

Φίλιππας: Γιατί οι επενδυτές δρουν ως... αγέλη

Η συμπεριφορά της αγέλης στις αγορές. Πότε παρατηρείται και οι οδυνηρές επιπτώσεις για τους επενδυτές. Πώς συνετέλεσε στη "φούσκα" και την κατάρρευση του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Του Ν. Φίλιππα.

Δημοσιεύθηκε: 6 Ιουνίου 2012 - 07:45

Η πρόσφατη διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση ανέδειξε, περισσότερο από ποτέ, το γεγονός ότι ψυχολογικοί και συναισθηματικοί παράγοντες μπορούν να επηρεάσουν την πορεία των χρηματοοικονομικών αγορών.

Τα αποτελέσματα μπορεί να είναι σε πολλές περιπτώσεις απρόβλεπτα, ανεξέλεγκτα ή **ακόμα και καταστροφικά** για τους συμμετέχοντες στις αγορές. Σε ακραίες περιόδους της αγοράς (*extreme market conditions*), συναισθήματα όπως ο φόβος, η απληστία, η υπερβολική αυτοπεποίθηση ή η αισιοδοξία διαμορφώνουν ένα εκρηκτικό χρηματοοικονομικό περιβάλλον μέσα στο οποίο οι επενδυτές, ιδιαίτερα οι ιδιώτες μικροεπενδυτές, είναι δύσκολο να προστατευθούν.

Κάτω από αυτές τις συνθήκες, οι τιμές των αξιογράφων μπορεί να αποκλίνουν από τις θεμελιώδεις τιμές και μάλιστα **για παρατεταμένα χρονικά διαστήματα** για λόγους που δεν σχετίζονται πάντοτε αποκλειστικά με τα θεμελιώδη μεγέθη τους (Shleifer, 2000, Brunnermeier, 2001).

Σαν αποτέλεσμα, συμπεριφορικά σφάλματα, ψυχολογικοί παράγοντες, περιορισμοί ρευστότητας στις αγορές, ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ των διαφορετικών ομάδων, περιορισμοί στο arbitrage αποτελούν σοβαρό κίνδυνο για την αποσταθεροποίηση των αγορών.

Κατά τη διάρκεια ακραίων περιόδων στις χρηματιστηριακές αγορές είναι πιθανότερο να **“ξυπνήσει” και το αγελαίο ένστικτο των επενδυτών**, οι οποίοι αναζητούν την «ασφάλεια» (τις περισσότερες φορές αποκλειστικά ψυχολογική) που τους παρέχει η ένταξή τους σε μια ομάδα, στην προκειμένη περίπτωση στην κοινή γνώμη της αγοράς (Christie & Huang, 1995). Η συμπεριφορά της αγέλης, ορίζεται ως η αμοιβαία μίμηση των επενδυτικών επιλογών η οποία οδηγεί τελικά σε σύγκλιση δράσεων των επενδυτών (Welch, 2000 ; Hirshleifer & Teoh, 2003).

Αξίζει να σημειωθεί ότι η συμπεριφορά αυτή παρατηρείται όχι μόνο στους

ιδιώτες μικροεπενδυτές, αλλά και στους χρηματοοικονομικούς αναλυτές, θεσμικούς επενδυτές και επαγγελματίες διαχειριστές χαρτοφυλακίων.

Αν και σε ατομικό επίπεδο η συμπεριφορά της αγέλης μπορεί να εξυπηρετεί συγκεκριμένους ψυχολογικούς ή πρακτικούς σκοπούς (intentional herding), σε επίπεδο αγοράς η συμπεριφορά αυτή είναι **αναποτελεσματική με σοβαρές επιπτώσεις** στην εύρυθμη λειτουργία των αγορών και την αποσταθεροποίησή τους.

Η συμπεριφορά αυτή μπορεί να εμφανισθεί εντονότερα όταν παρατηρείται **αβεβαιότητα για τις πληροφορίες** που έχουν στη διάθεσή τους οι συμμετέχοντες στην αγορά (Bikhchandani, Hirshleifer & Welch, 1992 ; Bikhchandani & Sharma, 2001), όπως και για λόγους διατήρησης της καλής φήμης των διαχειριστών χαρτοφυλακίων όταν κρίνονται βάσει της σχετικής τους θέσης στην αγοράς (Scharfstein & Stein, 1990 , Trueman, 1994) ή όταν η αμοιβή τους συνδέεται άμεσα με τη σχετική τους κατάταξη στο σύνολο της αγοράς (βλ. Πρόβλημα αντιπροσώπευσης - Devenow & Welch, 1996).

Σε αυτές τις περιπτώσεις **η απόκλιση από το μέσο όρο μπορεί να κοστίζει ακριβά** και πολλοί διαχειριστές διστάζουν να διακινδυνεύσουν να υποστηρίξουν τις προσωπικές τους επιλογές. Από την άλλη μεριά υπάρχει και η συμπεριφορική μορφή της αγελαίας συμπεριφοράς (behavioral), η οποία βασίζεται σε ψυχολογικούς παράγοντες των επενδυτών που επιλέγουν να ακολουθήσουν την αγέλη (Devenow & Welch, 1996).

Η μορφή της αγελαίας συμπεριφοράς που είναι δυσκολότερο να εντοπισθεί είναι **η πλασματική** (spurious) (Bikhchandani & Sharma, 2001), δεδομένου ότι οι επενδυτές που διαθέτουν το ίδιο σύνολο πληροφοριών θα δράσουν με αντίστοιχο τρόπο και θα κινηθούν παράλληλα, χωρίς όμως να αντιγράφει ή να μιμείται ο ένας τον άλλο. Σε αυτήν την περίπτωση η συμπεριφορά τους είναι ορθολογική και σύμφωνα με έρευνες δε φαίνεται να διαταράσσει την αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς (Caparrelli, et al., 2004).

II. Ανασκόπηση εμπειρικών μελετών

Η υποδειγματοποίηση και η μελέτη της αγελαίας συμπεριφοράς συγκεντρώνει το ερευνητικό ενδιαφέρον παγκοσμίως λόγω των σοβαρότατων επιπτώσεων που έχει για την αποτελεσματική λειτουργία των αγορών, αλλά και τον πλούτο των επενδυτών, ιδιωτών και θεσμικών.

Αν και το αγελαίο ένστικτο αποτελούσε ένα χρήσιμο όπλο και προϊόν της διαδικασίας της εξέλιξης για την επιβίωση του ανθρώπινου είδους, **δεν αποδεικνύεται εξίσου χρήσιμο** στις σύγχρονες χρηματοοικονομικές αγορές.

Αντιθέτως, δημιουργούνται πολλά και σημαντικά προβλήματα. Αρχικά, η ύπαρξη της συμπεριφοράς της αγέλης **περιορίζει σε μεγάλο βαθμό τα οφέλη της διαφοροποίησης**, αφού παρατηρείται παράλληλη κίνηση των αποδόσεων των αξιογράφων, με αποτέλεσμα να απαιτείται μεγαλύτερος αριθμός αξιογράφων για την επίτευξη του ίδιου βαθμού διαφοροποίησης σε σχέση με μία αγορά που λειτουργεί αποτελεσματικά.

Επιπροσθέτως, σε πολλές περιπτώσεις **δεν είναι εφικτή η μείωση του κινδύνου** για τα χαρτοφυλάκια των επενδυτών (Chang, Cheng & Khorana, 2000 ; Baur, 2006 , Chiang & Zheng, 2010 ; Morelli, 2010 , Economou, Kostakis & Philipras, 2011). Παράλληλα, διαταράσσεται η αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς, η οποία προϋποθέτει ότι οι επενδυτές είναι πλήρως ορθολογικοί και οι τιμές των αξιογράφων απεικονίζουν όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση, δεδομένου ότι παρατηρούνται **αποκλίσεις από τις θεωρητικά ορθές τιμές** των αξιογράφων (Christie & Huang, 1995; Hwang & Salmon, 2004). Φαίνεται μάλιστα ότι είναι υπαρκτός και ο κίνδυνος αποσταθεροποίησης των χρηματιστηριακών αγορών και μετάδοσης (contagion) κρίσεων παρουσία της αγελαίας συμπεριφοράς (Bikhchandani & Sharma, 2001).

III. Το Χρηματιστήριο των Αθηνών

Η μελέτη της συμπεριφοράς της αγέλης στη χρηματιστηριακή αγορά των Αθηνών παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον, ιδιαίτερα σε περιόδους κρίσης όπως ήταν **η φούσκα του 1999 και η κρίση της πρόσφατης περιόδου 2007-2009**.

Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της μικροδομής (microstructure) του Χρηματιστηρίου Αθηνών, όπως είναι η **χαμηλή εμπορευσιμότητα** των μετοχικών τίτλων, η έλλειψη ρευστότητας, η ολιγοπωλιακή διάρθρωση στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου και η έλλειψη βάθους της αγοράς, αλλά και η αυξημένη συμμετοχή ξένων θεσμικών επενδυτών μπορεί να αποτελέσουν σημαντικούς παράγοντες για την αποτελεσματικότητα της αγοράς και για την εμφάνιση της συμπεριφοράς της αγέλης.

Η χρηματιστηριακή αγορά των Αθηνών ιδρύθηκε το 1876 και μέχρι το 1987 ήταν σχεδόν αποκλειστικά μια περιφερειακή αγορά, με μικρή κεφαλαιοποίηση και χαμηλή ρευστότητα. Κομβικό σημείο της πορείας του Χρηματιστηρίου Αθηνών ήταν το 1986, όπου με μία σειρά θεσμικών προσαρμογών (Επιτροπή Καρατζά) **απελευθερώθηκε η κίνηση κεφαλαίων για επενδύσεις σε αξιόγραφα**.

Η δεκαετία του 1990, πέρα από τις υπερβολές που εμφανίστηκαν στην αρχή της και την μετέπειτα στασιμότητα της, έδωσε μια άλλη ποιοτική και ποσοτική διάσταση στο θεσμό με αποτέλεσμα το Χρηματιστήριο Αθηνών από αναδυόμενη αγορά να έχει όλες τις προϋποθέσεις για το χαρακτηρισμό της ως ώριμης.

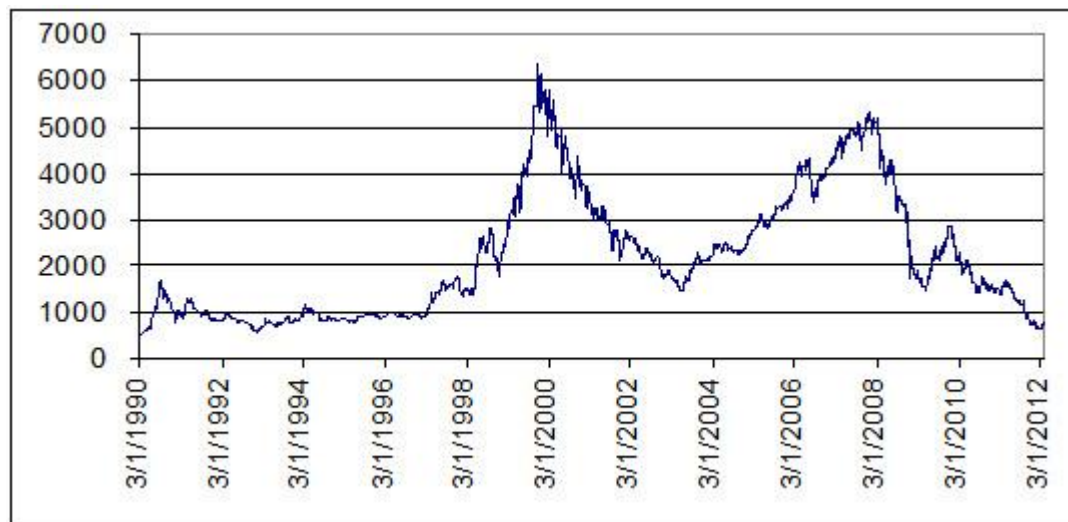
Κατά την περίοδο 1997-1999 το Χρηματιστήριο των Αθηνών γνώρισε μια **εκρηκτική άνοδο**, λόγω της προσαρμογής της Ελληνικής Οικονομίας για την ένταξή της στην Ευρωζώνη.

Επιπρόσθετα, συμμετείχαν εκατομμύρια ιδιώτες επενδυτές (noise traders), οι οποίοι συνέβαλλαν στη δημιουργία μιας από τις μεγαλύτερες χρηματιστηριακές φούσκες. Πιο συγκεκριμένα, κατά τη διάρκεια της περιόδου 1/1/1998-17/9/1999 (ιστορικό υψηλό) ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου

Αθηνών σημείωσε **εντυπωσιακή άνοδο της τάξης του 332,69%**, όμως στη συνέχεια ο Γενικός Δείκτης έφτασε στο ιστορικά χαμηλό επίπεδο των 1467,30 μονάδων σημειώνοντας απώλειες 77,88% στις 31/3/2003 (Διάγραμμα 1).

Διάγραμμα 1

Η πορεία του Γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών



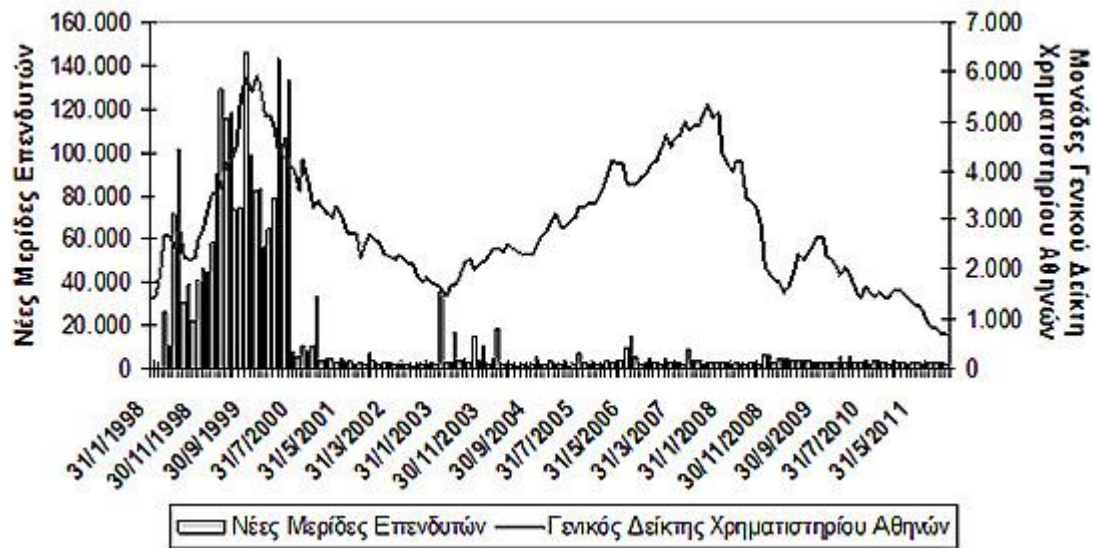
Πηγή: Bloomberg

Η εντυπωσιακή άνοδος του Χρηματιστηρίου προσέλκυσε χιλιάδες νέους, κυρίως εγχώριους, μικροεπενδυτές και η μαζική συμπεριφορά αυτών των αμήτων και ελλιπώς πληροφορημένων επενδυτών (noise traders) δημιούργησε τη **συμπεριφορά της αγέλης στη διάρκεια της χρηματιστηριακής φούσκας**.

Αξίζει να σημειωθεί ότι μόνον το Σεπτέμβριο του 1999 άνοιξαν 145.817 νέες μερίδες επενδυτών (Διάγραμμα 2) όταν το σύνολο των υπαρχόντων κωδικών στις 31/12/1998 ήταν **λιγότερες από 300.000!** Η εντυπωσιακή άνοδος των τιμών το 1999, αλλά και η απότομη πτώση που ακολούθησε είχε σοβαρότατες οικονομικές επιπτώσεις, κυρίως για τους μικροεπενδυτές, καθώς η επενδυτική εμπιστοσύνη κλονίστηκε και για πολλά χρόνια οι επενδυτές ήταν επιφυλακτικοί απέναντι στη χρηματιστηριακή αγορά, καταγράφοντας αρχικά λογιστικές, αλλά στη συνέχεια υπέρογκες ζημιές!

Διάγραμμα 2

Αριθμός νέων μεριδών στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (Μηνιαία στοιχεία 1998-2011)

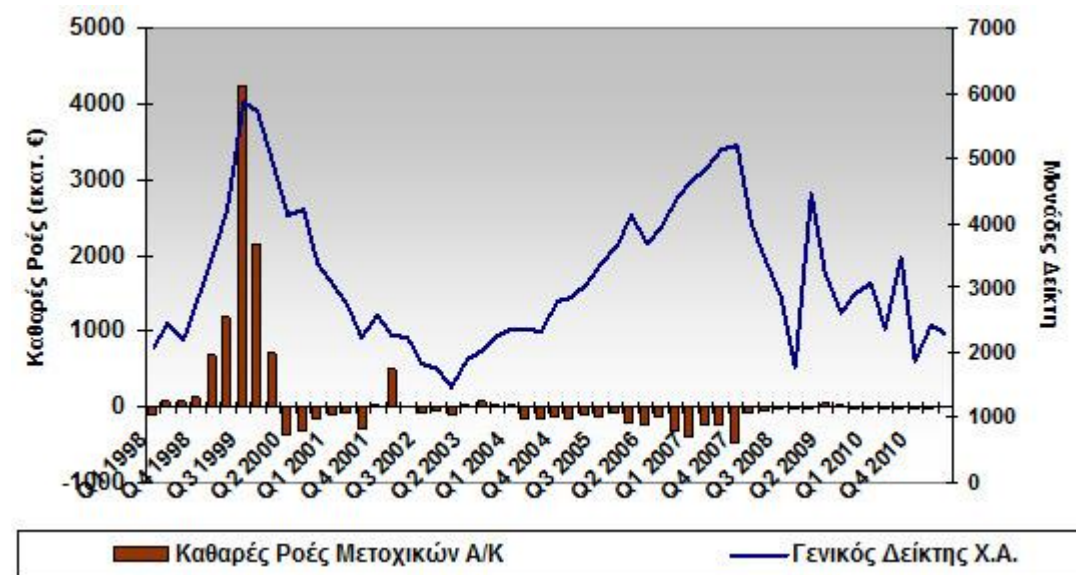


Πηγές: Μηνιαία Στατιστικά Δελτία Χρηματιστηρίου Αθηνών, Bloomberg

Αντίστοιχη ήταν και η συμπεριφορά των επενδυτών **μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων**, όπως φαίνεται στο διάγραμμα 3, με τις εισροές στα μετοχικά κεφάλαια εσωτερικού να φτάνουν σε εντυπωσιακά επίπεδα σε συγκεκριμένους μήνες του 1999.

Διάγραμμα 3

Οι ροές κεφαλαίων στα μετοχικά Α/Κ εσωτερικού (τριμηνιαία στοιχεία 1998-6/2011)



Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών

Μέσα σε ένα τέτοιο εκρηκτικό περιβάλλον δημιουργούνται οι κατάλληλες συνθήκες εμφάνισης της αγελαίας συμπεριφοράς.

IV. Εμπειρικά αποτελέσματα για την ύπαρξη αγελαίας συμπεριφοράς στη Χρηματιστηριακή Αγορά των Αθηνών.

Σε μια σχετικά πρόσφατη μελέτη τους οι Caporale, Economou και Philippas (2008) αποδεικνύουν **την ύπαρξη της συμπεριφοράς της αγέλης στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά για την περίοδο 1998 - 2007**. Επιπλέον, δόθηκε για πρώτη φορά μια επιστημονική ερμηνεία για τη φούσκα του 1999 μέσω της ύπαρξης αγελαίας συμπεριφοράς.

Πιο συγκεκριμένα, χρησιμοποιώντας ημερήσια, εβδομαδιαία και μηνιαία δεδομένα για την περίοδο 1998 - 2007 αποδεικνύεται η ύπαρξη της αγελαίας συμπεριφοράς σε ακραίες περιόδους της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς, η οποία μάλιστα φαίνεται εντονότερη για τα ημερήσια δεδομένα, αναδεικνύοντας τη βραχυπρόθεσμη φύση του φαινομένου.

Επιπλέον, αποδείχτηκε ότι η συμπεριφορά της αγέλης είναι **εντονότερη σε ανοδικές, παρά σε πτωτικές περιόδους** της χρηματιστηριακής αγοράς. Η συμπεριφορά της αγέλης ήταν παρούσα κατά τη διάρκεια της χρηματιστηριακής φούσκας του 1999, με μεγαλύτερη ένταση στις μετοχές της μικρής κεφαλαιοποίησης. Η εντυπωσιακή άνοδος του χρηματιστηρίου προσέλκυσε χιλιάδες νέους εγχώριους μικροεπενδυτές με ελλιπή πληροφόρηση, οι οποίοι προέβησαν σε μαζικές αγορές.

Η συμπεριφορά του χρηματιστηρίου φαίνεται να είναι πιο ορθολογική μετά το 2002. Αυτή η μεταστροφή στη συμπεριφορά των επενδυτών μπορεί να αποδοθεί κυρίως στις σημαντικές **θεσμικές και κανονιστικές μεταρρυθμίσεις** της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς, στην έντονη παρουσία ξένων θεσμικών επενδυτών αλλά και στην απουσία των εγχώριων μικροεπενδυτών οι οποίοι ενσωμάτωσαν θόρυβο (noise) στις τιμές των μετοχών, ωθώντας τες προς τα πάνω.

Τα ευρήματα αυτά είναι εξαιρετικά χρήσιμα για την κατανόηση της συμπεριφοράς των Ελλήνων επενδυτών και έχουν σοβαρές επιπτώσεις τόσο για την αποτελεσματικότητα της χρηματιστηριακής αγοράς όσο και για την κατασκευή αποδοτικών χαρτοφυλακίων λαμβάνοντας υπ' όψιν πληροφορίες από τη συμπεριφορά των μικροεπενδυτών, χρησιμοποιώντας τα σχετικά εκτιμημένα οικονομικά υποδείγματα.

Πιο πρόσφατα, οι Fotini Economou, Alexandros Kostakis και Nikolaos Philippas (2011), εξέτασαν την ύπαρξη της συμπεριφοράς αγέλης σε τέσσερις αγορές της Νοτίου Ευρώπης (Ελλάδα, Ιταλία, Ισπανία, Πορτογαλία), οι οποίες συγκεντρώνουν το παγκόσμιο ενδιαφέρον, λόγω των έντονων μακροοικονομικών ανισοροπιών και των σοβαρών δημοσιονομικών προβλημάτων που αντιμετωπίζουν, **αλλά και των κινδύνων που μπορούν να μεταδώσουν επηρεάζοντας τη σταθερότητα ολόκληρης της**

Ευρωζώνης.

Η μελέτη παρέχει μια ολοκληρωμένη εξέταση για την ύπαρξη της συμπεριφοράς της αγέλης στις τέσσερις χρηματιστηριακές αγορές, χρησιμοποιώντας ημερήσια δεδομένα για την περίοδο Ιανουάριος 1998-Δεκέμβριος 2008.

Σύμφωνα με τα εμπειρικά αποτελέσματα αποδεικνύεται η ύπαρξη αγελαίας συμπεριφοράς για τις χρηματιστηριακές αγορές **της Ελλάδας και της Ιταλίας**. Τα ευρήματα είναι ανάμεικτα για την Πορτογαλία, ενώ δεν υπάρχουν ενδείξεις συμπεριφοράς αγέλης για την Ισπανία για την εξεταζόμενη περίοδο.

Ίσως το βασικότερο εύρημα αυτής της μελέτης είναι η ύπαρξη σημαντικής παράλληλης κίνησης της **διαστρωματικής διασποράς των αποδόσεων** στις εξεταζόμενες αγορές, με αποτέλεσμα την πιθανότητα ταυτόχρονης συντονισμένης εμφάνισης της αγελαίας συμπεριφοράς σε αυτές τις αγορές και την πιθανότητα εμφάνισης μιας περιφερειακής χρηματιστηριακής κρίσης.

Παράλληλα, γίνεται εμφανές ότι περιορίζονται τα οφέλη της διεθνικής διαφοροποίησης για τις εν λόγω αγορές. Τέλος, ένα ενθαρρυντικό εύρημα για την σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος είναι το γεγονός ότι η πρόσφατη παγκόσμια οικονομική κρίση **δεν ενέτεινε τη συμπεριφορά αγέλης στις εξεταζόμενες αγορές**.

V. Συμπεράσματα και προτάσεις για περαιτέρω έρευνα

Η Χρηματιστηριακή αγορά των Αθηνών θα μπορούσε να λειτουργήσει θετικά όχι μόνο στην ανάπτυξη της Ελληνικής οικονομίας, αλλά και για την ευρύτερη ανάπτυξη της περιοχής των Βαλκανίων. Δυστυχώς η μέχρι τώρα πορεία του ρόλου του Χρηματιστηρίου Αθηνών είναι απογοητευτική.

Τα προαναφερθέντα εμπειρικά ευρήματα είναι εξαιρετικά χρήσιμα σε μια σειρά από αποδέκτες όπως επενδυτές, ασφαλιστικά ταμεία, A/K, αλλά και τις για τις εποπτικές αρχές, αφού η κατανόηση της λειτουργίας των αγορών και η πιθανότητα αποσταθεροποίησής τους ενέχουν σοβαρές επιπτώσεις τόσο για την αποτελεσματική λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς, όσο και για την κατασκευή αποδοτικών χαρτοφυλακίων και τελικά τον πλούτο των επενδυτών και της κοινωνίας μας.

**** Ο κ. Νικόλαος Φίλιππας είναι Αναπληρωτής Καθηγητής του Πανεπιστημίου Πειραιώς***