



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

UNIVERSITY OF PIRAEUS

ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ, ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ & ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ & ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Η συμπεριφορά των επενδυτών σε περιόδους κρίσης

Διπλωματική Εργασία

Επιβλέπων Καθηγητής: Δρ. Φίλιππος Νικόλαος

Όνοματεπώνυμο: Κουτσόπουλος Ορέστης
Αριθμός Μητρώου: ΔΕΜΤ2019


Πειραιάς

Οκτώβριος 2024

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων – Μάνατζμεντ Τουρισμού: MBA-Tourism Management» με τίτλο: «Η συμπεριφορά των επενδυτών σε περιόδους κρίσης» έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου».

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή: 

Όνοματεπώνυμο: Ορέστης Κουτσόπουλος

Ημερομηνία: 22/11/2024

Στη μητέρα μου

Ευχαριστίες

Με την ολοκλήρωση της παρούσας διπλωματικής εργασίας, θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα Καθηγητή Δρ. Νικόλαο Φίλιππα, για την ανάθεση του θέματος, την υποστήριξη και την καθοδήγηση κατά τη διάρκεια εκπόνησης της εργασίας.

Επιπλέον, θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου σε όλους τους Καθηγητές του Μεταπτυχιακού Προγράμματος για όσα μας δίδαξαν.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω ιδιαίτερος τους ανθρώπους που ήταν δίπλα μου καθ' όλη τη διάρκεια της φοίτησης μου.

Περίληψη

Η έννοια της κρίσης εμφανίζεται ήδη από τα αρχαία χρόνια και συνδέεται με τις αποφάσεις των ανθρώπων υπό συνθήκες πίεσης και δυσκολίας, με σκοπό τον καθορισμό ενός γεγονότος. Κύρια χαρακτηριστικά της κρίσης είναι η αβεβαιότητα, ο κίνδυνος και ο φόβος, ενώ η ψυχολογική της διάσταση δημιουργεί αρνητικά συναισθήματα στους ανθρώπους.

Παρά την αρνητική της φύση, η κρίση ενέχει και μία θετική διάσταση, καθώς ιστορικά έχει αναδειχθεί ως περίοδος ευκαιριών και βελτιστοποίησης συνθηκών. Στην παγκόσμια ιστορία έχουν καταγραφεί πολλές κρίσεις που επηρέασαν οικονομικά τις κοινωνίες και τους πολιτισμούς. Η πιο πρόσφατη κρίση, που προκάλεσε σοβαρές οικονομικές και κοινωνικές συνέπειες, είναι αυτή της πανδημίας του Covid 19.

Στην παρούσα εργασία εστιάζουμε στη σημασία της κρίσης ως οικονομική έννοια, η οποία χαρακτηρίζεται από κυκλικότητα και επαναλαμβανόμενη εμφάνιση. Όσον αφορά τις επενδύσεις, είναι προφανές ότι οι άνθρωποι δεν είναι πάντα ορθολογικοί στις αποφάσεις που λαμβάνουν για την επίτευξη των επενδυτικών τους στόχων, ιδιαίτερα σε περιόδους αβεβαιότητας. Αυτές οι μη ορθολογικές αποφάσεις, που οφείλονται σε ψυχολογικούς παράγοντες, μπορούν να επηρεάσουν αρνητικά τις επενδυτικές στρατηγικές, την πορεία των αγορών αλλά και μία ολόκληρη οικονομία.

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική προσφέρει σημαντικές γνώσεις για την κατανόηση των μη ορθολογικών συμπεριφορών των ανθρώπων και για τον τρόπο με τον οποίο αυτές επηρεάζουν τις επενδυτικές αποφάσεις και τις συνθήκες των αγορών. Επιπλέον, βοηθά στην κατανόηση του πώς οι εν λόγω συμπεριφορές μπορούν να οδηγήσουν σε περιόδους αυξημένης αβεβαιότητας και κινδύνου και στο πώς αντιδρούν οι επενδυτές υπό τέτοιες συνθήκες.

Μέρος της παρούσας διπλωματικής εργασίας επικεντρώνεται στην εμπειρική διερεύνηση των κυριότερων συμπεριφορικών σφαλμάτων και στην επίδρασή τους στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων κατά τη διάρκεια κρίσεων. Σκοπός της έρευνας είναι η διερεύνηση της συσχέτισης συγκεκριμένων συμπεριφορικών σφαλμάτων με τις επενδυτικές αποφάσεις των ιδιωτών επενδυτών. Η έρευνα βασίστηκε στη συλλογή δεδομένων μέσω ερωτηματολογίου και στην ανάλυση αυτών με τη χρήση στατιστικών εργαλείων. Τα αποτελέσματα αποδεικνύουν ότι ορισμένα σφάλματα, όπως η γνωστική ασυμφωνία και το σφάλμα αντιπροσωπευτικότητας, επηρεάζουν σημαντικά τις αποφάσεις των επενδυτών σε περιόδους αβεβαιότητας. Τα ευρήματα επιβεβαιώνουν εν μέρει τη θεωρία της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής και υπογραμμίζουν την ανάγκη για περαιτέρω έρευνα.

Λέξεις κλειδιά: Κρίση, αβεβαιότητα, επενδύσεις, χρηματοοικονομικές αγορές, κίνδυνος, συμπεριφορική χρηματοοικονομική, συμπεριφορικά σφάλματα, ψυχολογία επενδυτών.

Abstract

The term crisis appears since ancient times and is associated with decisions under pressure and difficulty, in order to determine an occurrence. The main characteristics of the crisis are uncertainty, danger and fear, while its psychological dimension entails negative emotions in people.

Despite its negative nature, the crisis also has a positive aspect, as historically it has emerged as a period of opportunities and optimizations. World history has recorded multiple crises that economically affected societies and cultures. The most recent crisis, which caused severe economic and social consequences, is that of the Covid 19 pandemic.

In this thesis we focus on the importance of crisis as an economic phenomenon, which is characterized by cyclicity and repetitive presence. When it comes to investing, it is obvious that people are not always rational in their decisions when delineating their investment goals, especially during times of uncertainty. These non-rational decisions that are attributed to psychological factors, can negatively affect investment strategies, the markets trajectory and even an entire economy.

Behavioral Finance provides important insights with regards to understanding the irrational behaviors of human beings and how they affect investment decisions and market conditions. In addition, it helps to understand how such behaviors can lead to periods of increased uncertainty and risk and how investors react under such circumstances.

Part of this thesis focuses on the empirical research of the main behavioral biases, as well as their impact on investment decisions during crises. The purpose of this research is to delve into the correlation of specific behavioral biases with the investment decisions of private investors. The research relies on survey data collection and its analysis using statistical tools. The results demonstrate that certain biases, such as mental accounting and representativeness bias, affect important investment decisions in times of uncertainty. The findings partially confirm Behavioral Finance theory and highlight the need for further research.

Keywords: Crisis, uncertainty, investments, financial markets, risk, behavioral finance, behavioral biases, investor psychology.

Πίνακας Περιεχομένων

| | |
|--|----|
| Περίληψη | 5 |
| Abstract..... | 6 |
| Ευρετήριο Διαγραμμάτων..... | 8 |
| Ευρετήριο Πινάκων | 9 |
| 1. Κρίση | 10 |
| 1.1 Έννοια της κρίσης..... | 10 |
| 1.2 Ιστορική αναδρομή | 12 |
| 1.3 Μορφές, αίτια και επιπτώσεις κρίσεων..... | 17 |
| 1.4 Φούσκα, Κύκνος, Γκρι Ρινόκερος | 21 |
| 1.5 Επενδύσεις στην κρίση | 26 |
| 2. Επενδύσεις | 30 |
| 2.1 Ορισμός επένδυσης..... | 30 |
| 2.2 Ιστορική αναδρομή | 31 |
| 2.3 Μορφές επενδύσεων | 32 |
| 2.3.1 Ασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά προγράμματα | 33 |
| 2.3.2 Επενδύσεις σταθερού εισοδήματος..... | 34 |
| 2.3.3 Επενδύσεις σε κεφάλαια/μετοχές..... | 37 |
| 2.3.4 Εναλλακτικές επενδύσεις..... | 40 |
| 2.4 Επενδυτικές Στρατηγικές..... | 45 |
| 2.5 Κίνδυνος και Απόδοση | 50 |
| 2.5.1 Τι είναι κίνδυνος;..... | 50 |
| 2.5.2 Είδη κινδύνων..... | 51 |
| 2.5.3 Τεχνικές αποτίμησης κινδύνου | 55 |
| 3. Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική..... | 59 |
| 3.1 Ορισμός και βασικές αρχές..... | 59 |
| 3.2 Ιστορική ανάπτυξη του πεδίου..... | 60 |
| 3.3 Ευριστικοί κανόνες & Συμπεριφορικά σφάλματα | 65 |
| 3.4 Ημερολογιακές ανωμαλίες..... | 73 |
| 3.4.1 Ανωμαλίες τιμών | 77 |
| 3.5 Κατηγορίες επενδυτών..... | 78 |
| 3.6 Ψυχολογία και κρίσεις | 84 |
| 4. Μεθοδολογία Έρευνας..... | 86 |
| 4.1 Υποθέσεις..... | 86 |
| 4.2 Μορφή έρευνας..... | 86 |
| 4.3 Ανάλυση ερωτηματολογίου | 87 |
| 5. Αποτελέσματα..... | 87 |

| | |
|--------------------------------------|-----|
| 5.1 Περιγραφική στατιστική | 87 |
| 5.2 Εξακρίβωση αξιοπιστίας..... | 100 |
| 5.3 Ανάλυση συσχέτισης | 100 |
| 6. Συμπεράσματα | 108 |
| Βιβλιογραφία | 108 |
| Παράρτημα Ι: Πίνακας αποδόσεων | 112 |
| Παράρτημα ΙΙ: Ερωτηματολόγιο | 118 |

Ευρετήριο Διαγραμμάτων

| | |
|---|----|
| Διάγραμμα 1 Η πορεία των αποδόσεων του δείκτη S&P 500 την περίοδο 2014-2024 | 27 |
| Διάγραμμα 2 Οι 11 τομείς του S&P 500 | 28 |
| Διάγραμμα 3 Η πορεία του S&P 500 στον τομέα της Υγείας..... | 29 |
| Διάγραμμα 4 Η πορεία του S&P 500 στον τομέα της Ενέργειας..... | 29 |
| Διάγραμμα 5 Η συνολική αξία ακίνητης περιουσίας 2017-2029 | 43 |
| Διάγραμμα 6 Ο Συντελεστής beta της L'Oréal με το Δείκτη Euronext 100 (2014-2024, μηνιαία στοιχεία) | 58 |
| Διάγραμμα 7 Συνάρτηση αξίας..... | 61 |
| Διάγραμμα 8 Η εξέλιξη της συμπεριφορικής τιμολόγησης περιουσιακών στοιχείων..... | 62 |
| Διάγραμμα 9 Η θεωρία χαρτοφυλακίου του Maslow | 64 |
| Διάγραμμα 10 Συμπεριφορικά σφάλματα που επηρεάζουν περισσότερο τις επενδυτικές αποφάσεις . | 72 |
| Διάγραμμα 11 Ο κύκλος συναισθημάτων του μέσου επενδυτή..... | 74 |
| Διάγραμμα 12 Η εξέλιξη ημερολογιακών ανωμαλιών στις ΗΠΑ | 77 |
| Διάγραμμα 13 Τύποι προσωπικότητας | 80 |
| Διάγραμμα 14 Τύποι προσωπικότητας σύμφωνα με το MBTI..... | 81 |
| Διάγραμμα 15 Οι τέσσερις ιδιοσυγκρασίες | 82 |
| Διάγραμμα 16 Τύποι προσωπικότητας σύμφωνα με τον Keirsey..... | 83 |
| Διάγραμμα 17 Ο δείκτης VIX σε σχέση με το δείκτη S&P 500 (2014-2024, μηνιαία στοιχεία) | 85 |
| Διάγραμμα 18 Φύλο συμμετεχόντων..... | 87 |
| Διάγραμμα 19 Ηλικία συμμετεχόντων..... | 88 |
| Διάγραμμα 20 Οικογενειακή κατάσταση συμμετεχόντων..... | 88 |
| Διάγραμμα 21 Χώρα κατοικίας των συμμετεχόντων | 89 |
| Διάγραμμα 22 Μορφωτικό επίπεδο συμμετεχόντων | 89 |
| Διάγραμμα 23 Τρέχουσα επαγγελματική κατάσταση συμμετεχόντων..... | 90 |
| Διάγραμμα 24 Τρέχων τομέα απασχόλησης συμμετεχόντων | 90 |
| Διάγραμμα 25 Ετήσιο μεικτό εισόδημα συμμετεχόντων..... | 91 |
| Διάγραμμα 26 Πραγματοποίηση επενδύσεων των συμμετεχόντων | 91 |
| Διάγραμμα 27 Επενδυτικές ικανότητες συμμετεχόντων | 92 |
| Διάγραμμα 28 Επένδυση στο χρηματιστήριο το 1999 (κάτοικοι Ελλάδας και ηλικιακής ομάδας άνω των 46 ετών) | 92 |
| Διάγραμμα 29 Χρηματιστήριο επενδύσεων των συμμετεχόντων..... | 93 |
| Διάγραμμα 30 Επενδύσεις των συμμετεχόντων σε κρυπτονομίσματα..... | 93 |
| Διάγραμμα 31 Είδη επενδύσεων που απευθύνονται οι συμμετέχοντες | 94 |

| | |
|--|----|
| Διάγραμμα 32 Επενδυτικές αποφάσεις των συμμετεχόντων | 94 |
|--|----|

Ευρετήριο Πινάκων

| | |
|---|-----|
| Πίνακας 1 Περιγραφική στατιστική δημογραφικών στοιχείων | 96 |
| Πίνακας 2 Περιγραφική στατιστική τρέχουσας εργασίας | 96 |
| Πίνακας 3 Περιγραφική στατιστική επενδυτικών αποφάσεων | 96 |
| Πίνακας 4 Περιγραφική στατιστική συναισθηματικών σφαλμάτων | 97 |
| Πίνακας 5 Περιγραφική στατιστική γνωστικών σφαλμάτων | 97 |
| Πίνακας 6 Περιγραφική στατιστική συναισθηματικών και γνωστικών σφαλμάτων σε σχέση με το φύλο | 98 |
| Πίνακας 7 Περιγραφική στατιστική συναισθηματικών και γνωστικών σφαλμάτων σε σχέση με την ηλικιακή ομάδα..... | 98 |
| Πίνακας 8 Περιγραφική στατιστική συναισθηματικών και γνωστικών σφαλμάτων σε σχέση με το μορφωτικό επίπεδο | 99 |
| Πίνακας 9 Περιγραφική στατιστική συναισθηματικών και γνωστικών σφαλμάτων σε σχέση με τον ευρύτερο τομέα απασχόλησης | 99 |
| Πίνακας 10 Περιγραφική στατιστική συναισθηματικών και γνωστικών σφαλμάτων σε σχέση με το εισόδημα | 100 |
| Πίνακας 13 Σχέση μεταξύ ρευστοποίησης επενδύσεων και συμπεριφορικών σφαλμάτων | 102 |
| Πίνακας 14 Σχέση μεταξύ μεταφοράς κεφαλαίων σε άλλα είδη επενδύσεων και συμπεριφορικών σφαλμάτων..... | 104 |
| Πίνακας 15 Σχέση μεταξύ διακράτησης ιδίων επενδύσεων και συμπεριφορικών σφαλμάτων..... | 106 |
| Πίνακας 16 Σχέση μεταξύ διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου και συμπεριφορικών σφαλμάτων..... | 108 |
| Πίνακας 17 Μηνιαία στοιχεία αποδόσεων Euronext και L'Oréal..... | 114 |
| Πίνακας 18 Ανάλυση παλινδρόμησης για την εύρεση του συντελεστή β | 115 |
| Πίνακας 19 Μηνιαία στοιχεία αποδόσεων VIX και S&P 500..... | 117 |

1. Κρίση

1.1 Έννοια της κρίσης

Ετυμολογικά, η λέξη κρίση προέρχεται από το αρχαιοελληνικό ρήμα κρίνω, που σημαίνει διαχωρίζω, σχηματίζω γνώμη, αποφασίζω ή διαλέγω. Η λέξη κρίση πρωτοεμφανίζεται στα Αρχαία Ελληνικά χρόνια, τον 4ο και 5ο αιώνα π.Χ. στους κλάδους της υγείας, της νομικής και της θεολογίας, και συγκεκριμένα την εσχατολογία, που αποτελεί τομέα της θεολογίας. Σύμφωνα με τον Αριστοτέλη, είναι μια διαδικασία κατά την οποία οι άνθρωποι γίνονται πολίτες και οι πολιτικές αποφάσεις εφαρμόζονται με δίκαιο τρόπο. Επιπλέον, ο Θουκυδίδης χρησιμοποίησε αρκετά την έννοια της λέξης για να την αποτυπώσει σε πολιτικά και στρατιωτικά γεγονότα, όπως τις αποφάσεις που έπρεπε να παρθούν κατά τη διάρκεια του πολέμου μεταξύ Ελλήνων και Περσών. Ακόμη, η λέξη χρησιμοποιήθηκε σε λογοτεχνικά έργα της εποχής εκείνης και σε σκηνές δράματος, διαδραματίζοντας τη σύγκρουση μεταξύ αντίθετων δυνάμεων.

Σύμφωνα με τους N. Τσουγιοπούλου και U. Schoenpflug, η λέξη «κρίση» εμφανίζεται στα ιατρικά κείμενα της Ιπποκρατικής συλλογής, όπου η «κρίση» εμφανίζεται ως ιατρικός όρος, ο οποίος αφορούσε το κρίσιμο σημείο που βρίσκεται μια ασθένεια και συγκεκριμένα την απόφαση που θα κρίνει την υγεία και κατά συνέπεια τη ζωή ενός ασθενούς. Δηλαδή, η κρίση δεν αποτελούσε κομμάτι μίας σοβαρής ασθένειας, αλλά την απόφαση που έπρεπε να παρθεί για την κατάσταση της ασθένειας αυτής. Μετέπειτα η έννοια της κρίσης καθιερώθηκε ως ιστορικό γεγονός. Ιστορικά, η πρώτη σύνδεση έγινε από την Καινή Διαθήκη και το Χριστιανισμό, όπου σε συνδυασμό με τους νομικούς όρους που είχε καθιερώσει ο Αριστοτέλης τα αρχαία χρόνια, αποτέλεσε την έννοια της κρίσης ενώπιον του Θεού. Σύμφωνα με τη Γερμανική παράδοση, στα τέλη του 17ου αιώνα η λέξη «κρίση», ξεκίνησε να χρησιμοποιείται τόσο για πολιτικούς, όσο και για κοινωνικούς λόγους. Ενώ το 18ο αιώνα, ενσωματώθηκε στην ιστορία και τη φιλοσοφία. Ακόμη, η έννοια της κρίσης ήταν ενσωματωμένη στην κουλτούρα των ανθρώπων της Κίνας, καθώς οι κρίσεις εκείνης της εποχής συνέβαλαν στη διατήρηση του πολιτισμού τους παρά το πέρασμα των ετών. Ακόμη, η λέξη κρίση στην Κινεζική γλώσσα ερμηνεύεται ως ο συνδυασμός μεταξύ του κινδύνου και της δημιουργίας ευκαιριών. Συγκεκριμένα, στην παραδοσιακή γλώσσα των Κινέζων, η λέξη κρίση μεταφράζεται ως Wéijī (Γέι-ζι) που προέρχεται από τα συνθετικά wēi και jīhui που σημαίνουν κίνδυνος και ευκαιρία αντίστοιχα¹.

Στη διεθνή βιβλιογραφία, η κρίση σαν έννοια υπόκειται σε αρκετές ερμηνείες, ανάλογα με το πεδίο στο οποίο παρουσιάζεται. Η σημασιολογία της λέξης μπορεί να συνδεθεί με τον όρο «καταστροφή», ενώ στη φιλοσοφία αναφέρεται ως μία παράβαση ή διαχωρισμός.

Ο γενικός ορισμός αναφέρεται στη δυσλειτουργία της κανονικότητας και της σχέσης μεταξύ προσδοκιών και πραγματικότητας². Η κρίση αναφέρεται σε ένα ξαφνικό και απροσδόκητο γεγονός που απειλεί να διαταράξει την καθημερινότητα μας. Επιπλέον, προϋποθέτει μία επικίνδυνη κατάσταση, κατά την οποία οι άνθρωποι αισθάνονται έντονα την αβεβαιότητα και τον ερχομό δύσκολων καταστάσεων. Ακόμη η κρίση συνδέεται και με την πρόγνωση και συγκεκριμένα την πρόβλεψη του μέλλοντος. Η κρίση ως ιστορικό γεγονός, έρχεται για να εδραιώσει μία νέα εποχή, η οποία αναφέρεται στη ρετροσπεκτίβα των επιπτώσεων που επιφέρει στην ιστορία και στη φιλοσοφία. Σύμφωνα με τη Judith Butler η κρίση αποτελεί τα όρια του κατανοητού, ενώ άλλοι επιστήμονες ορίζουν την κρίση ως το σημείο εκκίνησης μίας κατάστασης. Ορισμένοι ερευνητές θεωρούν πως

¹ www.linkedin.com

² Šubrt, J. (2014). Reflections on the concept "crisis". Economic and social changes: facts, trends, forecast, (6), 70-84.

δίχως κρίσεις δεν θα συζητούσαμε σήμερα τις έννοιες της πολιτικής και της φιλοσοφίας, καθώς οι κρίσεις ενισχύουν τη γνώση,

Παρά την ιατρική της έννοια, η «κρίση» συνδέεται και με την ψυχοφυσιολογική προσέγγιση, όπου αναφέρεται σε περιόδους ψυχικής αστάθειας ή αδυναμίας/ευαλωτότητας, όπως το πέρασμα των χρόνων, ενώ αναφέρεται στο κοσμοπολιτικό μοντέλο που συνδέει τη παγκόσμια πολιτική ιστορία. Επιπλέον, αναφέρεται στην ανάπτυξη της επιστήμης, όπου σύμφωνα με τον καθηγητή Thomas Kuhn ονομάζεται παραδειγματική κρίση (paradigmatic crisis) όπου εμφανίζεται στη αποτυχία ενός επιστημονικού παραδείγματος, όπου το επίπεδο εμπιστοσύνης χάνεται όταν το επιστημονικό παράδειγμα δεν μπορεί να επιλύσει περίπλοκα και άλυτα ζητήματα, τα οποία ονομάζονται «ανωμαλίες»³. Αποτελεί και οικονομική έννοια, η οποία χαρακτηρίζεται από αυτονομία, περιοδικότητα και παγκόσμια φύση, η οποία σύμφωνα με τον Paul Ricoeur, αποτελεί μία από τις βασικές έννοιες που ορίζουν την κρίση ως προς τη γενική της εννοιολογία.

Ο Koselleck⁴ το 2006, αρχικά αναφέρθηκε στην κρίση ως μία συνεχόμενη κατάσταση που επαναλαμβάνεται στη διάρκεια του χρόνου και αποτελεί αναπόσπαστο κομμάτι της ανθρώπινης ιστορίας. Δεύτερον, αναφέρεται στην κρίση ως τη σύνδεση δύο διαφορετικών εποχών, όπου η κρίση αποτελεί την κινητήρι δύναμη για εξέλιξη και βελτίωση, δηλαδή την καταστροφή ενός παλιού συστήματος που οδηγεί στη δημιουργία ενός νέου και βελτιωμένου συστήματος. Τέλος, αναφέρεται στη θρησκευτική της έννοια που συνδέεται με το τέλος του κόσμου και τη Δευτέρα Παρουσία. Στις μέρες μας η κρίση συνδέεται άμεσα με τις έννοιες του κινδύνου, που προηγείται της κρίσης και προκαλεί αβεβαιότητα, της κατάρρευσης, και της καταστροφής, που επέρχεται της κρίσης και εκφράζει το αποτέλεσμα αυτής.

Τι πραγματικά, όμως, είναι κρίση; Είναι μία κατάσταση που επιδρά σημαντικά στην ύπαρξη και την εξέλιξη ενός ανθρώπου, ενός οργανισμού ή/και ενός ολόκληρου έθνους. Αφενός η κρίση παρουσιάζεται ως μία καταστροφική για τον κόσμο έννοια, αφετέρου εμφανίζεται ως το ξεκίνημα μίας νέας ευκαιρίας, μίας καινοτομίας που θα οδηγήσει στη λύση του κύριου προβλήματος που επιφέρει η εκάστοτε κρίση. Με μία σύντομη περιγραφή, θα μπορούσαμε να αναφερθούμε στην κρίση ως μία συνθήκη που προτρέπει τους ανθρώπους να εφευρίσκουν λύσεις σε σημαντικά προβλήματα, οι οποίες διαφυλάσσουν το μέλλον της ανθρωπότητας, ενώ ταυτόχρονα προκαλεί μεγάλο φόβο, λόγω της αβεβαιότητας που επιφέρει. Κρίση είναι μία χρονική περίοδος ή μεταβατική φάση κατά την οποία λαμβάνεται μία απόφαση. Η ύπαρξη αυτής της έννοιας φαίνεται να εξαρτάται σημαντικά από την ανθρώπινη συμπεριφορά και δράση, η οποία επηρεάζει τη μεταβατική φάση που εκτυλίσσεται. Σε πιο σύγχρονους όρους, η κρίση παρουσιάζεται ως η συνθήκη η οποία παρεμβαίνει στην καθημερινότητα μας και επιδρά στις συνήθειες μας, ως ζητήματα που απαιτούν την άμεση προσοχή μας, καθώς και τις θυσίες και δυσκολίες που ενδέχεται να προκύψουν στην πορεία. Δυστυχώς, οι κρίσεις έχουν κυρίως αρνητικό χαρακτήρα, καθώς επιφέρουν δυσχέρεια (π.χ. οικονομική) και αρνητικές επιπτώσεις στην ζωή μας, προκαλεί φόβο και αβεβαιότητα για το παρόν και το μέλλον και γενικότερα επηρεάζει αρνητικά την ψυχολογία των ανθρώπων, ενώ σε δεύτερο χρόνο υιοθετούνται τα συναισθήματα της οργής, ενόχλησης, άγχους και απογοήτευσης, πόσο μάλλον νοσταλγία για τις χαμένες ευκαιρίες και χρόνο. Παρόλα αυτά, η εμπειρία που επέρχεται από το «αποτύπωμα» μίας κρίσης ενδέχεται να οδηγήσει σε θετικά αποτελέσματα εκ των υστέρων που μπορούν να συνδράμουν στη βελτιστοποίηση των καταστάσεων. Για παράδειγμα, η κρίση που επέφερε ο κορονοϊός, άλλαξε τελείως την καθημερινότητα των ανθρώπων, αύξησε τα επίπεδα αβεβαιότητας, περιορίσε τις ανθρώπινες συναναστροφές. Αποτέλεσε τον κύριο παράγοντα που ναι μεν συστήθηκε αρχικά ως υγειονομική κρίση η οποία καθόρισε ζωές εκατομμυρίων ανθρώπων, αλλά είχε και έχει μέχρι σήμερα επιφέρει

³ www.plato.stanford.edu

⁴ www.politicalconcepts.org

σοβαρές οικονομικές επιπτώσεις, τόσο σε μικροοικονομικό, όσο και σε μακροοικονομικό επίπεδο. Σε γενικές γραμμές μπορούμε να πούμε ότι η κρίση οδηγεί στην εξωτερίκευση του αληθινού χαρακτήρα ή εικόνας ενός ανθρώπου και της κοινωνίας μας ως σύνολο, λόγω των δυσχερών καταστάσεων που προκαλεί.

Θεωρείται πως οι κρίσεις αντικατοπτρίζουν την ίδια την ιστορία, κυρίως διότι στη διάρκεια τους έχουν παρθεί σημαντικές αποφάσεις που οδήγησαν στην κατάσταση που βρισκόμαστε σήμερα. Αποτελεί τη διάγνωση του παρόντος ή υποδηλώνει το τέλος μίας κατάστασης, μίας ιδέας ή μίας συνθήκης. Επιπροσθέτως, συνεπάγει την αλλαγή μίας κατάστασης, το σημείο αναφοράς της ιστορίας, και το συνδετικό κρίκο μεταξύ του παρελθόντος, του παρόντος και του μέλλοντος.

Με δεδομένο ότι η κρίση χρησιμοποιείται διαφορετικά σε κάθε επιστημονικό πεδίο, δημιουργείται μία ασάφεια ως προς τη χρονική διάρκεια και το περιεχόμενο, δηλαδή μπορεί να αναφέρεται σε προσωρινά ή μακροχρόνια γεγονότα, σε ειδικές ή γενικές καταστάσεις, σε μοναδικές ή επαναλαμβανόμενες καταστάσεις. Το μόνο κοινό είναι ότι παρουσιάζεται ως ιστορικό γεγονός σε όλες τις εκφάνσεις της έννοιας⁵. Η κρίση προσφέρει εμπειρία, ωριμότητα, αλλά αποτελεί μία κατάσταση η οποία δεν μπορεί να ελεγχθεί πάντοτε. Δοκιμάζει την εμπιστοσύνη μεταξύ ανθρώπων και την ασφάλεια η οποία μπορεί να οδηγήσει σε χειρότερες καταστάσεις όπως εξεγέρσεις και πολέμους. Ακόμη μπορεί να υποδηλώσει μία οριστικότητα και να περιέχει το στοιχείο του αιφνιδιασμού. Είναι μία κατάσταση στην οποία ο άνθρωπος καλείται να κατανοήσει την νέα συνθήκη που δημιουργείται, ποιες επιπτώσεις θα επιφέρει βραχυχρόνια και μακροχρόνια και τι ενέργειες απαιτούνται για την αντιμετώπιση μίας κρίσης σε πολύ μικρό χρονικό διάστημα, με κύριο σκοπό τη διατήρηση της ασφάλειας και το μετριασμό του κινδύνου. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, οι κρίσεις διακόπτουν την ρουτίνα μας, αμφισβητούν την ύπαρξη μας και δοκιμάζουν τον ανθρώπινο χαρακτήρα. Προέρχεται από τη συσσώρευση προβλημάτων ή από ένα ανεπιθύμητο γεγονός⁶. Σε γενικές γραμμές η «κρίση» ενσυνείδητα συνδέεται ταυτόχρονα με τις έννοιες της αισιοδοξίας και της απαισιοδοξίας και εξαρτάται από την ανθρώπινη συμπεριφορά και δράση, τόσο σε ατομικό όσο και σε συλλογικό επίπεδο για την αποτελεσματικότερη αντιμετώπιση της.

1.2 Ιστορική αναδρομή

Η παγκόσμια ιστορία παρουσιάζει πολλές περιπτώσεις κρίσεων που επηρέασαν τις ζωές των ανθρώπων της εκάστοτε εποχής, αλλά και τη καθημερινότητα που γνωρίζουμε σήμερα. Παρακάτω παραθέτουμε ορισμένες από τις σύγχρονες κρίσεις που εκδηλώθηκαν στο πέρασμα των χρόνων:

➤ Μεγάλη ύφεση 1929-1932⁷

Ήταν μία από τις χειρότερες στην ιστορία και ξέσπασε τον Οκτώβριο του 1929, έπειτα από την πτώση του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης. Ονομάστηκε βαθιά κρίση του καπιταλισμού και εξαπλώθηκε γρήγορα σχεδόν σε όλες τις χώρες, των οποίων η οικονομία και το εμπόριο μειώθηκε δραστικά και τα επίπεδα ανεργίας αυξήθηκαν κατακόρυφα. Η τότε οικονομία δεν είχε τη δυνατότητα να επιλύσει το πρόβλημα, ενώ οι διορθωτικές κινήσεις των κυβερνήσεων αποδείχτηκαν εσφαλμένες. Η κρίση δεν εξαπλώθηκε ταυτόχρονα σε όλες τις χώρες, ούτε είχε την ίδια διάρκεια και επιπτώσεις. Μετά τον Α' Παγκόσμιο Πόλεμο, κατά την οποία πολλά κράτη και οικονομίες καταστράφηκαν ολοσχερώς, η Αμερική αποδείχτηκε μία από τις ισχυρότερες χώρες εκείνης της εποχής, ενώ πολλές αγορές εξαρτιόνταν από τις Αμερικανικές εξαγωγές. Η οικονομική κατάσταση της χώρας άλλαξε, ενώ από δανειζόμενη

⁵ Samman, A. (2015). Crisis theory and the historical imagination. *Review of International Political Economy*, 22(5), 966-995.

⁶ www.teiath.gr

⁷ Matés-Barco, J. M. (2023). The Great Depression of 1929: crisis in the world economy. In *The Age of Global Economic Crises* (pp. 1-37). Routledge.

χώρα έγινε πιστώτρια χώρα, βοηθώντας οικονομικά αρκετά κράτη, τη στιγμή που η Ευρώπη προσπαθούσε να ανακάμψει. Παρόλα αυτά, αρκετά οικονομικά προβλήματα του 19ου αιώνα μεταφέρθηκαν εκείνη την εποχή και συνέβαλαν στο ξέσπασμα της κρίσης. Παράδειγμα αποτελεί η ελλιπή επένδυση στο Βιομηχανικό κλάδο, γεγονός που οδήγησε τον ίδιο τον κλάδο σε ανισορροπία. Το διάστημα 1920 – 1921, η Αμερική βίωσε μία μικρή ύφεση που οδήγησε σε δυσμενείς συνθήκες διαβίωσης σε μεγάλο μέρος του πληθυσμού. Έπειτα, επήλθε σταδιακή ανάκαμψη με αποκορύφωμα την μεγάλη αύξηση του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης από 100 μονάδες το 1926 σε 216 το 1929, όπου διοχετεύτηκαν αρκετά κεφάλαια με σκοπό την εφαρμογή χρηματιστηριακής κερδοσκοπίας. Μεγάλες Αμερικανικές εταιρείες της εποχής ακολούθησαν την τακτική αυτή, ώστε να μεγιστοποιήσουν άμεσα τα κέρδη τους, ώσπου η πρώτη προειδοποίηση ήρθε στις 12 Ιουνίου του 1928, όταν πωλήθηκαν 5 εκατομμύρια μετοχές και ο γενικός δείκτης μειώθηκε κατά 23 μονάδες. Μετέπειτα, το χρηματιστήριο ανέκαμψε γρήγορα, λόγω της εκλογικής περιόδου, ενώ το ίδιο καλοκαίρι του 1928 οι Αμερικανικές επενδυτικές τράπεζες και οι ειδικοί περιόρισαν τις αγορές Γερμανικών και ξένων ομολόγων, προκειμένου να συγκεντρώσουν τα κεφάλαια τους στο τοπικό χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, καθώς διένυε ακμάζουσα περίοδο. Μετά την εκλογή του Ρεπουμπλικανού υποψηφίου Herbert Hoover, η χρηματιστηριακή αγορά γνώρισε περαιτέρω άνοδο. Αυτή η άνοδος, παρότι δεν αντικατοπτριζόταν στην παραγωγικότητα της χώρας και την κερδοφορία των επιχειρήσεων, καθώς ο μόνος στόχος ήταν η κερδοσκοπία και η αύξηση του κεφαλαίου, αρκετοί πολίτες κυρίως μεσαίας τάξης έσπευσαν να αγοράσουν μετοχές δίχως να κατέχουν τα απαραίτητα κεφάλαια, με αποτέλεσμα να προσφύγουν σε δανεισμό. Εκείνη την περίοδο, οι τράπεζες της Νέας Υόρκης παρείχαν βραχυπρόθεσμα δάνεια με επιτόκιο 12%, ενώ δανειζόντουσαν από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ με επιτόκιο 5%. Επιπλέον, χρησιμοποιήθηκαν και άλλα κερδοσκοπικά μέσα για να ευνοηθούν ακόμη και χρηματομεσίτες. Τα πρώτα σημάδια της κρίσης άρχισαν να φαίνονται όταν το ΑΕΠ της χώρας άρχισε να μειώνεται από τις αρχές του 1929, καθώς στο τέλος του πρώτου τριμήνου, ο κλάδος της αυτοκινητοβιομηχανίας των ΗΠΑ γνώρισε μείωση ύψους σχεδόν 40%, ενώ οι Αμερικανικές επενδύσεις στην Ευρώπη μειώθηκαν αρκετά. Ταυτόχρονα οι κυβερνήσεις εν μέσω κρίσης εστίασαν στη μείωση των εξόδων και την αύξηση των φόρων με σκοπό να ισοσκελίσουν την ευρύτερη οικονομία. Το 1932, όλες οι χώρες αύξησαν τα επίπεδα προστασίας τους με αποτέλεσμα να επηρεάσουν αρνητικά τον εμπόριο και κατ' επέκταση το συνολικό ΑΕΠ κάθε χώρας, κυρίως αυτό της Ευρώπης και συγκεκριμένα της Γερμανίας, αλλά και της Κεντρικής και Νοτίου Αμερικής. Η κρίση ξέσπασε επισήμως στις 24 Οκτωβρίου, τη λεγόμενη Μαύρη Πέμπτη (Black Thursday), όταν 13 εκατομμύρια χρεόγραφα διατέθηκαν στην αγορά με περιορισμένη ζήτηση. Προκειμένου να ανακόψουν την πτώση, οι τράπεζες παρενέβησαν και αποκατέστησαν τα επίπεδα εμπιστοσύνης, όμως οι τιμές των χρεογράφων είχαν χάσει ήδη την αξία τους κατά 12 με 25 μονάδες. Τη Δευτέρα 28 Οκτωβρίου, η κατάρρευση ξεκίνησε χωρίς καμία δυνατότητα διάσωσης, όταν 9.25 εκατομμύρια μετοχές διατέθηκαν προς πώληση, τα βιομηχανικά περιουσιακά στοιχεία μειώθηκαν κατά 49 μονάδες και οι χρηματομεσίτες δεν ήταν διατεθειμένοι να αγοράσουν άλλα χρεόγραφα. Τη «Μαύρη Τρίτη», στις 29 Οκτωβρίου, 33 εκατομμύρια μετοχές διατέθηκαν προς πώληση προκαλώντας τρομερή πτώση στην αξία των μετοχών. Ο δείκτης Dow-Jones του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης την περίοδο του Σεπτεμβρίου 1929 και Ιανουαρίου 1933 δείχνει ότι οι αξίες 30 εταιρειών μειώθηκαν κατά μέσο όρο από 364.90 \$ έως 62.70 \$ ανά μετοχή, τα 20 κρατικά ομόλογα από 141.90 \$ σε 28 \$ και οι τιμές των μετοχών 20 σιδηροδρομικών εταιρειών μειώθηκε από 180 \$ σε 28.10 \$. Αυτό που επιδείνωσε την κατάσταση ήταν η πλήρης άγνοια των πολιτικών ηγετών και οι ειδικοί της οικονομίας για τον ερχομό της κρίσης, αλλά και του τρόπου αντιμετώπισής της.

Είναι αποδεδειγμένο, πως η εύκολη και ανεξέλεγκτη δανειοληψία που επέτρεψε η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, καθώς και η στρατηγική της χρηματιστηριακής κερδοσκοπίας οδήγησε σε κρίση και μετέπειτα στη μεγαλύτερη παγκόσμια Ύφεση της ιστορίας. Τράπεζες και οργανισμοί χρεοκόπησαν, όπως μία από τις μεγαλύτερες τράπεζες της Αυστρίας και Γερμανίας, η Creditanstalt και η Danatbank αντίστοιχα. Η Γαλλία ήταν η μόνη ευρωπαϊκή χώρα που απέφυγε την κρίση, καθώς τα μεγάλα αποθέματα χρυσού περί του 25% παγκοσμίως, της επέτρεψαν να αντιμετωπίσουν αποτελεσματικά την κρίση. Η Σοβιετική Ένωση επίσης δεν επηρεάστηκε, καθώς η οικονομία της εκείνη την εποχή δεν εναρμονιζόταν με το καπιταλισμό, ενώ το όραμα του τότε ηγέτη της βασιζόταν στην ανάπτυξη του βιομηχανικού και γεωργικού τομέα. Σε αντίθεση με τις προαναφερόμενες χώρες, η κρίση του 1929 οδήγησε τη Λατινική Αμερική σε αλλαγή της οικονομικής και εμπορικής πολιτικής της που βασιζόταν στο εμπόριο (Export-Led Growth) και αφοσιώθηκε στην αντικατάσταση των ξένων εισαγωγών με εγχώρια παραγωγή βιομηχανικών προϊόντων (Import substitution industrialization ή ISI). Ο επαναπροσδιορισμός της νομισματικής πολιτικής στη Αμερική οδήγησε περίπου 11 χιλιάδες χρεοκοπίες τραπεζών το διάστημα 1929 – 1933. Στην Αμερική η παραγωγή κεφαλαιακών προϊόντων μειώθηκε κατά 75% και η βιομηχανική παραγωγή κατά 50%, οι ιδιωτικές επενδύσεις παραμείναν σε χαμηλά επίπεδα για σχεδόν μία δεκαετία, ο γεωργικός κλάδος αντιμετώπισε δυσκολίες καθώς οι γεωργοί δεν είχαν τη δυνατότητα να αποπληρώσουν τα δάνεια τους και αρκετές μικρές τράπεζες χρεοκόπησαν, ενώ οι τιμές των γεωργικών προϊόντων μειώθηκαν κατακόρυφα. Η ανεργία στις ΗΠΑ συνολικά είχε φτάσει τα 13 εκατομμύρια ή 27% του ενεργού πληθυσμού των 48 εκατομμυρίων. Το φθινόπωρο του 1932, υπήρχαν περίπου 6 εκατομμύρια άνεργοι στη Γερμανία και περίπου 3 εκατομμύρια στην Αγγλία.

➤ Πιστωτική κρίση 1772

Την περίοδο μεταξύ 17^{ου} και 18^{ου} αιώνα, η οικονομία της Μεγάλης Βρετανίας εξαρτιόταν από την έκδοση δανείων με σκοπό τη χρηματοδότηση των καλλιεργειών, καθώς και από την εμπιστοσύνη των ανθρώπων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα της εποχής. Η κρίση ξέσπασε τον Ιούνιο του 1772, μετά το κλείσιμο δύο Βρετανικών τραπεζών του Λονδίνου, των οποίων τα χρέη δεν μπορούσαν να αποπληρωθούν, ενώ υπήρξε μαζική ανάληψη καταθέσεων. Εκτός από Αγγλία και Σκωτία, η κρίση εξαπλώθηκε και στην Ολλανδία⁸.

➤ Ενεργειακή κρίση 1973⁹

Γνωστή και ως πετρελαϊκή κρίση, ήταν απόρροια της απότομης αύξησης των τιμών ενέργειας και της έλλειψης καυσίμων στην αγορά, καθώς μέλη του Οργανισμού Αραβικών Πετρελαιοπαραγωγών Χωρών ή ΟΑΡΕC διακήρυξαν εμπάργκο πετρελαίου στις ΗΠΑ, ως αντίδραση για την στήριξη των ΗΠΑ στο Ισραήλ, κατά τη διάρκεια του πολέμου του Γιομ Κιπούρ. Από 2.90 δολάρια ανά βαρέλι έφτασε τα 11.65 δολάρια τον Ιανουάριο του 1974 και ακολούθως η βενζίνη στις ΗΠΑ από 39 λεπτά το γαλόνι έφτασε στα 53 δολάρια. Την περίοδο αυτή η τιμή του πετρελαίου τετραπλασιάστηκε, ενώ υπήρξαν μεγάλες ουρές στα πρατήρια καυσίμων. Το εμπάργκο άρθηκε το Μάρτιο του 1974, όμως ήταν αρκετό ώστε να προκαλέσει οικονομικές αναταράξεις, πληθωριστικές αυξήσεις σε ΗΠΑ και παγκοσμίως.

⁸ www.fichansraj.org

⁹ www.investopedia.com

➤ Ενεργειακή κρίση 1979¹⁰

Ξέσπασε μετά την Ιρανική επανάσταση, κατά του μονάρχη Σάχη Μοχάμεντ Ρεζά Παχλαβί της χώρας, η οποία τελείωσε το 1979. Αυτή η πολιτική αναταραχή αποτέλεσε το εφιαλτήριο για τη δεύτερη πετρελαϊκή κρίση της δεκαετίας του 70, καθώς το Ιράν ήταν από τους κύριους εξαγωγείς πετρελαίου, με αποτέλεσμα να μειωθεί κατακόρυφα η εξαγωγή του, ενώ δημιουργήθηκαν ανησυχίες για την παροχή πετρελαίου θέρμανσης για το χειμώνα του 1980, καθώς η ζήτηση του ήταν μεγάλη εκείνη την περίοδο. Όπως και το 1973 η τιμή του πετρελαίου διπλασιάστηκε σε 40 δολάρια το βαρέλι. Η ειδοποιός διαφορά με την προηγούμενη ενεργειακή κρίση, παρουσιάζεται στο γεγονός ότι οδήγησε στην δημιουργία μικρότερων οχημάτων με μικρότερη κατανάλωση καυσίμου, γεγονός που αποτέλεσε τη θετική εξέλιξη της κρίσης.

➤ Ασιατική κρίση

Ξέσπασε έπειτα από μία σειρά νομισματικών υποτιμήσεων και άλλων προβλημάτων τον Ιούλιο του 1997. Ξεκίνησε στην Ταϊλάνδη, όταν η τότε κυβέρνηση αποφάσισε να αποδολαριοποιήσει το εγχώριο νόμισμα, αφού εξάντλησε μεγάλο μέρος των συναλλαγματικών διαθεσίμων της χώρας, προσπαθώντας να υπερασπιστεί τις κερδοσκοπικές πιέσεις. Έπειτα ακολούθησαν και οι υπόλοιπες ασιατικές χώρες, όπως η Ινδονησία, η Μαλαισία, οι Φιλιππίνες και η Νότιος Κορέα, με την αξία των αντίστοιχων εγχώριων νομισμάτων να φθίνει κατακόρυφα. Αρκετές Ασιατικές χώρες ήρθαν αντιμέτωπες με οικονομική ύφεση, καθώς το ΑΕΠ τους άρχισε να μειώνεται σημαντικά, ώσπου το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και η Παγκόσμια Τράπεζα επενέβησαν για να επαναφέρουν τις οικονομίες των χωρών αυτών σε ισορροπία¹¹.

➤ Οικονομική κρίση 2007-2009

Αποτελεί τη μεγαλύτερη παγκόσμια κρίση μετά από αυτή του 1929. Ξεκίνησε με την κρίση των στεγαστικών δανείων το 2007, αλλά επεκτάθηκε σε παγκόσμια τραπεζική κρίση με εφιαλτήριο την κατάρρευση της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008, όπου χάθηκαν 8.8 εκατομμύρια δουλειές. Ο δείκτης ανεργίας αυξήθηκε κατά 10% τον Οκτώβριο του 2009, 8 εκατομμύρια ακίνητα κατασχέθηκαν, ενώ η αξία των ακινήτων μειώθηκε κατά 40%. Ο δείκτης S&P 500 μειώθηκε κατά 38.5% το 2008, χάθηκαν 7.4 τρις δολάρια σε μετοχικά κεφάλαια, μειώθηκαν κατά 25% τα αποταμιευτικά και συνταξιοδοτικά προγράμματα που παρέχονταν από τις εκάστοτε εταιρείες στους εργαζόμενους τους, ενώ το ποσοστό καθυστέρησης αποπληρωμής δανείων με κυμαινόμενο επιτόκιο ανήλθε στο 30% έως το 2010¹².

➤ Η κρίση δημοσίου χρέους στην Ευρώπη (European Sovereign Debt Crisis)

Αλλιώς η κρίση της Ευρωζώνης ή κρίση των ΠΙIGS, ξεκίνησε το 2009 λόγω του συνολικού δημόσιου χρέους που επικρατούσε στην Ευρωζώνη. Συγκεκριμένα, η αρχή έγινε με την κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος τη Ισλανδίας, ενώ η κρίση εξαπλώθηκε κυρίως στις χώρες ΠΙIGS (Πορτογαλία, Ιρλανδία, Ιταλία, Ελλάδα και Ισπανία) αλλά και στην Κύπρο. Παράλληλα, η κρίση επηρεάστηκε από τη μεγάλη ύφεση του 2008 και την κρίση στον τομέα των ακινήτων. Για ακόμη μία φορά το ΔΝΤ επενέβη για να αποτρέψει την επερχόμενη πτώχευση των χωρών αυτών¹³.

¹⁰ www.investopedia.com

¹¹ www.investopedia.com/

¹² www.investopedia.com

¹³ www.investopedia.com

➤ Covid 19¹⁴

Αποτελεί την επιτομή του όρου κρίση, καθώς αποτέλεσε μία από τις μεγαλύτερες υγειονομικές κρίσεις μετά την Ισπανική πανούκλα. Η κρίση του Covid-19 εκδηλώθηκε στην Κίνα τον Δεκέμβριο του 2019 και αμέσως μετά εξελίχθηκε σε πανδημία. Δεν ήταν μόνο μία υγειονομική κρίση, αλλά αποτέλεσε και σοβαρή οικονομική κρίση. Σε σύγκριση με προηγούμενες κρίσεις, ο Covid-19 παρουσιάζεται πιο πολύπλοκος, καθώς δημιούργησε τεράστια κοινωνικά και οικονομικά προβλήματα σε όλα τα επίπεδα, συμπεριλαμβανομένων της κοινωνικής φοβίας, της ανεργίας, της διαταραχής της εφοδιαστικής αλυσίδας, του χρηματιστηριακού κραχ και της αποπαγκοσμιοποίησης. Επηρέασε τις ζωές των ανθρώπων με ποικίλους τρόπους. Πρωτίστως, αρκετοί άνθρωποι έχασαν τις ζωές τους, ενώ μεγάλο μέρος του πληθυσμού έχασε τη δουλειά του. Δευτερευόντως, κλάδοι της οικονομίας επηρεάστηκαν σημαντικά, όπως αυτοί του τουρισμού και του επισιτιστικού τομέα. Έπειτα, ακολούθησε η απομόνωση των ανθρώπων και η ελαχιστοποίηση της άμεσης επικοινωνίας και επαφής. Οι πολιτικές παρεμβάσεις δίχασαν το λαό και οδήγησαν στην κατάθλιψη. Αντίθετα, η κρίση επηρέασε θετικά το περιβάλλον, καθώς οι μετακινήσεις μειώθηκαν εκείνη την περίοδο. Παράλληλα, έπρεπε να παρθούν δύσκολες αποφάσεις, ώστε να μην υπερφορτωθεί το σύστημα υγείας. Παρόλες τις προειδοποιήσεις από το Δεκέμβριο του 2019, πήρε περίπου ένα μήνα για να συλλάβουμε ότι ερχόμαστε αντιμέτωποι με μία παγκόσμια υγειονομική «βόμβα», η οποία¹⁵ οδήγησε σε καραντίνες, μείωση της παραγωγής και αύξηση της φτώχειας, ενώ ακολούθως επηρέασε τόσο βραχυχρόνια όσο και μακροχρόνια τα επίπεδα της οικονομίας και του πληθωρισμού, ιδιαίτερα στις χαμηλές κοινωνικές τάξεις και τις μικρές και μικρομεσαίες επιχειρήσεις, οι οποίες δεν είχαν αρκετούς πόρους προκειμένου να ανακόψουν την πτώχευση. Η απαγόρευση κυκλοφορίας και οι περιορισμοί στα ταξίδια και τις μεταφορές επηρέασε την παγκόσμια εφοδιαστική αλυσίδα, τη ζήτηση και γενικότερα τις αγορές. Η κρίση οδήγησε στην πτώση του δείκτη S&P 500 κατά 30%. Οι επενδυτές άρχισαν να ξεπουλούν τις μετοχές τους προκαλώντας αναταραχή στο χώρο των επενδύσεων. Αρκετές χώρες ακόμα και σήμερα δεν έχουν ανακάμψει πλήρως. Πολλοί κοινωνικοί φορείς της οικονομίας, όπως ΜΚΟ, συνεταιρισμοί και κοινωνικά ιδρύματα, που χρησιμοποίησαν όλους τους πόρους τους για να αντιμετωπίσουν αποτελεσματικά τις επιπτώσεις του ιού, ρίσκαραν την λειτουργία τους λόγω της κρίσης ρευστότητας που επέφερε ο ιός. Για παράδειγμα στη Γαλλία¹⁶, η αντίστοιχη ένωση επιχειρήσεων ανέφερε πως το 95% των οικονομικών δραστηριοτήτων της επηρεάστηκε από την κρίση, καθώς εκτίμησε εκείνη την περίοδο πως θα έχανε το 27% των προβλεπόμενων εσόδων για το έτος 2020. Παρόμοια στατιστικά παρουσιάστηκαν σε περιοχές του Βελγίου και του Ηνωμένου Βασιλείου, όπου οι κοινωνικές δράσεις τους μειώθηκαν δραστικά, ενώ παρουσίασαν μεγάλες οικονομικές ζημιές στα μέσα του 2020.

➤ Πρόσφατες Κρίσεις

- Σύγκρουση Ουκρανίας-Ρωσίας
- Σύγκρουση Ισραήλ-Παλαιστίνης

¹⁴ Tietjen, R. R. (2023). Feeling and performing 'the crisis': on the affective phenomenology and politics of the corona crisis. *Phenomenology and the cognitive sciences*, 22(5), 1281-1299

¹⁵ www.blogs.worldbank.org

¹⁶ www.oecd.org

1.3 Μορφές, αίτια και επιπτώσεις κρίσεων

Οι μορφές και οι τύποι κρίσεων μπορούν να διακριθούν σε διάφορες κατηγορίες, ανάλογα με το πεδίο στο οποίο προκλήθηκε κάθε κρίση ή τον αντίκτυπο που έχει στην κοινωνία. Οι κρίσεις μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε 4 μέρη¹⁷:

- Συμβατικές/Κλασικές
Παρουσιάζονται συχνά και επιφέρουν μικρές επιπτώσεις. Είναι προβλέψιμες και συνδέονται συνήθως με τεχνολογικές δυσλειτουργίες που είναι επιλύσιμες.
- Απρόοπτες/Απρόσμενες
Αποτελούν τις κρίσεις που δεν περιμέναμε να συμβούν, αλλά ξέσπασαν ξαφνικά.
- Άλυτες
Παρότι προβλέψιμες, δεν μπορούν να ελεγχθούν ή να αντιμετωπιστούν αποτελεσματικά, όπως μία πυρηνική έκρηξη.
- Βασικές
Είναι οι πιο επικίνδυνες και έχουν μεγάλη διάρκεια, όπως μία τρομοκρατική επίθεση.

Επίσης, οι κρίσεις μπορούν να διακριθούν σε κοινοτικές και μη κοινοτικές κρίσεις, όπως αυτοκινητιστικά ή αεροπορικά ατυχήματα αντίστοιχα. Ακολούθως, αυτές μπορούν να χωριστούν σε βιομηχανικές και μη βιομηχανικές κρίσεις αντίστοιχα, όπως σεισμοί, τυφώνες, πυρκαγιές και σε κρίσεις συγκρουσιακού τύπου, όπως πολιτικές κρίσεις οι οποίες αφορούν το εσωτερικό και το εξωτερικό περιβάλλον μίας χώρας ή μιας κοινωνίας. Αντίθετα, οι μη συγκρουσιακές συνδέονται με κοινωνικοοικονομικά θέματα, όπως οι κρίσεις που συμβαίνουν σε προσωπικό επίπεδο και ενδέχεται να αφορούν την ψυχική και τη σωματική υγεία του ατόμου.

Στις μέρες μας η κρίση απασχολεί και άλλα πεδία, όπως αυτά της οικονομίας, ψυχολογίας και γενικότερα τις επιστήμες και τον ανθρώπινο παράγοντα. Ακόμη, υπάρχουν περιβαλλοντικές και πολιτικές κρίσεις, υγειονομικές κρίσεις, επιχειρησιακές κρίσεις, και άλλα είδη κρίσεων. Όπως αναλύθηκε προηγουμένως, η πρώτη μορφή κρίσεως έχει ιατρική προέλευση και αποτελεί το σημείο αναφοράς μίας ασθένειας, όπου ακολουθεί η αλλαγή της κατάστασής της, είτε το στάδιο της ανάρρωσης είτε η επιδείνωση της ασθένειας αυτής ή ακόμη και ο θάνατος (Hem, 2018). Στην ψυχολογία, η κρίση αναφέρεται ως η απόρροια μίας έντονης τραυματικής εμπειρίας, η οποία περιλαμβάνει ανεπιτυχείς προσπάθειες για το ξεπέρασμα μίας δυσκολίας, οδηγώντας σε καταθλιπτικές ενέργειες και συμπεριφορές, όπως οι υπαρξιακές κρίσεις που συνδέονται με το νόημα της ζωής, καθώς και τις αρνητικές σκέψεις για τη θέση του ατόμου που έχει στην κοινωνία. Στην πολιτική, είναι μία κατάσταση κατά την οποία ένα κράτος εφαρμόζει αυστηρά μέτρα για την καταπολέμηση ενός εθνικού ζητήματος που ενδεχομένως να απειλεί την ομαλή λειτουργία του κράτους (McNair, 2018) και ονομάζεται πολιτική κρίση. Υπάρχει ακόμη, η κοινωνική κρίση, η οποία δημιουργείται από κοινωνικές εντάσεις οι οποίες αποδιοργανώνουν τις κοινωνικές τάξεις (Ardelt, 1998) και έχουν φυλετικό, ταξικό και θρησκευτικό χαρακτήρα, ενώ οδηγούν σε απεργίες, εξεγέρσεις και προκαλούν έντονο άγχος και φόβο. Παρόλα αυτά, μπορεί να έχει και θετικό αντίκτυπο στην κοινωνία αφού μπορεί να βοηθήσει στη βελτίωση των κρατικών αρχών και ολόκληρης της κοινωνίας, να οδηγήσει σε νέες καινοτομίες/δημιουργίες, και να δυναμώσει τον κοινωνικό χαρακτήρα γενικότερα. Σημαντικό παράδειγμα αποτελεί μία τρομοκρατική επίθεση. Επιπλέον, ιδιαιτέρως στις

¹⁷ Krakowska, M. (2020). Information behavior in crisis situations. *Zagadnienia Informatyki Naukowej-Studia Informacyjne*, 58(2A (116A)), 61-85.

μέρες μας, μας απασχολούν οι κρίσεις λιμού, που είναι αποτέλεσμα φυσικών καταστροφών και οικονομικών κρίσεων ή κακής ανάπτυξης υποδομών καλλιέργειας τροφίμων ή μη ύπαρξης σχεδίων έκτακτης ανάγκης για αντιμετώπιση κρίσεων, καταστροφών, όπου το επίπεδο του υποσιτισμού μίας χώρας αυξάνεται ραγδαία, όπως συμβαίνει τον τελευταίο χρόνο στην περιοχή του Σουδάν, όπου εκατομμύρια ανήλικα παιδιά υποφέρουν από υποσιτισμό, λόγω του εμφύλιου πολέμου που έχει ξεσπάσει για την ανάληψη της εγχώριας εξουσίας¹⁸.

Στην παρούσα εργασία θα εστιάσουμε κυρίως στις μορφές και τις επιπτώσεις των οικονομικών κρίσεων και άλλων κρίσεων που επηρέασαν οικονομικά τις πληθυσμιακές τάξεις, καθώς σχετίζονται άμεσα με τη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, η οποία θα αναλυθεί σε επόμενο κεφάλαιο. Με την ανάπτυξη του καπιταλισμού, οι κρίσεις οικονομίας άρχισαν να απασχολούν ολοένα και περισσότερο την κοινωνία, ειδικά για να ενημερώνουν τον κόσμο σχετικά με τον κίνδυνο και το υψηλό ρίσκο που επιφέρουν διάφορες οικονομικές ενέργειες. Η έννοια οικονομική κρίση είναι πολυδιάστατη, ξεπροβάλλει το 19ο αιώνα και αναφέρεται σε μια έντονη πτώση της οικονομίας. Τι είναι όμως οικονομική κρίση; Σύμφωνα με τους Allen, Babus, και Carletti, το 2009 μία οικονομική κρίση προκύπτει μετά από απότομη πτώση των τιμών των οικονομικών, επενδυτικών αγαθών ή έπειτα από μία ξαφνική ανάληψη μεγάλου όγκου τραπεζικών καταθέσεων. Υφίσταται όταν η αξία των περιουσιακών στοιχείων πέφτει κατακόρυφα, καταναλωτές και επιχειρήσεις αδυνατούν να αποπληρώσουν τα χρέη τους, ενώ οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί παρουσιάζουν πρόβλημα ρευστότητας, καθώς οι επενδυτές προβαίνουν σε ρευστοποίηση περιουσιακών στοιχείων και μαζική ανάληψη καταθέσεων, λόγω του φόβου που επικρατεί για ενδεχόμενη απώλεια αυτών ή θεωρούν πως η αξία τους θα μειωθεί. Δηλαδή, είθισται να ξεκινά από τον τραπεζικό τομέα ή/και από τις κεφαλαιαγορές. Ακολούθως, δημιουργείται πάγωμα πιστώσεων από τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Αυτού του είδους οι κρίσεις μεταφέρονται και σε άλλους κλάδους της ευρύτερης οικονομίας, οδηγώντας ένα κράτος ή κράτη σε οικονομική ύφεση¹⁹, η οποία είναι το αποτέλεσμα μίας κρίσης. Μερικοί υποστηρίζουν ότι προέρχεται από το πως είναι δομημένο το καπιταλιστικό σύστημα, καθώς οι μεγάλες επιχειρήσεις κερδοσκοπούν κατά τη διάρκεια μίας οικονομικής άνθισης, γεγονός που οδηγεί σε ύφεση και οικονομικές κρίσεις, στη διάρκεια των οποίων οι δανειολήπτες δεν έχουν τη δυνατότητα να αποπληρώσουν τα δάνειά τους και ταυτόχρονα οι πιστωτές θέτουν αυστηρά κριτήρια δανεισμού²⁰.

Υπάρχουν διάφοροι τύποι οικονομικών κρίσεων, ενώ πρέπει να σημειωθεί πως είναι αρκετά δύσκολο να ανιχνευθεί η κύρια πηγή τους. Οι Reinhart και Rogoff (2009a) διακρίνουν δύο τύπους οικονομικών κρίσεων, οι οποίοι²¹:

- Βασίζονται σε ποιοτικές αναλύσεις, καθώς δεν είναι εύκολα μετρήσιμες έννοιες και είναι οι εξής:
 - Κρίση χρέους
Δημιουργείται όταν μία χώρα δεν έχει τη δυνατότητα να αποπληρώσει το δημόσιο ή ιδιωτικό της χρέος, ιδιαίτερα σε περιόδους υψηλού πληθωρισμού. Η κρίση χρέους μπορεί να οδηγήσει και στους υπόλοιπους τύπους κρίσεων που αναλύουν οι Reinhart και Rogoff.

¹⁸ www.tovima.gr

¹⁹ www.futurelearn.com

²⁰ www.investopedia.com

²¹ Claessens, M. S., & Kose, M. A. (2013). Financial crises explanations, types, and implications.

- Τραπεζική κρίση
Ξεσπά σε περιόδους υπερδανεισμού (credit boom), ή όταν υπάρχουν μαζικές αναλήψεις καταθέσεων, τις οποίες οι τράπεζες δεν έχουν τη δυνατότητα να πραγματοποιήσουν, λόγω έλλειψης ρευστότητας ή ακόμα όταν μεγάλος αριθμός δανείων δεν μπορεί να αποπληρωθεί, οδηγώντας τις τράπεζες σε πτώχευση ή όταν τα υπό κατοχή τους χρεόγραφα χάνουν την αξία τους. Παράδειγμα αποτελούν οι κρίσεις των Σκανδιναβικών τραπεζών το 1980 και η Ιαπωνική κρίση στα τέλη της δεκαετίας του 1990. Ακόμη, κρίση στον τραπεζικό τομέα μπορεί να οριστεί ως η κατάσταση κατά την οποία τα τραπεζικά ιδρύματα είναι αφερέγγυα και δεν μπορούν να συνεχίσουν τη λειτουργία τους χωρίς ειδική οικονομική βοήθεια από το κράτος ή από την εκάστοτε εποπτική αρχή κάθε χώρας. Μερικοί υποστηρικτές θεωρούν πως ένας τραπεζικός τομέας με πολλές τράπεζες μικρής δυναμικότητας είναι πολύ πιο πιθανό να καταλήξει σε χρηματοπιστωτική κρίση, από ότι ένας τομέας με λίγες τράπεζες μεγάλης δυναμικότητας. Αυτό υποστηρίζεται διότι λίγες τράπεζες μπορούν να διαφοροποιηθούν πιο εύκολα σε κάθε κατάσταση και είναι ευκολότερο να ελεγχθούν αποτελεσματικά²².

➤ Αναλύονται με ποσοτικούς όρους, όπως:

- Ξαφνική οικονομική διακοπή (sudden stop crisis)
Σημαίνει την απότομη παύση ροής κεφαλαίου σε μία χώρα, λόγω μείωσης της εγχώριας παραγωγής και των εξαγωγών.
- Νομισματική κρίση
Προέρχεται από μία απότομη υποτίμηση του νομίσματος μίας χώρας ή αύξηση των επιτοκίων. Σύμφωνα με τους Frankel και Rose (1996), η υποτίμηση ενός νομίσματος πρέπει αν είναι τουλάχιστον 25% συνολικά σε διάστημα 12 μηνών ή τουλάχιστον 10 ποσοστιαίες μονάδες μεγαλύτερη σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος, ώστε να θεωρηθεί κρίση.

Ορισμένοι όροι που συνδέονται με τέτοιου είδους κρίσεις είναι η χρηματοοικονομική φούσκα και το χρηματιστηριακό κραχ που θα αναλυθούν παρακάτω, καθώς και οι έννοιες της κρατικής χρεοκοπίας, νομισματικής και πιστωτικής κρίση. Αναλυτικότερα, η νομισματική κρίση μπορεί να προκληθεί από τον υπερπληθωρισμό και από την υποτίμηση του νομίσματος ενός έθνους, λόγω της ασταθούς αγοράς που ενδέχεται να επικρατεί, καθώς και της έλλειψης εμπιστοσύνης για μια υγιή οικονομία του έθνους. Οδηγεί στην αστάθεια της νομισματικής ισοτιμίας με άλλα νομίσματα, ενώ οι κεντρικές τράπεζες είναι υπεύθυνες να διατηρήσουν τη σταθερότητα του εκάστοτε νομίσματος. Όμως, μία νομισματική κρίση είναι ένα από τα συμπτώματα που οδηγούν σε μεγαλύτερες και παγκόσμιες οικονομικές κρίσεις. Αυτό συμβαίνει για παράδειγμα, όταν μεγάλο μέρος επενδυτών ρευστοποιούν τις επενδύσεις τους σε άλλο νόμισμα, πράγμα που αποσταθεροποιεί την συναλλαγματική ισοτιμία του αρχικού νομίσματος. Δηλαδή, η νομισματική κρίση μπορεί κυρίως να προκληθεί από τη συμπεριφορά των επενδυτών σε σχέση με τις προσδοκίες τους και την κατάσταση της οικονομίας μίας χώρας, δηλαδή αν είναι σταθερή ή όχι. Η συμπεριφορά αυτή επηρεάζεται όταν τα κράτη δανείζονται υπέρογκα ποσά ή όταν η εκάστοτε κυβέρνηση δημιουργεί αβεβαιότητα ή όταν η αξία ενός νομίσματος αυξάνεται απότομα. Παράδειγμα αποτελεί η νομισματική κρίση στην Ασία 1997. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, κύρια συνέπεια είναι ο υπερπληθωρισμός, αλλά και η μείωση των πραγματικών μισθών, η αύξηση

²² Beck, T., Demirguc-Kunt, A., & Levine, R. (2003). Bank concentration and crises.

ανεργίας και της επιβάρυνσης χρέους, καθώς και τα χαμηλότερα επίπεδα παραγωγής. Επιπρόσθετο παράδειγμα, αποτελεί η κρίση που ξέσπασε στη Λατινική Αμερική το 1994, όπου στις 20 Δεκεμβρίου το Μεξικάνικο πέσο υποτιμήθηκε, διότι οι οικονομικές μεταρρυθμίσεις που είχαν εφαρμοστεί τη δεκαετία του 1980 άρχισαν να αποδυναμώνονται, ενώ το Μάρτιο του 1994 πραγματοποιήθηκε η δολοφονία ενός υποψήφιου προέδρου, όπου διαπιστώθηκε η απώλεια 28 δις πέσος σε συναλλαγματικά διαθέσιμα σε λιγότερο από ένα χρόνο. Ακόμη η κεντρική τράπεζα μετέτρεψε βραχυπρόθεσμα δάνεια σε πέσο σε ομόλογα αμερικανικών δολαρίων, πράξη που αύξησε το δημόσιο χρέος και μείωσε τα συναλλαγματικά διαθέσιμα. Όμως, για να ανακάμψει από την κρίση, απέκτησε δάνειο έκτακτης ανάγκης από την κυβέρνηση των ΗΠΑ²³.

Σε αυτό το σημείο, είναι σημαντικό να σταθούμε την έννοια της πιστωτικής κρίσης²⁴, η οποία προκαλείται μετά από κατάρρευση του χρηματοπιστωτικού συστήματος έπειτα από ξαφνική διακοπή της διαδικασίας διακίνησης μετρητών μίας οικονομίας, όπως η απρόσμενη αθέτηση τραπεζικών δανείων, από επιχειρήσεις και καταναλωτές. Αν για παράδειγμα, ένας κλάδος της οικονομίας πληγεί από φυσικά αίτια, ο οποίος αποτελεί άμεση πηγή εισοδήματος των ανθρώπων που δραστηριοποιούνται σε αυτόν τον κλάδο, τότε το εισόδημα τους θα μειωθεί απότομα και δεν θα έχουν τη δυνατότητα να αποπληρώσουν τα δάνεια τους, με αποτέλεσμα οι τράπεζες να στερέψουν από μετρητά και έτσι αναγκάζονται να διαθέτουν περισσότερα δάνεια βραχυπρόθεσμου δανεισμού, ώστε να καλύψουν αυτό το κενό και να συνεχίσουν οι επιχειρήσεις να λειτουργούν. Τρανταχτό παράδειγμα²⁵ αποτελεί η κρίση του 2008, όπου οι τιμές των ακινήτων αυξάνονταν απότομα έως το 2006, ενώ ταυτόχρονα οι τράπεζες εξέδιδαν στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου, τα οποία προσέλκυαν αρκετούς ανθρώπους. Τα δάνεια αυτά τα πούλησαν ως ενυπόθηκους τίτλους σε επενδυτικές εταιρίες, οι οποίες τα διέθεσαν στο χρηματιστήριο. Αμέσως μετά, η τιμές τους άρχισαν να μειώνονται και τα ακίνητα να χάνουν την αγοραστική τους αξία, οι επενδυτές άρχισαν να ανησυχούν οδηγώντας στο ξέσπασμα της κρίσης, ενώ εκατομμύρια άνθρωποι έχασαν τις δουλειές τους.

Επίσης, μία ακόμη μορφή κρίσης αποτελεί η κρίση ρευστότητας²⁶. Προκαλείται όταν μία αγορά παρουσιάζει ταμειακό έλλειμμα, με αποτέλεσμα να μην μπορεί να ανταποκριθεί στις χρηματοοικονομικές της υποχρεώσεις. Με λίγα λόγια, δεν κινείται αρκετό ρευστό στην οικονομία σε περίπτωση που υπάρχει μεγάλη ανάγκη για ρευστοποίηση περιουσιακών στοιχείων, με αποτέλεσμα να οδηγούμαστε σε χρηματοοικονομική αστάθεια και ύφεση²⁷.

Επιπροσθέτως, δεν πρέπει να παραληφθεί η αναφορά στη δημοσιονομική κρίση, η οποία εκφράζει μία κατάσταση που προκύπτει από την αδυναμία των κυβερνήσεων να διαχειριστούν τους δημοσιονομικούς πόρους της εκάστοτε χώρας. Παράδειγμα αποτελεί η αδυναμία της κυβέρνησης να περιορίσει τη συνεχή αύξηση του δημοσίου χρέους, τα χαμηλά επίπεδα κρατικών εσόδων, λόγω χαμηλής φορολογίας ή φοροδιαφυγής, και κατ' επέκταση τη μείωση ταμειακού αποθέματος²⁸.

²³ www.investopedia.com

²⁴ www.rba.gov.au

²⁵ www.investopedia.com

²⁶ www.academy.binance.com

²⁷ www.investopedia.com

²⁸ www.investopedia.com

Συνοψίζοντας, οι παράγοντες που οδηγούν σε οικονομική κρίση είναι:

- Οι μεγάλες διακυμάνσεις των τιμών των επενδυτικών αγαθών σε μικρό χρονικό διάστημα
- Η υπερβολική δανειοδότηση (όγκος πιστώσεων)
- Οι σοβαρές διαταραχές στον ευρύτερο τομέα της οικονομίας
- Ο μεγάλος αριθμός ενέχυρων δανείων
- Η έλλειψη κυβερνητικής εποπτείας και μεγάλα δημοσιονομικά προβλήματα
- Η κακή διαχείριση των χρηματοπιστωτικών οργανισμών
- Η κακή διαχείριση του τομέα των νοικοκυριών
- Η αλληλοσύνδεση της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής αγοράς, ιδίως με την αγορά των ΗΠΑ.

Οι κρίσεις προϋποθέτουν σημαντική διαχείριση με την επιβολή μέτρων και ρυθμίσεων που επέρχονται από τις μεταβολές που επιφέρει μία κρίση, καθώς και την απαγκίστρωση από διαδικασίες και καταστάσεις που τη διογκώνουν. Η καλύτερη διαχείριση έρχεται με την πρόληψη. Όσο καλύτερα οργανωμένοι, πληροφορημένοι και προετοιμασμένοι είμαστε για να αντιμετωπίσουμε τον ερχομό της, τόσο πιο ανώδυνες θα είναι οι συνέπειες που θα επιφέρει²⁹.

1.4 Φούσκα, Κύκνος, Γκρι Ρινόκερος

Φούσκα³⁰ ορίζουμε την απότομη αύξηση της αξίας πόρων, περιουσιακών στοιχείων και αγαθών, όπως οικονομικά προϊόντα, ακίνητα, χρυσό, ασήμι, πετρέλαιο και άλλα. Στη συνέχεια η διαρκής αύξηση της αξίας τους προσελκύει όλο και περισσότερους υποψήφιους επενδυτές, οι οποίοι ενδιαφέρονται κυρίως για βραχυπρόθεσμα οφέλη. Παράλληλα, προσελκύει επενδυτές που δεν αντέχουν οικονομικά να στηρίζουν τέτοιου είδους επενδύσεις. Έτσι, η επιθυμία τους να εκμεταλλευτούν τέτοιες καταστάσεις, οδηγείται σε δανεισμό με μόνο σκοπό τα βραχυπρόθεσμα κέρδη, αλλά δίχως την πληροφόρηση που χρειάζεται σχετικά με τη δανειοληψία και τις επιπτώσεις που μπορεί να έχει μία τέτοια επιλογή μακροπρόθεσμα. Είναι δηλαδή ένας συνδυασμός οικονομίας, χρηματοοικονομικών και ψυχολογίας. Όπως μας έχει διδάξει η ιστορία, η φούσκα κάποια στιγμή «σκάει» και οι τιμές των αγαθών αυτών αρχίζουν και πέφτουν κατακόρυφα, με αποτέλεσμα μεγάλος αριθμός επενδυτών να εγκαταλείπει την αγορά και να ξεπουλά σε οποιαδήποτε τιμή, απαξιώνοντας το εκάστοτε επενδυτικό αγαθό, με αποτέλεσμα την κατάρρευση της αγοράς και κατ' επέκταση την πιθανή δημιουργία οικονομικής κρίσης και ύφεσης. Σύμφωνα με το Kindleberger, φούσκα είναι μία ανοδική πορεία των τιμών (των επενδυτικών αγαθών) σε μία εκτεταμένη περίοδο, η οποία δημιουργεί μεγάλες προσδοκίες, προσελκύει όλο και περισσότερους επενδυτές και στο τέλος σκάει³¹. Είναι δηλαδή μία κατάσταση που οδηγεί σε μεγάλα επίπεδα κερδοσκοπίας³², σύμφωνα με το Λεξικό Πολιτικής Οικονομίας του Palgrave (1926). Πως όμως προκαλείται μία φούσκα; Ο χρηματοοικονομικός αναλφαβητισμός αποτελεί κύρια αιτία ή οποία συμβάλει στη δημιουργία μίας φούσκας, καθώς ο χρηματοοικονομικά αναλφάβητος πληθυσμός δεν μπορεί να κατανοήσει απλές χρηματοοικονομικές έννοιες, με αποτέλεσμα να επηρεάζεται από την «τάση» που επικρατεί την εκάστοτε περίοδο και να προβαίνει σε επενδυτικές κινήσεις δίχως να λαμβάνει υπόψη μελλοντικούς κινδύνους, όπως η μεγάλου βαθμού συσσωρευμένη μόχλευση και η υπερβολική ζήτηση περιουσιακών στοιχείων. Ακόμη, μία φούσκα μπορεί να προκληθεί από την αύξηση του πληθωρισμού, καθώς και από την απότομη αλλαγή της αγελαίας συμπεριφοράς ως προς ένα αγαθό, όπως συνέβη με το κρυπτονόμισμα Dogecoin, η τιμή του οποίου αυξήθηκε κατά 1600% στις αρχές

²⁹ www.plato.stanford.edu

³⁰ Νικόλαος, Δ. Φ. (2015). Η ψυχολογία των αγορών. Παρεμβάσεις πριν και μετά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, Αθήνα.

³¹ www.gfli.gr

³² Garber, P. M. (2001). Famous first bubbles: The fundamentals of early manias. mit Press.

του 2021, μετά από έντονη υποστήριξη από δημόσια πρόσωπα της κοινωνίας, μεταξύ αυτών και ο Elon Musk³³. Οι φούσκες, αν και δεν αποτελούν μορφή κρίσεων, μπορούν εύκολα να οδηγήσουν σε σημαντικές οικονομικές κρίσεις. Για την ακρίβεια, όταν μία φούσκα σκάει, δημιουργείται αναταραχή στο τραπεζικό σύστημα, καθώς:

- Οι καταθέτες πανικοβάλλονται και επιθυμούν να αντλήσουν τις αποταμιεύσεις τους λόγω του κινδύνου απόλειας αυτών.
- Οι τράπεζες δεν μπορούν να ικανοποιήσουν όλους τους καταθέτες, καθώς δεν έχουν στη διάθεση τους όλες τους τις καταθέσεις, διότι επενδύονται σε υψηλού κινδύνου περιουσιακά στοιχεία, τα οποία είναι πολύ πιθανό να έχουν χάσει την αξία τους σε τέτοιες περιόδους. Ως αποτέλεσμα, το πρόβλημα αυτό να διοχετεύεται στην ευρεία οικονομία, δημιουργώντας κρίση, αύξηση ανεργίας, μείωση παραγωγής και ζήτησης, μείωση εισοδήματος, μηδαμινή ανάπτυξη και μείωση του συνολικού πλούτου.

Στη διάρκεια του χρόνου υπήρξαν φούσκες που επηρέασαν σημαντικά την παγκόσμια οικονομία, ορισμένες από τις οποίες αναλύονται παρακάτω:

➤ Τουλιπομανία 1634 -1637

Αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα παραδείγματα υπερβολικής αποτίμησης ενός αγαθού. Ο 17^{ος} αιώνας θεωρείται η χρυσή εποχή της Ολλανδίας, καθώς ήταν η κυρίαρχη δύναμη στον τομέα του εμπορίου, διακινώντας το 50% του θαλάσσιου εμπορίου στην Ευρώπη. Εκείνη την περίοδο και συγκεκριμένα το 1602, ιδρύεται η Dutch East India Company με σκοπό να προστατέψει το εμπόριο στον Ινδικό ωκεανό, αλλά και να βοηθήσει στον πόλεμο ανεξαρτησίας της Ολλανδίας απέναντι στην Ισπανία³⁴. Στα μέσα του 16ου αιώνα η τουλίπα, η οποία προέρχεται από την Τουρκία, διαχέεται στη Δυτική Ευρώπη και την Αυστρία, ενώ εισήλθε στην Ολλανδία το 1593. Το εμπόριο τουλίπας ξεκίνησε τυχαία, όταν ένας βοτανολόγος έφερε από την Κωνσταντινούπολη βολβούς τουλίπας για προσωπική έρευνα. Ορισμένοι γείτονες έκλεψαν τους βολβούς κι έτσι ξεκίνησε η πώληση των τουλιπών, ιδιαίτερα σε πιο ευκατάστατες κοινωνικές τάξεις, καθώς συνέλεξαν διάφορα είδη, διότι τα θεωρούσαν αγαθά πολυτελείας³⁵. Η τουλίπα είχε φτάσει να πωλείται 10000 φιορίνια, δηλαδή όσο μία έπαυλη στο μεγάλο κανάλι της πόλης του Άμστερνταμ. Οι άνθρωποι έφτασαν σε σημείο να αγοράζουν τουλίπες με δανεικά κεφάλαια, καθώς δεν μπορούσαν να το στηρίξουν οικονομικά από μόνοι τους. Όσο η ζήτηση αυξανόταν, τόσο ανέβαινε η τιμή της τουλίπας, όπου ανταλλάσσονταν ακόμα και εκτάσεις γης και σπίτια για την απόκτηση τους, ώσπου προκλήθηκε μεγάλη αναταραχή σε όλη την Ευρώπη θεωρώντας πως η τιμή της τουλίπας δεν είναι βιώσιμη και αυτόματα η αξία της έπεσε κατακόρυφα, ενώ πολλοί κάτοχοι της έχασαν οριστικά τις περιουσίες τους³⁶.

➤ Missisipi 1720^{37,38}

Στις αρχές του 18^{ου} αιώνα, η Γαλλία κήρυξε πτώχευση μετά το θάνατο του βασιλιά Λουδοβίκου 14^{ου}, καθώς το εγχώριο χρέος ήταν τεράστιο. Ο Δούκας της Ορλεάνης, ο οποίος διαδέχθηκε προσωρινά τον τέως βασιλιά το 1715, απευθύνθηκε στο Σκοτσέζο οικονομολόγο και φίλο του John Law, προκειμένου να ενισχύσει την προσπάθεια οικονομικής ανάκαμψης

³³ www.nytimes.com

³⁴ www.britannica.com

³⁵ www.investopedia.com

³⁶ www.investopedia.com

³⁷ www.investopedia.com

³⁸ www.britannica.com

της χώρας με τις γνώσεις του στα χρηματοοικονομικά και τα τυχερά παιχνίδια. Η πρώτη του ενέργεια ήταν να ιδρύσει μία τράπεζα, η οποία δεχόταν καταθέσεις σε μεταλλικά νομίσματα που κυκλοφορούσαν εκείνη την περίοδο, ώστε να εγκρίνει δάνεια και αναλήψεις σε μορφή χαρτονομίσματος, με στόχο τις ταχύτερες νομισματικές συναλλαγές χωρίς να βασίζονται στην αξία των μεταλλικών νομισμάτων, των οποίων η αξία εκείνη την περίοδο δεν ήταν σταθερή. Καθώς η τράπεζα παρουσίαζε κέρδη, ο Law αποφάσισε να αποκτήσει τη Mississippi Company το 1717, με σκοπό την ευρύτερη οικονομική άνθιση της χώρας. Η εταιρεία αυτή δραστηριοποιούταν στον τομέα του εμπορίου, κυρίως στις γαλλικές αποικίες, τη βόρεια Αμερική και τις δυτικές Ινδίες. Επίσης, η εταιρεία απορρόφησε όλο το χρέος της Γαλλίας και άρχισε να διαχειρίζεται το φορολογικό της σύστημα. Έπειτα, ο Law, διέθεσε στην αγορά τις μετοχές της εταιρείας, καθώς και Γαλλικά ομόλογα για να αποπληρώσει το χρέος της χώρας. Όλο και περισσότεροι επενδυτές διέθεταν τα χρήματά τους, με αποτέλεσμα η τιμή της μετοχής της εταιρείας να αυξάνεται. Έτσι αυξήθηκε και η ζήτηση μετρητών για την εξαγορά όλων και περισσότερων μετοχών, ενώ ταυτόχρονα ο Law αποφάσισε να συγχωνεύσει την τράπεζα με την εταιρεία του. Να σημειωθεί ότι οι επενδυτές επένδυναν τα χρήματά τους, ώστε να εξαργυρώσουν τα μελλοντικά κέρδη σε χρυσό και ασημί. Όμως για να μην εξαντληθούν τα αποθέματα χρυσού και ασημιού, ο Law περιόρισε το δικαίωμα αυτό, πράγμα που οδήγησε στον τερματισμό της εφαρμογής του νομισματικού συστήματος του Κανόνα Χρυσού στα χαρτονομίσματα, με αποτέλεσμα να δεσμεύονται αποκλειστικά από την τιμή της μετοχής της Mississippi Company. Στη συνέχεια, η ποσότητα του χάρτινου νομίσματος πολλαπλασιάστηκε και ξεπέρασε την αξία του πραγματικού αποθέματος χρυσού και ασημιού, γεγονός που οδήγησε σε υπερπληθωρισμό. Ο Law, παρατηρώντας την αρκετά υψηλή τιμή της μετοχής, εφάρμοσε αποπληθωριστικά μέτρα. Το εγχώριο νόμισμα υποτιμήθηκε αρκετά, και η τιμή της μετοχής μειώθηκε κατά 50%, με αποτέλεσμα η φούσκα να αρχίσει να σκάει.

➤ South Sea 1720³⁹

Παρόμοια με την προαναφερθείσα κατάσταση που αντιμετώπισε η Γαλλία, η Βρετανική εταιρεία South Sea Company, που ιδρύθηκε το 1711 και κατείχε το μονοπώλιο στις εμπορευματικές δραστηριότητες μεταξύ της Βρετανίας και των Ισπανικών αποικιών της Νότιας Αμερικής, ανέλαβε τη μείωση του δημόσιου χρέους της Βρετανίας που ανερχόταν στα 50 εκατομμύρια στερλίνες. Συγκεκριμένα το 1720, η εταιρεία δέχτηκε να εξαγοράσει το χρέος αξίας πάνω από 30 εκατομμύρια με μόλις 7.5 εκατομμύρια στερλίνες. Ο τρόπος αποπληρωμής του χρέους αλλά και των τόκων, θα εξασφαλιζόταν από την αύξηση της τιμής των μετοχών της εταιρείας με σκοπό τη μετέπειτα πώληση τους ή από την εξόφληση τους με αντάλλαγμα μετοχικούς τίτλους. Μέχρι τον Αύγουστο του 1720 η τιμή της μετοχής είχε φτάσει τις 1000 στερλίνες, γεγονός που δεν αντικατοπτριζόταν στις εμπορευματικές δραστηριότητες της εταιρείας. Έτσι, τον Σεπτέμβριο του 1720, η τιμή της μετοχής άρχισε να υποχωρεί κατακόρυφα, φτάνοντας μόλις τις 124 στερλίνες τον Δεκέμβριο του 1720, με αποτέλεσμα, οι επενδυτές να χάσουν τις περιουσίες τους, να υπάρξει μεγάλος αριθμός αυτοκτονιών και γενικότερη αναταραχή στη Βρετανική χώρα.

➤ Υφεση 1929

Αν και αναφέρθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο ως μία από τις σημαντικότερες οικονομικές κρίσεις της ιστορίας, δεν παύει να αποτελεί μία χρηματοοικονομική φούσκα. Μέχρι το 1929 η Ομοσπονδιακή Τράπεζα προσπάθησε να συγκρατήσει την χρηματιστηριακή άνοδο

³⁹ www.historic-uk.com

αυξάνοντας τα επιτόκια. Το κραχ του 1929 ξεκίνησε τη μαύρη Δευτέρα 28 Οκτωβρίου όταν ο δείκτης Dow Jones έπεσε κατά 13%, λόγω συνεχόμενων και πολλαπλών μετοχικών συναλλαγών (trading). Το γεγονός αυτό οδήγησε σε 15 εκατομμύρια ανθρώπους να χάνουν τις δουλειές τους. Οι επενδυτές που είχαν ενεχυριάσει τα σπίτια τους και είχαν επενδύσει όλες τους τις αποταμιεύσεις γνώρισαν σημαντικές απώλειες, ενώ ταυτόχρονα δεν μπορούσαν να αποπληρώσουν τα δάνειά τους. Η παραγωγή και η ζήτηση μειώθηκαν, πολλοί άνθρωποι έμειναν άστεγοι και χωρίς φαγητό, ενώ 50% των τραπεζών έκλεισαν. Πολλοί είναι οι λόγοι που οδήγησαν σε αυτήν την κατάσταση, όπως η οικονομική άνθηση τη δεκαετία του 1920, η αύξηση του χρέους και της ανεργίας, αλλά και τα χαμηλά επίπεδα εισοδήματος⁴⁰. Μέσα σε τρεις μέρες το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης έχασε 5 δις δολάρια σε αξία μετοχών και συνολικά 16 δις δολάρια μέχρι το τέλος της κρίσης. Το 1/3 των Αμερικανών ζούσε κάτω από το όριο της φτώχειας, ενώ 10 χιλιάδες τράπεζες πτώχευσαν και χάθηκαν 140 δις δολάρια σε αποταμιεύσεις.

➤ Ιαπωνία 1985-1990

Την περίοδο 1960-1980 η Ιαπωνία βίωσε έναν από τους υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης στον κόσμο, ενώ αποτελούσε το μεγαλύτερο παγκόσμιο πιστωτή με το υψηλότερο κατά κεφαλήν ΑΕΠ στον κόσμο. Έτσι, κέντρισε το ενδιαφέρον πολλών επενδυτών του εξωτερικού και οι τιμές των ακινήτων και των μετοχών άρχισαν να αυξάνονται, καθώς όλο και περισσότεροι επενδυτές στρέφονταν προς στις αντίστοιχες αγορές, ενώ την ίδια περίοδο οι τράπεζες ενέκριναν επενδυτικά δάνεια με χαμηλό επιτόκιο. Οι ιαπωνικές μετοχές τετραπλασιάστηκαν φτάνοντας τον δείκτη Nikkei σχεδόν στις 40000 μονάδες, ενώ παράλληλα το 1989 οι τιμές των ακινήτων στο Τόκιο είχαν φτάσει να ξεπερνούν τις αντίστοιχες τιμές ακινήτων στις ΗΠΑ ώσπου το 1990 οι τιμές κατέρρευσαν. Αξίζει να σημειωθεί ότι φέτος ο δείκτης έφτασε κοντά στις 40000 μονάδες, ξεπερνώντας το ιστορικό υψηλό έπειτα από 34 χρόνια⁴¹.

➤ Ελληνικό χρηματιστήριο 1999

Η άνοδος του Ελληνικού χρηματιστηρίου ξεκίνησε το 1999⁴², όπου οι μικροεπενδυτές με μικρή ή μηδαμινή εμπειρία άρχισαν να στρέφονται στο χρηματιστήριο επενδύοντας μεγάλο μέρος των αποταμιεύσεων τους, με σκοπό την άμεση μεγιστοποίηση της περιουσίας τους. Υποστηρίζεται, πως η άνοδος αυτή συνδέεται με την επερχόμενη ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ αλλά και την τότε πιθανή διεξαγωγή των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004. Τα ΜΜΕ και οι συνεχώς αυξανόμενες αποδόσεις των ελληνικών μετοχών άρχισαν να προσελκύουν όλο και περισσότερους μικροεπενδυτές, με αποτέλεσμα το 50% του εγχώριου πληθυσμού να κατέχει μετοχές στο ΧΑΑ, καθώς τα επιτόκια καταθέσεων άρχισαν να συρρικνώνονται, ενώ στις 17 Σεπτεμβρίου του 1999 ο δείκτης του Χρηματιστηρίου της Αθήνας είχε φτάσει την ιστορική του κορυφή στις 6.355 μονάδες⁴³. Λίγες μέρες αργότερα⁴⁴, στις 23 Σεπτεμβρίου ξεκίνησε η μεγάλη πτωτική πορεία φτάνοντας περίπου τις 1500 μονάδες το Μάρτιο του 2003, ενώ σήμερα ο δείκτης κυμαίνεται περίπου πάνω από τις 1400 μονάδες⁴⁵.

⁴⁰ www.investopedia.com

⁴¹ www.marketscreener.com

⁴² www.lifo.gr

⁴³ www.naftemporiki.gr

⁴⁴ www.euro2day.gr

⁴⁵ www.capital.gr

➤ Dot.com 2000⁴⁶

Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η φούσκα του dot-com τη δεκαετία του 1990, η οποία εμφανίστηκε όταν οι αγορές μετοχών των εταιρειών που δραστηριοποιούνταν στο τομέα της τεχνολογίας και του διαδικτύου αυξήθηκαν κατακόρυφα, γεγονός που οδήγησε στην απότομη αύξηση των τιμών των εν λόγω μετοχών, την περίοδο που η τεχνολογία προχωρούσε και το διαδίκτυο άρχισε να εμπορευματοποιείται κυρίως το 1995. Όμως οι εταιρείες αυτές δεν παρουσιάστηκαν κερδοφόρες και σε συνδυασμό με την κορύφωση της αγοράς εκείνη την περίοδο, οι επενδυτές άρχισαν να ανησυχούν για τις επενδύσεις τους σε αυτόν τον τομέα, οδηγώντας στη μείωση της αξίας των μετοχών αυτών, ενώ πολλές εισηγμένες dot-com εταιρείες χρεοκόπησαν.

➤ Διάφορες άλλες φούσκες

- Χρυσός 1848
- Σιδηρόδρομοι 1860-1873
- Ποδήλατα 1890
- Poseidon 1970
- Ουράνιο 2007

➤ Διάφορες κρίσεις στην αγορά ακινήτων

Παράδειγμα αποτελεί η φούσκα του real estate στα μέσα της δεκαετίας του 2000, όπου οι τιμές των ακινήτων άρχισαν να αυξάνονται απότομα. Μαζί με την υψηλή ζήτηση τους και τη σταδιακή πτώση των επιτοκίων, οδήγησαν σε μαζική απόκτηση στεγαστικών δανείων. Αλλά όταν το χρηματιστήριο απέκτησε ανοδική πορεία, τα επιτόκια και οι δόσεις των δανείων άρχισαν να ανεβαίνουν, με αποτέλεσμα η αξία των ακινήτων να ακολουθήσει πτωτική πορεία.

Παρόλο που οι φούσκες έχουν μεγάλη επίδραση στην κοινωνία και την οικονομία, δεν πρέπει να παραβλέψουμε την έννοια του κύκνου⁴⁷, η οποία περιλαμβάνεται από τρεις μορφές:

- Άσπρος κύκνος
Αποτελεί ένα γεγονός το οποίο έχει μεγάλες πιθανότητες να συμβεί και είναι εύκολα προβλέψιμο.
- Γκρι κύκνος
Είναι ένα προβλέψιμο γεγονός, το οποίο αν συμβεί μπορεί να έχει σημαντικές επιπτώσεις, αλλά όχι καταστροφικές.
- Μαύρος κύκνος
Αποτελεί ένα απρόβλεπτο γεγονός, το οποίο ενδέχεται να έχει καταστροφικές επιπτώσεις στην κοινωνία. Μπορεί να είναι είτε θετικός, όπως μία καινοτομία, είτε αρνητικός, όπως μία τρομοκρατική ενέργεια. Ως μαύρος κύκνος μπορεί να χαρακτηριστεί η βύθιση του Τιτανικού το 1912 και η κατάρρευση των δίδυμων πύργων την 11^η Σεπτεμβρίου του 2001.

⁴⁶ www.investopedia.com

⁴⁷ www.gfli.gr

Θα μπορούσαμε να αναφερθούμε στην χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 ή την πανδημία Covid-19 ως μαύρους κύκνους, καθώς αποτελούσαν απρόβλεπτα γεγονότα. Όμως, με αφορμή τα παραδείγματα αυτά, ξεπροβάλλει η έννοια του γκρι ρινόκερου, όρος που αποδόθηκε από την πολιτική αναλύτρια Michele Wucker, στην προσπάθειά της να περιγράψει την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση στην Ελλάδα. Ένας γκρι ρινόκερος αποτελεί εξίσου ένα αναπάντεχο γεγονός που μπορεί να απειλήσει σε μεγάλο βαθμό την κοινωνία. Σε αντίθεση με τους μαύρους κύκνους, η πιθανότητα έλευσης του είναι μεγάλη και δεν αποτελεί ένα τυχαίο φαινόμενο που συμβαίνει σπάνια. Ως εκ τούτου, τα προαναφερθέντα παραδείγματα θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν και ως γκρι ρινόκεροι, καθώς είναι φαινόμενα που έχουν συμβεί στο παρελθόν και ο ερχομός τους δεν ήταν καθόλου τυχαίος. Οι γκριζοί ρινόκεροι είθισται να λαμβάνουν χώρα έπειτα από πολλές προειδοποιήσεις, οι οποίες δυστυχώς αγνοούνται, με αποτέλεσμα να μην είμαστε προετοιμασμένοι για τον ερχομό τους⁴⁸. Με λίγα λόγια, οι μαύροι κύκνοι προκύπτουν επειδή αγνοούμε τους γκριζούς ρινόκερους, οι οποίοι είναι εμφανείς και μπορούν να αποφευχθούν⁴⁹.

1.5 Επενδύσεις στην κρίση

Παραπάνω αναλύσαμε αρκετές περιπτώσεις κρίσεων, τα αίτια που τις προκάλεσαν, καθώς και τις επιπτώσεις που επέφεραν στην κοινωνία και την οικονομία. Παρόλο που οι συνθήκες που προκαλούν οι κρίσεις είναι αρκετά δύσκολες για να προβούμε σε επενδυτικές κινήσεις, ορισμένοι άνθρωποι επιλέγουν είτε να προστατεύσουν τις υπάρχουσες επενδύσεις τους είτε να απαλλαγούν από αυτές είτε να αυξήσουν την επενδυτική τους δραστηριότητα. Σύμφωνα με τους Hau και Lai (2011), κατά τη διάρκεια κρίσεων οι μετοχές που ανήκουν σε εταιρείες επενδύσεων (mutual funds) αποδίδουν καλύτερα σε σχέση με αυτές που ανήκουν σε απλούς επενδυτές⁵⁰. Σε περιόδους αβεβαιότητας, αρκετοί άνθρωποι έχουν την τάση να αντιδρούν υπερβολικά, πουλώντας τα επενδυτικά τους αγαθά σε πολύ χαμηλές τιμές. Αντίστοιχα, η ενέργεια αυτή μπορεί να αποτελέσει ευκαιρία για το άλλο μέρος του επενδυτικού πληθυσμού. Παρόλο που κατά τη διάρκεια κρίσεων η αγορά επενδυτικών αγαθών είναι επικίνδυνη, καθώς ενδέχεται να έρθουν αντιμέτωποι με μία δεύτερη ύφεση, οι επενδυτές μπορούν να αποκομίσουν υψηλά κέρδη κατά την περίοδο ισχυρής ανάκαμψης του χρηματιστηρίου. Σε αυτό το σημείο έρχεται η σύνδεση με τη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική. Με λίγα λόγια, η συμπεριφορά των επενδυτών είναι αυτή που επηρεάζει τις αγορές, πόσο μάλλον σε περιόδους κρίσης και ύφεσης, καθώς οι επενδυτές τείνουν να πανικοβάλλονται και να αντιδρούν ανορθολογικά σε κρίσιμες καταστάσεις⁵¹.

Σύμφωνα με την έρευνα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας⁵² σχετικά με τον αντίκτυπο των επενδύσεων κατά τη διάρκεια τραπεζικών κρίσεων, στις οικονομικές κρίσεις τα επενδυτικά αγαθά μπορούν να αγοραστούν σε πολύ χαμηλές τιμές, ιδιαίτερα τους πρώτους μήνες μετά το ξέσπασμα μίας κρίσης. Όμως μακροχρόνια, οι αποδόσεις αυτών των επενδύσεων ενδέχεται να μην επιφέρουν τα αναμενόμενα κέρδη. Συγκεκριμένα, στη κλιμάκωση μίας τραπεζικής κρίσης οι τιμές των μετοχών τείνουν να έχουν πτωτική πορεία, ενώ σε δεύτερο χρόνο τείνουν να ανακάμπτουν.

Όπως είναι λογικό, όταν μία κρίση ξεσπά, αρχίζει και επικρατεί πανικός, ο οποίος μεταδίδεται και στο επενδυτικό περιβάλλον, κυρίως μέσω των ΜΜΕ, οδηγώντας σε άμεση πώληση μετοχικών τίτλων και άλλων επενδυτικών αγαθών, καθώς και στην αγορά χαμηλού ρίσκου περιουσιακών στοιχείων που ανήκουν θεωρητικά σε πιο ασφαλείς κλάδους και βιομηχανίες. Ακόμη, πολλοί επενδυτές μπορούν να χρησιμοποιήσουν την τεχνική short-selling, που σκοπό έχει τα βραχυπρόθεσμα κέρδη μέσω της

⁴⁸ www.capital.gr

⁴⁹ www.tanea.gr

⁵⁰ Tietjen, R. R. (2023). Feeling and performing 'the crisis': on the affective phenomenology and politics of the corona crisis. *Phenomenology and the cognitive sciences*, 22(5), 1281-1299.

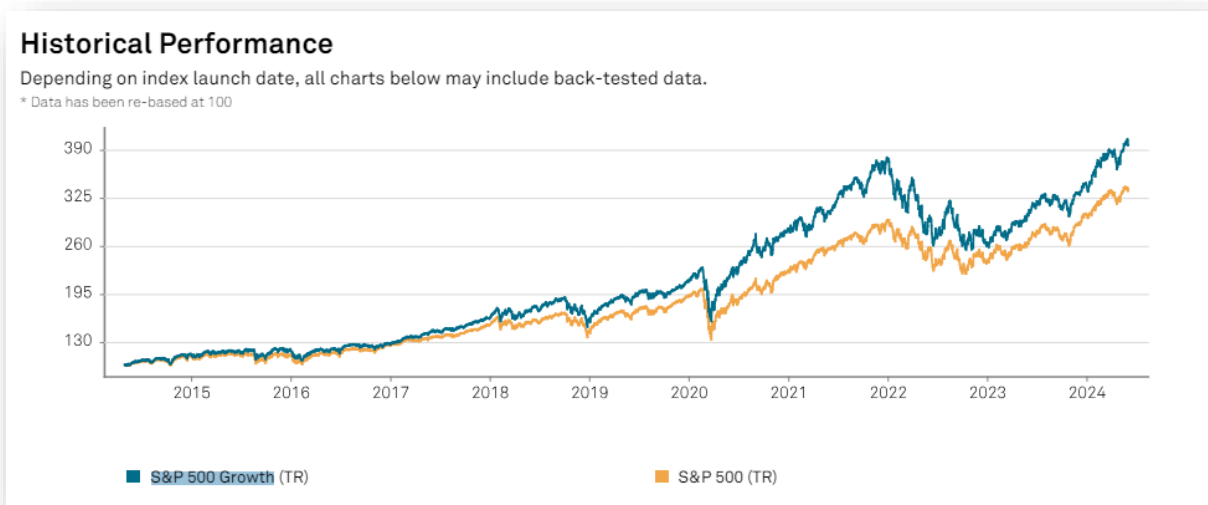
⁵¹ www.investopedia.com

⁵² Baron, M., Laeven, L., Pénasse, J., & Usenko, Y. (2021). Investing in crises. Available at SSRN 3762043.

πώλησης και επαναγοράς χρεογράφων σε χαμηλότερη τιμή από την τιμή της αρχικής πώλησης. Συνήθως οι κρίσεις προκαλούν διαταραχές στον τομέα του εμπορίου, υψηλό πληθωρισμό ή ακόμα και έλλειψη αγαθών πρώτης ανάγκης, με αποτέλεσμα η αξία των εταιρειών να φθίνει. Πρόσφατο παράδειγμα αποτελεί ο πόλεμος μεταξύ Ρωσίας και Ουκρανίας, όπου οι τιμές εμπορευμάτων και πρώτων υλών αυξήθηκαν σημαντικά, διότι οι χώρες αυτές έχουν διακόψει τις εμπορευματικές συναλλαγές⁵³ εξαιτίας του πολέμου.

Οι επενδυτικές αποφάσεις είναι καθαρά προσωπικές και εξαρτώνται από πολλούς παράγοντες, όπως η κατάσταση υγείας, η ηλικία, η οικονομική σταθερότητα και η φιλοδοξία ενός ατόμου. Όπως και σε περιόδους οικονομικής σταθερότητας, έτσι και κατά τη διάρκεια μία ύφεσης πρέπει να υπάρχει διαφοροποίηση στο χαρτοφυλάκιο του επενδυτή για την καλύτερη δυνατή διασπορά κινδύνου. Οι επενδύσεις ενδείκνυται να γίνονται σε υγιείς επιχειρήσεις και κλάδους ή χρησιμοποιώντας την τεχνική του μέσου όρου κόστους δολαρίου, μέσω της οποίας επενδύεται ίσο χρηματικό ποσό τακτικά ανεξάρτητα από την τιμή του εκάστοτε επενδυτικού αγαθού⁵⁴.

Αναλύοντας τη συμπεριφορά των ετήσιων αποδόσεων του δείκτη S&P 500 για την περίοδο 2014 - 2024, το έτος 2020 αναδεικνύεται ως το χειρότερο χρηματοοικονομικά έτος, παρουσιάζοντας συνολικά τις μεγαλύτερες απώλειες, εξαιτίας της επίδρασης που είχε η κρίση του Covid-19 στις επενδυτικές αποφάσεις. Στο Διάγραμμα 1 παρουσιάζεται η διαχρονική κατανομή των συνολικών αποδόσεων του δείκτη (S&P 500) σε σύγκριση με τις σταθμισμένες μέσες αποδόσεις του (S&P 500 Growth). Τα αποτελέσματα είναι αναμενόμενα, διακρίνοντας την πτωτική πορεία του δείκτη στις αρχές του έτους 2020.



Διάγραμμα 1
Η πορεία των αποδόσεων του δείκτη S&P 500 την περίοδο 2014-2024⁵⁵

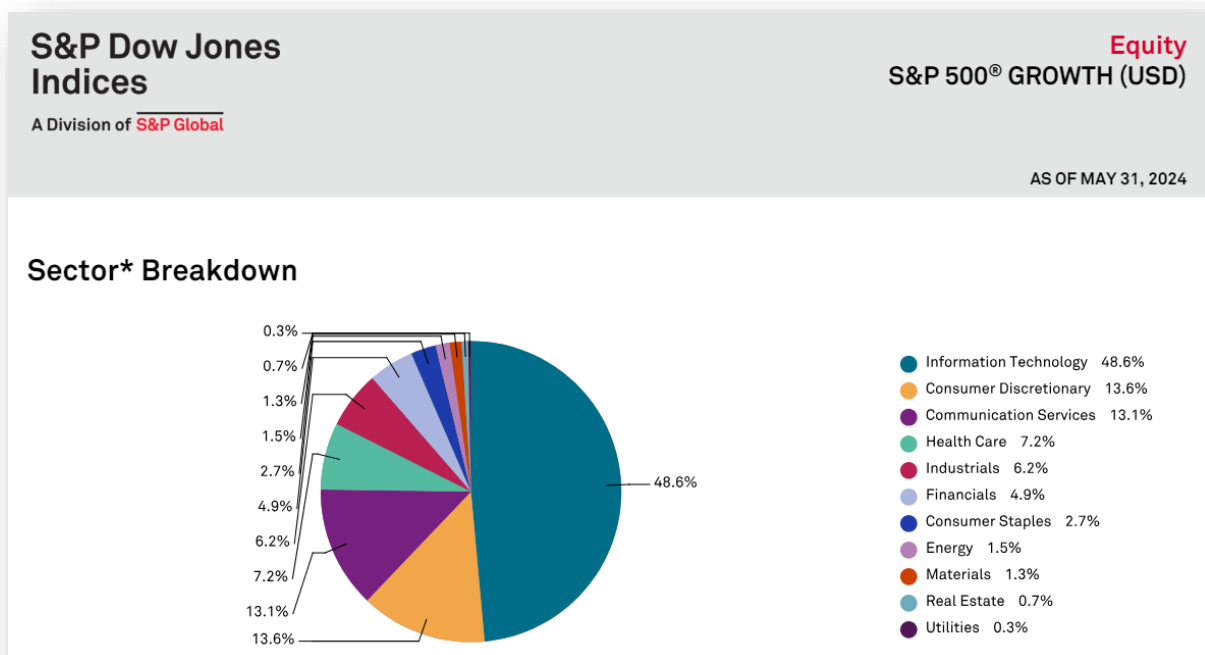
⁵³ www.etmoney.com

⁵⁴ www.fultonbank.com

⁵⁵ www.spglobal.com

Παρά το γεγονός ότι η αρνητική πορεία του δείκτη το έτος 2020 δεν δείχνει επενδυτικά αισιόδοξη, είναι σημαντικό να τονίσουμε τους 11 τομείς της οικονομίας, από τους οποίους αποτελείται ο δείκτης. Στο Διάγραμμα 2 παρατηρούμε τους 11 τομείς της οικονομίας, στους οποίους δραστηριοποιούνται οι εταιρείες που συμπεριλαμβάνονται στο δείκτη S&P 500. Αυτοί οι τομείς είναι:

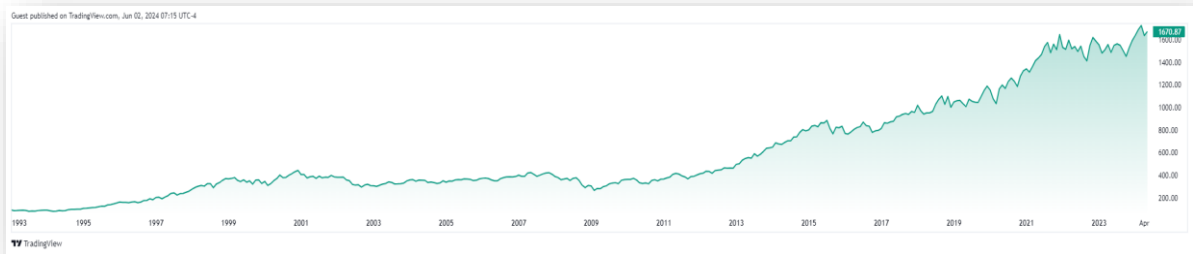
- Τεχνολογίας
- Διαρκών καταναλωτικών αγαθών
- Επικοινωνίας
- Υγείας
- Οικονομίας
- Βασικών καταναλωτικών αγαθών
- Ενέργειας
- Υλικών αγαθών
- Ακινήτων
- Υπηρεσιών κοινής ωφέλειας



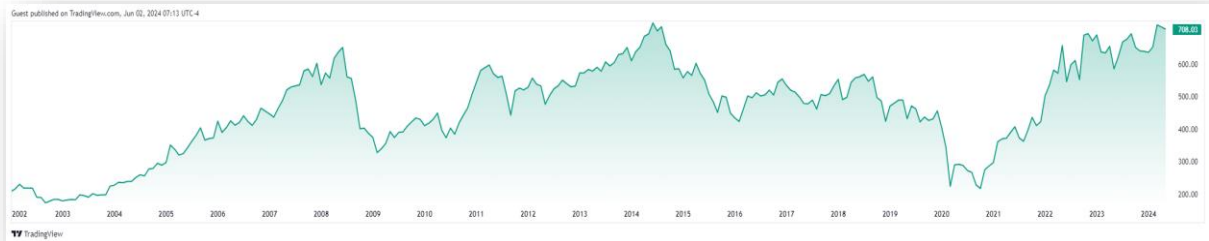
Διάγραμμα 2
Οι 11 τομείς του S&P 500⁵⁶

⁵⁶ www.spglobal.com

Η αναφορά αυτή γίνεται για να τονίσουμε τη διαφορετικότητα στη συμπεριφορά του δείκτη την περίοδο της υγειονομικής κρίσης σε διαφορετικούς τομείς. Στο Διάγραμμα 3, παρατηρούμε τη συμπεριφορά του δείκτη στον τομέα της υγείας, όπου η κρίση επηρέασε ελάχιστα την ανοδική πορεία του μέχρι σήμερα. Συγκεκριμένα το Δεκέμβριο του 2019, ο δείκτης είχε φτάσει το ιστορικό υψηλό 1118.20 μονάδες, πέφτοντας μόνο στις 1032.91 μονάδες το Μάρτιο του 2020, μία πτώση της τάξης του 7,6%, που αποτελεί και τη χαμηλότερη απόδοση του δείκτη μέχρι σήμερα. Αντίθετα στο Διάγραμμα 4 βλέπουμε την απόδοση του δείκτη στον τομέα της ενέργειας, όπου η πτώση ήταν εμφανώς μεγαλύτερη κατά 51% την ίδια περίοδο, ξεκινώντας στις 456.46 μονάδες και φτάνοντας τις 223.29 μονάδες. Συμπεραίνουμε, λοιπόν, ότι κατά την περίοδο της υγειονομικής κρίσης, οι επενδύσεις στον τομέα της υγείας έφεραν ελάχιστες απώλειες σε σύγκριση με τον τομέα της ενέργειας, όπου οι απώλειες ήταν τεράστιες.



*Διάγραμμα 3
Η πορεία του S&P 500 στον τομέας της Υγείας⁵⁷*



*Διάγραμμα 4
Η πορεία του S&P 500 στον τομέας της Ενέργειας⁵⁸*

⁵⁷ www.tradingview.com

⁵⁸ www.tradingview.com

2. Επενδύσεις

2.1 Ορισμός επένδυσης

Επένδυση⁵⁹ ορίζεται ως η ανταλλαγή πόρων για την απόκτηση επενδυτικών αγαθών ή περιουσιακών στοιχείων. Οι πόροι αυτοί μπορεί να είναι είτε υλικοί, όπως το χρήμα, ένα περιουσιακό στοιχείο ή ένα αγαθό πολυτελείας είτε άυλοι, όπως ο χρόνος ή η προσπάθεια για να πετύχουμε ένα στόχο⁶⁰. Ουσιαστικά, μία επένδυση πραγματοποιείται με την προσδοκία να παρουσιάσει μελλοντικά έσοδα ή κέρδη, δηλαδή τη μεγιστοποίηση του πλούτου. Αποτελεί, επίσης, ένα τρόπο διαφύλαξης των κεφαλαίων μας, καθώς οι αυξημένες πληθωριστικές τάσεις μειώνουν συνεχώς την αγοραστική μας δύναμη και την αξία του χρήματος⁶¹.

Σύμφωνα με τη δοκιμή Salini⁶² στη διαιτησία ICSID (Διεθνές Κέντρο Διακανονισμού Επενδυτικών Διαφορών), μία επένδυση στη νομική της μορφή αποτελείται από τα παρακάτω στοιχεία:

- Συνεισφορά χρημάτων ή περιουσιακών στοιχείων
- Συγκεκριμένη (χρονική) διάρκεια
- Κίνδυνο
- Συνεισφορά στην ανάπτυξη της οικονομίας του κράτους υποδοχής

Σε γενικές γραμμές, μία επένδυση αποτελεί τη θυσία χρόνου και χρήματος με σκοπό τη βελτίωση της ζωής μας. Στον τομέα της οικονομίας, επένδυση είναι η αγορά επενδυτικών αγαθών με σκοπό τη μεγιστοποίηση του εισοδήματός. Αυτό συμβαίνει στην περίπτωση που το επενδυτικό αγαθό αποκτάται σε σχετικά χαμηλή τιμή με σκοπό τη μεταπώληση του σε υψηλότερη. Δηλαδή, ο επενδυτής επωφελείται από την ανατίμηση των περιουσιακών στοιχείων. Αυτό μπορεί να συμβεί όταν⁶³:

- Μία εισηγμένη εταιρεία λανσάρει έναν νέο προϊόν, του οποίου οι πωλήσεις αυξάνουν τα συνολικά έσοδα της εταιρείας, με αποτέλεσμα αυτό να επηρεάζει και την τιμή της μετοχής.
- Η τιμή του εγχώριου νομίσματος χάνει την αξία, με αποτέλεσμα οι επενδυτές να στρέφονται στο χρυσό ή άλλα πολύτιμα μέταλλα, με αποτέλεσμα να μεγαλώνει η αξία τους.
- Ένα σπίτι ανακαινίζεται ή βρίσκεται σε μία περιοχή που είναι πιο ελκυστική τον τελευταίο καιρό, με αποτέλεσμα να ανεβαίνει η αξία του.

Επένδυση είναι η διάθεση χρημάτων σε επενδυτικά αγαθά με την προσδοκία μεγιστοποίησης του αρχικού ποσού επένδυσης μέσω της μορφής εισοδήματος (μερίσματα) ή ανατίμησης των περιουσιακών στοιχείων (μετοχές) . Μία επένδυση μπορεί να γίνεται καθαρά για κερδοσκοπικούς λόγους, βασιζόμενη σε βραχυπρόθεσμες εναλλαγές των αποδόσεων σε διάστημα λεπτών, ημερών ή εβδομάδων. Αντίθετα, μία πραγματική επένδυση στηρίζεται σε μακροχρόνιες αποδόσεις σε διάστημα μηνών ή χρόνων⁶⁴. Με τον έναν ή με τον άλλο τρόπο ένας επενδυτής επιζητά τη αποζημίωση του για

⁵⁹ www.medium.com

⁶⁰ Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. (2015), Επενδύσεις, εκδόσεις Utopia

⁶¹ www.abnamro.nl

⁶² Grabowski, A. (2014). The definition of investment under the ICSID Convention: a defense of Salini. Chi. J. Int'l L., 15, 287.

⁶³ www.forbes.com

⁶⁴ www.investopedia.com

το χρόνο δέσμευσης των αρχικών του κεφαλαίων, τις αλλαγές των τιμών λόγω πληθωρισμού, καθώς και την αβεβαιότητα και τον κίνδυνο που επικρατεί στις αγορές⁶⁵.

Για την αποτελεσματικότερη εφαρμογή μία επενδυτικής στρατηγικής είναι σημαντικό να αναλογιζόμαστε το σκοπό για τον οποίο επενδύουμε. Μερικοί από αυτούς είναι⁶⁶:

- Η προστασία των αποταμιεύσεων από τον πληθωρισμό και η διατήρηση της αξίας τους με την πάροδο του χρόνου, ιδιαίτερα μέσω επενδυτικών αγαθών χαμηλού κινδύνου.
- Η αξιοποίηση του παθητικού εισοδήματος
- Η δημιουργία κεφαλαίων για περιπτώσεις έκτακτης ανάγκης
- Η διασφάλιση εισοδήματος στα χρόνια της συνταξιοδότησης
- Η αύξηση προσωπικού πλούτου
- Η ικανοποίηση προσωπικών στόχων
- Η μείωση της φορολογίας, η οποία εφαρμόζεται σε μερικές χώρες, όπως ΗΠΑ, Ινδία.

Παράλληλα είναι επιτακτική ανάγκη να προκαθοριστεί ο τρόπος επένδυσης, ανάλογα με:

- Τον καθορισμό στόχων με βάση το εισόδημα και την οικογενειακή κατάσταση.
- Τη διασπορά κινδύνου, επενδύοντας σε διαφορετικού είδους περιουσιακά στοιχεία για την επίτευξη ενός ισορροπημένου χαρτοφυλακίου
- Τον καθορισμό του χρονικού πλαισίου (βραχυπρόθεσμες ή μακροπρόθεσμες επενδύσεις)
- Την επαναξιολόγηση και ενδεχόμενη αναπροσαρμογή χαρτοφυλακίου, βασιζόμενοι στην τάση της αγοράς και τις εξελίξεις.

Παρόλη τη προσδοκία που φέρουν τα επενδυτικά αγαθά, είναι απαραίτητο να σημειωθεί πως μία επένδυση ενδέχεται να φέρει και ζημιές, γεγονός που εξαρτάται από την αξία των επενδυτικών αγαθών που διαμορφώνεται σε κάθε χρονική περίοδο. Ο κίνδυνος αυτός παρουσιάζεται, καθώς η αξία των επενδυτικών αγαθών αυξομειώνεται στην πάροδο του χρόνου, ανάλογα με τα αποτελέσματα που παρουσιάζουν οι εισηγμένες εταιρείες, την κατάσταση των κεφαλαιαγορών και γενικότερα της ευρύτερης οικονομίας. Οι επενδύσεις βοηθούν τους ανθρώπους να πετύχουν τους οικονομικούς τους στόχους. Ακόμη τους εξασφαλίζουν καλύτερες αποδόσεις συγκριτικά με τα χαμηλά επιτόκια των τραπεζικών καταθέσεων, με κίνδυνο πάντα την απώλεια έως και ολόκληρου του αρχικού κεφαλαίου της επένδυσης⁶⁷.

2.2 Ιστορική αναδρομή

Οι επενδύσεις εφαρμόζονται εδώ και χιλιετίες. Όμως στη σύγχρονη μορφή τους εντοπίζονται μεταξύ 17ου και 18ου αιώνα. Συγκεκριμένα το πρώτο χρηματιστήριο ιδρύθηκε το 1602 στο Άμστερνταμ της Ολλανδίας, ενώ το αμέσως επόμενο είναι αυτό της Νέας Υόρκης το 1792. Το χρηματιστήριο του Άμστερνταμ άνοιξε μετά την ίδρυση της Dutch East India Company, η οποία αυτόματα αποτέλεσε την πρώτη εισηγμένη εταιρεία στην ιστορία των χρηματοοικονομικών αγορών, αρχικά για τη διαπραγμάτευση χρεογράφων της εταιρείας, της οποίας η κεφαλαιοποίηση ξεπέρασε τα 6 εκατομμύρια φιορίνια. Στην αρχή το χρηματιστήριο του Άμστερνταμ έφερε την ονομασία AEX (Amsterdam Stock Exchange), ενώ η σύγχρονη ονομασία του είναι Euronext έπειτα από τις

⁶⁵ Reilly, F. K. (2002). Investment analysis and portfolio management

⁶⁶ www.maxlifeinsurance.com

⁶⁷ www.moneysense.gov.sg

συγχωνεύσεις με το European Options Exchange το 1997, και με τα χρηματιστήρια των Βρυξελλών και του Παρισιού το 2000⁶⁸.

Επιπρόσθετα, η Α΄ και Β΄ Βιομηχανική Επανάσταση δημιούργησαν περιόδους ευημερίας, όπου οι άνθρωποι άρχισαν να υιοθετούν το θεσμό της αποταμίευσης, γεγονός που οδήγησε στην ανάπτυξη του τραπεζικού συστήματος αποτελώντας το βασικό γρανάζι του επενδυτικού κόσμου από τις αρχές του 1800. Μετέπειτα, τον 20ο αιώνα συστήθηκαν οι έννοιες της τιμολόγησης των περιουσιακών στοιχείων (asset pricing), της θεωρίας του χαρτοφυλακίου και της διαχείρισης κινδύνου, καθώς και οι διάφορες μορφές επενδύσεων που γνωρίζουμε μέχρι σήμερα, όπως τα αμοιβαία κεφάλαια, τα ETF και τα REITs. Εδώ πρέπει να σημειωθεί πως κατά τη διάρκεια της dot.com εποχής αναπτύχθηκαν οι διαδικτυακές πλατφόρμες επενδύσεων, συμβάλλοντας στον εκδημοκρατισμό των επενδύσεων, δίνοντας το δικαίωμα στον καθένα, ανεξαρτήτου κοινωνικής τάξης να έχει άμεση πρόσβαση σε επενδυτικά αγαθά⁶⁹.

2.3 Μορφές επενδύσεων

Στην ευρύτερη μορφή τους, οι επενδύσεις χωρίζονται σε εγχώριες και ξένες. Η Ε.Ε. χωρίζει τις ξένες σε⁷⁰:

- Άμεσες επενδύσεις, οι οποίες πραγματοποιούνται όταν μία νομική οντότητα ή ένα φυσικό πρόσωπο μίας χώρας επενδύει σε κεφάλαια και περιουσιακά στοιχεία σε χώρες του εξωτερικού.
- Μη άμεσες επενδύσεις ή εξωτερικές επενδύσεις χαρτοφυλακίου, οι οποίες πραγματοποιούνται όταν μία εταιρεία ή ένα άτομο επενδύει σε μετοχές εταιρειών που είναι εισηγμένες σε χρηματιστήρια του εξωτερικού. Αποτελεί μία μορφή βραχυχρόνιας επένδυσης, καθώς κύριο στόχο έχει την εκμετάλλευση της διακύμανσης των συναλλαγματικών ισοτιμιών και των επιτοκίων. Επίσης, αποτελεί τακτική διασποράς κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου.

Στη διεθνή βιβλιογραφία, υπάρχουν ποικίλες μορφές επενδύσεων. Σε γενικές γραμμές, μπορούμε να τις κατηγοριοποιήσουμε ως εξής:

- Ασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά προγράμματα
- Επενδύσεις σταθερού εισοδήματος
- Επενδύσεις σε κεφάλαια/μετοχές
- Εναλλακτικές επενδύσεις

⁶⁸ www.amsa-network.com

⁶⁹ www.investopedia.com

⁷⁰ www.trade.ec.europa.eu

2.3.1 Ασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά προγράμματα

Μία επένδυση μπορεί να γίνει μέσω⁷¹:

Ασφαλιστικών προγραμμάτων

Προσφέρουν κάλυψη και ασφάλεια στους επενδυτές ανάλογα με τις ανάγκες τους, ενώ μπορούν να χωριστούν σε πακέτα^{72,73}:

- υγείας
- ζωής
- αποταμίευσης και επενδύσεων
- οχημάτων, ακινήτων και άλλα.

Συνταξιοδοτικών προγραμμάτων

Προϋποθέτουν μία σταθερή επένδυση στο παρόν για την εξασφάλιση σημαντικού κεφαλαίου για την περίοδο συνταξιοδότησης ενός ατόμου. Τα πακέτα αυτά παρέχονται από τις ασφαλιστικές υπηρεσίες στις οποίες έχουμε την δυνατότητα να επενδύσουμε ατομικά. Παράδειγμα αποτελεί ο ατομικός λογαριασμός ασφάλισης που παρέχεται στις Η.Π.Α., ο οποίος φέρει την επίσημη ονομασία IRA (Individual Retirement Arrangements). Παρέχεται μέσω των εγχώριων χρηματοπιστωτικών οργανισμών, ενώ προσφέρει και φορολογικά οφέλη στους κατόχους τους⁷⁴. Επιπλέον, οι λογαριασμοί συνταξιοδότησης χρηματοδοτούνται και από τις εταιρείες ως μέρος του πακέτου παροχών προς τους εργαζομένους. Τέτοιου είδους πακέτα αποτελούν τα Public Provident Fund (PPF) που παρέχονται στην Ινδία, και τα προγράμματα 401K που παρέχονται στις Η.Π.Α.⁷⁵ Τα προγράμματα αυτά αφορούν μακροπρόθεσμες επενδύσεις με σταθερές αποδόσεις, ενώ παρέχουν φορολογικά οφέλη στους κατόχους τους.

Unit Linked Insurance Plans (ULIPs)⁷⁶

Ουσιαστικά αποτελούν συνδυασμό ενός ασφαλιστικού και ενός επενδυτικού πακέτου.

⁷¹ www.maxlifeinsurance.com

⁷² www.nnhellas.gr

⁷³ www.interamerican.gr

⁷⁴ www.irs.gov

⁷⁵ www.irs.gov

⁷⁶ www.eurolife.gr

2.3.2 Επενδύσεις σταθερού εισοδήματος

Επενδύσεις ή αξιόγραφα σταθερού εισοδήματος (fixed-income investments) ή αλλιώς χρεόγραφα (debt securities), αποτελούν μία απαίτηση που παράγει σταθερή ροή εισοδήματος σε συγκεκριμένο χρόνο και με χαμηλό κίνδυνο, ιδίως όταν εκδότης των χρεογράφων είναι αξιόπιστος. Στην πράξη όμως δεν συνάδει πολλές φορές με την πραγματικότητα. Τα χρεόγραφα μπορούν να κατηγοριοποιηθούν ως εξής⁷⁷:

Τραπεζικά προϊόντα⁷⁸

Εκδίδονται από τραπεζικά ιδρύματα και αποτελούνται από:

- Αποταμιευτικούς λογαριασμούς, όπου είναι ένα από τα ασφαλέστερα και παλαιότερα επενδυτικά προγράμματα, τα οποία προσφέρουν τις χαμηλότερες δυνατές αποδόσεις.
- Καταθετικούς λογαριασμούς χρηματαγοράς, που είναι παρόμοιοι με τους αποταμιευτικούς, αλλά προσφέρουν μεγαλύτερες αποδόσεις.
- Έντοκα γραμμάτια δημοσίου (treasury bills)
Αποτελούν μία μορφή δανεισμού διάρκειας από 4 έως 52 εβδομάδες, ή οποία προσφέρει φορολογικά οφέλη στους επενδυτές. Αποτελεί επένδυση χαμηλού κινδύνου, κατά την οποία ο αγοραστής αγοράζει σε τιμή χαμηλότερη της ονομαστικής αξίας, ενώ στη λήξη τους, ο αγοραστής εισπράττει ολόκληρο το ποσό της ονομαστικής αξίας.
- Πιστοποιητικά καταθέσεων (certificates of deposits or CDs)
Είναι μία προθεσμιακή τραπεζική κατάθεση. Τα πιστοποιητικά εκδίδονται από τις τράπεζες κατόπιν συμφωνίας με τον καταθέτη αναφορικά με τη διατήρηση των καταθέσεων του για συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Στο πέρας αυτής της περιόδου, ο καταθέτης λαμβάνει πίσω τόκους καθώς και ολόκληρο το αρχικό του κεφάλαιο. Ακόμη, τα πιστοποιητικά που εκδίδονται σε τιμές άνω των 100 χιλιάδων δολαρίων μπορούν να πωληθούν σε άλλους επενδυτές πριν τη λήξη τους. Η διάρκεια τους κυμαίνεται από 3 έως 12 μήνες, ενώ υπάρχουν και ορισμένα πιστοποιητικά που ξεπερνούν αυτό το χρονικό περιθώριο.
- Συναλλαγματικές τράπεζας (banker's acceptance)
Είναι μία μορφή πίστωσης από τους τραπεζικούς φορείς που αφορά μία μεταχρονολογημένη επιταγή σε καθορισμένο χρόνο. Οι συναλλαγματικές διαπραγματεύονται από επενδυτές σε χαμηλότερες τιμές από την ονομαστική τους αξία, όπως συμβαίνει και στην περίπτωση των εντόκων γραμματίων

⁷⁷ Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. (2015), Επενδύσεις, εκδόσεις Utopia

⁷⁸ www.finra.org

Βραχυπρόθεσμα αξιόγραφα (commercial papers)

Έχουν διάρκεια έως 9 μήνες και εκδίδονται από εταιρείες, προκειμένου να μην δανειστούν από τις τράπεζες. Η επένδυση σε αυτού του είδους χρεωστικών τίτλων γίνονται μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων, τα οποία θα αναλυθούν παρακάτω.

Ομόλογα

Είναι ένας επενδυτικός τίτλος, ο οποίος υποδηλώνει πως ο εκδότης του οφείλει ένα συγκεκριμένο ποσό στο αγοραστή. Ουσιαστικά αποτελούν μορφή δανεισμού, όπου ο εκδότης (δανειολήπτης) αποδίδει τοκομερίδια στον επενδυτή (δανειστή) σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, καθώς και ένα συμφωνημένο ποσό κατά τη λήξη της ομολογίας, δηλαδή την ονομαστική αξία του ομολόγου⁷⁹. Αποτελεί την επένδυση στην αποπληρωμή δανείων μίας κυβέρνησης ή μιας νομικής οντότητας. Σκοπός είναι η λήψη κέρδους από τόκους που επέρχονται στο πέρας της λήξης του δανεισμού. Ουσιαστικά, αγοράζοντας ομολογιακούς τίτλους, ο επενδυτής δανείζει χρήματα σε μία κυβέρνηση ή μία εταιρεία, με αντάλλαγμα την απόδοση κέρδους μέσω των επιτοκίων⁸⁰. Διαρκούν από 10 έως 30 χρόνια, ενώ συνήθως εκδίδονται από τους αναδόχους (underwriters) οι οποίοι διαθέτουν τα ομόλογα στο επενδυτικό κοινό, ενώ καθορίζουν και τα επιτόκια αυτών ώστε να ακολουθούν τα επιτόκια της αγοράς. Υπάρχουν διάφορες κατηγορίες και υποκατηγορίες ομολόγων. Μερικές από αυτές είναι⁸¹:

- **Κρατικά**
Εκδίδονται από κυβερνήσεις με σκοπό τη συγκέντρωση κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση εγχώριων δαπανών
- **Δημοτικά**
Έχουν παρόμοια λειτουργία με αυτά του δημοσίου με τη διαφορά ότι οι τόκοι που αποφέρουν απαλλάσσονται από την ομοσπονδιακή και τοπική φορολόγηση. Εκδίδονται από φορείς τοπικής αυτοδιοίκησης για τη χρηματοδότηση δαπανών με σκοπό τη βελτίωση ή την κατασκευή υποδομών.
- **Ξένων αγορών**
Οι εκδότες των οποίων δανείζονται από το εξωτερικό και οι επενδυτές αυτών αγοράζουν από εκδότες του εξωτερικού.
- **Εταιρικά**
Εκδίδονται από εταιρείες με σκοπό την αύξηση κεφαλαίου για επενδυτικές δραστηριότητες και εσωτερική ανάπτυξη. Παρακάτω παρατίθενται διάφορες υποκατηγορίες εταιρικών ομολόγων:
 - **Πρώτης εξασφάλισης (secured bonds)**
Περιέχουν δικλείδες ασφαλείας για τους επενδυτές σε περίπτωση πτώχευσης του εκδότη.
 - **Μειωμένης εξασφάλισης (subordinated debentures)**
Οι επενδυτές έχουν μερική προτεραιότητα επανάκτησης του αρχικού κεφαλαίου σε

⁷⁹ Πετράκης Ε. Παναγιώτης, Σταματάκης Δ., Αξιολόγηση Επενδύσεων.

⁸⁰ www.medium.com

⁸¹ www.degiro.gr

περίπτωση πτώχευσης. Εάν ο εκδότης χρεοκοπήσει, το αρχικό κεφάλαιο επένδυσης αποπληρώνεται μόνον αφότου αποπληρωθούν όλα τα άλλα ληξιπρόθεσμα ομόλογα.

- Μη διασφαλισμένα (debentures)
Σε αντίθεση με τα ομόλογα πρώτης εξασφάλισης, δεν παρέχουν κάποιου είδους προστασία.
- Ανάκλησης ή Εξαγοράσιμα (Callable)⁸²
Ο εκδότης έχει δικαίωμα επαναγοράς του ομολόγου στη συμφωνημένη τιμή ανάκλησης πριν την προκαθορισμένη λήξη του.
- Μη εξαγοράσιμα (puttable bond)
Ο κάτοχος του ομολόγου έχει το δικαίωμα να το επιστρέψει πριν τη λήξη του.
- Μετατρέψιμα
Μπορούν να μετατραπούν σε μετοχές μίας εταιρείας.
- Κυμαινόμενου επιτοκίου
Εξαρτώνται από τις μεταβολές των επιτοκίων της αγοράς.
- Αντίστροφα κυμαινόμενου επιτοκίου
Εξαρτώνται από τις αντίστροφες μεταβολές των επιτοκίων της αγοράς.
- Με εγγύηση ενεργητικού
Καθορίζονται από τα έσοδα στοιχείων ενεργητικού ενός οργανισμού, δηλαδή την απόδοση των περιουσιακών στοιχείων μίας εταιρείας, όπως ακίνητη περιουσία, εισπρακτέοι λογαριασμοί και άλλα.
- Με δυνατότητα παράτασης (extendable bond)
Τα ομόλογα τέτοιου τύπου έχουν τη δυνατότητα να επεκταθεί η διάρκεια τους.
- Καταστροφών
Η πληρωμή τους μπορεί να ακυρωθεί λόγω μεγάλου κινδύνου καταστροφής ενός έργου ή μίας επένδυσης που συνδέεται με το ομόλογο αυτό.
- Δεικτοποιημένα
Οι πληρωμές των ομολόγων αυτών συνδέονται με ένα γενικό δείκτη καταναλωτή ή με τιμές εμπορευμάτων
- Διηνεκή ομόλογα
Δεν έχουν καθορισμένη ημερομηνία λήξης και ενδέχεται να μην αποπληρωθούν ποτέ.
- Ομόλογα μηδενικού τοκομεριδίου
Ο εκδότης υπόσχεται να αποπληρώσει ένα συγκεκριμένο ποσό στο πέρας της ομολογίας.

⁸² www.kathimerini.com.cy

- Ομόλογα at discount/premium
Η παρούσα αξία των ομολόγων αυτών είναι μικρότερη/μεγαλύτερη από την ονομαστική τους αξία. Αυτό συμβαίνει όταν τα τοκομερίδια είναι μικρότερα/μεγαλύτερα της αγοράς.

2.3.3 Επενδύσεις σε κεφάλαια/μετοχές

Οι επενδύσεις που ανήκουν στην συγκεκριμένη κατηγορία έχουν ως κύριο στόχο την αγορά ενός μέρους της ιδιοκτησίας μίας εταιρείας που είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο ή ενός οργανισμού που επενδύει σε εισηγμένες εταιρείες. Αποτελούνται κυρίως από:

Μετοχές

Σκοπός της επένδυσης σε μετοχές είναι η μελλοντική αύξηση της τιμής τους από τη στιγμή της αρχικής αγοράς, με την προσδοκία μεταπώλησης και απόκτησης κέρδους. Ακόμη, μπορούν να επέλθουν χρηματικές απολαβές και σε μορφή μερισμάτων⁸³. Οι μετοχές χωρίζονται σε^{84,85}:

- Μετοχές κλειστής ιδιοκτησίας (closely held)
Οι μετοχές τέτοιου τύπου δεν διαπραγματεύονται δημόσια, και παρέχονται μετά από συμφωνία μεταξύ του δυνητικού επενδυτή και της ενδιαφερόμενης εταιρείας με σκοπό την παραχώρηση μέρους της ιδιοκτησίας της τελευταίας.
- Κοινές
Οι μετοχές αυτές ή αλλιώς μετοχικά αξιόγραφα αποτελούν το μεγαλύτερο μέρος των μετοχών που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο. Οι κάτοχοι αυτού του είδους μετοχών έχουν δικαίωμα ψήφου για θέματα εταιρικής διακυβέρνησης. Ενώ, σε περίπτωση πτώχευσης της εταιρείας, χάνεται όλο το αρχικό κεφάλαιο επένδυσης, καθιστώντας την αυτομάτως επένδυση υψηλού κινδύνου.
- Προνομιούχες (preferred stocks)
Έχουν χαρακτηριστικά μετοχών αλλά και χρεογράφων. Όπως και τα ομόλογα, έτσι και αυτές υπόσχονται σταθερή ροή εισοδήματος σε ετήσια βάση με τη μορφή μερίσματος. Οι κάτοχοι τους δεν έχουν δικαιώματα ψήφου, ενώ η αγορά τους πραγματοποιείται σε χαμηλότερη τιμή λόγω του χαμηλότερου κινδύνου που εμπεριέχουν, καθώς σε περίπτωση πτώχευσης της εταιρείας έχουν το δικαίωμα ανάκτησης του αρχικού ποσού επένδυσης έναντι των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, ακολουθώντας τα ομόλογα στην προτεραιότητα των απαιτήσεων. Οι μετοχές αυτές μπορεί να είναι:
 - Ανακλητές/εξαγοράσιμες
 - Μετατρέψιμες, σε κοινές μετοχές
 - Και με κυμαινόμενο επιτόκιο, όπου τα μερίσματα είναι αλληλένδετα με τα τρέχοντα επιτόκια της αγοράς.

⁸³ www.medium.com

⁸⁴ www.degiro.gr

⁸⁵ www.degiro.gr

Αξίζει να σημειωθεί πως στις Η.Π.Α. υπάρχει μία επιπλέον μορφή μετοχών, τα Αμερικανικά αποθετήρια (American depository receipts), τα οποία είναι πιστοποιητικά που διαπραγματεύονται εντός των Η.Π.Α, αλλά αφορούν την κατοχή μετοχών εταιρειών που βρίσκονται εκτός Η.Π.Α, Κάθε πιστοποιητικό μπορεί να αντιστοιχεί σε ένα ποσοστό μίας μετοχής ή περισσότερων μετοχών.

Αμοιβαία κεφάλαια

Εκτός από τις μετοχές υπάρχουν και τα επενδυτικά κεφάλαια, τα οποία αποτελούν επενδυτικούς οργανισμούς που διαχειρίζονται τα κεφάλαια των επενδυτών⁸⁶. Τα αμοιβαία κεφάλαια ή Α/Κ είναι ομαδοποιημένα μέσα τα οποία διαχειρίζονται οι διαχειριστές επενδύσεων επιτρέποντας στους επενδυτές να επενδύουν σε μετοχές, ομόλογα, εμπορεύματα και άλλα είδη επενδύσεων. Ουσιαστικά, είναι εταιρείες επενδύσεων ανοικτού τύπου, οι οποίες επενδύουν σε συγκεκριμένες κατηγορίες αξιογράφων ή/και σε συνδυασμό αυτών. Τα Α/Κ διατίθενται στο κοινό μέσω των ίδιων των διαχειριστών των κεφαλαίων ή μέσω χρηματιστών. Γνωστές εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων είναι οι Fidelity Investments, Vanguard Group, Barclays. Τα αμοιβαία κεφάλαια χωρίζονται σε Α/Κ:

- Διαχείρισης διαθέσιμων
Επενδύουν σε βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα χαμηλού κινδύνου, όπως τα πιστοποιητικά καταθέσεων.
- Ομολογιακά
Επενδύουν σε χρεωστικούς τίτλους .
- Μετοχικά
Επενδύουν κυρίως σε μετοχές, αλλά και σε άλλα είδη αξιογράφων.
- Κλαδικά
Αποτελούνται από μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σε συγκεκριμένους κλάδους της οικονομίας ή σε συγκεκριμένες χώρες.
- Παγκόσμια, διεθνή, περιφερειακά και αναδυόμενα
Επενδύουν αντίστοιχα σε αξιόγραφα εταιρειών:
 - παγκοσμίως
 - που ανήκουν αποκλειστικά σε χώρες του εξωτερικού
 - σε συγκεκριμένα μέρη του κόσμου
 - που εδρεύουν σε αναπτυσσόμενες χώρες
- Μεικτά
Επενδύουν σε μετοχές και αξιόγραφα σταθερού εισοδήματος, τα οποία προσαρμόζουν τα επίπεδα κινδύνου ανάλογα με τα χαρακτηριστικά και την ηλικία των επενδυτών. Ακόμη, επενδύουν και σε άλλα είδη αμοιβαίων κεφαλαίων.
- Διασποράς ενεργητικού και ευέλικτα
Έχοντας τα χαρακτηριστικά των μεικτών αμοιβαίων κεφαλαίων, προσαρμόζουν το χαρτοφυλάκιο τους ανάλογα με τις επιδόσεις που προβλέπονται στην αγορά, καθιστώντας τα

⁸⁶ www.abnamro.nl

πολλές φορές A/K υψηλού κινδύνου.

- Δεικτοποιημένα (index fund)
Ακολουθούν τις αποδόσεις συγκεκριμένων χρηματιστηριακών δεικτών, όπως τους δείκτες S&P 500, Dow Jones και Nikkei. Οι διαχειριστές τους αγοράζουν μετοχές από όλες τις εταιρείες που βρίσκονται στη λίστα του εκάστοτε δείκτη που επιλέγουν να ακολουθήσουν και δίνουν την ευκαιρία σε μικροεπενδυτές να επενδύσουν φθηνά και παθητικά.

Διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια (ΔΑΚ)

Διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια (ΔΑΚ) ή αλλιώς Exchange Traded Funds (ETF) , είναι ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών, η αγοραπωλησία των οποίων πραγματοποιείται μαζικά ως μία μονάδα και εκδίδονται από ανώνυμες εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ), παρακολουθώντας ένα συγκεκριμένο δείκτη αγοράς. Ένα ΔΑΚ συνάπτει συμφωνίες με χρηματιστές ή αλλιώς εξουσιοδοτημένους συμμετέχοντες (authorized participants), οι οποίοι αγοράζουν από τους διαχειριστές κεφαλαίων και διαθέτουν στη δευτερογενή αγορά μέρος αυτών⁸⁷, ενώ η προμήθειά τους είναι συνήθως χαμηλότερη συγκριτικά με τα αμοιβαία κεφάλαια. Εισήλθαν στην αγορά το 1993, με σκοπό τη διαπραγμάτευση δεικτοποιημένων αμοιβαίων κεφαλαίων από τους επενδυτές, δηλαδή όπως συνέβαινε με τη διαπραγμάτευση μετοχών. Σε αντίθεση με τα A/K, των οποίων η αγοραπωλησία μπορεί να πραγματοποιηθεί μόνο μία φορά τη μέρα, τα ΔΑΚ διαπραγματεύονται συνεχόμενα στο χρηματιστήριο, δίχως περιορισμούς⁸⁸. Ακόμη αποτελούν κεφάλαια ανοικτού τύπου και μία φθηνότερη μορφή επένδυσης συγκριτικά με τα A/K λόγω των χαμηλότερων ή μηδαμινών προμηθειών, ενώ προσδίδουν και φορολογικά πλεονεκτήματα, καθώς η πώληση ενός A/K συνεπάγεται την πώληση αξιογράφων του κεφαλαίου, το οποίο επιβαρύνει φορολογικά τους επενδυτές, ενώ τα ΔΑΚ πωλούνται σε άλλους επενδυτές. Από την άλλη μεριά, τα ΔΑΚ διατίθενται μόνο από χρηματιστές ή χρηματιστηριακές πλατφόρμες επενδύσεων, οι οποίες προϋποθέτουν καταβολή προμηθειών για την αγορά τους. Τα ΔΑΚ κατηγοριοποιούνται σε:

- Μογλευμένα
Ακολουθούν ένα συγκεκριμένο πολλαπλάσιο ενός δείκτη.
- Αντεστραμμένα
Κινούνται αντίθετα από τους δείκτες.
- Ενεργού διαχείρισης
Προσπαθούν να ξεπεράσουν τις αποδόσεις των δεικτών της αγοράς.
- Φυσικά (physical)
Είναι τα πιο γνωστά στην αγορά. Παρακολουθούν έναν συγκεκριμένο δείκτη της αγοράς, επενδύοντας σε μεγάλο μέρος των μετοχών που απαρτίζουν τον εκάστοτε δείκτη.
- Συνθετικά (synthetic)
Επενδύουν σε χρεόγραφα, των οποίων οι αποδόσεις εξαρτώνται από ένα συγκεκριμένο δείκτη ή επενδύουν σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης. Γνωστά συνθετικά ΔΑΚ ή Exchange traded vehicles (ETV) είναι τα:

⁸⁷ www.finra.org

⁸⁸ www.abnamro.nl

- Προϊόντα Διαπραγματεύσιμου Χρέους - Exchange traded notes (ETN)
Εκδίδονται από τράπεζες και χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς που επενδύουν σε χρεωστικούς τίτλους.
- Διαπραγματέσιμα Προϊόντα - Exchange traded products (ETP)
Επενδύουν σε εμπορεύματα μέσω Διαπραγματέσιμων Εμπορευμάτων - Exchange traded commodities (ETC) ή σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης εμπορευμάτων και σε κρυπτονομίσματα ή συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης κρυπτονομισμάτων, που αφορούν αποκλειστικά επενδύσεις σε Bitcoin.

2.3.4 Εναλλακτικές επενδύσεις

Εκτός από μετοχές και ομόλογα, υπάρχουν και άλλα είδη επενδύσεων όπως⁸⁹ γη, ακίνητα ή αντικείμενα αξίας, όπως αντίκες, αλλά και φυσικοί πόροι και μέταλλα, όπως ο χρυσός⁹⁰. Επιπλέον, εναλλακτικές μορφές που επενδύουν σε κεφάλαια αλλά δεν έχουν την τυπική μορφή που αναλύσαμε στις τρεις προηγούμενες περιπτώσεις, αποτελούν τα κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds), καθώς και τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια (private funds), που επιτρέπουν στις εταιρείες να αντλούν κεφάλαια χωρίς να εισέρχονται στο χρηματιστήριο. Και τα δύο διατίθεται σε συγκεκριμένη μερίδα ανθρώπων που πληρούν συγκεκριμένα εισοδηματικά κριτήρια που ανήκουν στις ανώτερες κοινωνικές τάξεις⁹¹.

Κεφάλαια Αντιστάθμισης Κινδύνου (Hedge Funds)⁹²

Η λειτουργία τους είναι παρόμοια με αυτή των αμοιβαίων κεφαλαίων, με τη μοναδική διαφορά ότι δεν εποπτεύονται από κάποια ρυθμιστική αρχή, όπως συμβαίνει στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων. Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς της εκάστοτε χώρας εξασφαλίζει τη σαφήνεια και τη διαφάνεια ως προς τους κινδύνους που μπορούν να προκύψουν από την επένδυση σε τέτοιου είδους επενδυτικά αγαθά. Παράδειγμα αποτελεί η επιτροπή κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α. SEC (Securities and Exchange Commission). Η διαφορά αυτή δίνει τη δυνατότητα στους διαχειριστές των hedge funds να προβαίνουν σε πολύπλοκους και υψηλού ρίσκου συνδυασμούς επενδύσεων διαμορφώνοντας χαρτοφυλάκια υψηλών αποδόσεων. Αυτοί οι συνδυασμοί αποτελούνται κυρίως από τεχνικές ανοιχτής πώλησης (short selling) και επενδύσεις σε δικαιώματα προαίρεσης. Όπως αναφέρθηκε, τα hedge funds απευθύνονται σε πιο πλούσιες κοινωνικές τάξεις, καθώς η επένδυση τους απαιτεί υπέρογκα ποσά, ενώ ο επενδυτής μπορεί να αποσύρει το αρχικό κεφάλαιο μετά από προκαθορισμένο χρόνο που μπορεί να ξεπερνάει μήνες ή ακόμη και χρόνια, σε αντίθεση με τα αμοιβαία κεφάλαια, όπου ο επενδυτής έχει τη δυνατότητα να αποφασίζει για το μέλλον των κεφαλαίων του καθημερινά. Γνωστές εταιρείες hedge fund είναι οι Citadel και Bridgewater Associates.

⁸⁹ www.investopedia.com

⁹⁰ www.medium.com

⁹¹ www.investopedia.com

⁹² Stulz, R. M. (2007). Hedge funds: Past, present, and future. Journal of Economic Perspectives, 21(2), 175-194.

Ιδιωτικά κεφάλαια (Private Equity)⁹³

Η μορφή αυτής της επένδυσης εστιάζει στη χρηματοδότηση νεοφυών και μη επιχειρήσεων στην αγορά, οι ιδιοκτήτες των οποίων δεν επιθυμούν να εισάγουν τις επιχειρήσεις τους στο χρηματιστήριο, αλλά εστιάζουν στην άντληση ιδιωτικών κεφαλαίων με αντάλλαγμα ένα μέρος της ιδιοκτησίας της επιχείρησης. Οι διαχειριστές ή εταιρείες ιδιωτικών κεφαλαίων λειτουργούν ως μεσάζοντες μεταξύ των υποψήφιων επενδυτών και των επιχειρήσεων που αναζητούν κεφάλαια για τη χρηματοδότηση των αναγκών της επιχείρησης. Γνωστή εταιρεία διαχείρισης ιδιωτικών κεφαλαίων είναι η Blackstone Group Inc.

Παράγωγα⁹⁴

Εξαρτώνται από την απόδοση άλλων χρηματοοικονομικών στοιχείων, όπως ομόλογα, μετοχές και δείκτες αγορών. Συνήθως χρησιμοποιούν μόχλευση, καθιστώντας τα επενδυτικά προϊόντα υψηλού κινδύνου και υψηλής ανταμοιβής. Επιπλέον, συντονίζονται και εποπτεύονται από την εταιρεία εκκαθάρισης συναλλαγών OCC (Options Clearing Corporation), όπου ενέχει το ρόλο του διαμεσολαβητή μεταξύ αγοραστή και πωλητή. Τα πιο γνωστά παράγωγα είναι:

- Συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures contracts)
Προβλέπουν την παράδοση ενός χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου σε καθορισμένη ημερομηνία παράδοσης και συμφωνημένη τιμή ή τιμή εκπλήρωσης (futures price), η οποία καταβάλλεται στο πέρας του συμβολαίου. Ουσιαστικά ο επενδυτής όταν βρίσκεται σε αγοραστική θέση (long position) έχει την υποχρέωση να αγοράσει ένα στοιχείο στην τιμή εκπλήρωσης από τον πωλητή (θέση ανοιχτής πώλησης - short position) κατά τη λήξη του συμβολαίου. Τα ΣΜΕ ασκούνται με βάση μετοχικούς τίτλους, χρεόγραφα, χρηματοοικονομικούς δείκτες και ξένο συνάλλαγμα.
- Δικαιώματα προαίρεσης (Options)
Είναι συμβόλαια τα οποία δίνουν το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση στους επενδυτές να αγοράσουν ή να πουλήσουν ένα αξιόγραφο σε μία συγκεκριμένη τιμή και σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Η τιμή αγοράς των δικαιωμάτων ονομάζεται πριμ (premium), καθώς δίνει το δικαίωμα άσκησης τους μόνο για το συμφέρον του αγοραστή. Να σημειωθεί πως τα Αμερικανικά δικαιώματα μπορούν να διαπραγματευτούν πριν και κατά τη λήξη τους, ενώ τα Ευρωπαϊκά, μπορούν να διαπραγματευτούν μόνο στη λήξη τους. Μπορούν να χωριστούν σε:
 - Δικαιώματα προαίρεσης αγοράς (call option)
Δίνουν το δικαίωμα αγοράς σε καθορισμένη τιμή, που ονομάζεται τιμή εξάσκησης (exercise price) ή τιμή εκτέλεσης (strike price), και σε συγκεκριμένη ημερομηνία λήξης ή νωρίτερα αυτής. Ο κάτοχος τους δεν είναι υποχρεωμένος να ασκήσει το δικαίωμα. Η άσκηση αξίζει μόνο όταν η αγοραία τιμή του στοιχείου ξεπερνά αυτή της εξάσκησης, ώστε να προκύψει κέρδος στη διαφορά των τιμών αυτών. Αν το δικαίωμα δεν ασκηθεί πριν τη

⁹³ Fenn, G. W., Liang, N., & Prowse, S. (1997). The private equity market: An overview. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 6(4), 1-106.

⁹⁴ Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. (2015), *Επενδύσεις*, εκδόσεις Utopia

λήξη του, τότε εκπνέει και δεν έχει καμία αξία.

- Δικαιώματα πώλησης (put option)
Αφορούν τη δυνατότητα πώλησης σε καθορισμένη τιμή και συγκεκριμένη ημερομηνία λήξης ή νωρίτερα αυτής. Το δικαίωμα ασκείται μόνο όταν ο κάτοχος μπορεί να παραδώσει σε τιμή μικρότερη της εξάσκησης.
- Δικαιώματα επί δεικτών
Βασίζονται σε ένα δείκτη της αγοράς, όπως αυτόν του Dow Jones. Σε αντίθεση με τις μετοχές, ο αγοραστής λαμβάνει μόνο τη διαφορά μεταξύ της τιμής εξάσκησης και της τρέχουσας τιμής του δείκτη κατά τη λήξη του δικαιώματος.
- Δικαιώματα σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης
Σε αυτήν την περίπτωση, η τιμή μελλοντικής εκπλήρωσης ισούται με την τιμή εξάσκησης του δικαιώματος. Συνεπώς, ο αγοραστής του δικαιώματος επωφελείται από τη διαφορά μεταξύ της τιμής μελλοντικής εκπλήρωσης και την τιμή εξάσκησης κατά τη λήξη του δικαιώματος.
- Δικαιώματα σε ξένο συνάλλαγμα
Βασίζονται στην αγορά ή πώληση ξένου συναλλάγματος έναντι μίας τιμής εξάσκησης του εγχώριου νομίσματος.
- Δικαιώματα προαίρεσης επιτοκίου
Βασίζονται στα επιτόκια της αγοράς, με βάση ορισμένα ομόλογα ή έντοκα γραμμάτια.

Ακίνητα (Real Estate)

Οι επενδύσεις σε ακίνητα αποτελούν μία παραδοσιακή και μεγάλης αξίας μορφή επένδυσης, η οποία πραγματοποιείται συνήθως μέσω αγοράς γης ή κτηρίων. Υπάρχουν διάφορα είδη ακινήτων που εξυπηρετούν διαφορετικές ανάγκες, όπως εμπορικά κέντρα, γραφεία, ξενοδοχεία, νοσοκομεία, οικιστικά ακίνητα και φοιτητικές κατοικίες, βιομηχανικές εγκαταστάσεις και άλλα. Στο Διάγραμμα 5 παρατηρείται η συνολική αξία εμπορικών και οικιστικών ακινήτων, την περίοδο 2017 – 2023, καθώς και η προβλεπόμενη αξία τους έως το 2029. Συγκεκριμένα, η αξία των ακινήτων έχει ανοδική πορεία αναμένοντας να ξεπεράσει τα 700 τρις δολάρια το 2028. Επομένως, είναι εύκολο να κατανοηθεί ότι μία επένδυση σε ακίνητα μπορεί να αποφέρει σημαντικά κέρδη, τα οποία προέρχονται είτε μέσω σταθερής ροής εισοδήματος (ενοίκιο) είτε μέσω αύξησης της αξίας τους. Δεν πρέπει να παραβλέψουμε το γεγονός ότι η αγορά ακινήτων απαιτεί συνήθως ένα σεβαστό αρχικό κεφάλαιο επένδυσης, που εμπεριέχει κίνδυνο ιδίως λόγω διακυμάνσεων της αγοράς, αλλά και το πιθανό ξέσπασμα κάποιας κρίσης ή επενδυτικής φούσκας, που αναλύθηκαν στο πρώτο κεφάλαιο.



Διάγραμμα 5
 Η συνολική αξία ακίνητης περιουσίας 2017-2029⁹⁵

Ως εκ τούτου, δημιουργήθηκε η ανάγκη για την εξάλειψη ή μείωση αυτού του κινδύνου, προϋποθέτοντας μικρότερα ποσά αρχικού κεφαλαίου. Η ανάγκη αυτή καλύφθηκε μέσω της δημιουργίας των REITS⁹⁶ (Real estate investment trusts), τα οποία είναι επενδυτικά καταπιστεύματα, τα οποία εισήγαγαν τη συγκεντρωτική επένδυση στον τομέα των ακινήτων. Ουσιαστικά, τα REITs επενδύουν σε διάφορα είδη ακινήτων και πληρώνουν τακτικές διανομές στους επενδυτές τους από το εισόδημα μέσω ενοικίων που λαμβάνουν από αυτά τα ακίνητα. Η λειτουργία τους είναι παρόμοια με αυτή των αμοιβαίων κεφαλαίων και διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια, προσφέροντας στους επενδυτές τους το πλεονέκτημα της άμεσης ρευστότητας⁹⁸. Οι πιο γνωστές εταιρείες REIT είναι οι Prologis και American Tower. Υπάρχουν διεθνώς τρεις τύποι REITs :

- **Μετοχικά (Equity REITs):**
 Είναι μετοχικά προϊόντα που βασίζονται στην ιδιοκτησία ακινήτων που μισθώνονται σε ενοικιαστές, ενώ υποχρεούνται να διανέμουν μερίσματα αξίας τουλάχιστον του 90% των εισοδημάτων.
- **Στεγαστικά (mortgage REITs) ή commercial mortgage-backed securities (CMBS)**
 Είναι προϊόντα χρέους που βασίζονται σε ενυπόθηκα δάνεια ακινήτων και δανείζουν χρήματα συνήθως σε υπάρχοντα ακίνητα ή αγοράζουν υποθήκες εξασφαλίζοντας εισόδημα από τους τόκους αυτών των επενδύσεων.

⁹⁵ www.statista.com

⁹⁶ www.reit.com

⁹⁷ Geltner, David M., Norman G. Miller, Jim Clayton, and Piet Eichholtz. Commercial real estate: analysis & investments. Cengage learning, 2007.

⁹⁸ www.investopedia.com

- Μη εισηγμένα - Public Non-Listed REIT (PNLR)
Λειτουργούν όπως και τα προαναφερθέντα REITs, με τη διαφορά ότι δεν διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια.
- Υβριδικά (hybrid) REITs
Συνδυασμός των δύο προηγούμενων τύπων.

Εμπορεύματα (Commodities)

Τα εμπορεύματα περιλαμβάνουν μέταλλα, πετρέλαιο και φυσικό αέριο, σιτηρά, αγροτικά προϊόντα, χρηματοοικονομικά μέσα, νομίσματα και άλλα/. Μπορούν να διαπραγματεύονται είτε μέσω συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης εμπορευμάτων είτε μέσω ΔΑΚ. Τα εμπορεύματα μπορούν να χρησιμοποιηθούν για αντιστάθμιση κινδύνου ή/και για κερδοσκοπικούς λόγους⁹⁹.

Συλλεκτικά αντικείμενα

Η συλλογή ή η αγορά συλλεκτικών ειδών περιλαμβάνει την απόκτηση σπάνιων αντικειμένων με την προσδοκία να αυξηθούν σε αξία και ζήτηση στο μέλλον. Τα αντικείμενα αυτά απαρτίζονται από αυτοκίνητα μέχρι αθλητικά αναμνηστικά, έργα τέχνης και κόμικς.¹⁰⁰.

Ψηφιακά περιουσιακά στοιχεία¹⁰¹

Είναι γνωστά για την τεχνολογία blockchain που χρησιμοποιούν για αποθήκευση, καταγραφή και επικύρωση συναλλαγών.

- Κρυπτονομίσματα
Σε αντίθεση με τα κλασσικά νομίσματα (fiat money), τα οποία εκδίδονται από τις κυβερνήσεις της εκάστοτε χώρας, η αξία των κρυπτονομισμάτων βασίζεται στην τεχνολογία blockchain. Μπορεί να μετατραπεί σε οποιοδήποτε νόμισμα και αποθηκεύονται/συναλλάσσονται στο ψηφιακό πορτοφόλι του επενδυτή, ενώ δεν εποπτεύονται από κάποια ρυθμιστική αρχή, λόγω του αποκεντρωμένου μοντέλου που ακολουθούν. Μία προέκταση των κρυπτονομισμάτων αποτελούν τα Stablecoins, τα οποία διαχειρίζονται την αστάθεια των τιμών των κρυπτονομισμάτων, μέσω της παρακολούθησης των τιμών πιο σταθερών περιουσιακών στοιχείων, όπως εμπορεύματα και νομίσματα, διακρατώντας τα στοιχεία αυτά ως εγγύηση ή βασιζόμενοι σε έξυπνα συμβόλαια (smart contracts), τα οποία ελέγχουν την έκδοση των stablecoins ανάλογα με τη ζήτηση τους.
- NFTs (Non-Fungible Tokens)
Είναι ψηφιακό πιστοποιητικό πνευματικής ιδιοκτησίας έργων τέχνης, βίντεο, μουσικής ή ακόμα και tweet. Τα NFT εκδίδονται από τον δημιουργό τους και διατίθενται σε πρωτογενείς και δευτερογενείς αγορές, η αγορά των οποίων γίνεται μέσω κρυπτονομισμάτων. Τα NFTs αποτελούν ψηφιακά στοιχεία, τα οποία αντιπροσωπεύουν αντικείμενα του πραγματικού κόσμου, όπως φωτογραφίες έργων τέχνης, βίντεο από τις καλύτερες στιγμές ενός αγώνα καλαθοσφαίρισης ή από το χώρο της μουσικής, ακόμα και από βιντεοπαιχνίδια. Τα στοιχεία αυτά αγοράζονται και πωλούνται στο διαδίκτυο με τη χρήση της τεχνολογίας blockchain, ενώ αποτελούν συλλεκτικά περιουσιακά στοιχεία. Παράλληλα ενισχύουν

⁹⁹ www.investopedia.com

¹⁰⁰ www.investopedia.com

¹⁰¹ www.finra.org

εμμέσως την αξία των κρυπτονομισμάτων, λόγω της ίδιας τεχνολογίας συναλλαγών, ενώ ταυτόχρονα αποτελούν σημαντικό κομμάτι της εξέλιξης του ψηφιακού κόσμου.

- Προσφορά Νομισμάτων (Coin Offering)
Αποτελεί ένα τρόπο συγκέντρωσης κεφαλαίου ενός ψηφιακού νομίσματος.
 - Αρχική προσφορά νομισμάτων - Initial Coin Offering (ICO)
Μία εταιρεία εκδίδει tokens σε υποψήφιους επενδυτές με την προϋπόθεση χρηματοδότησης ενός προγράμματος. Η αγορά τους όμως δεν συνεπάγει κάποιο μερίδιο ιδιοκτησίας της εταιρείας, αλλά ίσως κάποιο μερίδιο από τα μελλοντικά κέρδη του προγράμματος
 - Initial Exchange Offering (IEO)
Έχει παρόμοια λειτουργία με την ICO με τη διαφορά ότι τα tokens εκδίδονται μέσω μίας πλατφόρμας και όχι απευθείας στους επενδυτές
 - Security Token Offering (STO)
Έχει παρόμοια λειτουργία με την ICO με την διαφορά ότι πρέπει να ακολουθεί τους κανονισμούς της εκάστοτε χώρας, ενώ τα στοιχεία της μοιάζουν με αυτά μίας IPO, όπου οι επενδυτές έχουν μερίδιο ιδιοκτησίας, καθώς και δικαίωμα ψήφου.

2.4 Επενδυτικές Στρατηγικές

Η διαχείριση χαρτοφυλακίου χαρακτηρίζεται από την στρατηγική και το πλάνο που έχει προκαθοριστεί ανάλογα με τις ανάγκες και τους στόχους του εκάστοτε επενδυτή. Η χάραξη¹⁰² μίας επιτυχημένης στρατηγικής έχει ως στόχο τη μείωση του βαθμού αβεβαιότητας και μπορεί να γίνει είτε ατομικά είτε μέσω χρηματοοικονομικών συμβούλων, οι οποίοι θα συνδράμουν στην οικοδόμηση και τη διατήρηση ενός υγιούς χαρτοφυλακίου. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί όταν επενδύουμε σε αξιόγραφα που κατανοούμε δίχως να βασιζόμαστε αποκλειστικά σε παρελθοντικές αποδόσεις αναλογιζόμενοι πάντοτε το βαθμό αποστροφής κινδύνου. Επιπλέον, είναι σημαντικό να ακολουθούμε τους χρηματιστηριακούς κύκλους, καθώς είναι ευρέως γνωστό πως οι χρηματιστηριακές αγορές περνούν φάσεις συσσώρευσης, ανόδου και πτώσης. Συνεπώς, είναι επιτακτική ανάγκη να αντιλαμβανόμαστε της λειτουργία της και όσο είναι δυνατό να κατανοούμε σε πιο στάδιο του κύκλου βρισκόμαστε, ώστε να λαμβάνουμε τα κατάλληλα μέτρα. Μία στρατηγική περιλαμβάνεται από τον τρόπο ανάλυσης της διαπραγμάτευσης περιουσιακών στοιχείων για την ορθή αξιοποίηση πληροφοριών της αγοράς και την αποτελεσματικότερη λήψη αποφάσεων. Στη διεθνή βιβλιογραφία αναφέρονται διάφορες στρατηγικές επενδύσεων. Οι δύο πιο ευρέως διαδεδομένες κατηγορίες είναι η παθητική στρατηγική (passive investing) και η ενεργητική στρατηγική (active investing)¹⁰³.

¹⁰² Νικόλαος, Δ. Φ. (2015). Η ψυχολογία των αγορών. Παρεμβάσεις πριν και μετά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, Αθήνα.

¹⁰³ Πετράκης Ε. Παναγιώτης, Σταματάκης Δ., Αξιολόγηση Επενδύσεων.

- Παθητική
Αν και εξ' ορισμού προϋποθέτει μία παθητική προσέγγιση, στην πραγματικότητα απαιτεί σωστό σχεδιασμό και έντονη δραστηριότητα αναφορικά με τη συνεχή διαχείριση του χαρτοφυλακίου ως προς τις αποδόσεις των αξιογράφων, το κόστος προμηθειών και τις εισροές μερισμάτων. Αποτελεί μία μακροπρόθεσμη στρατηγική επενδύσεων, η οποία συνεπάγεται την αποφυγή οποιασδήποτε μορφής ανάλυσης αξιογράφων. Χωρίζεται σε δύο μορφές:
 - Αγορά και διακράτηση μετοχικών τίτλων (buy and hold strategy)
Οι μετοχές επιλέγονται με βάση κάποια προκαθορισμένα χαρακτηριστικά, ενώ διακρατούνται έως ότου επιτευχθούν οι στόχοι της αρχικής επένδυσης.
 - Στάθμισης κεφαλαίου βάσει ενός συγκεκριμένου δείκτη της αγοράς (indexing)
Οι μετοχές ενός χαρτοφυλακίου που ακολουθεί αυτή τη στρατηγική επιλέγονται με γνώμονα ένα συγκεκριμένο χρηματιστηριακό δείκτη. Ως εκ τούτου, αυτή η στρατηγική εστιάζει στην αναπαραγωγή της απόδοσης του δείκτη που ακολουθεί. Δηλαδή βασίζεται αποκλειστικά στην αποτελεσματικότητα της αγοράς.
- Ενεργητική
Η στρατηγική αυτή προϋποθέτει τη συνεχή παρακολούθηση των αγορών με βάση τις αποδόσεις που δίνουν, προσαρμόζοντας το χαρτοφυλάκιο ανάλογα με την αξία των μετοχών, αλλά και των εισηγμένων εταιρειών που έχουν αναπτυξιακή πορεία στην εκάστοτε χρονική περίοδο. Η ενεργητική προσέγγιση συνεπάγεται δαπάνη χρόνου και χρημάτων για τη σωστή διαμόρφωση και διατήρηση ενός χαρτοφυλακίου.

Σε γενικές γραμμές ακολουθούνται οι παρακάτω στρατηγικές¹⁰⁴ που περιλαμβάνονται από τρία κριτήρια, την κερδοφορία, τα επίπεδα κινδύνου και το βαθμό διασποράς του χαρτοφυλακίου¹⁰⁵:

- Συντηρητικής προσέγγισης
Είναι μία προσέγγιση χαμηλής κερδοφορίας και ρίσκου, ενώ περιέχει τα στοιχεία της παθητικής στρατηγικής. Για τη διαμόρφωση ενός συντηρητικού χαρτοφυλακίου, επιλέγονται συνήθως εμπορεύματα, κυβερνητικά ομόλογα, τραπεζικά προϊόντα και REITs, αποφέροντας ετήσιες αποδόσεις έως και 15%-20%
- Επιθετικής προσέγγισης
Είναι μία προσέγγιση υψηλού ρίσκου και υψηλών αποδόσεων έως και 45%-50 % ετησίως, εστιάζοντας συνήθως σε επενδυτικά προϊόντα που συνδέονται με καινοτόμες τεχνολογίες.
- Μεσαίας προσέγγισης
Αποτελεί μία μίξη συντηρητικής και παθητικής στρατηγικής, εστιάζοντας σε μία σταθερή ροή εισοδήματος διαμοιράζοντας τα επίπεδα κινδύνου. Ένα χαρτοφυλάκιο μεσαίας προσέγγισης αποτελείται από A/K υψηλών αποδόσεων, μετοχικούς τίτλους μεγάλων εταιρειών, καθώς και χρηματοδότηση μικρών επιχειρήσεων μέσω ιδιωτικών κεφαλαίων. Οι αποδόσεις του ενδέχεται να φτάσουν ποσοστά έως και 20%-45% ετησίως.

¹⁰⁴ Usmanovich Burkhanov, A., & Mansur qizi Eshmamatova, M. (2021, December). The ways for improvement of investment strategy in the period of digital economy. In Proceedings of the 5th International Conference on Future Networks and Distributed Systems (pp. 655-662).

¹⁰⁵ Damodaran, A. (2003). Investment philosophies: successful strategies and the investors who made them work (Vol. 185). John Wiley & Sons.

Βέβαια, η πιο απλή επενδυτική στρατηγική είναι αυτή της αγοράς και πώλησης περιουσιακών στοιχείων σε χαμηλές και υψηλές τιμές αντίστοιχα. Όμως η εφαρμογή της δεν είναι τόσο απλή. Ως εκ τούτου, κρίνεται αναγκαίο να αναλύσουμε περαιτέρω μερικές από τις πρακτικές που ακολουθούνται από χρηματοοικονομικούς συμβούλους, διαχειριστές κεφαλαίων αλλά και ιδιώτες επενδυτές. Ένα παράδειγμα αποτελεσματικής στρατηγικής είναι αυτό της μακροπρόθεσμης προσέγγισης, κατά την οποία ένα σταθερό ποσό αποδίδεται στο χαρτοφυλάκιο με επαναλαμβανόμενη συχνότητα, συνήθως μηνιαία. Οι επενδυτές που είναι προσανατολισμένοι στους μετοχικούς τίτλους ακολουθούν μία τακτική που τους αποφέρει μεγαλύτερο αριθμό μετοχών σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Η μέθοδος αυτή ονομάζεται Dollar-Cost Averaging¹⁰⁶ (DCA) και πρωτοεφαρμόστηκε τη δεκαετία του 1940 στις Η.Π.Α.. Για παράδειγμα, ένας υποψήφιος επενδυτής μετοχικών τίτλων έχει να διαθέσει ένα συγκεκριμένο ποσό για την αγορά τους. Η πιο λογική μέθοδος είναι αυτής της εφάπαξ επένδυσης (lump-sum investment), όπου ο επενδυτής επιλέγει να επενδύσει όλο το κεφάλαιο στην τιμή που βρίσκονται οι μετοχές εκείνη τη χρονική στιγμή. Αντίθετα, η τεχνική DCA, προϋποθέτει την επένδυση του ίδιου ποσού σε εβδομαδιαίες ή μηνιαίες δόσεις ή και για μεγαλύτερα χρονικά διαστήματα. Αυτή η προσέγγιση δίνει τη δυνατότητα στον επενδυτή να αγοράσει μετοχές σε μία εκτεταμένη χρονική περίοδο δίχως να εστιάζει στην τιμή της μετοχής. Ως εκ τούτου, σε συνδυασμό και με τις διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών, ο επενδυτής έχει τη δυνατότητα να αγοράσει μεγαλύτερο αριθμό μετοχών με το ίδιο αρχικό κεφάλαιο από ότι θα συνέβαινε στην περίπτωση της εφάπαξ επένδυσης, ιδιαίτερα όταν η τιμή της μετοχής φθίνει σταδιακά με την πάροδο του χρόνου. Έτσι, η μέση τιμή αγοράς της μετοχής μπορεί να είναι μικρότερη μέσω της τεχνικής DCA και παράλληλα ο επενδυτής να κατέχει μεγαλύτερο μέρος μετοχικών τίτλων.

Εφάμιλλες στρατηγικές επενδύσεων σε μετοχικούς τίτλους είναι επιλογή μετοχών με υψηλή μερισματική απόδοση (The Dogs of the Dow), σύμφωνα με την οποία κάθε χρόνο επιλέγονται οι 10 μετοχές με τη μεγαλύτερη μερισματική απόδοση των εταιρειών που ανήκουν στο χρηματιστήριο Dow Jones. Ενώ μία παραλλαγή αυτής της τακτικής είναι η λεγόμενη Small Dogs of the Dow, όπου επιλέγονται οι 5 μετοχές με τη μεγαλύτερη μερισματική απόδοση και ταυτόχρονα τη χαμηλότερη χρηματιστηριακή τιμή. Η στρατηγική αυτή μπορεί σαφώς να εφαρμοστεί και σε άλλα διεθνή χρηματιστήρια, όπως αυτά της Ευρώπης.

Μία ακόμη στρατηγική είναι αυτή της διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου. Αντί ο επενδυτής να επικεντρώνεται μόνο σε ένα κλάδο της αγοράς, μία χώρα ή ένα επενδυτικό αγαθό, είναι προτιμότερο να επενδύει σε περισσότερους κλάδους, σε διεθνή χρηματιστήρια και σε ποικίλα επενδυτικά προϊόντα, διασφαλίζοντας έτσι μακροπρόθεσμα κέρδη ανεξάρτητα από τις διακυμάνσεις των τιμών που πραγματοποιούνται στο εκάστοτε χρηματιστήριο ή σε μία συγκεκριμένη κατηγορία επενδυτικών προϊόντων. Ως εκ τούτου είναι σημαντικό να ακολουθείται μία στρατηγική κατανομής επενδυτικών πόρων (asset allocation strategy)¹⁰⁷, η οποία κατηγοριοποιείται σε:

- Ολοκληρωμένη κατανομή πόρων (Integrated asset allocation)
Προέρχεται από την ομώνυμη εργασία του William F. Sharpe, η οποία αναλύει ξεχωριστά τους στόχους του εκάστοτε επενδυτή και τις συνθήκες της αγοράς, με σκοπό τη διαμόρφωση ενός χαρτοφυλακίου που να προσαρμόζει τις ανάγκες του επενδυτή στις συνθήκες αγοράς που επικρατούν.

¹⁰⁶ Meir, S. (1995). A behavioral framework for dollar-cost averaging. *Journal of Portfolio Management*, 22(1), 70-78.

¹⁰⁷ Πετράκης Ε. Παναγιώτης, Σταματάκης Δ., Αξιολόγηση Επενδύσεων.

- Στρατηγική κατανομής πόρων (Strategic asset allocation)
Αποτελεί κατά βάση μία στρατηγική με μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα. Εστιάζει στα ιστορικά στοιχεία των αποδόσεων διαφόρων επενδυτικών προϊόντων, προκειμένου να εκτιμηθούν οι μελλοντικές αποδόσεις της αγοράς.
- Τακτική κατανομή πόρων (Tactical asset allocation)
Εστιάζει στις μεταβολές της αγοράς εκμεταλλευόμενη τους χρηματιστηριακούς κύκλους. Σε αντίθεση με τη στρατηγική προσέγγιση, η τακτική προσέγγιση ωφελείται από τις βραχυχρόνιες διακυμάνσεις των τιμών των αξιολογούμενων.
- Ασφαλισμένη κατανομή πόρων (Insured asset allocation)
Το χαρτοφυλάκιο που ακολουθεί την εν λόγω στρατηγική συνήθως περιέχει μόνο δύο είδη επενδυτικών προϊόντων. Έχει παρόμοια στοιχεία με την στρατηγική προσέγγιση, ενώ βασίζεται σε σταθερές αγορές, όπου οι αποδόσεις και τα επίπεδα κινδύνου είναι αμελητέα.

Αντιθέτως, μία στρατηγική διασποράς κινδύνου μπορεί να οδηγήσει στο πρόβλημα της υπερβολικής διαφοροποίησης. Γνωρίζοντας ότι ένα απλό αμοιβαίο κεφάλαιο διακρατεί έως και 100 μετοχές στο χαρτοφυλάκιο του, είναι λογικό να αντιληφθούμε πως η υπερβολική διαφοροποίηση δεν οδηγεί σε θετικές αποδόσεις. Γενικότερα, η διαφοροποίηση σε περισσότερους από 15 έως 20 διαφορετικούς τίτλους είναι περιορισμένη, καθώς σχεδόν όλα τα οφέλη της διαφοροποίησης εξαντλούνται. Παράλληλα, η μετάνοια (regret) ενός επενδυτή είναι μεγαλύτερη όταν βιώνει ζημιές από ένα διαφορετικό στυλ προσέγγισης από ότι όταν βιώνει ζημιές από ένα παραδοσιακό στυλ. Παρακάτω παρατίθενται μερικές από τις πιο παραδοσιακές επενδυτικές στρατηγικές¹⁰⁸:

- Επένδυσης Αξίας (Value Investing)
Βασίζεται σε εμπειρικά στοιχεία και μετοχικούς τίτλους χαμηλής αξίας ή σε εταιρείες με χαμηλή αναλογία τιμής της μετοχής προς κέρδη (P/E) σε σύγκριση με την υπόλοιπη αγορά. Η στρατηγική αυτή εστιάζει κυρίως σε μετοχές που η τιμή τους είναι χαμηλότερη της πραγματικής τους αξίας. Στηρίζεται σε μακροπρόθεσμες επενδύσεις με την προϋπόθεση λήψης ρίσκου, καθώς απευθύνεται σε αξιόγραφα χαμηλής αξίας που ενδέχεται να συνεχίσουν να υποτιμούνται.
- Επένδυσης Ανάπτυξης (Growth Investing)
Έχει συναφή στοιχεία με τη στρατηγική επένδυσης αξίας, όπως η στόχευση σε εταιρείες ανάπτυξης των οποίων η αξία υποτιμάται. Η διαφορά τους στηρίζεται στο γεγονός ότι μέσω της στρατηγικής επένδυσης ανάπτυξης αγοράζονται μετοχές που διαπραγματεύονται σε υψηλές τιμές, λαμβάνοντας μεγαλύτερο ρίσκο.
- Στρατηγική Ωθήσεως (Momentum Strategy)
Ακολουθεί την κινητικότητα της αγοράς, όπου τα επενδυτικά αγαθά διαπραγματεύονται την ίδια περίοδο που διαπραγματεύεται όλη η υπόλοιπη αγορά.

¹⁰⁸ Damodaran, A. (2003). Investment philosophies: successful strategies and the investors who made them work (Vol. 185). John Wiley & Sons.

- Αντιθετική Στρατηγική (Contrarian Strategy)
Κινείται αντίθετα από τη κινητικότητα της αγοράς, αγοράζοντας περιουσιακά στοιχεία τη στιγμή που η υπόλοιπη αγορά πουλάει και πουλώντας όταν η αγορά αγοράζει, καθώς θεωρούνται ζημιογόνες επενδύσεις με βάση τις ιστορικές τους αποδόσεις.
- Σταθερού εισοδήματος (Income Investing)¹⁰⁹
Εστιάζει στην παραγωγή σταθερής ροής εισοδήματος, με σκοπό την καταπολέμηση του πληθωρισμού και την συνεχή αποταμίευση. Αναφέρεται σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο επενδύοντας σε διαφορετικούς κλάδους, χώρες και επενδυτικά προϊόντα.
- Speculative Investing (Κερδοσκοπία)¹¹⁰
Εστιάζει σε βραχυπρόθεσμες επενδύσεις υψηλού κινδύνου με στόχο το άμεσο κέρδος. Οι τεχνικές που χρησιμοποιούνται αφορούν:
 - Καθημερινή διαπραγμάτευση αξιογράφων και παραγώγων.
 - Επενδύσεις σε penny stocks, δηλαδή μετοχές αξίας μικρότερης του 1 δολαρίου με την πεποίθηση ότι η τιμή τους θα αυξηθεί στο άμεσο μέλλον.
 - Τεχνικές σορταρίσματος (shorting).

Επίσης, υπάρχουν διάφορες στρατηγικές επιλογής μετοχών, οι οποίες μπορούν να συνδυαστούν και να δημιουργήσουν ένα ισχυρό χαρτοφυλάκιο¹¹¹:

- Στρατηγική ανταγωνιστικής θέσης
Λαμβάνεται υπόψη η βιωσιμότητα της επιχείρησης, δηλαδή η ποιότητα του τρόπου διαχείρισης της ίδιας της επιχείρησης, αλλά και των ενδιαφερόμενων μερών. Ακόμη εξετάζεται η προοπτική του επιχειρηματικού μοντέλου, το ανταγωνιστικό της πλεονέκτημα αλλά και ο βαθμός καινοτομίας. Επίσης, σημαντικό στοιχείο αποτελεί η προσαρμοστικότητα και τα ανταντακλαστικά της επιχείρησης στις αλλαγές της αγοράς.
- Οικονομικής κατάστασης
Λαμβάνεται υπόψη η παραγωγικότητα του ανθρώπινου δυναμικού της εταιρείας, σε ποια φάση του οικονομικού κύκλου βρίσκεται ο κλάδος, καθώς και η προσφορά και η ζήτηση που επικρατεί στο κλάδο.
- Μελλοντικής ανάπτυξης
Αφορούν εταιρείες που υπόσχονται προοπτικές ανάπτυξης.
- Συνθηκών αγοράς
Προϋποθέτει τη μελέτη ιστορικών στοιχείων μίας εταιρείας, του αριθμού μετοχών που είναι σε κυκλοφορία, αλλά και τη προσωρινή κατάσταση της αγοράς.

¹⁰⁹ www.fidelity.com.sg

¹¹⁰ Arthur, J. N., Williams, R. J., & Delfabbro, P. H. (2016). The conceptual and empirical relationship between gambling, investing, and speculation. *Journal of behavioral addictions*, 5(4), 580-591.

¹¹¹ Howard, C. T. (2010). The importance of investment strategy.

- Ευκαιρίας
Εστιάζει σε βραχυχρόνιες προσεγγίσεις σε συγκεκριμένη χρονική περίοδο, επενδύοντας συνήθως σε μετοχές και παράγωγα χρησιμοποιώντας τακτικές μόχλευσης. Αυτή η προσέγγιση υιοθετείται κυρίως από διαχειριστές hedge fund αλλά και ορισμένων Α/Κ.
- Κερδοφορίας
Εστιάζει στους δείκτες κερδοφορίας μίας εταιρείας, καθώς και στις αποδόσεις των ιδίων κεφαλαίων.
- Ποσοτική
Βασίζεται καθαρά σε μαθηματικά και στατιστικά μοντέλα που εκτιμούν τις μελλοντικές αποδόσεις και το βαθμό κινδύνου, δίχως να εστιάζουν στο επιχειρηματικό μοντέλο ή τον κλάδο της οικονομίας.
- Κινδύνου
Εστιάζει πρωτίστως στον έλεγχο του κινδύνου μέσω μετρήσεων του συντελεστή βήτα και των αποδόσεων. Ακόμη, η προσέγγιση αυτή εξετάζει το πόσο οικονομικά υγιής είναι η υπό εξέταση εταιρεία, καθώς και τη μεταβλητότητα του ίδιου του κλάδου.
- Κοινωνικών Θεωρήσεων (Social Considerations)
Εξετάζεται η αξία μίας εταιρείας, η οποία καθορίζεται από το δείκτη ESG (Environmental, Social and Governance), δηλαδή σε ποιο βαθμό οι πρακτικές της επηρεάζουν το περιβάλλον, ποια είναι η στάση της προς την κοινωνία, και ποια η Εταιρική Διακυβέρνηση που εφαρμόζει.
- Αποτίμησης (Valuation strategy)
Εντοπίζει και επενδύει σε υποτιμημένες μετοχές συγκριτικά με τις τιμές των υπόλοιπων εταιρειών στον ίδιο κλάδο. Η στρατηγική αποτίμησης μπορεί να περιλαμβάνει ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών, όπως η αναλογία τιμής της μετοχής προς κέρδη (P/E), ο δείκτης χρηματιστηριακής προς λογιστική αξία (P/BV), καθώς και η αποτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών μίας εταιρείας.

2.5 Κίνδυνος και Απόδοση

2.5.1 Τι είναι κίνδυνος;

Ο κίνδυνος ορίζεται ως η πιθανότητα να συμβεί κάτι που δεν μας αρέσει ή κάτι κακό. Στη χρηματοοικονομική επιστήμη εκφράζει την πιθανότητα η πραγματική απόδοση ενός αξιολογούμενου ή ενός χαρτοφυλακίου να είναι διαφορετική (μεγαλύτερη ή μικρότερη) από την προσδοκώμενη. Δηλαδή, ο κίνδυνος μπορεί να είναι ανοδικός (upside risk) ή καθοδικός (downside risk). Αποτελεί μία μορφή ρίσκου αλλά και ευκαιριών¹¹². Οι μεγαλύτερου κινδύνου επενδύσεις μπορεί να φέρουν μεγαλύτερα κέρδη ή ζημιές. Αντιθέτως, οι μικρότερου κινδύνου επενδύσεις αποδίδουν μικρά και σταθερά κέρδη. Το ποσοστό κινδύνου που αποδέχεται κάθε επενδυτής εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, όπως η ηλικία. Ένας μεγαλύτερης ηλικίας επενδυτής θα επενδύσει σε χαμηλού κινδύνου περιουσιακά στοιχεία, καθώς δεν έχει τη δυνατότητα να παράγει σταθερό εισόδημα για μεγάλο

¹¹² Damodaran, A. (2003). Investment philosophies: successful strategies and the investors who made them work (Vol. 185). John Wiley & Sons.

χρονικό διάστημα, όπως συμβαίνει στην περίπτωση των νεότερων επενδυτών. Παράδειγμα επένδυσης χαμηλού κινδύνου είναι τα πιστοποιητικά καταθέσεων, ενώ υψηλότερου κινδύνου είναι τα ομόλογα και οι μετοχές. Ακόμη, τα εμπορεύματα και τα παράγωγα θεωρούνται γενικά από τις πιο επικίνδυνες μορφές επενδύσεων¹¹³.

2.5.2 Είδη κινδύνων

Ο κίνδυνος είναι ένα φαινόμενο¹¹⁴ που ανάγεται από συνθήκες αβεβαιότητας, για τις οποίες γνωρίζουμε πως υπάρχουν, αλλά δεν γνωρίζουμε τη χρονική στιγμή που θα επέλθουν οι συνέπειες αυτών, αν και εφόσον επέλθουν. Ο βαθμός κινδύνου είναι συνάρτηση του μεγέθους της πιθανής απώλειας, ενώ η καταπολέμηση τους μπορεί να εφαρμοστεί μέσω επενδυτικών στρατηγικών. Ο κίνδυνος μπορεί να έχει τις ακόλουθες μορφές:

- Συστηματικός (Systematic risk) ή μη διαφοροποιήσιμος (non diversifiable) ή κίνδυνος χαρτοφυλακίου (portfolio risk)
Βασίζεται σε ολόκληρη την οικονομία και σε μακροοικονομικούς παράγοντες που επηρεάζουν όλους του τύπους επενδύσεων ανεξαρτήτου κλάδου. Είναι το μέρος του κινδύνου που δεν μπορεί να διαφοροποιηθεί γιατί προκαλείται από πολλαπλούς παράγοντες. Τέτοιοι παράγοντες αποτελούνται από το επίπεδο προσφοράς και ζήτησης, τις κυκλικές διακυμάνσεις των αγορών, τα επιτόκια, τα ποσοστά πληθωρισμού, το κόστος εργασίας, τις φυσικές καταστροφές και άλλους εξωγενείς παράγοντες όπως χρηματοοικονομικές κρίσεις και φούσκες. Αυτοί οι μακροοικονομικοί παράγοντες δεν μπορούν να προβλεφθούν με βεβαιότητα, ενώ ορισμένοι παράγοντες καθόλου, ως εκ τούτου η πραγματική απόδοση ενός χαρτοφυλακίου μπορεί να επηρεαστεί δραματικά ανεξαρτήτου του βαθμού διαφοροποίησής τους.
- Συστημικός (systemic)¹¹⁵
Σε αντίθεση με το συστηματικό κίνδυνο, ο συστημικός κίνδυνος, αν και έχει παρόμοιες επιπτώσεις στην οικονομία, προκαλείται από την κατάρρευση ενός χρηματοπιστωτικού οργανισμού, ενός κλάδου ή και μίας ολόκληρης οικονομίας. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η κατάρρευση της Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008, που μετέπειτα εξελίχθηκε σε παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, η οποία αναλύθηκε στο πρώτο κεφάλαιο.
- Μη συστηματικός (unsystematic) ή διαφοροποιήσιμος (diversifiable risk) ή ειδικός (specific)
Προκύπτει από παράγοντες που είναι τυχαίοι, ενώ συνδέονται με επιχειρηματικές ενέργειες και την αξιοπιστία αυτών. Παράλληλα, επηρεάζεται δραστικά από τους θεμελιώδεις παράγοντες κινδύνου που θα αναλύσουμε παρακάτω. Παρ' όλα αυτά ο κίνδυνος αυτός μπορεί να μετριαστεί μέσω της τεχνικής διαφοροποίησης, επενδύοντας σε μετοχικούς τίτλους διαφορετικών κλάδων ή σε διαφορετικά περιουσιακά στοιχεία.

¹¹³ www.hdfclife.com

¹¹⁴ Eddie, M. (2017). Business Finance: Theory and Practice.

¹¹⁵ www.investopedia.com

Αρκετοί επενδυτές αναζητούν υψηλότερα ποσοστά συνολικής απόδοσης για επενδύσεις που ενέχουν υψηλά επίπεδα κινδύνου αναλογικά με τις προσδοκώμενες αποδόσεις τους. Αυτό το πρόσθετο ποσό επί της αναμενόμενης απόδοσης ονομάζεται ασφάλιστρο κινδύνου ή πριμ κινδύνου (risk premium), και αποδίδεται ως «ανταμοιβή» συνήθως για τους παρακάτω θεμελιώδεις παράγοντες κινδύνου, οι οποίοι είναι αλληλένδετοι με τους συστηματικούς και μη συστηματικούς κινδύνους¹¹⁶:

- Επιχειρηματικός κίνδυνος (Business risk)
Εκφράζει την αβεβαιότητα που περιλαμβάνει ένα επιχειρηματικό μοντέλο σε ένα συγκεκριμένο κλάδο (sector risk), όπου οι χρηματοροές και η συνεχή ροή εισοδήματος δεν είναι εγγυημένες, όπως συμβαίνει σε μεταβαλλόμενους κλάδους, π.χ., του πετρελαίου και της ενέργειας. Επιμέρους¹¹⁷ επιχειρηματικοί κίνδυνοι είναι ο ανταγωνιστικός κίνδυνος (competitive risk) και ο κίνδυνος έργου (project risk), οι οποίοι μπορούν να προκληθούν από ανταγωνιστικές κινήσεις της αγοράς ή μέσω μίας κατάρρευσης ενός προϊόντος/υπηρεσίας που μπορούν να επηρεάσουν δραματικά την αξία μίας εισηγμένης εταιρείας.
- Χρηματοοικονομικός κίνδυνος (Financial risk)
Αποτελεί την αβεβαιότητα που προκύπτει από τις χρηματοδοτικές δραστηριότητες μίας επιχείρησης. Για παράδειγμα, αν μία εισηγμένη εταιρεία εκδίδει ομόλογα, τότε η κύρια προτεραιότητα της εταιρείας είναι η αποπληρωμή τόκων στον πιστωτικό οργανισμό. Αυτή η κατάσταση επιφέρει επιπλέον κίνδυνο σε κατόχους κοινών μετοχών της εταιρείας, καθώς σε περίπτωση μη αποπληρωμής του ομολόγου, η εταιρεία θα χρεοκοπήσει και η αρχική επένδυση θα χαθεί.
- Κίνδυνος ρευστότητας (Liquidity risk).
Συνδέεται με τη χαμηλή εμπορευσιμότητα των επενδυτικών αγαθών, καθώς και με την αδυναμία πώλησης τους δίχως να μειωθεί η αξία τους. Με άλλα λόγια, εξετάζει κατά πόσο τα περιουσιακά στοιχεία ενός επενδυτή είναι ρευστοποιήσιμα. Αν υπάρχει έλλειψη ρευστού στην αγορά τόσο πιο δύσκολα μπορεί κάποιος να απαλλαγεί από τα περιουσιακά του στοιχεία ώστε να τα χρησιμοποιήσει για άμεση κατανάλωση ή επένδυση σε άλλου είδους επενδυτικά αγαθά.
- Συναλλαγματικός κίνδυνος (Exchange rate risk)
Συμβαίνει σε επενδυτές που επενδύουν σε αξιόγραφα εκφρασμένα σε διαφορετικό νόμισμα από τη χώρα που κατοικοεδρεύουν. Εκτός από την αβεβαιότητα που ενέχει ένα αξιόγραφο, προστίθεται και ο κίνδυνος της διακύμανσης των συναλλαγματικών ισοτιμιών που μπορεί να επιφέρει επιπλέον ζημιές στην επένδυση.
- Πολιτικός κίνδυνος (Political risk) ή Κίνδυνος χώρας (Country risk)
Προέρχεται από τις μεταβολές των αποδόσεων λόγω αλλαγών στο πολιτικό, το οικονομικό ή το φυσικό περιβάλλον μίας χώρας.

¹¹⁶ Reilly, F. K. (2002). Investment analysis and portfolio management.

¹¹⁷ Damodaran, A. (2003). Investment philosophies: successful strategies and the investors who made them work (Vol. 185). John Wiley & Sons.

Είναι σημαντικό να γνωρίζουμε τους κινδύνους που περιβάλλουν τις επενδυτικές ενέργειες, καθώς και του παράγοντες που τους προκαλούν. Πως όμως υπολογίζεται ο κίνδυνος προκειμένου να επιτύχουμε τις προσδοκώμενες αποδόσεις; Αρχικά, παίρνουμε κάποιους παράγοντες για τη μέτρηση κινδύνου με βάση τα ιστορικά στοιχεία των αξιογράφων λαμβάνοντας υπόψη την περίοδο διακράτησης (holding period) ενός περιουσιακού στοιχείου. Έτσι μπορούμε να μετρήσουμε τις ιστορικές αποδόσεις των αξιογράφων ενός χαρτοφυλακίου με βάση τις περιόδους διακράτησης και κατ' επέκταση τη μέση απόδοση ενός χαρτοφυλακίου¹¹⁸. Από τι περιλαμβάνεται, όμως, η απόδοση ενός αξιογράφου; Η συνολική απόδοση ενός αξιογράφου είναι το άθροισμα των εσόδων από τόκους ή μερίσματα συν τα κεφαλαιακά κέρδη ή απώλειες που προέρχονται από τη μεταβολή της τιμής του αξιογράφου. Για τη μέτρηση απόδοσης κινδύνου χρησιμοποιούνται τα παρακάτω μέτρα¹¹⁹:

- Προσδοκώμενη απόδοση (Expected return)
Είναι η πρόβλεψη για την πορεία μίας επένδυσης στο μέλλον με βάση τα μακροοικονομικά στοιχεία, καθώς και τις πληροφορίες που έχουμε για την αγορά.
- Διακύμανση (Variance)
Μετρά τη διασπορά της κατανομής των αποδόσεων. Όσο μεγαλύτερη είναι η απόκλιση των πραγματικών αποδόσεων από τις αναμενόμενες αποδόσεις, τόσο μεγαλύτερη είναι η διακύμανση. Ενώ, αν η διασπορά των πιθανών αποτελεσμάτων είναι συμμετρική, τότε είναι πιο πιθανό να πραγματοποιηθούν οι προσδοκώμενες αποδόσεις. Δίνεται από την ακόλουθη σχέση¹²⁰:

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n p_i [x_i - E(x)]^2, \text{όπου}$$

σ^2 = η διακύμανση

p_i = η πιθανότητα να συμβεί το αποτέλεσμα x_i

x_i = η πραγματική απόδοση

$E(x)$ = η προσδοκώμενη απόδοση

n = ο αριθμός των πιθανών αποτελεσμάτων.

- Τυπική απόκλιση (Standard deviation)
Μετράει τον κίνδυνο βοηθώντας στον υπολογισμό της μεταβλητότητας της απόδοσης ενός αξιογράφου. Ισούται με την τετραγωνική ρίζα της διακύμανσης των αποδόσεων και ορίζεται ως εξής:

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2}$$

- Συνδιακύμανση (Covariance)
Αποτελεί ένα μέτρο συστηματικού κινδύνου και υπολογίζει τη σχέση ανάμεσα στις αποδόσεις δύο αξιογράφων ενός χαρτοφυλακίου. Περιγράφεται από τη σχέση:

¹¹⁸ Reilly, F. K. (2002). Investment analysis and portfolio management.

¹¹⁹ Πετράκης Ε. Παναγιώτης, Σταματάκης Δ., Αξιολόγηση Επενδύσεων.

¹²⁰ Eddie, M. (2017). Business Finance: Theory and Practice.

$$COV(x_1, x_2) = \sum_{i=1}^n p_i [x_{1i} - E(x_1)][x_{2i} - E(x_2)] , \acute{o}που$$

$COV(x_1, x_2)$ = η συνδιακύμανση των αποδόσεων των αξιογράφων 1 και 2

p_i = η πιθανότητα να συμβεί το αποτέλεσμα i

x_{1i}, x_{2i} = οι πραγματικές αποδόσεις των αξιογράφων 1 και 2

$E(x_1), E(x_2)$ = οι προσδοκώμενες αποδόσεις των αξιογράφων

n = ο αριθμός των πιθανών αποτελεσμάτων.

- Συντελεστής συσχέτισης (Coefficient of correlation)

Μετρά της σχέση μεταξύ δύο αξιογράφων. Παίρνει τιμές μεταξύ -1 και +1 , όπου +1 συνεπάγει ότι οι αναμενόμενες αποδόσεις των υπό εξέταση αξιογράφων συσχετίζονται απόλυτα η μία με την άλλη, ενώ η τιμή -1 συνεπάγει την αντίστροφη σχέση τους. Ακόμη, η τιμή 0 σημαίνει ότι δεν υπάρχει καμία σχέση μεταξύ των αξιογράφων. Δίνεται από τη σχέση:

$$R = \frac{COV(x_1, x_2)}{\sigma_1 \sigma_2} , \acute{o}που$$

R = ο συντελεστής συσχέτισης

$COV(x_1, x_2)$ = η συνδιακύμανση των αποδόσεων των αξιογράφων 1 και 2

σ_1, σ_2 = οι τυπικές αποκλίσεις των αξιογράφων 1 και 2

Όπως έχει αναφερθεί η επικινδυνότητα ενός χαρτοφυλακίου εξαρτάται από τη διάρθρωση του, δηλαδή το ποσοστό και το είδος των περιουσιακών στοιχείων που περιλαμβάνει έναντι άλλων στοιχείων χαμηλού κινδύνου. Η τυπική απόκλιση είναι το κατάλληλο μέτρο, όταν ο επενδυτής έχει επενδύσει σε περιορισμένα περιουσιακά στοιχεία, ενώ ο συστηματικός κίνδυνος ή συντελεστής β (beta coefficient) είναι το κατάλληλο μέτρο αποτίμησης κινδύνου, δεδομένου ότι ο επενδυτής έχει επενδύσει σε όλα τα στοιχεία του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Ο συντελεστής β είναι μια κλίμακα κινδύνου που μετρά τις μεταβολές της καθαρής τιμής ενός αξιογράφου ως προς τις μεταβολές ενός γενικού χρηματιστηριακού δείκτη¹²¹.

¹²¹ www.euro2day.gr

2.5.3 Τεχνικές αποτίμησης κινδύνου

Αναλύοντας τα παραπάνω μέτρα κινδύνου, πρωταρχικός στόχος είναι να διαχωρίσουμε τον κίνδυνο σε αυτόν που μπορεί να διαφοροποιηθεί και σε αυτόν που δεν μπορεί¹²². Υπάρχουν διάφορα μοντέλα μέτρησης μη διαφοροποιήσιμου κινδύνου:

- Σύγχρονη Θεωρία Χαρτοφυλακίου (Modern Portfolio Theory)^{123,124}
Αναπτύχθηκε το 1960 από το βραβευμένο με Νόμπελ Οικονομικών Επιστημών Harry Markowitz. Το μοντέλο υποθέτει πως όλες οι επενδύσεις ενός ατόμου ανήκουν σε ένα μοναδικό χαρτοφυλάκιο. Επιπλέον, βασίζεται σε δύο μόνο παράγοντες, τις προσδοκώμενες αποδόσεις και τους πιθανούς κινδύνους, οι οποίοι υπολογίζονται σε όρους τυπικής απόκλισης, σε συνάρτηση με τις πραγματικές αποδόσεις. Αποτελείται από τους παρακάτω τύπους αναμενόμενης απόδοσης και διακύμανσης.

$$E(r_p) = \sum_{i=1}^n w_i E(r_i), \text{όπου}$$

$E(r_p)$ = η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου

w_i = ο συντελεστής στάθμισης κάθε αξιογράφου (αξία αξιογράφου/αξία χαρτοφυλακίου)

$E(r_i)$ = η αναμενόμενη απόδοση του κάθε αξιογράφου

n = ο αριθμός των αξιογράφων του χαρτοφυλακίου

Με λίγα λόγια, η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου είναι ανάλογη της αναμενόμενης απόδοσης του εκάστοτε αξιογράφου και του συντελεστή στάθμισής του.

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j \text{Cov}(r_i, r_j), \text{όπου}$$

σ_p^2 = η διακύμανση του χαρτοφυλακίου

w_i, w_j = οι συντελεστές στάθμισης των αξιογράφων i και j

$\text{COV}(r_i, r_j)$ = η συνδιακύμανση των αποδόσεων r_i και r_j

n = ο αριθμός των αξιογράφων του χαρτοφυλακίου

Δηλαδή, η διακύμανση (κίνδυνος) του χαρτοφυλακίου εξαρτάται από τις αποδόσεις των αξιογράφων i και j . Επιλέγοντας αξιόγραφα με χαμηλές συνδιακυμάνσεις, το χαρτοφυλάκιο παρουσιάζει χαμηλά επίπεδα κινδύνου.

¹²² Damodaran, A. (2003). Investment philosophies: successful strategies and the investors who made them work (Vol. 185). John Wiley & Sons.

¹²³ Nofsinger, J. R. (2017). The psychology of investing. Routledge.

¹²⁴ Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. (2015), Επενδύσεις, εκδόσεις Utopia, Κεφ. 7

- Μοντέλο Τιμολόγησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model ή CAPM)¹²⁵
Αναπτύχθηκε στις αρχές της δεκαετίας του 1960 από τους William Sharpe, Jack Treynor, John Lintner και Jan Mossin, ενώ είναι βασισμένο στη Θεωρία Χαρτοφυλακίου του Markowitz. Η CAPM μας λέει, θεωρητικά, ότι οι προσδοκίες για αποδόσεις θα ενισχυθούν ανάλογα με τη συνδιακύμανση των αναμενόμενων αποδόσεων από το υπό εξέταση αξιόγραφο σε σύγκριση με την αγορά. Είναι μια εξίσωση η οποία εκτιμά την απαιτούμενη απόδοση μιας επένδυσης ανάλογα με το βαθμό κινδύνου. Το μοντέλο CAPM θεωρεί πως η αναμενόμενη απόδοση από μια υψηλού κινδύνου επένδυση είναι ίση με το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (risk free rate) συν το ασφάλιστρο κινδύνου (risk premium):

$$E(r_i) = r_f + [E(r_m) - r_f]\beta_i, \text{όπου}$$

$E(r_i)$ = η αναμενόμενη απόδοση του αξιογράφου

r_f = η απόδοση του αξιογράφου χωρίς κίνδυνο

$E(r_m)$ = η αναμενόμενη απόδοση της αγοράς

β_i = συντελεστής βήτα

Σύμφωνα με το μοντέλο CAPM, εκτιμάται πως όσο μεγαλύτερος είναι ο συντελεστής βήτα, τόσο μεγαλύτερη θα είναι η αναμενόμενη απόδοση. Ο συντελεστής β είναι ένα μέτρο της μεταβλητότητας των αποδόσεων σε σχέση με τις αποδόσεις της αγοράς. Αν η αγορά έχει ανοδική πορεία, τότε τα χαρτοφυλάκια με υψηλό συντελεστή βήτα έχουν μεγαλύτερες πιθανότητες να επωμισθούν τις αποδόσεις της αγοράς.

Ακόμη, τα περιουσιακά στοιχεία που είναι πιο επικίνδυνα από τον μέσο όρο έχουν συντελεστή βήτα μεγαλύτερο από 1 και ονομάζονται επιθετικά (aggressive). Αντιθέτως, τα περιουσιακά στοιχεία που είναι λιγότερο επικίνδυνα από το μέσο όρο της αγοράς έχουν συντελεστή μικρότερο 1 και ονομάζονται αμυντικά (defensive). Ενώ, το αξιόγραφο που έχει συντελεστή 0 θεωρείται ακίνδυνο. Παράλληλα, το μοντέλο βασίζεται σε ιστορικά δεδομένα και υποθέτει ότι δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών και ότι όλα τα είδη περιουσιακών στοιχείων διαπραγματεύονται στην αγορά. Υποθέτει επίσης ότι όλοι έχουν πρόσβαση στις ίδιες πληροφορίες και επομένως, οι επενδυτές δεν μπορούν να βρουν περιουσιακά στοιχεία με υποτιμημένη ή υπερτιμημένη αξία στην αγορά¹²⁶. Λόγω αυτών των υποθέσεων και περιορισμών σε συνδυασμό με τις ανακριβείς προβλέψεις του μοντέλου, οι ειδικοί καταφεύγουν στη χρήση και άλλων μοντέλων μέτρησης συστηματικού κινδύνου.

¹²⁵ Eddie, M. (2017). Business Finance: Theory and Practice

¹²⁶ Damodaran, A. (2003). Investment philosophies: successful strategies and the investors who made them work (Vol. 185). John Wiley & Sons.

- Θεωρία Τιμολόγησης Arbitrage (Arbitrage Pricing Theory ή APT)¹²⁷

Αναπτύχθηκε κυρίως από τον Ross (1976). Η λογική αυτού του μοντέλου είναι ότι δεν υπάρχει ένας μεμονωμένος παράγοντας που αναλύει τη σχέση μεταξύ ασφάλιστρο κινδύνου και κινδύνου, όπως υποθέτει το CAPM, αλλά περισσότεροι παράγοντες, κυρίως τέσσερις. Οι παράγοντες αυτοί μπορεί να αποδίδονται στη σχέση του υπό εξέταση περιουσιακού στοιχείου με άλλες αγορές ή άλλα επενδυτικά αγαθά, αλλά και με μακροοικονομικούς παράγοντες.

Ενώ το μοντέλο CAPM προσδιορίζεται από την ακόλουθη εξίσωση:

$$E(r_i) = r_f + \lambda\beta_i, \text{όπου}$$

λ = το μέσο ασφάλιστρο κινδύνου [$E(r_m) - r_f$],

το μοντέλο APT προσδιορίζεται από την ακόλουθη εξίσωση:

$$E(r_i) = r_f + \lambda_1\beta_{i1} + \lambda_2\beta_{i2} + \lambda_3\beta_{i3} + \lambda_4\beta_{i4}, \text{όπου}$$

$\lambda_1, \dots, \lambda_4$ = το μέσο ασφάλιστρο κινδύνου για κάθε ένα από τους τέσσερις παράγοντες

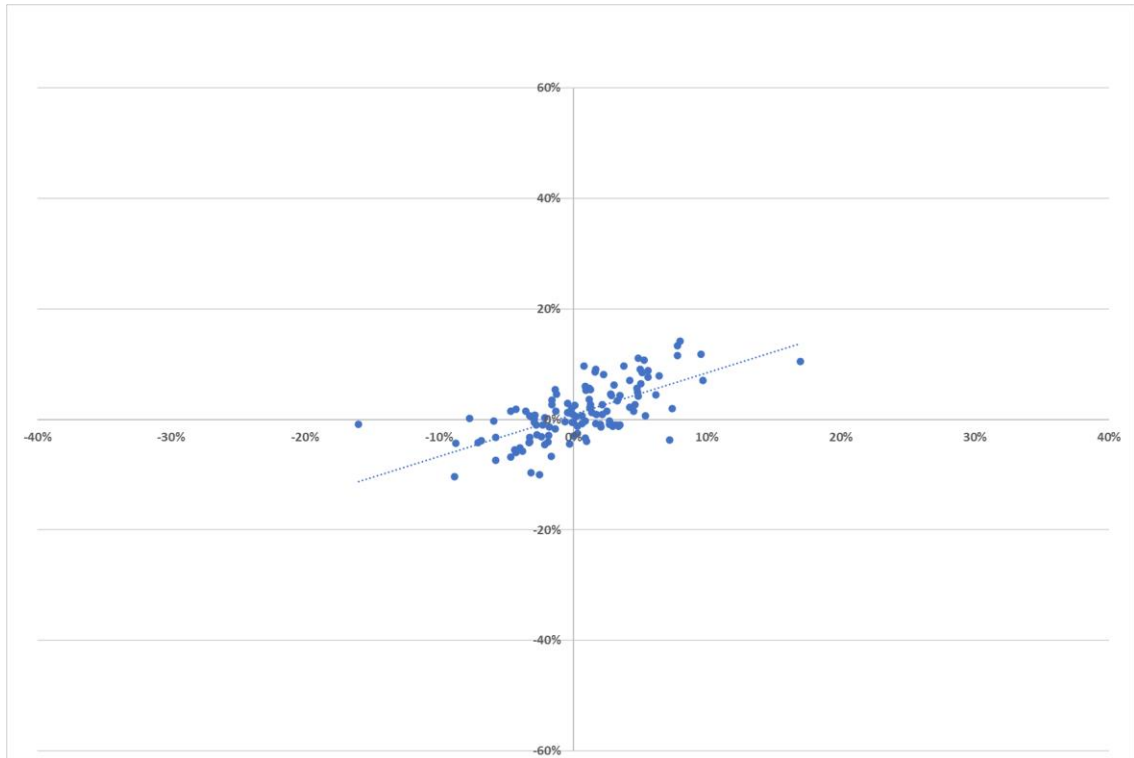
$\beta_{i1}, \dots, \beta_{i4}$ = η μεταβλητότητα της απόδοσης σε συνάρτηση με κάθε έναν από τους τέσσερις παράγοντες

Υπάρχουν διάφορα μοντέλα αποτίμησης και δείκτες μέτρησης συστηματικού κινδύνου ή παραλλαγές των παραπάνω. Μερικά παραδείγματα είναι το κριτήριο Sharpe, το μέτρο αποτελεσματικότητας του Jensen (Alpha), η μέθοδος Morningstar και άλλα¹²⁸.

Παρακάτω υπολογίζεται ο συντελεστής β της L'Oréal σε σύγκριση με το Δείκτη Euronext 100, την περίοδο 1/1/2014 με 1/1/2024. Τα δεδομένα βρίσκονται στο [Παράρτημα Ι](#).

¹²⁷ Eddie, M. (2017). Business Finance: Theory and Practice.

¹²⁸ Νικόλαος, Δ. Φ. (2015). Η ψυχολογία των αγορών. Παρεμβάσεις πριν και μετά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, Αθήνα.



Διάγραμμα 6

Ο Συντελεστής beta της L'Oréal με το Δείκτη Euronext 100 (2014-2024, μηνιαία στοιχεία)^{129,130}

$$\beta = 0.76,$$

$$R^2 = 43,93\%$$

$$\sigma = 0.003444673$$

Με βάση τους παραπάνω υπολογισμούς, εξάγεται το συμπέρασμα πως οι μετοχικοί τίτλοι της L'Oréal ήταν αμυντικοί την τελευταία δεκαετία καθώς ο συντελεστής β είναι μικρότερος της μονάδας, ενώ για κάθε μεταβολή 1% στην απόδοση του δείκτη Euronext 100, η απόδοση της επένδυσης μεταβαλλόταν κατά περίπου 0,76%. Ακόμη, μόνο το 43,93% της μεταβολής των τιμών της μετοχής εξαρτιόταν από την απόδοση του δείκτη, ενώ οι αποδόσεις της μετοχής ήταν σχετικά σταθερές σε αυτό το χρονικό διάστημα.

¹²⁹ www.finance.yahoo.com/L'Oréal

¹³⁰ www.finance.yahoo.com/Euronext

3. Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

3.1 Ορισμός και βασικές αρχές

Η παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία ή αλλιώς η σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου (modern portfolio theory), αποτελείται από τέσσερις θεμελιώδεις αρχές¹³¹:

- Οι επενδυτές στηρίζονται αποκλειστικά στον ορθολογισμό τους για τη μεγιστοποίηση της ευημερίας και του πλούτου τους (homo economicus).
- Οι αγορές είναι αποτελεσματικές.
- Οι προσδοκώμενες αποδόσεις είναι αποκλειστικά συνάρτηση του κινδύνου.»
- Τα χαρτοφυλάκια διαμορφώνονται με γνώμονα τη μέση διακύμανση και τα μοντέλα αποτίμησης κινδύνου, όπως¹³²:
 - Η θεωρία προσδοκώμενης χρησιμότητας (expected utility theory)
 - Το μοντέλο προεξοφλημένης χρησιμότητας (discounted utility theory)
 - Η υπόθεση της αποτελεσματική αγοράς (efficient market hypothesis), σύμφωνα με την οποία:
 - Όλοι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί
 - Μερικοί επενδυτές που δεν είναι ορθολογικοί, επενδύουν σε περιουσιακά στοιχεία χωρίς στρατηγική και χωρίς να επηρεάζονται οι τιμές αυτών.
 - Οι περισσότεροι επενδυτές είναι μη ορθολογικοί (irrational), οι οποίοι ασκούν εξισορροπητικές αγοραπωλησίες (arbitrage) με ορθολογικούς επενδυτές, με αποτέλεσμα οι τιμές των αξιογράφων να μην μεταβάλλονται.

Αντίθετα, η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική (Behavioral Finance) συνυπολογίζει τον ανθρώπινο παράγοντα. Συγκεκριμένα, θεωρεί πως:

- Οι επενδυτές είναι φυσιολογικοί και όχι ορθολογικοί, καθώς επηρεάζονται από το περιβάλλον τους, ενώ δεν έχουν τη δυνατότητα να επεξεργαστούν ορθά μεγάλο πλήθος πληροφοριών για την καλύτερη δυνατή αξιοποίηση τους, γεγονός που οδηγεί σε λανθασμένες επενδυτικές ενέργειες.
- Οι αγορές είναι μη αποτελεσματικές, όπου κυριαρχούν παράγοντες όπως τα συναισθήματα και τα γνωστικά σφάλματα.
- Τα χαρτοφυλάκια διαμορφώνονται με βάση τα συμπεριφορικά μοτίβα των επενδυτών.

¹³¹ Statman, M. (2008). What is behavioral finance. Handbook of finance, 2(9), 79-84.

¹³² Πετράκης Ε. Παναγιώτης, Σταματάκης Δ., Αξιολόγηση Επενδύσεων.

- Οι προσδοκώμενες αποδόσεις βασίζονται στη συμπεριφορά των αγορών (behavioral asset pricing theory)

Είναι εύκολο να κατανοήσουμε ότι η παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία βασίζεται σε ορισμένες υποθέσεις, οι οποίες δεν είναι απολύτως ρεαλιστικές. Η αδυναμία της εντοπίζεται στην κατανόηση της συμπεριφοράς των αγορών. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική συνδυάζει την κλασσική επιστημονική θεωρία με την ανθρώπινη συμπεριφορά, με σκοπό την πλήρη κατανόηση των επενδυτικών και οικονομικών αποφάσεων και κατ' επέκταση τον τρόπο με τον οποίο οι αποφάσεις αυτές επηρεάζουν τις συνθήκες της αγοράς (διακυμάνσεις της χρηματαγοράς, μεταβολές τιμών).

Η επιστήμη εστιάζει στην ανάλυση χρηματοοικονομικών αποφάσεων τόσο σε ατομικό (επενδυτές) όσο και σε συλλογικό επίπεδο (αγορές)¹³³, θεωρώντας πως οι επενδυτές βασίζονται σε ατελή πληροφόρηση. Τα συμπεριφορικά μοντέλα ασχολούνται κατά βάση με την ψυχολογία του ανθρώπου, η οποία διαμορφώνεται με βάση την προσωπικότητα, τα χαρακτηριστικά, τις πεποιθήσεις, τις προτιμήσεις, τις εμπειρίες και τις αντιλήψεις ενός ατόμου¹³⁴. Ακόμη, ασχολούνται συνδυαστικά και με άλλες κοινωνικές επιστήμες, όπως την ανθρωπολογία και τη νεοκλασική οικονομική θεωρία, εξετάζοντας τις διαδικασίες λήψης αποφάσεων υπό συνθήκες αβεβαιότητας¹³⁵.

3.2 Ιστορική ανάπτυξη του πεδίου

Η πρώτη αναφορά στον ανθρώπινο παράγοντα, έγινε από τον Adam Smith, μέσω της δημοσίευσης του βιβλίου του *The Theory of Moral Sentiments* το 1759, όπου περιέγραψε το νοητικό και συναισθηματικό υπόβαθρο της ανθρώπινης αλληλεπίδρασης, συμπεριλαμβανομένης της οικονομικής αλληλεπίδρασης¹³⁶. Μετέπειτα, το 1936, ο John Maynard Keynes αναφέρθηκε στον όρο ζώδη ένστικτα (animal spirits) τα οποία κατευθύνουν τις συμπεριφορές των ανθρώπων, δρουν παρορμητικά και υποκύπτουν σε λανθασμένες εκτιμήσεις κατά τη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων, με έντονο το αίσθημα της επιβίωσης. Στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική τα ζώδη ένστικτα αναφέρονται ως μη ορθολογικές ψυχολογικές παρορμήσεις¹³⁷.

Η ανάπτυξη του πεδίου ξεκίνησε με τους Friedman & Savage (1948), οι οποίοι επεσήμαναν ότι η συμπεριφορά των ανθρώπων παίζει πολύ σημαντικό ρόλο, είτε το κίνητρο είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου είτε η αντιμετώπιση της φτώχειας, καθώς παρατήρησαν πως οι ίδιοι άνθρωποι που αγόραζαν λαχεία, αγόραζαν και ασφαλιστήρια συμβόλαια. Με λίγα λόγια, αναζητούσαν και αποστρέφονταν τον κίνδυνο ταυτόχρονα. Το 1952 ο Markowitz ανέπτυξε αυτή τη θεωρία, συμπεραίνοντας ότι στόχος των ανθρώπων είναι να ανέβουν επίπεδο στις κοινωνικές τάξεις λαμβάνοντας τον απαραίτητο κίνδυνο προκειμένου να μεγιστοποιήσουν τον πλούτο τους. Μετέπειτα, το 1979 οι Kahneman και Tversky ανέπτυξαν τη θεωρία του Markowitz περιγράφοντας πως οι άνθρωποι αναζητούν τον κίνδυνο όταν είναι κάτω από τα επίπεδα φιλοδοξίας τους, όπως στην περίπτωση του λαχείου, ενώ παράλληλα αποστρέφονται τον κίνδυνο όταν αυτός είναι πάνω από τα επίπεδα φιλοδοξίας τους¹³⁸. Η Θεωρία των Προοπτικών (Prospect theory), όπως ονομάστηκε, αναπτύχθηκε χρησιμοποιώντας τεχνικές γνωστικής ψυχολογίας (cognitive psychology) για την ανάλυση οικονομικών αποφάσεων με βάση με την

¹³³ Νικόλαος, Δ. Φ. (2015). Η ψυχολογία των αγορών. Παρεμβάσεις πριν και μετά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, Αθήνα.

¹³⁴ Parsaemehr, M., Rezaei, F., & Sedera, D. (2013). Personality type of investors and perception of financial information to make decisions. *Asian Economic and Financial Review*, 3(3), 283.

¹³⁵ Πετράκης Ε. Παναγιώτης, Σταματάκης Δ., Αξιολόγηση Επενδύσεων.

¹³⁶ Pompian, M. M. (2012). *Behavioral finance and wealth management: how to build investment strategies that account for investor biases* (Vol. 667). John Wiley & Sons

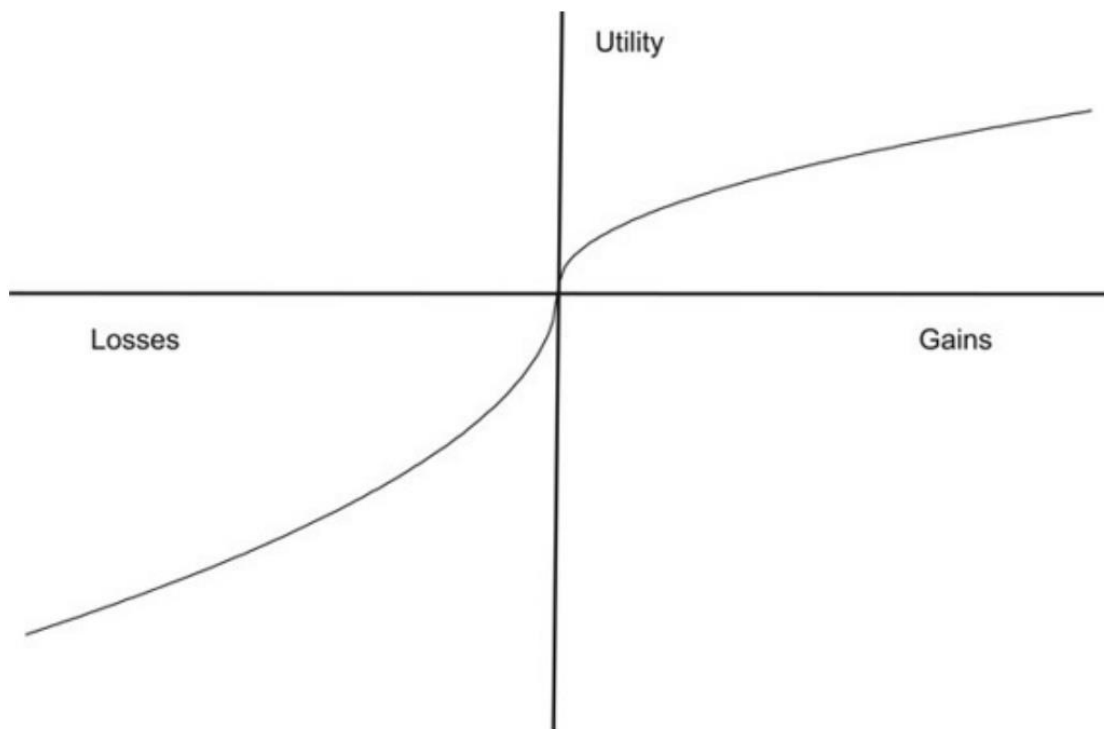
¹³⁷ Νικόλαος, Δ. Φ. (2015). Η ψυχολογία των αγορών. Παρεμβάσεις πριν και μετά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, Αθήνα.

¹³⁸ Statman, M. (2008). What is behavioral finance. *Handbook of finance*, 2(9), 79-84.

ανθρώπινη κρίση. Έχει παρόμοια στοιχεία με τη θεωρία προσδοκώμενης χρησιμότητας, διότι υποθέτει πως τα άτομα μεγιστοποιούν ένα σταθμισμένο άθροισμα χρησιμότητων, με τη διαφορά ότι οι σταθμίσεις δεν είναι ίσες με τις πραγματικές πιθανότητες και η χρησιμότητα καθορίζεται από μία Συνάρτηση Αξίας (Value Function), παρά από μια συνάρτηση χρησιμότητας. Η Θεωρία χωρίζεται σε δύο στάδια, αυτό της¹³⁹:

- Ανάπτυξης (editing)
- Αξιολόγησης (evaluation) πιθανών αποτελεσμάτων (προοπτικών)

Η Συνάρτηση αξίας αποτελείται από μία καμπύλη S (Διάγραμμα 7) , η ασυμμετρία της οποίας εκφράζει πως οι άνθρωποι αποτιμούν τα κέρδη και τις ζημιές, επηρεαζόμενοι περισσότερο από το αίσθημα απώλειας παρά το προσδοκώμενο κέρδος. Αποτυπώνει την τάση των επενδυτών να πωλούν αξιόγραφα σε υψηλές τιμές και να τα διακρατούν σε χαμηλές. Δηλαδή, η δυσαρέσκεια που αισθάνονται για μία απώλεια είναι μεγαλύτερη από την ευχαρίστηση που προκύπτει από την επίτευξη κέρδους.



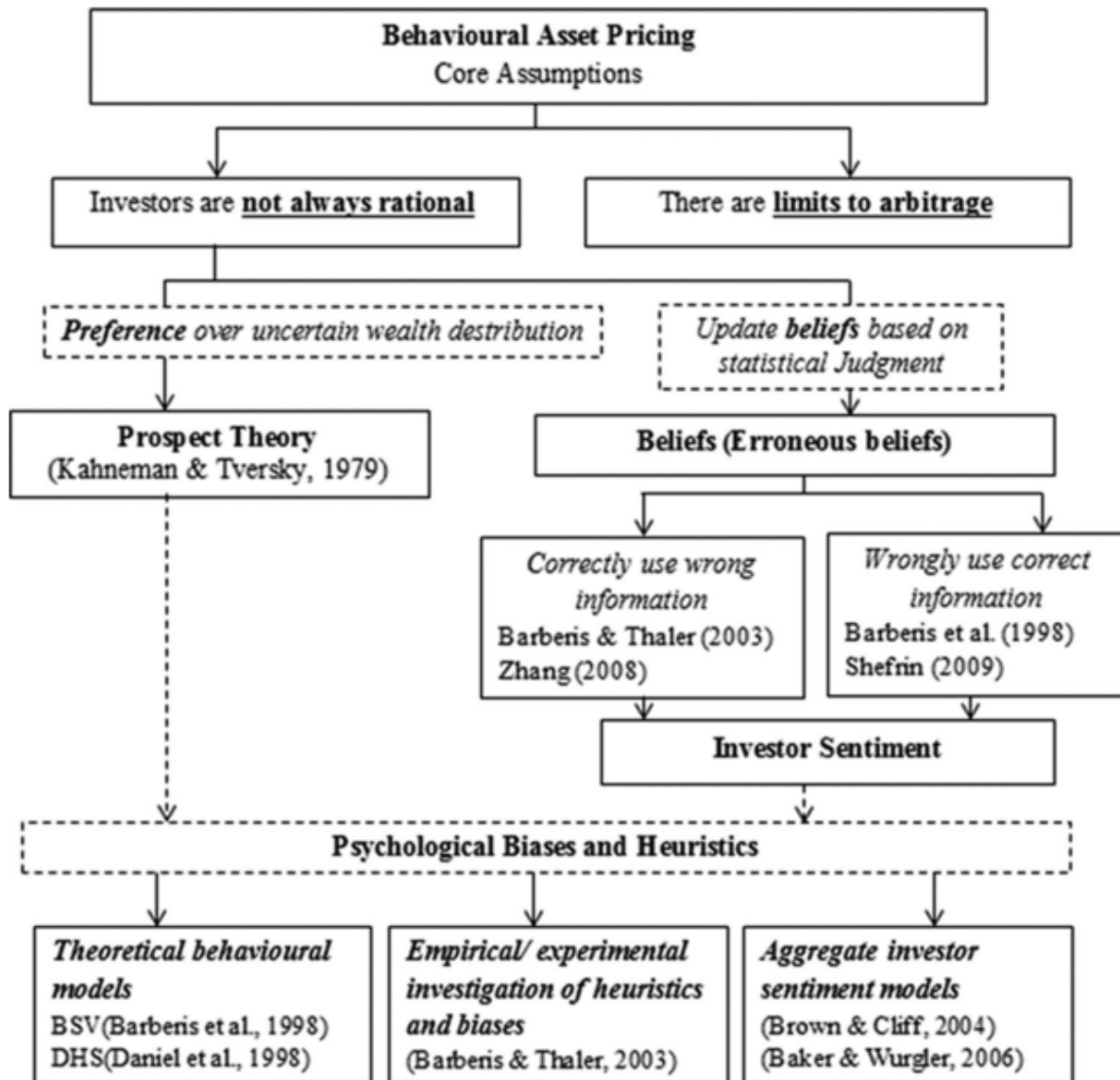
Διάγραμμα 7
Συνάρτηση αξίας¹⁴⁰

¹³⁹ Πετράκης Ε. Παναγιώτης, Σταματάκης Δ., Αξιολόγηση Επενδύσεων

¹⁴⁰ Nofsinger, J. R. (2017). The psychology of investing. Routledge.

Μερικοί υποστηρικτές της συμπεριφορικής επιστήμης είναι οι Νομπελίστες Οικονομικών Daniel Kahnemann, Amos Tversky, Robert Shiller, Vernon Smith και Richard Thaler.

Στο Διάγραμμα 8, παρατίθενται η εξέλιξη της συμπεριφορικής τιμολόγησης περιουσιακών στοιχείων με αφετηρία τη Θεωρία των Προοπτικών.



Διάγραμμα 8
Η εξέλιξη της συμπεριφορικής τιμολόγησης περιουσιακών στοιχείων¹⁴¹

¹⁴¹ Nanayakkara, N. S., Nimal, P. D., & Weerakoon, Y. K. (2019). Behavioural asset pricing: a review.

Σε αυτό το σημείο, είναι σημαντικό να αναφερθεί η ιδέα που διατύπωσε ο Philip de Brouwer το 2012 για την καλύτερη κατανόηση της συμπεριφορικής θεωρίας χαρτοφυλακίου. Η ιδέα αυτή βασίζεται στην πυραμίδα του Abraham Maslow (1943), σύμφωνα με την οποία οι άνθρωποι γεννιούνται με ένα σύνολο αναγκών, οι οποίες ιεραρχούνται σε πέντε επίπεδα, όπου στο κατώτερο επίπεδο βρίσκονται οι βασικές ανάγκες και στο ανώτερο οι ανάγκες αυτοπραγμάτωσης. Η ικανοποίηση ανώτερου επιπέδου αναγκών, προϋποθέτει την εκπλήρωση των κατώτερων επιπέδων. Έτσι κρίθηκε αναγκαίος ο παραλληλισμός με τις χρηματοοικονομικές ανάγκες των ανθρώπων, ανάλογα με το στόχο που επιθυμούν να ικανοποιήσουν και το επίπεδο κινδύνου που είναι σε θέση να αναλάβουν. Κατά σειρά από το κατώτερο στο ανώτερο επίπεδο αναγκών (Διάγραμμα 9) βρίσκουμε τις¹⁴²:

1. Βασικές ανάγκες, όπως η εξασφάλιση μετρητών για την κάλυψη καθημερινών εξόδων
2. Ανάγκες για αίσθημα χρηματοοικονομικής ασφάλειας, μέσω επενδύσεων σε αποταμιευτικά, ασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά προγράμματα, καθώς και μέσω πρόσβασης σε κεφάλαια έκτακτης ανάγκης.
3. Ανάγκες για αίσθημα κοινωνικής αποδοχής και συσσωρευμένου πλούτου, διοχετεύοντας κεφάλαια σε μακροπρόθεσμες μορφές επενδύσεων ή/και αποπληρωμής δανείων.
4. Ανάγκες για αίσθημα αυτοεκτίμησης και χρηματοοικονομικής ελευθερίας, που μπορεί να επιτευχθεί μέσω επενδύσεων σε αμοιβαία κεφάλαια και σε αξιόγραφα υψηλού κινδύνου, αλλά και σε κάλυψη υψηλότερου επιπέδου οικογενειακών αναγκών, όπως μελλοντικά πανεπιστημιακά δίδακτρα ή/και εξασφάλιση κεφαλαίου για την πραγματοποίηση διακοπών.
5. Ανάγκες για αίσθημα αυτοπραγμάτωσης και εξασφάλισης κληρονομιάς, οι οποίες μπορούν να επιτευχθούν μέσω τεχνικών μεγιστοποίησης πλούτου που ενέχουν υψηλό κίνδυνο. Παράδειγμα αποτελούν οι επενδύσεις σε παράγωγα, εξειδικευμένα ΔΑΚ ή Α/Κ και σε IPOs, αλλά και μέσω σχεδιασμού αγοράς ακινήτων, επιχειρήσεων και φορολογικών στρατηγικών.

¹⁴² Νικόλαος, Δ. Φ. (2015). Η ψυχολογία των αγορών. Παρεμβάσεις πριν και μετά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, Αθήνα.



Διάγραμμα 9
 Η θεωρία χαρτοφυλακίου του Maslow¹⁴³

Τέλος, υπάρχει ένα αναδυόμενο πεδίο μελέτης που ονομάζεται Νευροχρηματοοικονομική (Neurofinance) το οποίο εξετάζει τα νευροβιολογικά χαρακτηριστικά ενός ατόμου που είναι πιο πιθανό να συσχετιστούν με τη λήψη οικονομικών αποφάσεων και να βοηθήσουν στον εντοπισμό σημαντικών αποκλίσεων και υπερβολών της αγοράς. Η λειτουργία του εγκεφάλου μπορεί να εξηγήσει τις ενέργειες και τις συμπεριφορές των επενδυτών. Χαρακτηριστικά όπως, η ντοπαμίνη (dopamine), η σεροτονίνη (serotonin), η αμυγδαλή (amygdala), και ο προμετωπιαίος λοβός (prefrontal cortex) μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά τις αποφάσεις των επενδυτών και την ανάληψη κινδύνου¹⁴⁴.

¹⁴³ www.advisor.visualcapitalist.com

¹⁴⁴ Pompian, M. M. (2012). Behavioral finance and wealth management: how to build investment strategies that account for investor biases (Vol. 667). John Wiley & Sons.

3.3 Ευριστικοί κανόνες & Συμπεριφορικά σφάλματα

Οι άνθρωποι παίρνουν αποφάσεις, όχι πάντοτε βέλτιστες, απλοποιώντας τις επιλογές που τους παρουσιάζονται, επεξεργαζόμενοι τις διαθέσιμες πληροφορίες και απορρίπτοντας ορισμένες (συνήθως πιο περίπλοκες) εναλλακτικές. Προτιμούν να βρουν μια λύση που είναι «αρκετά καλή» αντί να επιλέξουν τη βέλτιστη απόφαση¹⁴⁵. Όπως αναφέραμε, οι Khaneman & Tversky ήταν οι πρώτοι που αμφισβήτησαν την ύπαρξη ορθολογικών επενδυτών αναδεικνύοντας τα συμπεριφορικά σφάλματα. Σε γενικές γραμμές, η μη ορθολογική συμπεριφορά τους είναι απόρροια¹⁴⁶:

- Παραγόντων συμπεριφοράς
- Γνωστικών σφαλμάτων, προκαταλήψεων, στερεοτύπων, συναισθημάτων και επιρροών
- Προτιμήσεων ως προς τον κίνδυνο
Είναι πιθανότερο οι επενδυτές που αποστρέφονται τον κίνδυνο να δίνουν προτεραιότητα σε συντηρητικές στρατηγικές, ενώ οι επενδυτές που αναζητούν τον κίνδυνο επιδιώκουν υψηλότερες αποδόσεις μέσω επιθετικών στρατηγικών.
- Ψυχολογικών παραγόντων
Η απληστία και ο φόβος μπορούν να οδηγήσουν τους επενδυτές σε κερδοσκοπικές ενέργειες ή να χάσουν την ευκαιρία για πιθανά κέρδη αντίστοιχα.
- Ασύμμετρης πληροφόρησης (asymmetric information)
Όταν ένα μέρος επενδυτών έχει καλύτερη πληροφόρηση από το άλλο, συνήθως τα ασθενέστερα κοινωνικά άτομα, τότε δημιουργείται ανισοκατανομή πλούτου σε βάρος των μικροεπενδυτών.
- Θορύβου (noise)
Αποτελεί βασικό στοιχείο επιρροής των επενδυτικών αποφάσεων και κατ' επέκταση της συμπεριφοράς των αγορών προκαλώντας ανωμαλίες, υπερβολές και εσφαλμένες επιλογές¹⁴⁷.

¹⁴⁵ Pompian, M. M. (2012). Behavioral finance and wealth management: how to build investment strategies that account for investor biases (Vol. 667). John Wiley & Sons.

¹⁴⁶ Samuels, J. I. (2024). Enhancing Investment Management Strategies: A Comprehensive Analysis of Financial Instruments and Risk Mitigation Techniques.

¹⁴⁷ Νικόλαος, Δ. Φ. (2015). Η ψυχολογία των αγορών. Παρεμβάσεις πριν και μετά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, Αθήνα.

Σύμφωνα με τον Mark Pankin (2005) τα επτά πιο σημαντικά σφάλματα που διαπράττουν οι μικροεπενδυτές είναι¹⁴⁸:

- το συναίσθημα (emotion)
- η απληστία (greed)
- η αλαζονεία (arrogance)
- η μυωπία (myopia), δηλαδή η τάση των επενδυτών να βασίζονται σε πιο πρόσφατα στοιχεία, παραβλέποντας τις μακροπρόθεσμες ευκαιρίες.
- η αποδιοργάνωση (disorganization)
- η ανυπομονησία (impatience)
- και η δειλία (cowardice).

Τα συμπεριφορικά σφάλματα (behavioral biases) και οι ευριστικοί κανόνες (heuristics) εμφανίστηκαν για να εξηγήσουν τους παραπάνω παράγοντες. Ουσιαστικά, αποτελούν προτιμήσεις ή προκαταλήψεις που οδηγούν σε μη ορθολογικές συμπεριφορές επηρεάζοντας τη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Κάποια σφάλματα συνδέονται με τις ανάγκες των ανθρώπων, ενώ άλλα σφάλματα συνδέονται με τις αντιλήψεις, τη μνήμη και την επεξεργασία πληροφοριών. Χωρίζονται σε¹⁴⁹:

- Στατιστικά σφάλματα
- Γνωστικά (cognitive) σφάλματα
- Σφάλματα επεξεργασίας πληροφοριών ή σφάλματα μνήμης
- Συναισθηματικά (emotional) σφάλματα, τα οποία προκύπτουν αυθόρμητα ως αποτέλεσμα στάσεων και συναισθημάτων

Τα συμπεριφορικά σφάλματα είναι αναγκαία για τη μελέτη των αγορών, καθώς επηρεάζουν τόσο τις επενδυτικές αποφάσεις όσο και τον πλούτο των ανθρώπων και της κοινωνίας, λόγω της κυριαρχίας των συναισθημάτων, ιδιαίτερα σε περιόδους κρίσεων και αβεβαιότητας. Η κατανόηση των σφαλμάτων μπορεί να συμβάλλει στη χάραξη κατάλληλων επενδυτικών στρατηγικών για τη διαμόρφωση ενός κερδοφόρου χαρτοφυλακίου ανάλογα με τη συμπεριφορά των επενδυτών κατά τη διάρκεια χρηματιστηριακών κύκλων και μεταβλητότητας των αγορών, ενώ αποτελούν ένα από τους βασικούς λόγους που ο μέσος επενδυτής επιτυγχάνει κέρδη πολύ δύσκολα. Αναλυτικά παρατίθενται μερικά από τα πιο σημαντικά συμπεριφορικά σφάλματα^{150,151,152}:

- Σφάλμα αντιπροσωπευτικότητας (representativeness bias).
Η ανθρώπινη κρίση τείνει να κατατάσσει τα γεγονότα σε οικείες κατηγορίες, οι οποίες αντιπροσωπεύουν ορισμένα χαρακτηριστικά. Έτσι και η λήψη επενδυτικών αποφάσεων βασίζεται σε στερεότυπα και γενικεύσεις, όπως η πεποίθηση ότι οι τιμές των αξιογράφων θα ακολουθήσουν την ίδια ανοδική πορεία, όπως στο παρελθόν, θεωρώντας πως ένα μικρό δείγμα είναι αντιπροσωπευτικό της αγοράς.

¹⁴⁸ Νικόλαος, Δ. Φ. (2015). Η ψυχολογία των αγορών. Παρεμβάσεις πριν και μετά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, Αθήνα.

¹⁴⁹ Pompian, M. M. (2012). Behavioral finance and wealth management: how to build investment strategies that account for investor biases (Vol. 667). John Wiley & Sons.

¹⁵⁰ Νικόλαος, Δ. Φ. (2015). Η ψυχολογία των αγορών. Παρεμβάσεις πριν και μετά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, Αθήνα.

¹⁵¹ Πετράκης Ε. Παναγιώτης, Σταματάκης Δ., Αξιολόγηση Επενδύσεων.

¹⁵² Pompian, M. M. (2012). Behavioral finance and wealth management: how to build investment strategies that account for investor biases (Vol. 667). John Wiley & Sons

- Σφάλμα διαθεσιμότητας (availability/recency bias)
Οι επενδυτές τείνουν να αποφασίζουν με βάση τα στοιχεία που έχουν στη διάθεση τους, όπως μόνο προσβάσιμες σε αυτούς πληροφορίες ή με βάση την προσωπική τους εμπειρία δίχως να προβαίνουν σε στοιχειώδη έρευνα, με αποτέλεσμα να αλλοιώνεται η κρίση τους ως προς την πιθανότητα πραγματοποίησης ενός γεγονότος. Συνήθως, επιλέγουν επενδύσεις που ταιριάζουν στην προσωπικότητά τους, ενώ παράλληλα προβλέπουν την πιθανότητα ενός αποτελέσματος με βάση το πόσο διαδεδομένη ή οικεία σε αυτούς είναι η εκάστοτε επένδυση.
- Σφάλμα του status quo (status quo bias)
Είναι ένα συναισθηματικό σφάλμα, το οποίο εκφράζει την τάση των ανθρώπων να θέλουν τα πράγματα να παραμείνουν ίδια, παρόλο που μία εναλλακτική επιλογή μπορεί να βελτιώσει την κατάσταση.
- Σφάλμα οικειότητας (familiarity bias)
Οι επενδυτές έχουν την πεποίθηση ότι γνωρίζουν πολύ καλά το επενδυτικό περιβάλλον στο οποίο είναι εξοικειωμένοι, όπως συγκεκριμένους τύπους επενδυτικών αγαθών ή μετοχές της εταιρείας που εργάζονται (employer bias). Επιπλέον, οι επενδυτές που διαπράττουν αυτό το σφάλμα επενδύουν σε εταιρείες που είναι ευρέως γνωστές.
- Υπερβολική αυτοπεποίθηση (overconfidence bias)
Οι επενδυτές θεωρούν ότι έχουν εξαιρετικές γνώσεις και ικανότητες προβαίνοντας σε συναλλαγές υψηλού κινδύνου. Η αυτοπεποίθηση τους μπορεί να είναι έμφυτη ή να καλλιεργείται μέσω προσωρινών επαναλαμβανόμενων κερδών, ενώ εξειδικεύεται στους παρακάτω τύπους σφαλμάτων:
 - Μεροληψία της ύστερης γνώσης (hindsight bias)
Η τάση των επενδυτών να προβλέπουν πραγματικά γεγονότα πριν αυτά πραγματοποιηθούν, αυξάνοντας έτσι την υπερβολική αυτοπεποίθηση. Γνωστή είναι η φράση «Το ήξερα από την αρχή».
 - Μεροληψία της αυτό-απόδοσης (self attribution bias)
Οι επενδυτές αποδίδουν τις επικερδείς επενδυτικές επιλογές στις ικανότητές τους και τις ζημιωγόνες σε εξωτερικούς παράγοντες.
- Γνωστική ασυμφωνία ή θεωρία ασυνεπούς αντίληψης (cognitive dissonance)
Είναι το δυσάρεστο συναίσθημα που νοιώθουν οι επενδυτές όταν έρχονται αντιμέτωποι με νέες πληροφορίες που αντικρούουν τις πεποιθήσεις τους και για αυτό τις απορρίπτουν. Δηλαδή, είναι η διανοητική σύγκρουση των ανθρώπων απέναντι σε καταστάσεις που φανερώνουν πως οι πεποιθήσεις ή οι υποθέσεις τους είναι λανθασμένες, ενώ ενέχει το συναίσθημα της μεταμέλειας. Μεγάλες επιπτώσεις έχουν αυτοί που προσκολλώνται σε συγκεκριμένα αξιόγραφα για να μη βιώσουν το αίσθημα της απώλειας. Παράλληλα, οι επενδυτές θεωρούν τους εαυτούς αρκετά ικανούς ώστε να απορρίπτουν νέες πληροφορίες ή να συμβουλευόμαστε όσες συμβαδίζουν με τα πιστεύω τους, παραμένοντας στα καθιερωμένα πρότυπά τους, παραλείποντας το στοιχείο της λογικής. Το σφάλμα αυτό διακρίνεται στην:

- Επιλεκτική αντίληψη
Οι επενδυτές συγκρατούν μόνο γνώριμες πληροφορίες που επιβεβαιώνουν την τακτική τους.
- Επιλεκτική λήψη αποφάσεων
Οι επενδυτές διατηρούν και δικαιολογούν τις ίδιες αποφάσεις ανεξάρτητα από το εάν είναι ζημιογόνες.
- Αποστροφή απώλειας (loss aversion)
Οι άνθρωποι προτιμούν να αποφύγουν μία ενδεχόμενη απώλεια, παρά να εστιάσουν στην απόκτηση κέρδους, όπως αποδείχθηκε από τους Kahneman & Tversky το 1979. Το 1992 οι τελευταίοι ανέφεραν ότι, όσον αφορά τα χρήματα, οι άνθρωποι αξιολογούν μία απώλεια σε διπλάσιο βαθμό σε σύγκριση με ένα κέρδος της ίδιας τάξεως. Ως αποτέλεσμα, οι επενδυτές να διακρατούν για μεγάλο διάστημα ζημιογόνες επενδύσεις με την πεποίθηση ότι θα ανακάμψουν σύντομα. Επιπρόσθετο χαρακτηριστικό του σφάλματος αυτού αποτελεί η «επίδραση της χρηματοδότησης» (Thaler, 1980), σύμφωνα με το οποίο ένα άτομο αξιολογεί πολύ περισσότερο ένα αγαθό όταν το αποκτά σε σύγκριση με πριν το αποκτήσει, διότι επικρατεί το αίσθημα της απώλειας.
- Σφάλμα επιβεβαίωσης (confirmation bias)
Έχοντας στοιχεία της γνωστικής ασυμφωνίας, τα άτομα επιλέγουν να επεξεργάζονται νέες πληροφορίες με τέτοιο τρόπο, ώστε να επιβεβαιώνουν τις παρελθούσες πεποιθήσεις και επιλογές τους, δίνοντας αδικαιολόγητη έμφαση σε γεγονότα που επιβεβαιώνουν το αποτελέσματα που επιθυμούν και υποβαθμίζοντας όποιες πληροφορίες έρχονται σε αντίθεση με τις πεποιθήσεις τους.
- Σφάλμα αισιοδοξίας (optimism bias) & σφάλμα απαισιοδοξίας (pessimism bias)
Αποτελεί την υπερβολική σιγουριά των επενδυτών για τη θετική ή αρνητική έκβαση των επιλογών τους, αλλά και την υπερβάλλουσα πεποίθηση για την ανοδική ή καθοδική πορεία της αγοράς αντίστοιχα. Μπορεί να οδηγήσει σε υπερεκτίμηση ή υποεκτίμηση του κινδύνου, ενώ οι επενδυτές τείνουν να παραβλέπουν ή να εστιάζουν σε αρνητικές πληροφορίες (κίνδυνος) που ενδέχεται να επηρεάσουν το χαρτοφυλάκιά τους.
- Αγελαιία συμπεριφορά ή συμπεριφορά των ορδών (herding bias/ behavior)
Αναφέρεται στην κυριαρχία και ψυχολογία της μάζας (mass psychology), οι επιλογές της οποίας καθοδηγούν εμμέσως τις ατομικές επενδυτικές ενέργειες. Το άτομο ακολουθεί τις αποφάσεις του πλήθους, ιδιαίτερα το οικείο περιβάλλον και τα ΜΜΕ (media response), επηρεάζοντας τη δική του κρίση ειδικά όταν αυτή αντικρούει τη συμπεριφορά των άλλων. Ως εκ τούτου, η συμπεριφορά αυτή μπορεί να οδηγήσει σε υπεραγορές τίτλων φέρνοντας νέο κύμα επενδυτών, ενώ ταυτόχρονα οι υπάρχοντες επενδυτές στρέφονται προς την ίδια κατεύθυνση, με αποτέλεσμα να δημιουργούνται αποσταθεροποιήσεις των αγορών και κερδοσκοπικές φούσκες, αγνοώντας τις πληροφορίες που έχουν οι ίδιοι. Αυτό το φαινόμενο ονομάζεται καταρράκτης πληροφοριών (information cascade), ενώ σημαντικό παράδειγμα αποτελεί η φούσκα του ΧΑΑ το 1999, η ανοδική πορεία του οποίου προσέλκυσε δεκάδες νέους μικροεπενδυτές.

- Συντηρητισμός/Διατηρησιμότητα (conservatism)
Οι άνθρωποι που διαπράττουν αυτό το σφάλμα βασίζονται σε παλαιότερες πιθανότητες, αποφεύγοντας την επεξεργασία νέων πληροφοριών, πράγμα που απαιτεί χρόνο και έτσι ακολουθούν τις προγενέστερες πεποιθήσεις. Ακόμη, τείνουν να προσαρμόζουν ή να αλλάζουν την τακτική τους πολύ καθυστερημένα όταν λαμβάνουν μία νέα πληροφορία που ενδεχομένως να επηρεάσει τις επενδύσεις τους. Ουσιαστικά, οι άνθρωποι υποαντιδρούν σε νέες πληροφορίες, καθώς είναι νοητικά δαπανηρό ειδικά σε σύγκριση με στατιστικά αποδεδειγμένα αποτελέσματα του παρελθόντος, όπως επισημαίνει ο καθηγητής David Hirshleifer.
- Αποστροφή μετάνοιας (regret aversion)
Συνδέεται με το συντηρητισμό και τις αγελαίες συμπεριφορές. Το άτομο καλείται να αντιμετωπίσει καταστάσεις τις οποίες θα μπορούσε να αποφύγει και έτσι αποφεύγει ενέργειες που ενδέχεται να οδηγήσουν σε παρόμοια αποτελέσματα, επηρεάζοντας την ορθή λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Η μέθοδος dollar-cost averaging είναι ιδανική για επενδυτές που έχουν την τάση να εκδηλώνουν αποστροφή μετάνοιας, καθώς αποτελεί προσωπικό απαράβατο κανόνα επένδυσης συγκεκριμένου ποσού σε ορισμένο χρόνο, απαλλάσσοντας τον εαυτό τους από το αίσθημα της υπευθυνότητας¹⁵³.
- Φήμες (rumours)
Είναι πληροφορίες που δεν έχουν επιβεβαιωθεί, αλλά μεταδίδονται στην αγορά, καθώς μερικοί επενδυτές επιλέγουν να τις συμβουλευτούν, ενώ δημιουργούν συναισθήματα ανακούφισης σε περιόδους αβεβαιότητας.
- Αγκίστρωση/Προσκόλληση (anchoring bias)
Εμφανίζεται όταν οι επενδυτές είναι προσκολλημένοι σε μία συγκεκριμένη τιμή που επιθυμούν να πουλήσουν ή να αγοράσουν ένα αξιόγραφο, αγνοώντας άλλες σημαντικές παραμέτρους. Η τιμή αυτή αποτελεί μια «αγκυρα» («anchor»), την οποία προσαρμόζουν, ώστε να συνάδουν με τις επερχόμενες πληροφορίες, καθώς και με τις ιστορικές αποδόσεις.
- Η πλάνη του χαμένου κόστους (sunk cost fallacy)¹⁵⁴
Σχετίζεται με την αποστροφή απώλειας, καθώς βασίζεται στην υπόθεση ότι συνέχιση μιας επενδυτικής προσπάθειας είναι δικαιολογημένη, όταν έχουν επενδυθεί ήδη κεφάλαια και χρόνος, με αποτέλεσμα οι μελλοντικές αποφάσεις να εξαρτώνται αποκλειστικά από τα βραχυπρόθεσμα κόστη και τα στοιχεία του παρελθόντος και όχι από τις πιθανές ευκαιρίες.
- Το λάθος του παίκτη (gambler's fallacy)
Είναι η πεποίθηση ότι θα αντιστραφεί η ανοδική ή πτωτική πορεία της αγοράς
- Το λάθος των ζεστών χεριών (hot hand fallacy)
Εκφράζει την πεποίθηση του ατόμου ότι θα συνεχιστεί η ανοδική ή πτωτική πορεία της αγοράς, όπως συμβαίνει και στα τυχερά παιχνίδια.

¹⁵³ Meir, S. (1995). A behavioral framework for dollar-cost averaging. Journal of Portfolio Management, 22(1), 70-78.

¹⁵⁴ www.investopedia.com

- Φαινόμενο του διαθέσιμου χρήματος (house money effect)
Οι άνθρωποι τείνουν να είναι περισσότερο ριψοκίνδυνοι με τα κέρδη επί των επενδύσεών τους, καθώς έχουν την πεποίθηση ότι απέκτησαν χρήματα τα οποία δεν ήταν δικά τους στο παρελθόν.
- Νοητική λογιστική (mental accounting)
Επινοήθηκε από τον καθηγητή Richard Thaler και περιγράφει την τάση των ανθρώπων να διατηρούν διαφορετικούς νοητικούς λογαριασμούς για την εξυπηρέτηση μεμονωμένων επενδυτικών στόχων, όπως η δημιουργία συνταξιοδοτικών/ασφαλιστικών λογαριασμών και η μεγιστοποίηση πλούτου¹⁵⁵, δίχως να αναλογίζονται το συνολικό κίνδυνο των επενδύσεών τους. Παράδειγμα αποτελεί η χρήση πιστωτική κάρτας, καθώς δεν υπάρχει άμεση απώλεια χρημάτων σε αντίθεση με μία χρεωστική. Σε αυτό το σημείο είναι σημαντικό να αναφέρουμε πως σε αυτό το φαινόμενο βασίστηκε η Συμπεριφορική Θεωρία Χαρτοφυλακίου (Behavioral Portfolio Theory), που διατυπώθηκε από τους Shefrin και Statman (2000). Επιπλέον, συνδέεται με τη μυωπική αποστρόφη απώλειας (myopic loss aversion) και αποτελείται από ένα ευρύ φάσμα γνωστικών διαδικασιών, που εξετάζουν το τρόπο με τον οποίο οι άνθρωποι διαχειρίζονται τις συναλλαγές τους. Τρεις παράγοντες της νοητικής λογιστικής είναι:
 - Ο τρόπος που αποκτήθηκε το εισόδημα, δηλαδή αν αποκτήθηκε από ένα τυχερό παιχνίδι ή από σκληρή εργασία, καθώς η προέλευση του εισοδήματος έχει και διαφορετική αντιμετώπιση.
 - Η τάση των ανθρώπων να διανείμουν τα γεγονότα σε διαφορετικούς νοητικούς λογαριασμούς (mental accounts), σύμφωνα με καθαρά υποκειμενικά κριτήρια.
 - Η συχνότητα κατά την οποία οι νοητικοί λογαριασμοί αξιολογούνται, καθώς γίνεται και διαφορετικός απολογισμός των λογαριασμών αυτών.
- Σφάλμα διατύπωσης/πλαisiώσης (framing)
Η διατύπωση ενός προβλήματος μπορεί να επηρεάσει τις αποφάσεις των επενδυτών. Παράδειγμα είναι η απόρριψη μία επενδυτικής ευκαιρίας, καθαρά λόγω του κινδύνου που την περιβάλλει. Έτσι, η απόφαση μπορεί να διαφέρει ανάλογα με τον τρόπο που παρουσιάζονται οι διαθέσιμες επιλογές, οι πληροφορίες και τα δεδομένα.
- Ψευδαισθήσεις (illusions)
Εκφράζει τη σχέση μεταξύ λογικών και εμπειρικών εκτιμήσεων, όπου μία διαταραχή των αισθήσεων μπορεί να οδηγήσει σε λανθασμένες επενδυτικές ενέργειες. Οι ψευδαισθήσεις μπορεί να είναι:
 - Οπτικές (optical illusions)
 - Ελέγχου (illusions of control)
Οι άνθρωποι πιστεύουν ότι μπορούν να ελέγξουν ή να επηρεάσουν την έκβαση ορισμένων γεγονότων, με αποτέλεσμα να έχουν υπερβολική αυτοπεποίθηση αυξάνοντας τον όγκο των συναλλαγών τους.

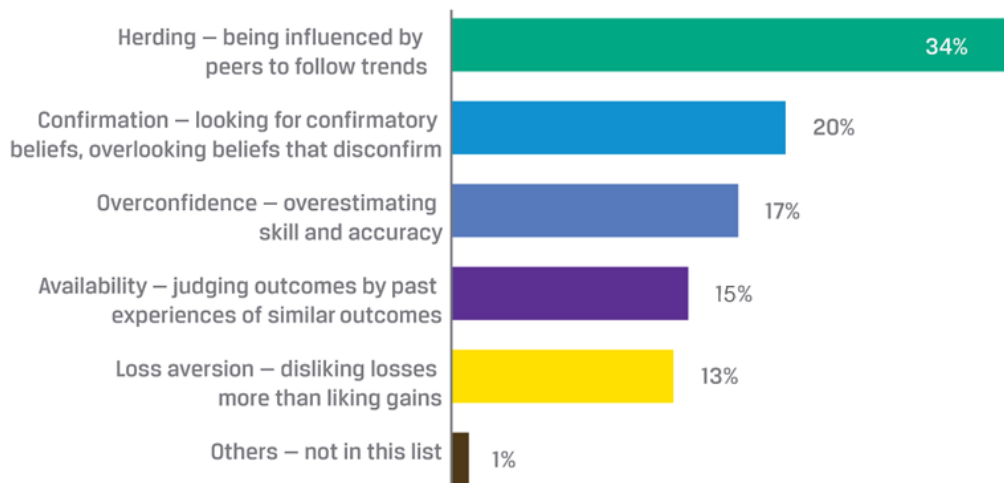
¹⁵⁵ Statman, M. (2008). What is behavioral finance. Handbook of finance, 2(9), 79-84.

- Γνώσης (illusions of knowledge)
Αποτελεί άλλο ένα φαινόμενο που οδηγεί σε υπερβολική αυτοπεποίθηση, καθώς το άτομο έχει την πεποίθηση ότι γνωρίζει αρκετά καλά την χρηματοοικονομική αγορά.
- Χρήματος (money illusion)¹⁵⁶
Παρατηρείται πως τα άτομα δεν λαμβάνουν υπόψη την επίδραση του πληθωρισμού στα χρηματοοικονομικά προϊόντα, τα οποία εκφράζονται σε εγχώρια νομίσματα, με αποτέλεσμα να μη γίνονται οι απαραίτητες προσαρμογές. Το σφάλμα αυτό αναφέρεται στην τάση των ατόμων να σκέφτονται σε ονομαστικούς και όχι σε πραγματικούς όρους, αγνοώντας την πραγματική αξία του χρήματος αλλά και τις αρνητικές συνέπειες του πληθωρισμού, γεγονός που επηρεάζει άμεσα τις επενδύσεις τους.
- Υπεραντίδραση (overreaction) & υποαντίδραση (underreaction)
Αναφέρεται στην υπερβολική αντίδραση των επενδυτών σε νέες πληροφορίες, αλλά και στις τιμές των μετοχών, ιδιαίτερα σε περιπτώσεις όπου υπάρχουν μερίσματα ή μεταβαλλόμενα επιτόκια ομολόγων.
- Σφάλμα προσωπικής επιτυχίας (self-attribution bias)
Οι επενδυτές επαινούν τον εαυτό τους για αποτελέσματα που ενδέχεται να οφείλονται στη τύχη, πιστεύοντας ότι τα κέρδη οφείλονται στις προσωπικές τους ικανότητες.
- Σφάλμα εθισμού (addiction bias)
Είναι η επιμονή των επενδυτών σε στρατηγικές που έφεραν κέρδη στο παρελθόν.
- Αποτέλεσμα κληροδοτήματος (endowment effect)
Είναι ένα συναισθηματικό σφάλμα, όπου οι επενδυτές εκτιμούν περισσότερο ένα περιουσιακό στοιχείο που είναι στην κατοχή τους από τα στοιχεία που δεν κατέχουν.
- Προκατάληψη προσκόλλησης (attachment bias)
Οι επενδυτές συνδέονται συναισθηματικά με τα περιουσιακά τους στοιχεία, παραβλέποντας τα αρνητικά τους χαρακτηριστικά και το αν εξυπηρετούν την στρατηγική τους.
- Προκατάληψη συγγένειας (affinity bias)
Είναι ένα συναισθηματικό σφάλμα που αναφέρεται στην τάση ενός ατόμου να λαμβάνει επενδυτικές αποφάσεις ανάλογα με το πως ένα συγκεκριμένο επενδυτικό αγαθό αντικατοπτρίζει τις αξίες του.
- Αποτέλεσμα προδιάθεσης (disposition effect)
Σχετίζεται με τα αισθήματα της απώλειας και της μετάνοιας, καθώς οι επενδυτές τείνουν να πουλάνε πολύ νωρίς «νικητές» τίτλους (winners), και να διακρατούν «χαμένους» (losers) τίτλους, για μεγάλο χρονικό διάστημα με την πεποίθηση ότι θα ανακάμψουν. (Shefrin & Statman, 1995)

¹⁵⁶ www.euro2day.gr

- Σφάλμα εντοπιότητας (home bias)
Περιέχει στοιχεία του σφάλματος οικειότητας, καθώς οι επενδυτές τείνουν να επενδύουν περισσότερο ή αποκλειστικά σε περιουσιακά στοιχεία της χώρας που κατοικοεδρεύουν.
- Έλλειψη αυτοελέγχου (self-control bias)
Το φαινόμενο αυτό αναφέρεται σε επενδυτές, των οποίων οι ενέργειες περιέχουν ελλιπή προγραμματισμό και υψηλό δανεισμό.

Στο Διάγραμμα 10 παρατηρούμε τα συμπεριφορικά σφάλματα που επηρεάζουν περισσότερο τη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων, όπου σύμφωνα με έρευνα του ινστιτούτου CFA (Chartered Financial Analysts), που πραγματοποιήθηκε το 2015 και κατά την οποία ερωτήθηκαν πάνω από 700 επαγγελματίες διαχειριστές χαρτοφυλακίου, έδειξε πως η αγελαία συμπεριφορά επιδρά περισσότερο στις επενδυτικές αποφάσεις, καταλαμβάνοντας το 34% των απαντήσεων, με αμέσως επόμενο το σφάλμα επιβεβαίωσης με 20%.



Διάγραμμα 10

Συμπεριφορικά σφάλματα που επηρεάζουν περισσότερο τις επενδυτικές αποφάσεις¹⁵⁷

¹⁵⁷ www.cfainstitute.org

Τέλος, είναι σημαντικό να τονισθεί ο τρόπος αντιμετώπισης των συμπεριφορικών σφαλμάτων. Η μείωση της μεροληψίας (debiasing), είναι μία δύσκολη διαδικασία καθώς είναι βαθιά ενσωματωμένα στον εγκέφαλο. Χρειάζεται συστηματική προσπάθεια και εκπαίδευση για την κατανόηση και λειτουργία των συμπεριφορικών σφαλμάτων, αλλά και γενικότερα σε επίπεδα χρηματοοικονομικού αλφαριθμητισμού¹⁵⁸. Όσο πιο χρηματοοικονομικά αλφάβητος είναι ένας επενδυτής τόσο μικρότερες είναι οι πιθανότητες να επηρεαστεί από τα εν λόγω σφάλματα. Επιπλέον, κατανοώντας την επίδραση που έχουν τα συμπεριφορικά σφάλματα στις επενδυτικές αποφάσεις, είναι σημαντικό να ακολουθούνται στρατηγικές, οι οποίες βοηθούν στην καταπολέμηση των σφαλμάτων. Ενδεικτικά, οι επενδυτές πρέπει να είναι σε θέση να¹⁵⁹:

- Αντιλαμβάνονται το είδος συμπεριφορικού σφάλματος που διαπράττουν.
- Γνωρίζουν το λόγο που επενδύουν, δηλαδή ποιος είναι ο στόχος και το πλάνο που έχουν διαμορφώσει. Πολλές φορές οι άνθρωποι θέτουν γενικούς στόχους όπως να γίνουν πλούσιοι ή να έχουν αρκετή σύνταξη για το μέλλον. Αντιθέτως, πρέπει να τεθούν συγκεκριμένοι πραγματοποιήσιμοι στόχοι, καθώς και ο τρόπος με τον οποίο θα επιτευχθούν. Έτσι, είναι περισσότερο πιθανό να μείνουν προσηλωμένοι στο στόχο και να μην επηρεαστούν από συναισθήματα και γνωστικά σφάλματα.
- Έχουν και ποσοτικά κριτήρια, που θα τους επιτρέπει να ξεχωρίσουν τα περιουσιακά στοιχεία, ανάλογα με την τιμή τη αγοράς και τις προμήθειες, ώστε να μην επηρεάζονται από θορύβους και φήμες.
- Διαφοροποιούν το χαρτοφυλάκιό τους.
- Παρακολουθούν το επενδυτικό τους περιβάλλον, μέσω προγραμματισμένου ελέγχου και επαναξιολόγησης χαρτοφυλακίου σε προκαθορισμένη συχνότητα και όχι συνεχώς ή σπάνια.
- Βάζουν υπενθυμίσεις σχετικά με τις ενέργειες που πρέπει να κάνουν και τη χρονική στιγμή που θέλουν να τις κάνουν.

3.4 Ημερολογιακές ανωμαλίες

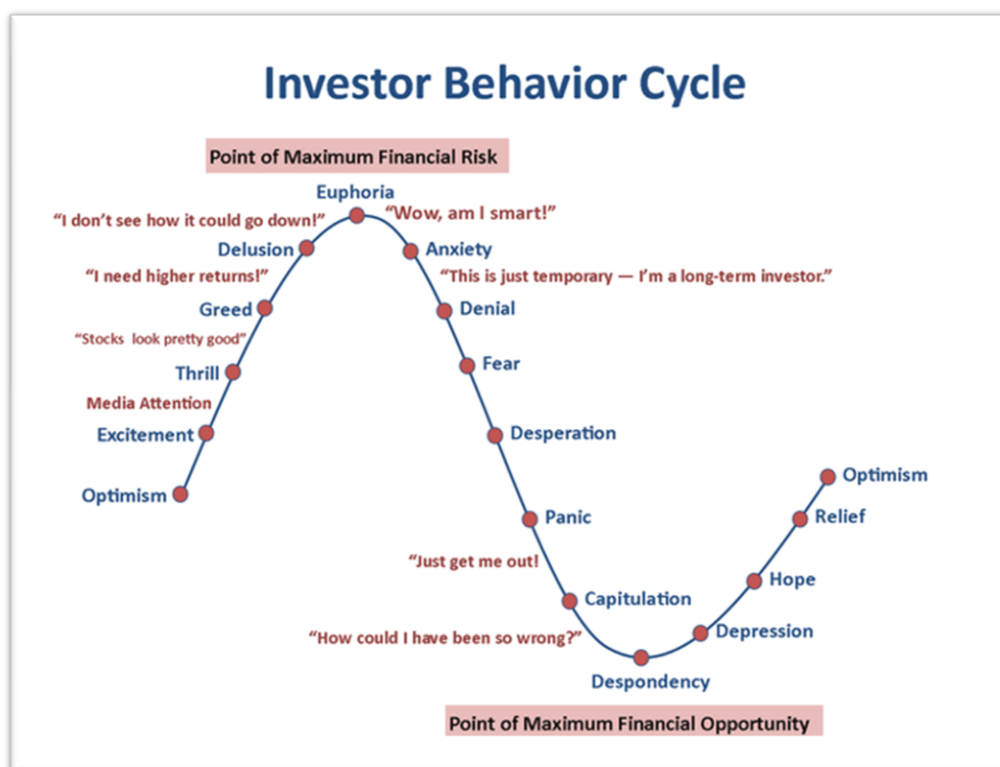
Κορυφαίοι οικονομολόγοι έχουν αναφερθεί στην άμεση επίδραση της ψυχολογίας των ανθρώπων στις αγορές, όπως ο Adam Smith, Charles MacKay & John Maynard Keynes και πιο σύγχρονοι οικονομολόγοι όπως ο Richard Thaler και Gary Becker¹⁶⁰. Οι χρηματιστηριακοί κύκλοι, που αναφέραμε σε προηγούμενο κεφάλαιο, σχετίζονται με τα συναισθήματα του μέσου επενδυτή, δημιουργώντας έναν κύκλο συναισθημάτων ανάλογα με την πορεία των χρηματιστηριακών αγορών. Κατά κύριο λόγο, οι αγορές επηρεάζονται από τον φόβο και την απληστία. Στο Διάγραμμα 11 παρατηρούμε την εναλλαγή συναισθημάτων ανάλογα με την κατάσταση της αγοράς. Για την ακρίβεια, κατά την ανοδική πορεία επικρατούν τα συναισθήματα της αισιοδοξίας και του ενθουσιασμού ταυτόχρονα, τραβώντας την προσοχή των Μ.Μ.Ε. Καθώς η αγορά συνεχίζει την ανοδική πορεία και οι επενδύσεις ανθίζουν, αρχίζει να παρατηρείται το αίσθημα της απληστίας και

¹⁵⁸ Cervellati, E. M., Angelini, N., & Stella, G. P. (2024). Behavioral finance and wealth management: Market anomalies, investors' behavior and the role of financial advisors.

¹⁵⁹ Nofsinger, J. R. (2017). The psychology of investing. Routledge.

¹⁶⁰ www.investopedia.com.

της ψευδαίσθησης για την πραγματική εξέλιξη της αγοράς. Όταν η αγορά φτάνει στο ανώτατο σημείο όπου οι τιμές είναι υπερβάλλουσες και οι επενδύσεις αυξάνονται, αρχίζει να εμφανίζεται το αίσθημα της ευφορίας και της υπερβολικής αυτοπεποίθησης, ενώ ο μέσος επενδυτής συνεχίζει να αγοράζει με εξαιρετικά υψηλό βαθμό κινδύνου. Όπως συμβαίνει στους χρηματιστηριακούς κύκλους, μετά από ένα ανώτατο σημείο τιμών κυριαρχεί η καθοδική πορεία των αγορών. Όταν οι τιμές αρχίζουν να φθίνουν, παρουσιάζονται συναισθήματα άγχους, φόβου, απόγνωσης και πανικού, στρέφοντας τον επενδυτή σε άμεσες πωλήσεις στη χειρότερη χρονική στιγμή, όπου οι ζημιές είναι έντονες. Παράλληλα επικρατεί το συναίσθημα της άρνησης, καθώς ο επενδυτής αρνείται να παραδεχτεί το σφάλμα του ή πιστεύει ότι οι τιμές θα ανακάμψουν σύντομα, παραμένοντας προσκολλημένος στις αρχικές επενδύσεις αγνοώντας τις επιπτώσεις. Όταν οι τιμές υποχωρήσουν σημαντικά φτάνοντας στο κατώτατο σημείο, τότε το συναίσθημα της απελπισίας γίνεται έντονο. Την ίδια στιγμή, θεωρείται πως αυτή είναι η περίοδος των ευκαιριών, όπου οι τιμές είναι χαμηλές, γεγονός που δημιουργεί, παράλληλα, συναισθήματα ελπίδας, ανακούφισης και αισιοδοξίας για ένα καλύτερο επενδυτικό μέλλον. Τα παραπάνω συναισθήματα αποτρέπουν το μέσο επενδυτή να προβεί σε ορθολογικές επενδυτικές ενέργειες με βάση το σημείο που βρίσκεται ο χρηματιστηριακός κύκλος, με αποτέλεσμα να αγοράζει περιουσιακά στοιχεία σε υψηλές τιμές και να πουλάει σε χαμηλές¹⁶¹.



Διάγραμμα 11
Ο κύκλος συναισθημάτων του μέσου επενδυτή¹⁶²

¹⁶¹ Νικόλαος, Δ. Φ. (2015). Η ψυχολογία των αγορών. Παρεμβάσεις πριν και μετά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, Αθήνα.

¹⁶² www.tradersblog.semwealth.com

Επιπλέον, έρευνες έχουν δείξει πως τα συναισθήματα των επενδυτών διαφέρουν ανάλογα με τις καιρικές συνθήκες. Συγκεκριμένα, έχει παρατηρηθεί πως οι αποδόσεις είναι καλύτερες στις ηλιόλουστες μέρες συγκριτικά με τις μη ηλιόλουστες, καθώς επηρεάζεται η διάθεση των ανθρώπων, με αποτέλεσμα να είναι πιο αισιόδοξοι για το μέλλον, να αποστρέφονται τον κίνδυνο σε μικρότερο βαθμό και να προσαρμόζουν ανάλογα τις επενδυτικές τους ενέργειες¹⁶³.

Τα συμπεριφορικά σφάλματα, καθώς και ο κύκλος συναισθημάτων που αναλύθηκε παραπάνω προκαλούν ημερολογιακές ανωμαλίες (calendar effect/anomalies) και εποχικότητα των αποδόσεων στις χρηματοοικονομικές αγορές, οι οποίες αποτελούν αντικείμενο μελέτης από το 1930. Παράλληλα αρκετές έρευνες έχουν αμφισβητήσει την ύπαρξη αυτών των φαινομένων, ενώ άλλες έχουν εντοπίσει αρκετές από τις εν λόγω ανωμαλίες. Αυτή η ιδιαιτερότητα αποδίδεται στο αντικείμενο μελέτης, δηλαδή τον τύπο των περιουσιακών στοιχείων ή/και τη χώρα του υπό μελέτη χρηματιστηρίου αξιών¹⁶⁴.

- Φαινόμενο του Ιανουαρίου (January effect / turn of the year effect)
Είναι η αρχή μίας νέας περιόδου, όπου οι επενδυτές συμπεριφέρονται διαφορετικά από ότι στο παρελθόν. Έτσι, σε πολλές χώρες οι τιμές των χρηματιστηριακών τίτλων τείνουν να έχουν υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με τους υπόλοιπους μήνες. Παράλληλα, το φαινόμενο της αλλαγής του χρόνου, όπως ονομάζεται αλλιώς, αποδίδεται σε φορολογικούς λόγους στις Η.Π.Α. ή σε λόγους αναδιάρθρωσης των χαρτοφυλακίων θεσμικών επενδυτών, καθώς παρατηρείται καθυστερημένη αντίδραση χρηματιστηριακών τιμών στις ανακοινώσεις κερδών. Μελέτες έχουν δείξει ότι αυτή η θεωρία δεν ισχύει πλέον στις μέρες μας, Αντίθετα, οι μετοχές παρουσιάζουν υψηλότερες αποδόσεις την τελευταία και τις πρώτες τέσσερις ημέρες κάθε μήνα σε σχέση με τις άλλες μέρες.
- Φαινόμενο του Μαΐου (sell in May go away)¹⁶⁵
Αφορά κυρίως τη διαπραγμάτευση μετοχικών τίτλων, όπου παρατηρούνται χαμηλότερες ή ακόμα και αρνητικές αποδόσεις την περίοδο μεταξύ Μαΐου και Οκτωβρίου σε σύγκριση με την περίοδο μεταξύ Νοεμβρίου και Απριλίου. Αυτό συμβαίνει διότι οι επενδυτές επιλέγουν να πουλήσουν μετοχικούς τίτλους με σκοπό τη διακράτηση μετρητών ή τη μετατροπή αυτών σε άλλου είδους επενδυτικά αγαθά.
- Φαινόμενο του Σεπτεμβρίου (September effect)¹⁶⁶
Έχει παρατηρηθεί ότι το Σεπτέμβριο σημειώνονται οι μεγαλύτερες μέσες μηνιαίες απώλειες, ενώ διάφορες κρίσεις ξέσπασαν αυτό το μήνα, όπως κραχ 1929, πετρελαϊκή κρίση 1974, πτώση δίδυμων πύργων 2001, πτώχευση Lehman Brothers.

¹⁶³ Nofsinger, J. R. (2017). The psychology of investing. Routledge

¹⁶⁴ Νικόλαος, Δ. Φ. (2015). Η ψυχολογία των αγορών. Παρεμβάσεις πριν και μετά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, Αθήνα.

¹⁶⁵ Bouman, S., & Jacobsen, B. (2002). The Halloween indicator, "sell in May and go away": Another puzzle. American Economic Review, 92(5), 1618-1635.

¹⁶⁶ Pompian, M. M. (2012). Behavioral finance and wealth management: how to build investment strategies that account for investor biases (Vol. 667). John Wiley & Sons

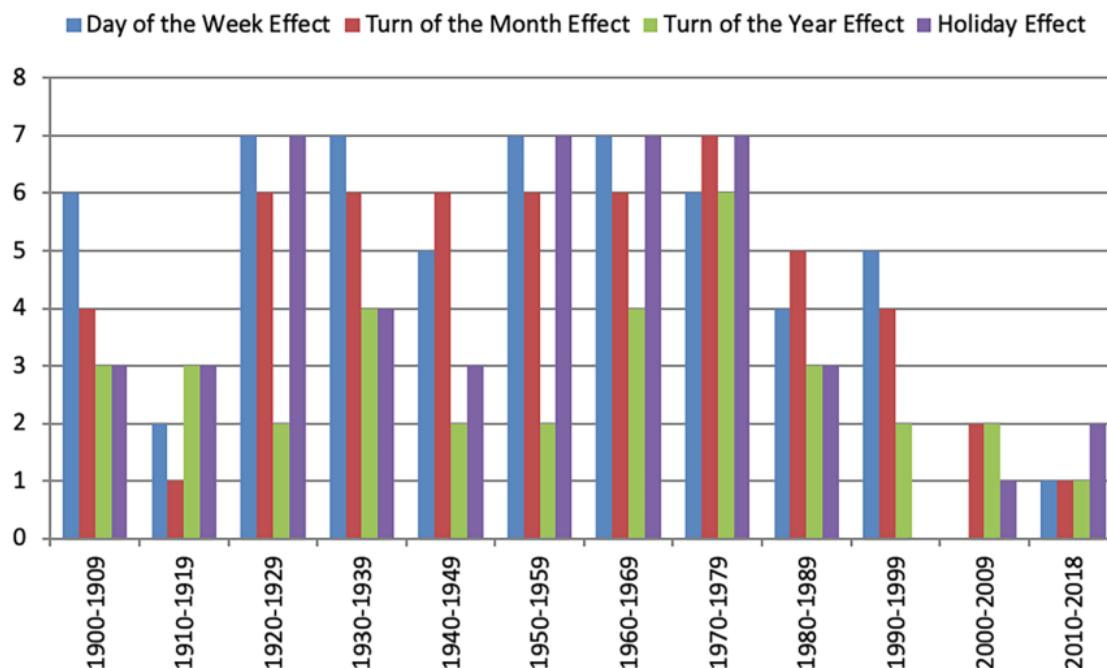
- Επίδραση του Δεκεμβρίου (Santa Claus rally)¹⁶⁷
Εκφράζει την τάση των αγορών να εμφανίζουν υψηλότερες αποδόσεις την τελευταία εβδομάδα διαπραγμάτευσης του Δεκεμβρίου, καθώς και τις δύο πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσης του νέου έτους. Αυτό συμβαίνει, λόγω της περιόδου διακοπών, της προσμονής των επενδυτών να ωφεληθούν από το φαινόμενο του Ιανουαρίου, καθώς και για φορολογικούς λόγους.
- Φαινόμενο της αλλαγής του μήνα (turn of the month effect)¹⁶⁸
Στα τέλη της δεκαετίας του 1980, διαπιστώθηκε ότι στην Αμερικανική αγορά η μέση απόδοση μετοχικών τίτλων είναι θετική ή/και μεγαλύτερη στο τέλος του εκάστοτε μήνα σε σύγκριση με τις πρώτες ημέρες του επερχόμενου μήνα.
- Επίδραση του σαββατοκύριακου (weekend effect / day of the week effect)
Μελέτες έχουν δείξει πως τη Δευτέρα σημειώνονται χαμηλότερες αποδόσεις και την Παρασκευή σημειώνονται υψηλότερες αποδόσεις σε σύγκριση με τις υπόλοιπες ημέρες της εβδομάδας.
- Φαινόμενο των διακοπών (holiday effect)¹⁶⁹
Την περίοδο των διακοπών σημειώνονται μεγαλύτερες αποδόσεις, ιδιαίτερα πριν το ξεκίνημα τους, λόγω της καλής διάθεσης που έχουν οι επενδυτές εκείνες τις περιόδους. Ακόμη, παρατηρούνται επιπλέον λόγοι που εξηγούν αυτές τις αυξήσεις, όπως:
 - Η καθυστέρηση στις διαδικασίες διακανονισμού.
 - Η αδυναμία πραγματοποίησης συναλλαγών σε ημέρες αργίας, ιδιαίτερα αυτών που ενέχουν κερδοσκοπικά κριτήρια (short-selling).

Στο Διάγραμμα 12 παρατηρείται η παρουσία των τεσσάρων πιο διαδεδομένων ημερολογιακών ανωμαλιών στις Η.Π.Α. ανά δεκαετία από το 1900 έως το 2018. Αξίζει να σημειωθεί ότι το φαινόμενο του Σαββατοκύριακου είναι αρκετά έντονο την περίοδο 1920 – 2000, το οποίο ακολουθείται από το φαινόμενο των διακοπών. Αντιθέτως, τις τελευταίες δύο δεκαετίες η παρουσία των ημερολογιακών ανωμαλιών φαίνεται να φθίνει.

¹⁶⁷ www.corporatefinanceinstitute.com

¹⁶⁸ Plastun, A., Sibande, X., Gupta, R., & Wohar, M. E. (2019). Rise and fall of calendar anomalies over a century. The North American Journal of Economics and Finance, 49, 181-205.

¹⁶⁹ Plastun, A., Sibande, X., Gupta, R., & Wohar, M. E. (2019). Rise and fall of calendar anomalies over a century. The North American Journal of Economics and Finance, 49, 181-205.



Διάγραμμα 12
 Η εξέλιξη ημερολογιακών ανωμαλιών στις ΗΠΑ¹⁷⁰

3.4.1 Ανωμαλίες τιμών

Εκτός από τις ημερολογιακές ανωμαλίες υπάρχουν και μη ημερολογιακές, οι οποίες ονομάζονται ανωμαλίες τιμών (price anomalies). Εντοπίστηκαν στα τέλη της δεκαετίας του 1970, όπου διαπιστώθηκε ότι οι μετοχές με χαμηλούς δείκτες τιμής προς κέρδη (P/E) ανά μετοχή ή οι μετοχές αξίας είχαν υψηλότερες αποδόσεις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο σε σύγκριση με μετοχές με υψηλούς δείκτες τιμής προς κέρδη ή μετοχές ανάπτυξης¹⁷¹¹⁷²¹⁷³:

- Αποτέλεσμα των μικρών εταιρειών (small firm effect / size effect)
 Οι μετοχές εταιρειών με μικρή κεφαλαιοποίηση σημειώνουν μεγαλύτερες αποδόσεις συγκριτικά με τις εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης
- Ανωμαλίες που σχετίζονται με το κλίμα (climate-related anomalies)
 Όπως αναφέρθηκε και στην αρχή της ενότητας, μελέτες έχουν δείξει ότι τα χρηματιστήρια συνήθως παρουσιάζουν βελτιωμένες αποδόσεις τις ηλιόλουστες μέρες σε σύγκριση με τις ημέρες που ο καιρός είναι συννεφιασμένος, καθώς επηρεάζεται άμεσα η διάθεση των επενδυτών και κατ' επέκταση οι επενδυτικές τους αποφάσεις.

¹⁷⁰ Plastun, A., Sibande, X., Gupta, R., & Wohar, M. E. (2019). Rise and fall of calendar anomalies over a century. *The North American Journal of Economics and Finance*, 49, 181-205.

¹⁷¹ Plastun, A., Sibande, X., Gupta, R., & Wohar, M. E. (2019). Rise and fall of calendar anomalies over a century. *The North American Journal of Economics and Finance*, 49, 181-205.

¹⁷² Νικόλαος, Δ. Φ. (2015). Η ψυχολογία των αγορών. Παρεμβάσεις πριν και μετά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, Αθήνα.

¹⁷³ Cervellati, E. M., Angelini, N., & Stella, G. P. (2024). Behavioral finance and wealth management: Market anomalies, investors' behavior and the role of financial advisors.

- Καθυστερημένη αντίδραση χρηματιστηριακών τιμών στις ανακοινώσεις κερδών (Underreaction to earnings announcement)
Σύμφωνα με τους Ball & Brown (1968), οι υψηλές αποδόσεις των εταιρειών, που ανακοινώνουν θετικά ή αρνητικά νέα σχετικά με τα κέρδη τους, διατηρούνται προσωρινά σταθερές ως αποτέλεσμα των σφαλμάτων υποαντίδρασης και συντηρητισμού που διαπράττουν οι επενδυτές.
- Φαινόμενο στιγμιαίας επένδυσης (momentum)
Εμφανίζεται όταν οι αποδόσεις των μετοχών συσχετίζονται θετικά με παρελθούσες αποδόσεις. Όταν οι αγορές έχουν ανοδική πορεία, το σφάλμα της αγελαιάς συμπεριφοράς εμφανίζεται σε μεγάλο βαθμό, αυξάνοντας τις πιθανότητες δημιουργίας κερδοσκοπικής φούσκας.
- Φαινόμενο της αντιστροφής (reversal)
Εμφανίζεται όταν οι αποδόσεις συσχετίζονται αρνητικά με τις παρελθούσες αποδόσεις
- Εμφάνιση συγκεκριμένων εταιρικών γεγονότων
Παραδείγματα αποτελούν οι αρχικές δημόσιες προσφορές (IPO), οι δευτερογενής δημόσιες προσφορές (Seasoned Equity Offering ή SEO), συγχωνεύσεις και εξαγορές (M&A), όπου η ανακοίνωση τους μπορούν να επηρεάσουν τη συμπεριφορά των αγορών.

3.5 Κατηγορίες επενδυτών

Υπάρχουν επενδυτές που είναι λιγότερο ή περισσότερο πρόθυμοι να επενδύσουν, άλλοι επιθυμούν να αισθάνονται οικεία στο χώρο που επενδύουν, ενώ άλλοι επιβάλλεται να είναι βέβαιοι για το θετικό αποτέλεσμα των επενδυτικών τους ενεργειών, ώστε να συνεχίσουν να επενδύουν έχοντας τον απόλυτο έλεγχο. Άλλοι δεν είναι υπέρμαχοι της διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου. Ένας ορθολογικός επενδυτής γνωρίζει τις παραπάνω αδυναμίες και επιλέγει να χαράξει κατάλληλες στρατηγικές που να εξαλείφουν τις επιρροές αυτών¹⁷⁴.

Οι επενδυτές μπορούν να κατηγοριοποιηθούν με βάση διαφορετικούς παράγοντες. Γενικά, μπορούν να χωριστούν σε¹⁷⁵:

- Διαπιστευμένοι επενδυτές (accredited investors)
Αφορά κυρίως φυσικά πρόσωπα ή ιδιώτες επενδυτές, οι οποίοι διαχειρίζονται τις επενδύσεις τους μέσω διαδικτυακών επενδυτικών πλατφορμών, οι οποίες χρεώνουν χαμηλές προμήθειες και είναι εύκολες στη χρήση.
- Θεσμικοί επενδυτές (institutional investors)
Αφορά οργανισμούς και νομικά πρόσωπα, που εργοδοτούν πιστοποιημένους ειδικούς, με σκοπό τη διαχείριση και επένδυση κεφαλαίων των ιδιωτών.

¹⁷⁴ Davies, Greg. (2013). Overcoming the cost of being human (or the pursuit of anxiety adjusted returns). Barclays White Paper.

¹⁷⁵ www.investopedia.com

- Αυτοματοποιημένος επενδυτικός σύμβουλος (robo-advisor investing)
Η επένδυση πραγματοποιείται μέσω της τεχνητής νοημοσύνης και των αλγορίθμων ανάλογα με το προφίλ του εκάστοτε επενδυτή, δίχως να χρειάζεται ανθρώπινη εποπτεία και με χαμηλά κόστη.

Επιπλέον, οι επενδυτές μπορούν να κατηγοριοποιηθούν με βάση το βαθμό αποστροφής κινδύνου, δηλαδή σε αυτούς που:

- αποστρέφονται τον κίνδυνο (risk-averse investor), ενώ συνήθως είναι παθητικοί επενδυτές.
- αναζητούν τον κίνδυνο (risk-loving investor), ενώ συνήθως είναι ενεργητικοί επενδυτές διακινδυνεύοντας πολλές φορές τα κεφάλαια τους με σκοπό τη μεγιστοποίηση πλούτου.
- ουδέτεροι προς τον κίνδυνο (risk-neutral).

Σύμφωνα με τους Shleifer & Summers (1990), οι επενδυτές χωρίζονται σε¹⁷⁶:

- Αμύητοι ή αφελείς (noise traders)
Είναι αυτοί που διαπραγματεύονται περιουσιακά στοιχεία με βάση την ατελή πληροφόρηση, τις προκαταλήψεις και τους θορύβους. Μία μαζική συναλλαγή αυτών των επενδυτών μπορεί να οδηγήσει σε ασταθείς αγορές και μεγάλες αποκλίσεις των τιμών των αξιογράφων, προκαλώντας ακόμη και χρηματοοικονομικές φούσκες.
- Αυτούς που έχουν καλύτερη πληροφόρηση (arbitrageurs)
Συμβάλλουν στη εξισορρόπηση των τιμών των αξιογράφων, καθώς έχουν ορθολογικές προσδοκίες για τις συναλλαγές τους.

Όπως αναφέρθηκε στην αρχή του κεφαλαίου, η προσωπικότητα ενός ατόμου/επενδυτή είναι αυτή που καθορίζει τη συμπεριφορά του, με αποτέλεσμα να διαπράττει σημαντικά συμπεριφορικά σφάλματα κατά τη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων. Για την ακρίβεια, τα διεθνώς αναγνωρισμένα τεστ προσωπικότητας έχουν εφαρμοστεί στην ανάλυση της συμπεριφοράς των επενδυτών, με σκοπό την κατηγοριοποίησή τους, ενώ είναι εμπνευσμένα από τις 4 ιδιοσυγκρασίες του Ιπποκράτη (ο μελαγχολικός τύπος, ο χολερικός, ο αιματώδης και ο φλεγματώδης)^{177,178}:

- Το MBTI (Myers–Briggs Type Indicator) των Katharine Cook Briggs & Isabel Briggs Myers, κατηγοριοποιεί τους ανθρώπους σε δεκαέξι διαφορετικές προσωπικότητες (Διάγραμμα 14), οι οποίες προκύπτουν από τους συνδυασμούς των παρακάτω οκτώ τύπων προσωπικότητας (Διάγραμμα 13) με βάση:

¹⁷⁶ Νικόλαος, Δ. Φ. (2015). Η ψυχολογία των αγορών. Παρεμβάσεις πριν και μετά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, Αθήνα.

¹⁷⁷ Parsaeemehr, M., Rezeai, F., & Sedera, D. (2013). Personality type of investors and perception of financial information to make decisions. Asian Economic and Financial Review, 3(3), 283.

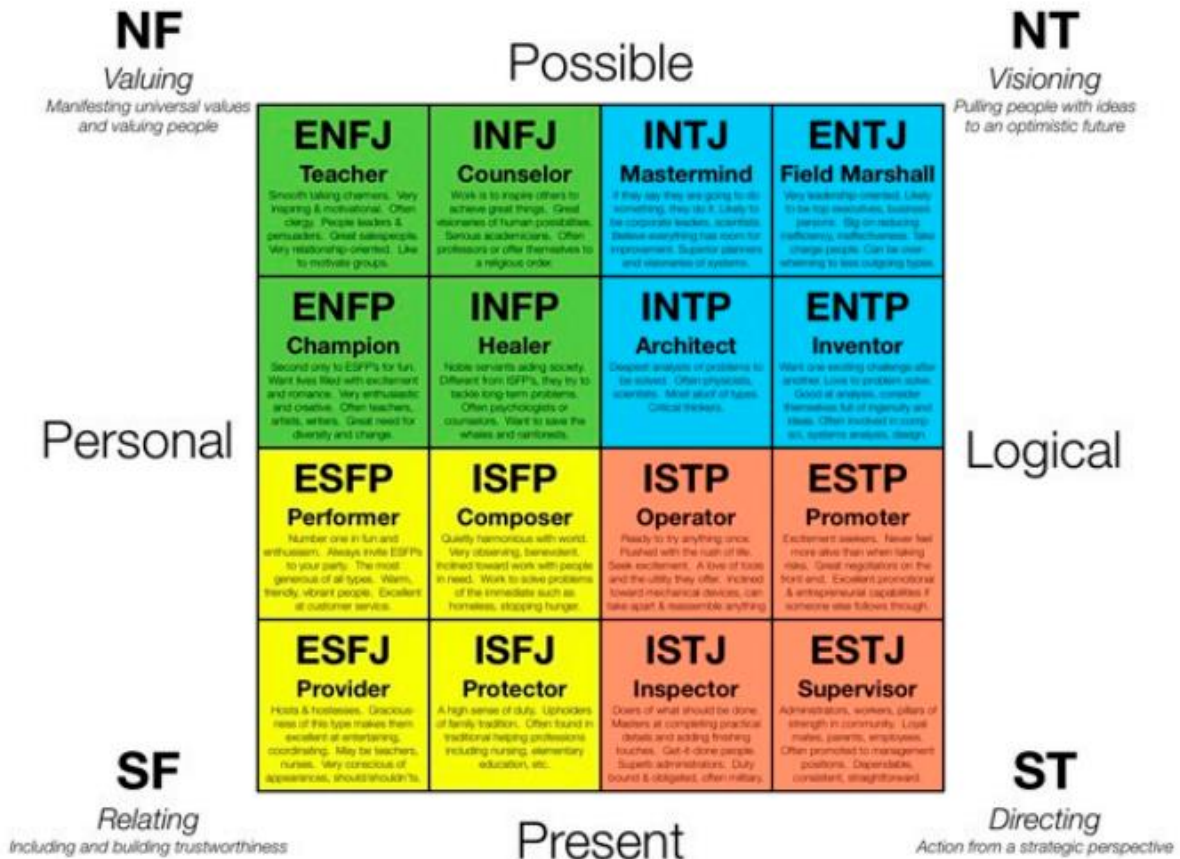
¹⁷⁸ www.morningstar.com

- ο τις στάσεις προς τον εσωτερικό και τον εξωτερικό τους κόσμο, δηλαδή το βαθμό εσωστρέφειας (**introversion**) ή εξωστρέφειας (**extroversion**)
- ο την αντιληπτική τους ικανότητα (**perceiving**) και κρίση (**judging**)
- ο τον τρόπο επεξεργασίας πληροφοριών με βάση τη διαίσθηση (**intuition**) ή την αίσθηση (**sensing**)
- ο το πόσο ορθολογικοί (**thinking**) ή συναισθηματικοί (**feeling**) είναι κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων



Διάγραμμα 13
Τύποι προσωπικότητας¹⁷⁹

¹⁷⁹ Amirhosseini, M. H., & Kazemian, H. (2020). Machine Learning Approach to Personality Type Prediction Based on the Myers-Briggs Type Indicator R. Multimodal Technologies and Interaction, 4, Article 9.



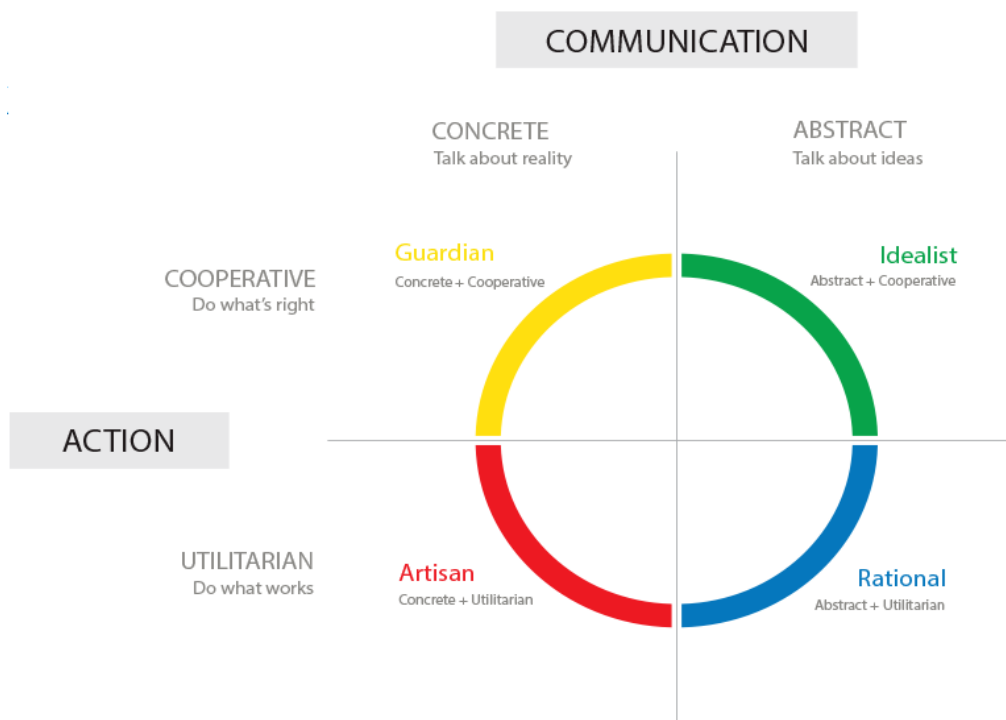
Διάγραμμα 14

Τύποι προσωπικότητας σύμφωνα με το MBTI¹⁸⁰

- Το KTS¹⁸¹ (Keirsey Temperament Sorter) του καθηγητή David Keirsey, όπου αντί για τύπους προσωπικοτήτων, βασίζεται σε τέσσερις ιδιοσυγκρασίες (Διάγραμμα 16), οι οποίες χωρίζονται σε τέσσερις τύπους προσωπικοτήτων η καθεμία (Διάγραμμα 15):
 - **Artisan**, δηλαδή αυτοί που διαπρέπουν στις τέχνες
 - **Guardian**, οι φύλακες των πιο σημαντικών κοινωνικών θεσμών
 - **Idealist**, οι ιδεαλιστές που εστιάζουν στην προσωπική ανάπτυξη και εξέλιξη
 - **Rational**, οι ορθολογιστές που ασχολούνται με την επίλυση προβλημάτων

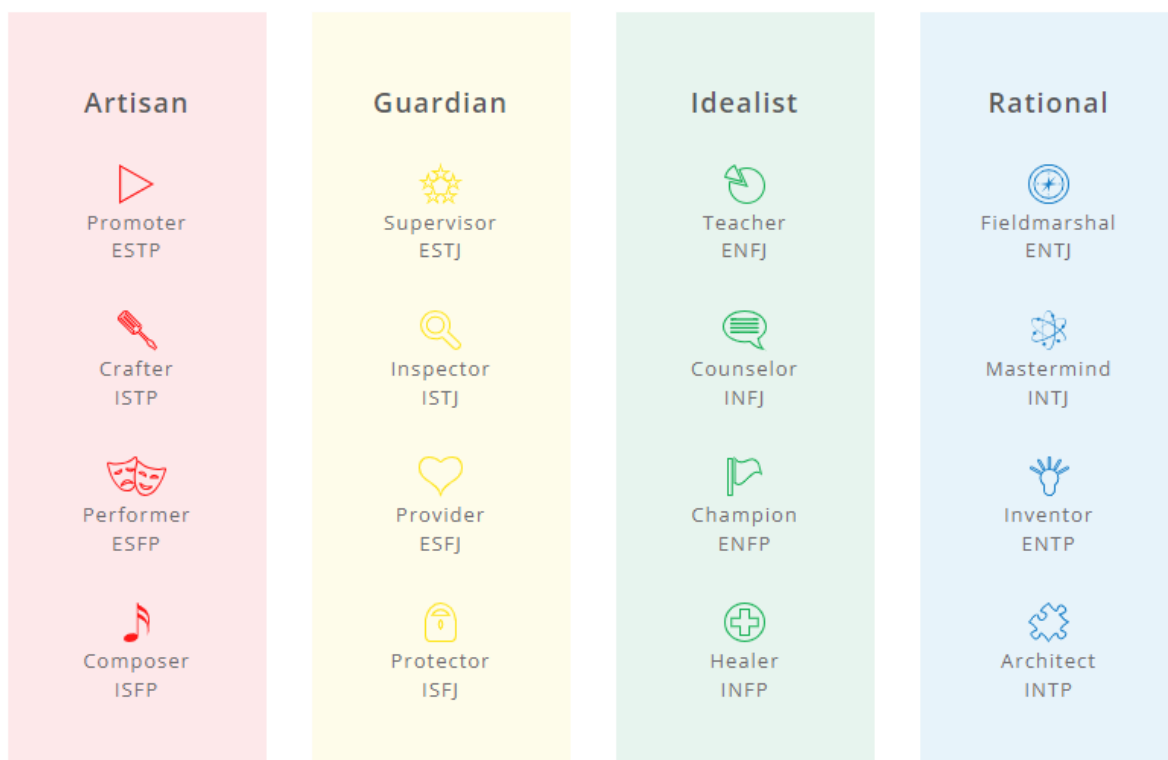
¹⁸⁰ Amirhosseini, M. H., & Kazemian, H. (2020). Machine Learning Approach to Personality Type Prediction Based on the Myers-Briggs Type Indicator R. Multimodal Technologies and Interaction, 4, Article 9.

¹⁸¹ www.keirsey.com



Διάγραμμα 15
Οι τέσσερις ιδιοσυγκρασίες¹⁸²

¹⁸² www.keirsey.com



Διάγραμμα 16
Τύποι προσωπικότητας σύμφωνα με τον Keirsey¹⁸³

- Τα πέντε μεγάλα χαρακτηριστικά προσωπικότητας (OCEAN model)¹⁸⁴
Περιγράφει την προσωπικότητα βάσει πέντε γενικών χαρακτηριστικών του ανθρώπου:
 - Εξωστρέφεια (**extroversion**)
 - Νευρωτισμός (**neuroticism**)
 - Ευσυνειδησία (**conscientiousness**)
 - Τερπνότητα (**agreeableness**)
 - Δεκτικότητα στην εμπειρία (**openness experience**)

Αντιλαμβανόμαστε, λοιπόν, ότι ο εκάστοτε τύπος προσωπικότητας συνδέεται άμεσα με τα συμπεριφορικά σφάλματα, τα οποία επηρεάζουν τις επενδυτικές επιλογές. Τέλος, σύμφωνα με έρευνες, ξένοι επενδυτές βασίζονται σε παρελθούσες αποδόσεις ενώ οι εγχώριοι όχι. Άλλη έρευνα συμπέρανε πως η έλλειψη γνώσης, ικανοτήτων και πληροφορίας συνεπάγει αμυδρή αντίληψη του κινδύνου. Ακόμη, η λήψη αποφάσεων είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την ηλικία, την τοποθεσία και την ευημερία του ατόμου.

¹⁸³ www.keirsey.com

¹⁸⁴ www.morningstar.com

3.6 Ψυχολογία και κρίσεις

Οι μη ορθολογικές συμπεριφορές που περιέχουν συναισθήματα όπως η απληστία, οι υπερβολικές αντιδράσεις, ο φόβος και ο πανικός, μπορούν να οδηγήσουν σε καθοδική πορεία των χρηματιστηριακών δεικτών. σε χρηματιστηριακά κραχ και κερδοσκοπικές φούσκες. Ειδικά σε τέτοιες περιόδους όπου τα συμπεριφορικά σφάλματα είναι πιο έντονα, οι επενδυτές προσπαθούν να προστατεύσουν τα κεφάλαιά τους ή να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη τους μέσω στρατηγικών κερδοσκοπίας¹⁸⁵. Παράλληλα, οι επενδυτές τείνουν να ρευστοποιούν τις επενδύσεις τους σε μεγαλύτερο βαθμό, καθώς επικρατεί το αίσθημα του φόβου και του άγχους, ή να διακρατούν αξιόγραφα παρά την καθοδική τους πορεία, έχοντας την πεποίθηση ότι θα απαλλαχτούν από αυτά τα συναισθήματα¹⁸⁶. Παράδειγμα αποτελεί η dot.com εποχή, όπου τα συμπεριφορικά μοτίβα οδήγησαν στη φούσκα, καθώς η ανοδική πορεία των μετοχικών τίτλων των εταιρειών τεχνολογίας τόνωσε την αυτοπεποίθηση των επενδυτών σχετικά με τις επενδυτικές τους ικανότητες, ενώ έντονο ήταν και το σφάλμα της αντιπροσωπευτικότητας ως απόρροια αυτής της κατάστασης. Λόγω της ευφορίας που υπήρχε στην αρχή της φούσκας, οι επενδυτές αγόραζαν υπερτιμημένες μετοχές εταιρειών τεχνολογίας, ώσπου η φούσκα έσκασε και είτε πούλησαν με ζημία είτε έχασαν ολόκληρο το αρχικό τους κεφάλαιο¹⁸⁷.

Ένα μέτρο που ενδέχεται να αναλογιστεί ως μέτρο ψυχολογίας των αγορών είναι ο δείκτης μεταβλητότητας ή δείκτης φόβου (Volatility index ή VIX). Ουσιαστικά, είναι ένας δείκτης που εκφράζει την αναμενόμενη μεταβλητότητα της αγοράς και υπολογίζεται από τις σταθμισμένες τιμές των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς και πώλησης του δείκτη S&P 500 για τις επόμενες 30 ημέρες. Ο δείκτης μεταβλητότητας αποτελεί ένα χρήσιμο εργαλείο παρακολούθησης της αγοράς και ταυτόχρονα ένα διαπραγματεύσιμο προϊόν στο Χρηματιστήριο του Σικάγο (Chicago Board Options Exchange ή CBOE). Η τιμή του VIX αυξάνεται όταν οι επενδυτές ανησυχούν για τη μελλοντική μεταβλητότητα και αναμένουν μεγάλες διακυμάνσεις στις τιμές, είτε αυτές είναι ανοδικές είτε καθοδικές. Μπορούμε να αντιληφθούμε πως όταν η αγορά έχει ανοδική πορεία, υπάρχει γενικά ένα χαμηλό επίπεδο μεταβλητότητας στην αγορά και αγοράζονται περισσότερα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς από ότι δικαιώματα προαίρεσης πώλησης. Αντίθετα, όταν η αγορά έχει καθοδική πορεία και επικρατεί πανικός, προκαλείται ένα υψηλό επίπεδο μεταβλητότητας, όπου αγοράζονται περισσότερα δικαιώματα πώλησης από ότι δικαιώματα αγοράς. Ο VIX αποδίδει την άποψη των επενδυτών για την μελλοντική πορεία του δείκτη S&P 500 και των σχετικών εταιρειών που τον περιβάλλουν. Επίσης χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό του κινδύνου της αγοράς αλλά και την κατανόηση των συναισθημάτων του φόβου και του άγχους ως προς τις επενδυτικές τους ενέργειες. Επομένως, μια συνολική αύξηση στις τιμές των δικαιωμάτων προαίρεσης θα προκαλέσει άνοδο του VIX, με αποτέλεσμα οι επενδυτές να αναμένουν μεγαλύτερη αστάθεια στην αγορά. Όσο χαμηλότερο είναι το VIX, τόσο χαμηλότερος είναι ο φόβος, πράγμα που δείχνει μια πιο σταθερή αγορά. Γενικά, χωρίς να αποτελεί τον κανόνα, τιμές VIX μεγαλύτερες από 30 μονάδες θεωρείται ότι σηματοδοτούν αυξημένη αστάθεια, ενώ τιμές VIX κάτω από 20 μονάδες αντιστοιχούν σε λιγότερο αγχωτικές περιόδους στις αγορές¹⁸⁸.

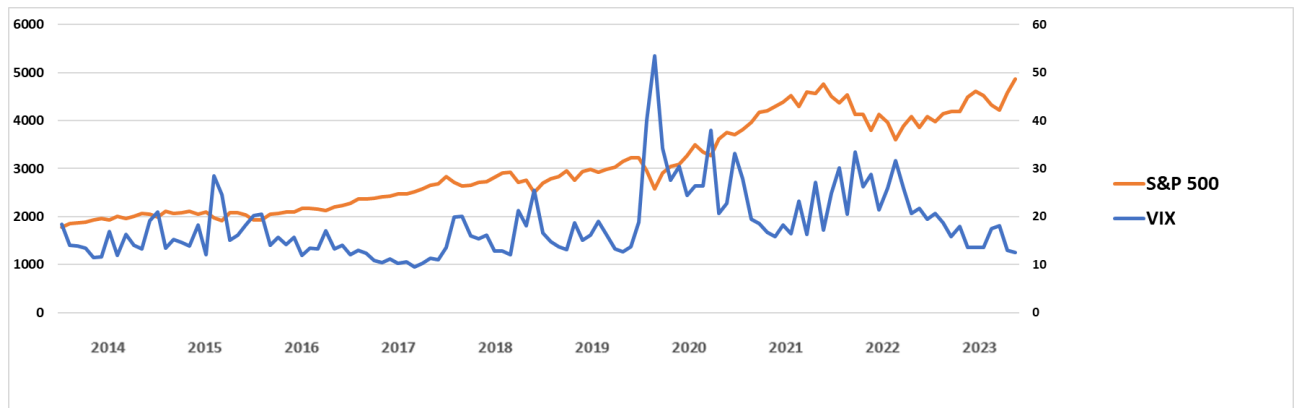
¹⁸⁵ Νικόλαος, Δ. Φ. (2015). Η ψυχολογία των αγορών. Παρεμβάσεις πριν και μετά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, Αθήνα.

¹⁸⁶ Davies, Greg. (2013). Overcoming the cost of being human (or the pursuit of anxiety adjusted returns). Barclays White Paper.

¹⁸⁷ Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. (2015), Επενδύσεις, εκδόσεις Utopia

¹⁸⁸ www.fidelity.com.sg

Στο παρακάτω διάγραμμα παρατηρούμε τη σχέση του VIX σε σχέση με το δείκτη S&P 500, την περίοδο 1/1/2014 – 31/12/2023. Φαίνεται ότι έχουν αντίθετη πορεία, ενώ την περίοδο του Covid 19 στα τέλη του 2019 που έφερε αναταραχή στις αγορές, παρατηρούμε ότι ο δείκτης ξεπέρασε τις 50 μονάδες, που ήταν και η υψηλότερη τιμή της τελευταίας δεκαετίας ([Παράρτημα I](#)).



Διάγραμμα 17
Ο δείκτης VIX σε σχέση με το δείκτη S&P 500 (2014-2024, μηνιαία στοιχεία)¹⁸⁹¹⁹⁰

¹⁸⁹ www.investing.com/VIX

¹⁹⁰ www.investing.com/S&P 500

4. Μεθοδολογία Έρευνας

4.1 Υποθέσεις

H1 – Τα υπό μελέτη συμπεριφορικά σφάλματα επηρεάζουν τις αποφάσεις των επενδυτών ως προς τη ρευστοποίηση των επενδύσεων τους σε περιόδους κρίσης.

H2 – Τα υπό μελέτη συμπεριφορικά σφάλματα επηρεάζουν τις αποφάσεις των επενδυτών ως προς τη μεταφορά κεφαλαίων τους σε διαφορετικούς τύπους επένδυσης σε περιόδους κρίσεων.

H3 – Τα υπό μελέτη συμπεριφορικά σφάλματα επηρεάζουν τις αποφάσεις των επενδυτών ως προς τη διακράτηση του ίδιου τύπου επενδύσεων σε περιόδους κρίσεων.

H4 – Τα υπό μελέτη συμπεριφορικά σφάλματα επηρεάζουν τις αποφάσεις των επενδυτών ως προς τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους σε περιόδους κρίσεων.

4.2 Μορφή έρευνας

Η έρευνα η οποία πραγματοποιήθηκε για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής εργασίας, ανήκει στην κατηγορία της αιτιολογικής/επεξηγηματικής έρευνας. Αποτελεί ένα τύπο μελέτης που αξιολογεί εάν δύο διαφορετικές μεταβλητές έχουν σχέση αιτιατού και αιτίας, η ανάλυση της οποίας γίνεται μέσω συλλογής στατιστικών στοιχείων.

Η συγκεκριμένη διπλωματική εργασία, εστιάζει στην επιβεβαίωση της συσχέτισης μεταξύ ορισμένων συμπεριφορικών σφαλμάτων και συγκεκριμένων επενδυτικών αποφάσεων. Για την εξυπηρέτηση του σκοπού αυτού πραγματοποιήθηκε ποσοτική έρευνα μέσω διανομής ερωτηματολογίου, όπου οι ερωτηθέντες κλήθηκαν να δώσουν απαντήσεις σχετικά με την πιθανότητα να διαπράττουν συγκεκριμένα συμπεριφορικά σφάλματα, καθώς και ποιες επενδυτικές αποφάσεις λαμβάνουν σε περιόδους κρίσεων. Μέσα από την διανομή του ερωτηματολογίου, έγινε η προσπάθεια συλλογής δεδομένων και πληροφοριών, ώστε να επαληθευτούν ή να απορριφθούν οι παραπάνω υποθέσεις. Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή νομοθεσία, η έρευνα απαιτούσε τη συναίνεση των συμμετεχόντων για την επεξεργασία των απαντήσεών τους, οι οποίες ήταν ανώνυμες και εμπιστευτικές για τη διασφάλιση των προσωπικών τους δεδομένων.

Συντάχθηκαν δύο ερωτηματολόγια, ένα στην Ελληνική γλώσσα και ένα στην Αγγλική, για την συμπερίληψη ερωτηθέντων που κατάγονται από χώρες του εξωτερικού. Η διανομή τους έγινε μέσω δημοσιεύσεων στις πλατφόρμες Facebook και LinkedIn, ενώ απευθυνόταν κυρίως σε κατοίκους Ελλάδας και Ολλανδίας, οι οποίοι διενεργούν επενδυτικές δραστηριότητες. Το δείγμα αποτελείται από 132 συμμετέχοντες, διαφορετικών ηλικιακών και εισοδηματικών ομάδων, καθώς και διαφορετικού επιπέδου εκπαίδευσης,

Το τελευταίο στάδιο αποτέλεσε η εξαγωγή αποτελεσμάτων, επαληθεύοντας ή διαψεύδοντας τις αρχικές υποθέσεις με βάση τις απαντήσεις των ερωτηθέντων. Ακολούθησε η ανάλυση των δεδομένων, η οποία διεκπεραιώθηκε σε τρία στάδια. Αρχικά, τα αποτελέσματα που προέρχονται από τις ίδιες ερωτήσεις των δύο ερωτηματολογίων συγχωνεύτηκαν. Μετέπειτα, ακολούθησε η ανάλυση με τη χρήση του υπολογιστικού προγράμματος Excel, ενώ στο τέλος πραγματοποιήθηκε ο στατικός έλεγχος με τη βοήθεια του στατιστικού προγράμματος Jasp.

4.3 Ανάλυση ερωτηματολογίου

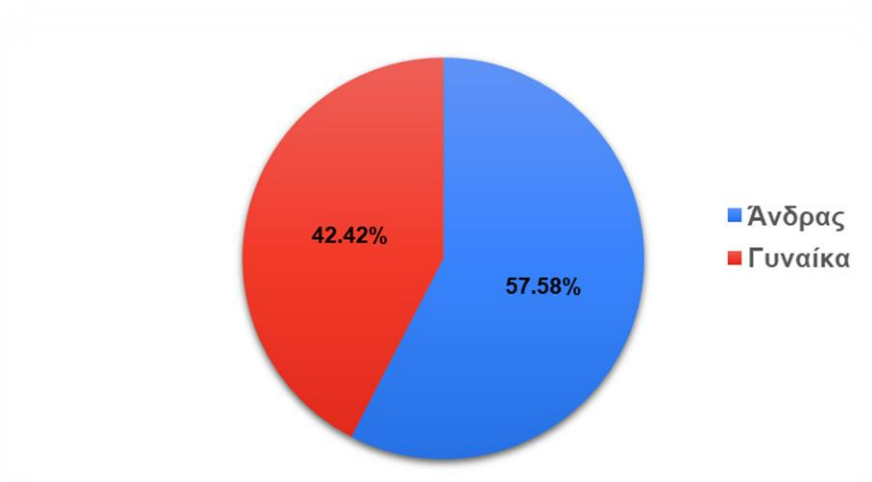
Το ερωτηματολόγιο περιλαμβάνει οκτώ ερωτήσεις για τα δημογραφικά στοιχεία των ερωτηθέντων, έξι ερωτήσεις για να συλλεχθούν γενικές επενδυτικές πληροφορίες και τέλος, μία ερώτηση αποτελούμενη από τέσσερα υποερωτήματα σχετικά με τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων, καθώς και μία ερώτηση αποτελούμενη από είκοσι τρία υποερωτήματα αναφορικά με την επίδραση συμπεριφορικών σφαλμάτων κατά τη διάρκεια κρίσεων. Οι ερωτήσεις που χρησιμοποιήθηκαν ήταν κλειστού τύπου. Έγινε χρήση της κλίμακας αξιολόγησης Likert, που κυμαίνεται από τις κλίμακες ένα (εξαιρετικά απίθανο ή διαφωνώ απόλυτα) έως πέντε (εξαιρετικά πιθανό ή συμφωνώ απόλυτα), ενώ χρησιμοποιήθηκαν ερωτήσεις μίας επιλογής και πολλαπλών επιλογών. Οι ερωτήσεις του ερωτηματολογίου στην Ελληνική γλώσσα βρίσκονται στο [Παράρτημα II](#).

Τέλος, έγινε χρήση περιγραφικής στατιστικής για την ανάλυση και την παρουσίαση των δημογραφικών στοιχείων και των γενικών επενδυτικών πληροφοριών, ενώ για τον έλεγχο της συσχέτισης και της αξιοπιστίας των μεταβλητών χρησιμοποιήθηκε ο συντελεστής συσχέτισης Spearman και ο δείκτης Cronbach's alpha αντίστοιχα.

5. Αποτελέσματα

5.1 Περιγραφική στατιστική

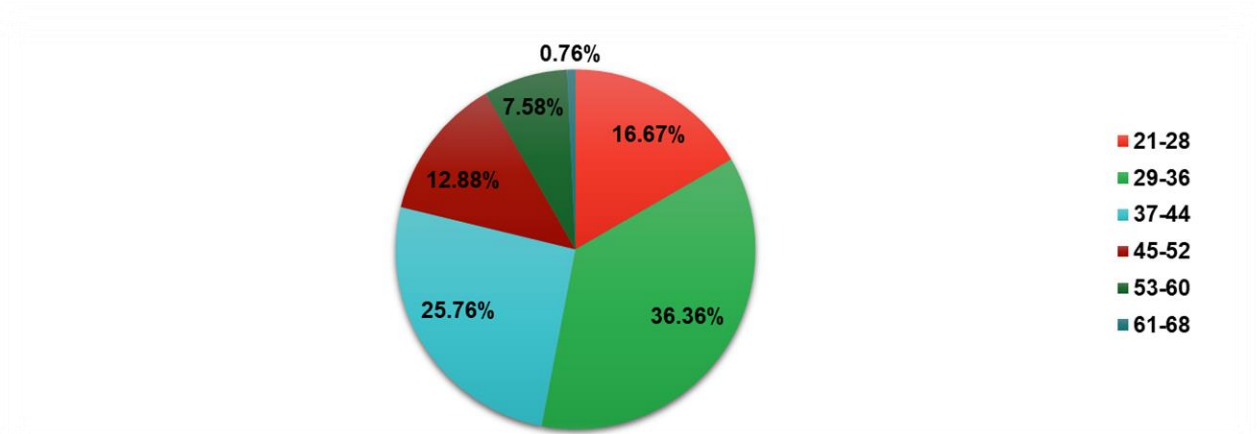
Συνολικά, το δείγμα της συγκεκριμένης έρευνας, αποτελείται από 132 απαντήσεις. Παρακάτω παρατίθενται τα δημογραφικά στοιχεία. Συγκεκριμένα, το δείγμα αποτελείται από 42.42% γυναίκες και 57.58% άνδρες.



Διάγραμμα 18
Φύλο συμμετεχόντων

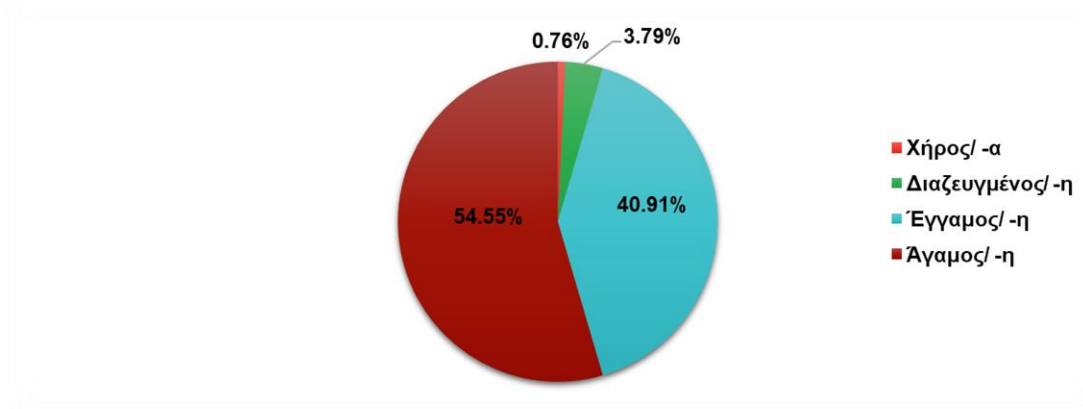
Επιπλέον, οι ηλικιακές ομάδες χωρίζονται σε:

- 29-36, όπου συγκέντρωσε το μεγαλύτερο ποσοστό των απαντήσεων με 36.36%
- 37-44, δεύτερη σε ποσοστό συμμετοχής με 25.76%
- 45-52, με ποσοστό 12.88%
- 53-60, με μόλις 7.58%
- άνω των 60 ετών με ποσοστό μόλις 0.76%



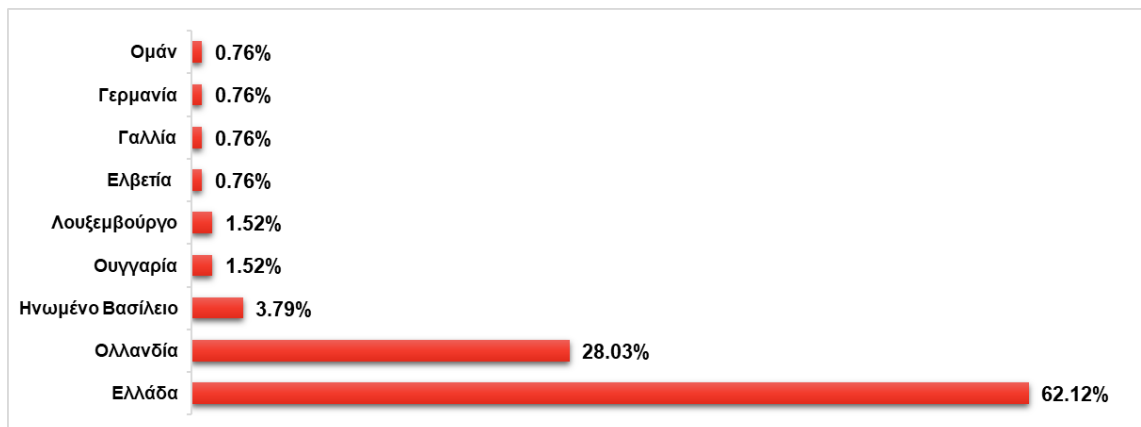
Διάγραμμα 19
Ηλικία συμμετεχόντων

Επίσης, η πλειοψηφία των συμμετεχόντων ήταν άγαμοι με ποσοστό 54.55%, ενώ ακολουθούν οι έγγαμοι με ποσοστό 40.91%.



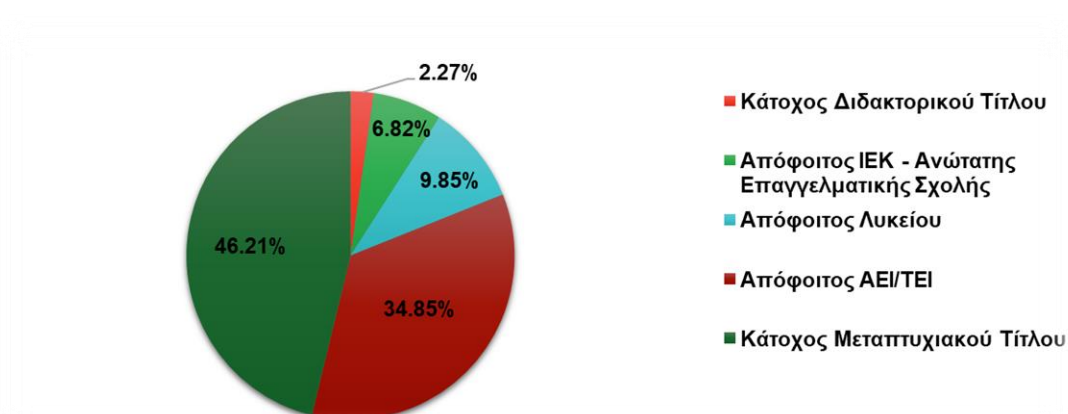
Διάγραμμα 20
Οικογενειακή κατάσταση συμμετεχόντων

Επιπλέον, οι περισσότεροι συμμετέχοντες κατοικούν στη Ελλάδα (62.12%), ενώ ακολουθούν οι κάτοικοι Ολλανδίας (28.03%).



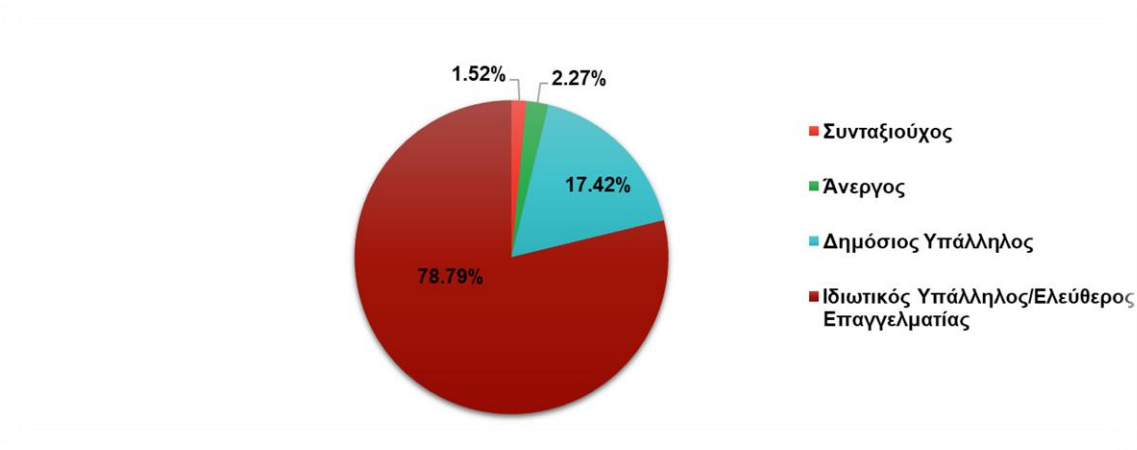
Διάγραμμα 21
Χώρα κατοικίας των συμμετεχόντων

Αναφορικά με το μορφωτικό επίπεδο των συμμετεχόντων, το μεγαλύτερο ποσοστό είναι κάτοχοι Μεταπτυχιακού τίτλου με 46.21%, ενώ με ποσοστό 34.85% ακολουθούν οι απόφοιτοι ΑΕΙ/ΤΕΙ. Τα χαμηλότερα ποσοστά ανήκουν στους απόφοιτους Λυκείου με 9.85%, τους απόφοιτους επαγγελματικής σχολής ή ΙΕΚ με 6.82 % και τέλος τους κατόχους Διδακτορικού τίτλου με 2.27%.



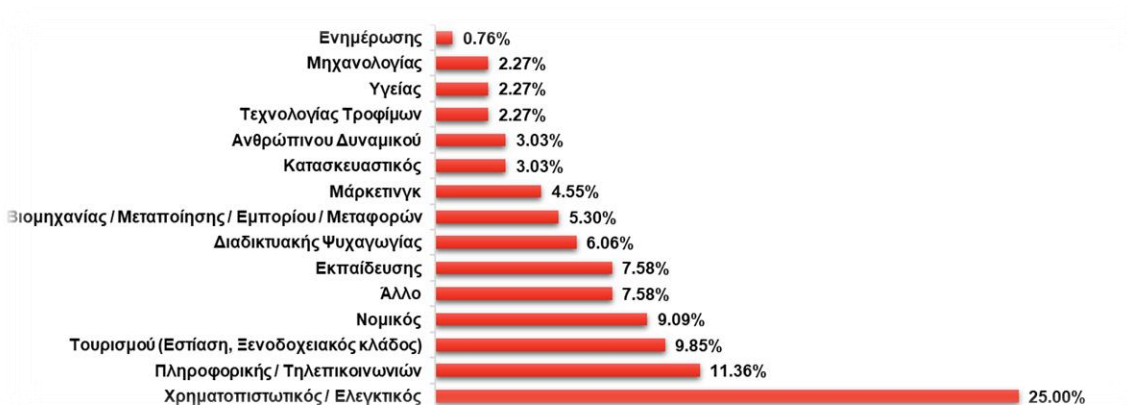
Διάγραμμα 22
Μορφωτικό επίπεδο συμμετεχόντων

Ακόμη, το μεγαλύτερο ποσοστό των συμμετεχόντων είναι ιδιωτικοί υπάλληλοι και ελεύθεροι επαγγελματίες με 78.79%, ενώ ακολουθούν οι δημόσιοι υπάλληλοι με 17.42%. Ακόμη το 2.27% και 1.52% δήλωσαν ότι είναι άνεργοι και συνταξιούχοι αντίστοιχα.



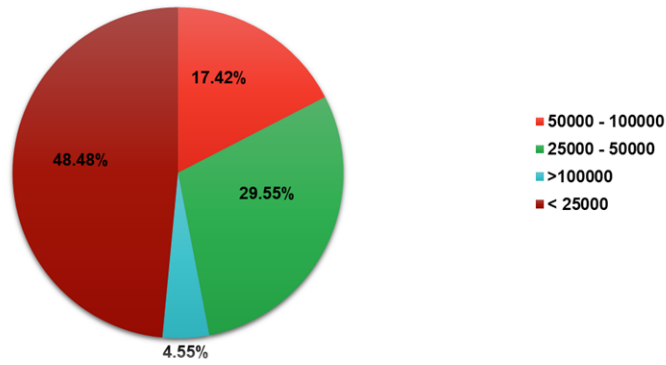
Διάγραμμα 23
Τρέχουσα επαγγελματική κατάσταση συμμετεχόντων

Επιπροσθέτως, η πλειοψηφία εργάζεται στον Χρηματοπιστωτικό και Ελεγκτικό τομέα με ποσοστό 25% και δεύτεροι σε σειρά ακολουθούν οι εργαζόμενοι στον τομέα της Πληροφορικής και των Τηλεπικοινωνιών με 11.36%.



Διάγραμμα 24
Τρέχων τομέας απασχόλησης συμμετεχόντων

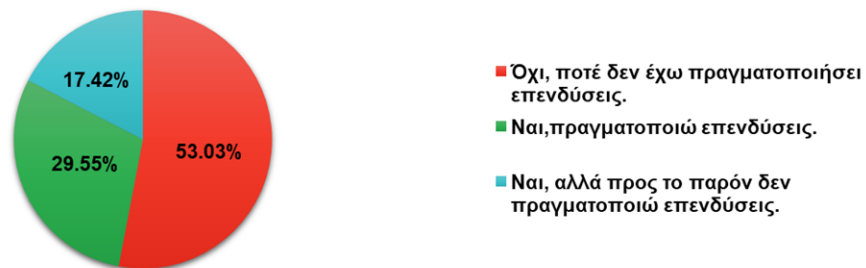
Τα δημογραφικά στοιχεία ολοκληρώνονται με τη συλλογή των εισοδηματικών ομάδων, η πλειοψηφία των οποίων ανήκει στη χαμηλότερη εισοδηματική ομάδα με ποσοστό 48.48% και τη μειοψηφία να ανήκει στην υψηλότερη εισοδηματική ομάδα με ποσοστό 4.55%.



Διάγραμμα 25
Ετήσιο μεικτό εισόδημα συμμετεχόντων

Στη συνέχεια οι συμμετέχοντες απάντησαν σε μερικές ερωτήσεις για τη συλλογή γενικών επενδυτικών πληροφοριών. Αρχικά, ερωτήθηκαν εάν έχουν επενδύσει σε περιουσιακά στοιχεία. Τα αποτελέσματα δείχνουν πως πάνω από το 50% του συνολικού δείγματος δεν έχει πραγματοποιήσει επενδύσεις, εκ του οποίου το 71.43% ανήκει στη χαμηλότερη εισοδηματική ομάδα και το 20% ανήκει στην εισοδηματική ομάδα 25000-50000.

Έχετε επενδύσει ποτέ σε μετοχές, ομόλογα, αμοιβαία κεφάλαια ή ακίνητη περιουσία;



Διάγραμμα 26
Πραγματοποίηση επενδύσεων των συμμετεχόντων

Σε αυτό το σημείο το ερωτηματολόγιο ολοκληρωνόταν για τους συμμετέχοντες που δεν είχαν πραγματοποιήσει ποτέ επενδύσεις, ενώ οι ακόλουθες ερωτήσεις απαντήθηκαν από 62 συμμετέχοντες. Μόνο το 19.05% και το 7.94% εξ αυτών να δηλώνει πως έχει καλές ή πολύ καλές επενδυτικές γνώσεις αντίστοιχα.

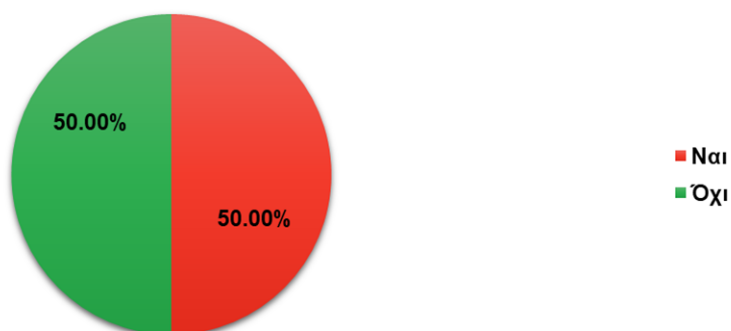
Πώς θα αξιολογούσατε τις επενδυτικές σας γνώσεις;



Διάγραμμα 27
Επενδυτικές ικανότητες συμμετεχόντων

Περίπου το 40% του τελικού δείγματος είναι κάτοικοι Ελλάδας, εκ των οποίων το 50% επένδυσε στο χρηματιστήριο το 1999.

Επενδύσατε στο χρηματιστήριο το έτος 1999;



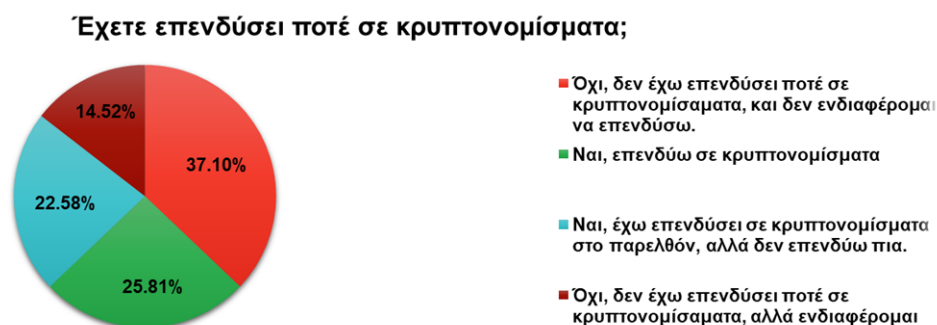
Διάγραμμα 28
Επένδυση στο χρηματιστήριο το 1999 (κάτοικοι Ελλάδας και ηλικιακής ομάδας άνω των 46 ετών)

Ακόμη, το μεγαλύτερο ποσοστό επιλέγει να επενδύει αποκλειστικά σε διεθνή χρηματιστήρια.



Διάγραμμα 29
Χρηματιστήριο επενδύσεων των συμμετεχόντων

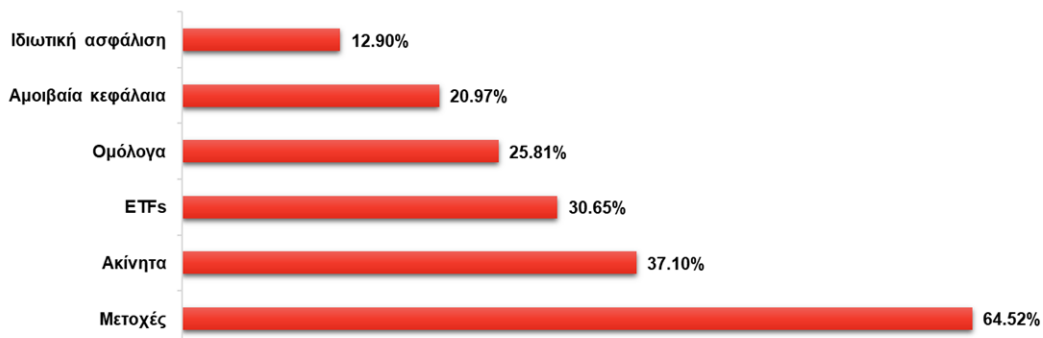
Παράλληλα, πάνω από το 50% φαίνεται να μην έχει επενδύσει ποτέ σε κρυπτονομίσματα



Διάγραμμα 30
Επενδύσεις των συμμετεχόντων σε κρυπτονομίσματα

Ακόμη, οι συμμετέχοντες επιλέγουν να επενδύουν κυρίως σε μετοχές, ενώ ακολουθούν οι επενδύσεις σε ακίνητα και ETFs. Σημαντικά είναι αποτελέσματα επένδυσης σε ιδιωτική ασφάλιση που αποτελεί τη λιγότερο δημοφιλέστερη επιλογή.

Μπορείτε να διευκρινίσετε τα είδη των επενδύσεων που πραγματοποιείτε;



Διάγραμμα 31

Είδη επενδύσεων που απευθύνονται οι συμμετέχοντες

Η τελευταία ενότητα του ερωτηματολογίου, αφορά το βαθμό λήψης συγκεκριμένων επενδυτικών αποφάσεων σε περιόδους κρίσης. Στο παρακάτω διάγραμμα είναι εμφανές πως το μεγαλύτερο ποσοστό θεωρεί πως είναι πιο πιθανό να διαφοροποιήσει το χαρτοφυλάκιο κατά τη διάρκεια μίας κρίσης σε σύγκριση με τις υπόλοιπες επενδυτικές αποφάσεις.



Διάγραμμα 32

Επενδυτικές αποφάσεις των συμμετεχόντων

Όπως αναφέρθηκε στην αρχή της ενότητας, όλα τα στάδια του ερωτηματολογίου ολοκληρώθηκαν από 62 άτομα με συνολικό χρόνο συμπλήρωσης πέντε λεπτών. Για την ανάλυση δεδομένων μέσω του συστήματος Jasp, οι μετρήσεις των επενδυτικών αποφάσεων κωδικοποιήθηκαν ως εξής:

Η μέτρηση επενδυτικών αποφάσεων ορίστηκε INVD (Investment Decision), η οποία αποτελείται από τέσσερις ερωτήσεις:

- Liqu_INVD, που αντικαθιστά την ερώτηση σχετικά με τη ρευστοποίηση επενδύσεων
- Transfer_INVD, που αντικαθιστά την ερώτηση σχετικά με τη μεταφορά κεφαλαίων σε άλλα είδη επενδύσεων
- Same_INVD, που αντικαθιστά την ερώτηση σχετικά με τη διακράτηση ιδίων των επενδύσεων
- Div_INVD, που αντικαθιστά την ερώτηση σχετικά με τη διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου

Η κλίμακα μέτρησης συμπεριφορικών σφαλμάτων ορίστηκε BB (Behavioral Bias), η οποία αποτελείται από είκοσι τρεις ερωτήσεις, οι οποίες αντιστοιχούν σε διαφορετικά συμπεριφορικά σφάλματα:

- BB1 = Overconfidence Bias
- BB2 = Confirmation Bias
- BB3 = Loss Aversion Bias
- BB4 = Herding Bias
- BB5 = Availability Bias
- BB6 = Sunk Cost Fallacy
- BB7 = Gambler's Fallacy
- BB8 = Mental Accounting
- BB9 = Money Illusion
- BB10 = Optical illusion
- BB11 = Illusion of knowledge
- BB12 = Self-attribution bias
- BB13 = Hindsight bias
- BB14 = Endowment effect
- BB15 = Attachment bias
- BB16 = Regret aversion
- BB17 = Disposition effect
- BB18 = Optimism/Pessimism bias
- BB19 = Representativeness bias
- BB20 = Home bias
- BB21 = Familiarity bias
- BB22 = Conservatism
- BB23 = Cognitive dissonance

Παρακάτω παρατίθενται οι πίνακες περιγραφικής στατιστικής των δημογραφικών στοιχείων.

| Descriptive Statistics | Φύλο | Ηλικία | Οικογενειακή Κατάσταση | Μορφωτικό Επίπεδο | Χώρα Κατοικίας |
|------------------------|------|--------|------------------------|-------------------|----------------|
| Valid | 62 | 62 | 62 | 62 | 62 |
| Missing | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Median | 1 | 33.5 | 1 | 4 | 2 |
| Mean | 1.29 | 37.29 | 1.42 | 3.48 | 1.77 |
| Std. Deviation | 0.46 | 10.66 | 0.5 | 0.86 | 0.71 |
| Minimum | 1 | 21 | 1 | 1 | 1 |
| Maximum | 2 | 67 | 2 | 5 | 3 |

Πίνακας 1
Περιγραφική στατιστική δημογραφικών στοιχείων

| Descriptive Statistics | Ευρύτερος Τομέας Απασχόλησης | Τομέας Απασχόλησης |
|------------------------|------------------------------|--------------------|
| Valid | 62 | 62 |
| Mean | 2.77 | 4.27 |
| Std. Deviation | 0.56 | 3.63 |
| Minimum | 1 | 1 |
| Maximum | 3 | 13 |

Πίνακας 2
Περιγραφική στατιστική τρέχουσας εργασίας

Οι ακόλουθοι πίνακες αφορούν την περιγραφική στατιστική των προς ανάλυση μεταβλητών

| Descriptive Statistics | Liqu_INVD | Transfer_INVD | Same_INVD | Div_INVD |
|------------------------|-----------|---------------|-----------|----------|
| Valid | 62 | 62 | 62 | 62 |
| Missing | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Median | 2 | 3 | 3 | 4 |
| Mean | 2.48 | 3.02 | 2.94 | 3.63 |
| Std. Deviation | 1.05 | 1 | 1.11 | 1.12 |
| Minimum | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Maximum | 5 | 5 | 5 | 5 |

Πίνακας 3
Περιγραφική στατιστική επενδυτικών αποφάσεων

Για την αποτελεσματικότερη ανάλυση των δεδομένων, τα συμπεριφορικά σφάλματα χωρίστηκαν σε γνωστικά (CB) και συναισθηματικά (EB), ενώ ακολουθεί σύντομη ανάλυση ως προς τους μέσους όρους των αποτελεσμάτων. Τα συναισθηματικά σφάλματα είναι:

- Overconfidence Bias
- Loss Aversion Bias
- Endowment effect
- Attachment bias
- Regret aversion

Ενώ τα υπόλοιπα, ανήκουν στην κατηγορία των γνωστικών σφαλμάτων.

| Descriptive Statistics | BB_1 | BB_3 | BB_14 | BB_15 | BB_16 |
|------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Valid | 62 | 62 | 62 | 62 | 62 |
| Missing | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Median | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| Mean | 2.92 | 2.98 | 2.84 | 2.60 | 3.05 |
| Std. Deviation | 0.86 | 1.05 | 0.87 | 1.14 | 1.05 |
| Minimum | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Maximum | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |

Πίνακας 4
Περιγραφική στατιστική συναισθηματικών σφαλμάτων

| Descriptive Statistics | BB_2 | BB_4 | BB_5 | BB_6 | BB_7 | BB_8 | BB_9 | BB_10 | BB_11 | BB_12 | BB_13 | BB_17 | BB_18 | BB_19 | BB_20 | BB_21 | BB_22 | BB_23 |
|------------------------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Valid | 62 | 62 | 62 | 62 | 62 | 62 | 62 | 62 | 62 | 62 | 62 | 62 | 62 | 62 | 62 | 62 | 62 | 62 |
| Missing | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Median | 3 | 3 | 4 | 2.5 | 3 | 4 | 2 | 2 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 4 | 3 |
| Mean | 3.29 | 2.63 | 3.50 | 2.53 | 3.16 | 3.27 | 2.34 | 2.39 | 3.21 | 3.03 | 2.50 | 2.68 | 2.71 | 3.34 | 2.76 | 3.24 | 3.60 | 3.11 |
| Std. Deviation | 1 | 1.04 | 0.92 | 1.1 | 0.79 | 1.22 | 1.01 | 1.05 | 0.85 | 0.94 | 0.9 | 1.00 | 0.76 | 0.83 | 1.04 | 1.14 | 0.80 | 0.98 |
| Minimum | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Maximum | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 4 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |

Πίνακας 5
Περιγραφική στατιστική γνωστικών σφαλμάτων

Οι γυναίκες φαίνεται να διαπράττουν σε μικρότερο βαθμό γνωστικά και συναισθηματικά σφάλματα σε σύγκριση με τους άνδρες.

| Descriptive Statistics | EB_Mean | | CB_Mean | |
|------------------------|---------|--------|---------|--------|
| | Male | Female | Male | Female |
| Valid | 44 | 18 | 44 | 18 |
| Missing | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Median | 2.90 | 2.90 | 3.06 | 3.08 |
| Mean | 2.89 | 2.86 | 3.04 | 3.01 |
| Std. Deviation | 0.58 | 0.46 | 0.37 | 0.55 |
| Minimum | 1.00 | 2 | 2.17 | 1.94 |
| Maximum | 4.00 | 3.60 | 3.72 | 4.17 |

Πίνακας 6

Περιγραφική στατιστική συναισθηματικών και γνωστικών σφαλμάτων σε σχέση με το φύλο

Η μικρότερη ηλικιακή ομάδα τείνει να διαπράττει περισσότερο συναισθηματικά σφάλματα και η ομάδα 29-36 διαπράττει περισσότερο γνωστικά σφάλματα.

| Descriptive Statistics | EB_Mean | | | | | | CB_Mean | | | | | |
|------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 21-28 | 29-36 | 37-44 | 45-52 | 53-60 | 61-68 | 21-28 | 29-36 | 37-44 | 45-52 | 53-60 | 61-68 |
| Valid | 12 | 22 | 12 | 7 | 8 | 1 | 12 | 22 | 12 | 7 | 8 | 1 |
| Missing | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Median | 2.90 | 2.90 | 2.90 | 3.00 | 2.70 | 3.80 | 3.08 | 3.06 | 2.92 | 3.00 | 3.25 | 2.71 |
| Mean | 2.88 | 2.93 | 2.78 | 2.86 | 2.77 | 3.80 | 3.07 | 3.06 | 2.98 | 2.87 | 3.17 | 2.71 |
| Std. Deviation | 0.50 | 0.67 | 0.53 | 0.34 | 0.43 | | 0.33 | 0.47 | 0.44 | 0.57 | 0.31 | |
| Minimum | 2.00 | 1.00 | 1.80 | 2.40 | 2.00 | 3.80 | 2.61 | 2.06 | 2.28 | 1.94 | 2.61 | 2.71 |
| Maximum | 3.80 | 4.00 | 3.60 | 3.20 | 3.40 | 3.80 | 3.61 | 4.17 | 3.61 | 3.72 | 3.50 | 2.71 |

Πίνακας 7

Περιγραφική στατιστική συναισθηματικών και γνωστικών σφαλμάτων σε σχέση με την ηλικιακή ομάδα

Οι απόφοιτοι ΑΕΙ/ΤΕΙ τείνουν να διαπράττουν περισσότερο συναισθηματικά σφάλματα, ενώ οι απόφοιτοι ΙΕΚ και επαγγελματικών σχολών γνωστικά σφάλματα σε σύγκριση με τους συμμετέχοντες διαφορετικού μορφωτικού επιπέδου.

| Descriptive Statistics | EB_Mean | | | | | CB_Mean | | | | |
|------------------------|-------------------|--|-------------------|------------------------------|-----------------------------|-------------------|--|-------------------|------------------------------|-----------------------------|
| | Απόφοιτος Λυκείου | Απόφοιτος ΙΕΚ - Ανώτατης Επαγγελματικής Σχολής | Απόφοιτος ΑΕΙ/ΤΕΙ | Κάτοχος Μεταπτυχιακού Τίτλου | Κάτοχος Διδακτορικού Τίτλου | Απόφοιτος Λυκείου | Απόφοιτος ΙΕΚ - Ανώτατης Επαγγελματικής Σχολής | Απόφοιτος ΑΕΙ/ΤΕΙ | Κάτοχος Μεταπτυχιακού Τίτλου | Κάτοχος Διδακτορικού Τίτλου |
| Valid | 3 | 3 | 20 | 33 | 3 | 3 | 3 | 20 | 33 | 3 |
| Missing | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Median | 3.00 | 3.00 | 2.80 | 3.00 | 2.40 | 3.22 | 3.00 | 3.14 | 3.00 | 2.56 |
| Mean | 3.07 | 3.27 | 2.92 | 2.85 | 2.33 | 2.26 | 3.26 | 3.09 | 3.01 | 2.69 |
| Std. Deviation | 0.12 | 0.46 | 0.51 | 0.30 | 1.30 | 0.45 | 0.45 | 0.46 | 0.40 | 0.59 |
| Minimum | 3.00 | 3.00 | 2.00 | 1.80 | 1.00 | 2.83 | 2.56 | 1.94 | 2.06 | 2.17 |
| Maximum | 3.20 | 3.80 | 3.80 | 4.00 | 3.60 | 3.72 | 3.44 | 4.17 | 3.61 | 3.33 |

Πίνακας 8

Περιγραφική στατιστική συναισθηματικών και γνωστικών σφαλμάτων σε σχέση με το μορφωτικό επίπεδο

Αντίστοιχα, οι εργαζόμενοι του ιδιωτικού τομέα διαπράττουν περισσότερο συναισθηματικά σφάλματα σε σύγκριση με τους εργαζομένους του δημόσιου τομέα, οι οποίοι τείνουν να διαπράττουν περισσότερο συναισθηματικά σφάλματα.

| Descriptive Statistics | EB_Mean | | CB_Mean | |
|------------------------|-----------------|------------------|-----------------|------------------|
| | Δημόσιος Τομέας | Ιδιωτικός Τομέας | Δημόσιος Τομέας | Ιδιωτικός Τομέας |
| Valid | 6 | 52 | 6 | 52 |
| Missing | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Median | 3.10 | 2.80 | 3.11 | 3.06 |
| Mean | 3.10 | 2.82 | 3.01 | 3.02 |
| Std. Deviation | 0.21 | 0.57 | 0.63 | 0.39 |
| Minimum | 2.80 | 1.00 | 1.94 | 2.06 |
| Maximum | 3.40 | 4.00 | 3.61 | 3.72 |

Πίνακας 9

Περιγραφική στατιστική συναισθηματικών και γνωστικών σφαλμάτων σε σχέση με τον ευρύτερο τομέα απασχόλησης

Συνολικά, οι συμμετέχοντες που ανήκουν στη μεγαλύτερη εισοδηματική ομάδα τείνουν να διαπράττουν περισσότερο συμπεριφορικά σφάλματα σε σχέση με τις υπόλοιπες εισοδηματικές ομάδες.

| Descriptive Statistics | EB_Mean | | | | CB_Mean | | | |
|------------------------|---------|---------------|----------------|---------|---------|---------------|----------------|---------|
| | <25000 | 25000 - 50000 | 50000 - 100000 | >100000 | <25000 | 25000 - 50000 | 50000 - 100000 | >100000 |
| Valid | 14 | 25 | 20 | 3 | 14 | 25 | 20 | 3 |
| Missing | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Median | 3.00 | 3.00 | 2.80 | 3.00 | 3.25 | 3.06 | 3.00 | 3.22 |
| Mean | 3.04 | 2.93 | 2.65 | 3.20 | 3.09 | 3.08 | 2.94 | 3.09 |
| Std. Deviation | 0.36 | 0.52 | 0.64 | 0.53 | 0.48 | 0.39 | 0.46 | 0.33 |
| Minimum | 2.60 | 2.00 | 1.00 | 2.80 | 1.94 | 2.44 | 2.06 | 2.72 |
| Maximum | 3.60 | 4.00 | 3.80 | 3.80 | 3.61 | 4.17 | 3.72 | 3.33 |

Πίνακας 10
Περιγραφική στατιστική συναισθηματικών και γνωστικών σφαλμάτων σε σχέση με το εισόδημα

Όπως αναφέρθηκε και στην ανάλυση μέσω του προγράμματος Excel, οι συμμετέχοντες τείνουν περισσότερο να διαφοροποιούν το χαρτοφυλάκιό τους σε περιόδους κρίσης.

5.2 Εξακρίβωση αξιοπιστίας

Για την εξακρίβωση της αξιοπιστίας του συνόλου ερωτήσεων αναφορικά με τα συμπεριφορικά σφάλματα, χρειάζεται να γίνει αναφορά στο δείκτη **Cronbach's α** , με σκοπό να επαληθευτεί η συνοχή των ερωτήσεων. Στη συγκεκριμένη περίπτωση, ο **Cronbach's α** είναι **0.77** αποδεικνύοντας ότι η εσωτερική συνέπεια μεταξύ των απαντήσεων είναι αποδεκτή, αφού ο δείκτης είναι μεγαλύτερος του 0.7.

Παράλληλα, το διάστημα εμπιστοσύνης 95% είναι (0.67,0.84). Δηλαδή, στη χειρότερη περίπτωση, η τιμή του δείκτη μπορεί να είναι 0.67 μονάδες και κατά συνέπεια η αξιοπιστία του συνόλου να είναι οριακά αποδεκτή. Αντιθέτως, το ανώτατο όριο του διαστήματος εμπιστοσύνης υποδηλώνει ότι το σύνολο έχει πολύ καλή αξιοπιστία, καθώς η τιμή του είναι μεγαλύτερη του 0.8. Επομένως, το διάστημα εμπιστοσύνης επαληθεύει πως η τιμή του δείκτη κυμαίνεται στο εύρος των αποδεκτών τιμών.

| Estimate | Cronbach's α |
|--------------------|---------------------|
| Point estimate | 0.77 |
| 95% CI lower bound | 0.67 |
| 95% CI upper bound | 0.84 |

Πίνακας 11
Δείκτης Cronbach's α

5.3 Ανάλυση συσχέτισης

Η έρευνα αναζητά τη γενική συσχέτιση επενδυτικών αποφάσεων και συμπεριφορικών σφαλμάτων, η οποία μπορεί να προσδιοριστεί μέσω της ανάλυσης συσχέτισης. Λόγω του μικρού δείγματος δεν κρίνεται απαραίτητη η χρήση μοντέλου παλινδρόμησης. Επιπλέον, αφού τα δεδομένα δεν είναι

κανονικά κατανομημένα, οι μεταβλητές δεν σχετίζονται γραμμικά και αφού χρησιμοποιήθηκε η κλίμακα μέτρησης Likert για τη μέτρησή τους, επιλέχθηκε ο συντελεστής συσχέτισης Spearman (ρ) για να μετρηθεί η συσχέτιση των δύο μεταβλητών.

Τα αποτελέσματα της συσχέτισης μεταξύ της πρώτης κατά σειρά επενδυτικής απόφασης παρουσιάζονται στον Πίνακα 13. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της ανάλυσης, το σφάλμα αισιοδοξίας (optimism bias) συσχετίζεται θετικά με τη ρευστοποίηση των επενδύσεων με συντελεστή συσχέτισης ($\rho=0.28$, $p<0.05$). Αν και το αποτέλεσμα αυτό έρχεται σε αντιπαράθεση με την επίδραση του συγκεκριμένου σφάλματος σε περιόδους αβεβαιότητας, το συγκεκριμένο δείγμα φαίνεται να τείνει περισσότερο να ρευστοποιεί τις επενδύσεις τους, όταν είναι αισιόδοξο για την πορεία της αγοράς. Ενδεχομένως να προβαίνουν σε τέτοιες κινήσεις για την αποφυγή της παραμικρής απώλειας ή διότι πιστεύουν ότι οι περίοδοι αβεβαιότητας είναι βραχυχρόνιοι και αναμένουν να επανεπενδύσουν τα μετρητά τους στο κοντινό μέλλον. Ακόμη, η γνωστική ασυμφωνία (cognitive dissonance) συσχετίζεται θετικά με τη ρευστοποίηση των επενδύσεων με συντελεστή συσχέτισης ($\rho=0.31$, $p<0.05$). Γεγονός που μας δείχνει πως οι επενδυτές που έχουν την τάση να ρευστοποιούν τις επενδύσεις τους, καθώς δεν μπορούν να διαχειριστούν την έντονη σύγκρουση μεταξύ των πεποιθήσεων τους και των πραγματικών συνθηκών που επικρατούν σε περιόδους αβεβαιότητας. Αξίζει να σημειωθεί πως τα παραπάνω αποτελέσματα είναι στατιστικά σημαντικά, που ενισχύει τη συσχέτιση τους. Αντίθετα, η σχέση μεταξύ της ρευστοποίησης των επενδύσεων και των υπόλοιπων συμπεριφορικών σφαλμάτων δεν είναι στατιστικά σημαντική, γεγονός που δεν επιβεβαιώνει αλλά ούτε ακυρώνει την H1, καθώς οι μεταβλητές δεν συσχετίζονται.

| Spearman's Correlations | | Liqu_INV D |
|-------------------------|----------------|------------|
| Liqu_INV D | Spearman's rho | — |
| | p-value | — |
| Overconfidence Bias | Spearman's rho | -0.05 |
| | p-value | 0.71 |
| Confirmation Bias | Spearman's rho | 0.15 |
| | p-value | 0.24 |
| Loss Aversion Bias | Spearman's rho | 0.15 |
| | p-value | 0.24 |
| Herding Bias | Spearman's rho | 0.12 |
| | p-value | 0.34 |
| Availability Bias | Spearman's rho | 0.21 |
| | p-value | 0.1 |
| Sunk Cost Fallacy | Spearman's rho | 0.19 |
| | p-value | 0.14 |
| Gambler's Fallacy | Spearman's rho | 0.02 |
| | p-value | 0.87 |

| | | |
|--------------------------------|----------------|-------|
| Mental Accounting | Spearman's rho | -0.04 |
| | p-value | 0.76 |
| Money Illusion | Spearman's rho | 0.02 |
| | p-value | 0.88 |
| Optical illusion | Spearman's rho | 0.11 |
| | p-value | 0.37 |
| Illusion of knowledge | Spearman's rho | -0.23 |
| | p-value | 0.07 |
| Self-attribution bias | Spearman's rho | 0.04 |
| | p-value | 0.76 |
| Hindsight bias | Spearman's rho | 0.04 |
| | p-value | 0.77 |
| Endowment effect | Spearman's rho | 0.08 |
| | p-value | 0.55 |
| Attachment bias | Spearman's rho | -0.14 |
| | p-value | 0.29 |
| Regret aversion | Spearman's rho | -0.04 |
| | p-value | 0.73 |
| Disposition effect | Spearman's rho | 0.23 |
| | p-value | 0.07 |
| Optimism bias | Spearman's rho | 0.28* |
| | p-value | 0.03 |
| Representativeness bias | Spearman's rho | 0.19 |
| | p-value | 0.14 |
| Home bias | Spearman's rho | 0.09 |
| | p-value | 0.49 |
| Familiarity bias | Spearman's rho | 0.17 |
| | p-value | 0.18 |
| Conservatism | Spearman's rho | 0.17 |
| | p-value | 0.2 |
| Cognitive dissonance | Spearman's rho | 0.31* |
| | p-value | 0.01 |

* p < .05, ** p < .01, *** p < .001

Πίνακας 12

Σχέση μεταξύ ρευστοποίησης επενδύσεων και συμπεριφορικών σφαλμάτων

Τα αποτελέσματα της συσχέτισης μεταξύ της δεύτερης κατά σειρά επενδυτικής απόφασης παρουσιάζονται στον Πίνακα 14. Αρχικά, η προκατάληψη προσκόλλησης (attachment bias) συσχετίζεται **αρνητικά** με τη μεταφορά κεφαλαίων σε άλλους τύπους επενδύσεων με συντελεστή συσχέτισης ($\rho = -0.29$, $p < 0.05$). Δηλαδή, όσο πιο έντονα παρουσιάζεται το συγκεκριμένο σφάλμα, τόσο μικρότερη είναι οι πιθανότητα οι επενδυτές να μεταφέρουν τα κεφάλαια τους σε άλλους τύπους

επενδύσεων, γεγονός που επαληθεύει την επίδραση αυτού του σφάλματος, καθώς οι επενδυτές συνδέονται συναισθηματικά με τα περιουσιακά τους στοιχεία. Ακόμη, το σφάλμα αισιοδοξίας (optimism bias) συσχετίζεται θετικά με τη μεταφορά κεφαλαίων σε άλλους τύπους επενδύσεων με συντελεστή συσχέτισης ($\rho=0.31$, $p<0.05$). Γεγονός που μας δείχνει πως όσο περισσότερο αισιόδοξοι είναι οι επενδυτές τόσο πιο πολύ τείνουν να μεταφέρουν τα κεφάλαιά τους σε άλλα είδη επενδύσεων σε περιόδους αβεβαιότητας με την πεποίθηση ότι θα αποφέρουν υψηλότερες αποδόσεις. Παράλληλα, το αποτέλεσμα αυτό ενδεχομένως να δικαιολογεί και την τάση των επενδυτών να διαπράττουν το συγκεκριμένο σφάλμα όταν ρευστοποιούν τις επενδύσεις τους, καθώς οι δύο εξαρτημένες μεταβλητές παρουσιάζουν ισχυρή και στατιστικά σημαντική συσχέτιση ($\rho=0.44$, $p<0.001$). Επιπλέον, το σφάλμα αντιπροσωπευτικότητας (representativeness bias) συσχετίζεται θετικά με τη μεταφορά κεφαλαίων σε άλλους τύπους επενδύσεων με συντελεστή συσχέτισης ($\rho=0.42$, $p<0.001$). Δηλαδή, όσο οι επενδυτές βασίζονται περισσότερο σε στερεότυπα και γενικεύσεις, τόσο πιο πιθανό είναι να στραφούν σε άλλου είδους επενδυτικά αγαθά σε περιόδους κρίσεων. Το σφάλμα οικειότητας (familiarity bias) συσχετίζεται θετικά με τη μεταφορά κεφαλαίων σε άλλους τύπους επενδύσεων με συντελεστή συσχέτισης ($\rho=0.4$, $p<0.01$). Ως εκ τούτου, όσο πιο πολύ παρουσιάζεται αυτό το σφάλμα, τόσο πιο πιθανό είναι οι επενδυτές να μεταφέρουν τα κεφάλαιά τους σε άλλες επενδύσεις, πιθανότατα σε αγαθά που τους φαίνονται οικεία. Ο συντηρητισμός (conservatism) συσχετίζεται θετικά με τη μεταφορά κεφαλαίων σε άλλους τύπους επενδύσεων με συντελεστή συσχέτισης ($\rho=0.36$, $p<0.01$). Ως εκ τούτου, όσο πιο πολύ παρουσιάζεται αυτό το σφάλμα, τόσο πιο πιθανό είναι οι επενδυτές να μεταφέρουν τα κεφάλαιά τους σε άλλες μορφές επενδύσεων, πιθανότατα σε επενδυτικά αγαθά που παρουσίασαν θετικές αποδόσεις στο παρελθόν. Αξίζει να σημειωθεί πως τα παραπάνω αποτελέσματα είναι στατιστικά σημαντικά, που ενισχύει τη συσχέτιση τους. Αντίθετα, η σχέση μεταξύ της μεταφοράς κεφαλαίων σε άλλα είδη επενδύσεων και των υπόλοιπων συμπεριφορικών σφαλμάτων δεν είναι στατιστικά σημαντική, γεγονός που δεν επιβεβαιώνει άλλα ούτε ακυρώνει την H2, καθώς οι μεταβλητές δεν συσχετίζονται.

| Spearman's Correlations | | Transfer_INV D |
|-------------------------|----------------|----------------|
| Transfer_INV D | Spearman's rho | — |
| | p-value | — |
| Overconfidence Bias | Spearman's rho | 0.04 |
| | p-value | 0.73 |
| Confirmation Bias | Spearman's rho | 0.05 |
| | p-value | 0.71 |
| Loss Aversion Bias | Spearman's rho | 0.11 |
| | p-value | 0.4 |
| Herding Bias | Spearman's rho | 0.04 |
| | p-value | 0.75 |
| Availability Bias | Spearman's rho | 0.03 |
| | p-value | 0.82 |
| Sunk Cost Fallacy | Spearman's rho | -0.06 |
| | p-value | 0.62 |
| Gambler's Fallacy | Spearman's rho | -0.07 |
| | p-value | 0.57 |

| | | |
|--------------------------------|----------------|-----------|
| Mental Accounting | Spearman's rho | 0.19 |
| | p-value | 0.14 |
| Money Illusion | Spearman's rho | 0.15 |
| | p-value | 0.24 |
| Optical illusion | Spearman's rho | 0.17 |
| | p-value | 0.18 |
| Illusion of knowledge | Spearman's rho | -0.05 |
| | p-value | 0.69 |
| Self-attribution bias | Spearman's rho | 0.03 |
| | p-value | 0.81 |
| Hindsight bias | Spearman's rho | 0.13 |
| | p-value | 0.33 |
| Endowment effect | Spearman's rho | 0.2 |
| | p-value | 0.11 |
| Attachment bias | Spearman's rho | -0.29* |
| | p-value | 0.02 |
| Regret aversion | Spearman's rho | -0.17 |
| | p-value | 0.2 |
| Disposition effect | Spearman's rho | 0.07 |
| | p-value | 0.58 |
| Optimism bias | Spearman's rho | 0.31* |
| | p-value | 0.01 |
| Representativeness bias | Spearman's rho | 0.42*** |
| | p-value | < .001 |
| Home bias | Spearman's rho | 0.21 |
| | p-value | 0.09 |
| Familiarity bias | Spearman's rho | 0.4** |
| | p-value | 1.21×10-3 |
| Conservatism | Spearman's rho | 0.36** |
| | p-value | 3.78×10-3 |
| Cognitive dissonance | Spearman's rho | 0.24 |
| | p-value | 0.06 |

* p < .05, ** p < .01, *** p < .001

Πίνακας 13

Σχέση μεταξύ μεταφοράς κεφαλαίων σε άλλα είδη επενδύσεων και συμπεριφορικών σφαλμάτων

Τα αποτελέσματα της συσχέτισης μεταξύ της τρίτης κατά σειρά επενδυτικής απόφασης παρουσιάζονται στον Πίνακα 15. Αρχικά, αποστροφή μετάνοιας (regret aversion) συσχετίζεται **αρνητικά** με τη διακράτηση ιδίων επενδύσεων με συντελεστή συσχέτισης ($\rho = -0.26$, $p < 0.05$). Δηλαδή, οι επενδυτές με υψηλότερη αποστροφή μετάνοιας τείνουν να μην διακρατούν τις υπάρχουσες επενδύσεις τους. Αξίζει να σημειωθεί πως τα παραπάνω αποτελέσματα είναι στατιστικά σημαντικά, που ενισχύει τη συσχέτιση τους. Αντίθετα, η σχέση μεταξύ της διακράτησης ιδίων

επενδύσεων και των υπόλοιπων συμπεριφορικών σφαλμάτων δεν είναι στατιστικά σημαντική, γεγονός που δεν επιβεβαιώνει άλλα ούτε ακυρώνει την H3, καθώς οι μεταβλητές δεν συσχετίζονται.

| Spearman's Correlations | | Same_INVD |
|-------------------------|----------------|-----------------------|
| Same_INVD | Spearman's rho | — |
| | p-value | — |
| Overconfidence Bias | Spearman's rho | 0.05 |
| | p-value | 0.72 |
| Confirmation Bias | Spearman's rho | 0.02 |
| | p-value | 0.85 |
| Loss Aversion Bias | Spearman's rho | 0.1 |
| | p-value | 0.44 |
| Herding Bias | Spearman's rho | -0.11 |
| | p-value | 0.42 |
| Availability Bias | Spearman's rho | -0.13 |
| | p-value | 0.33 |
| Sunk Cost Fallacy | Spearman's rho | 0.06 |
| | p-value | 0.67 |
| Gambler's Fallacy | Spearman's rho | -0.08 |
| | p-value | 0.54 |
| Mental Accounting | Spearman's rho | 2.44×10 ⁻⁴ |
| | p-value | 1 |
| Money Illusion | Spearman's rho | -65.4 |
| | p-value | 0.96 |
| Optical illusion | Spearman's rho | 0.15 |
| | p-value | 0.26 |
| Illusion of knowledge | Spearman's rho | -63.6 |
| | p-value | 0.96 |
| Self-attribution bias | Spearman's rho | -0.24 |
| | p-value | 0.06 |
| Hindsight bias | Spearman's rho | 0.05 |
| | p-value | 0.69 |
| Endowment effect | Spearman's rho | -0.15 |
| | p-value | 0.25 |
| Attachment bias | Spearman's rho | -0.11 |
| | p-value | 0.41 |
| Regret aversion | Spearman's rho | -0.26* |
| | p-value | 0.04 |
| Disposition effect | Spearman's rho | 0.08 |
| | p-value | 0.51 |
| Optimism bias | Spearman's rho | -0.01 |

| | | |
|--------------------------------|----------------|-------|
| | p-value | 0.93 |
| Representativeness bias | Spearman's rho | -0.11 |
| | p-value | 0.38 |
| Home bias | Spearman's rho | -0.04 |
| | p-value | 0.74 |
| Familiarity bias | Spearman's rho | -0.04 |
| | p-value | 0.77 |
| Conservatism | Spearman's rho | 0.06 |
| | p-value | 0.66 |
| Cognitive dissonance | Spearman's rho | -0.21 |
| | p-value | 0.1 |

*p < .05, **p < .01, ***p < .001

Πίνακας 14

Σχέση μεταξύ διακράτησης ιδίων επενδύσεων και συμπεριφορικών σφαλμάτων

Τα αποτελέσματα της συσχέτισης μεταξύ της τέταρτης και τελευταίας κατά σειρά επενδυτικής απόφασης παρουσιάζονται στον Πίνακα 16. Αρχικά, η ψευδαίσθηση της γνώσης (illusion of knowledge) συσχετίζεται θετικά με την απόφαση διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου με συντελεστή συσχέτισης ($\rho = 0.3$, $p < 0.05$). Δηλαδή, οι επενδυτές που πιστεύουν ότι κατέχουν πολύ καλές επενδυτικές γνώσεις τείνουν να διαφοροποιούν τις επενδύσεις τους σε περιόδους αβεβαιότητας. Ακόμη, η μεροληψία της ύστερης γνώσης (hindsight bias) συσχετίζεται θετικά με την απόφαση διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου με συντελεστή συσχέτισης ($\rho = 0.28$, $p < 0.05$). Με λίγα λόγια, οι επενδυτές που έχουν όλο και μεγαλύτερη τάση να προβλέπουν τις εξελίξεις της αγοράς πριν αυτές συμβούν, τόσο πιο πιθανό είναι να στραφούν σε τεχνικές διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου. Επιπλέον, το αποτέλεσμα προδιάθεσης (disposition effect) συσχετίζεται θετικά με την απόφαση διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου με συντελεστή συσχέτισης ($\rho = 0.27$, $p < 0.05$). Δηλαδή, οι επενδυτές που διαπράττουν σε έντονο βαθμό το συγκεκριμένο σφάλμα, έχουν την τάση να διαφοροποιούν το χαρτοφυλάκιο τους σε περιόδους κρίσης, ενδεχομένως μετά από πώληση κερδοφόρων τίτλων. Αξίζει να σημειωθεί πως τα παραπάνω αποτελέσματα είναι στατιστικά σημαντικά, που ενισχύει τη συσχέτιση τους. Αντίθετα, η σχέση μεταξύ της διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου και των υπόλοιπων συμπεριφορικών σφαλμάτων δεν είναι στατιστικά σημαντική, γεγονός που δεν επιβεβαιώνει άλλα ούτε ακυρώνει την H4, καθώς οι μεταβλητές δεν συσχετίζονται.

| Spearman's Correlations | | DIV_INV |
|----------------------------|----------------|---------|
| DIV_INV | Spearman's rho | — |
| | p-value | — |
| Overconfidence Bias | Spearman's rho | -41.2 |
| | p-value | 0.98 |

| | | |
|--------------------------------|----------------|-------|
| Confirmation Bias | Spearman's rho | 0.05 |
| | p-value | 0.67 |
| Loss Aversion Bias | Spearman's rho | 0.18 |
| | p-value | 0.16 |
| Herding Bias | Spearman's rho | -30.5 |
| | p-value | 0.98 |
| Availability Bias | Spearman's rho | 0.03 |
| | p-value | 0.8 |
| Sunk Cost Fallacy | Spearman's rho | -0.04 |
| | p-value | 0.74 |
| Gambler's Fallacy | Spearman's rho | 0.11 |
| | p-value | 0.38 |
| Mental Accounting | Spearman's rho | 0.24 |
| | p-value | 0.07 |
| Money Illusion | Spearman's rho | 0.12 |
| | p-value | 0.36 |
| Optical illusion | Spearman's rho | -0.09 |
| | p-value | 0.47 |
| Illusion of knowledge | Spearman's rho | 0.3* |
| | p-value | 0.02 |
| Self-attribution bias | Spearman's rho | 0.12 |
| | p-value | 0.37 |
| Hindsight bias | Spearman's rho | 0.28* |
| | p-value | 0.03 |
| Endowment effect | Spearman's rho | -0.19 |
| | p-value | 0.13 |
| Attachment bias | Spearman's rho | -0.09 |
| | p-value | 0.47 |
| Regret aversion | Spearman's rho | -0.09 |
| | p-value | 0.49 |
| Disposition effect | Spearman's rho | 0.27* |
| | p-value | 0.03 |
| Optimism bias | Spearman's rho | -0.09 |
| | p-value | 0.48 |
| Representativeness bias | Spearman's rho | 0.23 |
| | p-value | 0.07 |
| Home bias | Spearman's rho | -0.19 |
| | p-value | 0.15 |
| Familiarity bias | Spearman's rho | 0.03 |
| | p-value | 0.79 |
| Conservatism | Spearman's rho | 0.24 |
| | p-value | 0.06 |
| Cognitive dissonance | Spearman's rho | -0.15 |
| | p-value | 0.26 |

Πίνακας 15

Σχέση μεταξύ διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου και συμπεριφορικών σφαλμάτων

6. Συμπεράσματα

Η παρούσα έρευνα εξέτασε την επίδραση των συμπεριφορικών σφαλμάτων στη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων κατά τη διάρκεια περιόδων κρίσης. Τα ευρήματα έδειξαν ότι μόνο ένας συγκεκριμένος αριθμός σφαλμάτων σχετίζεται με τις επενδυτικές αποφάσεις που ερευνήθηκαν. Ειδικότερα, παρατηρήθηκε συσχέτιση με το σφάλμα αισιοδοξίας, τη νοητική λογιστική, το σφάλμα αντιπροσωπευτικότητας, την προκατάληψη προσκόλλησης, το σφάλμα οικειότητας, το συντηρητισμό, την αποστροφή μετάνοιας, τη ψευδαίσθηση της γνώσης, τη μεροληψία της ύστερης γνώσης και το αποτέλεσμα προδιάθεσης. Το γεγονός αυτό επιβεβαιώνει ότι οι επενδυτές διαπράττουν συμπεριφορικά σφάλματα, τα οποία επηρεάζουν τις επενδυτικές τους αποφάσεις τους σε περιόδους κρίσης, επαληθεύοντας εν μέρει τον ρόλο της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.

Αντιθέτως, βάσει των δεδομένων που συλλέχθηκαν, δεν υπάρχει επαρκής ένδειξη που να υποστηρίζει τη συσχέτιση των υπόλοιπων συμπεριφορικών σφαλμάτων με τις επενδυτικές αποφάσεις, καθώς δεν παρουσιάζουν στατιστικά σημαντική συσχέτιση. Η έλλειψη αυτής της συσχέτισης ενδέχεται να οφείλεται σε ανεπαρκή δεδομένα. Ωστόσο, οι σχετικές υποθέσεις δεν μπορούν να επιβεβαιωθούν, αλλά και δεν μπορούν να απορριφθούν, καθώς δεν διαπιστώθηκε σαφής συσχέτιση των μεταβλητών, ενώ απαιτούνται περισσότερα δεδομένα για την οριστική επαλήθευση ή απόρριψή τους. Παρά την ασάφεια των αποτελεσμάτων ως προς τις αρχικές υποθέσεις, αυτά μας βοηθούν να κατανοήσουμε καλύτερα τον ρόλο των συμπεριφορικών σφαλμάτων, ιδίως σε περιόδους αβεβαιότητας.

Παρά τα αξιολογικά ευρήματα της μελέτης, υπάρχουν ορισμένοι περιορισμοί. Πρώτον, η έρευνα εστιάζει αποκλειστικά σε ιδιώτες επενδυτές, χωρίς να λαμβάνει υπόψη την επίδραση των θεσμικών επενδυτών στις αγορές. Επιπλέον, το δείγμα είναι περιορισμένο και αφορά κυρίως κατοίκους δύο χωρών με διαφορετικές εισοδηματικές ομάδες. Συγκεκριμένα, η πλειονότητα των κατοίκων Ελλάδας ανήκει στη χαμηλότερη εισοδηματική ομάδα, ενώ η πλειοψηφία των Ολλανδών κατοίκων ανήκει σε υψηλότερες. Επίσης, το 93,5% του δείγματος ήταν κάτω των 55 ετών, γεγονός που περιορίζει την ικανότητα εξαγωγής συμπερασμάτων για τις μεγαλύτερες ηλικιακές ομάδες επενδυτών.

Τέλος, κρίνεται απαραίτητος ο σχεδιασμός ενός πιο ολοκληρωμένου ερωτηματολογίου, το οποίο θα περιλαμβάνει διαφορετικές κατηγορίες επενδυτών (π.χ. θεσμικοί επενδυτές), προερχόμενους από διαφορετικές χώρες, καθώς και από διαφορετικές ηλικιακές και εισοδηματικές ομάδες, με σκοπό την εξαγωγή πιο ολοκληρωμένων και αξιόπιστων συμπερασμάτων. Ακόμη, είναι σημαντικό να συμπεριληφθεί ένας τρόπος αποτελεσματικότερης μέτρησης των συμπεριφορικών σφαλμάτων, καθοδηγώντας τους επενδυτές για την ορθή συμπλήρωσή του ερωτηματολογίου. Ακόμη, προτείνεται η εξέταση της συσχέτισης των σφαλμάτων με άλλες παραμέτρους, όπως ο χρηματοοικονομικός αλφαριθμητισμός, ώστε να διερευνηθεί κατά πόσο ενισχύει τις επενδυτικές αποφάσεις ή μειώνει τον αντίκτυπο των σφαλμάτων. Επιπλέον, θα μπορούσε να μελετηθεί η σχέση των σφαλμάτων αυτών με ημερολογιακές ανωμαλίες και σε ποιον βαθμό τα σφάλματα αποτελούν την πηγή τους.

Βιβλιογραφία

Ελληνική (Βιβλία)

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. (2015), *Επενδύσεις, εκδόσεις Utopia*

Νικόλαος, Δ. Φ. (2015). *Η ψυχολογία των αγορών. Παρεμβάσεις πριν και μετά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση*, Αθήνα.

Πετράκης Ε. Παναγιώτης, Σταματάκης Δ., *Αξιολόγηση Επενδύσεων*.

Ξενόγλωσση (Βιβλία)

Cervellati, E. M., Angelini, N., & Stella, G. P. (2024). Behavioral finance and wealth management: Market anomalies, investors' behavior and the role of financial advisors.

Dahlgaard, J. J., Khanji, G. K., & Kristensen, K. (2008). *Fundamentals of total quality management*. Routledge

Damodaran, A. (2003). *Investment philosophies: successful strategies and the investors who made them work* (Vol. 185). John Wiley & Sons.

Eddie, M. (2017). *Business Finance: Theory and Practice*.

Geltner, David M., Norman G. Miller, Jim Clayton, and Piet Eichholtz. *Commercial real estate: analysis & investments*. Cengage learning, 2007.

Nofsinger, J. R. (2017). *The psychology of investing*. Routledge.

Pompian, M. M. (2012). *Behavioral finance and wealth management: how to build investment strategies that account for investor biases* (Vol. 667). John Wiley & Sons.

Reilly, F. K. (2002). *Investment analysis and portfolio management*

Ξενόγλωσση (Άρθρα)

Amirhosseini, M. H., & Kazemian, H. (2020). Machine Learning Approach to Personality Type Prediction Based on the Myers-Briggs Type Indicator R. *Multimodal Technologies and Interaction*, 4, Article 9.

Arthur, J. N., Williams, R. J., & Delfabbro, P. H. (2016). The conceptual and empirical relationship between gambling, investing, and speculation. *Journal of behavioral addictions*, 5(4), 580-591.

Bouman, S., & Jacobsen, B. (2002). The Halloween indicator, "sell in May and go away": Another puzzle. *American Economic Review*, 92(5), 1618-1635.

Davies, Greg. (2013). *Overcoming the cost of being human (or the pursuit of anxiety adjusted returns)*. Barclays White Paper.

Fenn, G. W., Liang, N., & Prowse, S. (1997). The private equity market: An overview. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 6(4), 1-106.

Grabowski, A. (2014). The definition of investment under the ICSID Convention: a defense of Salini. *Chi. J. Int'l L.*, 15, 287.

Howard, C. T. (2010). *The importance of investment strategy*.

Meir, S. (1995). A behavioral framework for dollar-cost averaging. *Journal of Portfolio Management*, 22(1), 70-78.

- Nanayakkara, N. S., Nimal, P. D., & Weerakoon, Y. K. (2019). Behavioural asset pricing: a review.
- Parsaeemehr, M., Rezeai, F., & Sedera, D. (2013). Personality type of investors and perception of financial information to make decisions. *Asian Economic and Financial Review*, 3(3), 283.
- Plastun, A., Sibande, X., Gupta, R., & Wohar, M. E. (2019). Rise and fall of calendar anomalies over a century. *The North American Journal of Economics and Finance*, 49, 181-205.
- Samman, A. (2015). Crisis theory and the historical imagination. *Review of International Political Economy*, 22(5), 966-995.
- Statman, M. (2008). What is behavioral finance. *Handbook of finance*, 2(9), 79-84.
- Stulz, R. M. (2007). Hedge funds: Past, present, and future. *Journal of Economic Perspectives*, 21(2), 175-194.
- Šubrt, J. (2014). Reflections on the concept "crisis". *Economic and social changes: facts, trends, forecast*, (6), 70-84.
- Usmanovich Burkhanov, A., & Mansur qizi Eshmamatova, M. (2021, December). The ways for improvement of investment strategy in the period of digital economy. In *Proceedings of the 5th International Conference on Future Networks and Distributed Systems* (pp. 655-662).

Ελληνική (Ηλεκτρονικές Πηγές)

- www.capital.gr
- www.euro2day.gr
- www.gfli.gr
- www.interamerican.gr
- www.kathimerini.com.cy
- www.lifo.gr
- www.naftemporiki.gr
- www.nnhellas.gr
- www.tanea.gr
- www.teiath.gr
- www.tovima.gr

Ξενόγλωσση (Ηλεκτρονικές Πηγές)

- www.abnamro.nl
- www.academy.binance.com
- www.advisor.visualcapitalist.com
- www.amsa-network.com
- www.blogs.worldbank.org
- www.britannica.com
- www.cfainstitute.org
- www.corporatefinanceinstitute.com
- www.degiro.gr
- www.etmoney.com
- www.fichansraj.org
- www.fidelity.com.sg
- www.finance.yahoo.com

www.finra.org
www.forbes.com
www.fultonbank.com
www.futurelearn.com
www.hdfclife.com
www.historic-uk.com
www.indeed.com
www.investing.com
www.investopedia.com
www.ishares.com
www.keirsey.com
www.linkedin.com
www.marketscreener.com
www.maxlifeinsurance.com
www.medium.com
www.moneysense.gov.sg
www.morningstar.com
www.nytimes.com
www.oecd.org
www.plato.stanford.edu
www.politicalconcepts.org
www.rba.gov.au
www.reit.com
www.spglobal.com
www.statista.com
www.trade.ec.europa.eu
www.tradersblog.semwealth.com
www.tradingview.com

Παράρτημα Ι: Πίνακας αποδόσεων

| Μήνας | Προσαρμοσμένη τιμή κλεισίματος Euronext 100 | Προσαρμοσμένη τιμή κλεισίματος L'Oréal ((OR.PA)) | Μηνιαία Απόδοση Euronext % | Μηνιαία Απόδοση L'Oréal ((OR.PA)) % |
|---------|---|--|----------------------------|-------------------------------------|
| Ιαν-14 | 786.58 | 100.89 | | |
| Φεβ-14 | 829.01 | 101.51 | 5.39% | 0.61% |
| Μαρ-14 | 831.47 | 98.99 | 0.30% | -2.48% |
| Απρ-14 | 841.51 | 102.54 | 1.21% | 3.59% |
| Μαϊ-14 | 852.19 | 108.04 | 1.27% | 5.36% |
| Ιουν-14 | 840.88 | 106.23 | -1.33% | -1.68% |
| Ιουλ-14 | 814.84 | 106.69 | -3.10% | 0.44% |
| Αυγ-14 | 836.93 | 106.36 | 2.71% | -0.32% |
| Σεπ-14 | 844.22 | 106.10 | 0.87% | -0.24% |
| Οκτ-14 | 819.48 | 105.60 | -2.93% | -0.48% |
| Νοε-14 | 850.54 | 115.81 | 3.79% | 9.67% |
| Δεκ-14 | 839.52 | 117.58 | -1.30% | 1.53% |
| Ιαν-15 | 906.28 | 134.25 | 7.95% | 14.18% |
| Φεβ-15 | 973.01 | 136.95 | 7.36% | 2.01% |
| Μαρ-15 | 984.50 | 144.63 | 1.18% | 5.61% |
| Απρ-15 | 983.71 | 143.87 | -0.08% | -0.53% |
| Μαϊ-15 | 983.52 | 145.14 | -0.02% | 0.88% |
| Ιουν-15 | 940.56 | 137.19 | -4.37% | -5.48% |
| Ιουλ-15 | 987.83 | 146.07 | 5.03% | 6.47% |
| Αυγ-15 | 900.52 | 130.93 | -8.84% | -10.36% |
| Σεπ-15 | 858.55 | 132.95 | -4.66% | 1.54% |
| Οκτ-15 | 941.71 | 142.38 | 9.69% | 7.09% |
| Νοε-15 | 961.87 | 143.71 | 2.14% | 0.93% |
| Δεκ-15 | 906.33 | 133.16 | -5.77% | -7.34% |
| Ιαν-16 | 874.30 | 135.09 | -3.53% | 1.45% |
| Φεβ-16 | 849.95 | 133.76 | -2.79% | -0.98% |
| Μαρ-16 | 864.41 | 135.00 | 1.70% | 0.93% |
| Απρ-16 | 869.89 | 135.86 | 0.63% | 0.64% |
| Μαϊ-16 | 884.17 | 147.58 | 1.64% | 8.63% |
| Ιουν-16 | 846.47 | 150.29 | -4.26% | 1.84% |
| Ιουλ-16 | 876.01 | 148.76 | 3.49% | -1.02% |
| Αυγ-16 | 875.95 | 147.97 | -0.01% | -0.53% |
| Σεπ-16 | 881.48 | 146.88 | 0.63% | -0.74% |
| Οκτ-16 | 881.79 | 142.47 | 0.04% | -3.00% |
| Νοε-16 | 884.62 | 140.72 | 0.32% | -1.23% |
| Δεκ-16 | 933.89 | 151.51 | 5.57% | 7.67% |
| Ιαν-17 | 916.70 | 147.10 | -1.84% | -2.91% |
| Φεβ-17 | 942.98 | 153.39 | 2.87% | 4.28% |
| Μαρ-17 | 986.27 | 157.41 | 4.59% | 2.62% |

| | | | | |
|---------|----------|--------|---------|--------|
| Απρ-17 | 1,010.93 | 159.77 | 2.50% | 1.50% |
| Μαϊ-17 | 1,019.99 | 169.42 | 0.90% | 6.04% |
| Ιουν-17 | 986.22 | 162.26 | -3.31% | -4.23% |
| Ιουλ-17 | 995.78 | 155.76 | 0.97% | -4.00% |
| Αυγ-17 | 991.62 | 157.77 | -0.42% | 1.28% |
| Σεπ-17 | 1,036.54 | 160.03 | 4.53% | 1.44% |
| Οκτ-17 | 1,068.23 | 169.95 | 3.06% | 6.20% |
| Νοε-17 | 1,039.35 | 165.28 | -2.70% | -2.75% |
| Δεκ-17 | 1,032.74 | 164.53 | -0.64% | -0.46% |
| Ιαν-18 | 1,063.00 | 162.88 | 2.93% | -1.00% |
| Φεβ-18 | 1,028.34 | 157.50 | -3.26% | -3.30% |
| Μαρ-18 | 1,011.72 | 163.10 | -1.62% | 3.56% |
| Απρ-18 | 1,063.55 | 176.89 | 5.12% | 8.45% |
| Μαϊ-18 | 1,049.06 | 186.34 | -1.36% | 5.34% |
| Ιουν-18 | 1,044.81 | 191.68 | -0.41% | 2.87% |
| Ιουλ-18 | 1,078.16 | 189.87 | 3.19% | -0.95% |
| Αυγ-18 | 1,058.73 | 187.33 | -1.80% | -1.34% |
| Σεπ-18 | 1,060.91 | 188.24 | 0.21% | 0.48% |
| Οκτ-18 | 985.64 | 180.26 | -7.09% | -4.24% |
| Νοε-18 | 973.20 | 188.42 | -1.26% | 4.52% |
| Δεκ-18 | 916.63 | 182.35 | -5.81% | -3.22% |
| Ιαν-19 | 973.10 | 190.41 | 6.16% | 4.42% |
| Φεβ-19 | 1,019.34 | 201.11 | 4.75% | 5.62% |
| Μαρ-19 | 1,042.48 | 217.33 | 2.27% | 8.07% |
| Απρ-19 | 1,086.58 | 222.13 | 4.23% | 2.21% |
| Μαϊ-19 | 1,022.09 | 221.37 | -5.94% | -0.34% |
| Ιουν-19 | 1,071.44 | 230.67 | 4.83% | 4.20% |
| Ιουλ-19 | 1,081.09 | 222.85 | 0.90% | -3.39% |
| Αυγ-19 | 1,064.09 | 228.92 | -1.57% | 2.73% |
| Σεπ-19 | 1,099.17 | 236.57 | 3.30% | 3.34% |
| Οκτ-19 | 1,097.89 | 241.08 | -0.12% | 1.91% |
| Νοε-19 | 1,129.97 | 238.22 | 2.92% | -1.18% |
| Δεκ-19 | 1,144.39 | 243.10 | 1.28% | 2.05% |
| Ιαν-20 | 1,120.23 | 231.96 | -2.11% | -4.58% |
| Φεβ-20 | 1,021.98 | 221.92 | -8.77% | -4.33% |
| Μαρ-20 | 858.11 | 219.99 | -16.03% | -0.87% |
| Απρ-20 | 899.87 | 244.30 | 4.87% | 11.05% |
| Μαϊ-20 | 930.25 | 241.17 | 3.38% | -1.28% |
| Ιουν-20 | 976.54 | 263.09 | 4.98% | 9.09% |
| Ιουλ-20 | 954.26 | 260.60 | -2.28% | -0.95% |
| Αυγ-20 | 979.97 | 258.34 | 2.69% | -0.87% |
| Σεπ-20 | 958.98 | 258.99 | -2.14% | 0.25% |
| Οκτ-20 | 930.91 | 259.08 | -2.93% | 0.04% |
| Νοε-20 | 1,088.73 | 286.23 | 16.95% | 10.48% |
| Δεκ-20 | 1,103.54 | 289.96 | 1.36% | 1.30% |
| Ιαν-21 | 1,085.38 | 270.65 | -1.65% | -6.66% |

| | | | | |
|---------|----------|--------|--------|--------|
| Φεβ-21 | 1,123.08 | 282.50 | 3.47% | 4.38% |
| Μαρ-21 | 1,195.05 | 304.89 | 6.41% | 7.93% |
| Απρ-21 | 1,228.38 | 318.74 | 2.79% | 4.54% |
| Μαϊ-21 | 1,248.93 | 347.67 | 1.67% | 9.07% |
| Ιουν-21 | 1,264.63 | 354.75 | 1.26% | 2.04% |
| Ιουλ-21 | 1,281.19 | 364.28 | 1.31% | 2.69% |
| Αυγ-21 | 1,308.97 | 374.10 | 2.17% | 2.69% |
| Σεπ-21 | 1,275.93 | 336.86 | -2.52% | -9.95% |
| Οκτ-21 | 1,343.09 | 372.82 | 5.26% | 10.68% |
| Νοε-21 | 1,299.21 | 375.23 | -3.27% | 0.65% |
| Δεκ-21 | 1,361.69 | 393.59 | 4.81% | 4.89% |
| Ιαν-22 | 1,318.51 | 355.74 | -3.17% | -9.62% |
| Φεβ-22 | 1,268.80 | 335.11 | -3.77% | -5.80% |
| Μαρ-22 | 1,270.10 | 343.46 | 0.10% | 2.49% |
| Απρ-22 | 1,245.92 | 329.35 | -1.90% | -4.11% |
| Μαϊ-22 | 1,242.42 | 314.61 | -0.28% | -4.48% |
| Ιουν-22 | 1,145.98 | 315.33 | -7.76% | 0.23% |
| Ιουλ-22 | 1,255.15 | 352.48 | 9.53% | 11.78% |
| Αυγ-22 | 1,196.28 | 328.68 | -4.69% | -6.75% |
| Σεπ-22 | 1,113.98 | 316.24 | -6.88% | -3.79% |
| Οκτ-22 | 1,194.14 | 304.60 | 7.20% | -3.68% |
| Νοε-22 | 1,286.93 | 339.74 | 7.77% | 11.54% |
| Δεκ-22 | 1,231.60 | 319.44 | -4.30% | -5.98% |
| Ιαν-23 | 1,327.37 | 362.01 | 7.78% | 13.32% |
| Φεβ-23 | 1,349.62 | 359.18 | 1.68% | -0.78% |
| Μαρ-23 | 1,360.26 | 393.80 | 0.79% | 9.64% |
| Απρ-23 | 1,372.90 | 414.39 | 0.93% | 5.23% |
| Μαϊ-23 | 1,318.32 | 392.96 | -3.98% | -5.17% |
| Ιουν-23 | 1,373.75 | 420.63 | 4.20% | 7.04% |
| Ιουλ-23 | 1,401.34 | 416.79 | 2.01% | -0.91% |
| Αυγ-23 | 1,355.74 | 399.65 | -3.25% | -4.11% |
| Σεπ-23 | 1,323.71 | 387.24 | -2.36% | -3.10% |
| Οκτ-23 | 1,286.00 | 390.15 | -2.85% | 0.75% |
| Νοε-23 | 1,357.44 | 424.52 | 5.56% | 8.81% |
| Δεκ-23 | 1,395.52 | 443.82 | 2.81% | 4.55% |
| Ιαν-24 | 1,424.37 | 437.96 | 2.07% | -1.32% |

Πίνακας 16
Μηνιαία στοιχεία αποδόσεων Euronext και L'Oréal

ΕΞΟΔΟΣ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΟΣ

| Στατιστικά παλινδρόμησης | |
|---------------------------|-------------|
| Πολυπλό R | 0.666369341 |
| R Τετράγωνο | 0.444048099 |
| Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο | 0.439336642 |
| Τυπικό σφάλμα | 0.037734501 |
| Μέγεθος δείγματος | 120 |

| ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ | | | | | |
|---------------------|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|
| | βαθμοί ελευθερίας | SS | MS | F | Σημαντικότητα F |
| Παλινδρόμηση | 1 | 0.13419985 | 0.13419985 | 94.24857708 | 0.000000000000001 |
| Υπόλοιπο | 118 | 0.168019325 | 0.001423893 | | |
| Σύνολο | 119 | 0.302219174 | | | |

| | Συντελεστής | Τυπικά σφάλμα | t | τιμή-P | Κατώτερο 95% | Υψηλότερο 95% | Κατώτερο 95.0% | Υψηλότερο 95.0% |
|------------------------|-------------|---------------|-------------|-------------|--------------|---------------|----------------|-----------------|
| Τεταγμένη επί την αρχή | 0.00904075 | 0.003475778 | 2.601072723 | 0.010482244 | 0.002157764 | 0.015923737 | 0.002157764 | 0.015923737 |
| Μεταβλητή X 1 | 0.759541194 | 0.078237314 | 9.708170635 | 9.86596E-17 | 0.604610012 | 0.914472375 | 0.604610012 | 0.914472375 |

Πίνακας 17
Ανάλυση παλινδρόμησης για την εύρεση του συντελεστή β

| Date | VIX | S&P 500 |
|-----------|-------|---------|
| 1/1/2014 | 18.41 | 1776.5 |
| 2/1/2014 | 14 | 1857.5 |
| 3/1/2014 | 13.88 | 1864.5 |
| 4/1/2014 | 13.41 | 1878 |
| 5/1/2014 | 11.4 | 1921.5 |
| 6/1/2014 | 11.57 | 1952.5 |
| 7/1/2014 | 16.95 | 1924.75 |
| 8/1/2014 | 11.98 | 2001.5 |
| 9/1/2014 | 16.31 | 1965.5 |
| 10/1/2014 | 14.03 | 2011.5 |
| 11/1/2014 | 13.33 | 2066.25 |
| 12/1/2014 | 19.2 | 2052.5 |
| 1/1/2015 | 20.97 | 1988.5 |
| 2/1/2015 | 13.34 | 2102.75 |
| 3/1/2015 | 15.29 | 2060.75 |
| 4/1/2015 | 14.55 | 2079 |
| 5/1/2015 | 13.84 | 2106 |
| 6/1/2015 | 18.23 | 2054.5 |
| 7/1/2015 | 12.12 | 2098.5 |
| 8/1/2015 | 28.43 | 1969.25 |
| 9/1/2015 | 24.5 | 1908.75 |
| 10/1/2015 | 15.07 | 2073.75 |
| 11/1/2015 | 16.13 | 2079.75 |
| 12/1/2015 | 18.21 | 2035.5 |
| 1/1/2016 | 20.2 | 1930 |
| 2/1/2016 | 20.55 | 1929.5 |
| 3/1/2016 | 13.95 | 2051.5 |
| 4/1/2016 | 15.7 | 2059 |
| 5/1/2016 | 14.19 | 2095 |
| 6/1/2016 | 15.63 | 2090.25 |
| 7/1/2016 | 11.87 | 2168.25 |
| 8/1/2016 | 13.42 | 2169.5 |
| 9/1/2016 | 13.29 | 2160.5 |

| | | |
|-----------|-------|---------|
| 10/1/2016 | 17.06 | 2120 |
| 11/1/2016 | 13.33 | 2198.75 |
| 12/1/2016 | 14.04 | 2236.25 |
| 1/1/2017 | 11.99 | 2274.5 |
| 2/1/2017 | 12.92 | 2362.75 |
| 3/1/2017 | 12.37 | 2359.25 |
| 4/1/2017 | 10.82 | 2380.5 |
| 5/1/2017 | 10.41 | 2411 |
| 6/1/2017 | 11.18 | 2421 |
| 7/1/2017 | 10.26 | 2468 |
| 8/1/2017 | 10.59 | 2470 |
| 9/1/2017 | 9.51 | 2516 |
| 10/1/2017 | 10.18 | 2572.75 |
| 11/1/2017 | 11.28 | 2648 |
| 12/1/2017 | 11.04 | 2676 |
| 1/1/2018 | 13.54 | 2825.75 |
| 2/1/2018 | 19.85 | 2714.5 |
| 3/1/2018 | 19.97 | 2643 |
| 4/1/2018 | 15.93 | 2647 |
| 5/1/2018 | 15.43 | 2705.5 |
| 6/1/2018 | 16.09 | 2721.5 |
| 7/1/2018 | 12.83 | 2817 |
| 8/1/2018 | 12.86 | 2902 |
| 9/1/2018 | 12.12 | 2919 |
| 10/1/2018 | 21.23 | 2711 |
| 11/1/2018 | 18.07 | 2758.25 |
| 12/1/2018 | 25.42 | 2505.25 |
| 1/1/2019 | 16.57 | 2704.5 |
| 2/1/2019 | 14.7 | 2784.75 |
| 3/1/2019 | 13.71 | 2837.75 |
| 4/1/2019 | 13.12 | 2948.5 |
| 5/1/2019 | 18.71 | 2752.5 |
| 6/1/2019 | 15.08 | 2944.25 |
| 7/1/2019 | 16.12 | 2982.25 |
| 8/1/2019 | 18.98 | 2924.75 |
| 9/1/2019 | 16.24 | 2978.5 |
| 10/1/2019 | 13.22 | 3035.75 |
| 11/1/2019 | 12.62 | 3143.75 |
| 12/1/2019 | 13.78 | 3231 |
| 1/1/2020 | 18.84 | 3224 |
| 2/1/2020 | 40.11 | 2951 |
| 3/1/2020 | 53.54 | 2569.75 |
| 4/1/2020 | 34.15 | 2902.5 |
| 5/1/2020 | 27.51 | 3042 |
| 6/1/2020 | 30.43 | 3090.25 |
| 7/1/2020 | 24.46 | 3263.5 |

| | | |
|-----------|-------|---------|
| 8/1/2020 | 26.41 | 3499 |
| 9/1/2020 | 26.37 | 3352 |
| 10/1/2020 | 38.02 | 3264.75 |
| 11/1/2020 | 20.57 | 3623.25 |
| 12/1/2020 | 22.75 | 3748.75 |
| 1/1/2021 | 33.09 | 3705.25 |
| 2/1/2021 | 27.95 | 3809.25 |
| 3/1/2021 | 19.4 | 3967.5 |
| 4/1/2021 | 18.61 | 4174.5 |
| 5/1/2021 | 16.76 | 4202.5 |
| 6/1/2021 | 15.83 | 4288.5 |
| 7/1/2021 | 18.24 | 4389.5 |
| 8/1/2021 | 16.48 | 4520.5 |
| 9/1/2021 | 23.14 | 4297.75 |
| 10/1/2021 | 16.26 | 4597 |
| 11/1/2021 | 27.19 | 4566.25 |
| 12/1/2021 | 17.22 | 4758.5 |
| 1/1/2022 | 24.83 | 4504.25 |
| 2/1/2022 | 30.15 | 4368 |
| 3/1/2022 | 20.56 | 4530.75 |
| 4/1/2022 | 33.4 | 4127.5 |
| 5/1/2022 | 26.19 | 4131.25 |
| 6/1/2022 | 28.71 | 3789.5 |
| 7/1/2022 | 21.33 | 4133.5 |
| 8/1/2022 | 25.87 | 3956.5 |
| 9/1/2022 | 31.62 | 3601.5 |
| 10/1/2022 | 25.88 | 3883 |
| 11/1/2022 | 20.58 | 4081.25 |
| 12/1/2022 | 21.67 | 3861 |
| 1/1/2023 | 19.4 | 4090 |
| 2/1/2023 | 20.7 | 3975.5 |
| 3/1/2023 | 18.7 | 4137.75 |
| 4/1/2023 | 15.78 | 4188.5 |
| 5/1/2023 | 17.94 | 4190.5 |
| 6/1/2023 | 13.59 | 4488.25 |
| 7/1/2023 | 13.63 | 4614.5 |
| 8/1/2023 | 13.57 | 4516 |
| 9/1/2023 | 17.52 | 4325.5 |
| 10/1/2023 | 18.14 | 4212.25 |
| 11/1/2023 | 12.92 | 4576.75 |
| 12/1/2023 | 12.45 | 4871.5 |

Πίνακας 18
Μηνιαία στοιχεία αποδόσεων VIX και S&P 500

Παράρτημα II: Ερωτηματολόγιο

Ερωτηματολόγιο

Αυτή η έρευνα διεξάγεται ως μέρος της διπλωματικής μου εργασίας στο πλαίσιο του προγράμματος

MBA - Tourism Management του Τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς. Ο σκοπός αυτής της έρευνας είναι να μελετήσει τη συμπεριφορά των επενδυτών κατά τη διάρκεια κρίσεων και είναι αποκλειστικά εκπαιδευτικού χαρακτήρα. Η συμμετοχή σας είναι εθελοντική και οι πληροφορίες θα χρησιμοποιηθούν αποκλειστικά για την παρούσα μελέτη. Αν επιθυμείτε να επικοινωνήσετε μαζί μου, μπορείτε να με βρείτε στην ακόλουθη διεύθυνση ηλεκτρονικού ταχυδρομείου: demt2019@unipi.gr. Σας ευχαριστώ εκ των προτέρων για τη συμμετοχή σας και τον χρόνο σας.

* Indicates required question

1. Με τη συμπλήρωση του ερωτηματολογίου, συναινείτε στην επεξεργασία των * απαντήσεών σας;

Βάσει του Κανονισμού Προστασίας Δεδομένων της Ευρωπαϊκής Ένωσης (2016/679), ο οποίος έχει τεθεί σε εφαρμογή από τον Μάιο του 2018, παρακαλούμε όπως μας επιβεβαιώσετε τη συναίνεσή σας για την επεξεργασία των απαντήσεών σας, ώστε να προχωρήσετε στη συμπλήρωση του ερωτηματολογίου.

Mark only one oval.

Ναι Skip to question 3

Όχι Skip to question 2

Untitled Section

2. Είστε σίγουρος/ -η ότι θέλετε να αποχωρήσετε; *

Οι απαντήσεις σας θα βοηθήσουν στην έρευνα μας και θα χρησιμοποιηθούν μόνο για τον εν λόγω σκοπό. Η συμπλήρωση του ερωτηματολογίου θα διαρκέσει μόνο λίγα λεπτά.

Mark only one oval.

Συνεχίζω Skip to question 1 Skip to question 1

Αποχωρώ Skip to section 9 ()

Γενικές Πληροφορίες

Παρακαλώ συμπληρώστε τις παρακάτω πληροφορίες σχετικά με τα δημογραφικά σας στοιχεία.

3. 1.Φύλο *

Mark only one oval.

Άνδρας

Γυναίκα

4. 2.Ηλικία *

π.χ. 45

5. 3.Οικογενειακή Κατάσταση: *

Mark only one oval.

Έγγαμος/ -η

Άγαμος/ -η

Διαζευγμένος/ -η

Χήρος/ -α

6. 4.Μορφωτικό επίπεδο *

Mark only one oval.

- Απόφοιτος Δημοτικού
- Απόφοιτος Γυμνασίου
- Απόφοιτος Λυκείου
- Απόφοιτος ΙΕΚ - Ανώτατης Επαγγελματικής Σχολής
- Απόφοιτος ΑΕΙ/ΤΕΙ
- Κάτοχος Μεταπτυχιακού Τίτλου
- Κάτοχος Διδακτορικού Τίτλου

7. 5.Σε ποια χώρα εργάζεστε; *

Mark only one oval.

- Ελλάδα
- Ολλανδία
- Other: _____

Πληροφορίες για την τρέχουσα εργασία σας

Παρακαλώ συμπληρώστε τις παρακάτω ερωτήσεις για την τρέχουσα απασχόλησή σας.

8. 1.Τρέχουσα επαγγελματική κατάσταση *

Mark only one oval.

- Δημόσιος Υπάλληλος
- Ιδιωτικός Υπάλληλος/Ελεύθερος Επαγγελματίας
- Συνταξιούχος
- Άνεργος

9. 2.Τρέχων τομέας απασχόλησης *

Εάν στην προηγούμενη ερώτηση απαντήσατε Άνεργος ή Συνταξιούχος, παρακαλώ επιλέξτε τον κλάδο στον οποίο ήσασταν τελευταία απασχολημένοι

Mark only one oval.

- Εκπαίδευσης
- Μηχανολογίας
- Υγείας
- Τεχνολογίας Τροφίμων
- Τουρισμού (Εστίαση, Ξενοδοχειακός κλάδος)
- Πληροφορικής / Τηλεπικοινωνιών
- Χρηματοπιστωτικός / Ελεγκτικός
- Βιομηχανίας / Μεταποίησης / Εμπορίου / Μεταφορών
- Ανθρώπινου Δυναμικού
- Κατασκευαστικός
- Γεωργικός / Κτηνοτροφικός / Αλιευτικός
- Νομικός
- Μάρκετινγκ
- Διαδικτυακής Ψυχαγωγίας
- Other: _____

10. 3.Ετήσιο Μεικτό Εισόδημα *

Αναφέρεται στο συνολικό ποσό σε Ευρώ κατά τη διάρκεια ενός οικονομικού έτους πριν από οποιοδήποτε αφαιρέσεις.

Mark only one oval.

- < 25000
- 25000 - 50000
- 50000 - 100000
- >100000

Γενικές Επενδυτικές Πληροφορίες

11. 1.Έχετε επενδύσει ποτέ σε μετοχές, ομόλογα, αμοιβαία κεφάλαια ή ακίνητη περιουσία; *

Mark only one oval.

- Ναι,πραγματοποιώ επενδύσεις.
 Ναι, αλλά προς το παρόν δεν πραγματοποιώ επενδύσεις.
 Όχι, ποτέ δεν έχω πραγματοποιήσει επενδύσεις. Skip to section 9 ()

Γενικές Επενδυτικές Πληροφορίες

12. 2.Πώς θα αξιολογούσατε τις επενδυτικές σας γνώσεις; *

1=πολύ κακές, 2=κακές, 3=ούτε καλές ούτε κακές, 4=καλές, 5=πολύ καλές

Mark only one oval.

- 1 2 3 4 5
Πολύ Πολύ καλές

13. 3.Επενδύσατε στο χρηματιστήριο το έτος 1999; *

Mark only one oval.

- Ναι
 Όχι

14. 4.Σε ποιο(α) χρηματιστήριο(α) έχετε αυτήν τη στιγμή επενδύσεις σας; *

Mark only one oval.

- Επενδύω στο χρηματιστήριο της χώρας μου.
 Επενδύω σε διεθνή χρηματιστήρια.
 Επενδύω χρηματιστήριο της χώρας μου και σε διεθνή χρηματιστήρια.

15. 5.Έχετε επενδύσει ποτέ σε κρυπτονομίσματα; *

Mark only one oval.

- Ναι, επενδύω σε κρυπτονομίσματα
- Ναι, έχω επενδύσει σε κρυπτονομίσματα στο παρελθόν, αλλά δεν επενδύω πια.
- Όχι, δεν έχω επενδύσει ποτέ σε κρυπτονομίσματα, αλλά ενδιαφέρομαι
- Όχι, δεν έχω επενδύσει ποτέ σε κρυπτονομίσματα, και δεν ενδιαφέρομαι να επενδύσω.

16. 6.Μπορείτε να διευκρινίσετε τα είδη των επενδύσεων που πραγματοποιείτε; *

Check all that apply.

- Μετοχές
- Ομόλογα
- Αμοιβαία Κεφάλαια
- Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (ETFs)
- Ακίνητα
- Ιδιωτική Ασφάλιση

Επενδύοντας κατά τη διάρκεια μίας Κρίσης

π.χ., Covid-19 ή η Μεγάλη Ύφεση του 2007

17. 1. Κατά τη διάρκεια μιας κρίσης, ποια είναι η πιθανότητα να *
- 1=Εξαιρετικά απίθανο, 2=Απίθανο, 3=Ούτε πιθανό ούτε απίθανο, 4=Πιθανό, 5=Εξαιρετικά πιθανό

Mark only one oval per row.

| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|---|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| ρευστοποιήσετε όλες σας τις επενδύσεις | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| μεταφέρετε τις επενδύσεις σας σε διαφορετικό τύπο επένδυσης | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| επενδύστε στο ίδιο τύπο επένδυσης | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| διαφοροποιήστε το χαρτοφυλάκιό σας | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |

18. Παρακαλώ προσδιορίστε ποιο είναι το επίπεδο με το οποίο συμφωνείτε ή διαφωνείτε με κάθε πρόταση αναφορικά με τις επενδύσεις κατά τη διάρκεια μιας κρίσης. *
 1=Διαφωνώ Απόλυτα, 2=Διαφωνώ, 3=Ούτε Συμφωνώ Ούτε Διαφωνώ, 4=Συμφωνώ, 5=Συμφωνώ Απόλυτα

Mark only one oval per row.

| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|---|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Έχω τη δυνατότητα να ξεπεράσω σε απόδοση την αγορά με τις επενδυτικές μου αποφάσεις. | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Επικεντρώνομαι σε πληροφορίες που υποστηρίζουν τις υπάρχουσες πεποιθήσεις μου σχετικά με μια συγκεκριμένη επένδυση. | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Εξοικονομώ να διακρατώ ζημιγόνες επενδύσεις για μεγάλο χρονικό διάστημα, με την πεποίθηση ότι θα ανακάμψουν τελικά. | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Ακολουθώ τις επενδυτικές αποφάσεις άλλων. | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Λαμβάνω επενδυτικές αποφάσεις βασιζόμενος/η σε πρόσφατα νέα και εξελίξεις. | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Εξοικονομώ να διακρατώ μια ζημιγόνα επένδυση επειδή είχα επενδύσει αρκετά χρήματα στο παρελθόν. | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Επενδύω σε ένα συγκεκριμένο περιουσιακό στοιχείο με βάση την πρόσφατη απόδοσή του. | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Διατηρώ ξεχωριστούς λογαριασμούς για διάφορα είδη επενδύσεων (π.χ., σύνταξη και έκτακτη ανάγκη). | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Αντιλαμβάνομαι τον αντίκτυπο του πληθωρισμού στις επενδύσεις μου. | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |

| | | | | | |
|---|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Επικεντρώνομαι περισσότερο στις βραχυχρόνιες τάσεις της αγοράς παρά στις μακροπρόθεσμες τάσεις. | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Έχω επαρκείς γνώσεις που μπορούν να με βοηθήσουν να πάρω τις σωστές επενδυτικές αποφάσεις. | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Τα επενδυτικά μου κέρδη αποκλειστικά στις δικές μου επενδυτικές ικανότητες. | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Πιστεύω ότι μπορώ να προβλέψω τις εξελίξεις της αγοράς. | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Δίνω μεγαλύτερη αξία σε παλιές επενδύσεις από ό,τι σε πιο πρόσφατες. | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Νοιώθω συναισθηματικά δεμένος με συγκεκριμένες επενδύσεις. | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Αποφεύγω επενδυτικές αποφάσεις που μπορεί να οδηγήσουν σε συναισθημα μετανοίας. | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Πολλά κερδοφόρες επενδύσεις πολύ γρήγορα | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Είναι λιγότερο πιθανό να έχω απώλειες στις επενδύσεις μου. | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Επενδύω βασίζοντας/η σε προηγούμενες εμπειρίες. | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |

Επενδύω πιο εντατικά σε αγχώρες μορφές επενδύσεων.

Επενδύω σε εταιρείες ή κλάδους όπου είμαι πιο εξοικειωμένος/η (π.χ. ο εργοδότης μου).

Προσαρμόζω τις επενδυτικές μου στρατηγικές βάσει νέων πληροφοριών ή μεταβολών της αγοράς.

Είμαι αναποφάσιτος όταν οι επενδυτικές μου αποφάσεις δεν συνάδουν με τους οικονομικούς μου στόχους.