

dovrebbero essere in grado di annullare le variazioni nei prezzi, determinate dalle strategie di investimento di investitori irrazionali. Secondo i comportamentalisti infatti, può accadere che le idee pessimistiche degli investitori irrazionali, circa il futuro andamento di una determinata azienda, continuino anche dopo che l'arbitraggista, seguendo la sua strategia, abbia proceduto all'acquisto del titolo legato a tale azienda. Se infatti ciò dovesse accadere, si determinerebbe un'ulteriore svalutazione del titolo che farebbe registrare delle notevoli perdite all'arbitraggista. Questo timore induce l'arbitraggista ad essere più cauto, mostrando pertanto, che non esistono delle opportunità di arbitraggio perfetto come sostenuto dalla tradizionale teoria finanziaria.

Il lavoro è così strutturato: la parte seconda è dedicata alla teoria dei mercati efficienti, la terza parte è dedicata ai principali aspetti della finanza comportamentale e nella parte quarta si riportano alcune osservazioni conclusive.

2. L'IPOTESI DEI MERCATI EFFICIENTI

La "Teoria dei Mercati Efficienti", è stata formulata nell'Università di Chicago intorno al 1960, ed è stata l'ipotesi centrale della finanza per circa 30 anni.

In questo paragrafo analizzeremo gli aspetti teorici e quelli empirici di tale teoria, che nel seguito denoteremo con l'acronimo EMH.

2.1. Ipotesi dei Mercati Efficienti: aspetti teorici

I fondamenti teorici dell'EMH riposano essenzialmente su tre argomenti³:

- 1) Si suppone che gli investitori siano razionali e che quindi valutino i titoli razionalmente
- 2) Ammesso che alcuni investitori siano irrazionali, i loro scambi, essendo casuali, hanno l'effetto di cancellarsi a vicenda, senza sortire effetti sui prezzi;
- 3) Tali investitori irrazionali incontrano nel mercato arbitraggisti, che eliminano la loro influenza sui prezzi.

Quando l'investitore è razionale, valuta il titolo per il suo **valore fondamentale**, cioè il valore attuale dei dividendi futuri attesi, con un tasso di sconto corretto dal rischio (Blanchard 2000)⁴.

Pertanto, dati:

P_t prezzo dell'azione al tempo t
 D_t dividendi al tempo t
 D_{t+1}^e dividendi attesi al tempo $t+1$
 D_{t+2}^e dividendi attesi al tempo $t+2$
...
...
...
 r_t tasso di interesse a un anno, al tempo t

³ Shleifer A (2000) "Inefficient Markets: an introduction to behavioral finance" Oxford University Press

⁴ Blanchard O. (2000) "Macroeconomia" Il Mulino 2000

r_{t+1}^e tasso di interesse a un anno, atteso al tempo $t+1$
 ε premio al rischio (per la rischiosità delle azioni)

risulta:

$$P_t = \frac{D_{t+1}^e}{(1+r_t+\varepsilon)} + \frac{D_{t+2}^e}{(1+r_t+\varepsilon)(1+r_{t+1}^e+\varepsilon)} + \dots + \frac{D_{t+n}^e}{(1+r_t+\varepsilon)\dots(1+r_{t+n-1}^e+\varepsilon)} + \dots$$

Quando l'investitore viene a conoscenza di qualcosa sul valore fondamentale del titolo, risponde prontamente aumentando il prezzo d'offerta, quando la notizia è buona e diminuendolo, quando la notizia è "cattiva". In altre parole, se ad esempio, un investitore riceve una comunicazione di guadagni di una impresa, aspettandosi un conseguente aumento nei dividendi attesi, aumenterà il prezzo a cui è disposto ad offrire il suo titolo, se nella posizione di venditore; se nella posizione di acquirente, sarà disposto a pagare un prezzo più elevato per acquistare il titolo. Come conseguenza, in un mercato finanziario efficiente, il prezzo del titolo contiene tutte le informazioni disponibili quasi immediatamente (Fama 1970)⁵, ed il prezzo si adatta al nuovo livello, corrispondente al nuovo valore attuale dei dividendi attesi.

La quotazione potrebbe sembrare a volte troppo alta o troppo bassa e seguente percorsi casuali nel tempo (random walks)⁶, ma secondo la teoria dei mercati efficienti, i prezzi dei titoli non fanno altro che adeguarsi a nuove informazioni, che per definizione sono imprevedibili.

Secondo Schleifer "l'investitore medio (sia azionario o di un Fondo Pensione o di un Fondo Comune d'Investimento), non può sperare di "battere il mercato" (ottenere un rendimento medio atteso superiore a quello di equilibrio) e, tutte le risorse che egli impiega per analizzare, scegliere e scambiare titoli, sono sprecate. Anzi, si può affermare che è meglio che tenga passivamente il portafoglio di mercato e dimentichi del tutto la gestione attiva dei titoli"⁷.

In altre parole se l'EMH vale, il mercato dice cosa fare per ottenere il meglio.

Quanto detto ricordiamo che presuppone la razionalità dell'investitore.

Qualora dovessimo tuttavia ipotizzare che esistano nel mercato degli investitori non del tutto razionali, ciò non modificherebbe l'idea che i mercati siano efficienti.

Tali investitori infatti, scambiano nel mercato casualmente. Pertanto quando c'è un vasto numero di investitori, con strategie di investimento non correlate, è probabile che i loro scambi si cancellino a vicenda (l'operazione d'acquisto di un investitore sarà compensata da una operazione di vendita della sua controparte). In tal caso i prezzi rimarranno sostanzialmente vicini al valore fondamentale⁸.

Tuttavia anche nel caso di correlazione fra le strategie di scambio di investitori irrazionali, l'ipotesi EMH può continuare ad essere valida, per l'azione dell'arbitraggio (acquisto e simultanea vendita dello stesso titolo, o titolo simile in due mercati differenti a prezzi differenti).

⁵ Fama E. (1970) "Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work". *Journal of Finance*

⁶ Shleifer A (2000) "Inefficient Markets: an introduction to behavioral finance" *Oxford University Press*

⁸ Shleifer A (2000) "Inefficient Markets: an introduction to behavioral finance" *Oxford University Press*

Come sostenuto da Friedman⁹ infatti, ammesso che un numeroso gruppo di investitori irrazionali (noise traders), creandosi delle aspettative pessimistiche circa il futuro di una impresa, venda in massa le azioni in suo possesso di quell'azienda, determinando la discesa del prezzo delle azioni e il conseguente allontanamento dal valore fondamentale (in altre parole quando si verifica un mispricing) interverranno gli arbitraggisti che con una operazione d'acquisto riporteranno i prezzi al livello di equilibrio. I traders razionali (arbitraggisti) cioè coglieranno immediatamente l'opportunità creata dai noise traders, acquistando le azioni vendute da questi ultimi a un "prezzo d'offerta" e vendendo contemporaneamente un titolo sostitutivo che ha un simile flusso di dividendi attesi. Questa operazione determinerà l'aumento del prezzo del titolo venduto dai noise traders

Lo stesso ragionamento si applica ad un titolo sopravvalutato. Per ottenere un profitto gli arbitraggisti venderanno i titoli sopravvalutati e acquisteranno i titoli equivalenti ma meno quotati.

2.2. Ipotesi dei Mercati Efficienti: aspetti empirici

La prova empirica dell' EMH può essere riassunta in due parti:

1) quando notizie riguardanti il valore di un titolo giungono al mercato, il prezzo dovrebbe reagire ed incorporare queste notizie "presto" e "correttamente". "Presto" significa che chi legge la notizia sul giornale non deve essere in grado di approfittare dell' informazione. La parola "correttamente" significa che la correzione del prezzo dovrebbe essere accurata in media: cioè senza eccessive esagerazioni;

2) il prezzo di un titolo non dovrebbe variare senza particolari notizie sul valore del titolo.

Ossia, se le variazioni nella domanda e nell' offerta di un titolo derivano solo dalle personali aspettative degli investitori su un andamento futuro positivo o negativo dell'azione, senza che ci sia stata una effettiva diffusione di una tale notizia, allora il prezzo delle azioni dovrebbe sostanzialmente rimanere invariato.

La principale conseguenza della reazione del prezzo alle nuove notizie "presto" e "bene" è che un'informazione non nuova non serve a far soldi. Il "far soldi" significa avere un profitto maggiore di quanto prevede il rischio¹⁰. Quand'anche si dovesse ipotizzare che un investitore è riuscito a ottenere un guadagno utilizzando una informazione non nuova, tale guadagno è considerato il compenso al rischio che ci si accolla¹¹. Ma cosa si intende realmente per "informazione non nuova"?

Fama¹² individuò tre tipi di informazione e pertanto distinse l'ipotesi dei mercati efficienti in tre tipologie differenti in base al significato attribuito al termine informazione. Precisamente considerò:

⁹ Friedman M. (1953) "The Case for Flexible Exchange Rates" in *Essays in Positive Economics* University of Chicago Press

¹⁰ Fama E. (1970) "Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work". *Journal of Finance*

¹¹ Shleifer A (2000) "Inefficient Markets: an introduction to behavioral finance" *Oxford University Press*

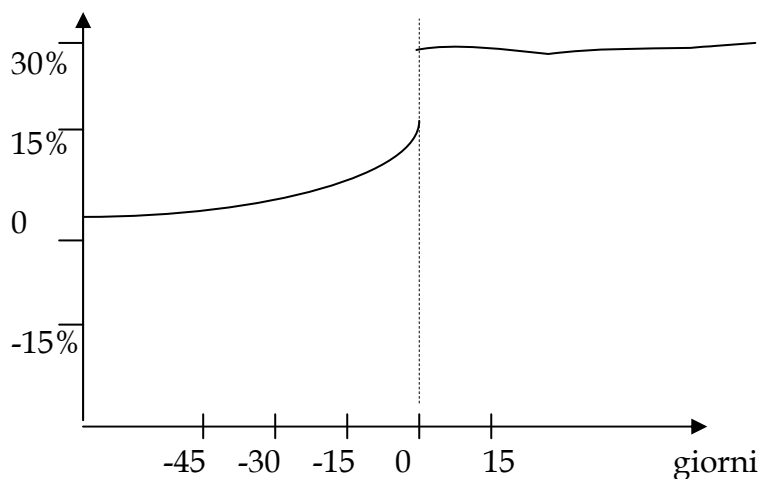
¹² Fama E. (1965) "The behavior of stock market prices" *Journal of Business*

- a) la **“forma debole” della EMH** che afferma: “non è possibile guadagnare profitti superiori al rischio accollato, basandosi sulla conoscenza del prezzo e dei guadagni passati”. I prezzi sono efficienti quando rispecchiano completamente tutte le informazioni disponibili relative ai prezzi passati e alle quantità scambiate;
- b) la **“forma semiforte” della EMH** dice che “gli investitori non possono guadagnare più dell’adeguato al rischio usando le informazioni pubblicate”. Cioè l’utilizzo di una informazione resa pubblica, non permette di ottenere un extra profitto, perché immediatamente incorporata dal prezzo delle azioni. Si parla di “forma semiforte” perché comprende una quantità di informazioni maggiore. Ossia l’informazione relativa ai prezzi e quantità passate costituisce solo una parte;
- c) la **“forma forte” di EMH** dice che “non è possibile guadagnare avendo informazioni non ancora pubblicate, in quanto tali informazioni sono immediatamente conglobate nel prezzo”. Invero se i membri delle società che prendono le decisioni utilizzassero loro le informazioni non ancora pubblicate, finirebbero in prigione per profitti illegali.

Rispetto alla forma debole dell’efficienza, Fama trova che i prezzi delle azioni seguano approssimativamente percorsi casuali. Cioè non trova delle strategie vincenti negli scambi azionari, quali ad esempio “comprare le azioni quando il loro prezzo comincia a salire e venderle quando inizia a scendere”. Secondo Fama un dato giorno, il prezzo di una azione può salire indipendentemente dal fatto che nel giorno precedente si sia verificato un aumento, o una discesa.

Analogamente si è testata la forma semiforte dell’efficienza, vedendo cosa accade in un breve periodo, dopo che sono trapelate alcune notizie concernenti determinate compagnie (ad esempio: l’annuncio di distribuzione di dividendi, il rilevamento o l’assorbimento di una azienda, o la cessione, l’emissione di azioni, il riscatto, il cambio di direzione ecc.).

Come sostengono Keown e Pinkerton¹³, il prezzo delle azioni comincia a crescere prima dell’annuncio dell’offerta, come se la notizia di una possibile offerta sia già incorporata nel prezzo, e poi salta alla data dell’annuncio pubblico, senza seguire un’ascesa continua.



¹³ Keown e Pinkerton (1981) “ Merger announcements and insider trading activity: an empirical investigation” *Journal of Finance*