μεγιστοποίηση της απόδοσης για το επίπεδο κινδύνου που αναλαμβάνει.

Με βάση την στρατηγική που ακολουθείται στις επενδύσεις, μπορούμε να χωρίσουμε τους επενδυτές σε δύο μεγάλες κατηγορίες, κάθε μια από τις οποίες μπορεί να περιλαμβάνει διαφορετικούς επενδυτές, ο χαρακτηρισμός των οποίων γίνεται με βάση τους επενδυτικούς στόχους και τις προσδοκίες, τον χρονικό ορίζοντα της επένδυσης καθώς επίσης και τον επενδυτικό κίνδυνο που είναι διατεθειμένος να αναλάβει ο κάθε επενδυτής.

Ορθολογικός θεωρείται ο επενδυτής που δεν υπερτιμά τις ικανότητές του κατά την διαδικασία των επενδυτικών του επιλογών. Οι επενδυτικοί τους στόχοι είναι σαφείς και αποφασίζει ανάλογα με την επίτευξή τους. Η στρατηγική του δεν είναι τυχαία αλλά σχεδιασμένη και δεν στηρίζεται σε κινήσεις ανασφάλειας και πανικού. Δεν αγοράζει σε κλίμα συνολικής χρηματιστηριακής ευφορίας και δεν πουλά σε πανικό. Δεν αρνείται να ρευστοποιήσει και να καταγράψει ζημιές όταν αντιλαμβάνεται το λάθος της επιλογής του.

Η ανάλυση των πληροφοριών είναι βασισμένη σε ορθολογική ανάλυση θεμελιωδών οικονομικών μεγεθών, όπως οι ισολογισμοί των εταιριών, οι τιμές των επιτοκίων, του πετρελαίου, του χρυσού. Οι επενδυτές αυτοί έχουν συγκριτικό πλεονέκτημα στις αποδόσεις των επενδυτικών επιλογών σε σχέση με τους μη ορθολογικούς επενδυτές που επενδύουν βασισμένοι στην παρορμητικότητά τους, στην ευφορία της στιγμής καθώς και στην ψυχολογία της μάζας κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας.

Οι μη ορθολογικοί επενδυτές πιστεύουν πως έχουν ειδικές πληροφορίες για τη μελλοντική τιμή ενός χρηματοοικονομικού προϊόντος. Ο κίνδυνος που δημιουργείται από την απρόβλεπτη στάση των επενδυτών αυτών περιορίζει σημαντικά την ελκυστικότητα του arbitrage.

Θεωρητικά οι μη ορθολογικοί επενδυτές μπορεί να αποζημιώνονται για το ρίσκο που παίρνουν καθώς επιτυγχάνουν υψηλότερες αποδόσεις, παρ' όλο που είναι υπεύθυνοι για την απομάκρυνση των τιμών των μετοχών από την θεμελιώδη αξία τους.

Τόσο οι ορθολογικοί όσο και οι μη ορθολογικοί επενδυτές μπορούν να χαρακτηριστούν: α) σαν επενδυτές που αποφεύγουν ή είναι ευαίσθητοι στον κίνδυνο, β) σαν συντηρητικοί επενδυτές, γ) σαν απλοί ή σαν επιθετικοί επενδυτές.

Ο επενδυτής που αποφεύγει τον κίνδυνο, δεν επιθυμεί να αναλάβει καθόλου κίνδυνο για το κεφάλαιό του και δεν θέλει αρνητικές αποδόσεις ούτε βραχυπρόθεσμα. Γενικά αναμένει αποδόσεις σχεδόν ίδιες με αυτές των καταθέσεων ταμειευτηρίου και συνήθως τοποθετεί όλα του τα χρήματα σε αμοιβαία κεφάλαια, ρέπος, καταθέσεις.

Ο επενδυτής που είναι ευαίσθητος στον κίνδυνο, επιθυμεί διατήρηση του κεφαλαίου του και είναι διατεθειμένος να δεχθεί μικρό βραχυπρόθεσμο κίνδυνο, ώστε να έχει αποδόσεις λίγο υψηλότερες από αυτές των καταθέσεων. Το χαρτοφυλάκιο του επενδυτή αυτού συνήθως αποτελείται από 10% μετοχές 70% ομόλογα και 20% σε άμεσα χρηματικά διαθέσιμα.

Ο συντηρητικός επενδυτής θέλει μια σχετικά προβλέψιμη απόδοση, για 2 με 3 χρόνια η οποία να είναι κάπως υψηλότερη από αυτή των καταθέσεων. Είναι διατεθειμένος να αναλάβει κάποιο κίνδυνο και να δεχθεί διακυμάνσεις στην απόδοση του. Συνήθως το χαρτοφυλάκιο του αποτελείται από 25% μετοχές και 75% ομόλογα.

Απλός είναι ο επενδυτής που επιθυμεί ανάπτυξη του κεφαλαίου του και είναι διατεθειμένος να δεχθεί μέτριο κίνδυνο. Περιμένει καλύτερες αποδόσεις από αυτές των καταθέσεων και καταλαβαίνει ότι μπορεί σε ορισμένες περιπτώσεις να έχει αρνητικές αποδόσεις. Το χαρτοφυλάκιο του αποτελείται από 40% μετοχές και 60% ομόλογα.

Τέλος υπάρχει και ο επιθετικός επενδυτής. Αυτός επιθυμεί να μεγιστοποιήσει την ανάπτυξη του κεφαλαίου του μέσα σε μια περίοδο 3 ετών ή μεγαλύτερη. Είναι διατεθειμένος να δεχθεί σημαντικό κίνδυνο και μεγάλες διακυμάνσεις, ακόμα και πιθανή απώλεια μέρους της αρχικής επένδυσης. Το χαρτοφυλάκιο του χαρακτηρίζεται ως «επιθετικό» ή αλλιώς «αναπτυξιακό» και αποτελείται από 55% μετοχές, 40% ομόλογα και 5% επενδύσεις σε αναδυόμενες αγορές.

Τόσο οι ορθολογικοί όσο και οι μη ορθολογικοί επενδυτές υπάρχουν σε όλες τις χρηματιστηριακές αγορές και οι χρηματιστηριακοί δείκτες αποτυπώνουν τις επιλογές τους

ΕΠΙΛΟΓΟΣ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Παρατηρούμε ότι η πορεία των χρηματιστηριακών δεικτών δεν εξαρτάται μόνο από τα θεμελιώδη οικονομικά στοιχεία των εταιριών, το κοινωνικό, το οικονομικό, το πολιτικό περιβάλλον αλλά είναι και θέμα της ψυχοσύνθεσης των επενδυτών και των επιλογών τους σε δεδομένες χρονικές στιγμές και κάτω από συγκεκριμένες συνθήκες λήψης αποφάσεων.

Το παρελθόν έχει δείξει ότι μεγάλες καταρρεύσεις σε κεφαλαιαγορές παγκοσμίως ακολουθήθηκαν από επίσης μεγάλες ανόδους και απέφεραν τεράστια κέρδη στους επενδυτές εκείνους που δεν ακολούθησαν τη μάζα αλλά πορεύθηκαν μόνοι και ανταμείφθηκαν για την επιλογή τους.

Είναι οι ίδιοι επενδυτές που σχηματίζουν προσδοκίες λαμβάνοντας υπόψη όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες και δεν επηρεάζονται από τις βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις των αγορών όσο έντονες κι αν είναι.

Οι προσδοκίες μπορεί να αποδειχθούν σωστές μπορεί και όχι. Το σίγουρο είναι ότι οι επενδυτές δεν επαναλαμβάνουν συνεχώς τα ίδια λάθη.

Το παιχνίδι με την αγορά είναι κάτι σαν την αμυντική οδήγηση. Πρέπει πάντα να είσαι έτοιμος να προβλέψεις την επόμενη κίνηση των άλλων οδηγών. Έτσι και στην αγορά! Οι επενδυτές θα πρέπει να είναι έτοιμοι να προβλέψουν την επόμενη κίνηση της αγοράς. Αν η αγορά ευνοεί έναν τομέα να τον προτιμούν, αλλά να περιμένουν και αλλαγή στάσης, οπότε να είναι έτοιμοι να ξεφύγουν γρήγορα.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- ΑΛΕΞΑΚΗΣ Χ. ΞΑΝΘΑΚΗΣ Ε., (2008) «ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ», ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΤΑΜΟΥΛΗΣ, ΑΘΗΝΑ
- ΝΙΚΟΛΑΟΣ Δ., (2005) «ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ», ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΚΩΝ/ΝΟΣ ΜΠΙΛΙΑΣ, ΑΘΗΝΑ
- ΣΠΥΡΟΣ Σ., (2003) «ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ», ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΜΠΕΝΟΥ, ΑΘΗΝΑ
- ΣΠΥΡΟΣ Σ., (2009) «ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗΝ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ», ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΜΠΕΝΟΥ, ΑΘΗΝΑ
- Δ.ΤΣΑΤΣΑΝΗΣ., ΕΦΗΜΕΡΙΔΑ «Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ»
- ΧΟΛΕΒΑΣ Γ., (1995) «ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΗΣΤΗΡΙΟ», ΕΚΔΟΣΕΙΣ INTERBOOKS, ΑΘΗΝΑ

ΞΕΝΗ

- BANZ, R.W (1981), “THE RELATIONSHIP BETWEEN RETURN AND MARKET VALUE OF COMMON STOCKS”, JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS.
- BURTON G.MALKIE., (1973) “A RANDOM WALK DOWN WALL STREET” (2011 επανέκδοση)
- CAMERER, C. (1989), “BUBBLES AND FADS IN ASSET PRICES”, JOURNAL OF ECONOMIC SURVEYS.
- DANIELSON, JON, (2004). “THE EMPEROR HAS NO CLOTHES: LIMITS TO RISK MODELLING.RISK MEASURES FOR THE 21ST CENTRY, JOHN WILEY & SONS, WEST SUSSEX
- FAMA E. & FRENCH K. (1970), “EFFICIENT CAPITAL MARKETS , A REVIEW OF THEORY & EMPIRICAL WORK” , JOURNAL OF FINANCE
- FAMA E, & FRENCH K., (1993), “ COMMON RISK FACTORS IN RETURNS OF BONDS & STOCKS”, JOURNAL AT FINACIAL ECONOMICS

- FRENCH K., (1980), “STOCK RETURNS AND THE WEEKEND EFFECT”, JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS
- GIBBONS M.R. & HESS P. , (1981), “DAY OF THE WEEK EFFECTS AND ASSET RETURNS”, JOURNAL OF BUSINESS
- JEGADEESH N. & TITMAN S., (1993), “RETURNS TO BUYING WINNERS AND SELLING LOSERS:IMPLICATIONS FOR STOCK MARKET EFFICIENCY”, JOURNAL OF FINANCE
- KINDLEBERGER C., (1978), “MANIAS PANICS AND CRASHES”, BASIC BOOKS, N.Y
- LAKONISHOK J. & LEVI M., (1982), “WEEKEND EFFECTS ON STOCK RETURNS:A NOTE”, JOURNAL OF FINANCE
- LAKONISHOK J. , SCHLEIFER A. & VISHNY R., (1994) “CONTRARIAN INVESTMENT EXTRAPOLATION AND RISK”, JOURNAL OF FINANCE
- NICHOLAS BARBERIS “THE PSYCHOLOGY OF THE FINANCIAL CRISIS”
- RAMAZAN GENÇAY, SELÇUK FAKUR & WHITCHER BRANDORD, (2001) “AN INTRODUCTION TO WAVELETS AND OTHER FILTERING METHODS IN FINANCE AND ECONOMICS”, ACADEMIC PRESS
- REINGANUM M.R., (1983), “ THE ANOMALOUS STOCK MARKET BEHAVIOR OF SMALL FIRMS IN JANUARY”, JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS
- SHILLER R. , (2001), “BUBBLES, HUMAN JUDGEMENT AND EXPERT OPINION”, FINANCIAL ANALYST JOURNAL
- STATMAN M., (1999), “BEHAVIORAL FINANCE: PAST BATTLES AND FUTURE ENGAGEMENTS”, ASSOCIATION FOR INVESTMENT MANAGEMENT AND RESEARCH
- THALER R.H. & JOHNSON E., (1990), “GAMBLING WITH THE HOUSE MONEY AND TRYING TO BREAK EVEN: THE EFFECTS OF PRIOR OUTCOMES ON RISKY CHOICE”, MANAGEMENT SCIENCE
- THALER R.H., (1993), “ADVANCE IN BEHAVIORAL FINANCE”
- TVARSKY A. & KAHNEMAN D., (1979), “PROSPECT THEORY: AN ANALYSIS OF DECISION UNDER RISK” , ECONOMETRICA

ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

- www.ase.gr
- www.wikipedia.org
- www.in.gr
- www.hrima.gr
- www.euretirio.com
- www.greekshares.com
- www.euro2day.gr
- www.merit.gr
- www.bankofcyprus.gr
- www.tovima.gr
- www.el.shvoong.com
- www.physics.uoc.gr
- www.newsfilter.gr
- www.eurobank.gr
- www.enthesis.net/index.com
- www.blogcatalog.com
- www.anders-invest.com

