

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ (M. Sc.) ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΜΕΛΕΤΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΨΥΧΟΛΟΓΙΑ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΗ

ΣΕΡΑΦΕΙΜ ΕΥΔΟΚΙΑ-ΣΟΦΙΑ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	
ΑΡ. ΕΙΣ.	36747
COMP.	21274 η 22599
ΤΑΞΙΝ.	332.642 ΣΕ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ	



00136747

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ : ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Γ. ΔΙΑΚΟΓΙΑΝΝΗΣ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΗΡΙΟ ΣΗΜΕΙΩΜΑ

Επιθυμώ να ευχαριστήσω τον καθηγητή Γεώργιο Διακογιάννη για την πολύτιμη καθοδήγησή του κατά την εκπόνηση της παρούσας εργασίας. Επιθυμώ επίσης να ευχαριστήσω για τις υποδείξεις τους, τους καθηγητές Γεώργιο Μποχώρη, Νικόλαο Φίλιππα και Μανώλη Τσιριτάκη, καθώς επίσης και τους συμφοιτητές και συναδέλφους μου που με τον ένα ή τον άλλο τρόπο συνέβαλλαν στην ολοκλήρωση της έρευνας.

Πανεπιστήμιο Πατρών

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Σελ.

1. Εισαγωγή.....	3
2. Θεωρίες για την ψυχολογία του επενδυτή.....	7
3. Παρελθούσες εμπειρικές μελέτες.....	18
4. Δεδομένα και μεθοδολογία.....	33
5. Παρουσίαση των αποτελεσμάτων.....	42
6. Συμπεράσματα και προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.....	53
Βιβλιογραφία	
Παράρτημα.	

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Πληθώρα μελετών έχουν ασχοληθεί στο εξωτερικό με την έρευνα της ψυχολογίας των επενδυτών. Παρόλα τα πολύτιμα συμπεράσματα που έχουν εξαχθεί, στη Ελλάδα δεν έχει προβεί κανείς ακόμη σε έλεγχο των σχετικών υποθέσεων που προκύπτουν από τη θεωρία και κατά συνέπεια δεν έχει γίνει καμιά εμπειριστατωμένη μελέτη όσον αφορά σε αυτό το θέμα.

Η παραπάνω έρευνα φυσικά δεν παρουσιάζει μόνο έντονο ακαδημαϊκό ενδιαφέρον. Θα ήταν ευχής έργον αν μπορούσαν να εξαχθούν ορισμένα συμπεράσματα σχετικά με το τι επηρεάζει τους επενδυτές στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων καθώς επίσης και τον τρόπο με τον οποίο μπορούν να περιοριστούν ορισμένοι αρνητικοί παράγοντες που επιδρούν σημαντικά στη διαμόρφωση της επενδυτικής συμπεριφοράς. Καθημερινά, οι επενδυτές έχουν να λάβουν σημαντικές αποφάσεις όπως ποια είναι η κατάλληλη στιγμή για αγορά ή πώληση, ποιος πρέπει να είναι ο επενδυτικός ορίζοντας, ποια πρέπει να είναι η σύνθεση των χαρτοφυλακίων τους. Ασφαλώς η οικονομική θεωρία έχει να προσφέρει πολλά στον τομέα αυτό και δεν μπορούμε να αρνηθούμε την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων της, παρόλα αυτά όμως υπάρχουν πτυχές στις οποίες δεν έχει κατορθώσει να δώσει ικανοποιητικές απαντήσεις και αυτό γιατί σε πολλά σημεία εισχωρεί ο ανθρώπινος παράγοντας που είναι απρόβλεπτος.

A. Σκοπός

Σκοπός της εργασίας λοιπόν είναι κατά πρώτον να ελέγξει κατά πόσο οι ήδη διατυπωμένες θεωρίες ισχύουν και στον ελληνικό χώρο. Ένα από τα πιο βασικά συμπεράσματα της θεωρίας είναι ότι ενώ οι επενδυτές θεωρούνται ως ορθολογικοί, στην πράξη δεν αντιδρούν πάντα ως τέτοιοι. Έχουν πολύ μεγάλη εμπιστοσύνη στις ικανότητές τους, σε περιβάλλον κερδών αποφεύγουν τον κίνδυνο ενώ σε περιβάλλον

ζημιών αναλαμβάνουν περισσότερο ρίσκο. Αυτές τις καταστάσεις άγχους, πανικού, μετάνοιας ενώ τυχαίνει να τις απαντάμε καθημερινά δίπλα μας, ακόμα και σε μας τους ίδιους, εντούτοις τα ζητήματα αυτά δεν έχουν ακόμη ερευνηθεί όσον αφορά στους ιδιώτες επενδυτές του Χ.Α.Α. που να αποδεικνύουν εμπράκτως τα ευρήματα της διεθνούς βιβλιογραφίας.

Έτσι στο εξωτερικό έχει αναπτυχθεί νέος κλάδος στον τομέα των οικονομικών που προσπαθεί να δώσει απαντήσεις στα παραπάνω ερωτήματα και που βέβαια δέχεται σημαντικές επιρροές από το χώρο της ψυχολογίας και ονομάζεται συμπεριφορική χρηματοοικονομική. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική είναι ο συνδυασμός της κλασικής οικονομικής και χρηματοοικονομικής θεωρίας με την ψυχολογία και τις επιστήμες που ασχολούνται κατά κανόνα με τη λήψη αποφάσεων. Το βασικό μέλημα αυτής της επιστήμης είναι η προσπάθεια να εξηγήσει ορισμένες από τις ανωμαλίες που εντοπίστηκαν και ερευνήθηκαν στο χώρο της χρηματοοικονομικής. Επίσης, ασχολείται με τη μελέτη του τρόπου με τον οποίο οι επενδυτές κάνουν συστηματικά λάθη κρίσης. Τέλος, ερευνά το πώς οι επενδυτές δημιουργούν προσδοκίες για το μέλλον και πώς αυτές οι προσδοκίες αντανακλώνται στις τιμές των μετοχών.

Ουσιαστικά, διαμέσου της παραπάνω έρευνας γίνεται προσπάθεια εφαρμογής των πορισμάτων αυτού του τομέα και μελέτης του κατά πόσο ο Έλληνας επενδυτής συμπεριφέρεται κατά αυτό το πρότυπο.

Οι επενδυτές προσπαθούν πάντα να πάρουν τις σωστές αποφάσεις σχετικά με τη διακράτηση ή όχι του χαρτοφυλακίου τους, την αναδιάρθρωση, τη διασπορά του. Μολονότι όμως υποτίθεται ότι ο ανθρώπινος νους λειτουργεί ορθολογικά παρόλα αυτά έρευνες στο εξωτερικό έχουν δείξει ότι οι επενδυτές έχουν τάσεις υιοθέτησης συμπεριφορικών μοντέλων τα οποία δεν είναι τα πλέον επωφελή για τη μεγιστοποίηση της αξίας των επενδύσεων τους. Κατανοώντας αυτά τα μοντέλα και πώς επιδρούν στη διαμόρφωση της συμπεριφοράς των επενδυτών καθώς επίσης και

την ισχύ τους στην Ελλάδα είναι πιθανόν να μπορεί να βρεθεί τρόπος περιορισμού αυτών των μοντέλων και καθοδήγησης των επενδυτών καθώς επίσης και υπόδειξης ότι αυτά δεν οδηγούν στα αναμενόμενα αποτελέσματα.

Β. Περιορισμοί

Όσον αφορά στους περιορισμούς της εργασίας πρέπει κατά πρώτον να αναφερθεί ότι πρόκειται για πρωτογενή έρευνα καθότι δεν έχει εκπονηθεί παρόμοια μελέτη. Η συλλογή όμως κυρίως, καθώς και η επεξεργασία των πρωτογενών δεδομένων απαιτεί σαφώς περισσότερο χρόνο από ό,τι μια απλή επεξεργασία δευτερογενών δεδομένων από μια έτοιμη βάση. Επίσης, τα στοιχεία που συλλέγησαν είναι κατά κανόνα ποιοτικά κάτι που καθιστά ακόμη πιο δύσκολο το χειρισμό και επεξεργασία τους καθώς και την εξαγωγή συμπερασμάτων για τον πληθυσμό από το δείγμα που επελέγη για την έρευνα. Επιπλέον το δείγμα στο οποίο απευθύνθηκε το ερωτηματολόγιο λόγω ελλείψεως χρόνου περιορίστηκε στους ιδιώτες επενδυτές ανεξαρτήτως ηλικίας στο χώρο των Αθηνών γιατί με την αποστολή ερωτηματολογίων και στην επαρχία θα καθυστερούσε πολύ η συλλογή και η επεξεργασία των δεδομένων. Παρόλα αυτά, τα συμπεράσματα που εξήχθησαν πιστεύουμε ότι είναι αρκετά σημαντικά και αντιπροσωπευτικά αν όχι του συνόλου του μεγαλύτερου μέρους του πληθυσμού.

Γ. Δομή

Η δομή της παρούσας εργασίας έχει ως ακολούθως :

- Στο κεφάλαιο 2 παρουσιάζεται και αναλύεται η θεωρία που έχει αναπτυχθεί στη διεθνή βιβλιογραφία και κυρίως στο χώρο των Η.Π.Α. όπου έχουν διεξαχθεί και οι περισσότερες έρευνες.

- Στο κεφάλαιο 3 γίνεται η τεκμηρίωση των ανωτέρω θεωριών με ανασκόπηση των παρελθουσών εμπειρικών μελετών.
- Στο κεφάλαιο 4 παρουσιάζονται τα δεδομένα που συλλέγησαν καθώς και η επεξεργασία τους διαμέσου της μεθοδολογίας που υιοθετήθηκε.
- Στο κεφάλαιο 5 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της έρευνας που διεξήχθη καθώς και η σύγκριση με τα αποτελέσματα των ερευνών της διεθνούς σκηνής - κατά πόσο δηλαδή ενισχύουν ή εναντιώνονται στις εκάστοτε θεωρίες.
- Στο κεφάλαιο 6 αναφέρονται τα τελικά συμπεράσματα και με βάση αυτά και την ύπαρξη πιθανών κενών που ανευρέθησαν κατά την εκπόνηση της παρούσας γίνονται προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.
- Τέλος παρατίθενται η βιβλιογραφία και το παράρτημα με πίνακες και αναλύσεις.

2. ΘΕΩΡΙΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΨΥΧΟΛΟΓΙΑ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΗ

Σε αυτή την ενότητα θα εξεταστούν οι θεωρίες που έχουν διαμορφωθεί στο διεθνή χώρο κατόπιν ερευνών σε πλήθος επενδυτές του εξωτερικού και η εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την ψυχολογία τους και τη συμπεριφορά τους όσον αφορά στις επενδυτικές αποφάσεις που έχουν να λάβουν. Η παρούσα χωρίζεται σε τρεις υποενότητες όπως θα δούμε στη συνέχεια :

A. ΨΥΧΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

Πληθώρα οικονομικών και χρηματοοικονομικών θεωριών βασίζεται στην ιδέα ότι οι άνθρωποι δρουν ορθολογικά και λαμβάνουν υπόψιν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες στη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Παρόλα αυτά, ερευνητές έχουν τεκμηριώσει ότι τα πράγματα δεν είναι έτσι ακριβώς όπως προσδιορίζει η θεωρία. Δεκάδες παραδείγματα μη ορθολογικής συμπεριφοράς και επανειλημμένων λαθών σε διαμορφωμένες απόψεις υπάρχουν σε έρευνες. Ο Terrance Odean (1996) υπογραμμίζει ότι "οι ενδείξεις αποκαλύπτουν τάσεις μη ορθολογικής συμπεριφοράς, μη σταθερότητας στις περιπτώσεις που άτομα πρέπει να πάρουν αποφάσεις κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας".

Ενα πεδίο γνωστό ως "συμπεριφορική χρηματοοικονομική" έχει εξελιχθεί και προσπαθεί να δώσει απαντήσεις στον τρόπο με τον οποίο συναισθήματα και λάθη αντίληψης επηρεάζουν τους επενδυτές ως προς τη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Πολλοί ερευνητές πιστεύουν ότι η μελέτη της ψυχολογίας και άλλων κοινωνικών επιστημών μπορεί να ρίξει άπλετο φως στην αποτελεσματικότητα των κεφαλαιαγορών και χρηματαγορών, όπως επίσης και να εξηγήσει πολλές ανωμαλίες στο χώρο της χρηματοοικονομικής, φαινόμενα φύσκας καθώς και κραχ.

Για παράδειγμα, ορισμένοι πιστεύουν ότι κάποιες υπεραποδόσεις αξιών προκύπτουν από τη μη ορθολογική "υπερεμπιστοσύνη" των επενδυτών σε αναπτυσσόμενες εταιρείες και από το γεγονός ότι οι επενδυτές αντλούν χαρά και περηφάνεια από το να κατέχουν μετοχές με μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης. Επίσης, πολλοί ερευνητές διατείνονται ότι οι αντιδράσεις αυτών των ατόμων είναι προβλέψιμες, σταθερές και μπορεί κάποιος να τις εκμεταλλευτεί για αποκόμιση εύκολου κέρδους.

Μερικοί γνωστοί καθηγητές στο χώρο είναι οι εξής : Daniel Kahneman (Princeton), Meir Statman (Santa Clara), Richard Thaler (University of Chicago), Robert J. Shiller (Yale) και Amos Tversky. Οι LSV Asset Management, Fuller and Thaler Asset Management, David Dreman και Ken Fisher είναι εταιρείες χρηματοοικονομικών συμβούλων και οι διευθυντές τους που επενδύουν βασιζόμενοι σε θεωρίες συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής.

Ορισμένοι οικονομολόγοι κατέληξαν στην άποψη ότι οι επενδυτές εκλαμβάνουν την απώλεια ενός δολλαρίου ως δυο φορές πιο επίπονη από την ικανοποίηση που αντλούν από το κέρδος ενός δολλαρίου. Ακόμη, έδειξαν ότι οι επενδυτές θα αντιδράσουν διαφορετικά σε ισοδύναμες καταστάσεις ανάλογα με το αν αυτές παρουσιάζονται σε περιβάλλον ζημιών ή κερδών. Ερευνητές, τέλος έδειξαν ότι οι επενδυτές προθυμοποιούνται περισσότερο να αναλαμβάνουν κινδύνους προκειμένου να αποφύγουν ζημίες απ'ό,τι προκειμένου να πραγματοποιήσουν κέρδη.

Μια θεωρία υποστηρίζει ότι οι επενδυτές αποφεύγουν να πουλούν μετοχές που έχουν πέσει με σκοπό να αποφύγουν τον πόνο που προκαλείται από τη συνειδητοποίηση ότι έχουν κάνει λάθος επένδυση. Η ντροπή του να αναφέρουν ζημίες σε λογιστές και άλλους μπορεί να οδηγή στην τάση να μην πουλούν ζημιογόνες επενδύσεις. Ορισμένοι ερευνητές θεωρούν ότι οι επενδυτές ακολουθούν

τη μάζα και την κοινή λογική προκειμένου να ελαχιστοποιήσουν την πιθανότητα να αγχωθούν και να μετανιώσουν σε περίπτωση που οι αποφάσεις τους αποδειχτούν λανθασμένες.

Πολλοί επενδυτές το βρίσκουν ευκολότερο να αγοράσουν μια δημοφιλή μετοχή που πολλοί άλλοι κατέχουν και πιστεύουν το καλύτερο για αυτήν. Στην περίπτωση που η τιμή της πέσει, δικαιολογούνται ευκολότερα, βασιζόμενοι στο γεγονός ότι την είχαν και άλλοι στην κατοχή τους. Αγοράζοντας όμως μια μετοχή με κακή εικόνα, είναι δυσκολότερο να δικαιολογηθούν αν η τιμή της πέσει. Επιπρόσθετα, πολλοί πιστεύουν ότι διευθυντές και χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι προτιμούν τις δημοφιλείς εταιρείες γιατί είναι λιγότερο πιθανό να απολυθούν αν αυτές πέσουν έξω.

Πολλοί επιστήμονες θεωρούν ότι η τάση να παίζεις και να λαμβάνεις μη αναγκαίους κινδύνους είναι χαρακτηριστικό της ανθρώπινης συμπεριφοράς. Η διασκέδαση και ο εγωισμός αποτελούν δύο από τα κίνητρα της ανθρώπινης συμπεριφοράς για κερδοσκοπία. Επιπλέον οι άνθρωποι θυμούνται περισσότερο τις επιτυχίες από τις αποτυχίες και για αυτό ανεβάζουν μη ορθολογικά την αυτοεκτίμησή τους. Όπως λέει και ο John Allen Paulos (1990) "υπάρχει γενικά μία δυνατή τάση απόκρυψης των δυσάρεστων και αποτυχημένων στιγμών και επικέντρωσης στις καλές και επιτυχημένες στιγμές".

Επιπρόσθετα, αναλυτές που επισκέπτονται διάφορες εταιρείες θεωρούν ότι αναπτύσσουν μεγαλύτερη επιδεξιότητα στο να επιλέγουν μετοχές ενώ δεν υπάρχουν ενδείξεις που να υποστηρίζουν κάποια τέτοια θεωρία. Η δυναμική της διαδικασίας επένδυσης, η κουλτούρα, η σχέση μεταξύ επενδυτών και συμβούλων μπορεί να επηρεάσει σημαντικά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων και την επικείμενη επενδυτική συμπεριφορά. Πολλοί χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι απολύονται συχνά από φόβο μήπως πάνε χειρότερα από ό,τι η αγορά. Σε πολλά συνταξιοδοτικά

προγράμματα προσλαμβάνονται διευθυντές και αυτοί που τους προσλαμβάνουν, αναλαμβάνουν πολλούς κινδύνους. Εάν κάτι δεν πάει καλά, ρίχνουν τις ευθύνες στους νεοπροσληφθέντες, εάν όμως έχει αίσιο τέλος παίρνουν και οι μεν και οι δε "κομμάτι από την τούρτα".

Η "ψυχογραφική" περιγράφει ψυχολογικά χαρακτηριστικά ανθρώπων και είναι ιδιαίτερα εφαρμόσιμη στη στρατηγική καθώς και ανοχή κινδύνου κάθε επενδυτή. Το παρελθόν κάθε επενδυτή καθώς και οι εμπειρίες του παίζουν σημαντικό ρόλο στις αποφάσεις που παίρνει κατά τη διάρκεια της διαδικασίας επένδυσης. Για παράδειγμα οι γυναίκες αποφεύγουν περισσότερο τον κίνδυνο από τους άνδρες και οι παθητικοί επενδυτές πλουτίζουν χωρίς πολύ κίνδυνο ενώ οι ενεργητικοί επενδυτές πλουτίζουν με το δικό τους κόπο.

Εν περιλήψει οι επενδυτές παίζουν και για συναισθηματικούς λόγους. Παίζουν γιατί πιστεύουν ότι έχουν πληροφορίες και γιατί θα τους φέρει τη χαρά της περηφάνειας. Αυτό βέβαια όταν οι ειλημμένες αποφάσεις είναι σωστές, όταν όμως δεν είναι φέρνουν άγχος και μετάνοια. Οι επενδυτές παραμερίζουν αυτόν τον πόνο, αποφεύγοντας τη συνειδητοποίηση των ζημιών και τις μετοχές εταιρειών με μικρή φήμη.

Β. ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΨΥΧΟΛΟΓΙΑ

Μια πολύ κοινότυπη ερώτηση στις μέρες μας είναι η εξής : τι μετακινεί τις κεφαλαιαγορές; Οι περισσότεροι μιλούν για πληθωρισμό και επιτόκια, οικονομικά μεγέθη και στρατηγικές. Υπάρχει όμως ένας πολύ πιο βασικός παράγοντας που πρέπει να ληφθεί υπόψιν. Μια ματιά στο ανθρώπινο μυαλό μπορεί να ρίξει φως στις επενδυτικές επιλογές. Ούτως ή άλλως στο πιο πρωταρχικό στάδιο, τα άτομα παίρνουν αποφάσεις σχετικά με το τι να κάνουν με τα χρήματά τους. Έτσι παίρνει διαστάσεις ότι η κατανόηση των διανοητικών λειτουργιών του ανθρώπινου νου είναι βασική για την κατανόηση των μηχανισμών της αγοράς.

Μυαλό ή μηχανή;

Παλαιότερα εθεωρείτο ότι ο άνθρωπος νους λειτουργούσε πολύ λογικά και σταθερά. Ο Καρτέσιος (1647) επεσήμανε ότι ο εγκέφαλος χρησιμοποιούσε μαθηματικούς υπολογισμούς για να κρίνει τις αποστάσεις. Επίσης πίστευε ότι όλες οι λογικές σκέψεις ήταν προϊόν αριθμητικών υπολογισμών. Πρόσφατη έρευνα, παρόλα αυτά έδειξε ότι ο άνθρωπος νους λειτουργεί πολύ λιγότερο λογικά από ό,τι εθεωρείτο κάποτε. Παρά το γεγονός ότι αυτές οι ανακαλύψεις επέφεραν ριζικές αλλαγές σε όλους τους τομείς ήταν πολύ διαφωτιστικές ως προς το τι τυπτοποιεί τις αποφάσεις και αντιδράσεις των επενδυτών.

Οι συναισθηματικές ή ηθικές κρίσεις που κάνουμε καθημερινά μπορεί να είναι εξαιρετικά πολύπλοκες. Πολύ συχνά αντιμετωπίζουμε παράγοντες που δεν μπορούν να ποσοτικοποιηθούν επαρκώς ή απόψεις που είναι αδύνατο να τις σταθμίσουμε ικανοποιητικά. Αντιθέτως θα έμοιαζε ότι οι επενδυτικές αποφάσεις είναι εύκολες : υπάρχει από τη μια η διάσταση του κόστους (η αξία της επένδυσης) και από την άλλη πλευρά η διάσταση της ωφέλειας (η απόδοση μιας επένδυσης). Εξαιτίας της

μονοδιάστατης φύσης αυτών των πτυχών, είναι σχετικά εύκολο να εξακριβώσουμε κάποιους από τους ψυχολογικούς παράγοντες που ωθούν σε αυτές τις αποφάσεις.

Αποτελέσματα διαμόρφωσης

Έχει αποδειχθεί ότι η θέληση των επενδυτών να αποδεχτούν τον κίνδυνο μπορεί να επηρεαστεί από τον τρόπο με τον οποίο τα προβλήματα διαμορφώνονται. Για παράδειγμα, πολλά προβλήματα επενδύσεων ζητούν την επιλογή μεταξύ δύο σεναρίων που περικλείουν πιθανά κέρδη. Παρόλα αυτά, αν αυτά παρουσίαζαν την επιλογή μεταξύ δύο σεναρίων που περιέκλειαν ζημίες, οι επενδυτές θα επέλεγαν συχνότερα την πιο επικίνδυνη εναλλακτική αν αυτή παρουσίαζε μια ευκαιρία μείωσης της ζημίας. Επιπρόσθετα, πρόσφατη μελέτη έδειξε ότι όταν επενδυτές χάνουν μπορεί να θεωρούν τις πιο επικίνδυνες εναλλακτικές ως πηγή ευκαιριών. Όταν πάλι κερδίζουν, θεωρούν τις εναλλακτικές που ενέχουν πρόσθετο κίνδυνο ως απειλή.

Πρακτική εφαρμογή των προηγουμένων

Αυτές οι προσεγγίσεις στη λήψη αποφάσεων συμφωνούν με μετρήσεις της συμπεριφοράς των επενδυτών. Λόγου χάριν μια πρόσφατη έρευνα έδειξε ότι η πλειοψηφία των σημερινών επενδυτών αμοιβαίων κεφαλαίων όταν αντιμετωπίζουν έναν κίνδυνο της αγοράς για πτώση δε θα ρευστοποιήσουν τις μετοχές τους. Με άλλα λόγια ανέχονται τον κίνδυνο (σε αυτήν την περίπτωση μένοντας σε μια ασταθή αγορά) από ό,τι να αποδεχθούν μια σίγουρη ζημία. Αυτή η θεωρία επίσης μπορεί να υποβοηθήσει την εξήγηση των μεγάλων κυμάτων ρευστοποιήσεων σε μια αγορά. Συχνά, ύστερα από περίοδο κερδών, η χρηματιστηριακή αγορά μπορεί να ζησει μια μικρή περίοδο αδυναμίας καθώς οι επενδυτές πουλούν μετοχές προκειμένου να κλειδώσουν τις αποδόσεις των επενδύσεων τους. Αυτό συμβαίνει συχνά ακόμα κι αν υπάρχουν ενδείξεις για περαιτέρω άνοδο του δείκτη. Όμως για αυτούς που θέλουν να επωφεληθούν των κερδών μπορεί να γίνεται ολοένα και πιο δύσκολο συναισθηματικά να κινδυνεύουν να χάσουν ό,τι έχουν μέχρι τώρα κερδίσει.

Η γέννηση του ατομικού επενδυτή

Η αποφυγή του κινδύνου είναι πιθανότατα ο πιο βασικός παράγοντας από αυτούς που έχουμε επισημάνει ως εδώ. Χωρίς αυτήν η αγορά πιθανότατα να μη λειτουργούσε καθόλου : οι οικονομολόγοι υποστηρίζουν ότι οι επενδυτές που κερδίζουν από μια μετοχή ουσιαστικά ανταμείβονται για τους κινδύνους που έχουν αναλάβει όντας μέτοχοι αυτής της εταιρείας. Στην πράξη, από όλα τα περιουσιακά στοιχεία οι μετοχές θεωρούνται ότι εγκλείουν τους μεγαλύτερους κινδύνους καθώς επίσης και τις μεγαλύτερες αποδόσεις. Όμως παρόλη την καταγεγραμμένη αποφυγή κινδύνου, μια ενδιαφέρουσα δυναμική έχει αναπτυχθεί χρόνια : η γέννηση του ατομικού επενδυτή μετοχών.

Παράδειγμα

Κάποτε το πιο δημοφιλές όργανο στο οποίο επένδυναν οι περισσότεροι Αμερικάνοι ήταν οι προθεσμιακές καταθέσεις. Αυτό που δικαιολογούσε την εξαιρετική τους φήμη ήταν η επιστροφή του κεφαλαίου και η εγγυημένη απόδοση - οι επενδυτές γνώριζαν τι να αναμένουν. Σήμερα εκατομμύρια επενδυτές έχουν αποσύρει χρήματα από προθεσμιακές καταθέσεις, λογαριασμούς ταμειωτηρίου και άλλες επενδύσεις χαμηλού κινδύνου και τοποθετήσκει είτε οι ίδιοι κατ' ευθείαν στη χρηματοοικονομική αγορά είτε μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων. Ενώ αυτό μπορεί μερικώς να εξηγηθεί από έναν περιορισμένο αριθμό σταθερών οργάνων με καλές αποδόσεις σε αυτήν την αγορά, υπάρχει και κάτι άλλο που πρέπει να ληφθεί σοβαρά υπόψιν. Από το 1980 και μετά οι τιμές των μετοχών ανέβηκαν στα ύψη όσο ποτέ άλλοτε στην ιστορία. Έτσι πολλοί επενδυτές αποφάσισαν να εισέλθουν στο χώρο προτού μείνουν πολύ πίσω. Την ίδια στιγμή είναι πιθανόν αυτοί οι επενδυτές που είχαν την εμπειρία προηγούμενων θετικών χρόνων να άλλαξαν τις απόψεις τους περί κινδύνου αγοράς, και να θεώρησαν τη χρηματιστηριακή αγορά πιο σίγουρη όσον αφορά στις αποδόσεις της και εν τέλει πιο ελκυστική. Όποια κι αν ήταν τα κίνητρό τους, οι ψυχολόγοι και οι

ερευνητές της αγοράς πιθανότατα να βρουν πολλά ενδιαφέροντα πράγματα καθώς εξετάζουν την ιστορία αυτής της επενδυτικής περιόδου.

Συμπερασματικά μπορούμε να πούμε τα ακόλουθα. Κατ' αρχήν μελέτες έχουν δείξει ότι οι επενδυτές τείνουν να αποφεύγουν τον κίνδυνο. Όταν αναλύουν ευκαιρίες πρέπει να τις θεωρούν αντικειμενικά. Πρέπει να λαμβάνουν πολύ περισσότερα υπόψιν από την απλή συμπεριφορά, να προσέχουν τις σχετικές στατιστικές γιατί υπάρχουν στοιχεία που μπορούν να εδραιώσουν τα μακροπρόθεσμα επενδυτικά προγράμματά τους. Τέλος, θα πρέπει να επανεξετάζουν περιοδικά το χαρτοφυλάκιο τους και να θυμούνται ότι αυτό που έχει σημασία είναι να διακρατούν μετοχές με σταθερές αποδόσεις.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Γ. ΨΥΧΟΛΟΓΙΚΟΙ ΚΑΝΟΝΕΣ ΚΑΙ ΘΕΩΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

Σε έναν ιδεατό κόσμο οι επενδυτές θα αγόραζαν και θα πουλούσαν κινητές αξίες χωρίς εμπλοκή συναισθημάτων. Δυστυχώς έρευνες έχουν δείξει ότι οι επενδυτές δε λαμβάνουν έτσι αποφάσεις. Συναισθήματα ζημίας, περηφάνειας, άγχους και μετάνοιας περικλείουν τη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Οι επενδυτές μπορούν να λάβουν καλύτερες αποφάσεις προσπαθώντας να κατανοήσουν τους συμπεριφορικούς παράγοντες που επηρεάζουν την κρίση τους. Εδώ θα εξετάσουμε δύο συμπεριφορικές τάσεις που οι επενδυτές αντιμετωπίζουν καθημερινά.

1. Νοοτροπία ανέλης

Η έρευνα έχει δείξει ότι το να ακολουθείς τη μάζα σε επενδυτικές αποφάσεις προσδίδει στους επενδυτές πολλά ψυχολογικά οφέλη. Αυτό γιατί μειώνει το χρόνο που χρειάζεσαι να αναλύεις κανονικά μια επενδυτική απόφαση. Μπορεί επίσης να βοηθήσει στη μείωση των συναισθημάτων μετάνοιας αν η επενδυτική απόφαση ήταν λανθασμένη. Οι επενδυτές παρηγορούνται όταν αισθάνονται ότι δεν ήταν μόνοι στη λήψη της απόφασης. Έτσι επίσης ισχυροποιείται ένα πολύ δυνατό εργαλείο στην επιρροή της αγοράς.

2. Πεδίο αναφοράς

Ένας άλλος παράγοντας που επηρεάζει τη λήψη αποφάσεων είναι το συγκεκριμένο πεδίο αναφοράς την ώρα λήψης μιας απόφασης. Έρευνες έχουν δείξει ότι όταν επενδυτές έχουν να επιλέξουν μεταξύ δύο εναλλακτικών, αυτοί μπορεί να ακολουθούν αντιτιθέμενες πορείες βασιζόμενοι στην παρούσα κατάσταση που αντιμετωπίζουν. Τα δύο πιο κύρια πεδία αναφοράς είναι καταστάσεις στις οποίες ο επενδυτής είτε χάνει είτε κερδίζει χρήματα. Έτσι, αποφεύγουν περισσότερο τον κίνδυνο όταν αντιμετωπίζουν την πιθανότητα κέρδους ενώ αναλαμβάνουν περισσότερο κίνδυνο όταν αντιμετωπίζουν καταστάσεις ζημιών. Ο Terrance Odean,

καθηγητής στο University of California στο Davis έκανε έρευνα (1996) στη συναλλακτική συμπεριφορά των επενδυτών. Ανακάλυψε, ότι αυτοί τείνουν να ρευστοποιούν περισσότερο τις κερδοφόρες μετοχές από τις επιζήμιες - ακόμα και αν οι κερδοφόρες που πουλούν αντισταθμίζουν τις επιζήμιες που εξακολουθούν να διακρατούν. Η μελέτη του επίσης αναφέρεται στο ότι οι επενδυτές δε θέλουν να αναλαμβάνουν περαιτέρω κίνδυνο όσον αφορά μετοχές οι οποίες τους έχουν ήδη αποφέρει χρήματα. Παρόλα αυτά, θα εξακολουθήσουν να διακρατούν μετοχές και να κινδυνεύουν με επιπλέον ζημιές με μετοχές που ήδη χάνουν χρήματα.

Συμπεράσματα

Όλοι οι επενδυτές θέλουν να πάρουν τις σωστές αποφάσεις σχετικά με τις επενδύσεις τους. Όμως η έρευνα έχει δείξει ότι οι επενδυτές έχουν τάσεις για συμπεριφορικά μοντέλα που δεν είναι επωφελή για τη διαχείριση των επενδύσεων τους. Ο καλύτερος τρόπος να επενδύσεις όσον αφορά ένα χαρτοφυλάκιο μπορεί να έρχεται σε αντίθεση με την επιθυμία να ακολουθήσεις τη νοοτροπία της αγέλης, να αποφύγεις τον κίνδυνο και τη μετάνοια.

Κατανοώντας αυτά τα συμπεριφορικά μοντέλα, οι επενδυτές μπορεί να καταβάλλουν αξιόλογη προσπάθεια να διορθώσουν αυτές τις συμπεριφορές. Εν τέλει, η καλύτερη άμυνα ενάντια σε αυτές τις τάσεις είναι να γίνει πολύ εκπαίδευση πριν την επιλογή μιας επένδυσης. Οι επενδυτές πρέπει να προκαθορίζουν τους επενδυτικούς στόχους τους καθώς και το χρονικό ορίζοντα που τα χρήματά τους θα έχουν απόδοση. Τότε, βασισμένοι σε αυτές τις μεταβλητές θα πρέπει να επιλέξουν επενδυτική στρατηγική και να την ακολουθήσουν. Μολονότι η επιστήμη έχει κάνει άπειρες προσπάθειες τα τελευταία χρόνια, η ψυχολογική έρευνα στην ανθρώπινη διαδικασία λήψης αποφάσεων δεν έχει καθ' όλα ολοκληρωθεί και πολύ ενδιαφέρουσα δουλειά εξακολουθεί να γίνεται στο χώρο. Καθώς οι μελέτες συνεχίζονται δεν υπάρχει αμφιβολία ότι οι οικονομολόγοι, ψυχολόγοι και επενδυτές θα παρακολουθούν στενά

τις εξελίξεις που μπορεί να βοηθήσουν στην κατανόηση του ρόλου του ανθρώπινου νου που κινεί τις κεφαλαιαγορές.

Εξαιτίας της έλλειψης των εργαλείων που απαιτούνται για την ανάλυση των δεδομένων που παράγονται από την αγορά, οι επενδυτές έχουν την τάση να βασίζονται στην εμπειρία τους και στην άριστη κρίση τους για να αποφασίσουν για τις επενδύσεις τους.

Συμπεράσματα

Οι επενδυτές που βασίζονται στην άριστη κρίση τους για να αποφασίσουν για τις επενδύσεις τους, είναι πιο επιρρεπείς να λάβουν αποφασιστικές αποφασίες σχετικά με τις επενδύσεις τους, παρά οι επενδυτές που βασίζονται στην ανάλυση των δεδομένων. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι επενδυτές που βασίζονται στην άριστη κρίση τους, έχουν την τάση να είναι πιο αισιόδοξοι και να έχουν περισσότερη εμπιστοσύνη στην άριστη κρίση τους, παρά οι επενδυτές που βασίζονται στην ανάλυση των δεδομένων. Αυτό μπορεί να εξηγηθεί με τον τρόπο που οι επενδυτές που βασίζονται στην άριστη κρίση τους, έχουν την τάση να είναι πιο αισιόδοξοι και να έχουν περισσότερη εμπιστοσύνη στην άριστη κρίση τους, παρά οι επενδυτές που βασίζονται στην ανάλυση των δεδομένων.

Αναφορές

Οι αναφορές που παρατίθενται στο κείμενο, είναι οι παρακάτω:

- 1. [Αναφορά]
- 2. [Αναφορά]
- 3. [Αναφορά]
- 4. [Αναφορά]
- 5. [Αναφορά]
- 6. [Αναφορά]
- 7. [Αναφορά]
- 8. [Αναφορά]
- 9. [Αναφορά]
- 10. [Αναφορά]

3. ΠΑΡΕΛΘΟΥΣΕΣ ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ

Εδώ με βάση τα όσα έχουν προαναφερθεί για τις θεωρίες που έχουν διατυπωθεί σχετικά με την ψυχολογία του επενδυτή θα δούμε πώς αυτές τεκμηριώνονται μέσα από πλήθος ερευνών και πειραμάτων που διεξήχθησαν και οδήγησαν στην υιοθέτηση κάποιων τάσεων στο χώρο που αναλύονται κατωτέρω.

Συντηρητισμός

Ορισμένοι ψυχολόγοι, συμπεριλαμβανομένου του Edwards (1968), υπέδειξαν ένα φαινόμενο γνωστό ως συντηρητισμός. Ο συντηρητισμός είναι το φαινόμενο κατά το οποίο οι άνθρωποι είναι αργοί στην αλλαγή των απόψεών τους ως προς την εμφάνιση καινούργιων δεδομένων. Τα άτομα που είναι συντηρητικά για παράδειγμα μπορεί να παραβλέπουν εντελώς μια νέα μεγάλη ανακοίνωση κερδών εταιρείας επειδή εμπεριέχεται σε αυτήν ένα προσωρινό στοιχείο και κατά συνέπεια θα προσαρμόσουν τη συμπεριφορά τους μόνο μερικώς ως συνέπεια της αναγγελίας. Ο Edwards περιέγραψε μια τέτοια συμπεριφορά ως αποτυχία επεξεργασίας της νέας πληροφορίας ως προς τα κέρδη σχετικά με τις παλιότερες πληροφορίες για σταθερή κατανομή κερδών. Συγκεκριμένα, οι επενδυτές τείνουν να μη δίνουν σημαντικό βάρος στα στατιστικά στοιχεία που έρχονται σε αντίθεση με πληροφορίες που έχουν ήδη αποκομίσει από το παρελθόν.

Αντιπροσωπευτικότητα

Ένα δεύτερο χαρακτηριστικό φαινόμενο είναι ότι οι επενδυτές εκτιμούν τις πιθανότητες αβέβαιων γεγονότων έτσι που να αντανακλούν τα βασικά χαρακτηριστικά της διαδικασίας που τα γέννησε. Για παράδειγμα, αν μια λεπτομερής περιγραφή της προσωπικότητας κάποιου αγνώστου ταιριάζει με τις απόψεις μας για τους εκπροσώπους ενός επαγγέλματος τότε υπερεκτιμούμε τις πιθανότητες το συγκεκριμένο άτομο να ανήκει στη συγκεκριμένη κατηγορία επαγγέλματος.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα της παραπάνω διαδικασίας, εκτενώς διερευνημένη από τους Kahneman και Tversky (1986) είναι ότι οι άνθρωποι βλέπουν γεγονότα τυχαίας διαδοχής ως επαναλαμβανόμενα. Έτσι, όταν μια εταιρεία έχει μια σταθερή πορεία διανομής μερισμάτων για συναπτά έτη, οι επενδυτές μπορεί να συνάγουν το συμπέρασμα, χωρίς κάποια περαιτέρω ανάλυση ότι το παρελθόν αποτελεί ένδειξη της συνέχισης της κερδοφόρας πορείας της. Μολονότι μια σταθερή πορεία ανάπτυξης μπορεί να μην είναι τίποτα παραπάνω από μια τυχαία κατάσταση για κάποιες "τυχερές" εταιρείες, οι επενδυτές βλέπουν "τάξη στο χάος" και συμπεραίνουν ότι η εταιρεία ανήκει σε έναν μικρό ξεχωριστό πληθυσμό εταιρειών που τα κέρδη τους αυξάνονται σταθερά. Αυτό μπορεί να οδηγήσει στο εξής απρόσμενο : θα υπερεκτιμήσουν τη εταιρεία και θα απογοητευτούν στο μέλλον αν η προβλεπόμενη αυξητική πορεία κερδών δεν πραγματοποιηθεί.

Βάρος και δύναμη

Σε μια πρόσφατη έρευνα, οι Griffin και Tversky (1992) προσπαθούν να συμφιλιώσουν τις δύο προηγούμενες θεωρίες, το συντηρητισμό με την αντιπροσωπευτικότητα. Στην εργασία τους, οι επενδυτές οριοθετούν τις απόψεις τους ανάλογα με το "βάρος" και τη "δύναμή" τους. Η δύναμη αναφέρεται σε ενδεικτικά στοιχεία, όπως ακραίες καταστάσεις ενώ το βάρος σε στατιστική πληροφορία όπως το μέγεθος του δείγματος. Σύμφωνα με αυτούς οι άνθρωποι επικεντρώνουν πολύ στη δύναμη των ενδεικτικών στοιχείων και πολύ λίγο στο βάρος τους.

Έτσι, στην προηγούμενη έρευνα του Edwards, οι Griffin και Tversky θα έλεγαν ότι οι άνθρωποι δεν εντυπωσιάζονται καθόλου από χαμηλά επίπεδα δύναμης, δηλαδή όχι και τόσο οριακές καταστάσεις και αντιδρούν οριακά στις ενδείξεις, ενώ το βάρος των στοιχείων τους καλεί για μεγαλύτερες αντιδράσεις. Υποδεικνύουν λοιπόν ότι τα άτομα τείνουν να υποεκτιμούν πληροφορίες που εμπεριέχονται σε μεμονωμένες τριμηνιαίες ανακοινώσεις κερδών, αφού ένας μεμονωμένος αριθμός δε συνιστά κάποια πορεία ή

δύναμη από μόνος του. Αγνοούν δηλαδή το συγκεκριμένο βάρος που έχει η τελευταία ανακοίνωση κερδών, ειδικά όταν αυτά ακολουθούν τυχαίο περίπαιτο.

Δυστυχώς η έρευνα δε δείχνει ποσοτικά ποια πληροφορία είναι δυνατή και ποια έχει μικρό ειδικό βάρος. Για παράδειγμα δεν αναφέρει πόσο μεγάλη διαδοχή αυξήσεως κερδών απαιτείται προκειμένου η δύναμή της να προκαλέσει σημαντική υπερτίμηση. Ούτε ακριβώς μας μιλάει για το μέγεθος της αντίδρασης σε πληροφορίες με μεγάλο βάρος και δύναμη ή μικρό βάρος και δύναμη.

Αγορά σε πτώση - πώληση σε άνοδο

Υπάρχουν επίσης πειράματα στις συναλλαγές μετοχών που τα συμπεράσματά τους είναι ίδια με αυτά των ψυχολογικών ευρημάτων καθώς επίσης και του μοντέλου που παρουσιάστηκε ανωτέρω. Οι Andersen και Kraus (1992) δείχνουν στα υποκείμενα του πειράματος μια χρονοσειρά τιμών μετοχών και τους ζητούν να συναλλαγούν στις συγκεκριμένες τιμές. Αφού συναλλαγούν εμφανίζεται η επόμενη πραγματοποίηση τιμής και ξανασυναλλάσσονται. Οι συναλλαγές δεν επηρεάζουν τις τιμές : τα υποκείμενα συναλλάσσονται μάλλον με τη χρονοσειρά παρά μεταξύ τους.

Τα βασικά ευρήματά τους είναι τα ακόλουθα. Ουσιαστικά, οι επενδυτές ρευστοποιούν όταν οι τιμές ακολουθούν ανοδική πορεία ενώ αγοράζουν όταν οι τιμές πέφτουν ακόμη και όταν οι χρονοσειρές που τους προσφέρονται ακολουθούν τυχαίο περίπαιτο. Αυτή είναι χαρακτηριστική συναλλακτική συμπεριφορά που συμβαδίζει με την έλλειψη αντίδρασης σε νέα της αγοράς.

Παρελθούσες τάσεις

Ο De Bondt (1993) χρησιμοποιώντας μια σειρά πειραμάτων και συνεντεύξεων επενδυτών, δείχνει ότι οι επενδυτές ακολουθούν τις παρελθούσες τάσεις. Σε μια περίπτωση τους ζητά να προβλέψουν μελλοντικά επίπεδα τιμών αφού τους δείχνει

παλιότερες τιμές ανώνυμων περιόδων. Επίσης, αναλύει ένα δείγμα προβλέψεων του Dow Jones από μια έρευνα σε μέλη του Αμερικανικού Σωματίου Ατομικών Επενδυτών. Και στις δύο περιπτώσεις, η προβλεπόμενη αλλαγή συμπεριφοράς σε διάφορα επίπεδα τιμών είναι μεγαλύτερη ύστερα από προηγούμενες συνεχείς αυξήσεις τιμών παρά συνεχείς μειώσεις, που σημαίνει ότι οι επενδυτές κυνηγούν τις τάσεις όταν πιστεύουν ότι τις βλέπουν και βλέπουν πιο εύκολα τις αυξήσεις από τις μειώσεις.

Χρόνος διακράτησης επενδύσεων

Οι επενδυτές που έχουν στην κατοχή τους στοιχεία ενεργητικού που ενέχουν κάποιον κίνδυνο πρέπει ψυχολογικά να συνηθίσουν στην ιδέα ότι πρέπει να τα κρατήσουν για κάποιο εύλογο χρονικό διάστημα. Αυτό το χρονικό διάστημα διαφέρει από επενδυτή σε επενδυτή. Ένα είδος έκφρασης του χρόνου διακράτησης των επενδύσεων είναι η συχνότητα με την οποία ο επενδυτής ελέγχει τις επενδύσεις του καθώς και τις αποδόσεις αυτών. Μερικοί νευρικοί επενδυτές ελέγχουν πολύ συχνά, άλλοι πάλι ενδιαφέρονται λιγότερο για τις βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις.

Όπως δείχνουν οι Bernatzi και Thaler (1995) αυτό το χαρακτηριστικό των επενδυτών αντανακλά την εμπειρία τους όσον αφορά στα χαρακτηριστικά της αγοράς και δείχνει τις προτιμήσεις τους για κίνδυνο. Σε μια ακραία κατάσταση, ας φανταστούμε έναν επενδυτή που ελέγχει το χαρτοφυλάκιό του μια φορά το μήνα, με βάση την εμπειρία των προηγούμενων μηνών και τις προσδοκίες για το εγγύς μέλλον. Οι μετοχές απέφεραν κέρδη στο 62% των μηνών τα τελευταία 71 χρόνια και η μέση ζημία ήταν όσο μεγάλο ήταν το κέρδος στο 97% των περιπτώσεων. Ένας επενδυτής που αποστρέφεται τη ζημία με ορίζοντα ενός μηνός δεν επιθυμεί κάτι τέτοιο και θα προτιμήσει να επενδύσει τα χρήματά του σε ένα πιο σίγουρο όργανο μια φορά για πάντα.

Τώρα, ας υποθέσουμε ότι υπάρχει ένας επενδυτής που αποφασίζει να παραμείνει καθηλωμένος σε μια επένδυση για τα επόμενα πέντε χρόνια. Η επανάληψη της προηγούμενης ιστορίας θα δείξει πολύ καλύτερη στα μάτια αυτού του επενδυτή. Οι μετοχές απέφεραν κέρδη στο 90% των πενταετών περιόδων και η μέση ζημία ήταν το 63% του μέσου κέρδους. Ακόμη και ο επενδυτής που απεχθάνεται τη ζημία θα επενδύσει σε μετοχές αν θέλει να υιοθετήσει μια μακροπρόθεσμη σκοπιά.

Οι Bernatzi και Thaler (1995) με βάση τα ανωτέρω πειράματα εφαρμόζουν το παραπάνω μοντέλο στις χρηματοοικονομικές αγορές. Υποθέτουν ότι οι επενδυτές είναι μισοπτικά ενάντια στη ζημία και χρησιμοποιούν τη βασική διαφορά στις αποδόσεις μεταξύ μετοχών και ομολόγων για να βρουν τον επενδυτικό ορίζοντα για τον οποίο οι επενδυτές θα βρουν τα δύο είδη επενδύσεων ως εξίσου ελκυστικά. Ένα βασικό συμπέρασμα της ανάλυσης τους είναι ότι ένας επενδυτής που υιοθετεί έναν πιο μακροπρόθεσμο ορίζοντα θα θελήσει να αναλάβει κινδύνους που ένας πιο μισοπτικός επενδυτής θα απορρίψει ακόμη και αν η υποκείμενη απέχθεια κινδύνου είναι η ίδια.

Υπερβολική εμπιστοσύνη

Επιπλέον, οι επενδυτές τείνουν να δείχνουν σε πειραματικές καταστάσεις υπερβολική εμπιστοσύνη στην κρίση τους. Οι Lichtenstein, Fischhoff και Philips (1977) ρώτησαν άτομα να απαντήσουν απλές ερωτήσεις γνώσεων π.χ. γεωγραφίας και μετά τους ζήτησαν να προσδιορίσουν την πιθανότητα οι απαντήσεις τους να είναι σωστές, ύστερα από την απάντηση σε πλήθος ερωτήσεων. Τέτοιες μελέτες κατακρίθηκαν (Gigerenzer, 1991) ως τίποτα περισσότερο από μια διαφοροποίηση ανάμεσα σε υποκειμενική και ποσοτική οριοθέτηση της πιθανότητας, δηλαδή, ότι τα άτομα απλά ανέφεραν έναν υποκειμενικό βαθμό βεβαιότητας, όχι το πραγματικό ποσοστό της ορθότητας των απαντήσεων τους σε τέτοιες περιπτώσεις.

Παρόλα αυτά, αντιδρώντας σε αυτές τις κριτικές οι Fischhoff, Slovic και Lichtenstein (1977) επανέλαβαν το πείραμα ζητώντας από τα άτομα να απαντήσουν σε πιο πολύπλοκες ερωτήσεις, να δώσουν μια εκτίμηση της πιθανότητας οι απαντήσεις τους να είναι σωστές και επιπλέον να ποντάρουν χρήματα για το κατά πόσο οι απαντήσεις τους θα είναι οι ορθές. Το φαινόμενο της υπερεμπιστοσύνης πραγματικά επέμεινε. Επιπλέον, στις περιπτώσεις που τα άτομα ήταν σίγουρα ότι είχαν δώσει τη σωστή απάντηση, ήταν πραγματικά σωστά στο 80% των περιπτώσεων.

Μια τάση υπερεμπιστοσύνης σε απλούς επενδυτές διακρίνεται όταν κάποιος τους παίρνει συνέντευξη. Πολύ γρήγορα ακούει επιχειρήματα που υποδεικνύουν μεγάλο βαθμό σιγουριάς. Φυσικά, οι άνθρωποι μαθαίνουν στις περιπτώσεις που τα αποτελέσματα των λαθών τους τους παρουσιάζονται κατ' επανάληψη και μερικές φορές ακόμη έχουν υπερβολικές αντιδράσεις και δείχνουν πολύ λίγη εμπιστοσύνη. Παρόλα αυτά, η υπερεμπιστοσύνη σε γενικές γραμμές υπάρχει και είναι συνδεδεμένη με κάποιο πολύ βαθύ ψυχολογικό φαινόμενο όπως είπαν οι Kahneman και Tversky το 1974.

Το κυνήγι του ρίσκου

Τέλος, υπάρχει έντονη τάση ανάληψης ρίσκων κάτι που αποτελεί χαρακτηριστικό της ανθρώπινης φύσης κατά τους Bolen και Boyd (1968). Ο Kalllick (1975) υπολόγισε ότι το 61% των ενηλίκων των Η.Π.Α. συμμετείχε σε κάποιο είδος "παιχνιδιού" ή στοιχήματος το 1974. Κατά τους Friedman και Savage (1948) οι άνθρωποι αυτοί δεν κνηγούν απαραίτητα τον κίνδυνο, απλά παίζουν για διασκέδαση. Ακόμη, δείχνουν να ειδικεύονται σε συγκεκριμένα παιχνίδια στα οποία πιστεύουν ότι είναι ιδιαίτερα καλοί και συγχρόνως τυχεροί.

Μη ορθολογική συμπεριφορά

Ορισμένα, αλληλένδετα μεταξύ τους, παραδείγματα μη ορθολογικής συμπεριφοράς που οι ερευνητές έχουν δημοσιεύσει συμπεριλαμβάνουν τα ακόλουθα. Οι Tversky και Kahneman πρώτοι περιέγραψαν τη θεωρία των προσδοκιών το 1979. Βρήκαν ότι αντίθετα με την αναμενόμενη θεωρία της χρησιμότητας, οι άνθρωποι έδιναν διαφορετικά βάρη στα κέρδη και στις ζημιές και σε διαφορετικές κατανομές πιθανοτήτων τους. Βρήκαν επίσης, ότι οι επενδυτές είναι πολύ περισσότερο απελπισμένοι από επικείμενες ζημιές απ' ό,τι είναι ικανοποιημένοι με επικείμενα κέρδη.

Αντιμέτωποι με το σίγουρο κέρδος είναι κατά του κινδύνου, ενώ με σίγουρη ζημία αναλαμβάνουν πιο εύκολα κινδύνους. Ο καθηγητής Statman (1985) είναι ειδικός στη θεωρία της συμπεριφοράς γνωστής ως "φόβος μετανοίας". Τα άτομα τείνουν να αισθάνονται στενοχώρια και να μετανοούν όποτε κάνουν λάθος. Οι επενδυτές που αποφασίζουν αν θα πρέπει ή όχι να ρευστοποιήσουν μία κινητή αξία επηρεάζονται συνήθως συναισθηματικά από το αν αυτή είναι αγορασμένη περισσότερο ή λιγότερο από την τρέχουσα τιμή.

Οι επενδυτές δίνουν πολύ βάρος στις πρόσφατες εμπειρίες και ασχολούνται με πρόσφατες τάσεις που είναι συνήθεις στο χώρο (μέσοι όροι μεγάλων περιόδων και γνωστές στατιστικές μεθόδους). Τείνουν να είναι περισσότερο αισιόδοξοι όταν η αγορά είναι ανθηρή και απαισιόδοξοι όταν δεν είναι. Έτσι για παράδειγμα ο καθηγητής Shiller ανακάλυψε ότι στην κορύφωση της ιαπωνικής αγοράς 14% των Γιαπωνέζων επενδυτών ανέμεναν κραχ, αλλά ύστερα από αυτό 32% ανέμεναν περαιτέρω επιδείνωση της κατάστασης.

Έντονος συναισθηματισμός

Πολλοί πιστεύουν ότι όταν υψηλά ποσοστά συμμετεχόντων γίνονται υπεραισιόδοξοι ή υπεραπαισιόδοξοι τότε θα συμβεί το ακριβώς αντίθετο. Τα άτομα συχνά βλέπουν τάξη όπου δεν υπάρχει και χειρίζονται γεγονότα τυχαίας διαδοχής ως αποτέλεσμα ικανοτήτων. Ο Thaler (1985) είναι διεθνώς γνωστός για το ότι έχει αποδείξει στατιστικά ότι πολλά γεγονότα είναι απλά αποτελέσματα τύχης. Παρόλα αυτά πολλοί αρνούνται να αποδεχτούν πολλές αλήθειες παρά την ύπαρξη μαθηματικών αποδείξεων. Αυτό συμβαίνει γιατί έχουν τυφλή εμπιστοσύνη στις ικανότητές τους και οι επενδυτές και αναλυτές εμπιστεύονται ειδικά τις γνώσεις που έχουν σε συγκεκριμένους τομείς. Παρόλα αυτά, αυξανόμενα επίπεδα εμπιστοσύνης δε δείχνουν να έχουν συσχέτιση με μεγαλύτερη επιτυχία. Για παράδειγμα μελέτες έχουν δείξει ότι οι άνδρες συγκεκριμένα υπερεκτιμούν τις ικανότητές τους στον αθλητισμό, σε ηγετικές θέσεις, στις σχέσεις τους με άλλους. Διευθυντές χρηματοοικονομικών, χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι καθώς και επενδυτές διαρκώς υπερεκτιμούν τις ικανότητές τους να χτυπήσουν την αγορά και παρόλα αυτά οι περισσότεροι αποτυγχάνουν να τα καταφέρουν.

Επένδυση σε γνώριμες εταιρείες

Ο Gur Huberman του Columbia University (1994) έδειξε ότι οι επενδυτές προτιμούν να επενδύουν σε τοπικές εταιρείες που τους είναι ήδη γνώριμες. Η μελέτη του περιέχει στοιχεία ότι οι επενδυτές προτιμούν τοπικές ή γνώριμες μετοχές παρά το γεγονός ότι μπορεί να μην υπάρχει ορθολογισμός στη σύγκριση ανάμεσα στις τοπικές και κάποιες άλλες όμοιες με τις οποίες ο επενδυτής δεν έχει άμεση σχέση. Τα άτομα βλέπουν τις αποφάσεις άλλων ατόμων ως αποτέλεσμα συγκεκριμένης προϋπάρχουσας διάθεσης ενώ τις δικές τους ως ορθολογικές. Οι επενδυτές εμπιστεύονται περισσότερο μετοχές όπου πιστεύουν ότι υπάρχει ανώτερη πληροφορία και σχετική ενώ στην ουσία δεν είναι και επιπλέον την έχει πλήρως προεξοφλήσει η αγορά. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα συχνές πράξεις και διαρκώς

μεγάλους όγκους συναλλαγών σε χρηματοοικονομικές αγορές κάτι που οι ερευνητές βρίσκουν περίεργο. Στη μια πλευρά της συναλλαγής είναι κάποιος που πιστεύει ότι έχει ανώτερη πληροφόρηση και στην άλλη ένας άλλος που πιστεύει ακριβώς το ίδιο πράγμα για τον εαυτό του. Παρόλα αυτά δεν μπορεί να είναι και οι δύο σωστοί.

Απώθηση κινδύνου

Ένας από τους πιο βασικούς παράγοντες που επηρεάζουν τις ανθρώπινες αποφάσεις είναι η επιθυμία αποφυγής του κινδύνου. Έρευνες ψυχολόγων (Daniel Kahneman και Amos Tversky, 1998) έχουν δείξει ότι τα άτομα είναι υπερευαίσθητα στη διαφορά μεταξύ βεβαιότητας και μεγάλης πιθανότητας. Σε τέτοιες περιπτώσεις οι επενδυτές συχνά επιδιώκουν μια απόλυτα σίγουρη κατάληξη ενός γεγονότος που προσφέρει υψηλό ποσοστό μεγάλου κέρδους.

Ας αναλογιστούμε το παρακάτω παράδειγμα που καλείται πρόβλημα "ανταγωνιστικών επενδύσεων". Ας υποθέσουμε ότι η συνταξιοδότηση σου θα γίνει σε είκοσι χρόνια και προσπαθείς να αποφασίσεις μεταξύ δύο υποθετικών επενδύσεων. Η αξία A εγγυάται απόδοση 8% ετησίως, η αξία B θα έχει 10% απόδοση στο 85% των περιπτώσεων και καμία απόδοση στο 15% των περιπτώσεων. Ποια θα επέλεγες; Οι Kahneman και Tversky υποδεικνύουν ότι οι περισσότεροι θα επέλεγαν στις περισσότερες περιπτώσεις την A γιατί είναι σίγουρη - στα είκοσι χρόνια η αρχική επένδυση των \$10.000 θα έχει φτάσει τα \$46.610. Παρόλα αυτά η άλλη επένδυση μπορεί να έχει μεγαλύτερη απόδοση: αν υποθέσουμε ότι η αξία B έχει απόδοση 0% στα τρία χρόνια από τα είκοσι, η αρχική επένδυση θα γίνει \$50.545, δηλαδή \$4.000 περισσότερο από την επένδυση A. Μια υποθετική επένδυση \$10.000 που αυξάνεται κατά 10% ετησίως (αλλά με απόδοση 0% για οποιαδήποτε τρία χρόνια) μπορεί να έχει μεγαλύτερο κίνδυνο από μια σίγουρη επένδυση με προκαθορισμένη απόδοση 8%, αλλά οι επενδυτές θα ανταμειφθούν για την ανάληψη αυτού του κινδύνου με μεγαλύτερη απόδοση.

Βέβαια οι αληθινές επενδυτικές επιλογές δεν είναι τόσο ξεκάθαρες όσο οι ανωτέρω. Παρόλα αυτά οι επενδυτές αποφεύγουν κατά κύριο λόγο τον κίνδυνο όσον αφορά τη σύνθεση των χαρτοφυλακίων τους. Επιλέγοντας περισσότερο συντηρητικά χαρτοφυλάκια, πολλοί επενδυτές μπορεί να το θεωρούν πιο δύσκολο να φτάσουν τους μακροπρόθεσμους στόχους τους, γεγονός που μπορεί να επιφέρει κινδύνους.

Αντιλήψεις πιθανότητας

Ακόμα και όταν τους παρουσιάζεται κάποιο πρόβλημα που μπορεί να επιλυθεί σχετικά εύκολα (όπως το ανωτέρω πρόβλημα των "ανταγωνιστικών επενδύσεων"), αυτοί τείνουν να εκτιμούν την κατάσταση περισσότερο βασισμένοι σε άλλους πιο υποκειμενικούς παράγοντες. Για παράδειγμα, τα αποτελέσματα μιας έρευνας του 1968 από τον Ward Edwards υποδεικνύουν ότι οι επενδυτές είναι συντηρητικοί που σημαίνει ότι τείνουν να προεξοφλούν τη σημαντικότητα κάποιων στατιστικών ενδείξεων και παρόλα αυτά να βασίζονται περισσότερο στη διαίσθηση. Επιπρόσθετα σε μια έρευνα του 1973, οι Kahneman και Tversky συμπέραναν ότι μπορούν να αγνοούν παντελώς κάποιες στατιστικές γνωστές ως προϋπάρχουσες πιθανότητες.

Να υπολογίζεις τελικά ή όχι:

Μια προϋπάρχουσα πιθανότητα είναι η βασική πιθανότητα κάποιου γεγονότος να συμβεί. Για παράδειγμα, η προϋπάρχουσα πιθανότητα να φέρει ένα ζάρι τον αριθμό 6 είναι περίπου 17%. Θα ήταν λογικοφανές να υποθέσουμε ότι οι προϋπάρχουσες πιθανότητες (όταν αυτές είναι διαθέσιμες) θα θεμελιώναν το μεγαλύτερο μέρος των ατομικών διαδικασιών λήψης αποφάσεων. Όμως, οι Kahneman και Tversky έδειξαν ότι αν σκιαγραφούσαν προβλήματα κατά ένα συγκεκριμένο τρόπο, τα υποκείμενά τους θα αγνοούσαν τις πιθανότητες όταν έπαιρναν αποφάσεις. Αυτό μπορεί να μας βοηθήσει να κατανοήσουμε την αποφυγή του κινδύνου.

Παρά το γεγονός ότι το πρόβλημα των "ανταγωνιστικών επενδύσεων" μας δίνει όλες τις απαραίτητες πληροφορίες για να εκτιμήσουμε τις προϋπάρχουσες πιθανότητες συμπεριφοράς κάθε επένδυσης, οι ίδιοι οι επενδυτές λαμβάνουν υπόψη τους άλλους παράγοντες στη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Επί παραδείγματι, η παρελθούσα συμπεριφορά τείνει να αποκαλύπτει πράγματα τα οποία οι επενδυτές λαμβάνουν υπόψη τους όταν επιλέγουν μια επένδυση. Παρόλα αυτά, αν ένα υποτιθέμενο αμοιβαίο κεφάλαιο είναι από τα καλύτερα επί δύο συνεχή έτη αυτό δε σημαίνει ότι θα εξακολουθήσει να είναι και το επόμενο. Για αυτό το λόγο πολλοί επαγγελματίες των χρηματοοικονομικών συνιστούν στους πελάτες τους να εξετάζουν τη μακροχρόνια συμπεριφορά ενός αμοιβαίου κεφαλαίου σε συνάρτηση με τους δείκτες της αγοράς αντί να ευελπιστούν στη συνέχιση της θετικής του συμπεριφοράς. Η θεωρία τους είναι ότι κερδίζει αυτός που τρέχει σταθερά και όχι αυτός που επιταχύνει διαρκώς.

Μετάνοια

Τέλος, μολοντί οι περισσότεροι άνθρωποι μετανιώνουν περισσότερο για πράγματα που έκαναν παρά για πράγματα που απέφυγαν, υπάρχουν εξαιρέσεις στον επενδυτικό κλάδο που είναι πολύ σημαντικές. Οι Kahneman και Thaler σε μια αδημοσίευτη έρευνα, ρώτησαν περισσότερους από 100 ευκατάστατους επενδυτές να θυμηθούν την οικονομική απόφαση για την οποία μετάνιωσαν περισσότερο και να οριοθετήσουν αν αυτή η απόφαση αφορούσε το να κάνουν ή να μην κάνουν κάτι. Όπως και σε άλλες ομάδες, οι περισσότεροι από αυτούς ισχυρίστηκαν ότι είχαν μετανιώσει περισσότερο για ενέργεια που είχαν κάνει. Η μειοψηφία των επενδυτών που ανέφεραν μετάνοια μη ενέργειας είχαν κάποιο άλλο κοινό χαρακτηριστικό : το μεγαλύτερο ποσοστό του χαρτοφυλακίου τους αποτελείτο από μετοχές. Αυτή η έρευνα έδειξε ότι οι άνθρωποι που μετανιώνουν για τις ευκαιρίες που έχασαν τείνουν να αναλαμβάνουν περισσότερο κινδύνους από ανθρώπους που λυτούνται για λάθος επενδύσεις.

Ο ρόλος της τύχης στη μετάνοια

Άλλο χαρακτηριστικό των ανθρώπων που αναλαμβάνουν εύκολα ρίσκο αφορά τις απόψεις τους για το ρόλο της τύχης. Όλοι οι συμμετέχοντες ερωτήθηκαν για το ρόλο που έπαιξε η τύχη σε δύο καταστάσεις : μία για την οποία ήταν περήφανοι και μία για την οποία μετάνιωσαν. Αυτοί που αναλαμβάνουν εύκολα κινδύνους έδωσαν μικρή βαρύτητα στην τύχη ως αίτιο και των δύο καταστάσεων.

Ο πόνος της μετάνοιας

Οι επενδυτές έχουν την τάση να αισθάνονται μετανιωμένοι για λάθη που έκαναν ακόμη και μικρά. Ο καθένας κατακρίνει τον εαυτό του για κάποιο λάθος δρόμο που ακολούθησε. Αν κάποιος επιθυμεί να αποφύγει τον πόνο της μετάνοιας τείνει να αλλάζει τη συμπεριφορά του ακόμη και μη ορθολογικά, αυθόρμητα μερικές φορές, εκτός και αν ληφθεί πολύ σοβαρά υπόψιν ο πόνος της μετάνοιας.

Αυτός ο πόνος της μετάνοιας για πραγματοποιηθέντα λάθη συμπεριλήφθηκε στην εργασία των Kahneman και Tversky καθώς επίσης και των Loomes και Sudden (1982) οι οποίοι έδειξαν ότι οι επενδυτές μεγιστοποιούν την αναμενόμενη αξία μιας τροποποιημένης θεωρίας χρησιμότητας που είναι η αξία από τη χρήση μιας επιλογής καθώς επίσης και η χρησιμότητα που θα αποκόμιζαν από μια άλλη επιλογή που ελήφθη υπόψιν. Ο Bell (1982) έκανε μια παρεμφερή ανάλυση.

Απογοήτευση από λάθος επένδυση

Η θεωρία της μετάνοιας μπορεί να βοηθήσει στην εξήγηση του γεγονότος ότι οι επενδυτές αναβάλλουν τη ρευστοποίηση αξιών που πέφτουν και επιταχύνουν την πώληση μετοχών που ανεβαίνουν κατά τους Sheffrin και Statman (1985). Αυτή η θεωρία μπορεί να εξηγηθεί από τη σκοπιά ότι οι επενδυτές αποφεύγουν να ρευστοποιήσουν μετοχές που πέφτουν σε αξία ούτως ώστε να μην αποκαλυφθεί το λάθος που έκαναν και να αισθανθούν απογοήτευση. Ρευστοποιούν μετοχές που

έχουν ανέβει για να αποφύγουν τον πόνο της πτώσης της τιμής αν αυτό συμβεί αργότερα. Το γεγονός ότι όντως οι επενδυτές έχουν τέτοια συμπεριφορά αναφέρθηκε με τη χρήση στοιχείων πληθώρας συναλλαγών από τους Ferris, Haugen και Makhija (1988) καθώς και τον Odean (1996).

Αποφυγή μετανοίας

Ψυχολογικές έρευνες έχουν εξετάσει πόσο πιθανόν είναι οι ψυχολογικές μεταπτώσεις όπως η αίσθηση άγχους και μετανοίας να επηρεάσουν αποφάσεις. Εξετάζοντας και πάλι το πρόβλημα των ανταγωνιστικών επενδύσεων δυνητικοί επενδυτές μπορεί να συνειδητοποιήσουν ότι υπάρχει συνολικά καλύτερη απόδοση με την αξία Β αλλά τι θα γίνει αν για περισσότερο από τρία χρόνια αυτή αποδίδει 0%. Οι επενδυτές με αυτούς τους φόβους θα επιλέξουν να επενδύσουν στην Α μολονότι γνωρίζουν ότι μπορεί να καταλήξουν με λιγότερα. Γιατί; Έχει αποδειχθεί ότι άνθρωποι που υποφέρουν από κάποια ζημία που προέκυψε ύστερα από κάποια ενέργεια αισθάνονται περισσότερο μετανιωμένοι από αυτούς που έχασαν μια ευκαιρία. Για παράδειγμα αν αναλογιστούμε έναν επενδυτή που παρακολουθεί τη μετοχή μιας υποτιθέμενης εταιρείας. Τη βρίσκει εξαιρετικά υποσχόμενη, αλλά πιστεύει επίσης ότι η τιμή της είναι αρκετά ψηλά για την ώρα. Την επόμενη, η αγορά πέφτει λόγω άσχημων οικονομικών νέων που ωθούν προς τα κάτω την τιμή της εν λόγω μετοχής. Θα την αγοράσει ή όχι; Κάτω από αυτές τις συνθήκες θα αναλογιστεί τις εναλλακτικές. Τι θα γίνει αν η αγορά πέσει κι άλλο; Είναι καλύτερα να περιμένει και να δει αν η αγορά ανακάμψει πρώτα; Παρά το γεγονός ότι η ευκαιρία παρουσιάστηκε, ο επενδυτής μπορεί να αποφασίσει να περιμένει γιατί μπορεί στο μέλλον να μετανιώσει αν πάρει λανθασμένη απόφαση περισσότερο από ό,τι αν δεν πάρει τη σωστή απόφαση.

Νοοτροπία αγέλης

Ένα παράδειγμα πώς η χρηματιστηριακή αγορά υποβοηθάται από τη νοοτροπία αγέλης ήταν το μεγάλο κραχ στις 19 Οκτωβρίου του 1987. Εκείνη τη μέρα ο Dow Jones Industrial Average έπεσε σχεδόν 23% στη μεγαλύτερη ημερολογιακή πτώση της ιστορίας. Τότε κανένα σημαντικό νέο δεν ανακοινώθηκε που να δικαιολογούσε τη βουτιά. Για να κατανοηθεί η συμπεριφορά των επενδυτών κατά τη διάρκεια εκείνης της πτώσης ο Robert J. Shiller του Yale University έκανε μία δημοσκόπηση σε περίπου 900 επενδυτές μέσα σε λίγες μέρες του κραχ του 1987. Ένα από τα πιο ενδιαφέροντα αποτελέσματα της έρευνας ήταν ότι το 25% των επενδυτών είπαν ότι το κραχ προκλήθηκε από μη ορθολογική συμπεριφορά των επενδυτών. Στην έρευνα ο Shiller ρώτησε μετέχοντες να υποδείξουν τι νόμιζαν ότι ήταν πιο υπεύθυνο για το κραχ : θεμελιώδη οικονομικά στοιχεία όπως εταιρικά κέρδη ή επιτόκια ή ψυχολογία επενδυτών. Τα 2/3 των ερωτηθέντων είπαν ότι ήταν ψυχολογικοί και όχι οικονομικοί λόγοι. Ο Shiller κατέληξε ότι η πιο σχετική πληροφορία για τους επενδυτές κατά τη διάρκεια του κραχ ήταν η πτώση των τιμών των μετοχών. Οι επενδυτές δεν ενδιαφέρονταν για τις θεμελιώδεις αλλαγές στην αναμενόμενη αξία των εταιρικών κερδών. Καθώς οι τιμές των μετοχών έπεφταν, οι επενδυτές υιοθετούσαν νοοτροπία αγέλης προκαλώντας περαιτέρω πτώση.

Αυτά είναι μερικά από τα εμπειρικά αποτελέσματα των ερευνών - ακολουθεί συνοπτικός πίνακας παρουσίασης των αποτελεσμάτων τους - που έγιναν κατά κύριο λόγο στις Η.Π.Α τις τελευταίες ιδιαίτερα δεκαετίες και που έχουν να προσδώσουν πολλά στην ανάλυση της επενδυτικής ψυχολογίας. Με βάση αυτά τα πορίσματα θα γίνει μια προσπάθεια ελέγχου των αντίστοιχων θεωριών και στον ελληνικό χώρο όπως παρουσιάζεται στα επόμενα κεφάλαια.

ΣΥΝΟΠΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΠΑΡΕΛΘΟΥΣΩΝ**ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ**

ΕΡΕΥΝΗΤΗΣ - ΧΡΟΝΟΛΟΓΙΑ	ΕΡΕΥΝΑ	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ
ODEAN - 1996	1. ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ ΣΤΗ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΛΗΨΗΣ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ - ΟΡΘΟΛΟΓΙΚΗ Ή ΜΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ 2. ΡΕΥΣΤΟΠΟΙΗΣΗ ΚΕΡΔΟΦΟΡΩΝ Η ΕΠΙΖΗΜΙΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΕ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	1. ΜΗ ΟΡΘΟΛΟΓΙΚΗ 2. ΡΕΥΣΤΟΠΟΙΗΣΗ ΚΕΡΔΟΦΟΡΩΝ - ΔΙΑΚΡΑΤΗΣΗ ΕΠΙΖΗΜΙΩΝ
1. EDWARDS - 1968 2. ΚΑΗΝΕΜΑΝ, TVERSKY - 1986	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΑΠΟΦΑΣΗ - ΝΕΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ Η ΠΑΡΕΛΘΟΥΣΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ	ΠΑΡΕΛΘΟΥΣΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ
ANDERSEN, KRAUS - 1992	ΠΕΙΡΑΜΑ ΜΕ ΧΡΟΝΟΣΕΙΡΕΣ ΤΙΜΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ	ΑΓΟΡΑ ΣΕ ΠΤΩΣΗ - ΠΩΛΗΣΗ ΣΕ ΑΝΟΔΟ
DE BONDT - 1993	ΣΕΙΡΑ ΠΕΙΡΑΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΕΝΤΕΥΞΕΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ - ΑΛΛΑΓΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ ΤΟΥΣ	ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΗ ΥΣΤΕΡΑ ΑΠΟ ΣΥΝΧΕΙΣ ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΤΙΜΩΝ ΠΑΡΑ ΑΠΟ ΜΕΙΩΣΕΙΣ
1. LICHTENSTEIN, FISCHOFF, PHILIPS -1977 2. THALER - 1985	ΠΕΙΡΑΜΑ ΜΕ ΑΠΑΝΤΗΣΗ ΕΡΩΤΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑΣ ΟΡΘΟΤΗΤΑΣ ΑΠΑΝΤΗΣΕΩΝ	ΕΝΔΕΙΞΗ ΥΠΕΡΕΜΠΙΣΤΟΣΥΝΗΣ ΣΤΙΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΕΣ ΤΟΥΣ
FRIEDMAN, SAVAGE - 1948	ΑΙΤΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ ΣΕ ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ Η ΣΤΟΙΧΗΜΑΤΑ	ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΑ ΚΑΙ ΔΙΑΣΚΕΔΑΣΗ
TVERSKY, ΚΑΗΝΕΜΑΝ - 1979	ΑΝΤΙΔΡΑΣΕΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΣΕ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΚΕΡΔΩΝ ΚΑΙ ΖΗΜΙΩΝ	ΣΤΟ ΠΡΩΤΟ ΚΑΤΑ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΣΤΟ ΔΕΥΤΕΡΟ ΥΠΕΡ
HUBERMAN- 1994	ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΣΕ ΤΟΠΙΚΕΣ - ΓΝΩΡΙΜΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ Ή ΑΛΛΕΣ ΠΑΡΟΜΟΙΕΣ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ	ΕΝΔΕΙΞΗ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ ΣΤΙΣ ΤΟΠΙΚΕΣ
EDWARDS - 1968	ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΗΤΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΩΝ ΕΝΔΕΙΞΕΩΝ Ή ΔΙΑΙΣΘΗΣΗ ΣΤΗΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΕΠΙΛΟΓΗ	ΑΥΘΟΡΜΗΤΙΣΜΟΣ
SHEFFRIN, STATMAN - 1985	ΛΟΓΟΙ ΑΠΟΦΥΓΗΣ ΡΕΥΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ΣΕ ΠΤΩΣΗ	ΑΠΟΦΥΓΗ ΜΕΤΑΝΟΙΑΣ ΚΑΙ ΑΠΟΓΟΝΤΕΥΣΗΣ ΣΕ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΑΠΟΚΑΛΥΨΗΣ ΤΟΥ ΛΑΘΟΥΣ
SHILLER - 1987	ΔΗΜΟΣΚΟΠΗΣΗ ΓΙΑ ΚΡΑΧ - ΠΡΟΚΛΗΘΗΚΕ ΑΠΟ ΘΕΜΕΛΙΩΔΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΑΙΤΙΑ Η ΨΥΧΟΛΟΓΙΑ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ	ΥΙΟΘΕΤΗΣΗ ΝΟΟΤΡΟΠΙΑΣ ΑΓΕΛΗΣ ΣΤΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΤΗΣ ΠΤΩΣΗΣ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

4. ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Σε αυτό το κεφάλαιο γίνεται προσπάθεια παρουσίασης του τρόπου με τον οποίο διεξήχθη η έρευνα στον ελληνικό χώρο βήμα προς βήμα προκειμένου να εξαχθούν συμπεράσματα που είτε συμφωνούν είτε αντίκεινται στα αντίστοιχα των διεθνών θεωριών κατόπιν σύγκρισης με αυτά.

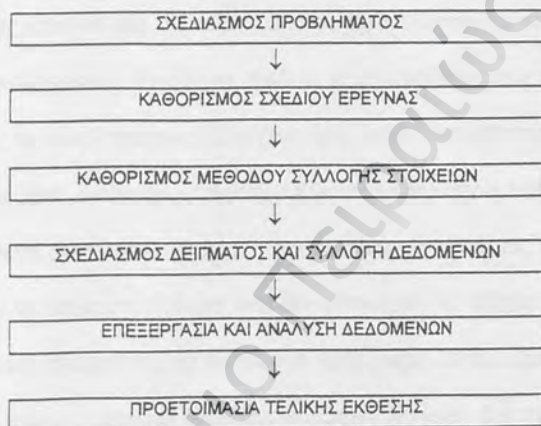
Η διαδικασία που ακολουθήθηκε προκειμένου να επιτευχθεί ο σκοπός που εξαρχής καθορίστηκε περιλαμβάνει τα ακόλουθα στάδια. Το πρώτο είναι ο σχεδιασμός του προβλήματος που στην προκειμένη είναι η ανάλυση της ψυχολογίας του Έλληνα επενδυτή που ουσιαστικά αποτελεί και τον τελικό στόχο. Στη συνέχεια καθορίστηκε ο τρόπος με τον οποίο θα διεξήγεται η έρευνα, δηλαδή αν θα ακολουθείτο πρωτογενής ή δευτερογενής έρευνα όπως θα δούμε κατωτέρω. Το επόμενο βήμα περιλαμβάνει το σχεδιασμό της μεθόδου συλλογής των στοιχείων, αν για παράδειγμα θα γίνει με παρατήρηση ή μέσω ερωτηματολογίου. Κατόπιν γίνεται ο σχεδιασμός του δείγματος και η συλλογή των πληροφοριών. Επιπλέον, που είναι και το πιο σημαντικό πιθανόν στάδιο έχουμε την κωδικοποίηση και ανάλυση των δεδομένων γιατί φυσικά οι αριθμοί και οι τύποι από μόνοι τους δεν εκφράζουν τίποτα αν δεν είμαστε εμείς σε θέση να τους επεξεργαστούμε για να βγάλουμε χρήσιμα συμπεράσματα σύμφωνα με τους σκοπούς της ανάλυσης. Τέλος, προετοιμάζεται η έκθεση όπου παρατίθεται η περίληψη των όσων προηγήθηκαν ούτως ώστε κάποιος που τη διαβάζει να είναι σε θέση να κατανοήσει τα στάδια της έρευνας και τα αποτελέσματά της χωρίς να χρειαστεί να ανατρέξει σε άλλες αναλύσεις και στην αναζήτηση επιπλέον στοιχείων.

Ακολουθώντας αυτό το πρότυπο κατασκευάστηκε το επόμενο διάγραμμα που περιλαμβάνει τα έξι στάδια που παρουσιάστηκαν και που ακολουθήθηκαν και στην παρούσα. Έπειτα, αφού ο σκοπός και το πρόβλημα θεωρούνται πλέον δεδομένα παρατίθενται αναλυτικά στοιχεία για τη μέθοδο έρευνας που είναι το ερωτηματολόγιο

και τους λόγους για το οποίο αυτό επελέγη καθώς επίσης και τον τρόπο σχεδιασμού και σύνταξής του. Ύστερα, καθορίζεται το δείγμα και ο τρόπος συλλογής των στοιχείων και τέλος η στατιστική ανάλυση και επεξεργασία αυτών για την προετοιμασία της τελικής έκθεσης.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗΣ ΣΤΑΔΙΩΝ ΠΟΥ ΑΚΟΛΟΥΘΗΘΗΚΑΝ ΚΑΤΑ ΤΗ

ΔΙΕΞΑΓΩΓΗ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ



A. Ερωτηματολόγιο

Για το σκοπό της διερεύνησης του κατά πόσο οι θεωρίες που έχουν διατυπωθεί στο διεθνή χώρο, ανταποκρίνονται στα ελληνικά δεδομένα και καθότι δεν έχει διεξαχθεί παρόμοια έρευνα στον ελληνικό χώρο, θεωρήθηκε ότι ο καλύτερος τρόπος να πλησιάσουμε τον Έλληνα επενδυτή του Χ.Α.Α., θα ήταν διαμέσου ενός ερωτηματολογίου. Οπωσδήποτε, αν υπήρχαν δευτερογενή έτοιμα στοιχεία θα ήταν πιο εύκολη και γρήγορη η διεξαγωγή της έρευνας, αλλά ελλείπει αυτών καταλήξαμε στην πρωτογενή έρευνα μέσω ερωτηματολογίου.

Τα πλεονεκτήματα του ερωτηματολογίου είναι ποικίλλα. Όταν κάποιος ενδιαφέρεται να μάθει πώς σκέφτεται ή τι γνωρίζει μια ομάδα ατόμων, ο καλύτερος τρόπος είναι να ρωτήσει απ' ευθείας αυτά τα άτομα, αφού το ερωτηματολόγιο εκτός των άλλων είναι

και η περισσότερο χρησιμοποιούμενη μέθοδος συλλογής πρωτογενών στοιχείων. Με αυτό γίνεται ουσιαστικά επισκόπηση ενός πληθυσμιακού συνόλου διαμέσου μιας διπλής κατευθύνσεως επικοινωνίας.

Παρόλα βέβαια τα θετικά του, έχει και τα μειονεκτήματα του που αντιμετωπίστηκαν πιστεύουμε επιτυχώς στην παρούσα μελέτη. Τα κυριότερα είναι η άρνηση απαντήσεως είτε στο σύνολό του είτε σε συγκεκριμένες ερωτήσεις καθώς και η αδυναμία ακριβούς απαντήσεως ελλείπει κάποιας που πιθανόν να καλύπτει περισσότερο τον ερωτώμενο. Επιπλέον, πρέπει να σχεδιάζεται με μεγάλη προσοχή γιατί σε ερωτήσεις με πολύ προσωπικό χαρακτήρα όπως ονοματεπώνυμο - το δείγμα προτιμά να μένει ανώνυμο - εισόδημα κλπ. το μεγαλύτερο ποσοστό του δείγματος αρνείται να απαντήσει. Ακόμη, ο προσεκτικός σχεδιασμός αναφέρεται στη χρήση ξεκάθαρων γενικών ερωτήσεων που δεν υποκινούν το δείγμα και αυτό γιατί οι ερωτώμενοι δεν είναι απαραίτητο να θυμούνται κάθε μικρή λεπτομέρεια και γιατί φυσικά μπορεί να μην της έδωσαν ιδιαίτερη προσοχή. Επίσης, δεν πρέπει να γίνονται διαρκείς αναφορές διαμέσου ερωτήσεων στο θέμα προς εξέταση διότι έχει παρατηρηθεί ότι σε τέτοιες ερωτήσεις οι ερωτώμενοι δίνουν υψηλή βαθμολογία στο αντικείμενο της έρευνας.

Συνεπώς για την προετοιμασία του ερωτηματολογίου καθορίστηκαν αρχικά οι πληροφορίες που ήταν ανάγκη να συλλεγούν για την έρευνα του πληθυσμού των ιδιωτών επενδυτών κυρίως στο χώρο των Αθηνών, κατόπιν ο τύπος του ερωτηματολογίου που χρησιμοποιήθηκε, το περιεχόμενο της κάθε ερώτησης και ο τύπος των ερωτήσεων που χρησιμοποιήθηκαν. Αρχικά λοιπόν διατυπώθηκαν πέντε δημογραφικές ερωτήσεις σχετικές με το φύλο, την ηλικία, το επάγγελμα, την οικογενειακή κατάσταση και τη μόρφωση - βλέπε παράρτημα - και φυσικά όχι προσωπικές ερωτήσεις αφορώσες την ταυτότητα και το εισόδημα του επενδυτή. Ενέχεται βέβαια σε αυτές τις περιπτώσεις ο κίνδυνος να μην απαντηθούν τα

ερωτηματολογία με μεγάλη προσοχή λόγω της ανωνυμίας αλλά σε αυτήν την περίπτωση προτιμήθηκε αυτό από μια μεγάλη αποχή που θα προκαλείτο από την αποκάλυψη της ταυτότητας του ερωτώμενου και που ελέγξαμε αρχικά με ένα δείγμα σε ελάχιστους ερωτώμενους που αρνήθηκαν να δώσουν επώνυμα στοιχεία.

Ακολούθως, η δομή του ερωτηματολογίου έχει να κάνει με τρεις γενικές ερωτήσεις που αφορούν το χρονικό ορίζοντα των επενδύσεων, τη συχνότητα των συναλλαγών και τη σύνθεση των χαρτοφυλακίων των επενδυτών του δείγματος. Κατόπιν έχουμε τις δώδεκα ερωτήσεις του άμεσου ενδιαφέροντος για την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την ψυχολογία των επενδυτών. Η περίοδος συλλογής των στοιχείων 25.02-25.03 πιστεύουμε ότι ήταν αρκετά καθοριστική από οικονομικής σκοπιάς ώστε να θεωρούμε ότι ακόμη κι αν ήταν άλλη δε θα άλλαζαν ουσιωδώς οι απαντήσεις του δείγματος.

Η διατύπωση, η σειρά και η διάταξη των ερωτήσεων άλλαξαν αρκετές φορές ούτως ώστε να αποφευχθούν χτυπητές λέξεις και ερωτήσεις στις οποίες αποφεύγουν να απαντήσουν συστηματικά οι επενδυτές και πιστεύουμε ότι περιορίσαμε σημαντικά τέτοιου είδους προβλήματα. Ύστερα από τον καθορισμό των πληροφοριών που είναι απαραίτητο να εξαχθούν από την έρευνα γιατί έτσι αποφεύγονται οι άσκοπες ταλαιπωρίες και οι χρονικές καθυστερήσεις ακολούθησε και ο σχηματισμός των υποθέσεων για την αναφορά στον πληθυσμό κάτι που θα δούμε στη συνέχεια στη στατιστική επεξεργασία των δεδομένων.

Επίσης, πρέπει να σημειωθεί ότι η συμπλήρωση του ερωτηματολογίου δεν έγινε τηλεφωνικά, ταχυδρομικά ή με προσωπική συνέντευξη λόγω ελλείψεως χρόνου αλλά δια χειρός σε πελάτες τραπεζών και χρηματοπιστηριακών εταιρειών για αυτό και δόθηκε ιδιαίτερο βάρος στο σχεδιασμό του ούτως ώστε οι ερωτήσεις να είναι απλές, κατανοητές και ξεκάθαρες για τον καθένα που θα το διάβαζε. Με το επιχείρημα ότι

αφορούσε διατριβή συναδέλφου και ότι όποιος ήθελε θα μπορούσε κατόπιν της ολοκληρώσεως της να πληροφορηθεί τα αποτελέσματά της δεν υπήρχε μεγάλο ποσοστό άρνησης στη συμπλήρωσή του. Η επιλογή του αριθμού των ερωτήσεων (20) ήταν τέτοια ούτως ώστε να μην υπερβαίνουν κατά πρώτον με ευανάγνωστα γράμματα τις δύο σελίδες για να αποφευχθεί η περίπτωση να κουραστεί ο ερωτώμενος και να αρνηθεί να απαντήσει. Έγινε επιλογή διαφόρων τύπων ερωτήσεων τόσο διχότομων όσο και πολλαπλής επιλογής καθώς και ταξινόμησης στοιχείων για να μην είναι μονότονο και να τραβάει το ενδιαφέρον του επενδυτή, καθώς επίσης και για τους σκοπούς της συλλογής και επεξεργασίας στοιχείων.

Οι ερωτήσεις που διευκολύνουν περισσότερο την επεξεργασία τους είναι οι διχότομες και οι ερωτήσεις πολλαπλής επιλογής. Προσπαθήσαμε οι απαντήσεις που μας ενδιαφέρουν να μην είναι πάντα πρώτες για να μην υπάρχει τάση υποκίνησης του δείγματος και να αναφέρουμε με βάση τα θεωρητικά δεδομένα τις περισσότερες αν όχι όλες τις δυνατές απαντήσεις για να έχει ο ερωτώμενος τη δυνατότητα επιλογής και να είναι καλυμμένος από το φάσμα των απαντήσεων που του προτείνονται.

B. Δείγμα

Ύστερα από την τελευταία αναθεώρηση του ερωτηματολογίου έμενε να καθοριστεί το μέγεθος του δείγματος στο οποίο θα απευθυνόταν αφού η απογραφή ήταν απαγορευτική. Έτσι αποφασίστηκε ότι ένα δείγμα 200 ατόμων ήταν επαρκές για την κάλυψη των αναγκών της παρούσης. Από τη μελέτη του δείγματος εξάγονται ορισμένα γενικά συμπεράσματα για τον πληθυσμό με απαραίτητη προϋπόθεση το δείγμα να είναι αντιπροσωπευτικό. Οι βασικοί λόγοι που χρησιμοποιούμε τη δειγματοληψία έναντι της απογραφής είναι ο χρόνος και το κόστος. Η στατιστική αναφορά στον πληθυσμό είναι αυτή που μας επιτρέπει να εξάγουμε συμπεράσματα για μια παράμετρο του πληθυσμού βασισμένοι σε ένα δείγμα που το μέγεθος του είναι μικρό σε σχέση με αυτό του πληθυσμού. Με ανεπαρκή στατιστικά στοιχεία για

τον πληθυσμό κατόπιν έρευνας σε διάφορες χρηματιστηριακές εταιρείες αποφασίστηκε η κατανομή του πληθυσμού στις διάφορες δημογραφικές κατηγορίες των πρώτων ερωτήσεων να γίνει σύμφωνα με τον παρακάτω πίνακα στο δείγμα :

ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΑΤΑΝΟΜΩΝ ΔΗΜΟΓΡΑΦΙΚΩΝ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΩΝ ΣΤΟΝ

ΠΛΗΘΥΣΜΟ

ΦΥΛΟ	ΑΡΣΕΝΙΚΟ	ΘΗΛΥΚΟ		
ΠΟΣΟΣΤΑ	75%	25%		
ΗΛΙΚΙΑ	25-35	36-45	46-55	56-70
ΠΟΣΟΣΤΑ	15%	35%	35%	15%
ΟΙΚΟΓΕΝΕΙΑΚΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ	ΑΓΑΜΟΣ	ΕΓΓΑΜΟΣ		
ΠΟΣΟΣΤΑ	40%	60%		
ΜΟΡΦΩΣΗ	ΜΕΣΗ	ΑΝΩΤΕΡΗ	ΑΝΩΤΑΤΗ	ΆΛΛΗ
ΠΟΣΟΣΤΑ	15%	35%	35%	15%

και με συνεχή επανέλεγχο του δείγματος καταβλήθηκε προσπάθεια να μην ξεφύγουμε από αυτά τα ποσοστά και κυρίως από τα πλαίσια της κανονικής κατανομής που υποδεικνύουν τα πεδία της ηλικίας και της μόρφωσης. Με βάση αυτές τις υποθέσεις για τον πληθυσμό προχωρήσαμε για τους σκοπούς της έρευνας σε αναλογική δειγματοληψία που είναι από όλες τις τεχνικές μη τυχαίες δειγματοληψίας η μόνη συστηματική προσπάθεια για την επίτευξη ενός αντιπροσωπευτικού δείγματος.

Έτσι, ακολουθήθηκαν τέσσερα διαδοχικά βήματα. Πρώτον, επελέγησαν τα χαρακτηριστικά του δείγματος προς εξέταση για αναγωγή στον πληθυσμό. Δεύτερον, προσδιορίστηκαν κατά τα ανωτέρω οι αναλογίες του πληθυσμού που διαθέτουν αυτά τα χαρακτηριστικά. Τρίτον, προσδιορίστηκε το μέγεθος του δείγματος με βάση τα

επιμέρους αυτά χαρακτηριστικά. Τέταρτον, οι μονάδες του δείγματος επελέγησαν από τον πληθυσμό ως συνάρτηση των αναλογιών εξειδίκευσης.

Αν τα εκλεγέντα χαρακτηριστικά συσχετίζονται με τις υπό μελέτη μεταβλητές, η αναλογική δειγματοληψία όπως η όμοια τυχαία μπορεί να βοηθήσει στην αύξηση της ερευνητικής ακρίβειας έχοντας το επιπλέον θετικό ότι δε χρειάζεται να γίνει έλεγχος του δείγματος ως προς την αντιπροσωπευτικότητά του, αφού τα ποσοστά του δείγματος είναι σχεδόν ίδια με κάποιες μικρές αποκλίσεις με αυτά του πληθυσμού δεδομένου ότι οι υποθέσεις για αυτά είναι ρεαλιστικές. Εκτός από την ελκυστικότητα της μεθόδου τουλάχιστον αναφορικά με τις προσπάθειες ελέγχου αξιοπιστίας, βοήθησε επιπλέον στην επικέντρωση σε διάφορες υποομάδες του συνόλου του δείγματος κατά τη διάρκεια της ανάλυσης.

Αντιπροσωπευτικό θεωρείται ένα δείγμα όταν τα διάφορα χαρακτηριστικά του είναι ακριβώς ίδια με εκείνα του πληθυσμού οπότε ή το δείγμα μελετηθεί ή ο πληθυσμός θα καταλήξουμε στα ίδια συμπεράσματα κάτι που ακολουθήθηκε και εδώ.

Καταβλήθηκε επίσης σημαντική προσπάθεια ελέγχου εγκυρότητας, δηλαδή η έρευνα να προσπαθεί να αποκαλύψει κατά πόσο τα ευρήματα της διεθνούς σκηνής είναι εφαρμόσιμα στον ελληνικό χώρο και ακόμη ελέγχου αξιοπιστίας για το κατά πόσο τα αποτελέσματα είναι αντιπροσωπευτικά για τον πληθυσμό για τον οποίο υπάρχει πρόθεση εξαγωγής συμπερασμάτων.

Θα πρέπει επίσης να υπογραμμιστούν και τα λάθη του δειγματοληπτικού ελέγχου : το δειγματοληπτικό σφάλμα αναφέρεται στις διαφορές μεταξύ του πληθυσμού και του δείγματος επειδή οι παρατηρήσεις συγκεντρώθηκαν από το δείγμα. Για τον περιορισμό αυτού, εκτός από το ότι στη συγκεκριμένη περίπτωση επελέγη η αναλογική δειγματοληψία, αυτό που κάνουμε και στο δικό μας έλεγχο υποθέσεων όπως προκύπτει παρακάτω είναι να αναφέρουμε ότι το ποσοστό που μετρήθηκε στο

δείγμα κυμαίνεται μέσα σε κάποια λογικά όρια στον πληθυσμό, δεδομένου ενός επιπέδου εμπιστοσύνης 95% όπως θα δούμε αναλυτικά και στην παρουσίαση των αποτελεσμάτων.

Γ. Στατιστική επεξεργασία και αναγωγή στον πληθυσμό

Αρχικά θα πρέπει να αναφερθεί ότι καθότι έχουμε να κάνουμε με ποιοτικά και όχι ποσοτικά δεδομένα - όπου θα μπορούσαμε να ασχοληθούμε με μέσους και τυπικές αποκλίσεις κλπ - αυτό που μπορούμε να κάνουμε όσον αφορά στο δείγμα είναι να βρούμε ποσοστά, δηλαδή να μετρήσουμε πόσο συχνά εμφανίζεται μια μεταβλητή στο δείγμα και στη συνέχεια ανάλογα με τον τύπο των ερωτήσεων με διαφορετικές μεθόδους ελέγχου για κάθε ερώτηση ξεχωριστά να εξαγάγουμε συμπεράσματα για τον πληθυσμό.

Στην πρώτη περίπτωση έχουμε τις διχότομες ερωτήσεις (12,13) όπου κατόπιν εύρεσης των ποσοστών του δείγματος \hat{p} της πρώτης απάντησης και \hat{q} της δεύτερης απάντησης που πρέπει πάντα να αθροίζουν στο 100% της διωνυμικής κατανομής και με δεδομένο μέγεθος δείγματος $n=200$ και με επίπεδο εμπιστοσύνης

$z_{\alpha/2} = z_{0,025} = 1,96$ βρίσκουμε το $\hat{p} \pm z_{\alpha/2} \sqrt{\frac{\hat{p}\hat{q}}{n}}$ όπου \hat{p} και \hat{q} τα ποσοστά των δύο

απαντήσεων στο δείγμα. Έτσι, βγάζουμε συμπέρασμα με πιθανότητα 95% τα ποσοστά των απαντήσεων στον πληθυσμό να κυμαίνονται μέσα στα δύο όρια που προκύπτουν μετά από αντικατάσταση στον προηγούμενο τύπο.

Στην περίπτωση των υπολοίπων ερωτήσεων με πολλαπλές απαντήσεις (9-11, 14-20) δεν έχουμε επιτυχίες και αποτυχίες όπως στη διωνυμική κατανομή αλλά και πάλι άθροισμα των περισσότερων από δύο τώρα ποσοστών των απαντήσεων στο δείγμα που πρέπει και πάλι να είναι 100%. Έτσι, έχουμε από τη μία τα παρατηρούμενα ποσοστά στο δείγμα που φυσικά αντιστοιχούν και σε κάποια απόλυτα μεγέθη και

από την άλλη τα αναμενόμενα ποσοστά που αν για παράδειγμα οι απαντήσεις είναι τέσσερις, τα αναμενόμενα ποσοστά είναι 25% για εκάστη και 50 δηλαδή σε αριθμό ερωτημένων για τάξη δείγματος 200 ατόμων. Στη συνέχεια αφαιρούμε κάθε παρατηρούμενη από την αντίστοιχη αναμενόμενη τιμή, υψώνουμε το αποτέλεσμα στο τετράγωνο και διαιρούμε με την αναμενόμενη τιμή. Το άθροισμα όλων αυτών δίνει την κριτική τιμή χ^2 . Ο έλεγχος υπόθεσης εδώ είναι ο εξής :

H_0 : Τα ποσοστά είναι ίδια στον πληθυσμό

H_1 : Έστω και ένα διαφέρει από τα υπόλοιπα

και γίνεται με t-στατιστικό :

$$\chi^2 = \sum_{i=1}^k \frac{(o_i - e_i)^2}{e_i}$$

για $k-1$ βαθμούς ελευθερίας όπου o_i η παρατηρούμενη τιμή και e_i η αναμενόμενη τιμή. Συνεπώς σύμφωνα με τους πίνακες της χ^2 ένα μικρό χ^2 υποστηρίζει τη μηδενική υπόθεση και έτσι θα απορρίψουμε τη μηδενική υπόθεση αν $\chi^2 > \chi^2_{\alpha, k-1}$ όπου $\alpha=95\%$ και k =αριθμός απαντήσεων.

Τέλος, δεδομένων κάποιων θεωριών στη διεθνή σκηνή που δεν μπορούσαν να περάσουν στους επενδυτές με τη μορφή απλών ερωτήσεων οδήγησαν στην ανάγκη διαμόρφωσης κάποιων συνδυαστικών ποσοστών στο δείγμα όπως για παράδειγμα πώς αντιδρούν άνδρες και γυναίκες στον κίνδυνο που φυσικά καθιστά αδύνατη την αναγωγή συμπερασμάτων για τον πληθυσμό αφού ελλείψει κοινής βάσης - ερώτησης τα ποσοστά των απαντήσεων δεν μπορούν να αθροίσουν στο 100%. Παρόλα αυτά είναι ενδιαφέρον να δούμε έστω και στο δείγμα πώς διαμορφώθηκαν.

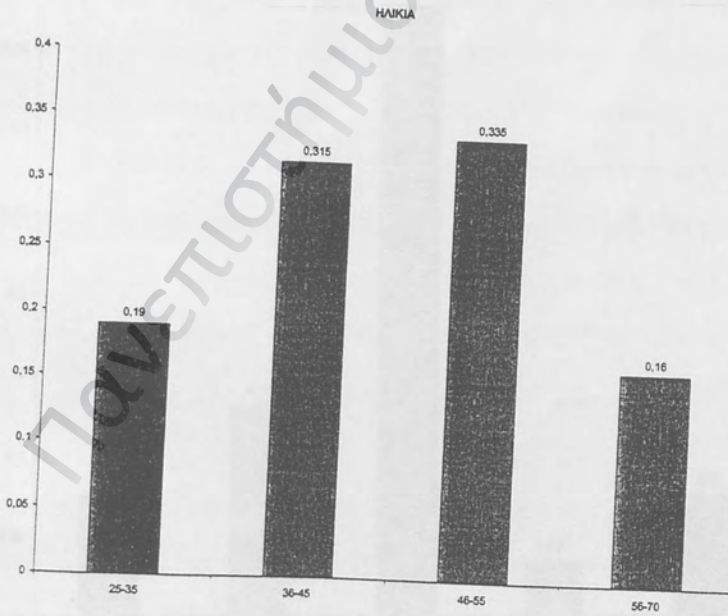
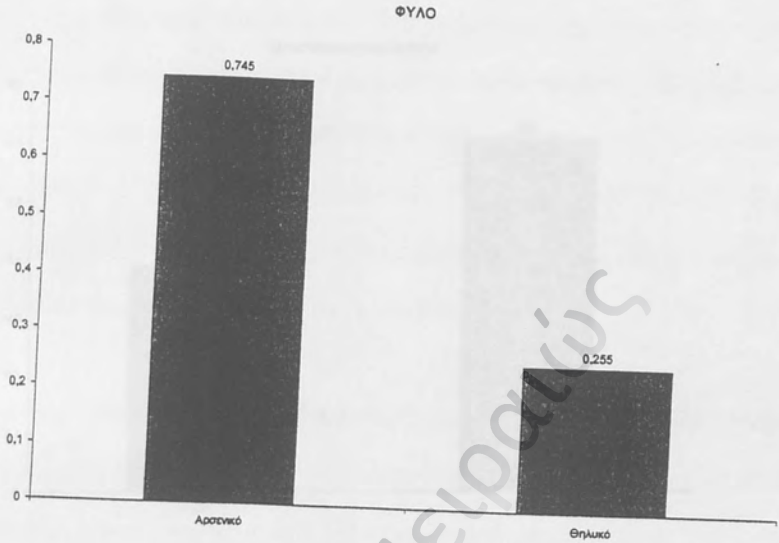
5. ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Εδώ, ακολουθώντας τα βήματα που περιγράφηκαν στην προηγούμενη ενότητα παρουσιάζονται αναλυτικά τα αποτελέσματα όπως αυτά διαμορφώνονται μέσα από τη στατιστική επεξεργασία των ποσοστών του δείγματος και την αναγωγή τους στον πληθυσμό για να προχωρήσουμε τέλος στην εξαγωγή συμπερασμάτων ως προς το πώς συμπεριφέρεται ο Έλληνας επενδυτής.

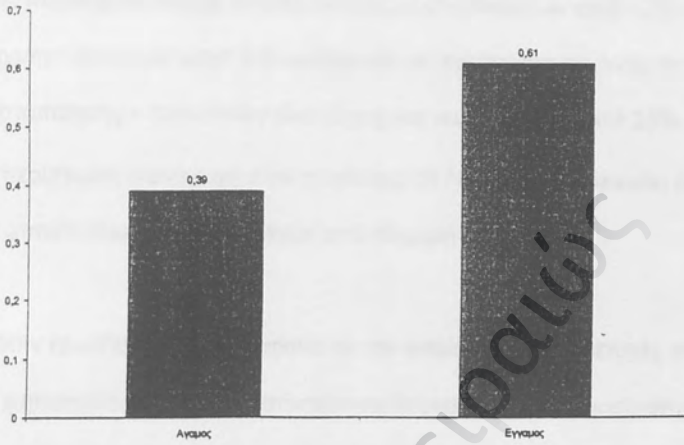
Όπως προαναφέρθηκε και στην ανάλυση της μεθοδολογίας ακολουθώντας την αναλογική δειγματοληψία σύμφωνα με τις υποθέσεις των ποσοστών που έγιναν για τον πληθυσμό όσον αφορά στα δημογραφικά του χαρακτηριστικά αυτές ακολουθήθηκαν με ελάχιστες αποκλίσεις στο δείγμα και παρουσιάζεται αναλυτικά η κατανομή τους εδώ καθώς και των υπολοίπων ερωτήσεων στο παράρτημα.

Προχωρώντας στο κυρίως θέμα που είναι η μελέτη της ψυχολογίας των επενδυτών βλέπουμε ότι αυτοί στην Ελλάδα όσον αφορά στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων ενημερώνονται από τα μέσα μαζικής ενημέρωσης κατά ένα ποσοστό 25%, από το ευρύτερο περιβάλλον κατά 14% και συνδυαστικά οι περισσότεροι κατά 61%. Με τον έλεγχο υπόθεσης που έγινε σε επίπεδο εμπιστοσύνης 95% με την κατανομή χ^2 - όπως φαίνεται στους πίνακες στο τέλος της ενότητας - βρέθηκε ότι το άθροισμα των τετραγώνων των αποκλίσεων των παρατηρούμενων από τις αναμενόμενες τιμές διαιρούμενο δια των τελευταίων (71,34) είναι κατά πολύ μεγαλύτερο από την κριτική τιμή 5,99147 και άρα υπάρχει στατιστικά σημαντική ένδειξη ότι τα ποσοστά δεν κατανέμονται ορθογώνια κατά 33,33% στις τρεις απαντήσεις στον πληθυσμό αλλά υπάρχει διαφοροποίησή τους όπως προκύπτει και από το δείγμα.

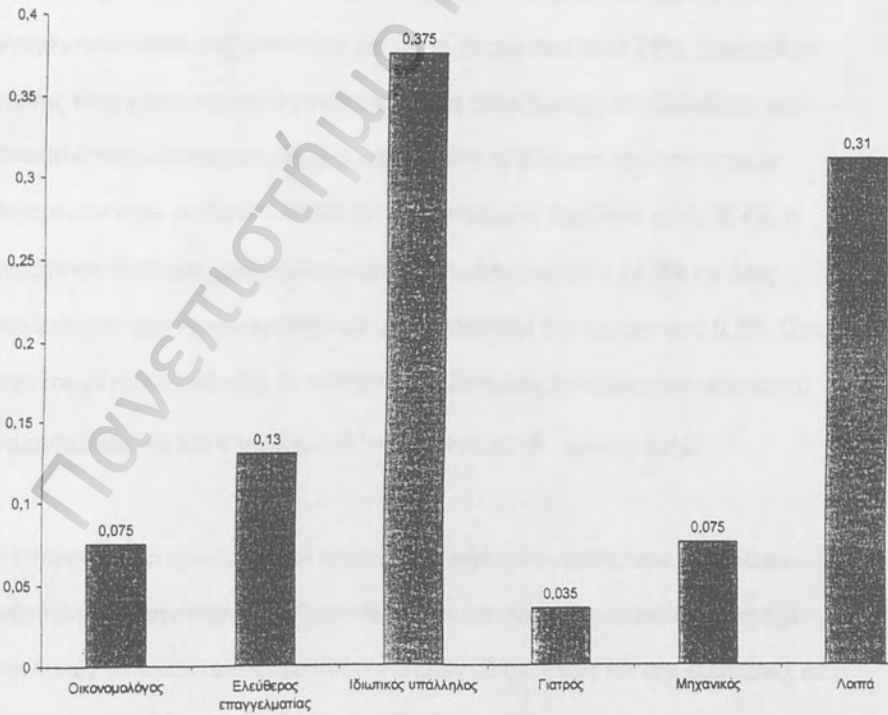
ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΔΗΜΟΓΡΑΦΙΚΩΝ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΩΝ ΣΤΟ ΔΕΙΓΜΑ



ΟΙΚΟΓΕΝΕΙΑΚΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ



ΕΠΑΓΓΕΛΜΑ



Όσον αφορά στις απαντήσεις των επενδυτών σχετικά με τις αντιδράσεις τους σε περιπτώσεις πανικού με μεγάλα κύματα ρευστοποιήσεων στην αγορά, έδειξαν αρκετά ορθολογικοί, μη πτοούμενοι με μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα κατά 62%, πανικοβλημένοι με εντολές ολικών ρευστοποιήσεων κατά 12% και με βραχυπρόθεσμη αναμονή 2-3 ημερών και σε περίπτωση εμμονής της κατάστασης, ρευστοποίησης - που υποδηλώνει άγχος και νευρική κατάσταση - κατά 26%. Και σε αυτήν την περίπτωση η αναγωγή στον πληθυσμό ($\chi^2 = 79,06$) υποδεικνύει ότι τα ποσοστά των απαντήσεων σαφώς απέχουν από ισομερή κατανομή.

Κατόπιν ερωτήθηκαν για τον τρόπο με τον οποίο επιλέγουν μετοχές στη σύνθεση των χαρτοφυλακίων τους και φάνηκαν να δείχνουν μια προτίμηση στην απόκτηση πληροφορίας κατά 24,7%, ένα κλασικό φαινόμενο της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, στη συνέχεια φάνηκαν, όπως άλλωστε μαρτυρά και η θεωρία, να δείχνουν μια υπερεμπιστοσύνη στις ικανότητες και την εμπειρία τους κατά 24%. Ακολούθησε επίσης ένας χαρακτηριστικός αυθαρμητισμός βασιζόμενος στη διαίσθηση που αποκαλύπτεται επίσης στη θεωρία κατά 19,8%, η ανάλυση των στατιστικών δεδομένων στην οποία δε δόθηκε και η απαιτούμενη βαρύτητα κατά 16,4%, η αναζήτηση βοήθειας χρηματοοικονομικών συμβούλων κατά 14,8% και ένας συνδυασμός των προαναφερθέντων χωρίς ιδιαίτερη προτίμηση κατά 0,3%. Όπως ήταν αναμενόμενο και εδώ τα ποσοστά του δείγματος αποδείχτηκαν στατιστικά σημαντικά και για τον πληθυσμό ($\chi^2 = 92,31 > 11,0705$: κριτική τιμή).

Οι επόμενες δύο ερωτήσεις του ερωτηματολογίου ήταν αυτές που κατά κόρον συζητήθηκαν στην παρουσίαση των θεωριών και αφορούν τις αντιδράσεις των επενδυτών σε καταστάσεις κερδών και ζημιών. Έτσι, όπως και στο εξωτερικό, σε περιβάλλον κερδών ρευστοποιούν για να κλειδώσουν τις αποδόσεις κατά 68,3% και δε ρευστοποιούν αναλαμβάνοντας περαιτέρω κινδύνους στο 31,7% των

περιπτώσεων. Αντιστρόφως, σε περιβάλλον ζημιών στο 73% των περιπτώσεων δε ρευστοποιούν ρισκάροντας περισσότερες ζημίες και στο υπόλοιπο 27% ρευστοποιούν με σκοπό να δώσουν τέλος στις ήδη πραγματοποιηθείσες ζημίες. Στις δύο αυτές ερωτήσεις που είναι όπως προαναφέρθηκε και οι μόνες διχότομες, διαμέσου της διωνυμικής κατανομής καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι με πιθανότητα 95% τα ποσοστά ρευστοποίησης σε περιβάλλον κερδών στον πληθυσμό κυμαίνονται από 61,5% έως 74,5% και σε περιβάλλον ζημιών με την ίδια πιθανότητα τα ποσοστά μη ρευστοποίησης κυμαίνονται από 66,8% έως 79,2%.

Κατόπιν ερωτήθηκαν για τις αντιδράσεις τους σε περιπτώσεις λάθους επένδυσης κι εδώ εν αντιθέσει με τη θεωρία αφού έδωσαν μικρά ποσοστά στη μετάνοια και την απώθηση από τη μνήμη -18,5% και 13% αντίστοιχα - οι απαντήσεις τους ήταν πιο συμβατές με τον ορθολογισμό της οικονομικής θεωρίας αφού κατά 34,5% απάντησαν ότι παίρνουν μάθημα για να μην το επαναλάβουν στο μέλλον και στον αντίποδα βέβαια κατά 34% επιδεικνύουν μη σταθερότητα στις αντιδράσεις τους. Εδώ βέβαια ενώ μέσα από τον έλεγχο υπόθεσης προέκυψαν στατιστικά σημαντικά τα ποσοστά στον πληθυσμό, από την άλλη δεν υπήρχε και τόσο μεγάλη διαφορά της υπολογισθείσας χ^2 από την κριτική τιμή όπως στις προηγούμενες απαντήσεις ($28,6 > 7,81473$).

Στη συνέχεια, στην ερώτηση περί αντιδράσεων σε εξακριβωμένα φαινόμενα "φούσκας" υπερίχε κατά πολύ ο αυθορμητισμός και η διάισηση αφού κατά 64,1% απάντησαν ότι αντιδρούν ανάλογα με τη στιγμή, ενώ σχεδόν ίδια ποσοστά (17,7%) πάντα ρευστοποιούν από φόβο μήπως η φούσκα σκάσει και 18,2% περιμένουν πάντα από απληστία μήπως φουσκώσει κι άλλο. Κι εδώ βέβαια, με ένα πολύ μεγάλο ποσοστό αυθορμητισμού στο δείγμα η αναγωγή στον πληθυσμό έδειξε ότι έστω και ένα ποσοστό διαφέρει ($\chi^2 = 84,58$).

Όσον αφορά στην επένδυση σε διάφορες μετοχές, φάνηκε ότι κι εδώ όπως στο εξωτερικό προτιμούν τις τοπικές που νομίζουν ότι γνωρίζουν καλά (30%) σε σχέση με τις εύρωστες που πιθανόν να μην τις γνωρίζουν τόσο καλά (14,5%) αλλά το μεγαλύτερο ποσοστό επέλεξε το συνδυασμό των δύο προηγούμενων (55,5%) και αυτό πιθανόν επειδή σε αυτές τις περιπτώσεις απαντούν υπέρ των συνδυαστικών ενώ αν η ερώτηση ήταν διχότομη να υπερέχε η πρώτη απάντηση. Μία τιμή της $\chi^2 = 50,37$ υποδηλώνει κι εδώ άλλωστε στατιστική σημαντικότητα των ποσοστών αφού το απόλυτο μέγεθος της τρίτης απάντησης στο δείγμα (111) διαφέρει αρκετά τόσο από τα άλλα δύο (60 και 29) όσο και από τα εκτιμώμενα απόλυτα μεγέθη (66 και 67).

Τα κίνητρα των επενδύσεων των Ελλήνων επενδυτών του Χ.Α.Α. όπως αποδεικνύει και η πράξη είναι η κερδοσκοπία κατά 66,7% και η διασκέδαση με τον εγωισμό που αναφέρει κατά δεύτερο λόγο η θεωρία κατά 13,4% και 11,7% αντίστοιχα. Επίσης ένα 8,2% αναφέρθηκαν κυρίως σε επένδυση (5%), μακροχρόνια επένδυση, μελλοντική απόδοση, προσωπική ικανοποίηση, καλύτερη απόδοση, κέρδη αλλά όχι με την έννοια της κερδοσκοπίας, αύξηση κεφαλαίου και επένδυση για παιδιά. Με την κατανομή στον πληθυσμό διαφαίνεται μια διαφοροποίηση ($\chi^2 = 213,48$) και αυτό πιθανότατα λόγω του φαινομένου της κερδοσκοπίας.

Στην ερώτηση για τους παράγοντες ρευστοποίησης μετοχών σε περιβάλλον ζημιών έδωσαν ορθολογιστικά μεγαλύτερη βαρύτητα στο γενικότερο οικονομικό κλίμα με ποσοστό 39,7%, στην τιμή αγοράς που αναφέρει χαρακτηριστικά η θεωρία 33% και στις προοπτικές της εταιρείας 20,6%. Επίσης, ένα ποσοστό 6,7% αποκρίθηκε ότι αλλάζει σε μετοχές με καλύτερες προοπτικές, δε ρευστοποιεί σε περιβάλλον ζημιών, ότι θέτει ως παράγοντα την άμεση ανάγκη χρημάτων, την οικονομική αντοχή, την οικονομική άνεση, την ανάγκη της οικογένειας και την έλλειψη ρευστού. Εδώ, λόγω

των όχι και τόσο μεγάλων αποκλίσεων των εκτιμούμενων από τις υπολογισθείσες τιμές του δείγματος, τα αποτελέσματα στον πληθυσμό είναι μεν στατιστικά σημαντικά αλλά όχι με μεγάλη τιμή του χ^2 όπως στις άλλες περιπτώσεις (25,60).

Σε περιβάλλον ζημιών, οι επενδυτές κατέταξαν τα συναισθήματά τους κατά τα ακόλουθα : άγχος 42,1%, άγχος 17,2%, απογοήτευση 16,7%, θυμός 9,6%, λύπη 8,1%, πανικός 6,2%. Λόγω του μεγάλου ποσοστού της ενόχλησης στο δείγμα, η τιμή του $\chi^2 = 115,31$ υπερβαίνει κατά πολύ την κριτική τιμή 11,0705 και έστω και ένα ποσοστό δείχνει να διαφέρει στον πληθυσμό σύμφωνα με τη στατιστική θεωρία. Παρατηρούμε ότι όσον αφορά στη σημαντικότητα των παραγόντων που βοηθούν στη διαμόρφωση των αποδόσεων των μετοχών που ελέγχθηκαν με το τεστ καλής προσαρμογής της χ^2 τις πρώτες θέσεις καταλαμβάνουν το οικονομικό κλίμα, τα νέα των εταιρειών, η ψυχολογία των επενδυτών και κατόπιν η μερισματική πολιτική και τα θεμελιώδη μεγέθη. Ως προς την κατάταξή τους φαίνεται και στον πίνακα ότι τα ποσοστά διαφέρουν σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας $\alpha=95\%$.

Τέλος, θα ασχοληθούμε με κάποια στοιχεία στο δείγμα, που όπως προαναφέρθηκε και στην προηγούμενη ενότητα, μολονότι δεν μπορούν να τύχουν στατιστικής παρακολούθησης στον πληθυσμό λόγω έλλειψης κοινής βάσης που να διευκολύνει αυτή τη μεταχείρισή τους, είναι ενδιαφέρον να δούμε τη συμπεριφορά τους έστω και στο δείγμα. Εξετάζοντας το φύλο σε σχέση με την αντίδραση σε περιβάλλον ζημιών και πιο συγκεκριμένα στον εγκλωβισμό με ρίσκο περισσότερων ζημιών, οι γυναίκες απάντησαν κατά 76% σε σχέση με τους άνδρες κατά 72% (οι διαφορές των ποσοστών από το 100% είναι προτίμηση κάποιας άλλης ή άλλων απαντήσεων). Εδώ βέβαια η διαφορά των ποσοστών δεν είναι και τόσο μεγάλη συγκριτικά - αφού μόνο κατά αυτόν τον τρόπο μπορούν να θεωρηθούν τα συγκεκριμένα ποσοστά - αλλά παρόλα αυτά έρχεται κάπως σε αντίθεση με τη θεωρία ότι οι άνδρες διεθνώς

αναλαμβάνουν περισσότερο κίνδυνο από τις γυναίκες. Όσον αφορά τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν άγαμοι και έγγαμοι σε περιβάλλον κερδών, αν ρευστοποιούν δηλαδή για να κλειδώσουν τις αποδόσεις απάντησαν 66% οι άγαμοι έναντι 69% των εγγάμων που αυτό συμφωνεί με το γεγονός ότι οι δεύτεροι έχουν να αναλογιστούν περισσότερες υποχρεώσεις και συνέπειες σε περίπτωση μη ρευστοποίησης. Επίσης, οι επενδυτές με ανώτατη μόρφωση δείχνουν να έχουν πιο μακροπρόθεσμο ορίζοντα (80%) από αυτούς με μέση (71%). Επιπλέον, αυτοί που δεν κάνουν τόσο συχνές συναλλαγές φαίνεται ότι έχουν πιο μακροπρόθεσμο ορίζοντα (74%) από αυτούς που συναλλάσσονται καθημερινά (50%). Οι νεώτεροι ηλικίας 25-35 σε περιπτώσεις φαινομένων φούσκας περιμένουν λιγότερο γιατί πιστεύουν ότι θα φουσκώσει κι άλλο (5%) σε σχέση με τους ηλικιωμένους (25%).

Υπάρχουν και κάποιες ερωτήσεις που συνδυάζοντας τις με κάποιες άλλες βγάλαμε κάποια ποσοστά και αυτά τα συγκρίνουμε απ' ευθείας με το 100%. Έτσι, ενώ θα περιμέναμε αυτοί που σε περιπτώσεις φαινομένων φούσκας περιμένουν αυτή να φουσκώσει κι άλλο και δε ρευστοποιούν να έχουν ως κίνητρο επενδύσεων τους την κερδοσκοπία να είναι αρκετοί, αυτοί τελικά ανέρχονται μόνο στο 19%. Ακόμη, αυτοί που επενδύουν κυρίως σε τραπεζικές μετοχές και δεν προοούντα σε περιπτώσεις πανικού με μεγάλα κύματα ρευστοποιήσεων στην αγορά γιατί όπως υποδεικνύει και η σύνθεση των χαρτοφυλακίων τους, έχουν μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα, είναι 78%. Επιπρόσθετα, θα αναμέναμε μεγάλη σχέση μεταξύ των επενδυτών που στις περιπτώσεις πανικού ρευστοποιούν άμεσα και ολικά και του συναισθήματος του πανικού και αυτών που περιμένουν 2-3 μέρες και ρευστοποιούν σε περίπτωση συνέχισης της κατάστασης και του συναισθήματος του άγχους ενώ στην πραγματικότητα τα ποσοστά είναι σχετικά μικρά - 21% και 33% αντίστοιχα. Αυτό βέβαια μπορεί να συμβαίνει γιατί ενώ πιο εύκολα απαντούν ότι ρευστοποιούν αμέσως, πιο δύσκολα πιθανόν να παραδεχτούν ότι πανικοβάλλονται.

Βλέπουμε ότι σε γενικές γραμμές τα αποτελέσματα είναι συμβατά με αυτά των διεθνών θεωριών και αυτό πιθανόν γιατί ο ανθρώπινος παράγοντας δε γνωρίζει σύνορα και εθνικότητες και όπου υπεισέρχεται η ψυχολογία αυτή γίνεται κοινός παρονομαστής για τις αντιδράσεις των ανθρώπων. Υπάρχουν βέβαια πολλοί τομείς να εξερευνηθούν στο συγκεκριμένο χώρο αλλά πιστεύουμε ότι θέσαμε κάποια βάση για περαιτέρω έρευνα.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΠΙΝΑΚΑΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ χ^2 ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΞΑΓΩΓΗ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΩΝ ΣΤΟΝ

ΠΛΗΘΥΣΜΟ

ΕΡΩΤΗΣΕΙΣ	e_i : αναμενόμενη τιμή	o_i : παρατηρούμενη τιμή	$\chi^2 = \sum_{i=1}^k \frac{(o_i - e_i)^2}{e_i}$
9.	67	50	4,31
	66	28	21,88
	67	122	45,15
	SUM	200	71,34
10.	67	24	27,60
	66	52	2,97
	67	124	48,49
	SUM	200	79,06
11.	64	92	12,25
	64	57	0,77
	64	95	15,02
	64	63	0,02
	64	76	2,25
	64	1	62,02
	SUM	384	92,31
14.	50	37	3,38
	50	26	11,52
	50	69	7,22
	50	68	6,48
	SUM	200	28,6
15.	66	35	14,56
	66	36	13,64
	66	127	56,38
	SUM	198	84,58
16.	67	60	0,73
	66	29	20,74
	67	111	28,90
	SUM	200	50,37
17.	58	31	12,57
	57	27	15,79
	58	154	158,90
	58	19	26,22
	SUM	231	213,48
18.	52	69	5,56
	52	43	1,56
	52	83	18,48

	53	14	28,70
SUM	209	209	25,60
19.	35	35	0,00
	35	17	9,26
	34	88	85,76
	35	20	6,43
	35	36	0,03
	35	13	13,83
SUM	209	209	115,31
20.1	33	52	10,94
	33	10	16,03
	32	58	21,13
	33	27	1,09
	33	50	8,76
	33	0	33,00
SUM	197	197	90,94
20.2	33	31	0,12
	33	25	1,94
	32	50	10,13
	32	51	11,28
	33	38	0,76
	33	1	31,03
SUM	196	196	55,25
20.3	29	24	0,86
	29	26	0,31
	29	53	19,86
	29	41	4,97
	29	30	0,03
	29	0	29,00
SUM	174	174	55,03
20.4	26	24	0,15
	26	60	44,46
	25	15	4,00
	25	28	0,36
	25	26	0,04
	26	0	26,00
SUM	153	153	75,02
20.5	25	37	5,76
	24	32	2,67
	24	6	13,50
	24	39	9,38
	24	31	2,04
	25	1	23,04
SUM	146	146	56,38

6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ

Τέλος στη ενότητα αυτή γίνεται σκιαγράφηση της συμπεριφοράς των Ελλήνων επενδυτών του Χ.Α.Α. όπως προέκυψε από τον τρόπο με τον οποίο ανταποκρίθηκαν στο ερωτηματολόγιο που συντάχθηκε για αυτόν το σκοπό και την κριτική των αποτελεσμάτων όπως αυτά διαμορφώθηκαν κατόπιν της στατιστικής επεξεργασίας όπως αυτή παρουσιάστηκε στα προηγούμενα.

Οι Έλληνες επενδυτές του Χ.Α.Α. κυρίως στο χώρο των Αθηνών αποκαλύπτονται στα μεγαλύτερα ποσοστά τους ως μη πανικοβλημένοι σε περιόδους κρίσεων διότι αποβλέπουν σε μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα. Δείχνουν μια προτίμηση στην απόκτηση "πληροφορίας" προκειμένου για επιλογή μετοχών και επιδεικνύουν όπως υποστηρίζει άλλωστε και η θεωρία μια υπερεμπιστοσύνη στις ικανότητες τους καθώς επίσης και έναν αυθορμητισμό βασιζόμενο κατά κύριο λόγο στη διαίσθηση. Θα έπρεπε ίσως να δίνουν περισσότερη έμφαση σε στατιστικές αναλύσεις και γνώμες ειδικών κάτι που ως επί το πλείστον αποφεύγουν.

Σε περιβάλλον κερδών εμφανίζονται συντηρητικοί και ρευστοποιούν προκειμένου να κλειδώσουν τις αποδόσεις ενώ σε περιβάλλον ζημιών μένουν εγκλωβισμένοι ρισκάροντας περισσότερες ζημίες, μια υπόθεση στον έλεγχο της οποίας βασίζονται και οι περισσότερες, όπως έχει αναφερθεί πλειστάκις, μελέτες του εξωτερικού. Προτιμούν να είναι ορθολογικοί και να παίρνουν μάθημα προς αποφυγή σε περίπτωση λάθους επένδυσης, κάτι που κατά κανόνα είναι πόρισμα αυτού που υποδεικνύει η ψυχολογία ότι μετανιώνουν ουσιαστικά και αποφεύγουν παρόμοια κίνηση στο μέλλον.

Στις περιπτώσεις κατά τις οποίες οι τιμές των μετοχών ανεβαίνουν ανεξέλεγκτα χωρίς θεμελιώδη οικονομικά αίτια, αποκαλύπτονται και πάλι αυθόρμητοι και διαισθητικοί

αφού αντιδρούν ανάλογα με τη στιγμή και πολύ λιγότερο σταθερά άπληστοι μένοντες μέσα ή σταθερά φοβισμένοι ρευστοποιώντας τις επενδύσεις τους. Δείχνουν κι εδώ προτίμηση όπως άλλωστε συμβαίνει και στο διεθνή χώρο στις τοπικές μετοχές αλλά αν έχουν τη δυνατότητα να συνδυάσουν "το τερπνόν μετά του ωφελίμου" φροντίζουν να γνωρίζουν ότι αυτές συνδυάζουν ευρωστία και καλές προοπτικές.

Η κερδοσκοπία αποτελεί το κατεξοχήν κίνητρο των επενδύσεων τους που υποβοηθάται κατά δεύτερο λόγο από τη διασκέδαση και τον εγωισμό. Ακόμη, φροντίζουν σε περιβάλλον ζημιών να ρευστοποιούν μόνο όταν έτσι υποδεικνύεται από το γενικότερο οικονομικό κλίμα σε συνδυασμό με την τιμή αγοράς των επενδύσεων τους. Οι διαβαθμίσεις των συναισθημάτων τους σε τέτοιες περιπτώσεις είναι ότι ενοχλούνται, αγχώνονται, θυμώνουν, λυτούνται και πολύ λιγότερο πανικοβάλλονται. Οι παράγοντες που επηρεάζουν τη διαμόρφωση των αποδόσεων των μετοχών είναι κατ'αυτούς τόσο οικονομικοί - εταιρικά νέα - όσο και ψυχολογικοί που τους επηρεάζουν στη διαμόρφωση των επενδυτικών αποφάσεων.

Όπως είναι φυσικό και επόμενο υπάρχει και είδαμε πληθώρα θεωριών και μελετών που αξίζει να διερευνηθούν προς εξαγωγή συμπερασμάτων στον ελληνικό χώρο και που μπορεί να απασχολήσουν τους ερευνητές, όπως ο ρόλος του παρελθόντος και των εμπειριών του επενδυτή στις αποφάσεις που παίρνει κατά τη διάρκεια της διαδικασίας επένδυσης πιθανόν σε μια πιο μεταγενέστερη φάση της ελληνικής αγοράς που τόσο αυτή όσο και ο επενδυτής θα είναι πιο ώριμος. Επίσης, η στροφή που ενώ στην Αμερική συντελέστηκε προ μιας δεκαετίας και που στην Ελλάδα ξεκίνησε δειλά-δειλά πριν τρία περίπου χρόνια και που δεν έχει καθ'όλα ολοκληρωθεί λόγω της μείωσης των επιτοκίων και άλλων οικονομικών παραγόντων από τις τραπεζικές καταθέσεις στο Χ.Α.Α. και πώς οι επενδυτές αντιμετωπίζουν αυτόν τον κίνδυνο καθώς και γιατί το θεωρούν πιο ελκυστικό.

Επιπρόσθετα, μπορεί η νοοτροπία αγέλης να ελεγχθεί πολύ πιο εύκολα με πειραματισμό επί ομάδων ατόμων σε εργαστηριακές συνθήκες από ότι με ένα ερωτηματολόγιο. Υπάρχει επιπλέον δυνατότητα ενασχόλησης με τη μελέτη των θεωριών της αντιπροσωπευτικότητας και του βάρους και δύναμης που δεν αγγίχθηκαν άμεσα στην παρούσα. Όσον αφορά στη συγκεκριμένη θα μπορούσαν σε περιπτώσεις που σε ερωτήσεις συμπεριλαμβάνονται συνδυασμοί προαναφερθέντων απαντήσεων να απομονωθούν και να διαμορφωθούν σε διχότομες και να ελεγχθούν διαμέσου της διωνυμικής κατανομής στον πληθυσμό γιατί τόσο από άποψη στατιστικής είναι πιο ορθό όσο και στην πράξη αιχμαλωτίζουν αντιπροσωπευτικά ποσοστά του δείγματος που δυσκολεύουν το έργο του ερευνητή και δεν επιτρέπουν τη σωστότερη ανάλυση των αποτελεσμάτων. Όπως και να είναι, αυτό που έχει σημασία είναι να βοηθηθούν οι επενδυτές διαμέσου ενός συνδυασμού παραγόντων στη λήψη των πιο σωστών επενδυτικών αποφάσεων και στον περιορισμό αυτών που τους οδηγούν σε λανθασμένες κινήσεις ούτως ώστε να αποφεύγονται ο πόνος και η μετάνοια.

ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ-ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Russel J. Fuller - Behavioral finance and the Sources of Alpha, July 14, 1998, published in Journal of Pension Plan Investing, Winter 1998, Vol. 2, No. 3
2. Daniel Kahneman Ph. D. - Aspects of Investor Psychology, reprinted with permission from Journal of Portfolio Management, Vol. 24 No. 4, Summer 1998
3. Robert J. Shiller - Human Behavior and the Efficiency of the Financial System, presented at Federal Reserve Bank of New York, February 27-28, 1997
4. Terrance Odean - Are Investors Reluctant to Realize Their Losses? , Graduate School of Management, University of California, Davis, July 1998
5. David Hirshleifer and Ivo Welch - A Rational Economic Approach to the Psychology of Change : Amnesia, Inertia and Impulsiveness, November 16, 1998
6. Brad M. Barber and Terrance Odean - Boys will be Boys : Gender, Overconfidence and Common Stock Investment, September 1999
7. Boot A. - Why Hang on to Losers? Divestitures and Takeovers, Journal of Finance, 47 (1992) : 1401-1423
8. Brandenberger A. and Polak B. - When Managers Cover their Posteriors : Making the Decision the Market Wants to See, Rand Journal of Economics, 27 (1996) : 523-541
9. Dixit A. - Investment and Hysteresis, Journal of Economic Perspectives, 6 (1992) : 107-32
10. Barberis N.A., Shleifer and Vishay R. - A Model of Investor Sentiment, 1997, reproduced, University of Chicago, presented at the NBER - Sage Workshop on Behavioral Economics, Cambridge, MA
11. Bell D.E. - Regret in Decision Making Under Uncertainty, 1982, Operations Research, 30 (5) : 961-981
12. Benartzi S. and Thaler R.H. - Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle, Quarterly Journal of Economics, 110 (1) :73-92

13. Bolen P.W. and Boyd W.H. - Gambling and the Gambler : A Review and Preliminary Findings, *Archiver of General Psychiatry*, (1968) 18(5) :617-29
14. Hirshleifer Daniel K.D. and Subrahmayam A. - A Theory of Overconfidence, Self-attribution and Security Market Over and Underreaction, (1997), unpublished paper, presented at the NBER - Sage workshop on Behavioral Economics, Cambridge, M.A.
15. De Bondt W. and Thaler R.H. - Does the Stock Market Overreact?, (1985), *Journal of Finance*, 40 :793-805
16. Dreman D. - *Psychology and the Stock Market : Why the Pros Go Wrong and How to Profit*, (1977), New York : Warner Books
17. Dyl E.A. and Maberly E.D. - The Anomaly That Isn't There : A Comment on Friday the Thirteenth, (1988), *Journal of Finance*, 43(5) : 1285-86
18. Odean T. - Why Do Investors Trade Too Much?, (1996b), unpublished paper, University of California, Berkeley
19. Sheffrin H. and Statman H. - The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long, (1985), *Journal of Finance*, 40 : 777-790
20. Shiller R.J. - Investor Behavior in the October 1987 Stock Market Crash : Survey Evidence, (1987b), National Bureau of Economic Research Working Paper 2446, reprinted in Robert Shiller *Market Volatility*, 1989
21. Shiller R.J. - Market Volatility and Investor Behavior, (1990), *American Economic Review*, 80 (2) : 58-62
22. De Bondt, Werner and Richard Thaler - Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality, 1987, *Journal of Finance* 42, 557-581
23. Barber, Brad M. and Terrance Odean - Trading is Hazardous to your Wealth : The common stock investment performance of individual investors, forthcoming *Journal of Finance*
24. Kleinmütz B (Ed.) - *Conservatism in Human Information Processing, Formal Representation of Human Judgment* - Edwards, W., 1968, New York, pp.17-52

25. Griffin, D., Tversky, A. - The Weighing of Evidence and the Determinants of Confidence, 1992, *Cognitive Psychology* 24, 411-435
26. Jegadeesh, N., Titman, S. - Returns to Buying Winners and Selling Losers : Implications for Stock Market Efficiency, 1993, *Journal of Finance* 48, 65-91
27. Rabin, M. - *Psychology and Economics*, 1996, University of California, Berkeley
28. Tversky, A., Kahneman, D. - Judgment under Uncertainty : Heuristic and Biases, 1974, *Science* 185, 1124-31
29. Daniel Kent, David Hirshleifer and Avamidar Subrahmayan - Investor Psychology and Security Market Under - and Overreactions, 1998, *Journal of Finance* 53, 1839-1885
30. Gervais Simon and Terrance Odean - Learning to be Overconfident, 1998, Wharton School, University of Pennsylvania, Philadelphia, PA
31. Fischhoff Baruch, Slovic Paul and Lichtenstein Sarah - Knowing with Certainty : The Appropriateness of Extreme Confidence, *Journal of Experimental Psychology*, November 1997, 3(4), pp. 552-564
32. Frank Jerome D. - Some Psychological determinants of the Level of Aspiration, *American Journal of Psychology*, April 1935, 47(2), pp. 285-293
33. *Cognitive Psychology - The Weighing of Evidence and the Determinants of Confidence*, July 1992, 24(3), pp. 411-435
34. Kahneman Daniel and Tversky Amos - Prospect Theory : An Analysis of Decision Under Risk, *Econometrica*, March 1979, 47(2), 263-291
35. Charles Mackay L.L.D. - *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, Harmony Books, 1980
36. Π.Γ. Κυριαζόπουλος, Κ.Κ. Κιουλάφας - Έρευνα Αγοράς, Αθήνα 1994.
37. Χ.Η. Μαθιόπουλος - Μικρό εγχειρίδιο του επενδυτή - μια περιπλάνηση στα άδυτα του ελληνικού χρηματιστηρίου, Εστία, Β' Έκδοση
38. Gerald Keller, Brian Warrack - *Statistics for management and economics*, Fourth Edition

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΕΠΕΞΗΓΗΣΗ ΕΡΩΤΗΣΕΩΝ
ΜΕΝΤΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑ ΤΟΥ ΣΤΡΩΜΑΤΟΣ

ΕΡΩΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΟ

Οι απαντήσεις στα ερωτήματα που ακολουθούν είναι απαραίτητες για την προετοιμασία του εγχειρίδιου της επιχείρησης.

Α. ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΑ ΥΠΟΚΗΡΥΣΣΑ

1. Ονοματεπώνυμο:
Α. Αποστόλ Β. Δημόσιος
2. Ηλικία (ετών):
Α. 25-35 Β. 35-45 Γ. 45-55 Δ. 55-70
3. Εθνικότητα (εθνικότητα):
Α. Ουκρανός Β. Ελληνός Γ. Αμερικανός Δ. Άλλος
4. Γένος (εθνικότητα):
Α. Άρρενας Β. Γυναίκα
5. Μορφωτική μόρφωση:
Α. Πτυχίο Β. Δίπλωμα

Α. ΕΡΩΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΟ

Β. ΓΕΝΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

6. Πόσο συχνά δουλεύετε στην επιχείρηση;
Α. 1-2 φορές Β. 3-4 φορές Γ. 5-6 φορές Δ. 7-8 φορές
7. Πόσο συχνά δουλεύετε στην επιχείρηση;
Α. 1-2 φορές Β. 3-4 φορές Γ. 5-6 φορές Δ. 7-8 φορές
8. Το ποσοστό των εργαζομένων στην επιχείρηση:
Α. 1-2 άτομα Β. 3-4 άτομα Γ. 5-6 άτομα Δ. 7-8 άτομα
9. Πόσο συχνά δουλεύετε στην επιχείρηση;
Α. 1-2 φορές Β. 3-4 φορές Γ. 5-6 φορές Δ. 7-8 φορές

Γ. ΨΥΧΟΛΟΓΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

10. Ψυχολογικά χαρακτηριστικά:
Α. Συντηρητικός Β. Προοδευτικός Γ. Ανεξάρτητος Δ. Ανεξάρτητος
11. Πόσο συχνά δουλεύετε στην επιχείρηση;
Α. 1-2 φορές Β. 3-4 φορές Γ. 5-6 φορές Δ. 7-8 φορές
12. Πόσο συχνά δουλεύετε στην επιχείρηση;
Α. 1-2 φορές Β. 3-4 φορές Γ. 5-6 φορές Δ. 7-8 φορές
13. Πόσο συχνά δουλεύετε στην επιχείρηση;
Α. 1-2 φορές Β. 3-4 φορές Γ. 5-6 φορές Δ. 7-8 φορές

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ
ΜΕΛΕΤΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΨΥΧΟΛΟΓΙΑ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΗ

ΕΡΩΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΟ

Παρακαλούμε απαντήστε μέχρι τις 25.03.00 κυκλώνοντας το γράμμα της σωστής απάντησης

A. ΔΗΜΟΓΡΑΦΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

1. Φύλο ερωτώμενου
Α. Άρσενικό Β. Θηλυκό
2. Ηλικία ερωτώμενου
Α. 25-35 Β. 36-45 Γ. 46-55 Δ. 56-70
3. Επάγγελμα ερωτώμενου
Α. Οικονομολόγος Β. Ελεύθερος επαγγελματίας Γ. Ιδιωτικός υπάλληλος
Δ. Γιατρός Ε. Μηχανικός Στ. Λοιπά
4. Οικογενειακή κατάσταση
Α. Άγαμος Β. Έγγαμος
5. Μόρφωση
Α. Μέση Β. Ανώτερη Γ. Ανώτατη Δ. Άλλη

B. ΓΕΝΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

6. Πόσον καιρό είστε επενδυτής του Χ.Α.Α.;
Α. 1-6 μήνες Β. 7 μήνες-1 χρόνο Γ. 1-3 χρόνια Δ. 3 και άνω χρόνια
7. Πόσο συχνά κάνετε συναλλαγές στο Χ.Α.Α.;
Α. Καθημερινά Β. Εβδομαδιαία Γ. Μηνιαία Δ. Οχι και τόσο συχνά
8. Το χαρτοφυλάκιο σας αποτελείται από μετοχές :
Α. Τραπεζικές Β. Κατασκευαστικές Γ. Τηλεπικοινωνιακές Δ. Ναυτιλιακές
Ε. Παράλληλη αγορά Στ. Διάφορες

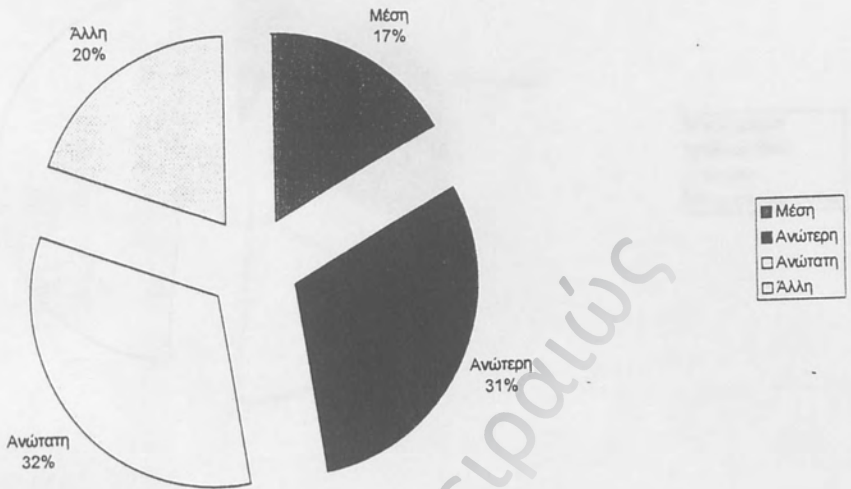
Γ. ΨΥΧΟΛΟΓΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

9. Για τα οικονομικά δρώμενα :
Α. Ενημερώνεστε από τα μέσα μαζικής ενημέρωσης
Β. Πληροφορείστε από τους γύρω σας
Γ. Συνδυασμός των ως άνω.
10. Πως αντιδράτε σε περιπτώσεις πανικού όπου υπάρχουν μεγάλα κύματα ρευστοποιήσεων στην αγορά;
Α. Δίνω κι εγώ αμέσως εντολές ολικών ρευστοποιήσεων
Β. Περιμένω 2-3 μέρες και σε περίπτωση συνέχισης της κατάστασης ρευστοποιώ κι εγώ
Γ. Δεν πτοούμαι γιατί έχω μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα.

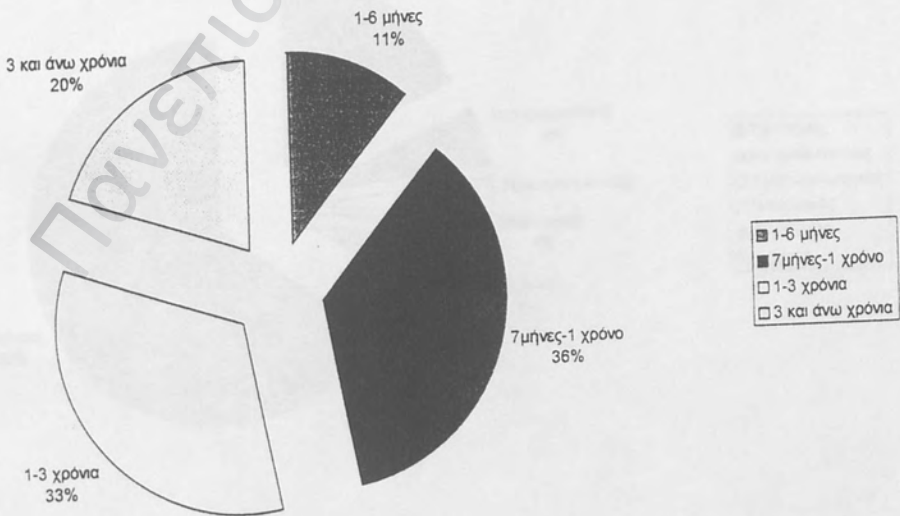
11. Πώς επιλέγετε τις μετοχές που αγοράζετε ;
 Α. Βασιζόμενοι στις ικανότητες και την εμπειρία σας
 Β. Με τη βοήθεια χρηματοοικονομικών συμβούλων
 Γ. Με βάση "πληροφορία" που παίρνετε
 Δ. Με ανάλυση στατιστικών δεδομένων
 Ε. Αυθόρμητα με βάση τη διαίσθηση μου
 Στ. Συνδυασμός των πιο πάνω και ποιος.....
12. Σε περιβάλλον κερδών συνήθως :
 Α. Ρευστοποιείτε για να κλειδώσετε τις αποδόσεις
 Β. Δε ρευστοποιείτε και αναλαμβάνετε περαιτέρω κινδύνους.
13. Σε περιβάλλον ζημιών συνήθως :
 Α. Μένετε εγκλωβισμένοι ρισκάροντας περισσότερες ζημιές
 Β. Ρευστοποιείτε για να σταματήσετε στις ήδη υπάρχουσες πραγματοποιηθείσες ζημιές.
14. Πως αντιδράτε σε περιπτώσεις λάθους επένδυσης :
 Α. Μετανιώνω εύκολα
 Β. Το απωθώ από τη μνήμη μου
 Γ. Παίρνω μάθημα για να μην το επαναλάβω στο μέλλον
 Δ. Όχι σταθερές αντιδράσεις.
15. Σε περιπτώσεις εξακριβομένων φαινομένων "φούσκας" πώς αντιδράτε ;
 Α. Ρευστοποιώ γιατί η φούσκα πάντα μετά ξεφουσκώνει
 Β. Περιμένω γιατί πιστεύω ότι θα φουσκώσει κι άλλο
 Γ. Ανάλογα με τη στιγμή.
16. Επενδύετε συνήθως σε :
 Α. Τοπικές-γνώριμες μετοχές που νομίζετε ότι θα έχουν καλή πορεία
 Β. Μετοχές με αποδεδειγμένα καλά οικονομικά μεγέθη
 Γ. Συνδυασμό των ανωτέρω.
17. Τα κίνητρα των επενδύσεων σας είναι :
 Α. Διασκέδαση Β. Εγωισμός Γ. Κερδοσκοπία Δ. Άλλο και ποιο
18. Το αν θα ρευστοποιήσετε μια μετοχή σε περιβάλλον ζημιών με τι έχει άμεση σχέση :
 Α. Τιμή αγοράς συμπεριλαμβανομένων προμηθειών
 Β. Προοπτικές εταιρείας
 Γ. Γενικό οικονομικό κλίμα
 Δ. Άλλο και ποιο.
19. Όταν χάνετε από τι συναισθήματα διακατέχετε :
 Α. Απογοήτευση Β. Λύπη Γ. Ενόχληση Δ. Θυμός Ε. Άγχος Στ. Πανικός
20. Ταξινομήστε κατά αύξοντα αριθμό ανάλογα με τη σημαντικότητά τους (μικρότερο νούμερο το πιο σημαντικό) τους παράγοντες που βοηθούν στη διαμόρφωση των αποδόσεων των μετοχών :
 Α. Θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη εταιρειών
 Β. Μερισματική πολιτική και κέρδη
 Γ. Γενικό οικονομικό κλίμα
 Δ. "Νέα" σε σχέση με τις εταιρείες
 Ε. Ψυχολογία των επενδυτών
 Στ. Άλλο και ποιο.

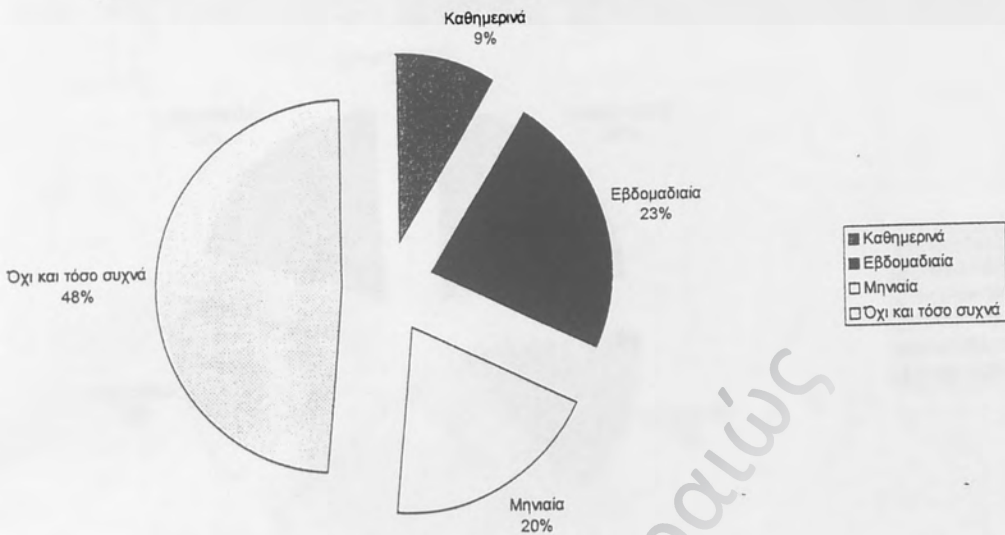
Β. ΚΑΤΑΝΟΜΕΣ ΣΤΟ ΔΕΙΓΜΑ

ΕΚΠΑΙΔΕΥΣΗ

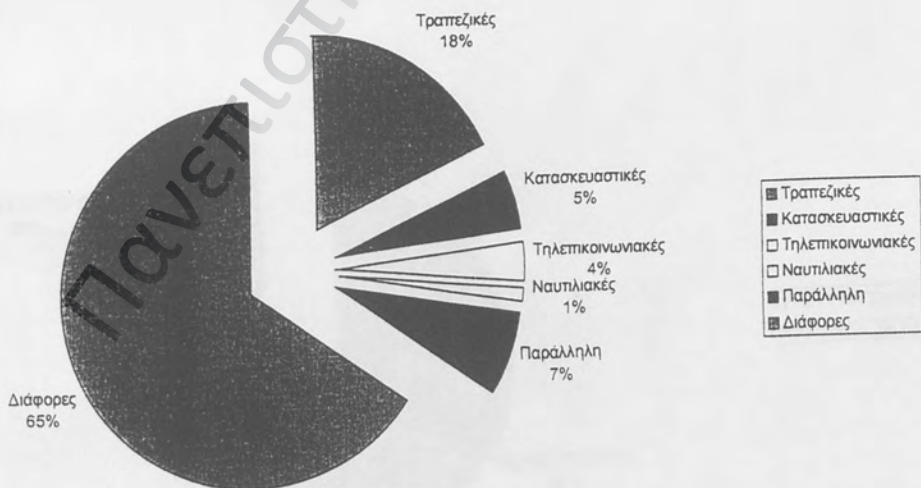


ΧΡΟΝΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

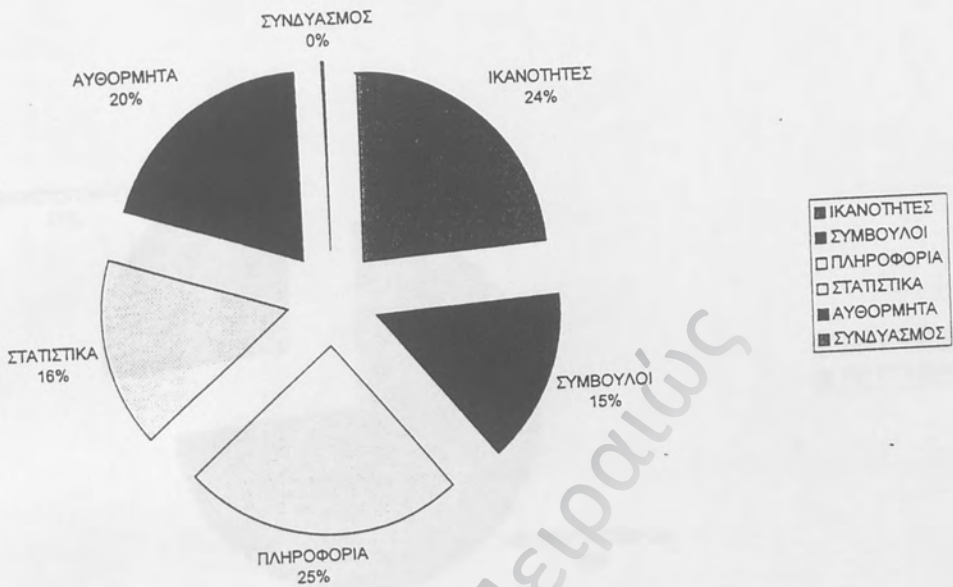




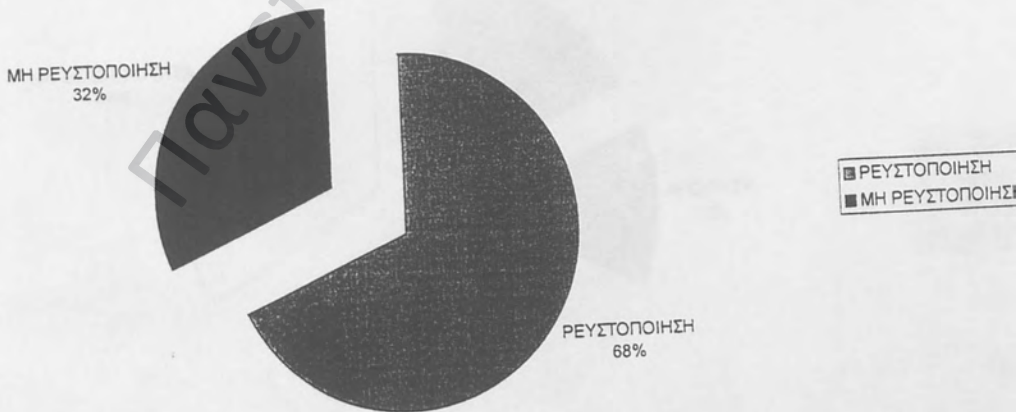
ΣΥΝΘΕΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ



ΕΠΙΛΟΓΗ ΜΕΤΟΧΩΝ



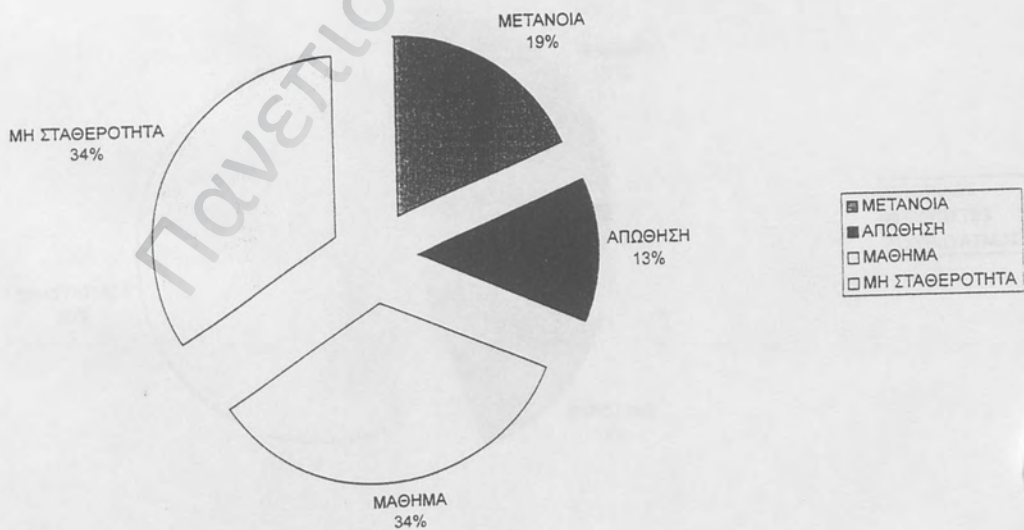
ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΚΕΡΔΩΝ



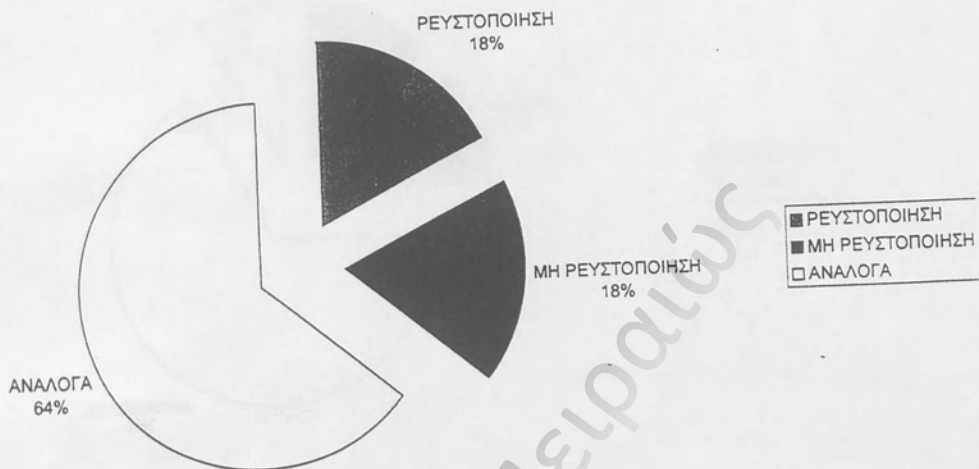
ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΖΗΜΙΩΝ



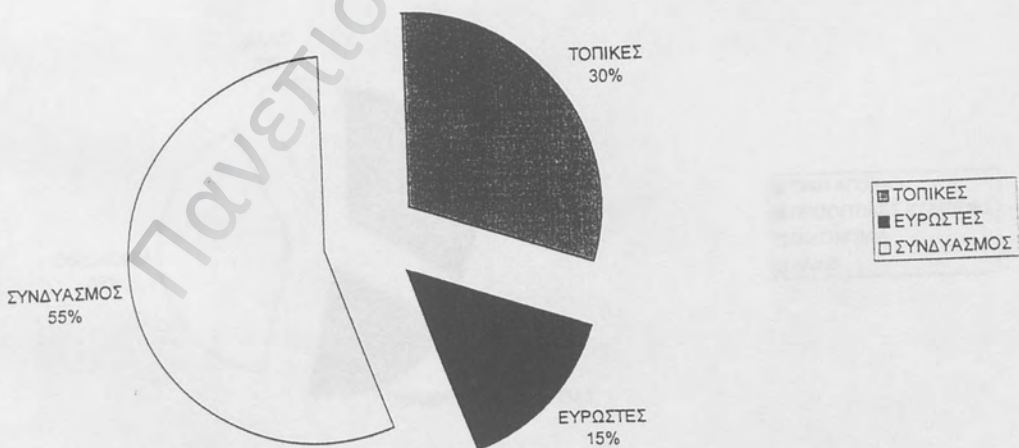
ΛΑΘΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗ



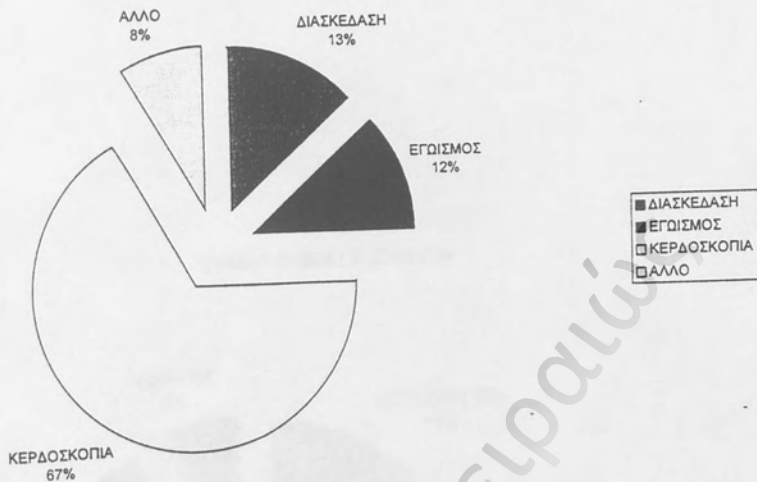
ΦΑΙΝΟΜΕΝΑ "ΦΟΥΣΚΑΣ"



ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΣΕ ΜΕΤΟΧΕΣ



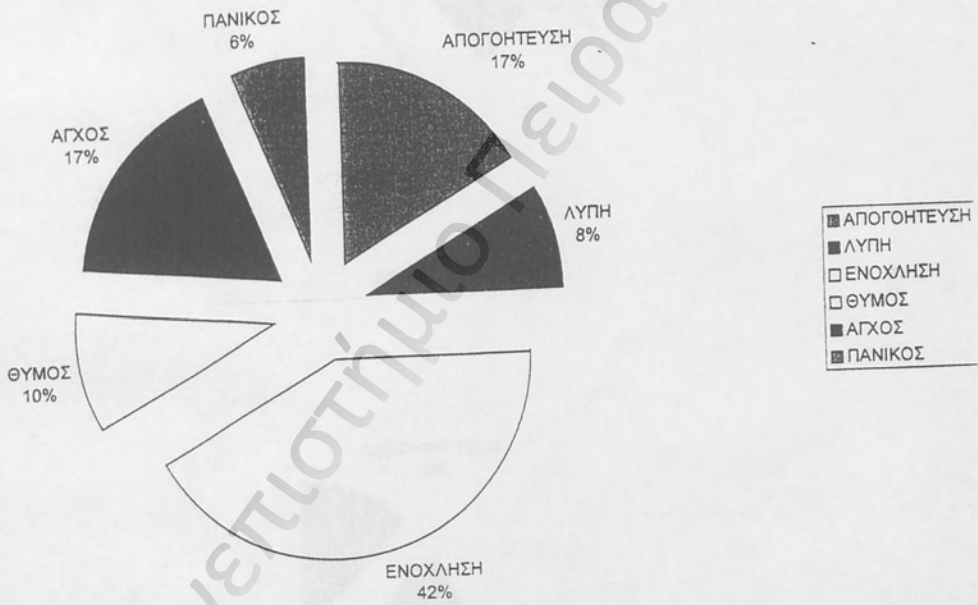
ΚΙΝΗΤΡΑ



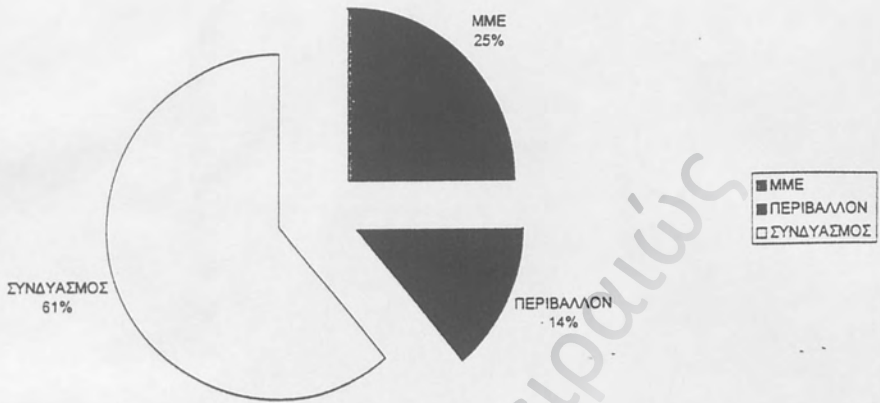
ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ-ΖΗΜΙΕΣ



ΣΥΝΑΙΣΘΗΜΑΤΑ ΖΗΜΙΩΝ



ΕΝΗΜΕΡΩΣΗ



ΑΝΤΙΔΡΑΣΕΙΣ

