



**ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ**

**ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**

**ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤ/ΚΗΣ**



**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**ΘΕΜΑ: ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΕΚΛΟΓΕΣ ΚΑΙ**

**ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ: 1990-2015**

**ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ: ΦΛΩΡΟΣ ΧΡΗΣΤΟΣ**

**ΣΠΟΥΔΑΣΤΡΙΕΣ: ΣΩΤΗΡΟΠΟΥΛΟΥ ΚΑΤΕΡΙΝΑ**

**ΕΝΕΙΝΤΙ ΛΑΛΟΣΙ**

**ΗΡΑΚΛΕΙΟ**

**ΜΑΙΟΣ 2018**

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ .....	8-9
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	
1 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ.....	11
1.1 ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ.....	11
1.2 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ .....	11
1.2.1 ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΙΔΡΥΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ.....	12
1.3 ΣΚΟΠΟΙ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ.....	13
1.3.1. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΜΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ.....	13
1.4 ΕΙΔΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ.....	14
1.5 ΠΡΟΙΟΝΤΑ ΠΡΟΣ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ.....	15
1.6 ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ.....	15
1.6.1 ΑΓΟΡΑ ΑΞΙΩΝ.....	15
1.6.2 ΑΓΟΡΑ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ.....	16
1.6.3 ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ.....	17
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	
2 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ.....	17
2.1 Μετοχές .....	17
2.1.1 Τι είναι η μετοχή; .....	17
2.1.2 Είδη μετοχών.....	17
2.1.3 Τιμές μετοχών.....	18

2.2.1	ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ.....	19
2.2.2	Διαχείριση Δεικτών .....	20
2.2.3	Υπολογισμός Δεικτών.....	20
2.2.4	Γενικός Δείκτης Τιμών.....	21
2.2.5	Δείκτης FTSE/ASE 20 .....	22
2.2.6	Δείκτης FTSE/ASE 40 .....	23
2.2.7	Δείκτης FTSE/ASE 80 .....	23
2.2.8	ΚΛΑΔΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ .....	23
2.2.8.1	ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΣ ΚΛΑΔΟΣ .....	24
2.2.8.2	ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΟΣ ΚΛΑΔΟΣ.....	24
2.2.8.3	ΚΛΑΔΟΣ ΤΡΟΦΙΜΩΝ .....	25
2.2.9	ΑΝΑΘΕΩΡΗΣΗ ΔΕΙΚΤΩΝ-ΣΥΝΘΕΣΗΣ.....	26

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

3.1	Πολιτικές εκλογές και Χρηματιστήριο Αθηνών 1990-2015.....	27
3.2	Η φούσκα του 1999.....	28
3.3	Τα χρηματιστηριακά κραχ των 6 τελευταίων ετών.....	31

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

4.	Η ΠΑΡΑΔΟΣΙΑΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΘΕΩΡΙΑ.....	33
4.1	Εισαγωγή .....	33
4.2	Ο ορθολογικός επενδυτής (rational investor).....	33
4.3	Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς (Efficient Market Hypothesis)...	35
4.4	Οι σημαντικότερες αποκλίσεις από τη Θεωρία Αποτελεσματικής αγοράς .....	37
4.5	Εμπειρικές μελέτες της ύπαρξης μη αποτελεσματικών αγορών.....	38

4.5.1 Ημερολογιακές Ανωμαλίες.....	38
4.5.1.1 Το Φαινόμενο του Σαββατοκύριακου (Weekend Effect).....	39
4.5.1.2 Το Φαινόμενο του Ιανουαρίου (January effect).....	39
4.5.1.3 Το Φαινόμενο Της Αλλαγής Του Μήνα (The Turn Of The Month Effect).....	40
4.5.1.4 Το Φαινόμενο των διακοπών.....	41
4.5.1.5 Μη ημερολογιακές ανωμαλίες.....	41
4.5.1.6 Το Φαινόμενο Του Μεγέθους (Size Effect).....	41
4.5.1.7 Το Φαινόμενο του δείκτη τιμής προς κέρδη ανά μετοχή P/E.....	42
4.5.1.8 Το Φαινόμενο της Αξίας (Value Effect).....	42
4.5.1.9 Το Momentum Effect.....	43

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

5.1 Η Ψυχολογία Των Επενδυτών.....	43
5.2 Οι Τύποι Των Επενδυτών Στην Αγορά.....	45
5.3 Το μοντέλο των δύο κατευθύνσεων (Two-Way Model) του arnwell..	45
5.4 Ταο μοντέλο των πέντε κατευθύνσεων των Bailard, Biehl και Kaiser(1986).....	46

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

6. Η ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ(Behavioral Finance)..	47
6.1 Από τον ορθολογισμό στην ψυχολογία - Η μετάβαση από τη Ορθολογική στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική.....	47
6.2 Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική (Behavioral Finance) και η χρησιμότητά της. ....	50
6.3 Μια σύντομη ανασκόπηση της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.....	54

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

### 7. ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΑΓΕΛΗΣ

7.1	Η ψυχολογία των όχλων .....	56
7.1.1.	Παρορμητικότητα και αστάθεια.....	56
7.1.2.	Απλοποίηση των συναισθημάτων και υπερβολική αντίδραση.....	57
7.1.3.	Εύκολη υποβολή και ευπιστία.....	57
7.1.4.	Αυταρχικότητα και Συντηρητισμός.....	57
7.1.5	Ηθική των όχλων.....	57
7.2	Ορισμός Herding.....	58
7.3	Βασικές Υποθέσεις Ύπαρξης Herding.....	60
7.4	Μορφές Herding.....	61
7.4.1.	Ορθολογικό Herding (Rational-Intentional Herding).....	61
7.5	Καταρράκτες πληροφοριών.....	61
7.6	Φήμη και αμοιβή (Reputational and compensation herding).....	62
7.7.	Διερεύνηση πληροφοριών.....	63
7.8.	Εμπειρία.....	63

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

### 8. ΠΙΝΑΚΕΣ-ΓΡΑΦΗΜΑΤΑ-ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

8.1	Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας.....	64
8.2	Περιγραφή δεδομένων.....	64

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

9.	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	69
----	--------------------	----

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	73
ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ .....	77

Για την εκπόνηση της εργασίας ,θα ήθελα να ευχαριστήσω τον καθηγητή μου κύριο Φλώρο Χρήστο, για τις κατευθύνσεις που μου παρείχε ,αλλά και για την κατανόηση.

Θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένειά μου επίσης, για την υποστήριξη και την υπομονή που επέδειξε στο πρόσωπό μου, σε όλη την διάρκεια των σπουδών μου.

Ευχαριστώ τους φίλους μου θερμά.

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στην παρούσα πτυχιακή ,θα εξετάσουμε αν και κατά πόσο οι χρηματιστηριακοί δείκτες προεξόφλησαν την πορεία των πολιτικών γεγονότων που ακολούθησαν , από το1990 έως το 2015.

Η εργασία χωρίζεται σε εννιά κεφάλαια. Στο πρώτο κεφάλαιο, γίνεται αναφορά στο Χρηματιστήριο και τον σκοπό του, την ιστορική εξέλιξη των ελληνικών Χρηματιστηρίων, τα είδη του ελληνικού Χρηματιστηρίου σήμερα και τα προϊόντα που διαπραγματεύονται.

Το δεύτερο κεφάλαιο ,αναφέρεται στις κινήσεις των μετοχών και των χρηματιστηριακών δεικτών .

Στο τρίτο κεφάλαιο,γίνεται αναφορά στην πορεία του Χρηματιστηρίου κατά τη προεκλογική περίοδο , την περίοδο 1990 – 2015 .

Στο τέταρτο κεφάλαιο μιλάμε για την παραδοσιακή Χρηματοοικονομική συμπεριφορά των επενδυτών , όσον αφορά τις επενδύσεις.

Το πέμπτο κεφάλαιο,αναφέρεται στην ψυχολογία των επενδυτών .

Στο έκτο κεφάλαιο αναλύουμε την συμπεριφορική χρηματοοικονομική στάση των επενδυτών .

Το έβδομο κεφάλαιο αναφέρεται στο φαινόμενο της αγέλης.

Στο όγδοο κεφάλαιο αναφέρεται η ανασκόπηση της βιβλιογραφίας , η περιγραφή των δεδομένων , οι πίνακες και τα γραφήματα , η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε καθώς και τα αποτελέσματα αυτής .

Τελειώνοντας, στο ένατο κεφάλαιο παραθέτουμε τα συμπεράσματα ,τα οποία απορρέουν από την έρευνα που προηγήθηκε , τα οποία επιβεβαιώνουν την αλληλεξάρτηση των πολιτικο-οικονομικών δεδομένων και Χρηματιστηρίου.



## ABSTRACT

In this thesis we will examine whether and to what extent the stock indices have anticipated the course of political events , that followed, from 1990 until 2015.

The work is divided into nine chapters. In the first chapter, reference is made to the Stock Exchange and its purpose, the historical evolution of the Greek Stock Exchanges, the Greek stock market today and the stocks traded.

The second chapter ,refers to stocks and stock indexes .

The third chapter refers to the course of the Stock Exchange, during the pre-election period, in the period 1990-2015.

In the fourth chapter is analyzed the traditional Financial behavior of investors.

The fifth chapter refers to investors' psychology.

In the sixth chapter we analyze the behavioral attitude of investors.

The seventh chapter refers to the phenomenon of the herd.

The eighth chapter deals with the review of the literature, the description of the data, the tables and the graphs, the methodology used and the results thereof.

Finally, the ninth chapter contemplates the deductions of the previous research, which confirm the interdependence of the political-economic data and the Stock Exchange.

Πριν ξεκινήσουμε την ανάλυση του θέματος , θα θέλαμε να αναφέρουμε ότι , ήταν τροχοπέδι το να βρεθούν στοιχεία για το διάστημα από 1990 εως και το 2000 ,καθώς υπήρχαν ελάχιστες αναφορές διαθέσιμες στο διαδίκτυο , πράγμα που περιόριζε τις πηγές μας . Ο σκοπός της εργασίας μας είναι να αποδείξουμε την αλληλεπίδραση και αλληλεξάρτηση του πολιτικού γίνεσθαι με το ΧΑΑ .

Πιο συγκεκριμένα , να ερευνήσουμε και να εξετάσουμε ,τί είδους επίδραση έχουν οι εκλογές στην ψυχολογία των επενδυτών και κατ'επέκταση στους Χρηματιστηριακούς δείκτες . Το κομμάτι της θεωρίας και της ιστορικής αναδρομής είναι αποτέλεσμα προσωπικής εργασίας της κας Λαλόσι Ενέιντι και το κομμάτι των αναλύσεων δεδομένων και των γραφημάτων της κας Σωτηροπούλου Κατερίνας.Τα αποτελέσματα που προέκυψαν είναι απόρροια των ανωτέρω παραγόντων.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>

### 1. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

#### 1.1 ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

Ως Χρηματιστήριο ,εννοούμε μία οργανωμένη αγορά, αναγνωρισμένη από το κράτος,όπου συναντώνται συναλασσόμενοι για την διενέργεια αγοραπωλησιών κινητών αξιών (όπως μετοχές, τραπεζικά, κρατικά ή άλλα ομόλογα ) καθώς και εμπορευμάτων.

Το χρηματιστήριο αποτελεί ιδιόμορφη αγορά , αν αναλογιστεί κανείς ,ότι είναι σημείο συνάντησης της προσφοράς και της ζήτησης την ίδια στιγμή . Αποτελεί οικονομικό θεσμό αναγνωρισμένο από το εκάστοτε κράτος , που εδρεύει .Οι αγορές του διαμορφώνονται σύμφωνα με με τα νομοθετικά και διοικητικά μέτρα ,τα οποία καθορίζουν το πλαίσιο μέσα στο οποίο δραστηριοποιούνται,θεσπίζοντας τις προϋποθέσεις και τους όρους λειτουργίας τους. Τα χρηματιστήρια διακρίνονται σε Αξιών, Εμπορευμάτων και Ναύλων.

#### 1.2 ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ

Το χρηματιστήριο ως θεσμός ,ξεκίνησε στις βιομηχανικές χώρες της Δύσης στα τέλη του 18<sup>ου</sup> με αρχές του 19<sup>ου</sup> αιώνα. Η ίδρυσή του προέκυψε από την ανάγκη εξεύρεσης κεφαλαίων για χρηματοδότηση των επενδύσεων των επιχειρήσεων. Στην Ελλάδα οι πρώτες ανώνυμες εταιρίες δημιουργήθηκαν γύρω στα μέσα του 19<sup>ου</sup> αιώνα. Την συγκεκριμένη περίοδο, οι λίγοι κάτοχοι τίτλων (μετοχών, ομολόγων) διενεργούσαν τις ανταλλαγές και διαπραγματεύσεις των τίτλων τους σε λέσχες ή καφενεία , χώρους μαζικής εστίασης για την τότε εποχή ,μιας και δεν υπήρχε συγκεκριμένος χώρος αποκλειστικά για αυτή την χρήση. Αργότερα, λόγω θέματος διαπραγματεύσεως που δημιουργήθηκε με τις μετοχές του Λαυρίου, γεννήθηκε η ανάγκη ύπαρξης οργανωμένης χρηματιστηριακής αγοράς ,η οποία θα βοηθούσε στην ανάπτυξη της εθνικής οικονομίας.

Το πρώτο ελληνικό χρηματιστήριο ιδρύθηκε στην πόλη της Βιέννης ,από τους έλληνες μεγαλέμπορους, τραπεζίτες και χρηματιστές του εξωτερικού. Σκοπό είχε να εισαχθούν σε αυτό όλες οι επιχειρήσεις της πόλης.Στην Ελλάδα χρηματιστήριο ιδρύθηκε στην Ερμούπολη της Σύρου την περίοδο της εμπορικής ακμής της, χωρίς όμως να υπάρχουν οι απαιτούμενες υποδομές και η οργάνωση. Όταν πλέον η αγορά της Σύρου ξεκίνησε να παρακμάζει, τη θέση της πήρε ο Πειραιάς.

### 1.2.1 ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΙΔΡΥΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

Η πρώτη χρηματιστηριακή αγορά στην Ελλάδα έκανε την εμφάνιση της ανεπίσημα το δεύτερο ήμισυ του 19ου αιώνα. Οι πρώτες περιοχές της Ελλάδος ,στις οποίες ξεκίνησε η διαπραγμάτευση μετοχών, ήταν η Ερμούπολη της Σύρου, λόγω της μεγάλης εμπορικής δραστηριότητας της και η Αθήνα. Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α) ιδρύθηκε το 1876, ως αυτόνομος Φορέας του Δημοσίου , με απόφαση του Υπουργικού Συμβουλίου και αντικείμενα διαπραγμάτευσης , αρχικά, αποτέλεσαν οι ομολογίες των Εθνικών Δανείων και οι μετοχές ,που είχε την κατοχή της η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος.

Έπειτα από μια τετραετία ,τον Μάιο του 1880, μετά από εκλογή της πρώτης Διοικούσας Επιτροπής του Χρηματιστηρίου το Χ.Α.Α. άρχισε να λειτουργεί επίσημα. Το Βασιλικό Διάταγμα του 1909 όρισε το Χρηματιστήριο ως τον πρώτο οργανωμένο χώρο για την εκτέλεση συμβάσεων και συναλλαγών σε τίτλους του Δημοσίου και σε τίτλους Τραπεζών και Ανωνύμων Εταιρειών.

Το 1918 το Χρηματιστήριο θεωρείται ,πλέον, Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου , υπό την επίβλεψη του κράτους. Ο πρώτος νόμος που όρισε σαφώς τις υποχρεώσεις - δικαιώματα των συναλλασσόμενων μερών (χρηματιστών και επενδυτών) ήταν ο Ν.3632/28. Το 1985 με το Π.Δ.350 έγιναν πιο συγκεκριμένα τα δικαιολογητικά εισαγωγής μετοχών στο Χ.Α.Α. Το 1988 με τον Ν.1806 ,το Χ.Α.Α προχωρά σε νέο επίπεδο με την εισαγωγή του θεσμού της Ανώνυμης Χρηματιστηριακής Εταιρείας, του θεσμού του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών και την δημιουργία της Παράλληλης Αγοράς.

Το 1991, ιδρύθηκε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς .Το 1992 έγινε σαφές το περιεχόμενο της πληροφόρησης ,που πρέπει να υπάρχει μέσα στο Ενημερωτικό Δελτίο, για την εισαγωγή μιας εταιρείας στο Χ.Α.Α. ή την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου μιας ήδη εισηγμένης εταιρείας.

Το 1995 , το Χρηματιστήριο γίνεται Ανώνυμη Εταιρεία, με το Ελληνικό Δημόσιο να αποτελεί μόνο μέτοχο. Το 1996 ,ψηφίστηκε ο Ν.2396 για την παροχή Επενδυτικών Υπηρεσιών στον τομέα των κινητών αξιών. Το 1997, γεννάται η ιδέα της ιδιωτικοποίησης του Χρηματιστηρίου. Το 2000, η εισαγωγή των μετοχών του Χρηματιστηρίου στην Κύρια Αγορά είναι γεγονός , κατόπιν απόφασης . Για το λόγο αυτό, το 2000 ιδρύθηκε η εταιρεία συμμετοχών με την επωνυμία ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (Ε.Χ.Α.Ε.), η οποία τίθεται προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο τον Αύγουστο του 2000.

Το 2002, η εταιρία ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε. απορροφήθηκε από την εταιρεία ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε (Χ.Α.Α) και η νέα εταιρία πλέον ονομάστηκε ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.

Σκοπός της εταιρίας είναι η οργάνωση και υποστήριξη των συναλλαγών (επί κινητών αξιών, παραγώγων προϊόντων και λοιπών χρηματοοικονομικών προϊόντων). Επίσης, η διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς και η προστασία του επενδυτικού κοινού ανήκουν εξίσου στον σκοπό της.

### 1.3 ΣΚΟΠΟΙ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ

Η επιδίωξη για την εξεύρεση κεφαλαίων είτε βραχυπρόθεσμων, είτε μακροπρόθεσμων, ήταν η αιτία δημιουργίας των Χρηματιστηρίων. Επίσης, η ανάγκη για σύναψη αγοραπωλησιών μεγάλων ποσοτήτων εμπορευμάτων, που βρίσκονται μακριά από τον τόπο διαπραγμάτευσης τους, ενώ απαιτούνταν για αυτά σοβαρά κεφάλαια, έκανε επιτακτική την δημιουργία Χρηματιστηρίων. Φυσικά, η τάση για κερδοσκοπία ήταν ένας εξίσου βασικός λόγος, που συνέβαλε στη δημιουργία αυτού του οργανωμένου χώρου συναλλαγών. Οι επιχειρήσεις για την υλοποίηση των στόχων τους και την επίτευξη της πολυπόθητης ανάπτυξης, αναζητούν κεφάλαια για την πραγματοποίηση επενδύσεων. Τα κεφάλαια αυτά προέρχονται, είτε από τραπεζικό δανεισμό, είτε από διάθεση μετοχών. Η διάθεση των μετοχών γίνεται σε συγκεκριμένο χώρο, ο οποίος ονομάζεται χρηματιστήριο.

Ο οικονομικός ρόλος των χρηματιστηρίων είναι να καταστήσουν τις συναλλαγές εύκολες και παράλληλα να επιτρέπουν στους εκπροσώπους της προσφοράς και της ζήτησης να βρίσκονται στον συγκεκριμένο τόπο διαπραγμάτευσης την ίδια στιγμή. Επίσης, άλλος ένας εξίσου σημαντικός ρόλος είναι η ελεύθερη διαμόρφωση τιμών των αγαθών, σύμφωνα με τον θεμελιώδη νόμο της προσφοράς και της ζήτησης. Μέσω αυτής, δίνεται η ευκαιρία στις επιχειρήσεις να αναζητήσουν κεφάλαια, αλλά και στους επενδυτές να μπορούν να διαθέσουν τα χρήματα που έχουν στην επένδυση τους σε τίτλους. Βασικός σκοπός είναι το κέρδος, συμβάλλοντας έτσι στην αύξηση της παραγωγικότητας, και κατ'επέκταση στην ανάπτυξη της χώρας και στην εθνική οικονομία. Αυτό εξηγείται σύμφωνα με το γεγονός, ότι στο χρηματιστήριο δεν εισάγονται μόνο εταιρίες που ανήκουν σε ιδιώτες επενδυτές, αλλά και ανώνυμες εταιρίες που ανήκουν στο ίδιο το κράτος.

#### 1.3.1. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΜΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

Οι ιδιοκτήτες της εταιρίας αποφεύγουν να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους σε μια μόνον επιχείρηση, επιτυγχάνοντας έτσι τη μείωση των πιθανοτήτων του επιχειρηματικού κινδύνου. Συνεπώς, επιτυγχάνουν καλύτερη διαχείριση του επενδυτικού κεφαλαίου, με αποτέλεσμα τη μείωση του κόστους κεφαλαίου της επιχείρησης.

Αλλά και από την άλλη, η εισαγωγή μιας εταιρίας στο Χρηματιστήριο, της εξασφαλίζει άμεση και φθηνότερη άντληση κεφαλαίων. Η εταιρία έχει και άλλη οδό χρηματοδότησής της εκτός από τον τραπεζικό δανεισμό.

Η εισαγωγή μιας επιχείρησης στο χρηματιστήριο επιτυγχάνει ,πέρα από ρευστότητα μετοχών αλλά και ευεργητικά αποτελέσματα, τόσο στην ίδια την επιχείρηση ,όσο και σε ολόκληρη την οικονομία.

#### 1.4 ΕΙΔΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ

Τα είδη των χρηματιστηρίων καθορίζονται από τα είδη των τίτλων ,που διαπραγματεύονται σε αυτά. Οι τιμές των τίτλων που διαπραγματεύονται, καθορίζονται από τον νόμο της προσφοράς και της ζήτησης.

Τα είδη Χρηματιστηρίων είναι:

##### - ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ:

διενεργούνται αγοραπωλησίες διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων, μετοχών εισηγμένων εταιριών, παραγώγων(π.χ. συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιώματα) και ομολογιών ιδιωτικών εταιριών ,αλλά και εταιριών του δημοσίου.

##### - ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΩΝ:

διενεργούνται αγοραπωλησίες εμπορευμάτων όπως σιτάρι, βαμβάκι, πετρέλαιο, χρυσός και άλλα.

##### -ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΝΑΥΛΩΝ:

Η ναυλαγορά εξυπηρετείται σε μεγάλο βαθμό από τα ειδικά Χρηματιστήρια, λεγόμενα Χρηματιστήρια ναύλων , καθώς επίσης και από τα οργανωμένα κέντρα ναυλώσεων πλοίων ,που βρίσκονται στον Πειραιά. Η ναυλαγορά περιλαμβάνει πλοιοκτήτες, εφοπλιστές, ναυλομεσίτες, ελεύθερα πλοία με υψηλούς ναύλους καθώς και διάφορους πιστωτικούς και ασφαλιστικούς οργανισμούς.

Με τον ναυτεμπορικό όρο Ναυλαγορά (freight market) χαρακτηρίζεται το εμπορικό φάσμα της αγοράς, που αναφέρεται σε ναύλους και που διαμορφώνεται τελικά από την προσφορά και ζήτηση χωρητικότητας πλοίων, για μεταφορές αγαθών.

## 1.5 ΠΡΟΙΟΝΤΑ ΠΡΟΣ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

Στο ΧΑΑ διαπραγματεύονται καθημερινά :

Μετοχές

Ομόλογα

Παράγωγα προϊόντα

## 1.6 ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

Οι αγορές που λειτουργούν στο ΧΑΑ είναι:

-Οργανωμένη Αγορά Αξιών ,όπου οι συναλλασσόμενοι μπορούν να διαπραγματευτούν μετοχές,Ομόλογα και ETF ( EXCHANGE TRADED FUNDS ή Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια, δηλαδή είναι παθητικώς διαχειρίσιμα επενδυτικά κεφάλαια στη διάρκεια της συνεδρίασης που διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια. Αγοράζονται και πωλούνται όπως οι μετοχές)

-Οργανωμένη Αγορά παραγώγων

-Εναλλακτική αγορά.

-Εξωχρηματιστηριακή Αγορά ,στην οποία οι επενδυτές μπορούν να μεταβιβάζουν μεταξύ τους τίτλους εκτός αγοράς

-Αγορά άνθρακα, που γίνονται οι δημοπρασίες για τα Δικαιώματα εκπομπής αερίων θερμοκηπίου

### 1.6.1 ΑΓΟΡΑ ΑΞΙΩΝ

Στην Αγορά αξιών διαπραγματεύονται κινητές αξίες:

I Μετοχές

II. Ομόλογα

- III. Σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα
- IV. Διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια
- V. Προς διαγραφή ,υπό επιτήρηση, χαμηλής διασποράς

#### 1.6.2. ΑΓΟΡΑ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

Η οργανωμένη Αγορά Παραγώγων προϊόντων στην Ελλάδα δημιουργήθηκε επίσημα το 1997 , όμως , η λειτουργία της ξεκίνησε τον Αύγουστο δύο χρόνια μετά . Η Οργάνωση- υποστήριξη των συναλλαγών της παρέχεται από το Χρηματιστήριο Αθηνών (Χ.Α.), ενώ ο κεντρικός αντισυμβαλλόμενος είναι η Εταιρία Εκκαθάρισης Α.Ε. (ΕΤ.ΕΚ.) μέλος του ομίλου Ελληνικά Χρηματιστήρια (Ε.Χ.Α.Ε.).

Οι συναλλασσόμενοι έχουν τη δυνατότητα να επενδύσουν στα παρακάτω παράγωγα προϊόντα:

Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) - Futures επί:

Μετοχών- δεικτών ( υποκείμενο εργαλείο των ΣΜΕ είναι ο δείκτης FTSE-20 )

Συμβόλαια Δικαιωμάτων Προαίρεσης (ΔΠ) - Options επί:

Μετοχών-δεικτών (συμβόλαια για μελλοντική αγορά ή πώληση ,που δίνουν το δικαίωμα στον αγοραστή,όχι την υποχρέωση , να ζητήσει την ολοκλήρωση της συμφωνίας )

Συμβάσεις Repos έναντι της ΕΤ.ΕΚ. ή σε άλλη διμερή βάση επί:

- μετοχών που υπάγονται στην Κατηγορία Κύριας Αγοράς και συνιστούν υποκείμενη αξία
- μετοχών που συμμετέχουν σε δείκτη που συνιστά υποκείμενη αξία Παραγώγων
- μετοχών, για τις οποίες ασκείται ή πρόκειται να ασκηθεί Ειδική Διαπραγμάτευση
- μεριδίων Διαπραγματεύσιμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων.



### 1.6.3 ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

Η Εναλλακτική Αγορά (ΕΝ.Α) του Χ.Α. δημιουργήθηκε για αναπτυσσόμενες ή μικρές επιχειρήσεις, που αναζητούν χρηματοδότηση με ανταγωνιστικό κόστος και ευκολότερη πρόσβαση στην πρωτογενή αγορά. Χαρακτηρίζεται ως «μη οργανωμένη» αγορά, καθώς δεν υπάρχουν διατάξεις, που πρέπει υποχρεωτικά να εφαρμοστούν, όπως στις οργανωμένες αγορές και ούτε υπάρχει αυστηρή επιβολή προϋποθέσεων εισαγωγής και παραμονής σε αυτές.

## 2. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ

### 2.1 ΜΕΤΟΧΕΣ

#### 2.1.1 ΤΙ ΕΙΝΑΙ Η ΜΕΤΟΧΗ;

Οι μετοχές είναι μέρος ιδιοκτησίας σε μια επιχείρηση. Είναι απαιτήσεις πάνω στα στοιχεία Ενεργητικού και εισοδήματος της και μπορούν όχι μόνον να συμμετέχουν στο επενδυτικό κοινό στο κεφάλαιο της, αλλά δίνεται και η δυνατότητα στην επιχείρηση να αντλεί τα κεφάλαια που χρειάζεται για επενδύσεις .

Το βασικό πλεονέκτημα των μετοχών είναι ,ότι οι κάτοχοι τους λαμβάνουν άμεσα την αύξηση της κερδοφορίας ή του ενεργητικού της επιχείρησης, ενώ το βασικό τους μειονέκτημα είναι ότι σε περίπτωση εκκαθάρισης η επιχείρηση οφείλει να πληρώσει πρώτα τους κατόχους των δανείων και των ομολόγων και μετά τους μετόχους.

#### 2.1.2 ΕΙΔΗ ΜΕΤΟΧΩΝ

Οι μετοχές χωρίζονται σε δύο βασικές κατηγορίες : κοινές και προνομιούχες.Οι προνομιούχες μετοχές προηγούνται σε σχέση με τις κοινές,αναφορικά με τις απαιτήσεις και τα δικαιώματα.

Για παράδειγμα , σε περίπτωση εκκαθάρισης όσον αφορά τα κέρδη και τα περιουσιακά στοιχεία έχουν προτεραιότητα στις προνομιούχες μετοχές έναντι των κοινών . Επίσης , αντίστοιχα ,από τα κέρδη κάθε χρήσης το πρώτο μέρος προβλέπεται να διανεμηθεί κατά προτεραιότητα στις προνομιούχες μετοχές και έπειτα στις κοινές. Αυτό ,βέβαια, δεν αναιρεί το δικαίωμα είσπραξης πρόσθετου μερίσματος και το δαικαίωμα σωρευτικού μερίσματος, όμως, δε είναι δεδομένο ότι έχει δικαίωμα ψήφου, μιας και οι προνομιούχες μετοχές διακρίνονται σε μετοχές ,με δικαίωμα αλλά ,και χωρίς δικαίωμα ψήφου .

### 2.1.3 ΤΙΜΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

#### - ονομαστική τιμή ή ονομαστική αξία:

είναι αυτή, η οποία προκύπτει κατά την πρώτη έκδοση των μετοχών και θεωρείται ο λόγος της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου της ανώνυμης εταιρείας προς τον αριθμό των μετοχών ,που εξέδωσε αρχικά.

#### - λογιστική τιμή ή λογιστική αξία:

είναι αυτή ,που απεικονίζει την πραγματική αξία και είναι απόρροια του λόγου των ιδίων κεφαλαίων της ανώνυμης εταιρείας με τον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία

#### - χρηματιστηριακή τιμή ή τρέχουσα αξία:

είναι αυτή, που διαμορφώνεται καθημερινά από το νόμο προσφοράς και ζήτησης

#### - Τιμή ανοίγματος μετοχής:

συνήθως είναι η τιμή κλεισίματος της προηγούμενης ημέρας. Μπορεί ,όμως,να μεταβληθεί η τιμή της στην προσυνεδρίαση ανάλογα με τις εντολές των επενδυτών.

#### - Τιμή κλεισίματος:

ως τιμή κλεισίματος, θεωρούμε τον σταθμισμένο μέσο όρο των τιμών ,σε σχέση με τα τεμάχια συναλλαγών ,που έγιναν τα τελευταία 30' λεπτά ,πριν από τη λήξη της συνεδρίασης. Κατά περίπτωση, ως τιμή κλεισίματος θεωρείται η τιμή της τελευταίας δημοπρασίας (call auction).

## 2.2.1 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ

Οι δείκτες αποτελούν έναν καλό τρόπο να εξετάσουμε συγκεκριμένες αγορές, αλλά για τους επενδυτές χρησιμεύει και ως μέτρο της απόδοσης των χαρτοφυλακίων τους. Αυτό σημαίνει ότι, κάποιες επενδύσεις που δεν καρποφόρησαν, να μπορέσουν να ενσωματωθούν σταδιακά στην ευρύτερη τάση της αγοράς. Η τιμή ενός δείκτη προκύπτει μέσω στάθμισης. Υπάρχουν δείκτες, που σταθμίζονται βάσει της τιμής της κάθε μετοχής, που τους απαρτίζει, άλλοι που σταθμίζονται βάσει της κεφαλαιοποίησης των εταιρειών που περιλαμβάνουν και άλλοι που σταθμίζονται βάσει άλλων παραγόντων.

Οι κυριότεροι δείκτες του ΧΑΑ είναι:

### - Γενικός δείκτης:

είναι ένας δείκτης - νούμερο- που δείχνει σε τι επίπεδο βρίσκεται το σύνολο όλων των μετοχών, κατά μέσο όρο στο χρηματιστήριο και μετριέται σε μονάδες. Για την αρχική σύνθεση του Γενικού Δείκτη Κύριας Αγοράς επιλέγονται οι εξήντα (60) «πρώτες» μετοχές, σύμφωνα με το τελικό κριτήριο κατάταξης και ανήκουν στην Κύρια Αγορά του Χ.Α. Το τελικό κριτήριο κατάταξης των μετοχών, ορίζεται ως τον αριθμητικό μέσο όρο των σειρών διαβάθμισης, σύμφωνα με τη Μέση Χρηματιστηριακή τους Αξία (ΜΧΑ) και την αξία συναλλαγών τους. Σε περίπτωση, που δύο μετοχές έχουν ίδιο βαθμό επιλέγεται η μετοχή με την μεγαλύτερη ΜΧΑ.

### - Δείκτης παράλληλης αγοράς:

Στον Δείκτη της Παράλληλης, έχουμε τις σαράντα (40) «πρώτες» Εταιρίες, που επιλέχθηκαν σύμφωνα με το τελικό κριτήριο κατάταξης και ανήκουν στην Παράλληλη Αγορά του Χ.Α.

### - Κλαδικοί δείκτες:

τους συνθέτουν μετοχές που αναφέρονται σε συγκεκριμένο κλάδο.

### - Δείκτης νεοεισερχόμενων εταιριών.

### - Δείκτης συνολικής απόδοσης γενικού δείκτη κύριας αγοράς.

### - Δείκτης FTSE/ASE-20:

Στις 23 Σεπτεμβρίου 1997, άρχισε ο υπολογισμός του Δείκτη FTSE/Χ.Α. 20 με τιμή εκκίνησης τις 1.000 μονάδες και προήλθε από την συνεργασία του Χ.Α.Α με τον οίκο

FTSE International Limited. Αποτελείται από τις 20 μεγαλύτερες μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης.

- **Δείκτης FTSE/MID-40:**

τον συνθέτουν οι 40 μεγαλύτερες μετοχές μεσαίας κεφαλαιοποίησης

- **Δείκτης Small Cap 80:**

τον συνθέτουν οι 80 μεγαλύτερες μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης.

### 2.2.2 Διαχείριση των δεικτών

Η διαχείριση των δεικτών, μετά την αρχική τους σύνθεση επιβάλλει την ανά εξάμηνη αναθεώρηση τους, τους μήνες Ιούνιο και Δεκέμβριο (αρθ. 14.3, Βασικοί Κανόνες Δ&Υ Δεικτών, 2008), από την Επιτροπή Δεικτών του ΧΑ, η οποία είναι υπεύθυνη για τον προσδιορισμό των μετοχών που μετέχουν στους Δείκτες του ΧΑ.

Για να διαγραφεί μια μετοχή από την σύνθεση του Δείκτη ,πρέπει να συμβαίνει κάποιο από τα παρακάτω σενάρια :

Α) μια μετοχή του Δείκτη να μπει σε προσωρινή αναστολή διαπραγμάτευσης για πάνω από 10 συνεδριάσεις ή

β) να διαγραφεί από την αγορά ή

γ) να μπει σε άλλη κατηγορία.

Όπως είναι φυσικό ,κατόπιν αφαίρεσης μετοχής από τη σύνθεση του Δείκτη ,έχουμε άμεση αντικτάσταση ,από την πρώτη επιλαχούσα του Πίνακα τελικής κατάταξης (αρθ.10 και14, Βασικοί Κανόνες Δ&Υ Δεικτών, 2008).

### 2.2.3 Υπολογισμός των Δεικτών

Οι Δείκτες απεικονίζονται με δύο δεκαδικά ψηφία , υπολογίζονται και δημοσιεύονται σε πραγματικό χρόνο κάθε 30 δευτερόλεπτα κατά την διάρκεια που συνεδριάζει το Χ.Α.Α και χρησιμοποιούν τις τρέχουσες τιμές των μετοχών, που συμμετέχουν στη σύνθεση του Δείκτη . Όταν η συνεδρίαση φτάσει στο τέλος της, οι Δείκτες υπολογίζονται με βάση τις τιμές κλεισίματος των μετοχών (αρθ.12, Βασικοί Κανόνες Δ&Υ Δεικτών, 2008).

Οι Δείκτες είναι σταθμικοί % με βάση την αξία που έχουν στο χρηματιστήριο και το μέγεθος της Κεφαλαιοποίησης των μετοχών ,που συμμετέχουν. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα, η επίδραση της τιμής κάθε μετοχής να διαμορφώνει την τιμή του Δείκτη ανάλογα με τη χρηματιστηριακή αξία της .

#### 2.2.4 Γενικός Δείκτης Τιμών

Ο Γενικός Δείκτης του ΧΑΑ περιλαμβάνει 60 μετοχές από τις μεγαλύτερες εταιρίες του Χρηματιστηρίου. Οι μετοχές δεν προέρχονται από έναν κλάδο, αλλά από όλους τους κλάδους, που πλαισιώνουν το χρηματιστήριο.

Αυτό έχει ως αποτέλεσμα , να παρουσιάζεται μία γενική εικόνα του χρηματιστηρίου μέσα από τον συγκεκριμένο δείκτη και κατ'επέκταση της αγοράς γενικότερα. Είναι ο σημαντικότερος δείκτης ,γιατί η μελέτη του και μόνο μπορεί να οδηγήσει σε συμπεράσματα για επενδυτικές αποφάσεις και ίσως να προκαταβάλλει την πορεία της οικονομίας μιας χώρας.

Η σύνθεσή του βασίζεται στον παρακάτω τύπο:

$$P_i = P_o \cdot \frac{\sum_{i=1}^n S_i \cdot Q_i}{D}$$

Όπου

$P_t$  : η τρέχουσα τιμή του δείκτη

$P_0$  : η τιμή του δείκτη κατά την ημερομηνία βάσης (τιμή βάσης)

$n$  : ο αριθμός των μετοχών που συμμετέχουν στη σύνθεση του δείκτη

$S_i$  : η τελευταία τιμή συναλλαγής της μετοχής  $i$

$Q_i$  : ο συνολικός αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία

$D$  : η Βάση του δείκτη, η οποία αντιπροσωπεύει τη Χρηματιστηριακή αξία του δείκτη κατά την ημερομηνία βάσης



Γενικός Δείκτης περίοδος 2001-2010 - πηγή Ναυτεμπορική

### 2.2.5 Δείκτης FTSE/ASE 20

Ο δείκτης FTSE 20 είναι ο δείκτης, ο οποίος συμπεριλαμβάνει τις 20 μεγαλύτερες εταιρίες της αγοράς. Τα κριτήρια εισόδου εταιρίας στον δείκτη αυτόν είναι η υψηλή κεφαλαιοποίηση, το μέγεθος εμπορευσιμότητας των μετοχών και η διασπορά τους.

Για την ακρίβεια ο FTSE είναι δείκτης, ο οποίος δημιουργήθηκε από την εταιρία FTSE International Limited σε συνεργασία με το ΧΑΑ. Η λειτουργία του ξεκινάει από τις 24 Σεπτεμβρίου του 1997.

Η σύνθεσή του βασίζεται στον παρακάτω τύπο:

$$d \frac{\sum_{i=1}^n (p_i \cdot s_i \cdot f_i)}{d}$$

Όπου

- $n$  Πλήθος Μετοχών του Δείκτη
- $p_i$  Η τελευταία Τιμή Συναλλαγής της Μετοχής που συμμετέχει στη σύνθεση του Δείκτη
- $s_i$  Ο Συνολικός Αριθμός Μετοχών
- $f_i$  Ο Συντελεστής Ευρείας Διασποράς
- $d$  Η Χρηματιστηριακή Αξία Έτους Βάσης (Divisor)



Χρηματιστηριακός Δείκτης FTSE/ASE 20 περιόδου 2001-2008- Πηγή Ναυτεμπορική

### 2.2.6 Δείκτης FTSE/ASE 40

Όπως ο δείκτης FTSE/ASE 20, έτσι και ο FTSE/ASE 40 αντιπροσωπεύει αντίστοιχα τις 40 πρώτες εταιρίες μεσαίας κεφαλαιοποίησης του ΧΑΑ. Τα κριτήρια εισόδου εταιριών στον δείκτη αυτόν, είναι και εδώ η κεφαλαιοποίηση, η εμπορευσιμότητα της μετοχής αλλά και η διασπορά. Για τον υπολογισμό του εφαρμόζεται ο παραπάνω τύπος, αφού αυτό που αλλάζει είναι τα μεγέθη και όχι οι παράμετροι.

### 2.2.7 Δείκτης FTSE/ASE 80

Σε αυτόν τον δείκτη περιλαμβάνονται οι πρώτες 80 εταιρίες χαμηλής κεφαλαιοποίησης του ΧΑΑ. Ισχύουν και για τον FTSE/ASE 80 τα ίδια κριτήρια, όπως και για τους παραπάνω FTSE/ASE, με μόνη την διαφορά του μεγέθους κεφαλαιοποίησης.

### 2.2.8 ΚΛΑΔΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ

Κλαδικοί Δείκτες δημιουργούνται για τους Κλάδους, που υπάρχουν στο Χ.Α. σύμφωνα με τους Βασικούς Κανόνες Διαχείρισης και Λειτουργίας του Προσδιορισμού των Κλάδων οι οποίοι λένε ότι:

- Η Συνολική Μέση Χρηματιστηριακή Αξία (ΣΜΧΑ) του Κλάδου είναι μεγαλύτερη ή ίση ( $\geq$ ) από το 1% της ΣΜΧΑ της Αγοράς Μετοχών του Χ.Α.

- έχουν τουλάχιστον πέντε (5) εισηγμένες εταιρίες και

- Στις περιπτώσεις που η ΣΜΧΑ του κλάδου είναι μεγαλύτερη ή ίση ( $\geq$ ) από το 3% της ΣΜΧΑ της Αγοράς Μετοχών του Χ.Α., η Επιτροπή Δεικτών έχει το δικαίωμα να αποφασίσει τη δημιουργία Κλαδικού Δείκτη με τουλάχιστον τρεις (3) εισηγμένες εταιρίες. Ο αριθμός πέντε (5) ή τρία (3) προαπαιτείται για τις Βασικές Εταιρίες του Κλαδικού Δείκτη. Οι κλάδοι των οποίων την πορεία θα παρακολουθήσουμε, είναι ο Τραπεζικός, ο Κατασκευαστικός και ο κλάδος των Τροφίμων.

#### 2.2.8.1 ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΣ ΚΛΑΔΟΣ

Οι τράπεζες, που απαρτίζουν τον κλάδο είναι οι ακόλουθες:

ALPHA BANK

ATTICA BANK A.T.E.

CYPRUS POPULAR BANK

EUROBANK EFG

PROTON ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.

ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

ΕΛΛΑΔΟΣ ΤΡΑΠΕΖΑ

ΚΥΠΡΟΥ ΤΡΑΠΕΖΑ

ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΤΡΑΠΕΖΑ

T BANK

ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ

#### 2.2.8.2 ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΟΣ ΚΛΑΔΟΣ



Οι εταιρίες, που απαρτίζουν τον κατασκευαστικό κλάδο είναι οι ακόλουθες:

INTRAKAT

J. & P. - ΑΒΑΞ

ΑΕΓΕΚ

ΑΘΗΝΑ

ΑΤΤΙ ΚΑΤ

ΒΙΟΤΕΡ

ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ

ΔΙΕΚΑΤ

ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ

ΕΔΡΑΣΗ - ΨΑΛΛΙΔΑΣ Χ.

ΕΚΤΕΡ

ΕΛΛΑΚΤΩΡ

ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ - ΛΑΠΠΑΣ

ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ ΑΦΟΙ

ΜΗΧΑΝΙΚΗ

ΜΟΧΛΟΣ

ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ

#### 2.2.8.3 ΚΛΑΔΟΣ ΤΡΟΦΙΜΩΝ

Οι εταιρίες που απαρτίζουν τον κλάδο τροφίμων είναι οι ακόλουθες:

ELBISCO ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

NUTRIART

ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ

ΕΛ. ΒΙΟΜ. ΖΑΧΑΡΗΣ



χρηματιστηριακός δείκτης κλάδου τροφίμων περιόδου 2002-2011-πηγή ATHEX GROUP

ΕΛΓΕΚΑ

ΚΑΝΑΚΗΣ Σ.

ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ

ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ

ΚΕΠΕΝΟΥ ΜΥΛΟΙ

ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ

ΚΡΙ - ΚΡΙ

ΛΟΥΛΗ ΜΥΛΟΙ

ΝΙΚΑΣ

ΠΕΡΣΕΥΣ

ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ ΚΥΛ/ΜΥΛΟΙ

ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ Ε. ΥΙΟΙ

## 2.2.9 ΑΝΑΘΕΩΡΗΣΗ ΔΕΙΚΤΩΝ - ΣΥΝΘΕΣΗΣ

Τακτικές Συναντήσεις της Επιτροπής Δεικτών Τιμών

Η Επιτροπή Δεικτών Τιμών συνεδριάζει κάθε εξάμηνο για να εξετάσει όλες τις δυνητικές αλλαγές ,που αφορούν είτε στην σύνθεση των Δεικτών Τιμών του Χ.Α., είτε τον προσδιορισμό των Κλαδικών Δεικτών, ή και ακόμα την σύνταξη εισηγήσεων για αλλαγή των Βασικών Κανόνων προς το ΔΣ του Χ.Α.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>**

### **3. Πολιτικές Εκλογές και Χρηματιστήριο την περίοδο**

**1990-2015**

#### **3.1 Πολιτικές εκλογές και Χρηματιστήριο**

Το Χρηματιστήριο Αθηνών παίζει σημαντικό ρόλο στην οικονομική ανάπτυξη της Ελλάδας, κυρίως προς το τέλος του 20ου αιώνα .Κάποια γεγονότα σημάδεψαν το Χρηματιστήριο , όπως η ένταξη της Ελλάδας στην Νομισματική και Οικονομική Ενοποίηση (ΟΝΕ) και φυσικά το Χρηματιστηριακό κραχ του 1999, το οποίο άλλαξε άρδην τις ζωές των Ελλήνων , καθώς ήταν μία μαύρη σελίδα στην ιστορία της οικονομίας της χώρας.

Την Τρίτη 21 Σεπτεμβρίου 1999, ο γενικός δείκτης έφτασε στις 6484,38 μονάδες κάνοντας ένα ιστορικό ρεκόρ . Στις 24 Οκτωβρίου 2008, ο δείκτης αυτός άρχισε να πέφτει σταδιακά φτάνοντας τις 712,63 μονάδες στο κλείσιμο της 18<sup>ης</sup> Νοεμβρίου 2011 .Ιστορικά ,το Χρηματιστήριο εμφάνισε εντυπωσιακή ημερήσια άνοδο συγκεκριμένα +14,37% ,σε επίπεδο , βέβαια , κάτω των 1000 μονάδων στις 28 Αυγούστου του 2011 .

Οι εθνικές εκλογές αποτελούν αναμενόμενα μία περίοδο αναμονής για το χρηματιστήριο. Το εκλογικό αποτέλεσμα είναι αλληλένδετο με τις χρηματιστηριακές εξελίξεις.Το ελληνικό Χρηματιστήριο ,έχοντας μια συμπάθεια-τάση προς τις φιλελεύθερες κυβερνήσεις, ξεκίνησε δύο σημαντικές ανοδικές πορείες τόσο μετά τις εκλογές του 2004, όσο και πιο πρόσφατα με τις εκλογές του Ιουνίου του 2012. Αν κρίνουμε από τα ιστορικά γεγονότα , εύκολα διαπιστώνει κάποιος ότι ,η καλύτερη περίοδος σε απόδοση για το ελληνικό χρηματιστήριο υπήρξε το 1985-1987. Ήταν η διετία προσαρμογής του ΠΑΣΟΚ , όταν με υπουργό εθνικής οικονομίας τον Κ. Σημίτη προέβη σε υποτίμηση της δραχμής και ξεκίνησε την εξυγίανση του τραπεζικού μας συστήματος.

Αντίθετα ,η ανασφάλεια και η αβεβαιότητα είναι τα εξέχοντα αισθήματα στα χρηματιστήρια και τα οδηγούν ,όπως ήταν αναμενόμενο , σε σημαντικές απώλειες. Το πρόσφατο παράδειγμα της κυβέρνησης ΣΥΡΙΖΑ-ΑΝΕΛ αλλά και η χρηματιστηριακή συμπεριφορά κατά την περίοδο 1981-1985 (την πρώτη τετραετία του ΠΑΣΟΚ δηλαδή) αποτελούν την καλύτερη απόδειξη.



Πορεία Γενικού Δείκτη την περίοδο 1/4/2011-30/4/2018-

Πηγή Ναυτεμπορική

(<http://www.naftemporiki.gr/finance/technicalAnalysis?id=ete.ath&mode=5#> )

Συμπέρασμα : Παρατηρούμε μία συνεχή πτώση του ΧΑΑ ,που δυστυχώς συνεχίζεται μέχρι και σήμερα, καθώς το πολιτικό κλίμα είναι ακόμα ασταθές και αβέβαιο.

Συνήθως ,οι νεοφιλελεύθερες κυβερνήσεις είναι πιο φιλικές προς τις αγορές και την ελεύθερη οικονομία σε σχέση με τις σοσιαλιστικές κυβερνήσεις , που απαιτούν περίοδο προσαρμογής.Η εκλογή μιας κυβέρνησης με ισχυρή κοινοβουλευτική πλειοψηφία και προοπτική τουλάχιστον 2-3 ετών θα μειώσει σημαντικά τον κίνδυνο της χώρας και θα αποτελέσει σημαντικό καταλύτη ανόδου για το ελληνικό χρηματιστήριο. Η κυβερνητική σταθερότητα έχει καταλυτική θέση για την προσέλκυση ξένων επενδύσεων και την τόσο απαραίτητη ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών.

### 3.2 Η φούσκα του 1999

Τον Ιούνιο του 1999 και έχοντας προ των πυλών τις εκλογές , επικρατεί ένα ωραιοποιημένο κλίμα περί μετοχών που έχουν (ξαφνικά ) αξία και μία διάχυτη προτροπή επενδύσεων προς τους Έλληνες συναλλασσομένους .Ήταν 17 Σεπτέμβρη 1999, όταν ο δείκτης της Σοφοκλέους είχε απογειωθεί πλέον στις 6.500 περίπου μονάδες .Μετά από τρία χρόνια , τον Σεπτέμβρη του 2002 και ενώ πια όλοι γνώριζαν πως επρόκειτο περί φούσκας ,ο δείκτης είχε πέσει κάτω από τις 2.000 μονάδες, όπως είχε πει χαρακτηριστικά ο Νίκος Μπογιόπουλος σε άρθρο του 19 Δεκεμβρίου του 2013 (πηγή : <http://www.enikos.gr/mpogiopoulos/200602/to-rififi-ton-aionon-itan->

Μέσα σε μια τριετία, λοιπόν, η συνολική απώλεια της κεφαλαιοποίησης της Σοφοκλέους είχε ήδη αγίξει το ποσό των 136 δις. ευρώ (46,3 τρισ. δραχμές)! Με άλλα λόγια, τόση ήταν η διαφορά μεταξύ της συνολικής αξίας των εισηγμένων μετοχών το Σεπτέμβρη του 1999 και της αντίστοιχης αξίας τους τρία χρόνια αργότερα.

Με πιο απλά λόγια, έγινε ένα καλοστημένο «ριφιφι» με συνολικά πάνω από 140 δις.Ευρώ να μεταφέρονται στα χέρια του χρηματιστηριακού τζόγου. Φυσικά, το κόστος αυτό το επομίστηκε ο ελληνικός λαός ,που έβλεπε τις περιουσίες και τους κόπους τόσων χρόνων να χάνονται εν ριπή οφθαλμού .

Η τραγική ειρωνεία μέσα σε αυτό το επιχρυσωμένο χάπι είναι ότι ,αυτή η εγκληματική –όπως πολλοί την χαρακτήρισαν – ενέργεια υπήρξε και σε αφίσα μάλιστα προεκλογική . Το συγκεκριμένο γεγονός ήταν αποτέλεσμα πολλαπλής εξαπάτησης των πολιτών αφενός σαν αποταμιευτές , και αφετέρου σαν ψηφοφόροι .

Παρακάτω , σας παραθέτουμε κάποιες φράσεις ,που μας εντυπώθηκαν από την συνέντευξη Τύπου του κυρίου Σημίτη το 1999 :

- 1) «Σήμερα ένα εκατομμύριο επενδυτές ξέρουν ότι οι μετοχές έχουν αξία»
- 2) (προεκλογική αφίσα του ΠΑΣΟΚ, ευρωεκλογές, Ιούνιος 1999)  
«Ο τζίρος του Χρηματιστηρίου θα είναι υψηλός και θα αποδώσει αυτά τα οποία έχουμε σχεδιάσει» (Κ.Σημίτης, 5/9/99, συνέντευξη Τύπου στη ΔΕΘ).
- 3) «Το Χρηματιστήριο είναι ένας θεσμός σημαντικός για την πρόοδο της οικονομίας, είναι ένας θεσμός, ο οποίος εξυπηρετεί την οικονομία»(Κ.Σημίτης, 5/9/99, συνέντευξη Τύπου στη ΔΕΘ).



Επίσης , κάτι που ενόχλησε ιδιαίτερα τον ελληνικό λαό είναι ότι, τους υποσχέθηκε το συγκεκριμένο κόμμα ότι όλη αυτή η κατάσταση στη Σοφοκλέους θα ομαλοποιηθεί μέσα σε ένα - δυο 24ωρα (Κ.Σημίτης, Οκτώβριος '99, συνεδρίαση του ΕΓ του ΠΑΣΟΚ). Αυτή η επιτακτική ανάγκη για επενδύσεις και οι πιέσεις που δέχτηκε ο ελληνικός λαός με πρόφαση το κέρδος - που ποτέ δεν ήρθε - ήταν τελικά τα γεγονότα που επηρέασαν την πορεία του Χρηματιστηρίου .

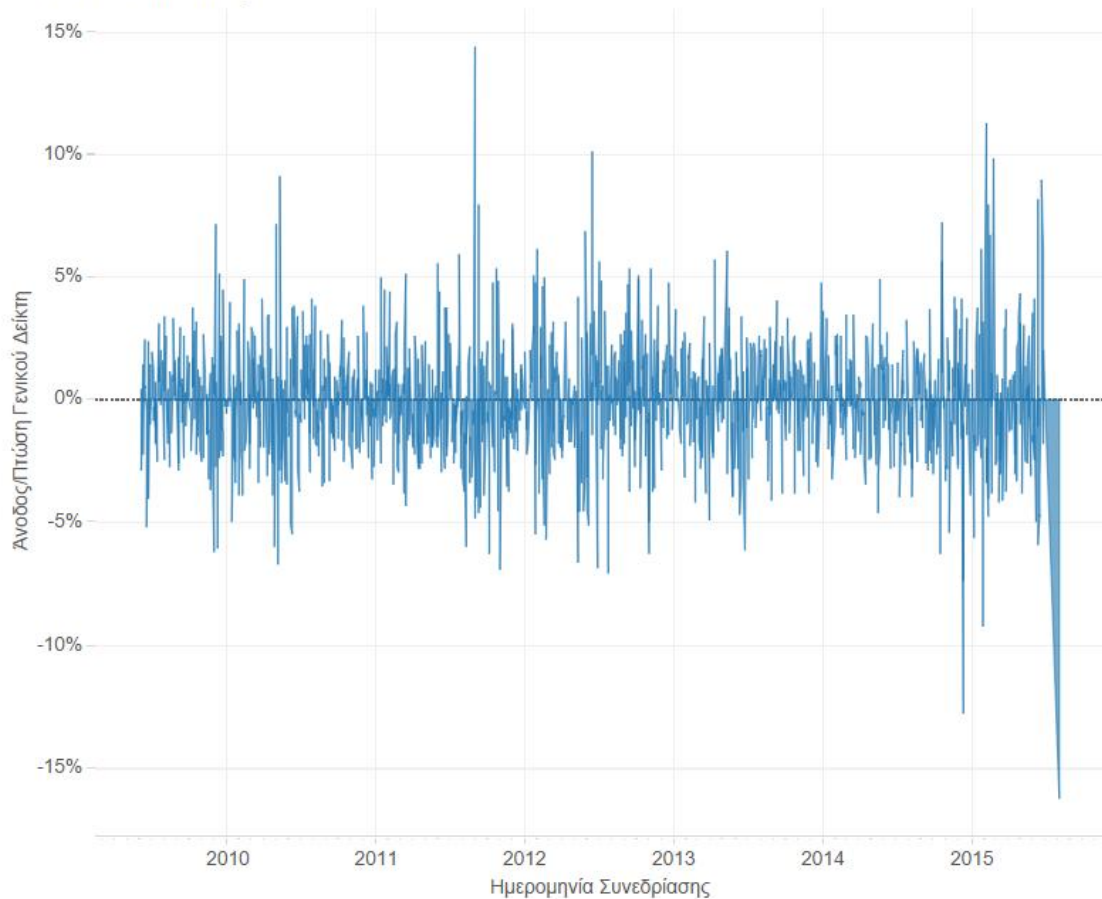
Δυστυχώς , οι υποσχέσεις για σύντομη λήξη των δυσάρεστων αυτών γεγονότων ήταν η αιτία και το ΠΑΣΟΚ επανεκλέγεται. Προφανώς, πιστέψαμε ότι η κυβέρνηση αυτή θα φέρει τελικά αποκατάσταση συνθηκών ηρεμίας στο Χρηματιστήριο και θα αποτελέσει εγγύηση για την ομαλή πορεία της οικονομίας , κάτι που πραγματικά χρειαζόμασταν σαν λαός τη δεδομένη στιγμή . Όλα τα παραπάνω είναι μερικές από τις πολιτικές δηλώσεις , που επηρέασαν την πορεία του Χρηματιστηρίου .

### 3.3 Τα χρηματιστηριακά «κραχ» των τελευταίων έξι ετών.

#### Κρίση και Χρηματιστήριο Αθηνών 2009 - 2015

(πηγή δεδομένων: ΕΧΑΕ, Τύπος / ανάλυση-οπτικοποίηση: Δημήτριος Πόγκας)

##### Άνοδοι και πτώσεις



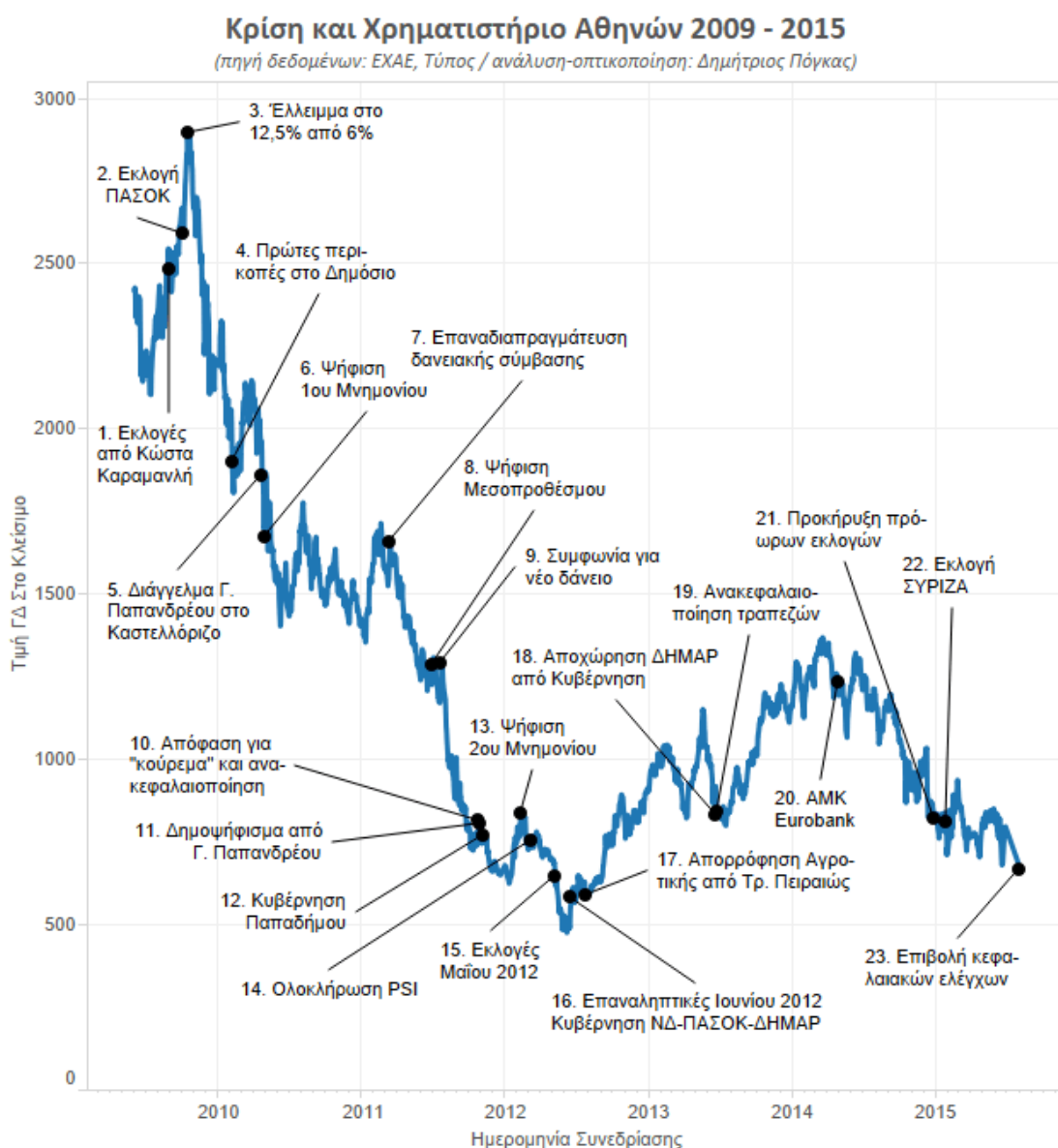
Η πορεία του ΓΔ τα τελευταία 6 χρόνια

Πηγή : FORTUNEGREECE.COM

**Συμπέρασμα :** Ποσοστιαία διαφορά μεταξύ τιμών κλεισίματος Γενικού Δείκτη από ημέρα σε ημέρα. Οι θετικές τιμές δείχνουν άνοδο και οι αρνητικές πτώση. Όσο πιο μεγάλο το μήκος της γραφικής αναπαράστασης τόσο μεγαλύτερη η άνοδος ή η πτώση.

Ο Δημήτρης Πόγκας, Δημοσιογράφος είπε χαρακτηριστικά «Αν οριοθετήσουμε ως απαρχές του χρονικού της εκδήλωσης της ελληνικής οικονομικής κρίσης την προκήρυξη πρόωρων εκλογών από την κυβέρνηση Κώστα Καραμανλή στις 2 Σεπτεμβρίου του 2009, τότε βλέπουμε πως στη διάρκεια αυτής της εξαετίας, η αξία του ελληνικού χρηματιστηρίου έχει πέσει από τις 2.477,98 μονάδες (2 Σεπτεμβρίου 2009) στις 668,06 (3 Αυγούστου 2015). Πρόκειται για μία πτώση σωρευτικά της τάξης του 73,04%»

Στο παρακάτω γράφημα ,βλέπουμε την πορεία του Γενικού Δείκτη Τιμών από τον Ιούνιο του 2009 μέχρι και την Δευτέρα 3 Αυγούστου 2015, την επίσημα πρώτη μέρα λειτουργίας του ΧΑ, μετά τα capital controls. Πάνω στο γράφημα ,έχουν τοποθετηθεί ορισμένες σημαντικές ημέρες-σταθμοί στην πορεία της ελληνικής κρίσης χρέους και των προγραμμάτων δανεισμού της ελληνικής οικονομίας από ΕΕ, ΕΚΤ και ΔΝΤ.





## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>

### 4. Η Παραδοσιακή Χρηματοοικονομική Θεωρία

#### 4.1 Εισαγωγή

Η παραδοσιακή χρηματοοικονομική έχει ως στόχο την περιγραφή και την κατανόηση της συμπεριφοράς των χρηματοοικονομικών αγορών, χρησιμοποιώντας υποδείγματα που στηρίζονται σε ορθολογικά άτομα ( rational ). Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι ,τα άτομα προσαρμόζουν κατάλληλα τις πεποιθήσεις τους ,όταν λαμβάνουν νέες πληροφορίες και επιπλέον,λαμβάνουν αποφάσεις με σκοπό να μεγιστοποιήσουν την αναμενόμενη χρησιμότητά τους .

Η Θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς είναι μία θεμελιώδης οικονομική θεωρία ,που θεωρεί ότι οι χρηματαγορές είναι πάντα ενημερωμένες, δηλαδή, οι ισχύουσες τιμές των χρεογράφων απεικονίζουν κάθε πληροφορία με αποτελεσματικό τρόπο και αλλάζουν συνεχώς, έτσι ώστε κάθε νέα πληροφορία να μπορεί να ενσωματωθεί . Γι' αυτό θεωρούμε ,ότι δεν είναι δυνατόν να νικήσει κάποιος την αγορά αξιοποιώντας οποιαδήποτε πληροφορία αφού αυτή, σύμφωνα με τη θεωρία παραπάνω, έχει ήδη προεξοφληθεί και ενσωματωθεί στην τιμή του χρεογράφου (προηγείται η ενημέρωση των αγορών σε σχέση με την ενημέρωση των επενδυτών ).

Αυτές είναι και οι βασικές υποθέσεις για τη Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς (Efficient Market Theory) ,πάνω στην οποία βασίζεται το οικοδόμημα της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής.Δεν θα μπορούσαμε να παραβλέψουμε το γεγονός ότι ,πολλοί ερευνητές έχουν ευθέως αμφισβητήσει τις υποθέσεις για την ορθολογιστική ικανότητα των επενδυτών σε συνδυασμό με την αποτελεσματικότητα των αγορών. Παρόλα αυτά , κρίνεται αναγκαία η μελέτη για τον τρόπο λειτουργίας και την κατανόηση εντέλει των χρηματοοικονομικών αγορών . Δεν θα μπορούσαμε να βγάλουμε ασφαλή συμπεράσματα για τις επενδυτικές αποφάσεις αλλά και για τη διατύπωση χρηματοοικονομικών υποδειγμάτων ,που δείχνουν όσο πιο ακριβέστερα την επενδυτική συμπεριφορά , χωρίς την παραπάνω θεωρία .

#### 4.2 Ο ορθολογικός επενδυτής

Σύμφωνα με την παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία ο ορθολογικός επενδυτής (rational investor) καλείται να πάρει κάποιες επενδυτικές αποφάσεις, αξιολογώντας σε κάθε περίπτωση τον κίνδυνο της επένδυσης και φυσικά την αναμενόμενη απόδοση , που θα μεγιστοποιήσει το κέρδος του.Θεωρούμε συνεπώς ότι ο επενδυτής έχει ορθολογικές προτιμήσεις ,λαμβάνοντας υπ' όψιν δύο βασικές υποθέσεις:

I.είναι σε θέση αφενός, να αξιολογήσει και να εκτιμήσει όλες τις δυνατές εναλλακτικές και αφετέρου, να πάρει θέση στο αν έχει κάποια προτίμηση ή αν του είναι αδιάφορες αυτές οι επιλογές, και

II.ισχύει η αρχή της μεταβατικότητας, δηλαδή όταν προτιμά το A σε σχέση με B και το B σε σχέση με το Γ, τότε θα προτιμά και το A σε σχέση με το Γ.

Οι ορθολογικές αποφάσεις είναι αντανάκλαση των προσδοκιών που έχουν οι επενδυτές. Σύμφωνα με την υπόθεση των ορθολογικών προσδοκιών στις χρηματοοικονομικές αγορές, οι προβλέψεις των επενδυτών στην αγορά για τη μελλοντική αξία των αξιογράφων ( και έστω ότι είναι πλήρως ενημερωμένες οι αγορές και οι επενδυτές ) δεν είναι συχνά λανθασμένες και μάλιστα τα λάθη, που έχουν παρατηρηθεί, θα μπορούσαν να θεωρηθούν τυχαία. Τα περισσότερα υποδείγματα αποτίμησης αξιογράφων βασίζονται στην ύπαρξη ορθολογικών προσδοκιών, ως προς το πρόσωπο των αγορών και βασιζόμαστε στο γεγονός, ότι οι επενδυτές δεν είναι απλά ορθολογικοί, αλλά και ότι οι πεποιθήσεις τους είναι σωστές/συνεπείς (consistent beliefs).

Αυτό σημαίνει ότι, οι επενδυτές αξιολογούν ορθά όλες τις νέες διαθέσιμες πληροφορίες και έχουν όλη την απαραίτητη ενημέρωση για τον ακριβή προσδιορισμό των κατανομών των υπό εξέταση μεταβλητών. Σύμφωνα με τον Fischer Black (1986), τα άτομα πραγματοποιούν συναλλαγές βασιζόμενα σε θόρυβο (noise) σαν αυτός να ήταν πραγματική πληροφόρηση, ενώ τονίζει ότι είναι λάθος να περιμένουν κέρδη όταν πραγματοποιούν το λεγόμενο "noise trading". Σύμφωνα με τον Black (1986), ο θόρυβος υπάρχει, όταν οι συναλλαγές βασίζονται σε πληροφορίες, που δεν έχουν σχέση με την αποτίμηση του αντίστοιχου αξιογράφου, αλλά αποτελούν προσωπική εκτίμηση, όχι στηριζόμενη απαραίτητα σε κάποια πραγματικά δεδομένα.

Σύμφωνα με τους Shleifer και Summers (1990), στην αγορά διακρίνονται δύο τύποι επενδυτών:

i) οι "smart money", δηλαδή επενδυτές, που έχουν πλήρως ορθολογικές προσδοκίες με πλήρη ενημέρωση για τις αποδόσεις των αξιογράφων, χωρίς να δείχνουν σημάδια απόκλισης, ενώ στο άλλο άκρο βρίσκονται

ii) οι "noise traders", οι απόψεις και οι συναλλαγές των οποίων στηρίζονται κυρίως σε συστηματικές προκαταλήψεις και όχι πραγματικά δεδομένα. Δεδομένου ότι, οι noise traders βασίζονται σε ατελή πληροφόρηση για τις συναλλαγές τους, θα προκαλούν αναμενόμενα αποκλίσεις στις τιμές των αξιογράφων από τις θεωρητικά ορθές τιμές τους.

Από την άλλη μεριά, οι "Smart money" έχουν το καταλυτικό ρόλο της σταθεροποίησης της αγοράς, έτσι ώστε να μην παραβιάζεται η αποτελεσματική λειτουργία της. Ασφαλώς, πέρα από το γεγονός ότι οι συναλλαγές, που βασίζονται στο θόρυβο επιτρέπουν την ύπαρξη κερδοσκοπικών συναλλαγών και έρχονται σε αντίθεση με την αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς, πρέπει να αναφερθεί ότι παρέχουν ρευστότητα, πράγμα απαραίτητο στην αγορά. Εάν δεν υπήρχαν οι noise traders, οι ορθολογικοί επενδυτές δε θα είχαν αντισυμβαλλόμενους για τις συναλλαγές τους, θα

ήταν μονόπλευρη διαδρομή και θα κατέληγε σε αδιέξοδο . Οι επενδυτές κάνουν συναλλαγές με σκοπό το κέρδος ,επειδή έχουν διαφορετικές εκτιμήσεις για το μέλλον μιας επιχείρησης και ο καθένας αξιολογεί, όπως κρίνει ο ίδιος, ότι θα έχει μεγιστοποίηση χρησιμότητας. Οι εκτιμήσεις αυτές , βέβαια , προκύπτουν από το γεγονός ,ότι ο καθένας ερμηνεύει διαφορετικά τις διαθέσιμες πληροφορίες και τις αξιοποιεί κατά το δοκούν , όμως σε πολλές περιπτώσεις ερμηνεύονται καθαρά υποκειμενικά. Εάν όλοι οι επενδυτές είχαν στη διάθεση τους όλες και τις ίδιες πληροφορίες δε θα υπήρχε συναλλαγή,καθώς θα υπήρχε μια γενική ομοφωνία για την αποτίμηση των αξιογράφων.

#### 4.3 Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς

Η κεφαλαιαγορά παίζει σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη και την εύρυθμη λειτουργία της οικονομίας. Το να λειτουργεί αποτελεσματικά σημαίνει ύπαρξη ροής πλεονασμάτων,δηλαδή η μεταφορά από αυτούς που συγκεντρώνουν ,σε εκείνους που χρησιμοποιούν και διοχέτευση των πλεονασμάτων αυτών στις πιο αποδοτικές επενδυτικές ευκαιρίες. Ο βαθμός στον οποίο εκπληρώνεται αυτός ο σκοπός, εξαρτάται από την αποτελεσματική λειτουργία των αξιογράφων. Τα αξιόγραφα χρησιμοποιούνται για τη μεταφορά των πλεονασμάτων στους επενδυτές.

Ο βασικός ρόλος της κεφαλαιαγοράς είναι να καταναίμει αποτελεσματικά τους πόρους της οικονομίας .Το ιδανικό σενάριο θα ήταν η ύπαρξη μιας αγοράς ,στην οποία οι τιμές θα έδιναν ακριβή σήματα για την κατανομή των πόρων.Αυτό σημαίνει ότι έχουμε μια αγορά, στην οποία οι εταιρίες θα λαμβάνουν αποφάσεις παραγωγής-επένδυσης και οι επενδυτές θα επιλέγουν μεταξύ των αξιογράφων .Ανά πάσα χρονική στιγμή, οι τιμές απεικονίζουν πλήρως όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες.

Η αποτελεσματικότητα της αγοράς στηρίζεται στις εξής υποθέσεις:

1. Ύπαρξη μεγάλου αριθμού αναλυτών, επενδυτών και χρηματιστών που συμμετέχουν στην αγορά και αναλύουν τις διαθέσιμες πληροφορίες.
2. Προσπάθεια μεγιστοποίησης της συνολικής χρησιμότητας των συμμετεχόντων στην αγορά (utility maximizing agents). Ύπαρξη ορθολογικών προσδοκιών (rational expectations) και προσπάθεια αναπροσαρμογής κατά τη λήψη νέας πληροφόρησης .
3. Εξασφάλιση ότι ένας συναλλασσόμενος ,ή μια μικρή ομάδα επενδυτών δεν μπορεί να επηρεάζει την τιμή της μετοχής.
4. Ελεύθερη διάθεση και διακίνηση της πληροφορίας σε όλους τους αντισυμβαλλόμενους της αγοράς ταυτόχρονα και χωρίς κόστος.
5. Γρήγορη και ακριβής αντίδραση των επενδυτών σε νέες πληροφορίες.
6. Μη ύπαρξη συστηματικών λαθών στις εκτιμήσεις των ορθολογικών επενδυτών.

7. Λόγω του ορθολογικού arbitrage (ταυτόχρονη συναλλαγή αγοράς και πώλησης , με σκοπό το κέρδος ,που προκύπτει από την διαφορά των τιμών ) , οι τιμές ισορροπίας δεν επηρεάζονται από λάθος εκτιμήσεις.

Το πιο βασικό θεμέλιο της θεωρίας της αποτελεσματικής αγοράς είναι ότι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί. Όπως αναφέρεται παραπάνω, οι ορθολογικοί επενδυτές μεγιστοποιούν τη συνολική τους χρησιμότητα και έχουν υπ όψιν τους όλη την διαθέσιμη πληροφόρηση. Έτσι ,κατόπιν επεξεργασίας της κάθε νέας πληροφορίας και κάνοντας την ανάλογη εκτίμηση του κινδύνου της αγοράς,εξασφαλίζεται η τιμή ισορροπίας και οι επενδύσεις αποτιμούνται με ορθολογικό τρόπο. (Σπύρου, 2009)

Παρά την αποδοχή της θεωρίας της αποτελεσματικής αγοράς, η πλειονότητα των επενδυτών δεν μπορεί να εξηγήσει τις παράλογες κινήσεις μετοχών και δεικτών. Οι λεγόμενοι πολέμιοι της αποτελεσματικής αγοράς αναφέρουν παραδείγματα στην ιστορία, όπου δημιουργούνται χωρίς εξήγηση, πτώσεις και άνοδοι τιμών, που η ορθολογική συμπεριφορά δεν μπορεί να ερμηνεύσει.

Οι λεγόμενες «φούσκες» τιμών, ως ιστορικά παραδείγματα μη ορθολογικής συμπεριφοράς εμφανίζονται αρκετές φορές στην ιστορία των αγορών χρημάτων και κεφαλαίου: Από την μανία της τουλίπας την Ολλανδία τον 16ο αιώνα, στη πιο πρόσφατη φούσκα του Οκτώβρη του 1929 στο Χρηματιστήριο των ΗΠΑ, το 2000 με τις εταιρείες υψηλής τεχνολογίας. Είναι ιδιαίτερα δύσκολο να εξηγηθεί ,πως γεννήθηκαν οι πτώσεις αυτές όπως και οι αντίστοιχες άνοδοι. Μπορεί κάποιος να δώσει εξήγηση που να βασίζεται στην ανθρώπινη συμπεριφορά και την ψυχολογία της μάζας (αγελαία συμπεριφορά).

Η παραδοσιακή χρηματοοικονομική απαρτίζεται από βασικές αρχές,για το πώς πρέπει να φέρονται οι επενδυτές ,και όχι στο πως φέρονται στην πραγματικότητα. Οι συμπεριφορές αυτές είναι μη-ορθολογικές και το πόσο συχνά παρατηρούνται αυτές οι συμπεριφορές στις αγορές γεννά αναμενόμενα αμφιβολίες ,για το πόσον οι αγορές μπορούν να είναι αποτελεσματικές στο κομμάτι της πληροφόρησης. Χαρακτηριστικό παράδειγμα μη ορθολογικής αποτίμησης μετοχών είναι η πτώση των τιμών στο Χρηματιστήριο Αθηνών ,την περίοδο 1998-2003.

Παρακάτω παρουσιάζεται το διάγραμμα τιμών του Γενικού δείκτη την αναφερόμενη περίοδο.



Γενικός Δείκτης Περίοδου 01/01/1998-31/03/2003

#### 4.4 Οι σημαντικότερες αποκλίσεις από τη Θεωρία Αποτελεσματικής Αγοράς

Παρά τη σπουδαιότητα της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών, μελέτες σε διεθνή χρηματιστήρια έχουν δείξει ότι κάποιες συμπεριφορές έχουν την τάση να επαναλαμβάνονται πράγμα ,που έρχεται σε αντίθεση με την θεωρία της ύπαρξης αποτελεσματικών αγορών.Χαρακτηριστικό παράδειγμα τέτοιας συμπεριφοράς είναι και η καθυστερημένη αντίδραση των χρηματιστηριακών τιμών στις ανακοινώσεις κερδών από τις εταιρείες .

Οι πρώτοι που παρατήρησαν αυτήν τη συμπεριφορά ήταν οι Ball και Brown (1968) εντοπίζοντας το γεγονός ότι οι υψηλές αποδόσεις των εταιρειών που ανακοίνωσαν θετικά νέα σχετικά με τα κέρδη τους διατηρούνται για το χρονικό διάστημα που ακολουθεί την ανακοίνωση.Επίσης,για τις αποδόσεις των εταιρειών με αρνητικά νέα σχετικά με τα κέρδη τους ισχύει ότι οι χαμηλές αποδόσεις διατηρούνται για το χρονικό διάστημα που ακολουθεί την ανακοίνωση.

Διαπίστωσαν , επίσης, ότι η πλειοψηφία της αύξησης των μη φυσιολογικών αποδόσεων ,ήταν πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης, γεγονός που υποδήλωνε ότι οι αναλυτές έχουν αρκετά ακριβείς προβλέψεις , για το αν οι επιχειρήσεις θα ξεπεράσουν τις αποδόσεις τους ή θα έχουν χαμηλότερη , από την αναμενόμενη.Το παραπάνω γεγονός , μας αναγκάζει να υποθέσουμε , ότι υπάρχει «διαρροή» πληροφοριών .

Σύμφωνα με τους Barberis, Shleifer και Vishny (1998) η υποαντίδραση των συμμετεχόντων στην αγορά στις ανακοινώσεις των κερδών, σχετίζεται με το συντηρητισμό των επενδυτών.

Ο συντηρητισμός είναι δείγμα διστακτικότητας των επενδυτών να ανανεώσουν τις πεποιθήσεις τους, καθώς λαμβάνουν νέες πληροφορίες και ίσως δεν ξέρουν πως να τις διαχειριστούν. Οι επενδυτές, που παρουσιάζουν συντηρητισμό τείνουν να επικεντρώνονται στις υπάρχουσες εκτιμήσεις τους για τα κέρδη χωρίς να αξιολογήσουν –φιλτράρουν τη νέα πληροφορία που λαμβάνουν.

Σύμφωνα με μια εναλλακτική ερμηνεία, οι επενδυτές υποαντιδρούν στις νέες πληροφορίες, όταν υπερεκτιμούν την ακρίβεια των ιδιωτικών τους σημάτων και πληροφοριών και ιδιαίτερα όταν οι νέες πληροφορίες είναι διαφορετικές με τις ιδιωτικές. Ασφαλώς, το να επεξεργαστούν την νέα πληροφορία με σκοπό την ορθή και άμεση προσαρμογή των τιμών προϋποθέτει ότι, οι επενδυτές έχουν την απαραίτητη τεχνογνωσία, για να προσαρμόσουν κατάλληλα τις χρηματιστηριακές τιμές. Άσχετα με το ποια ερμηνεία υιοθετούμε, η υποαντίδραση των χρηματιστηριακών τιμών στις ανακοινώσεις των κερδών, έρχεται σε αντίθεση με τη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς.

Ακόμη ένα γνωστό παράδοξο, είναι το λεγόμενο αποτέλεσμα των μικρών εταιρειών, σύμφωνα με το οποίο, οι μετοχές εταιρειών με μικρή κεφαλαιοποίηση σημειώνουν υψηλότερες αποδόσεις, σε σχέση με τις μετοχές εταιρειών μεγάλης κεφαλαιοποίησης ακόμη και όταν συνυπολογίζεται ο κίνδυνος της αγοράς.

Επιπρόσθετα, παρατηρείται ακόμα μια παραβίαση της υπόθεσης των αποτελεσματικών αγορών, που αφορά αποδόσεις μετοχών σε σχέση με τα αποτελέσματα προηγούμενης περιόδου. Όταν οι αποδόσεις των μετοχών συσχετίζονται θετικά με τις παρελθούσες αποδόσεις, τότε παρουσιάζεται η ανωμαλία του φαινομένου της στιγμιαίας επένδυσης (μάλλον ενστικτωδώς προβαίνουν σε επενδύσεις, γιατί κανένα άλλο δεδομένο δε τους δίνει το έναυσμα για επένδυση), ενώ όταν οι αποδόσεις είναι αρνητικές με τις παλιότερες αποδόσεις παρουσιάζεται το φαινόμενο της αντιστροφής ( ψυχολογικοί παράγοντες φαίνεται να επηρεάζουν τους επενδυτές ).

Ασφαλώς τα αποτελέσματα της στιγμιαίας επένδυσης υπάρχουν βραχυπρόθεσμα (μέχρι 1 έτος), ενώ μακροπρόθεσμα παρατηρείται αντιστροφή και οι μετοχές με υπερβάλλουσες αποδόσεις τα προηγούμενα 5 χρόνια, τελικά καταλήγουν με χαμηλότερες αποδόσεις συγκριτικά με τις μετοχές, που είχαν χαμηλότερες αποδόσεις τα τελευταία 5 έτη. Εάν η αγορά ήταν αποτελεσματική, οι επενδυτές δε θα μπορούσαν να επιτύχουν υπερβάλλουσες αποδόσεις σε σχέση με την αγορά βασιζόμενοι στις ιστορικές αποδόσεις των αξιογράφων.

#### 4.5 Εμπειρικές μελέτες της ύπαρξης μη αποτελεσματικών αγορών

##### 4.5.1 Ημερολογιακές Ανωμαλίες

Παρακάτω συνοψίζονται κάποιες από τις πιο βασικές ημερολογιακές ανωμαλίες, οι οποίες χρησιμοποιούνται ως όπλο των πολέμων της υπόθεσης της αποτελεσματικής αγοράς:

#### 4.5.1.1 Το Φαινόμενο του Σαββατοκύριακου (Weekend Effect)

Υπάρχουν ερευνητές όπως οι French (1980), Gibbon και Hess (1981), Lakonishok και Levi (1982), οι οποίοι ύστερα από μελέτες έχουν καταλήξει ότι οι αποδόσεις των μετοχών είναι κατά μέσο όρο θετικές την Παρασκευή και αρνητικές την Δευτέρα. Άλλη μελέτη των Donald B. Keim και Robert F. Stambaugh (1984), η οποία αφορά μεγάλη εξεταζόμενη χρονική περίοδο (από 1928) και περισσότερες μετοχές για τον δείκτη S&P, δείχνει πράγματι ότι υπάρχει αρνητική απόδοση για την Δευτέρα και θετική για την Παρασκευή.

Όσο αφορά μελέτη που πραγματοποιήθηκε για το ελληνικό Χρηματιστήριο από τους Αλεξάκη και Ξανθάκη (1995), βρέθηκε στατιστικά, ότι σημαντικές απώλειες της Δευτέρας ελαχιστοποιούνται όσο προχωράει η εβδομάδα και φτάνει προς το τέλος της, και καταλήγουν σε υψηλά κέρδη την Παρασκευή χρησιμοποιώντας ένα EGARCH-M(1,1) μοντέλο για τις αποδόσεις του γενικού δείκτη Αθήνας με ψευδομεταβλητές για τις ημέρες της εβδομάδας, για το μέσο και την διακύμανση τους. Η μέση απόδοση σε μια αποτελεσματική αγορά, θα πρέπει να είναι η ίδια για το σύνολο των ημερών της εβδομάδας. Συνεπώς υπάρχει μια ημερολογιακή ανωμαλία.

Κάποιοι έχουν ερμηνεύσει αυτό το φαινόμενο στο γεγονός, ότι οι άσχημες ειδήσεις συνήθως ανακοινώνονται το Σαββατοκύριακο, έτσι ώστε το επενδυτικό κοινό να τις αφομοιώσει όσο γίνεται πιο ομαλά.

#### 4.5.1.2. Το Φαινόμενο του Ιανουαρίου (January effect)

Το φαινόμενο του Ιανουαρίου, ως προς τις αποδόσεις των μετοχών έγινε αντικείμενο έρευνας από τον Keim και τον Roll (1983). Αυτό το φαινόμενο χαρακτηρίζεται από υψηλά κεφαλαιακά κέρδη την τελευταία ημέρα συναλλαγών του Δεκεμβρίου και κατά την διάρκεια των πρώτων εβδομάδων του ερχόμενου Ιανουαρίου. Παρατηρήθηκε μάλιστα ότι, οι υψηλότερες αποδόσεις εμφανίζονται στις εταιρείες μικρής κεφαλαιοποίησης.

Σύμφωνα με τον Ziemba (1991) σε κάποιες χώρες και κυρίως στις ΗΠΑ, η απόδοση τον Ιανουάριο και κυρίως των δύο πρώτων εβδομάδων τείνει να είναι υψηλότερη σε σχέση με τους άλλους μήνες του χρόνου. Αυτό εξηγείται από ερευνητές για

φορολογικούς λόγους. Οι επενδυτές και κυρίως οι επιχειρήσεις που διαχειρίζονται μετοχές ως στοιχείο του ενεργητικού τους, πουλάνε μετοχές τον Δεκέμβριο για να δημιουργήσουν κεφαλαιακές ζημιές, οι οποίες θα αφαιρεθούν από τα κεφαλαιακά κέρδη και έτσι μειώνουν τη φορολογική τους υποχρέωση. Τον Ιανουάριο οι ίδιες επιχειρήσεις αγοράζουν ξανά τις ίδιες θέσεις οδηγώντας τις τιμές προς τα επάνω. Στο σημείο αυτό είναι σκόπιμο να αναφερθεί ότι, το φαινόμενο αυτό ερμηνεύεται και από ψυχολογικούς παράγοντες. Με το νέο έτος οι επενδυτές πιστεύουν ότι μπορούν να κάνουν μια νέα αρχή, τόσο αυτοί που ήδη κερδίζουν όσο και αυτοί που ήδη χάνουν. Ως αποτέλεσμα οι επενδυτικές θέσεις τον Ιανουάριο αυξάνονται και οι τιμές των μετοχών ανεβαίνουν.

Το φαινόμενο του Ιανουαρίου ,μπορεί να προέρχεται και από τη συμπεριφορά των διαχειριστών των μεγάλων θεσμικών χαρτοφυλακίων, Lakonishok & Levi .Αυτό λόγω της ετήσιας έκθεσης αποτίμησης και ελέγχου από τους ιδιοκτήτες των χαρτοφυλακίων, οδηγεί τους μεγάλους διαχειριστές να αναδιαρθρώνουν τα χαρτοφυλάκιά τους.

Συνεπώς, πωλούν τον Δεκέμβρη μικρές και επικίνδυνες μετοχές τις οποίες επαναγοράζουν τον Ιανουάριο με σκοπό να τις «εξαφανίσουν» από την προηγούμενη ετήσια έκθεση τους.

#### 4.5.1.3. Το Φαινόμενο Της Αλλαγής Του Μήνα (The Turn Of The Month Effect)

Το φαινόμενο της αλλαγής του μήνα ,έχει να κάνει με τα υψηλά κέρδη που καταγράφονται, κατά το πρώτο πενθήμερο κάθε μήνα (Ariel 1987). Στις μετοχές παρατηρούνται μεγάλες αποδόσεις, κατά την τελευταία ημέρα συναλλαγών του μήνα καθώς και τις τέσσερις πρώτες ημέρες του επόμενου μήνα (Ziemba,1991).

Μια εξήγηση που δίνεται ως προς αυτό το φαινόμενο είναι ότι, οι επενδυτές αναβάλλουν τις αποφάσεις τους και τις επαναπροσδιορίζουν μέχρι να γίνει η έναρξη νέων χρονικών περιόδων. Δηλαδή ,αποφασίζουν για την αγορά μετοχών επι της ουσίας την αρχή κάθε μήνα.

Αυτό μας παραπέμπει στην ανθρώπινη συμπεριφορά , η οποία απαιτεί ως επί το πλείστον σε κάθε νέα αρχή να είμαστε αισιόδοξοι και θεωρεί ότι όλα θα γίνουν, όπως τα έχει σχεδιάσει. Η συμπεριφορά ,όμως, αυτή δεν συνάδει με την συμπεριφορά ενός ορθολογικού επενδυτή.

Αξιοσημείωτο είναι βέβαια το γεγονός ότι, η έρευνα του φαινομένου της αλλαγής του μήνα συμβαίνει και σε άλλες χώρες εκτός των ΗΠΑ βάσει της μελέτης του Ariel.



#### 4.5.1.4. Το Φαινόμενο των Διακοπών (The Pre-holiday Effect)

Με βάση αυτό το φαινόμενο, τα χρηματιστηριακά κέρδη είναι υψηλότερα πριν από κάποιες μεγάλες γιορτές ή διακοπές, όπως είναι τα Χριστούγεννα ή το Πάσχα. Ο Ariel (1990), βάσει της μελέτης του, μας αναφέρει, ότι τα κέρδη στην αγορά των ΗΠΑ, πριν από την περίοδο των διακοπών ήταν δεκαπλάσια σε σχέση με τις άλλες ημέρες.

Ο Ziemba (1991) παρατήρησε μερικές σημαντικές διαφοροποιήσεις τιμών πριν από διακοπές στις ιαπωνικές αγορές, ο Wong (1990) παρατήρησε στατιστικά υψηλότερη απόδοση στον κινεζικό μήνα, που προηγείται της αργίας της κινεζικής Πρωτοχρονιάς για τη Μαλαισία τη Σιγκαπούρη και το Χόνγκ Κόνγκ.

Ο Cadsby (1991) στην έρευνα του για το φαινόμενο των διακοπών σε διεθνείς αγορές και στη συγκεκριμένα στον Καναδά, στην Ιαπωνία, το Ηνωμένο Βασίλειο, την Αυστραλία την Ελβετία και στην Γερμανία, παρατήρησε ότι, το φαινόμενο είναι έντονο και στατιστικά σημαντικό κυρίως στον Καναδά, στην Ιαπωνία (Χόνγκ Κόνγκ) και στην Αυστραλία.

Όλες αυτές οι χώρες εμφανίζουν το φαινόμενο, πριν από κάθε τοπική εορτή. Αυτό ενισχύει το συμπέρασμα ότι τέτοιες ανωμαλίες δεν δημιουργούνται μόνο στην Αμερική.

Δεν υπάρχει κάποια λογική εξήγηση του φαινομένου βάσει των παραδοσιακών μοντέλων και εκτιμάται ότι, η αιτία του είναι καθαρά ψυχολογική (Αλεξάκης, Ξανθάκης 2008).

#### 4.5.1.5. Μη ημερολογιακές ανωμαλίες

Παρακάτω παρουσιάζονται τρεις από τις πιο βασικές μη ημερολογιακές ανωμαλίες, που λειτουργούν ενάντια της υπόθεσης περί αποτελεσματικής αγοράς:

#### 4.5.1.6. Το Φαινόμενο Του Μεγέθους (Size Effect)

Για το χρονικό διάστημα 1936-1975, ο ερευνητής Banz (1981) και ο Reinganum (1983) σε μελέτη τους έδειξαν ότι υπάρχουν μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης εισηγμένες στην Νέα Υόρκη, οι οποίες παρουσιάζουν κατά μέσο όρο υψηλότερη απόδοση από τις μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης.

Αυτό συμβαίνει κυρίως κατά το μήνα Ιανουάριο. Ως συμπέρασμα προκύπτει ότι ,αν ένας επενδυτής κατέχει μετοχές στο χαρτοφυλάκιό του από μικρές επιχειρήσεις, έχει περισσότερες πιθανότητες κέρδους σε σχέση με κάποιον άλλο επενδυτή που διακρατεί μετοχές μεγάλου μεγέθους.

Αυτό μπορεί να δικαιολογηθεί από το γεγονός ότι οι επενδυτές, υπολογίζοντας τον υψηλότερο κίνδυνο που αναλαμβάνουν, αγοράζοντας μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης επιδιώκουν να κερδίσουν μεγαλύτερη απόδοση.

#### 4.5.1.7. Το Φαινόμενο του δείκτη τιμής προς κέρδη ανά μετοχή P/E

Πολλές ακαδημαϊκές μελέτες κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι ,χαρτοφυλάκια που αποτελούνται από μετοχές με χαμηλό λόγο τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E), έχουν υψηλότερη μελλοντική απόδοση από μετοχές ,που αποτελούνται από υψηλό λόγο τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E).

Ο Basu το 1977 ,εξέτασε στοιχεία εισηγμένων μετοχών του Χρηματιστηρίου στη Νέα Υόρκη και βρήκε ότι χαρτοφυλάκια με χαμηλό δείκτη (P/E) έχουν κατά μέσο όρο αποδόσεις μεγαλύτερες από χαρτοφυλάκια με υψηλό δείκτη, ανεξάρτητα από τον επενδυτικό κίνδυνο.

Το φαινόμενο αυτό, αντιτίθεται στην αρχή της θεωρίας της αποτελεσματικότητας της αγοράς.

#### 4.5.1.8 Το Φαινόμενο της Αξίας (Value Effect)

Μελέτες έχουν δείξει ότι, μετοχές με υψηλό δείκτη λογιστικής αξίας προς τη χρηματιστηριακή αξία (book value/market value) έχουν μελλοντικές αποδόσεις υψηλότερες σε σχέση με μετοχές που έχουν χαμηλό δείκτη λογιστική προς χρηματιστηριακή αξία (book value/market value).

Ο Fama και ο French σε μελέτες τους και κυρίως το 1995 παρουσίασαν το υπόδειγμα 3 παραγόντων (Three Factor Model), ως εξέλιξη του CAPM. Το Three Factor Model

βασίζεται στο κλασικό CAPM ως εξέλιξή του, αναφέροντας ότι ,υπάρχουν τρεις παράγοντες που περιγράφουν μεγάλο μέρος της μεταβλητότητας των αποδόσεων.

Το υπόδειγμα των Fama και French ,περιγράφεται από την σχέση:

$$r = R_f + \beta_3 (K_m - R_f) + \beta_s \text{SMB} + \beta_u \text{HML} + \alpha \quad (1)$$

όπου

$K_m - R_f$ : Η απόδοση του αγοραίου χαρτοφυλακίου μείον της απόδοσης του αξιόγραφου μηδενικού κινδύνου.

SMB: Η απόδοση του χαρτοφυλακίου με τις μικρότερες σε κεφαλαιοποίηση μετοχές μείον την απόδοση του χαρτοφυλακίου με τις μεγαλύτερες σε κεφαλαιοποίηση μετοχές.

HML: Η απόδοση του χαρτοφυλακίου με τις μετοχές που έχουν υψηλότερο λόγο λογιστικής προς χρηματιστηριακής αξίας μείον την απόδοση του χαρτοφυλακίου με τις μετοχές με το χαμηλότερο λόγο λογιστικής προς χρηματιστηριακής αξίας

Το υπόδειγμα φαίνεται να κερδίζει έδαφος αλλά δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι δεν είναι θεωρητικό υπόδειγμα αλλά ένα «εμπειρικό» υπόδειγμα.

#### 4.5.1.9. Το Momentum Effect

Το φαινόμενο της ορμής εξετάστηκε από τον De Bondt και τον Thaler (1985) ,οι οποίοι εντόπισαν ότι ,οι τιμές των μετοχών που στο παρελθόν είχαν μικρές ή αρνητικές αποδόσεις για χρονικό διάστημα ,από τρία ως πέντε έτη στο μέλλον θα πετύχαιναν μεγαλύτερες αποδόσεις, σε σχέση με μετοχές που στο παρελθόν είχαν υψηλότερες αποδόσεις.

Με βάση αυτή την παρατήρηση υπάρχουν μεγάλες πιθανότητες για κάποιον που διακρατεί μετοχές να αποκομίσει υψηλά και υπέρ-κανονικά κέρδη λόγω ότι, οι μετοχές αυτές τα προηγούμενα έτη, είχαν μικρές αποδόσεις.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup>

### 5.1 Η Ψυχολογία Των Επενδυτών

Στο χρηματιστήριο σημαντικό ρόλο παίζει η ψυχολογία του επενδυτικού κοινού. Οι επενδυτές διαχωρίζονται σε:

α) Ιδιώτες επενδυτές:

Απαρτίζονται από τους μικρό-αποταμιευτές και τους επενδυτές με ισχυρά οικονομικά κεφάλαια,

β) Θεσμικοί επενδυτές:

Οι θεσμικοί επενδυτές αποτελούνται από τις εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων και τις εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου.

Είναι δύσκολο κάποιος να προβλέψει την πορεία των χρηματιστηριακών τιμών στο μέλλον, εξαιτίας του ότι πέρα από τα οικονομικά στοιχεία, οι τιμές των μετοχών επηρεάζονται και από την ψυχολογία των επενδυτών. Η ψυχολογία είναι σημαντικός παράγοντας και καθορίζει άμεσα, για βραχυχρόνιο χρονικό διάστημα τις τιμές των μετοχών. Συνεπώς η πρόβλεψη έχει περιορισμένη ισχύ.

Έχει αποδειχθεί ότι, όταν η τιμή της μετοχής αρχίζει να αυξάνει, ο επενδυτής αισθάνεται αισιόδοξος με την ελπίδα ότι τα κέρδη του θα είναι σίγουρα και ως πιο ενθουσιώδης, θα αγοράσει την μετοχή στην αρχή της ανόδου. Όσο η μετοχή ανεβαίνει, ο επενδυτής αισθάνεται ευφορία και αρχίζει να συμπεριφέρεται αλαζονικά θυμίζοντας στον εαυτό του πόσο έξυπνος είναι.

Όταν η μετοχή πλησιάζει στην κορύφωση της ανόδου, η απληστία του επενδυτή γίνεται ακόμα μεγαλύτερη. Το σημείο αυτό, αποτελεί και το μέγιστο κίνδυνο για τον μέσο επενδυτή.

Καθώς η μετοχή αρχίζει να πέφτει μετά την κορύφωση, η ψυχολογία του επενδυτή σταδιακά αλλάζει. Στην αρχή υπάρχει η ανησυχία, και έπειτα η άρνηση ότι αυτό που έκανε είναι λάθος και θεωρεί ότι σύντομα, η μετοχή θα επανακάμψει στα αρχικά υψηλά επίπεδα.

Διαφορετικά, εάν δεν γίνει αυτό, αλλάζει ο επενδυτικός του ορίζοντας και γίνεται περισσότερο μακροπρόθεσμος, σε σχέση με την προηγούμενη κατάσταση. Καθώς συνεχίζει όμως η πτώση της μετοχής, ο επενδυτής διακατέχεται από φόβο και πανικό με αποτέλεσμα να αρχίζει να αμφιβάλλει για την επενδυτική του επιλογή.

Ως συνέπεια, πουλάει την μετοχή θυμωμένος και απελπισμένος πολύ κοντά στα χαμηλότερα επίπεδα. Από την άλλη, εάν δεν πουλήσει και η μετοχή αρχίσει πάλι την ανοδική της πορεία, αισθάνεται πάλι μια μικρή ανακούφιση και αισιοδοξία ότι η μετοχή θα ανακάμψει πλήρως την χαμένη της πορεία.

## 5.2. Οι Τύποι Των Επενδυτών Στην Αγορά

Τα τελευταία χρόνια οι ψυχολόγοι έχουν καταλήξει ότι, οι επενδυτές διαχωρίζονται σε διάφορους τύπους. Κάθε επενδυτής είναι ξεχωριστός με διαφορετικά κίνητρα και αντιμετώπιση του ρίσκου.

Αυτά τα χαρακτηριστικά υποδηλώνουν κάποια υποκειμενικά χαρακτηριστικά και περιορισμούς στην ψυχολογία τους. Γίνεται ουσιαστικά ένα «ζύγισμα» μεταξύ του ρίσκου και της απόδοσης, που ο επενδυτής ενσωματώνει στις χρηματοοικονομικές επιλογές του. Οι ψυχολόγοι έχουν προσπαθήσει να διαχωρίσουν τους τύπους των επενδυτών ,ανάλογα με το πόσο διαθέσιμοι είναι να αναλάβουν επενδυτικό ρίσκο.

## 5.3 Το μοντέλο των δύο κατευθύνσεων (Two-Way Model) του Barnwell

Το μοντέλο των Δύο-Κατευθύνσεων (Two-Way Model) του Barnwell, το οποίο αναπτύχθηκε το 1987, εξηγεί ως απλοποιημένο μοντέλο, τον διαχωρισμό των επενδυτών σε παθητικούς και σε ενεργητικούς.

-Παθητικοί επενδυτές χαρακτηρίζονται τα άτομα που δημιουργούν τον πλούτο από την επαγγελματική καριέρα τους. Για αυτούς τους επενδυτές, η ασφάλεια είναι πιο σημαντική σε σχέση με το ρίσκο. Παράδειγμα επενδυτών αποτελούν άτομα που ανήκουν στο υπαλληλικό προσωπικό όπως, τα διευθυντικά στελέχη, οι δικηγόροι και λογιστές που δουλεύουν σε εταιρείες.Όταν κερδίζουν τον μηνιαίο μισθό τους, είναι πιο συντηρητικοί με τα χρήματά τους, έχοντας μεγαλύτερη ανάγκη για ασφάλεια.

Συνεπώς, είναι πιο ενσυνείδητοι όσο αφορά το ρίσκο και πιο παθητικοί. Το σημαντικότερο γι' αυτούς τους επενδυτές είναι να μην χάσουν μέρος από τα κεφάλαιά τους.

Οι παθητικοί επενδυτές αποτελούν καλούς πελάτες για τις επενδυτικές εταιρείες-χρηματοπιστηριακές και τους συμβούλους,καθώς αρέσκονται στο να εμπιστεύονται τις επενδυτικές συμβουλές των επαγγελματιών.Είναι κατά του ρίσκου και προσπαθούν να δημιουργούν διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια.Καθένας τους λοιπόν, με το μηνιαίο μισθό που κερδίζει, προσέχει περισσότερο όσο αφορά το ρίσκο. Οι παθητικοί επενδυτές έχουν την ανάγκη της αποδοχής από τους άλλους και δεν κάνουν το πρώτο βήμα σε άγνωστα για αυτούς επενδυτικά προϊόντα.

Συνεπώς έχουν την ανάγκη να επενδύουν, όπως επενδύουν και οι υπόλοιποι στην χρηματιστηριακή αγορά, ακολουθώντας με αυτό τον τρόπο την γενικότερη τάση.

-Ενεργητικοί επενδυτές σύμφωνα με τον Barnwell, είναι αυτοί που έχουν επιτύχει σημαντικό πλούτο ,κατά την διάρκεια της επενδυτικής τους ζωής. Παίρνουν πιο εύκολα ρίσκο, εξαιτίας του ότι, έχουν προηγούμενη εμπειρία και λόγω του ήδη υπάρχοντος πλούτου (κυρίως από χρηματιστηριακές συναλλαγές).

Αυτοί οι επενδυτές έχουν υψηλή ανοχή στο ρίσκο. Επιθυμούν να αισθάνονται ότι ελέγχουν τις επενδύσεις τους, βασιζόμενοι κυρίως στην τεχνική ανάλυση (ερασιτέχνες τεχνικοί αναλυτές). Οι ενεργητικού τύπου επενδυτές είναι συνήθως ελεύθεροι επαγγελματίες ή κάτοχοι μικρών επιχειρήσεων. Έχουν την πεποίθηση ότι, γνωρίζουν περισσότερα από τους επαγγελματίες που συμβουλεύουν, λόγω της εμπειρίας τους και της προσωπικής τους επιτυχίας. Τα άτομα αυτά αρέσκονται να επενδύουν αντιθετικά στο Χρηματιστήριο , δηλαδή να πράττουν συνήθως, το αντίθετο από αυτό, που επιβάλλει η επενδυτική μάζα.

#### 5.4 Το μοντέλο των πέντε κατευθύνσεων των Bailard, Biehl και Kaiser(1986)

Ένα από τα πιο εξελιγμένα μοντέλα που χρησιμοποιούνται για την κατάταξη και τον τύπο των επενδυτών, είναι η προσέγγιση των BB & K, η οποία τονίζει το επίπεδο εμπιστοσύνης των επενδυτών και την προτιμώμενη μέθοδο δράσης τους, δηλαδή ο τρόπος με τον οποίο ανταποκρίνονται.

Το επίπεδο εμπιστοσύνης αντανακλάται στις συναισθηματικές επιλογές που γίνονται με βάση το πόσο, ένας επενδυτής, μπορεί να ανησυχεί για μια συγκεκριμένη πορεία δράσης ή λήψης απόφασης. Οι επενδυτές μπορεί να κυμαίνονται συναισθηματικά από αυτοπεποίθηση σε ανησυχία και ο τρόπος δράσης τους να αντικατοπτρίζει το πόσο μεθοδικό ή όχι είναι, καθώς και τον τρόπο που αναλύουν και διαισθάνονται. Αυτό μπορεί να αλλάξει τον τύπο του επενδυτή από προσεκτικό σε ορμητικό.

Εντός αυτών των οριοθετήσεων, το μοντέλο ορίζει πέντε προσωπικότητες:

-Τυχοδιώκτες (adventurers) -είναι οι ισχυρογνώμονες επενδυτές, με αυτοπεποίθηση και στόχο την επίτευξη της μέγιστης απόδοσης, έτοιμοι να αναλάβουν αντίστοιχα ρίσκα και πιθανότητες.

-Διασημότητες (celebrities) - Πρέπει να είναι στην επικαιρότητα των πραγμάτων και δεν θέλουν να μένουν εκτός αγοράς, ελέγχοντας συνεχώς ,αν θα πρέπει να είναι μέσα στην τελευταία μόδα των επενδύσεων, χωρίς βέβαια να έχουν πραγματικά καμία ιδέα για το πώς βαδίζουν τα οικονομικά.

-Ατομικιστές (individualists) - Είναι άτομα με αυτοπεποίθηση που έχουν τις δικές τους αποφάσεις, είναι μεθοδικοί, προσεκτικοί, ισορροπημένοι και αναλυτικοί.

-Φύλακες (guardians) -Επενδυτές, συχνά παλιοί στον χρηματιστηριακό χώρο, οι οποίοι είναι επιφυλακτικοί, ενώ έχουν πρόθεση την διαφύλαξη του πλούτου τους, αποφεύγοντας την αστάθεια και τον ενθουσιασμό.

-Ευθεία Βέλη-ορθολογικοί (straight arrows) – Οι επενδυτές αυτοί δεν εμπίπτουν σε καμία από τις ακρότητες των ανωτέρω κατηγοριών, είναι πιο ισορροπημένοι στην επενδυτική τους προσέγγιση, πρόθυμοι να αναλάβουν μέτριο κίνδυνο.

Η έρευνα δείχνει ότι από τις ανωτέρω κατηγορίες επενδυτών, ο τύπος ορμητικός – διασημότητα είναι ο πιο επιρρεπής στο επενδυτικό πλήθος να ακολουθήσει μια «καυτή» επενδυτική συμβουλή (hot tip) και συμβάλλει περισσότερο στην κατασκευή μιας κερδοσκοπικής «φούσκας».

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6**

### **6. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική (Behavioral Finance)**

#### 6.1 Από τον ορθολογισμό στην ψυχολογία

Η μετάβαση από τη Παραδοσιακή Χρηματοοικονομική στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

Η πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση μας τόνισε την δυσκολία της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής να εξηγήσει την πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς και τη μη ορθολογική συμπεριφορά των συμμετεχόντων σε αυτήν.

Τα τελευταία σαράντα χρόνια , η χρηματοοικονομική έρευνα είχε σαν βάση της την κεντρική υπόθεση του ορθολογικού επενδυτή και της αποτελεσματικότητας της αγοράς, με τους οικονομολόγους να μην λαμβάνουν καθόλου υπόψιν τους τον παράγοντα της ψυχολογίας των επενδυτών στη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων.

Από την άλλη μεριά οι ψυχολόγοι από πολύ νωρίς έβλεπαν τα προβλήματα αυτών των υποθέσεων να έρχονται στην επιφάνεια. Η υπόθεση του ορθολογικού επενδυτή αποτελεί ένα από τα περισσότερο αμφιλεγόμενα θέματα στην ιστορία της Χρηματοοικονομικής. Οι επικριτές των αποτελεσματικών αγορών θεωρούν ότι ,οι επενδυτές είναι γενικά μη ορθολογικοί και το πιστεύουν ακράδαντα αυτό , καθώς παρουσιάζουν μια σειρά από προβλέψιμα και καταστροφικά σφάλματα (που υπό κανονικές συνθήκες θα έπρεπε απλά να αποφύγουν ), τα οποία αποδίδονται συνήθως σε ψυχολογικούς , και άρα, αστάθμιτους παράγοντες.

Τα βασικά συναισθήματα που φαίνεται να επηρεάζουν τις αποφάσεις των επενδυτών στην ανάληψη κινδύνου είναι ο φόβος και η ελπίδα. Όπως συνηθίζεται να αναφέρεται, η απληστία και ο φόβος είναι οι δυνάμεις που κινούν τα νήματα στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Πράγματι, υπό καθεστώς φόβου οι επενδυτές επικεντρώνονται στα αρνητικά γεγονότα/ενδεχόμενα. Όμως, οι επενδυτές αντιδρούν κυρίως υποκινούμενοι από την ελπίδα για τη θετική έκβαση των γεγονότων, και όχι τόσο από την απληστία.

Ο ορθολογικός επενδυτής (rational investor):

α) αξιολογεί άμεσα και με τη δέουσα προσοχή τη κάθε νέα πληροφόρηση ενσωματώνοντας τη στη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων, με στόχο την αποτροπή αποκλίσεων των τιμών από τις θεωρητικά ορθές,

β) δημιουργεί αποτελεσματικά χαρτοφυλάκια σε όρους απόδοσης κινδύνου, πράγμα που δείχνει πόσο προσεκτικός είναι σε μία πιθανή απώλεια και όταν έρχεται αντιμέτωπος με παρόμοιες επενδύσεις τις αξιολογεί αναλογιζόμενος την αναμενόμενη απόδοση (που θα τον οδηγήσει στο κέρδος) αλλά και την αποστροφή του στον κίνδυνο (γιατί δεν παύει να είναι ένα ρίσκο κάθε του κίνηση).

γ) είναι αισιόδοξος για την αντιμετώπιση της αβεβαιότητας.

Βέβαια, όλα τα παραπάνω είναι απλά μία θεωρία. Κατά πόσο όμως αυτό μπορεί να θεωρηθεί κανόνας, είναι δύσκολο να το πούμε καθώς εξιδανικεύουμε το άτομο. Στην πραγματικότητα, οι επενδυτές είχαν τον χαρακτηρισμό φυσιολογικοί (normal), πριν πάρουν τον τίτλο ορθολογικοί (1960). Ο τίτλος που, ισχύει μέχρι και σήμερα είναι «φυσιολογικός». Οι φυσιολογικοί επενδυτές δέχονται επιρροές από διάφορους παράγοντες, με πρωταγωνιστές τα γνωστικά σφάλματα και συναισθήματα, ενώ οι ορθολογικοί δεν συμμαρίζονται αυτές τις επιρροές.

Οι ορθολογικοί, πάντα σαν πρώτη επιλογή έχουν τον περισσότερο πλούτο από τον λιγότερο και δεν τους αφορά ο τρόπος απόκτησης, εάν αυτός προέρχεται από τις περιοδικές πληρωμές ή από την αύξηση του κεφαλαίου τους. Σκοπός απλός και ξεκάθαρος. Οι ορθολογικοί επενδυτές λοιπόν ενδιαφέρονται αποκλειστικά για την αναμενόμενη απόδοση σε συνδυασμό με τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου τους, ενώ οι φυσιολογικοί επενδυτές για πολύ περισσότερα από τη σχέση απόδοσης-κινδύνου. Θέλουν να ελπίζουν για πιθανά πλούτη και να εξαλείψουν το φόβο της φτώχειας και της μιζέριας, που είναι πια μια καθημερινότητα, να είναι επιτυχημένοι, να ξεφύγουν από τη βιοπάλη, να επιτυγχάνουν αποδόσεις υψηλότερες από αυτές της αγοράς, να αισθάνονται υπερήφανοι για τις επιλογές τους, να αποφεύγουν το δυσάρεστο συναίσθημα της μετάνοιας όταν έχουν απώλειες, να επενδύουν κοινωνικά υπεύθυνα ή πατριωτικά. Θέλουν οι αγορές να είναι δίκαιες αλλά να επιτρέπουν και σε αυτούς να επιτυγχάνουν υπεραποδόσεις και πολλά ακόμη.

Αξίζει να σημειωθεί, ότι οι επενδυτές και οι αγορές δεν έχουν πάντα τα προαπαιτούμενα χαρακτηριστικά και τις ιδιότητες που επιβάλλει η παραδοσιακή χρηματοοικονομική για την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς. Για παράδειγμα, οι επενδυτές φαίνονται να έχουν μία δυσκολία στο να επεξεργαστούν σωστά τις



πληροφορίες και να δώσουν λύση στα δύσκολα για αυτούς προβλήματα. Επίσης, η παρατηρητικότητα σε ορισμένες περιπτώσεις δε θα λέγαμε ότι είναι το δυνατό τους σημείο. Η ικανότητα να διαχειριστούν πολλά ανοιχτά μέτωπα ταυτόχρονα, και το να προσαρμόσουν ορθά και χρονικά σωστά τις πεποιθήσεις τους, γίνονται συχνά τροχοπέδι με αποτέλεσμα να παρεκκλίνουν από τον στόχο. Τέλος, έχει παρατηρηθεί ότι κάνουν επιλογές που δεν συνάδουν με το ορθολογικό πρότυπο.

Τα παραπάνω οδηγούν τους επενδυτές να εμπιστευτούν απλά κάποιους εμπειρικούς κανόνες που είναι πιο οικείοι σε αυτούς με σκοπό να ξεπεράσουν τους ανωτέρω περιορισμούς. Εύλογα, λοιπόν, συμπεραίνουμε ότι οι ευριστικοί κανόνες που ακολουθούν οι επενδυτές δεν έχουν καμία σχέση με την αναμενόμενη ορθολογική συμπεριφορά. Σε μία συνεργασία της γνωστικής ψυχολογίας με την συμπεριφορική νευροεπιστήμη, δόθηκε η ευκαιρία στους οικονομολόγους, να εξετάσουν τα όρια των ανθρώπινων γνωστικών ικανοτήτων και να προσδιορίσουν, κατά πόσο τα σφάλματα της συμπεριφοράς των επενδυτών, οδηγούν τελικά σε μη ορθολογικές αποφάσεις.

Φαίνεται, λοιπόν, ότι ο οικονομικός άνθρωπος εξελίσσεται σε Homo Sapiens. Η επιστημονική έρευνα έχει αναδείξει το γεγονός ότι τα άτομα δεν είναι απλά μερικές φορές μη ορθολογικά, αλλά προβλέψιμα μη ορθολογικά! Πρώτος ο Ηράκλειτος διατύπωσε ότι “Παρότι η λογική είναι κοινή, ο καθένας σκέφτεται και κρίνει με το δικό του μυαλό”.

Τα τελευταία χρόνια το ερώτημα που ταλανίζει τους ερευνητές είναι σε τί βαθμό επιδρά η ανθρώπινη ψυχολογία στη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων. Θεωρούμε σαν δεδομένο ότι η ψυχολογία έχει επίδραση στις χρηματοοικονομικές αποφάσεις όμως δε έχουμε ομοφωνία για το αν επηρεάζεται και η ίδια η αγορά στο σύνολο της, δεδομένου ότι οι ψυχολογικές επιδράσεις δεν είναι σύμφωνες με την παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία περί της αποτελεσματικής λειτουργίας των αγορών.

Παρόλα αυτά, εάν η ανθρώπινη ψυχολογία οδηγεί σε μη ορθολογική συμπεριφορά σε ατομικό επίπεδο, τίθενται σοβαρά ερωτήματα για την αποτελεσματική λειτουργία των χρηματοοικονομικών αγορών, και την ικανότητα της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής θεωρίας να περιγράψει, και να ερμηνεύσει τη λειτουργία τους. Η σημασία του ρόλου της ψυχολογίας στα οικονομικά ζητήματα είναι ένα θέμα που συναντάται από το 1759, όταν ο Adam Smith περιέγραψε τους τρόπους με τους οποίους ο άνθρωπος επηρεάζεται από την συμπεριφορά των άλλων. Το 1841 αναδείχθηκε ο ρόλος της ομαδικής συμπεριφοράς και της ψυχολογίας.

Επιπλέον, το 1936, γνωστός οικονομολόγος, είχε τονίσει την αλληλεπίδραση της ψυχολογίας σε σχέση με τη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων, λέγοντας χαρακτηριστικά ότι σε μια από τις μεγαλύτερες αγορές του κόσμου, όπως είναι αυτή της Νέας Υόρκης, η επίδραση της κερδοσκοπίας (με την έννοια της πρόβλεψης της ψυχολογίας της αγοράς) είναι τεράστια. Η ανθρώπινη φύση έχει μπει ξανά στο μικροσκόπιο αυτή τη φορά για οικονομικούς λόγους τη δεκαετία του 1970 και το έναυσμα δόθηκε από την κριτική, που ασκήθηκε στη θεωρία αναμενόμενης χρησιμότητας και στην ανάπτυξη της θεωρίας προοπτικής. Ο οικονομικός άνθρωπος έχει πλέον αποκτήσει προσωπικότητα μέσα από το έργο των σπουδαίων

οικονομολόγων, που ακολούθησαν και άλλοι σημαντικοί επιστήμονες), οι οποίοι θεμελίωσαν και ανέδειξαν τη χρησιμότητα της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.

## 6.2 Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική (Behavioral Finance) και η χρησιμότητά της

Η πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση ανέδειξε την αδυναμία της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής να ερμηνεύσει την πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς και τη μη-ορθολογική συμπεριφορά των συμμετεχόντων σε αυτήν. Παράλληλα, η επιστημονική έρευνα έχει αποφανθεί ότι, τα άτομα πολλές φορές είναι προβλέψιμα μη ορθολογικά, όσο παράδοξο και αν ακούγεται. Ο άνθρωπος δεν είναι γνώστης των πάντων και σίγουρα δεν διαθέτει την αλάθανστη αντίληψη. Οι επιπτώσεις για τη χρηματιστηριακή αγορά είναι προφανείς και η αποτίμηση των αξιογράφων με βάση την ψυχολογία των επενδυτών επιδιώκει να συλλάβει αυτήν την πραγματικότητα με τη βοήθεια της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.

Διάφοροι ορισμοί έχουν δοθεί σχετικά με τη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική και τα χαρακτηριστικά που την διέπουν, καθώς και για τους στόχους που επιδιώκει. Ο Lintner (1998) όρισε τη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, ως τη μελέτη του τρόπου με τον οποίο οι άνθρωποι εκλαμβάνουν τις πληροφορίες και λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις στηριζόμενοι στη νέα πληροφόρηση.

Ο Thaler (1993) ορίζει τη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική απλώς σαν μια “ανοιχτόμυαλη Χρηματοοικονομική” τονίζοντας ότι, για να δώσουμε έναν ορισμό και να εξηγήσουμε κάποιες (ανεξήγητες χρηματοοικονομικά) συμπεριφορές απαιτείται κάποιος από τους συμμετέχοντες στην αγορά να μην είναι πάντα πλήρως ορθολογικοί.

Σύμφωνα με τον Olsen (1998) η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική προσπαθεί να κατανοήσει και να προβλέψει τις συστηματικές επιπτώσεις των ψυχολογικών διαδικασιών στη λήψη χρηματοοικονομικών αποφάσεων.

Οι Barber και Odean (1999) τονίζουν ότι, η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική δεν ακολουθεί τόσο τις παραδοσιακές βάσεις της χρηματοοικονομικής, εξετάζοντας τις συστηματικές αποκλίσεις που παρατηρεί από τον ορθολογισμό.

Οι Belsky και Gilovich (1999) αποκαλούν τη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική με τον ευρύτερο όρο Συμπεριφορικά Οικονομικά και υποστηρίζουν ότι είναι ένας συγκερασμός των αρχών της ψυχολογίας και των οικονομικών για να εξηγήσει τον τρόπο και το λόγο για τον οποίο τα άτομα λαμβάνουν μη ορθολογικές αποφάσεις όταν επενδύουν, αποταμιεύουν, δανείζονται ή ξοδεύουν χρήματα.

Σύμφωνα με τον Hersh Shefrin (2000, 2001, 2010) η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική είναι η εφαρμογή της ψυχολογίας στη χρηματοοικονομική συμπεριφορά, ή εναλλακτικά, η μελέτη της ψυχολογίας στο βαθμό που επηρεάζει τη διαδικασία λήψης χρηματοοικονομικών αποφάσεων, και τις χρηματοοικονομικές αγορές στο σύνολό τους.

Σύμφωνα με τους Ricciardi και Simon (2000, 2005), ο κλάδος της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής ερευνά εκείνους τους ψυχολογικούς και κοινωνιολογικούς παράγοντες ,που επηρεάζουν άμεσα ή έμμεσα τη διαδικασία λήψης αποφάσεων, των μεμονωμένων επενδυτών και των θεσμικών .Για να το επιτύχει αυτό αξιοποιεί τα ευρήματα άλλων επιστημονικών κλάδων.

Από τα παραπάνω, μπορούμε να συμπεράνουμε την μοναδικότητα του συγκεκριμένου κλάδου ,που μπορεί και συνδυάζεται με πολύπλευρους τρόπους σκέψης και επιστημονικούς κλάδους, όπως είναι τα συμπεριφορικά οικονομικά, η κοινωνική ψυχολογία, και πολλοί άλλοι.

Οι Barberis και Thaler (2003) προσδιορίζοντας την κατεύθυνση της συμπεριφορικής έρευνας τονίζουν ότι γίνεται μια προσπάθεια να καταγραφεί ο τρόπος με τον οποίο λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις και κατ'επέκταση να μπορέσουμε να τον κατανοήσουμε , καθώς στο παρελθόν υπήρχε η λανθασμένη αντίληψη ότι μπορούν να διατυπωθούν υποδείγματα αποτίμησης χωρίς να γνωρίζουμε τίποτα για τη συμπεριφορά των συμμετεχόντων στην αγορά.

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική είναι ένας κλάδος νεοεισαχθέντας στην Χρηματοοικονομική που αναπτύσσεται τα τελευταία τριάντα χρόνια και μάλιστα δέχεται συχνά επιθέσεις και κριτική λόγω έλλειψης ενιαίου θεωρητικού πλαισίου.Πως να οριοθετηθείς όμως με ευδιάκριτα χαρακτηριστικά ένα κλάδο που συνεχώς εξελίσσεται και ενσωματώνεται σε τόσους άλλους ; Είναι εφικτό ;

Ο μόνος κοινός τόπος είναι ο παράγοντας της ψυχολογίας, που αναμφισβήτητα έχει καίριο ρόλο στη κατανόηση και λήψη αποφάσεων ,από όποια σκοπιά και αν το δούμε. Σύμφωνα με τον Statman (1999), η ψυχολογία δεν ήταν ποτέ εκτός χρηματοοικονομικής- και ας υπάρχουν ένθερμοι υποστηρικτές που λένε ότι ισχύει το αντίστροφο , ότι δηλαδή η χρηματοοικονομική εισήγαγε τη ψυχολογία ,καθώς κάθε εξεταζόμενη συμπεριφορά βασίζεται στην ψυχολογία.

Η χρηματοοικονομική παρόλο που θεωρείται κοινωνική επιστήμη , όσον αφορά το κομμάτι της επιστημονικής έρευνας σε σχέση με την εξέλιξη της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής δεν λάμβανε καθόλου (ή περιορισμένα ) υπόψιν την εξέταση της διαδικασίας λήψης αποφάσεων .Αυτή η ειδική μεταχείριση μας παραπέμπει είτε στο ότι φοβόντουσαν να το εξετάσουν λες και ήταν ένα «μαύτο κουτί» , είτε ότι δεν είχαν επαρκή τεχνογνωσία για αυτό .Στην πραγματικότητα, τα προβλήματα στη παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία προκύπτουν από την προσπάθειά της να περιγράψει τις βέλτιστες επενδυτικές επιλογές, αλλά και τις πραγματικές επενδυτικές επιλογές.

Αυτές οι επιλογές θα έπρεπε να μας παραπέμπουν σε ταυτόσημες έννοιες ( ποιος δεν θέλει να έχει τη βέλτιστη επενδυτική επιλογή ; ) όμως εντέλει είναι δύο διαφορετικές αποφάσεις . Παρόλα αυτά, τα υποδείγματα που έχουν αναπτυχθεί στα πλαίσια της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής, δεν θεωρούνται τα καλύτερα δυνατά περιγραφικά υποδείγματα της επενδυτικής συμπεριφοράς, μιας και τα άτομα δε συμπεριφέρονται πάντα σύμφωνα με την αναμενόμενη συμπεριφορά.

Η λύση που προτείνεται , είναι η διατήρηση της παραδοσιακής θεωρίας, αλλά και η ανάπτυξη υποδειγμάτων που απεικονίζουν την πραγματική συμπεριφορά των αγορών.

Σύμφωνα με τους υποστηρικτές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, οι επενδυτές δεν είναι πλήρως ορθολογικοί. Γι αυτόν το σκοπό προσπαθούν να εκμεταλλευτούν τα αποτελέσματα της έρευνας στην κοινωνική ψυχολογία για την καλύτερη δυνατή κατανόηση του τρόπου, με τον οποίο διαμορφώνονται οι προτιμήσεις και οι πεποιθήσεις των ατόμων για τις τιμές των αξιογράφων .

Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι, η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική ,έρχεται να καλύψει το κενό που υπάρχει μεταξύ θεωρίας και πράξης ,και σε καμία περίπτωση δεν απορρίπτει στο σύνολό της την παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία. Δεν γίνεται προσπάθεια ορισμού μιας ενιαίας “ορθολογικής συμπεριφοράς” για τους επενδυτές ή να χαρακτηρίσει τις επιλογές τους (λανθασμένες ή σωστές τη δεδομένη στιγμή για τον εκάστοτε επενδυτή ήταν η καλύτερη δυνατή επιλογή ), αλλά προσπαθεί να βοηθήσει στην κατανόηση και στην πρόβλεψη των επιπτώσεων των ψυχολογικών διαδικασιών λήψης αποφάσεων στις χρηματοοικονομικές αγορές.

Σύμφωνα με τον Shefrin (2007) η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική ,υποστηρίζει ότι βραχυπρόθεσμα οι αγορές δεν είναι αποτελεσματικές και ίσως μας οδηγήσει σε λανθασμένες αποτιμήσεις . Επιπλέον, υποστηρίζει ότι μακροπρόθεσμα, οι τιμές θα επιστρέψουν στις θεμελιώδεις αξίες τους,σαν ένας κύκλος που έκλεισε , όμως, αυτό μπορεί να χρειαστεί πολύ χρόνο. Συνεπώς, οι επενδυτές θα πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικοί όταν κάνουν εκτιμήσεις για τη μελλοντική πορεία των τιμών, καθώς η διόρθωσή τους μπορεί να καθυστερήσει με αποτέλεσμα βραχυπρόθεσμα να αυξάνεται ακόμη περισσότερο η απόκλιση μεταξύ θεωρητικά ορθής και πραγματικής τιμής των αξιογράφων.

Ένας από τους κυριότερους λόγους που στην αρχή της έρευνας στα οικονομικά δεν αναφερθήκαμε στη διατύπωση συμπεριφορικών υποδειγμάτων είναι γιατί το να διατυπωθούν και να γίνουν κατανοητά είναι σαφώς δυσκολότερο σε σχέση με τα παραδοσιακά υποδείγματα. Η διατύπωση υποδειγμάτων με περιοριστικές υποθέσεις σχετικά με την ορθολογιστική ικανότητα των επενδυτών και την παράλειψη των συναισθημάτων τους είναι αρκετά ευκολότερη από την υπόθεση στην οποία τα άτομα δεν είναι πλήρως ορθολογικά και συναισθηματικά ευάλωτα .Παρόλα αυτά, χρόνο με το χρόνο έχουμε ολοένα και παραπάνω στοιχεία με σημαντικά ευρήματα ερευνητών , δημιουργώντας τις κατάλληλες συνθήκες διατύπωσης περισσότερο σύνθετων συμπεριφορικών υποδειγμάτων που δε θα ήταν εφικτό να διατυπωθούν στο παρελθόν.

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική έχει στόχο τον εντοπισμό και την ερμηνεία των συναισθηματικών διαδικασιών που, επηρεάζουν την κριτική μας ικανότητα και μας ωθούν σε λήψη επενδυτικής απόφασης , με γνώμονα την ανθρώπινη φύση των επενδυτών . Είναι αποδεδειγμένο ότι, τα ευρήματα της έρευνας από τη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική αποτελούν χρήσιμα εργαλεία για τη βελτίωση των επενδυτικών επιλογών. Για την επίτευξη αυτού του στόχου, οι ερευνητές βασιζόμενοι πάντα στις αρχές της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής επιδιώκουν να δώσουν έναν ορισμό για την επενδυτική συμπεριφορά μέσω υποδειγμάτων που λαμβάνουν υπόψιν την

επίδραση τόσο των ψυχολογικών ,όσο και των κοινωνιολογικών παραγόντων στη διαμόρφωση των χρηματιστηριακών τιμών.

Μέσω αυτής της έρευνας μπορούμε να εξάγουμε χρήσιμα συμπεράσματα καθώς η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική:

- αναλύει τα συμπεριφορικά σφάλματα που επηρεάζουν τη διαδικασία λήψης αποφάσεων και εξηγεί το πως ας επηρεάζουν ,
- τονίζει τις αρνητικές επιπτώσεις αυτών των σφαλμάτων που έχουν αντίκτυπο στον πλούτο των νοικοκυριών και τέλος,
- δίνει τη δυνατότητα τους επενδυτές, αλλά και τους επαγγελματίες διαχειριστές χαρτοφυλακίων να αναγνωρίζουν μέσω της εκπαίδευσης και να αποφεύγουν αυτά τα σφάλματα με προτάσεις συγκεκριμένων στρατηγικών κατανόησης με σκοπό την ελαχιστοποίηση των αρνητικών επιπτώσεών.

Τα ευρήματα της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής μπορεί να φανούν επομένως, εξαιρετικά χρήσιμα τόσο για τους ιδιώτες επενδυτές όσο και για τους επαγγελματίες του χρηματοοικονομικού κλάδου. Για παράδειγμα, το να μπορέσει ένας επενδυτής , ένας χρηματοοικονομικός σύμβουλος ή κάποιος επαγγελματίας διαχειριστής χαρτοφυλακίου να κατανοήσει την επενδυτική του συμπεριφορά πριν προβεί σε λήψη κάποιας απόφασης (επενδυτικής ) είναι εξαιρετικά χρήσιμη τόσο για τους ίδιους αλλά και για το σύνολο της αγοράς και των σχετικων εποπτικών αρχών , ρόλος των οποίων είναι η σταθερή και εύρυθμη λειτουργία του συστήματος.

Σε λάθος δρόμο οδηγούνται οι επενδυτές , εξαιτίας :

A) της πολυπλοκότητας της λειτουργίας του παγκοσμιοποιημένου χρηματοοικονομικού συστήματος

B) του συνόλου των παραγόντων που με τον δικό τους τρόπο επηρεάζουν τις αγορές

Γ) αλλά και της ίδιας της ανθρώπινης φύσης,που από μόνη της αποτελεί τον πιο αστάθμιτο παράγοντα .

Αυτά τα αλληπάλληλα σφάλματα όμως δεν αφήνουν αλώβητους τους επενδυτές αφού εδώ μιλάμε για χρήμα και οι απώλειες είναι σίγουρα σημαντικές . Ασφαλώς, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική δεν μπορεί να προτείνει έγκυρους τρόπους, με τους οποίους θα μπορούσε κάποιος να εκμεταλλευτεί την αναποτελεσματικότητα της αγοράς και γιατί όχι να κερδοφορήσει , αλλά όμως μπορεί να βοηθήσει στον εντοπισμό σημαντικών αποκλίσεων και υπερβολών στην αγορά (π.χ. φούσκες – bubbles) που αποδίδονται, ως επί το πλείστον, στο συναίσθημα και σε συμπεριφορικά σφάλματα. Δεν είναι τυχαίο το γεγονός ότι, σημαντικοί επενδυτικοί οργανισμοί όπως η Dreman Value Management στη Νέα Υόρκη ,που ήταν

πρωτοπόρος στην υιοθέτηση της “αντίθετης” (contrarian) επενδυτικής στρατηγικής που βασίζεται στην ψυχολογία των επενδυτών, αλλά και νεότερες επενδυτικές εταιρείες προσφέρουν συμπεριφορικά προσανατολισμένες επενδυτικές υπηρεσίες.

Το δύσκολο έργο που καλούνται να αντιμετωπίσουν οι οικονομολόγοι είναι να μπορέσουν να αποτυπώσουν αυτήν την πραγματικότητα στα υποδείγματά τους, όσο πιο πιστά και ρεαλιστικά, για την καλύτερη κατανόηση της λειτουργίας και της πορείας των αγορών.

Οι επενδυτικοί στόχοι επενδυτών και επαγγελματιών διαχειριστών χαρτοφυλακίων μπορούν να επιτευχθούν με τα παρακάτω μέσα :

α) τη συστηματική καταγραφή και

β) την αντιμετώπιση των σφαλμάτων μέσα από τη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, σε συνδυασμό με

γ) μια πειθαρχημένη μακροχρόνια επενδυτική στρατηγική, έχουν επιτύχει την ελαχιστοποίηση των απώλειων και τη μεγιστοποίηση της χρησιμότητάς τους.

### 6.3 Μια σύντομη ανασκόπηση της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική έκανε αισθητή την παρουσία της τα τελευταία τριάντα χρόνια, μιας και αρκετές εμπειρικές έρευνες δημοσιεύονται σε σημαντικά επιστημονικά περιοδικά της χρηματοοικονομικής. Η απαρχή του εν λόγω κλάδου όμως κάνει την εμφάνισή της από τον 19<sup>ο</sup> αιώνα με τη συγγραφή πρωτότυπων βιβλίων. Η αρχή έγινε το 1841, με το έργο του MacKay “Extraordinary Popular Delusions and The Madness of Crowds”, αναδεικνύοντας το ρόλο της ομαδικής συμπεριφοράς στις αγορές μέσα από εικόνες γνωστών περιπτώσεων πανικού που υπάρχουν στην ιστορία. Στη συνέχεια, ο Gustave le Bon (1896) έγραψε ένα από τα σπουδαιότερα βιβλία κοινωνικής ψυχολογίας με τίτλο “The Crowd: A Study of the Popular Mind”, περιγράφοντας το ρόλο των όχλων (“crowds”) και της ομαδικής συμπεριφοράς, όπως αυτά μελετώνται στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, στην κοινωνική ψυχολογία, την κοινωνιολογία και την ιστορία.

Στις αρχές του 20<sup>ου</sup> αιώνα με το πρωτοποριακό έργο του Tarde (1902) παρουσιάζεται η χρησιμοποίηση ψυχολογικών παραγόντων για να εξηγήσει κάποια οικονομικά φαινόμενα. Ο εν λόγω άνθρωπος ανέπτυξε μια θεωρία για την κοινωνία που είχε τέλεια εφαρμογή και στην πολιτική οικονομία, καθώς υποστήριζε ότι η βάση όλων των τομέων της πολιτικής οικονομίας είναι η οικονομική ψυχολογία. Αρκετά χρόνια αργότερα, ο Selden (1912) έγραψε το βιβλίο “Psychology of the Stock Market” βασισμένος στο ότι η νοητική κατάσταση των συμμετεχόντων στις αγορές και οι μεταβολές των χρηματιστηριακών τιμών των μετοχών είναι άρρηκτα συνδεδεμένες

μεταξύ τους . Ήταν λοιπόν ο πρώτος που εφάρμοσε τις αρχές της ψυχολογίας άμεσα στη χρηματιστηριακή αγορά εξετάζοντας τόσο τους ψυχολογικούς , όσο τους συναισθηματικούς παράγοντες που επηρεάζουν τους συμμετέχοντες σε αυτήν.

Την ίδια περίοδο, ο Clark (1918) τόνισε το γεγονός ότι οι οικονομολόγοι δεν λαμβάνουν υπόψιν την ψυχολογία των ατόμων , όμως δεν γίνεται να παρεβλέψουν την ανθρώπινη φύση . Λίγα χρόνια αργότερα, ο Fisher (1930) έγραψε ένα βιβλίο σχετικά με την ψευδαίσθηση του χρήματος (money illusion) το “The Theory of Interest”, υποστηρίζοντας ότι τα ονομαστικά επιτόκια συστηματικά αποτυγχάνουν να προσαρμοστούν κατάλληλα για τα επίπεδα του πληθωρισμού και ερμήνευσε τη συμπεριφορά της αποταμίευσης σε σχέση με τον αυτοέλεγχο, τις προοπτικές και τις συνήθειες των ατόμων.

Την ίδια περίοδο ο Keynes (1936) σχολίαζε τα γνωστά ζώδια ένστικτα (animal spirits) στις αγορές. Παράλληλα, ο Markowitz (1952) υποστήριζε ότι τα άτομα εστιάζουν στα κέρδη και στις απώλειες σε σχέση με σημεία αναφοράς, εξηγώντας την μέθοδο αποτίμησης που παρατηρείται λόγω χάρη στις λοταρίες .

Στη συνέχεια ο George Katona (1960), υποστήριζε ότι οι περισσότεροι οικονομολόγοι δεν αξιοποιούν σωστά τα ψυχολογικά στοιχεία , είτε αγνοούν πλήρως την ύπαρξη τους ,στην οικονομική διαδικασία.

Σύμφωνα με τον Olsen (1998), μια από τις πρώτες προσπάθειες επιστημονικής έρευνας της ψυχολογικής με τη χρηματοοικονομική έρευνα έγινε από τον Burrell (1951) με το άρθρο “Possibility of an Experimental Approach to Investment Studies “ στο οποίο εξέφρασε την ανάγκη πραγματοποίησης εργαστηριακών πειραμάτων για τον έλεγχο των θεωριών.

Εξαιρετικά σημαντικό ήταν το έργο του Νομπελίστα Simon (1955, 1956, 1957), ο οποίος στο άρθρο του “A behavioral model of rational choice”, αμφισβήτησε την ορθολογιστική ικανότητα των ατόμων με την αιτιολογία ότι τα άτομα παρουσιάζουν γνωστικούς περιορισμούς και περιορισμένες υπολογιστικές ικανότητες, οπότε έχοντας ελλιπή εικόνα της πληροφόρησης πως μπορούν να θεωρηθούν ορθολογιστικά ικανοί .

Παράλληλα διατύπωσε την έννοια της δεσμευμένης ορθολογικότητας (bounded rationality), για να ερμηνεύσει τον τρόπο με τον οποίο τα άτομα δρώντας μη ορθολογικά δεν επιδιώκουν τη μεγιστοποίηση της χρησιμότητάς τους, αλλά επιζητούν την ικανοποίηση.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

### 7. ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΑΓΕΛΗΣ

#### 7.1 Η ψυχολογία των όχλων

Σύμφωνα με τον Le Bon (1895), στο βιβλίο του η ψυχολογία των όχλων “La psychologie des foules”, τα κύρια στοιχεία για το σχηματισμό ενός όχλου είναι η συνάθροιση των ατόμων και η σταθερότητα όσον αφορά την κατεύθυνση των ιδεών και του συναισθήματος. Με βάση τις κοινές ιδέες και τα συναισθήματα, το κάθε άτομο μεμονωμένα ως υποσύνολο του όχλου θα ενεργούσε και θα εκλάμβανε αποφάσεις διαφορετικά από ότι εάν συμπεριφέρονταν ατομικά.

Αυτή η συνένωση αποκτά χαρακτηριστικά καινούρια και εντελώς διαφορετικά από αυτά των ατόμων που την αποτελούν, καθώς τα συναισθήματα και οι ιδέες όλων προσανατολίζονται προς την ίδια κατεύθυνση και σχηματίζεται αυτό που ονομάζεται *συλλογική ψυχή*. Η τελευταία είναι υπεύθυνη για ό,τι ο καθένας αισθάνεται και σκέπτεται και δρα διαφορετικά από ό,τι εάν ήταν μόνος. Σύμφωνα με τον Tarde, η μίμηση παρέχει σε κάθε υποκείμενο την ικανοποίηση της επανάληψης κάποιου αρεστού πράγματος (λέξης, πράξης κ.λ.π.), ενώ ταυτόχρονα εξοικονομεί για τον καθένα κόπο και χρόνο από την προσπάθεια που απαιτείται για κάθε είδους καινοτομία σε οποιοδήποτε επίπεδο.

Χαρακτηριστικό του κοινωνικού ανθρώπου είναι να επαναλαμβάνει και να αντιγράφει κάποιον ή κάτι που του άρεσε ώστε σχεδόν να αποφεύγει να δημιουργήσει κάτι ο ίδιος. Επηρεάζεται συνεπώς από όποιον έχει την αξίωση να τον κατευθύνει και να τον διευθύνει και για το λόγο αυτό υπάρχει συσχέτιση της μίμησης με την υποβολή.

Παρακάτω παρουσιάζονται τα βασικά χαρακτηριστικά του όχλου:

##### 7.1.1. Παρορμητικότητα και αστάθεια

Το ασυνείδητο είναι αυτό που καθορίζει τη συμπεριφορά του όχλου. Συνεπώς υπάρχει αστάθεια ως προς τη συμπεριφορά του, που καθορίζεται από εξωγενείς παράγοντες, ενώ η παρορμητικότητα ισοπεδώνει την ατομική πρωτοβουλία.



### 7.1.2. Απλοποίηση των συναισθημάτων και υπερβολική αντίδραση.

Οι όχλοι διακατέχονται από υπερβολικά συναισθήματα και η απλοποίηση αυτών των συναισθημάτων τους κάνει να αντιδρούν με ακραίο τρόπο.

### 7.1.3. Εύκολη υποβολή και ευπιστία

Ένα και μόνο άτομο που πράττει λανθασμένα μπορεί εύκολα να επηρεάσει τα ομαδικά συναισθήματα (κυρίως αν το άτομο αυτό ηγείται της ομάδας) οδηγώντας έτσι τον όχλο, που εύκολα χειραγωγείται, στη συγκεκριμένη αρχικά λανθασμένη επιλογή.

### 7.1.4. Αυταρχικότητα και Συντηρητισμός

Μια από τις ιδιαιτερότητες του όχλου είναι η προσκόλλησή του σε πάγιες αντιλήψεις και ιδέες που δύσκολα μεταβάλλονται. Η ακαμψία αυτή κάνει τη συμπεριφορά του όχλου τόσο συντηρητική, που τυχόν νέες ιδέες και αντιλήψεις μπορεί να λειτουργήσουν ως απειλή στο ήδη υπάρχον καθεστώς σκέψης (status quo). Πολύ συχνά, η πλειοψηφία των επενδυτών φαίνεται να προτιμά την αγορά εκείνων των μετοχών οι οποίες παραδοσιακά έδιναν τις μεγαλύτερες αποδόσεις ανεξάρτητα από την κατάσταση που επικρατεί σε μια δεδομένη χρονική στιγμή, αδυνατώντας να απαλλαγούν από τις συντηρητικές τους αρχές.

### 7.1.5 Ηθική των όχλων

Ανεξάρτητα από την ατομική ηθική των μελών που απαρτίζουν τον όχλο, η συλλογική ηθική, ως χαρακτηριστικό τους, στηρίζεται στην συμβατικότητα. Αυτή μπορεί να βασίζεται σε ξεπερασμένα μοτίβα ηθικής. Έτσι ο όχλος που χαρακτηρίζεται από ακαμψία δυσκολεύεται να προσαρμοστεί σε νέες ηθικές. Η κοινή γνώμη και η συμπεριφορά του όχλου, ως σύνολο, επηρεάζεται εύκολα από τη δύναμη των λέξεων και των εικόνων, ενώ ο όχλος φαίνεται να αρέσκεται στο να εξαπατάται προτιμώντας τα ψέματα παρά τις αλήθειες, π.χ ένας μήνας προεκλογικής προπαγάνδας και ψευδών ειδήσεων μπορεί να μεταβάλλει την κοινή γνώμη και τη συμπεριφορά του όχλου κατευθύνοντας το εκλογικό αποτέλεσμα στο επιθυμητό για τους χειραγωγούς

της κοινής γνώμης. Παράλληλα η λογική του όχλου δεν έχει μεγάλη ισχύ. Το συλλογικό συναίσθημα ως ασυνείδητο επιδρά περισσότερο και διαμορφώνει τη συμπεριφορά του ενώ η εμπειρία είναι ίσως μια μορφή που μπορεί να δώσει δύναμη στη λογική της μάζας. Κυρίως η πρόσφατη εμπειρία ίσως να μπορεί να αλλάξει τη συμπεριφορά του όχλου αλλά μακροχρόνια η μνήμη του εξασθενεί.

Συνεπώς η εμπειρία έχει ισχύ όταν επαναλαμβάνεται τακτικά. Μια μορφή συμπεριφοράς του όχλου είναι το επονομαζόμενο «φαινόμενο της αγέλης» όπως εμφανίζεται στη βιβλιογραφία και αναλύεται στην ενότητα που ακολουθεί.

## 7.2 Ορισμός Herding

Πολύ συχνά και κυρίως στον χρηματοοικονομικό χώρο συναντάμε τον όρο “herding” δηλαδή το λεγόμενο «φαινόμενο της αγέλης». Σύμφωνα με τους ορισμούς που έχουν δοθεί ο συγκεκριμένος όρος χρησιμοποιείται για να προσδιορίσει μια ομάδα επενδυτών που αγοράζουν και πουλάνε μετοχές προς την ίδια κατεύθυνση της αγοράς, μέσα σε έναν ορισμένο χρονικό διάστημα.

Οι Lakonishok, Shleifer και Vishny (1992) καθορίζουν την αγέλη ως «το σύνολο των επενδυτών που αγοράζουν / πωλούν ταυτόχρονα τις ίδιες μετοχές όπως οι υπόλοιποι επενδυτές». Ένας ακόμη ορισμός που δόθηκε είναι από τον Sias (2004) χαρακτηρίζει την αγέλη ως «τον προσδιορισμό των επενδυτών που συγκεντρωμένα ακολουθούν ο ένας τον άλλον, αγοράζοντας και πουλώντας τους ίδιους τίτλους κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου».

Εμπειρικές μελέτες αποδεικνύουν την ύπαρξη αγελαίας συμπεριφοράς στις κερδοσκοπικές αγορές (Sornette 2003). Συχνά συναντάται σε επενδυτικές προτάσεις, στην τιμολόγηση για δημόσιες εγγραφές εταιρειών, σε προβλέψεις σχετικές με την κερδοφορία, καθώς και στη διαχείριση χαρτοφυλακίων από επαγγελματίες – θεσμικούς επενδυτές. Οι αναλυτές που εξετάζουν το φαινόμενο της αγέλης αναζητούν τα κίνητρα που οδηγούν τους επενδυτικούς συμβούλους στην απόφασή τους να ενεργήσουν σύμφωνα με τη γνώμη των υπολοίπων, καθώς και το κατά πόσο οι οικονομικές συγκυρίες και τα χαρακτηριστικά των μάνατζερ αυξάνουν τις πιθανότητες μιας τέτοιας συμπεριφοράς.

Η αγελαία συμπεριφορά ορίζει ότι τα άτομα έχουν την τάση να δρουν καλύτερα μέσα σε μια ομάδα και να επηρεάζονται από τη γνώμη της πλειοψηφίας. Ακολουθώντας της αρχές της βιολογίας, συναντάμε, ως σημαντικό χαρακτηριστικό της ανθρώπινης επιβίωσης, την συμμετοχή του ατόμου σε κοπάδια. Η ψυχολογική λοιπόν τάση των ατόμων να συμπεριφέρονται ως μέλος μιας αγέλης δημιουργείται όταν υπάρχουν μεγάλες ομάδες οι οποίες καθοδηγούν τις μάζες. Ο ευριστικός αυτός κανόνας πηγάζει από τη διαδικασία της εξέλιξης του ανθρώπινου είδους και δίνει την αίσθηση μεγαλύτερης ασφάλειας στις επιμέρους μονάδες του συνόλου.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα συμπεριφοράς αγέλης μπορεί να θεωρηθεί ότι είναι η επιλογή των ανθρώπων ανάμεσα σε δύο εστιατόρια. Έστω μια παρέα που θέλει να διαλέξει εστιατόριο. Θα πάει σε αυτό το οποίο έχει περισσότερο κόσμο και όχι σε ένα που είναι άδειο σκεπτόμενη πως αφού το ένα έχει πελάτες συνεπάγεται ότι θα έχει και καλύτερης ποιότητας φαγητό. Επομένως η παρέα φαίνεται να διαμορφώνει την κρίση της σύμφωνα με την κρίση της μάζας δηλαδή της πλειοψηφίας που έχει ήδη επιλέξει το πρώτο εστιατόριο. Εάν μάλιστα το εστιατόριο δεν αποδειχθεί καλό ως προς την ποιότητα του φαγητού η παρέα θα αποδώσει την ευθύνη της επιλογής στην μάζα που είχε επιλέξει πριν από αυτήν και όχι στη δική της επιλογή. Επομένως μετατίθεται και μέρος της ευθύνης για την επιλογή που κάνει η παρέα.

Ας μεταφέρουμε το παραπάνω παράδειγμα στο χρηματιστηριακό χώρο. Όταν μια μετοχή εμφανίζει μεγάλη ζήτηση, η τιμή της ανεβαίνει σημαντικά με αποτέλεσμα οι επενδυτές να εμφανίσουν με τη σειρά τους μια αγελαία συμπεριφορά και να προβούν σε μαζική αγορά της συγκεκριμένης μετοχής. Παρά το γεγονός ότι μερικοί επενδυτές μπορεί να σκεφτούν ότι η μετοχή είναι υπερτιμημένη, θα επηρεαστούν από την αγέλη, που έχει ήδη λάβει την απόφασή της και παρατηρώντας θα διαπιστώσουμε ότι όλοι θα συμπεριφερθούν με τον ίδιο τρόπο.

Αποτελεί δε, σύνηθες φαινόμενο οι τιμές του χρηματιστηρίου να προσαρμόζονται σύμφωνα με τη γνώμη ή την τάση που σχηματίζεται από τη μάζα και όχι σύμφωνα με τη γνώμη των ειδικών ή των αναλυτών. Ο τρόπος μετάδοσης της γνώμης είναι ο προφορικός λόγος. Συχνά οι άνθρωποι επηρεάζονται και ακολουθούν τις συμβουλές των φίλων και των συγγενών περισσότερο από τη γνώμη των ειδικών και μάλιστα γίνονται περισσότερο καχύποπτοι, όταν πρόκειται για μια επίσημη πληροφόρηση π.χ από τα μέσα μαζικής ενημέρωσης ή από μια ομάδα αναλυτών κάποιας χρηματιστηριακής εταιρείας.

Η αγελαία συμπεριφορά θεωρείται λογική για εκείνου του τύπου τους επενδυτές που αρέσκονται να μιμούνται τους λεγόμενους «guru» των χρηματαγορών δηλαδή τους ειδικούς. Συνέπεια αυτής της συμπεριφοράς της αγέλης όπως παρατήρησαν οι Nofsinger και Sias (1999) αποτελεί η δημιουργία ενός γκρουπ επενδυτών που συναλλάσσονται στην ίδια κατεύθυνση για μία συγκεκριμένη περίοδο σε δεδομένο χρονικό διάστημα.

Εμπειρικά, αυτή η τακτική δύναται να δημιουργήσει συστημικό κίνδυνο για ολόκληρους πληθυσμούς (Bikhchandani, 1992). Για να επιτευχθεί επομένως ένας ικανοποιητικός βαθμός διαφοροποίησης στα χαρτοφυλάκια οι επενδυτές θα πρέπει να διατηρούν ένα καλάθι μετοχών, οι οποίες να έχουν τη μικρότερη δυνατή συσχέτιση μεταξύ τους. Εάν οι αντισυμβαλλόμενοι στην αγορά τείνουν να συμπεριφέρονται αγελαία γύρω από το μέσο όρο της, η τακτική των επενδυτών μπορεί να επιφέρει σημαντικές αποκλίσεις και ανωμαλίες στα πραγματικά οικονομικά-θεμελιώδη μεγέθη σε σχέση με τις τρέχουσες τιμές των μετοχών.

### 7.3 Βασικές Υποθέσεις Έπαρξης Herding

Το κοινωνικό περιβάλλον είναι σε θέση να διαμορφώσει μία τάση που δύσκολα τα άτομα μεμονωμένα δεν θα ακολουθήσουν. Η βιβλιογραφία παρουσιάζει μοντέλα που περιγράφουν τη λογική πίσω από την αγέλη και καταλήγει σε δύο κύριες υποθέσεις για το ποιοι συμπεριφέρονται αγελαία και γιατί.

Η υπόθεση της ασύμμετρης πληροφόρησης προτείνει ότι οι δαπάνες (χρόνος και χρηματικό κόστος) της συγκέντρωσης των πληροφοριών καθιστούν το φαινόμενο της αγέλης συνετό και ίσως ακόμα και λογικό για τους συμμετέχοντες στην αγορά, οι οποίοι υποθέτουν, ότι το πλήθος γνωρίζει περισσότερα από ό,τι ατομικά γνωρίζουν και κατά συνέπεια βασίζονται στις αποφάσεις τους για τις χρηματιστηριακές συναλλαγές στις ενέργειες της πλειοψηφίας.

Κάτω από αυτήν την υπόθεση, οι μεμονωμένοι επενδυτές αναμένεται να εκθέτουν τους εαυτούς τους, σε μεγαλύτερο βαθμό, στην τάση που δημιουργεί η αγέλη, σε σχέση με τους θεσμικούς επενδυτές, δεδομένου ότι οι τελευταίοι έχουν πρόσβαση σε καλύτερες πληροφορίες και ανώτερες μεθόδους για την εύρεση αυτών των πληροφοριών, μειώνοντας έτσι την ανάγκη τους να μιμηθούν τους υποθετικά καλύτερα ενημερωμένους συνάδελφους τους. Οι ψυχολογικές προκαταλήψεις όπως είναι η συμμόρφωση μπορούν να ενισχύσουν την υπάρχουσα αγελαία συμπεριφορά μεταξύ των ατόμων.

Μια εναλλακτική προσέγγιση όμως που διαφέρει από την ανωτέρω ορίζει ότι η αγελαία συμπεριφορά είναι πιθανό να είναι πιο επικρατούσα μεταξύ των θεσμικών, όπως τα αμοιβαία κεφάλαια, παρά μεταξύ των μεμονωμένων επενδυτών. Οι επενδυτικές θέσεις των θεσμικών επενδυτών, λόγω του ότι γνωστοποιούνται υποχρεωτικά σύμφωνα με την νομοθεσία, γίνονται πιο εύκολα αντιληπτές από τους συναδέλφους τους στο χώρο και κατά συνέπεια υπάρχει μεγαλύτερη τάση για μίμηση μεταξύ αυτής της κατηγορίας των επενδυτών. Δεδομένου ότι οι μεμονωμένοι-ατομικοί επενδυτές δεν αναγκάζονται να αποκαλύψουν τις επενδυτικές τους θέσεις, όπως οι θεσμικοί, είναι δυσκολότερο για τα άτομα να παρατηρήσουν την διάθρωση και τις κινήσεις του χαρτοφυλακίου των υπολοίπων ιδιωτών επενδυτών.

Η δεύτερη υπόθεση αναφέρεται στο ότι ορισμένοι θεσμικοί επενδυτές όπως οι διαχειριστές κεφαλαίων, αξιολογούνται βάσει της απόδοσής τους σχετικά με άλλους διαχειριστές κεφαλαίων. Σε αυτή την περίπτωση είναι προτιμότερο να συμβαδίζουν ακόμα και λανθασμένα με τους υπόλοιπους θεσμικούς-ως αγέλη, παρά να βαδίζουν και να λαμβάνουν ατομικά λανθασμένες επενδυτικές αποφάσεις.

## 7.4 Μορφές Herding

Στη διεθνή βιβλιογραφία, η συμπεριφορά της αγέλης χωρίζεται στην Ορθολογική ή Σκόπιμη (Rational/Intentional Herding) και στη Μη ορθολογική Συμπεριφορά (Irrational/Behavioral Herding) Devenow & Welch, (1996), Chang, Cheng & Khorana, (2000).

Το ορθολογικό μοντέλο εστιάζει στις εξωτερικότερες δηλαδή στο κέρδος και την μεγιστοποίηση της χρησιμότητας, όταν η διαδικασία απόφασης διαστρεβλώνεται από τις δυσκολίες στην αναζήτηση πληροφοριών. Όσο αφορά το μοντέλο της συμπεριφορικής πλευράς, αυτό υποστηρίζει ότι οι ιθύνοντες για να εξοικονομήσουν δαπάνες από την επεξεργασία και την απόκτηση πληροφοριών, με την χρήση ευριστικών κανόνων και με την ορθολογικότητα τους, μπορεί να δεσμευτούν από εξωγενείς και ενδογενείς περιορισμούς συμπεριλαμβάνοντας την ψυχολογία του επενδυτή.

### 7.4.1. Ορθολογικό Herding (Rational-Intentional Herding)

Υπάρχουν πολλοί λόγοι που ευθύνονται για την ορθολογική αγελαία συμπεριφορά στις χρηματιστηριακές αγορές. Ο σημαντικότερος από αυτούς είναι οι ατελείς καταρράκτες πληροφοριών. Ωστόσο η φήμη και η αμοιβή αποτελούν παράγοντες που επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό τη συμπεριφορά της αγέλης. Άλλοι παράγοντες που αναφέρονται εν συντομία είναι η διερεύνηση των πληροφοριών και η εμπειρία στην οποία βασίζονται συχνά οι αναλυτές κατά τη διάρκεια της λήψης των αποφάσεών τους.

## 7.5 . Καταρράκτες πληροφοριών

Αυτός ο τύπος αγελαίας συμπεριφοράς μπορεί να προκύψει, όταν υπάρχει αβεβαιότητα ως προς την ακρίβεια ή ακόμα και την έλλειψη πληροφοριών που οι συμμετέχοντες στην αγορά μπορεί να έχουν. Στην περίπτωση αυτή οι αντισυμβαλλόμενοι μπορούν να λάβουν χρήσιμες πληροφορίες από την παρατήρηση των προηγούμενων συμμετεχόντων της αγοράς, βάσει των αποφάσεών τους, στο σημείο ώστε να φτάνουν να αγνοήσουν τις δικές τους προσωπικές πληροφορίες. Όταν

οι επενδυτές στερούνται πληροφοριών, παρατηρείται έντονα το φαινόμενο της αγγελιαίας συμπεριφοράς μεταξύ τους, έτσι ώστε η γνώση να προκύπτει τελικά από τις κινήσεις των άλλων αντισυμβαλλόμενων. Τα αυξανόμενα κόστη προκειμένου

να συγκεντρώσουν και να αναλύσουν τις πληροφορίες έχουν ως συνέπεια την προσπάθεια των επενδυτών για μίμηση της συμπεριφοράς των άλλων επενδυτών. Παρόμοια ο Hirshleifer (1994) αναφέρει ότι οι επενδυτές και κυρίως οι μακροχρόνιοι οι οποίοι αποστρέφονται το ρίσκο, προτιμούν να αποκομίζουν πληροφορίες για μια μετοχή από άλλους επενδυτές, όταν οι επενδυτές αυτοί ανακαλύπτουν την ίδια πληροφορία σε προγενέστερο χρόνο. Δηλαδή οι μακροχρόνιοι επενδυτές, που επενδύουν συντηρητικά και ουσιαστικά ακολουθούν και μιμούνται τις επενδυτικές επιλογές των αρχικών κατόχων τις πληροφορίες, μπορούν να κερδίσουν τα ίδια μεγέθη με ελάχιστο επενδυτικό κίνδυνο, από το ίδιο σήμα πληροφορίας που είχαν οι αρχικοί επενδυτές.

Αυτή η μίμηση και η παρατήρηση των αποτελεσμάτων που έχουν τα άτομα γύρω τους δίδει στα άτομα ένα βασικό πλεονέκτημα. Ακόμη κι όταν η μίμηση δεν προέρχεται από μια λογική διαδικασία ανάλυσης, η τάση μίμησης μπορεί να είναι καλά συντονισμένη με τα κόστη και τα οφέλη ως αποτέλεσμα της φυσικής επιλογής. Υπάρχει ολόκληρη βιβλιογραφία τόσο στην ψυχολογία όσο και στη ζωολογία για την τάση μίμησης των ζώων. Έχει παρατηρηθεί ο μιμητισμός ανάμεσα σε πουλιά, ψάρια και θηλαστικά για την αναζήτηση τροφής ή για τη διαδικασία του ζευγαρώματος Gibson and Hoglund (1992). Οι καταρράκτες συνδέονται με την παρεμπόδιση των πληροφοριών. Αυτά τα εμπόδια είναι μέρος της φαινομενικότητας, δηλαδή όταν ένα άτομο κάνει την επιλογή του, μπορεί να έχει ως κίνητρο τους δικούς του ιδιωτικούς σκοπούς και στην ουσία να αγνοεί την εν δυνάμει πληροφορία, που ευνοεί το υπόλοιπο σύνολο.

## 7.6 Φήμη και αμοιβή (Reputational and compensation herding)

Υποθέτουμε ότι οι αναλυτές σε μια χρηματιστηριακή αγορά κάνουν συχνά χρήση της ασύμμετρης πληροφόρησης Bedke, Bizer and Sriwoks (2009). Αυτό που σίγουρα δεν γνωρίζουν οι πελάτες είναι εάν ο συγκεκριμένος αναλυτής έχει αξιολογήσει ο ίδιος την αγορά και οι προβλέψεις του βασίζονται στη δική του γνώμη ή εάν ο αναλυτής έχει μιμηθεί τους υπόλοιπους που βρίσκονται στον ίδιο χώρο και έχει «δανειστεί» τη δική τους αξιολόγηση για την αγορά. Τι πρέπει στην πραγματικότητα να κάνει ο αναλυτής στην περίπτωση που η προσωπική του γνώμη έρχεται σε αντίθεση με αυτή της πλειοψηφίας;

Ορισμένα θεωρητικά πρότυπα υποθέτουν ότι η συμπεριφορά διαχειριστών και αναλυτών επηρεάζεται από τον τρόπο που συμπεριφέρονται τα υπόλοιπα άτομα που ανήκουν στην ίδια ομάδα με αυτούς. Την κατάσταση αυτή ο Graham (1999) την αναφέρει ως «reputational herding».

Συγκεκριμένα το μοντέλο του Graham (1999) προβλέπει ότι οι διαχειριστές με υψηλή φήμη και μισθό, θα λειτουργήσουν αγελαία, δηλαδή θα συμπεριφερθούν το ίδιο με τους υπόλοιπους διαχειριστές έχοντας μια τάση αποστροφής κινδύνου.

Συμπεριφέρονται έτσι ώστε να προστατεύσουν το τρέχον επίπεδο του κύρους τους και τον υψηλό μισθό τους σε περίπτωση ατομικής λανθασμένης επιλογής. Οι νέοι διαχειριστές που επιθυμούν να αποκτήσουν μια φήμη, ως λιγότερο έμπειροι, μαθαίνουν και αντιμετωπίζουν με μεγαλύτερη γενναιότητα τις επενδυτικές τους επιλογές. Αναλαμβάνουν δηλαδή την πρωτοβουλία αλλά και το ρίσκο, χρησιμοποιώντας κάθε φορά τις νέες πληροφορίες.

Συνεπώς οι λιγότερο έμπειροι διαχειριστές υπέρ-αντιδρούν έτσι ώστε να δείξουν ότι έχουν καλή πληροφόρηση και ικανότητα. Σε αντίθεση με τους περισσότερο έμπειρους διαχειριστές που υπό-αντιδρούν, ώστε να μην δώσουν σήμα στην αγορά ότι απέτυχαν εάν οι πράξεις τους όντως αποδειχθούν λάθος. Γι αυτό, υποθέτοντας ότι η εμπειρία και η φήμη σχετίζονται θετικά, τα μοντέλα αυτά παρουσιάζουν ότι οι πιο έμπειροι διαχειριστές θα συμπεριφέρονται περισσότερο αγελαία, λαμβάνοντας μικρότερο ρίσκο σε σχέση με τους πιο άπειρους συναδέλφους τους, οι οποίοι κερδίζουν περισσότερα από την εμπειρία παρά την φήμη και την αμοιβή. Υπάρχουν ειδικές μελέτες για αναλυτές μετοχών και επενδυτικά νέα (newsletter), που δείχνουν μεγάλη συχνότητα εμφάνισης της αγελαίας συμπεριφοράς.

Οι αναλυτές μπορεί να αναπτύξουν αγελαία συμπεριφορά εξαιτίας των συσχετιζόμενων πληροφοριών. Για παράδειγμα, εάν μια εταιρεία ανακοινώσει θετικά νέα για την πορεία των κερδών της, οι αναλυτές μπορεί να αναθεωρήσουν προς τα πάνω τις προβλέψεις τους για κέρδη, βασιζόμενοι σε αυτή την πληροφόρηση. Εναλλακτικά, τα άτομα μπορεί να λειτουργήσουν ως αγέλη για λόγους μη συσχετιζόμενους με κάθε νέα πληροφορία.

#### 7.7. Διερεύνηση πληροφοριών

Ένας αναλυτής συχνά διαλέγει να διερευνήσει σε βάθος μια πληροφορία που πιστεύει ο ίδιος ότι οι υπόλοιποι αναλυτές θα θελήσουν να την επεξεργαστούν τη συγκεκριμένη πληροφορία. Τότε θα μπορέσει να επωφεληθεί από την επένδυση που θα κάνει μόνο εάν οι υπόλοιποι επενδυτές αντιδράσουν λογικά και πιέσουν τις τιμές στην κατεύθυνση που έχει προβλέψει ο αναλυτής.

Στην αντίθετη περίπτωση, μπορεί ο αναλυτής που προέβει στην αγορά μιας μετοχής για την οποία είχε την πληροφόρηση, να εγκλωβιστεί σε αυτή του την κίνηση, χωρίς την δυνατότητα να την πουλήσει με ικανοποιητικό κέρδος Sornette (2003).

#### 7.8. Εμπειρία

Πολλοί αναλυτές βασίζονται αποκλειστικά και μόνο στην εμπειρία τους χωρίς να ακολουθούν συγκεκριμένους κανόνες ή μοντέλα. Είναι γεγονός ότι έχουν παρατηρηθεί φαινόμενα αγέλης που συσχετίζουν μορφές επενδύσεων όπως τα αμοιβαία κεφάλαια ή τα συνταξιοδοτικά αμοιβαία κεφάλαια με θεσμικούς επενδυτές όταν ένα δυσανάλογο μέρος των επενδυτών δεσμεύεται να αγοράσει ή να πουλήσει την ίδια μετοχή.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8**

### **8.1 ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ**

Σε ιδιαίτερα ανεπτυγμένες αγορές (όπως Η.Π.Α , Ουκρανία και Καναδά )πολλές έρευνες καταλήγουν στο συμπέρασμα ,ότι οι πολιτικές εκλογές και οι δημοσκοπήσεις έχουν μία στατιστικά σημαντική επίδραση στις τιμές του Χρηματιστηρίου ( Emerald Insight , managerial Finance, άρθρο The influence of the political elections on the course of the Athens Stock Exchange 1996-2002 , Christos Floros) . Ο Brander το 1991 εξετάζει την επιρροή των δημοσκοπήσεων ( opinion polls ) στο Χρηματιστήριο του Τορόντο , κατά τη διάρκεια της καμπάνιας του 1988 ενόψει των εκλογών στον Καναδά. Για να το καταφέρει αυτό ,εξέτασε την υπόθεση της επιρροής των δημοσκοπήσεων και κατά πόσο τα εκλογικά αποτελέσματα επηρεάζουν εντέλει το Χρηματιστήριο.Τα αποτελέσματα τάσσονται υπέρ της υπόθεσης περί επιρροής των δημοσκοπήσεων και συνεπώς , έχουμε μία στατιστικο- οικονομική επίδραση στο Χρηματιστήριο. Ο Pantazalis et. Al (2000) χρησιμοποιεί τις ημερομηνίες των εκλογών για να ελέγξει πώς λειτουργεί το Χρηματιστήριο πριν και μετά το πέρας των εκλογικών αποτελεσμάτων για κάποιες χώρες. Έφτασε στο συμπέρασμα ότι τα Χρηματιστήρια ανταποκρίθηκαν στο εκάστοτε πολιτικό γίγνεσθαι.

### **8.2 Περιγραφή Δεδομένων**

Στην έρευνα μας χρησιμοποιούμε ημερήσια δεδομένα του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) από το 1995- 2015. Παρακάτω, θα δούμε αναλυτικά στατιστικούς πίνακες με τα δεδομένα μας ,γραφήματα και ανάλυση αυτών καθώς και τη μεθοδολογία για να εξάγουμε ασφαλή συμπεράσματα.

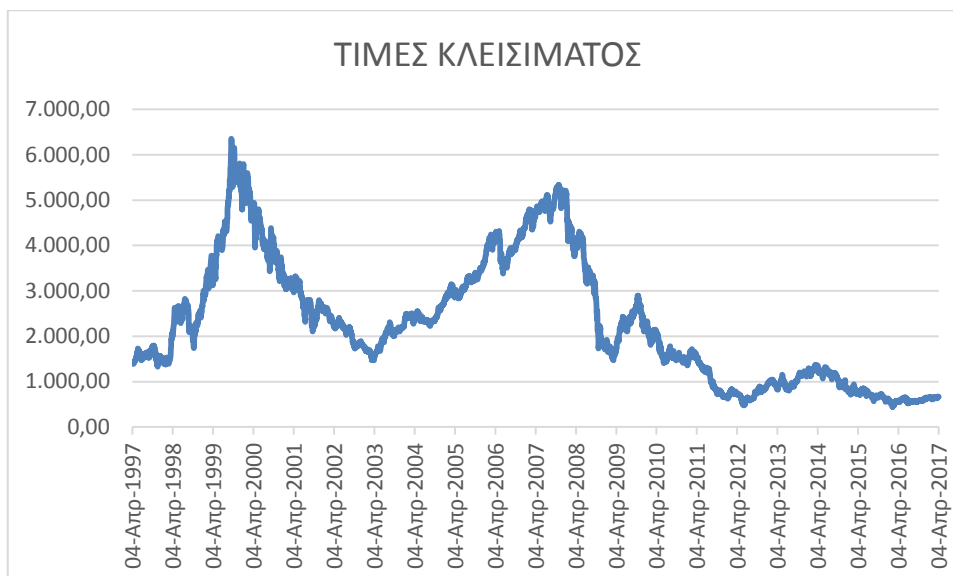
Στον παρακάτω πίνακα βλέπουμε τις ημερήσιες τιμές κλεισίματος στο Χ.Α.Α καθώς και τον ΜΟ (Μέσο Όρο ) από το 1997 (4/4/1997) έως 2017 (4/4/2017) .



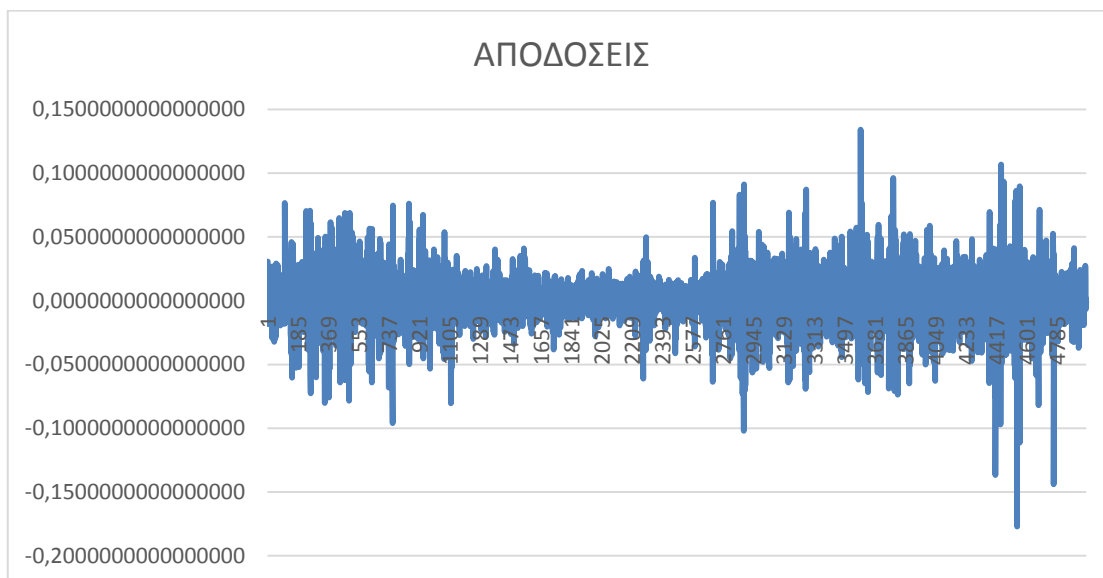
**.ATG Price Statistics Daily 04-Apr-1997 - 04-Apr-2017**

Price		Volume					
High	6.484,38	17-Σεπ-1999	Max	722,51M	21-Δεκ-2015	Advancing	81,15B
Low	420,82	11-Φεβ-2016	Min	529.558,00	04-Αυγ-1997	Declining	75,54B
Avg	2.320,29		Avg	31,57M		Total	156,70B
Up/Down (C-C)		Price Change	Close - Close			Turnover	
Up	2.505	Up	+14,37%	29-Αυγ-2011	Max	2,98B	15-Μαΐ-2008
Down	2.457	Down	-16,23%	03-Αυγ-2015	Min	9.146,26	14-Αυγ-2012
Unch	0	Period	-52,25%	Custom	Avg	100,49M	

Στον παρακάτω πίνακα βλέπουμε τις τιμές κλεισίματος σε μορφή γραφήματος και όπως παρατηρούμε έχουμε μια σταδιακή αύξηση τον Απρίλη του 1999 και μετά το 2007. Αυτό που είναι αξιοσημείωτο είναι ότι μετά την αύξηση του 2007 οι αυξομειώσεις που έπονται δεν είναι τόσο σημαντικές στατιστικά εν συγκρίσει τα δεδομένα πριν του 2007.



Εν συνεχεία , έχουμε τις αποδόσεις σε γράφημα το οποίο μας δείχνει ότι τα αποτελέσματα κυμαίνονται κυρίως μεταξύ -0.05 και 0.05 .



Παρακάτω , θα βρούμε τα περιγραφικά στατιστικά στοιχεία ( descriptive statistics ) .Για να μπορέσουμε , όμως, να εξαγάγουμε ένα ασφαλές συμπέρασμα , πρέπει πρώτα να αναλύσουμε τα είδη των παραμέτρων ( μονομεταβλητών κατανομών ) που αποτελούνται από:

\* τον μέσο όρο ( mean ) ,

Η τιμή του επηρεάζεται από την τιμή όλων των όρων της μεταβλητής.Επηρεάζεται αισθητά από ακραίες τιμές ( outliers ) .

\*την διάμεσο ( median )

Η διάμεσος ενός συνόλου η τιμών, είναι η τιμή της μεσαίας παρατήρησης όταν όλες οι παρατηρήσεις είναι ταξινομημένες σε αύξουσα σειρά. Η διάμεσος συχνά προτιμάται ως ανθεκτικότερο στατιστικό στοιχείο σε σχέση με το ΜΟ ,ιδιαίτερα σε περιπτώσεις μικρών πληθυσμιακών δειγμάτων , διότι οι ακραίες τιμές δεν την επηρεάζουν στο πληθυσμιακό δείγμα.

\*και την επικρατούσα τιμή .

Η επικρατούσα τιμή ορίζεται ως η τιμή με τη μεγαλύτερη συχνότητα.

Τα κυριότερα μέτρα διασποράς είναι το εύρος των τιμών ( Range ,  $R = \max - \min$  ), η τυπική απόκλιση (Δείκτης διασποράς αντιπροσωπευτικός των αποκλίσεων μιας ομάδας τιμών από το μέσο όρο) , η διακύμανση (Ο μέσος όρος των τετραγώνων των αποκλίσεων όλων των τιμών μιας κατανομής), τυπικό σφάλμα (standard error , SE) και το ενδοτεταρτημοριακό εύρος ( interquantile range , IQR )

Φυσικά ,πρέπει να εξετάσουμε και την ασυμμετρία (είτε θετική ,είτε αρνητική). Ασυμμετρία ή λοξότητα (skewness):Πόσο και προς ποια κατεύθυνση αποκλίνει η κατανομή από την πλήρη συμμετρία (skewness=0) .Είδη ασυμμετρίας:

Θετική:εξόγκωση προς τα αριστερά και μεγάλη ουρά προς τα δεξιά(skewness>0) , αντιστοιχία με τιμές κλεισίματος ΧΑΑ .

Αρνητική:εξόγκωση προς τα δεξιά και μεγάλη ουρά προς τα αριστερά(skewness<0),Αντιστοιχία με τις αποδόσεις μας (βλέπε παραπάνω ) .

Έχοντας αναλύσει τους παραπάνω όρους μπορούμε να προχωρήσουμε στην περιγραφική στατιστική σχετικά με τιμή κλεισίματος και αποδόσεων , όπως παρακάτω .

---

#### **ΤΙΜΕΣ ΚΛΕΙΣΙΜΑΤΟΣ**

---

<b>Μέσος</b>	<b>2320,289776</b>
<b>Τυπικό σφάλμα</b>	<b>19,36123376</b>
<b>Διάμεσος</b>	<b>2141,06</b>
<b>Επικρατούσα τιμή</b>	<b>1683,59</b>
<b>Μέση απόκλιση τετραγώνου</b>	<b>1363,971092</b>
<b>Διακύμανση</b>	<b>1860417,14</b>
	-
<b>Κύρτωση</b>	<b>0,568488069</b>
<b>Ασυμμετρία</b>	<b>0,610929715</b>
<b>Εύρος</b>	<b>5914,16</b>
<b>Ελάχιστο</b>	<b>440,88</b>
<b>Μέγιστο</b>	<b>6355,04</b>
<b>Άθροισμα</b>	<b>11515598,16</b>
<b>Πλήθος</b>	<b>4963</b>

---



---

#### **ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ**

---

	-
Μέσος	0,000148971
Τυπικό σφάλμα	0,000279476
Διάμεσος	0,000171631
Επικρατούσα τιμή	#Δ/Υ
Μέση απόκλιση	
τετραγώνου	0,019686723
Διακύμανση	0,000387567
Κύρτωση	5,287776502
	-
<b>Ασυμμετρία</b>	<b>0,267884632</b>
Εύρος	0,31143977
	-
Ελάχιστο	0,177128923
Μέγιστο	0,134310847
	-
Άθροισμα	0,739194083
Πλήθος	4962

Όπως βλέπουμε παραπάνω , έχουμε θετική τιμή ασυμετρίας στις τιμές κλεισίματος και αντίστοιχα αρνητική τιμή ασυμετρίας στις αποδόσεις .

Αναφορικά με την μεθοδολογία που τηρήθηκε , χρησιμοποιούμε την απλή παλινδρόμηση (απλό οικονομετρικό υπόδειγμα OLS) της μορφής :

$$R = a + b X_2 + c X_1$$

Όπου R οι ημερήσιες αποδόσεις των τιμών κλεισίματος του ΧΑΑ (=  $\ln(P_t) - \ln(P_{t-1})$ )

Και  $X_2$  η ψευδομεταβλητή (Dummy) που παίρνει τις τιμές πριν τις εκλογές (Παρασκευή) και η  $X_1$  η ψευδομεταβλητή (Dummy) που παίρνει τις τιμές μετά τις εκλογές (Δευτέρα).

Για την εκτίμηση των παραμέτρων χρησιμοποιείται η μέθοδος εκτίμησης ελαχίστων παραγόντων (ΕΤ) δηλαδή , το απλό γραμμικό υπόδειγμα

$$Y_i = \alpha + \beta X_i + u_i, i=1, \dots, n$$

Όπου  $Y_i$  η εξαρτημένη μεταβλητή και  $X_i$  η ερμηνευτική μεταβλητή .

Εκτιμούμε τις παραμέτρους  $\alpha, \beta$  , δηλαδή , τις επιδράσεις της ερμηνευτικής μεταβλητής  $X_i$  επί της  $Y_i$  .

Επίσης, μπορούμε να υπολογίσουμε τον συντελεστή προσδιορισμού  $R^2$  που εκπροσωπεί το ποσοστό της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής που εξηγείται από την παλινδρόμηση και ισχύει ότι  $R < R^2 < 1$  .Ο συντελεστής προσδιορισμού είναι ένα μέτρο προσαρμογής του υποδείγματος στα δεδομένα.

Κλείνοντας το κεφάλαιο αυτό , οι εκτιμήσεις της παλινδρόμησης έγιναν με βάση το excel , όπως βλέπουμε παρακάτω .

ΈΞΟΔΟΣ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΟΣ

Στατιστικά παλινδρόμησης	
Πολλαπλό R	0,030616864
R Τετράγωνο	0,000937392
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,000534463
Τυπικό σφάλμα	0,019876658
Μέγεθος δείγματος	4962

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

	βαθμοί ελευθερίας	SS	MS	F	Σημαντικότητα F
Παλινδρόμηση	2	0,001838271	0,000919	2,326445	0,097748789
Υπόλοιπο	4959	1,959209311	0,000395		
Σύνολο	4961	1,961047582			

	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	Κατώτερο 95%	Υψηλότερο 95%
Τεταγμένη επί την αρχή	-0,000115245	0,000282629	-0,40776	0,683468	-0,000669322	0,000438833
Μεταβλητή Χ 1	-0,006134755	0,007033141	-0,87226	0,383107	-0,019922823	0,007653313
Μεταβλητή Χ 2*	0,013865245	0,007033141	1,971416	0,048732	7,71766E-05	0,027653313

\*Στατιστικά σημαντική

Υπάρχει θετική επίδραση πριν τις εκλογές στο ΧΑΑ (δηλ. Παρασκευή, σύμφωνα και με τη θεωρία day-of-the-week- effect , μεταβλητή Χ2 ), αλλά αρνητική και όχι στατιστικά σημαντική επίδραση της Δευτέρας (μετά τις εκλογές, μεταβλητή Χ1) στις αποδόσεις του ΧΑΑ.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

### ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στο τελευταίο κεφάλαιο θα προχωρήσουμε σε μία σύντομη ιστορική αναδρομή για να δούμε την εξέλιξη του Χρηματιστηρίου σε συνδυασμό με τα πολιτικά γεγονότα που συνέβαλαν στην τροπή των πραγμάτων .Η δημιουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης στηρίχθηκε, μεταξύ άλλων, στο όραμα μίας πολιτικής και οικονομικής ένωσης των

κρατών, με απώτερο στόχο μια ενιαία ισχυρή οικονομία. Μέσα σε αυτήν την ένωση τα κράτη-μέλη της θα ήταν ίσα μεταξύ τους και θα μπορούσαν να αναπτύξουν τις οικονομίες τους. Η αποδοχή ενός κοινού νομίσματος, το οποίο θα ήταν ισχυρό, θα θωράκιζε τις οικονομίες των κρατών. Η ένωση σε συνδυασμό με την αποδοχή του κοινού νομίσματος, θα καθιστούσε τα κράτη πιο ισχυρά οικονομικά αλλά και λιγότερο ευάλωτα σε ενδεχόμενες κρίσεις.

Η περιοχή των 550 μονάδων όπου βρίσκεται ο Γενικός Δείκτης μετά από περίπου μια εικοσαετία, δεν είναι ένα τυχαίο νούμερο για το ελληνικό Χρηματιστήριο. Η αγορά της Αθήνας είχε υποχωρήσει ξανά στις 558 μονάδες τον Νοέμβριο του 1992. Τη χρονιά δηλαδή που υπογραφόταν η συνθήκη του Μάαστριχτ η οποία αποτέλεσε τον προθάλαμο για το ευρώ αλλά και για την είσοδο της Ελλάδας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση οκτώ χρόνια αργότερα. Με βατήρα αυτό το επίπεδο τιμών που σήμερα κινδυνεύει να χαθεί στον ορυμαγδό των ρευστοποιήσεων, ο Γενικός Δείκτης ξεκίνησε τότε την εντυπωσιακή ανοδική πορεία του η οποία κορυφώθηκε στις 6.484 μονάδες τον αλησμόνητο Σεπτέμβριο του 1999.

Ήταν η εποχή των μεγάλων προσδοκιών και της αισιοδοξίας για την απογείωση της ελληνικής οικονομίας εντός της ΟΝΕ, της μεγάλης μείωσης των επιτοκίων και των spreads των ελληνικών ομολόγων, των μεγάλων έργων υποδομής και της διοργάνωσης των ολυμπιακών αγώνων, που κινητοποιήσαν σε σύντομο χρονικό διάστημα αμύθητα κεφάλαια προς το χρηματιστήριο και τις ελληνικές επιχειρήσεις, τα οποία, όμως, αποδείχθηκαν ως επί το πλείστον καθαρά κερδοσκοπικές τοποθετήσεις.

Τα τελευταία χρόνια και με ιδιαίτερη ένταση σήμερα, η ελληνική οικονομία βιώνει την ακριβώς αντίστροφη κατάσταση. Αυτή της έλλειψης ελπίδας και προοπτικής, της μεγάλης ύφεσης, της εκτίναξης των spreads και των καλλιεργούμενων ανησυχιών για εγκατάλειψη της ευρωζώνης, όπου η πυραμίδα των προσδοκιών έχει αντιστραφεί και αντί η κορυφή της να βρίσκεται προς τα πάνω, βρίσκεται στην κάτω πλευρά. Οι 558 μονάδες ήταν το 1992 το χαμηλότερο σημείο της μεγάλης καθοδικής κίνησης που είχε ξεκινήσει το 1990 από τις 1657 μονάδες, ενώ σε αυτό το επίπεδο ο Γενικός Δείκτης έχει χάσει πάνω από το 50% των κερδών που κατέγραψε από τις 1059 μονάδες του 1986 μέχρι τις 6.484 μονάδες του 1999.

Στο διάστημα που εξετάζουμε, 1990-2015, οι δείκτες δεν είχαν μόνο ανοδική πορεία, αλλά υπήρχαν και περίοδοι κατά τις οποίες παρουσίασαν και μεγάλες καθόδους. Η έρευνα έδειξε ότι οι ανακοινώσεις των πολιτικών για την λήψη μέτρων, είχαν άμεσο θετικό αντίκτυπο στους χρηματιστηριακούς δείκτες όμως μόνο πριν τις εκλογές (Παρασκευή).

Παρατηρούμε ,λοιπόν ,ότι η ανακοίνωση και μόνο για στήριξη των τραπεζών, συνοδευόταν με άνοδο των δεικτών, δηλαδή οι αγορές αξιολογούσαν θετικά την κίνηση αυτή και έδειχναν ξανά εμπιστοσύνη στην οικονομία στην οποία επένδυσαν.

Συμπεραίνουμε ότι μεμονωμένα, πολιτικά ή και οικονομικά γεγονότα έχουν την δυνατότητα να συμβάλλουν στην κατεύθυνση της κίνησης των δεικτών. Οι επενδυτές εκτός από την ψυχρή αξιολόγηση οικονομικών στοιχείων, λειτουργούν και με ψυχολογικά κριτήρια, με αποτέλεσμα να επηρεάζονται και από την επικαιρότητα. Ο ψυχολογικός παράγοντας δεν μπορεί να επηρεάζει τα χρηματιστήρια, παρά μόνο προσωρινά, αφού η γενική εκτίμηση, η οποία και διαμορφώνει τους δείκτες διαχρονικά, είναι αυτή που υπερτερεί.

Το συμπέρασμα αυτό προκύπτει από το γεγονός ότι το ΧΑΑ κινείται πτωτικά. Κλάδοι-οδηγοί της οικονομίας, όπως ο κατασκευαστικός και ο τραπεζικός, που μέχρι πρότινος οδηγούσαν την ανάπτυξη της οικονομίας, από το 2008 καταγράφουν σημαντική κάθοδο. Οι επενδυτές είτε από φόβο είτε λόγω γνώσης της πραγματικής οικονομίας, θεωρούν ότι η κρίση δεν αντιμετωπίστηκε, αλλά θα εξαπλωθεί και σε ολόκληρη την ευρωζώνη. Αποτέλεσμα αυτών είναι η μη εμπιστοσύνη και στην ελληνική οικονομία, η οποία παρουσιάζει παράλληλα αυξημένο δημόσιο χρέος, πράγμα που την καθιστά αναξιόπιστη στους επενδυτές. Παρά το γεγονός ότι η ελληνική κυβέρνηση προχωρά στην λήψη μέτρων για την διασφάλιση της εθνικής οικονομίας και για τον περιορισμό και έλεγχο του δημοσίου χρέους της, οι επενδυτές δεν πείθονται. Προεξοφλούν ότι η ελληνική κρίση χρέους θα γίνει ακόμα βαθύτερη.

Τα γεγονότα τους επιβεβαιώνουν, αφού η Ελλάδα το 2010 εισέρχεται στον μηχανισμό στήριξης με το Χ.Α.Α. να βρίσκεται σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα.Πιο συγκεκριμένα για το ελληνικό χρηματιστήριο και την οικονομία της Ελλάδας, οι δείκτες άρχισαν να παρουσιάζουν κάθοδο ήδη από τις αρχές του 2008 και πριν καν ακόμα γίνει λόγος στην Ευρώπη, αλλά και εν συνεχεία παγκοσμίως, για ελληνική κρίση χρέους. Η πτώση του κλάδου των τροφίμων, κλάδου βασικού αφού τα τρόφιμα αποτελούν είδη πρώτης ανάγκης, έπρεπε να ληφθεί σοβαρά υπόψη, αλλά δεν ήταν μόνο αυτό. Παράλληλα είχαν κάθοδο και ο τραπεζικός με τον κατασκευαστικό κλάδο. Οι επενδυτές, εγχώριοι και μη, αντιλήφθηκαν την επιβράδυνση της ελληνικής οικονομίας με αποτέλεσμα να αρχίσουν την πώληση μετοχών, αυτές να χάνουν την αξία τους και οι δείκτες να υποχωρούν σημαντικά. Η πορεία αυτή του χρηματιστηρίου, έφερε στην επιφάνεια πολύ έντονα και το πρόβλημα της αύξησης του δημοσίου χρέους. Ο συνδυασμός της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης και του δημοσίου χρέους προσέδωσε στην οικονομία αλλά και στην πολιτική σκηνή περισσότερη αστάθεια. Οι συνεχώς πτωτικοί δείκτες, με τον τραπεζικό να απεικονίζει την δυσχερή θέση της χώρας, οδηγούν σε ραγδαίες εξελίξεις και αντίστοιχες πολιτικές και οικονομικές αποφάσεις. Οι συνεχόμενες αποφάσεις για λήψη μέτρων, που επιβάρυναν σημαντικά τους φορολογούμενους,

δεν έδειχναν να καθυσιχάζουν τους επενδυτές, οι οποίοι έδειχναν θετική αντίδραση μόνο σε κατά καιρούς στήριξη των τραπεζών. Τέτοιες αποφάσεις έβρισκαν αντίθετους τους πολίτες, με αποτέλεσμα την εναλλαγή κυβερνήσεων.

Όταν το 2010 οι επενδυτές είχαν πλέον οδηγήσει τους δείκτες σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα, η χώρα εισήλθε στον μηχανισμό στήριξης. Η πολιτική απόφαση για οικονομική ενίσχυση της χώρας, με έναν τρόπο ο οποίος μόνο σιγουριά δεν προσέδωσε στους επενδυτές, ήταν η επισφράγιση των προβλέψεων τους. Ο τραπεζικός δείκτης έχει φτάσει πλέον στο ναδίρ, δείχνοντας ότι οι αγορές έχουν σχεδόν εγκαταλείψει το ελληνικό χρηματιστήριο. Αποφάσεις για ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών και ενίσχυσή τους δημιουργούν μικρές κινήσεις στους δείκτες αλλά τίποτα πλέον δεν είναι αρκετό.

Οι επενδυτές του Χ.Α.Α. έδειξαν από την αρχή την εκτίμησή τους για την πορεία της οικονομίας, αλλά και τις προθέσεις τους ως προς αυτήν. Οδήγησαν την εκάστοτε πολιτική ηγεσία σε οικονομικές αλλά και πολιτικές αποφάσεις, άλλες ανεπαρκείς και άλλες κατά πολύ λανθασμένες. Αποτέλεσμα των παραπάνω είναι σήμερα η ελληνική οικονομία να βρίσκεται στο χειρότερο σημείο της.

Κλείνοντας , μπορεί η οικονομία ακόμα και τώρα να είναι σε ένα πολύ κακό σημείο, ίσως από τα χειρότερα που έχουμε βιώσει σαν χώρα , όμως βγήκε ένα θετικό αποτέλεσμα μέσα από την συγκεκριμένη εργασία .

Πιο συγκεκριμένα , καταλήξαμε στο συμπέρασμα οι αποδόσεις των μετοχών είναι κατά μέσο όρο θετικές την Παρασκευή και αρνητικές την Δευτέρα , όπως είδαμε και παραπάνω (Το Φαινόμενο του Σαββατοκύριακου (Weekend Effect) ) σύμφωνα με τους ερευνητές French (1980), Gibbon και Hess (1981), Lakonishok και Levi (1982), που κατέληξαν σε αυτό το συμπέρασμα έπειτα από μελέτες .



## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Χρηματιστήριο Αθηνών 125 χρόνια, Αθήνα, Ιούνιος 2001, Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε.

Εγχειρίδιο των επενδυτών – Όσα πρέπει να γνωρίζετε, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Κύπρου

Όμιλος Ελληνικά Χρηματιστήρια, Ιστορικά στοιχεία

Investment Analysis Journal, Χρηματιστήριο, Τι είναι Πως λειτουργεί; , Μάιος 1990

Ετήσιο Δελτίο και Απολογισμός 9<sup>ης</sup> Εταιρικής Χρήσης 2009, Ελληνικά

Χρηματιστήρια Α.Ε.

Ανάλυση και διαχείριση οικονομικών κρίσεων, Άγγελος Κότιος , Πανεπιστήμιο

Πειραιά

Χρηματιστήριο Αξιών και Παραγώγων, σημειώσεις μαθήματος, Γαβριλάκης

Νεκτάριος , Ηράκλειο 2004

Χρηματοδοτικοί Οργανισμοί και Αγορές, Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου,

Απόστολος Α. Μπάλλας, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 2003

Χρηματιστήριο, <<Το παιχνίδι της λογικής και της παρόρμησης>>, Χρήστος Α.

Αλεξάκης, Εκδόσεις Κριτική, Μάρτιος 2003

Αλεξάκης, Χρ., Ξανθάκης, Μ., 2008. Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική,

Εκδόσεις Σταμούλη.

Νίνα-Παζαρζή, Ε., 2004. Σημειώσεις Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής,  
Τόμος Α, Διατμηματικό Μεταπτυχιακό Οργανωτικής και Οικονομικής  
Ψυχολογίας, Πάντειο Πανεπιστήμιο.

Νίνα-Παζαρζή, Ε., 2005. Σημειώσεις Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής,  
Τόμος Β, Κοινωνιολογικές και Ψυχολογικές Προσεγγίσεις, Διατμηματικό  
Μεταπτυχιακό Οργανωτικής και Οικονομικής Ψυχολογίας, Πάντειο  
Πανεπιστήμιο. Νίνα-Παζαρζή, Ε., 2005. Κοινωνική Ψυχολογία, Αθήνα.

Οικονόμου, Φ., Ποιους μήνες ανεβαίνει το Χ.Α., [www.euro2day.gr](http://www.euro2day.gr), 01/05/2006.  
Οικονόμου, Φ., Τα συνηθισμένα σφάλματα συμπεριφοράς των επενδυτών,  
Κέρδος, 10/3/2009.

Οικονόμου, Φ., Οι παρελθούσες επιδόσεις δεν εξασφαλίζουν τις  
μελλοντικές!, Κέρδος, 27/1/2009.

Οικονόμου, Φ., Φίλιππας, Ν., Η συμπεριφορά της αγέλης στη  
χρηματιστηριακή αγορά των Αθηνών, Τιμητικός Τόμος Καθηγητή Σ.  
Καρβούνη, Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων Πανεπιστημίου  
Πειραιώς (υπό έκδοση).

Παζαρζή, Γ., 2009. Έμφυλες διαφορές στη λήψη οικονομικών αποφάσεων: Ανασκόπηση της βιβλιογραφίας, 1<sup>ο</sup> Πανελλήνιο Συνέδριο της Ελληνικής Κοινωνιολογικής Εταιρείας, Αθήνα.

Σπύρου, Σπ., 2009. Εισαγωγή στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, κεφαλαιαγορές και επενδυτική ψυχολογία, Εκδόσεις Μπένου.

Φίλιππας, Ν., 2005. Επενδύσεις, Εκδόσεις Πανεπιστημιακό.

Φίλιππας Ν., Η επίδραση των Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης στην ψυχολογία του επενδυτή, Κέρδος, 8/3/2008.

Φίλιππας, Ν., Το πρόβλημα της ασυνεπούς αντίληψης των επενδυτών, Κέρδος, 1/4/2008.

Φίλιππας, Ν., Ο ρόλος των noise traders στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου, Ελευθεροτυπία, 4/5/2008.

Φίλιππας, Ν., Το συναίσθημα του επενδυτή, Ελευθεροτυπία, 13/7/2008.

Φίλιππας, Ν., Αποστροφή Μετάνοιας : Ένας ακόμη ανασταλτικός παράγοντας για την επίτευξη υψηλών αποδόσεων , Κέρδος, 24/4/2008.

Φίλιππας Ν., Μαύρη Δευτέρα και Μαύροι Κύκνοι, Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία, 7/12/2008.

- Φίλιππας, Ν., Συμβουλές αποφυγής των συνηθισμένων επενδυτικών λαθών, Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία, 4/1/2009.
- Φίλιππας, Ν., Τα πιο συνηθισμένα επενδυτικά λάθη και πώς να τα αποφύγετε, Ελευθεροτυπία, 2009.
- Φίλιππας, Ν., Λάθος εργαλεία απέναντι στις διακυμάνσεις, Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία, 25/1/2009.
- Φίλιππας, Ν., Ξεχνάμε γρήγορα και χάνουμε πολλά, Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία, 7/6/2009.
- Φίλιππας, Ν., Καθένας με το ρίσκο του, Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία, 6/9/2009.
- Φίλιππας, Ν., 2010. Αμοιβαία Κεφάλαια: Η ελληνική πραγματικότητα και οι σύγχρονες διεθνείς εξελίξεις.
- Φίλιππας, Ν., Επενδυτικά σφάλματα & behavioural finance, [www.euro2day.gr](http://www.euro2day.gr), 14/4/2010.
- Φίλιππας, Ν., Η επίδραση του φόβου στις επενδύσεις, [www.euro2day.gr](http://www.euro2day.gr), 17/06/2010.
- Φίλιππας, Ν., Τα επτά θανάσιμα αμαρτήματα των επενδύσεων, [www.euro2day.gr](http://www.euro2day.gr), 23/8/2010.
- Φίλιππας, Ν., Ζώδη Ένστικτα και Οικονομικές Καταστροφές, [www.euro2day.gr](http://www.euro2day.gr), 18/1/2011.
- Φίλιππας, Ν., Η ψευδαίσθηση του χρήματος, [www.euro2day.gr](http://www.euro2day.gr), 13/7/2011.
- Φλώρος Χρήστος, Managerial Finance , The influence of the political elections on the course of the Athens Stock Exchange 1996-2002 , [www.emeraldinsight.com](http://www.emeraldinsight.com) , 07/2008

## ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ

[https://el.wikipedia.org/wiki/Χρηματιστήριο\\_Αθηνών](https://el.wikipedia.org/wiki/Χρηματιστήριο_Αθηνών)

[www.naftemporiki.gr](http://www.naftemporiki.gr)

[www.capital.gr](http://www.capital.gr)

[www.tovima.gr](http://www.tovima.gr)

www.money.cnn.com

www.moody's.com

www.imf.org

www.bbc.co.uk

www.imerisia.gr

www.energia.gr

www.nytimes.com

www.euro2day.gr

www.ec.europa.eu

www.telegraph.co.uk

www.in.gr

www.eur-lex.europa.eu

www.euoparl.europa.eu

www.minfin.gr

www.iraj.gr

www.ase.gr

www.exae.gr

www.24grammata.com

[www.makthes.gr](http://www.makthes.gr)

[www.emeraldinsight.com](http://www.emeraldinsight.com)

<http://www.enikos.gr/mpogiopoulos/200602/to-rififi-ton-aionon-itan-nomimo-isos-kai-ithiko>

<https://www.euretirio.com/apotelesmatiki-agera/>

<https://www.forexpros.gr/ti-einai-ta-etfs/>

<https://www.euretirio.com/options-dikaiomata-proairesis/>