



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

**ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
Μ.Π.Σ. ΣΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΨΥΧΟΛΟΓΙΑ ΕΠΕΝΔΥΤΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

**ΦΟΙΤΗΤΗΣ: ΛΑΓΟΓΙΑΝΝΗ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ
ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΝΙΚΗΤΑΣ ΠΙΤΤΗΣ**

ΜΑΡΤΙΟΣ 2006

Π Ε Ρ Ι Ε Χ Ο Μ Ε Ν Α

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

2

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΚΑΙ ΟΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΕΣ ΤΟΥ
3-4

Η ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΤΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ
ΤΩΝ ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ
ΑΓΟΡΩΝ
5

ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΚΑΙ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΑ
6-7

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

ΣΧΟΛΕΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΤΙΤΛΩΝ
8-9

ΜΙΑ ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΘΕΩΡΙΑ:
ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ
10-13

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

ΔΙΑΝΟΗΤΙΚΑ ΛΑΘΗ (COGNITIVE BIASES)
14-41

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

ΣΥΝΑΙΣΘΗΜΑΤΙΚΑ ΛΑΘΗ (EMOTIONAL BIASES))
42-68

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο

Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ ΠΡΟΣΔΟΚΙΩΝ
69-71

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^ο

ΘΟΡΥΒΟΣ
72-73
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΦΟΥΣΚΕΣ
74-75

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7^ο

ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ
76-80

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8^ο
ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ ΜΕΡΟΛΗΠΤΙΚΩΝ
ΣΦΑΛΜΑΤΩΝ
81-86

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9^ο
ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΤΗΣ ΨΥΧΟΛΟΓΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ
ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1998-2005
87-91

Ε Ι Σ Α Γ Ω Γ Η

Οι αποφάσεις των ανθρώπων δεν είναι πάντα αποτέλεσμα μιας ορθολογικής διαδικασίας, αλλά τις περισσότερες φορές κατευθύνονται από συναισθηματικούς παράγοντες και ψυχολογικούς περιορισμούς. Οι ψυχολογικοί αυτοί περιορισμοί, γνωστοί και ως μεροληψίες, επηρεάζουν τον τρόπο με τον οποίο οι άνθρωποι προσλαμβάνουν τις πληροφορίες και τις χρησιμοποιούν προκειμένου να πάρουν αποφάσεις, τόσο γενικής φύσεως όσο και επενδυτικές.

Οι επενδυτικές αποφάσεις των ανθρώπων που είναι επηρεασμένες από ψυχολογικές προκαταλήψεις είναι ως επί το πλείστον λανθασμένες, γιατί δεν είναι αποτέλεσμα μιας λογικής διαδικασίας που οδηγεί σε μεγιστοποίηση του πλούτου, αλλά αντίθετα εμπεριέχουν στοιχεία φόβου, απληστίας και συναισθηματικής σύγχυσης που μας οδηγούν στην αντίθετη από την επιθυμητή κατεύθυνση.

Σκοπός της μελέτης αυτής είναι, αφού ορίσει κάποιες βασικές έννοιες, να παρουσιάσει τα διανοητικά και συναισθηματικά σφάλματα των επενδυτών που παρεμβαίνουν στην ορθή νοητική διαδικασία, και να καταδείξει τρόπους αντιμετώπισης τους.

Στο πρώτο κεφάλαιο δίνονται ορισμοί βασικών εννοιών που αφορούν στο χώρο των επενδύσεων. Ορίζεται η έννοια του χρηματιστηρίου και οι βασικές λειτουργίες του, ενώ συνάμα γίνεται αναφορά στη δομή της χρηματιστηριακής αγοράς στην Ελλάδα, καθώς και στα πλεονεκτήματα που παρέχουν γενικότερα όλες οι χρηματιστηριακές

αγορές. Επίσης, γίνεται λόγος για την έννοια της επένδυσης και της κερδοσκοπίας και επισημαίνονται οι ομοιότητες και οι διαφορές τους.

Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται λόγος για τις διάφορες σχολές ανάλυσης των μετοχικών τίτλων που εμφανίστηκαν διαχρονικά. Αναφέρονται η σχολή της θεμελιώδους ανάλυσης, η σχολή της τεχνικής ανάλυσης και η σχολή της αποτελεσματικής αγοράς. Επίσης γίνεται λόγος για την ανάπτυξη της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, που προσπαθεί να ερμηνεύσει το ρόλο της ψυχολογίας στις επενδυτικές αποφάσεις των ανθρώπων

Στο τρίτο κεφάλαιο αναπτύσσονται τα διανοητικά λάθη των επενδυτών, που τους οδηγούν σε λανθασμένες επιλογές. Αναφέρονται μεροληψίες όπως το περιορισμένο πλαίσιο, η νοητική διαφωνία, η διανοητική λογιστική, η αντιπροσωπευτικότητα, το αγκυροβόλημα κ.λ.π και γίνεται εκτενής και εμπειριστατωμένη ανάλυση.

Στο τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα συναισθηματικά λάθη των επενδυτών που επηρεάζουν την κρίση τους. Γίνεται αναφορά στην υπερβολική αυτοπεποίθηση, την υπεραισιοδοξία, την οικειότητα, την αποστροφή της μετάνοιας, τον αυτοέλεγχο κ.λ.π και αναλύονται οι ολέθριες συνέπειες που μπορεί να έχουν για την οικονομική ευημερία των επενδυτών.

Στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η θεωρία των προσδοκιών, η οποία ήρθε για να αντικαταστήσει την παραδοσιακή θεωρία της χρησιμότητας. Αναπτύσσονται οι βασικές αρχές της και γίνεται σύγκριση με την παραδοσιακή οικονομική θεωρία.

Στο έκτο κεφάλαιο αναπτύσσονται οι έννοιες του θορύβου και της χρηματιστηριακής φούσκας. Δίνονται παραδείγματα για το πώς λειτουργούν οι χρηματιστηριακές αγορές, για την ύπαρξη ή μη αποτελεσματικότητας καθώς και για τους λόγους που οδηγούν στην ύπαρξη χρηματιστηριακών φουσκών.

Στο έβδομο κεφάλαιο εξετάζονται οι πιο γνωστές ανωμαλίες των αποτελεσματικών αγορών. Γίνεται λόγος για το αποτέλεσμα του Σαββατοκύριακου, το αποτέλεσμα της αλλαγής του έτους, το φαινόμενο των μικρών εταιρειών κ.λ.π, ανωμαλίες που δεν

μπορούσαν να εξηγηθούν από την παραδοσιακή οικονομική θεωρία και οδήγησαν στην ανάπτυξη της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.

Στο όγδοο και τελευταίο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι στρατηγικές αντιμετώπισης των μεροληπτικών λαθών. Δίνονται δηλαδή συγκεκριμένοι τρόποι για να μπορέσουν οι άνθρωποι να ξεπεράσουν τους ψυχολογικούς τους περιορισμούς και αμερόληπτα να προχωρήσουν στην λήψη των επενδυτικών αποφάσεων εκείνων, που θα τους οδηγήσουν στην μεγιστοποίηση του πλούτου τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΚΑΙ ΟΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΕΣ ΤΟΥ

Η χρηματιστηριακή αγορά είναι μια αγορά σύνθετη και πολύπλοκη και η μελέτη της δεν αποτελεί απλώς επιστήμη αλλά και τέχνη. Παρά τις πολλές μελέτες και αναλύσεις που έχουν γίνει, η κατανόησή της παραμένει ιδιαίτερα δύσκολη, γιατί πέρα από μαθηματικά και στατιστικά μοντέλα, περιλαμβάνει και κανόνες ανθρώπινης συμπεριφοράς και ψυχολογίας που την καθιστούν μυστηριώδη και απρόβλεπτη. Οι συμμετέχοντες σε αυτήν προσδοκούν το μεγαλύτερο δυνατό κέρδος και χρησιμοποιούν θεμιτά και αθέμιτα πολλές φορές μέσα για να το επιτύχουν. Το χρηματιστήριο αποτελεί ένα μέρος, όπου μπορεί κανείς να βρει τα όρια της απληστίας και του φόβου του, πληρώνοντας ασφαλώς και το ανάλογο αντίτιμο. Παρακάτω παραθέτουμε τις βασικές λειτουργίες του χρηματιστηρίου:

Α) Πρωτογενής λειτουργία του χρηματιστηρίου

Ο ρόλος της πρωτογενούς χρηματιστηριακής αγοράς είναι η δυνατότητα μεταβίβασης του επιχειρηματικού κινδύνου από τον επιχειρηματία σε άλλους επενδυτές. Πιο συγκεκριμένα, η επένδυση για τη δημιουργία μιας επιχείρησης (εμπορικής, βιομηχανικής κ.λ.π) εμπεριέχει αβεβαιότητα και συνεπώς κίνδυνο για τις μελλοντικές αποδόσεις της επιχείρησης. Έτσι ένας επιχειρηματίας ο οποίος χρηματοδοτεί την επιχείρησή του αποκλειστικά και μόνο με δικά του χρήματα, θα είναι και ο μοναδικός αποδέκτης των πιθανών μελλοντικών κερδών ή ζημιών.

Ωστόσο, ένας επιχειρηματίας μπορεί να αποφασίσει να μην χρηματοδοτήσει μόνος του την επιχείρηση, αλλά να αντλήσει πόρους από άλλους επενδυτές και να μοιραστεί μαζί τους τον κίνδυνο, εφόσον αυτοί το επιθυμούν, μέσω της έκδοσης μετοχών. Η αμοιβή των επενδυτών για τη χρηματοδότηση της επιχείρησης θα είναι η συμμετοχή τους στα κέρδη, δηλαδή η εισπραξη μερίσματος. Το μέρισμα θα είναι υψηλό σε κερδοφόρες περιόδους, χαμηλό σε λιγότερο κερδοφόρες και μηδενικό σε ζημιογόνες περιόδους. Επίσης, οι επενδυτές σε περιόδους κερδοφορίας θα εισπράττουν κέρδη και από την αύξηση της τιμής της μετοχής που επένδυσαν, εφόσον οι προοπτικές της εν λόγω επιχείρησης θα θεωρούνται καλές.

Οι επενδυτές που συμμετέχουν σε αυτήν την διαδικασία, επιλέγουν να χρηματοδοτήσουν τις καλύτερες κατά την άποψή τους εταιρείες, οδηγώντας ίσως την κοινωνία σε ένα άριστο ή αποτελεσματικό καταμερισμό των κεφαλαίων της στην οικονομία. Γι' αυτό το λόγο άλλωστε το χρηματιστήριο θεωρείται ένα δημοκρατικό πλειοψηφικό σύστημα. Στο σύστημα αυτό σημασία δεν έχει η γνώμη των ειδικών, αλλά η γνώμη των πολλών, όπως άλλωστε σε όλα τα δημοκρατικά συστήματα.

B) Δευτερογενής λειτουργία του χρηματιστηρίου

Η δευτερογενής λειτουργία του χρηματιστηρίου είναι η δυνατότητα μεταβίβασης της κατανάλωσης και του κινδύνου μεταξύ των επενδυτών. Είναι δηλαδή δυνατόν, ένας επενδυτής που αγόρασε κάποια μετοχή, να επιθυμεί να την πουλήσει σε κάποια χρονική στιγμή σε κάποιον άλλο επενδυτή. Αυτό μπορεί να συμβεί γιατί ο επενδυτής μπορεί να θέλει ρευστότητα για να καλύψει κάποια ανάγκη ή επιθυμία του ή γιατί επιθυμεί να στραφεί σε κάποια άλλη επένδυση που θεωρεί καλύτερη. Ο νέος επενδυτής, που αγόρασε τη μετοχή αυτή θα απολαμβάνει τώρα τα μερίσματα ως αμοιβή για την ανάληψη του κινδύνου που προϋποθέτει η αγορά αυτή.

Η συμμετοχή όμως στο παιχνίδι του χρηματιστηρίου γίνεται όχι μόνο για το κέρδος αλλά και για τη συγκίνηση που προσφέρει το παιχνίδι. Υπάρχουν επενδυτές που έχουν ελάχιστες μετοχές, απλώς και μόνο για να συμμετέχουν. Οι παίχτες συμμετέχουν για να γευτούν τη μαγεία του παιχνιδιού και δεν σταματούν ποτέ, ούτε όταν αποκομίσουν μεγάλα κέρδη. Ένας μεγάλος οικονομολόγος του προηγούμενου

αιώνα, ο John Maynard Keynes, όταν αρρώστησε από την καρδιά του, από τις ελάχιστες συνήθειες που διατήρησε ήταν η ενασχόληση με το χρηματιστήριο.

Το χρηματιστήριο παρέχει επίσης στον άνθρωπο την ευχαρίστηση να κερδίζει τους άλλους, να βελτιώνει την αυτοεικόνα του και να ανεβάζει την αυτοπεποίθησή του. Οι άνθρωποι συναγωνίζονται σε ένα παιχνίδι ικανότητας και τύχης που κύριο χαρακτηριστικό του αποτελεί η εμπορευσιμότητα, δηλαδή η σιγουριά ότι το παιχνίδι συνεχίζεται.

Τέλος, μια άλλη σημαντική λειτουργία της δευτερογενούς χρηματιστηριακής αγοράς είναι η αναδιανομή του εισοδήματος που πραγματοποιείται μέσω της αγοραπωλησίας των μετοχών. Το ερώτημα βέβαια που τίθεται είναι τι μορφή πρέπει να έχει η διανομή αυτή: Από τους λιγότερο ικανούς στους περισσότερο ικανούς; Από τους λιγότερο πληροφορημένους στους περισσότερο πληροφορημένους; Είναι μια αναδιανομή προς όφελος των οικονομικά ασθενέστερων ή μια διανομή κατά την οποία οι φτωχοί γίνονται φτωχότεροι και οι πλούσιοι πλουσιότεροι;

Η ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΤΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΩΝ

Η χρηματιστηριακή αγορά στην Ελλάδα αποτελείται από τρεις επιμέρους αγορές: την επίσημη ή κύρια αγορά, την παράλληλη και την νέα χρηματιστηριακή αγορά. Στην κύρια αγορά εισάγονται εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης και απαιτούνται ίδια κεφάλαια ύψους 11.738.811,45 ΕΥΡΩ. Στην παράλληλη αγορά εισάγονται εταιρείες μεσαίας κεφαλαιοποίησης και απαιτούνται ίδια κεφάλαια ύψους 2.937.702,86 ΕΥΡΩ. Στην νέα χρηματιστηριακή αγορά εισάγονται εταιρείες μικρομεσαίες, δυναμικές ή καινοτόμες και απαιτούνται ίδια κεφάλαια ύψους 586.940,57 ΕΥΡΩ. Σε άλλες χώρες εκτός από τις επίσημες χρηματιστηριακές αγορές, υπάρχουν και οι ανεπίσημες (over the counter).

Τα οργανωμένα χρηματιστήρια διευκολύνουν τις επαφές μεταξύ αγοραστών και πωλητών και προσφέρουν σημαντικά πλεονεκτήματα. Πιο συγκεκριμένα:

- 1) Παρέχουν μια αγορά όπου οι συναλλαγές μπορούν να πραγματοποιηθούν αποτελεσματικά και με χαμηλό κόστος. Υπάρχει δηλαδή ένα σίγουρο μέρος όπου ο επενδυτής μπορεί να πουλήσει τα αξιόγραφα του, εφόσον το θελήσει.
- 2) Παρέχοντας μια αγορά με μεγάλη ρευστότητα, δημιουργούν ένα θεσμικό πλαίσιο όπου η συνεχής διαπραγμάτευση των τίτλων προσφέρει μια αντικειμενική εκτίμηση της αξίας τους.
- 3) Συμβάλλουν στη διαμόρφωση σταθερότερων τιμών για τους διαπραγματεύσιμους τίτλους.
- 4) Βοηθούν στην απορρόφηση νέων εκδόσεων και διευκολύνουν την επιτυχία της κυκλοφορίας τους. Συμβάλλουν έτσι ουσιαστικά στην ανάπτυξη των εταιρειών που εισάγονται και της εγχώριας οικονομίας γενικότερα.

ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΚΑΙ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΑ

Έχει εκφραστεί πολλές φορές η άποψη ότι υπάρχει μεγάλη σχέση ανάμεσα στην επένδυση στο χρηματιστήριο και τον τζόγο, με την έννοια ότι οι παίχτες των τυχερών παιχνιδιών π.χ της ρουλέτας, ποντάρουν στην πιθανότητα να εμφανιστεί το κόκκινο ή το μαύρο ακριβώς όπως οι παίχτες του χρηματιστηρίου ποντάρουν στην πιθανότητα να ανεβούν ή να πέσουν οι τιμές των μετοχών που διαπραγματεύονται.

Επένδυση είναι η δέσμευση ενός συγκεκριμένου ποσού κεφαλαίου στο τρέχον χρονικό διάστημα, η οποία πραγματοποιείται με κίνητρο την προσδοκία υψηλότερων απολαβών στο μέλλον. Κερδοσκοπία, από την άλλη μεριά, θεωρείται η αγοραπωλησία αξιόγραφων με σκοπό την εξασφάλιση κέρδους από τη μεταβολή της τιμής τους. Παρά το γεγονός ότι οι δύο αυτές έννοιες παρουσιάζουν κοινά χαρακτηριστικά, η ειδοποιός διαφορά τους έγκειται στα παρακάτω δύο στοιχεία: α) Στο κίνητρο και β) Στο χρονικό ορίζοντα της απόφασης.

Οι επενδυτές συμπεριφέρονται ορθολογικά, λαμβάνοντας υπ' όψιν τους τις ανάγκες, τους περιορισμούς και τους στόχους τους, λειτουργώντας όχι μόνο βραχυπρόθεσμα αλλά και μακροπρόθεσμα, ενώ οι κερδοσκόποι δρουν άμεσα και αποσκοπούν στο γρήγορο και εύκολο κέρδος. Εξάλλου, οι κερδοσκόποι για την πραγματοποίηση των

στόχων τους χρησιμοποιούν πολλές φορές μεθόδους και τακτικές οι οποίες είναι αθέμιτες (e.g insider information).

Εδώ θα πρέπει να επισημανθεί ότι ο χρονικός ορίζοντας δεν μπορεί πάντα από μόνος του να ξεχωρίσει την επένδυση από την κερδοσκοπία. Για παράδειγμα, η αγορά μετοχών μιας εταιρείας προς πτώχευση με την προσδοκία ότι η εταιρεία αυτή θα εξαγοραστεί από κάποια εύρωστη εταιρεία, δεν αποτελεί επένδυση ακόμη και εάν ο χρονικός ορίζοντας διακράτησης των μετοχών είναι μεγάλος. Ο χρονικός ορίζοντας δηλαδή πρέπει να συνεξετάζεται με τη λογική που διέπει μια κίνηση, που σε ό,τι αφορά την κερδοσκοπία είναι η λογική του τζόγου.

Ο ελληνικός όρος κερδοσκοπία, στα αγγλικά αποδίδεται με δύο λέξεις: arbitrage και speculation. Το arbitrage ή αλλιώς αντισταθμιστική κερδοσκοπία αναφέρεται στην κερδοσκοπική συναλλαγή που αφορά την αγοραπωλησία ενός περιουσιακού στοιχείου, όταν αυτό έχει τουλάχιστον δύο διαφορετικές τιμές σε δύο ή περισσότερες αγορές.

Ας θεωρήσουμε για παράδειγμα μια μετοχή που διαπραγματεύεται στην αγορά της Αθήνας και στην αγορά της Ν. Υόρκης, και η τιμή της είναι διαφορετική και στις δύο αυτές αγορές. Οι arbitrageurs ή arbs αγοράζουν τη μετοχή αυτή στην αγορά που είναι πιο φτηνή και την πουλάνε μετά στην αγορά που είναι πιο ακριβή. Όταν αυτό γίνει από πολλούς arbitrageurs, τότε η υψηλή τιμή μειώνεται και η χαμηλή ανεβαίνει, με αποτέλεσμα οι δύο τιμές να εξισωθούν. Έτσι, το arbitrage συμβάλλει στην ισορροπία των τιμών, εφόσον δεν είναι λογικό το ίδιο περιουσιακό στοιχείο να έχει δύο διαφορετικές τιμές σε δύο αγορές που επικοινωνούν μεταξύ τους.

Από την άλλη πλευρά, ο όρος speculation αναφέρεται στην αγοραπωλησία περιουσιακών στοιχείων μέσα σε μη λογικό οικονομικό πλαίσιο. Οι speculators αγοράζουν ένα περιουσιακό στοιχείο σε υψηλή τιμή, ελπίζοντας ότι θα βρουν να το πουλήσουν σε κάποιον σε υψηλότερη τιμή. Αυτός με τη σειρά του ελπίζει ότι θα το μεταπωλήσει σε κάποιον άλλον ακόμα ακριβότερα. Εδώ βασικό στοιχείο αποτελεί η ψυχολογία του ατόμου ή της μάζας και όχι η λογική απόδοση που μπορεί να έχει το περιουσιακό στοιχείο. Ενώ δηλαδή το arbitrage είναι μια τεχνική που βασίζεται στην

ορθή τιμολόγηση των στοιχείων και στον υπολογισμό του οφέλους και του κόστους από μια συναλλαγή, το speculation βασίζεται στη θετική ή αρνητική ψυχολογία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

ΣΧΟΛΕΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΤΙΤΛΩΝ

Για να προβεί κανείς σε σωστές επενδυτικές αποφάσεις πρέπει να μελετήσει και να αναλύσει σε βάθος μια πληθώρα οικονομικών δεδομένων που αλληλεπιδρούν μεταξύ τους και καθορίζουν την πορεία της οικονομίας. Πιο συγκεκριμένα ο επενδυτής, προκειμένου να επιλέξει μετοχές, πρέπει να ακολουθήσει την κάτωθι διαδικασία:

- A) Ανάλυση της πορείας των διεθνών οικονομιών.
- B) Ανάλυση της εγχώριας οικονομίας.
- Γ) Ανάλυση των τομέων της εγχώριας οικονομίας (πρωτογενής, δευτερογενής, τριτογενής).
- Δ) Ανάλυση του κλάδου (πληροφορικής, τροφίμων κ.λ.π).
- E) Ανάλυση της εταιρείας.

Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθούν οι τρεις σχολές αξιολόγησης των μετοχικών τίτλων: α) Η σχολή της θεμελιώδους ανάλυσης (fundamentalists), β) Η σχολή της τεχνικής ανάλυσης (technicians) και γ) Η σχολή της υπόθεσης των αποτελεσματικών αγορών (efficient market hypothesis).

Η σχολή της θεμελιώδους ανάλυσης υποστηρίζει ότι η εσωτερική αξία μιας μετοχής εξαρτάται από θεμελιώδεις παράγοντες της εταιρείας, όπως η ποιότητα της διοίκησης, τα κέρδη, τα μερίσματα, οι προοπτικές του κλάδου που ανήκει κ.λ.π.

Σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή η τιμή μιας μετοχής είναι ίση με την προεξοφλημένη αξία των ροών των εισοδημάτων που προέρχονται από τη μετοχή. Οι τιμές μεταβάλλονται ως αποτέλεσμα προβλεπόμενων αλλαγών και μια πηγή τέτοιων μεταβολών είναι οι νέες πληροφορίες. Όταν δεν μας είναι γνωστές όλες οι πληροφορίες, τότε η πραγματική αξία της μετοχής θα βρίσκεται μακριά από την εσωτερική της. Έτσι, η μετοχή θα είναι ή υποτιμημένη, οπότε πρέπει να αγοράσουμε, ή υπερτιμημένη, οπότε πρέπει να πουλήσουμε.

Οι υποστηρικτές της τεχνικής ανάλυσης θεωρούν ότι η ιστορία επαναλαμβάνεται και ότι η πρόβλεψη των μελλοντικών τιμών είναι δυνατή αν κανείς αναλύσει τα παρελθόντα δεδομένα. Αντίθετα με τους υποστηρικτές της θεμελιώδους ανάλυσης, πιστεύουν ότι η τιμή μιας μετοχής δεν έχει να κάνει με την εσωτερική της αξία, αλλά εξαρτάται από την προσφορά και τη ζήτηση που πολλές φορές επηρεάζεται από δυνάμεις μη ορθολογικές. Το τελικό αποτέλεσμα είναι ότι οι κινήσεις των μετοχών ακολουθούν τάσεις για μεγάλα χρονικά διαστήματα. Οι μεταβολές στην τάση αντικατοπτρίζουν μεταβολές στην ισορροπία της προσφοράς και της ζήτησης.

Βασικά εργαλεία των τεχνικών αναλυτών για την πρόβλεψη των τιμών είναι τα διαγράμματα με κύριες μεταβλητές τις τιμές και τον όγκο των συναλλαγών, καθώς και διάφοροι δείκτες, όπως ο Δείκτης Σχετικής Ισχύος (Relative Strength Index), ο Ταλαντωτής (Momentum) κ.λ.π.

Τη θεωρία των αποτελεσματικών αγορών εισήγαγε πρώτος ο Fama το 1970 στο άρθρο του “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, Journal of Finance, 1970. Η έννοια της Αποτελεσματικής Αγοράς έχει να κάνει με την πληροφορία και τον τρόπο που αυτή ενσωματώνεται στις χρηματιστηριακές τιμές. Οι επενδυτές στην προσπάθειά τους να αγοράσουν χαμηλά και να πουλήσουν ακριβά, δηλαδή να μεγιστοποιήσουν το κέρδος τους, ενσωματώνουν άμεσα τις νέα πληροφορίες στις χρηματιστηριακές τιμές, με τις πράξεις αγοράς και πώλησης που πραγματοποιούν. Οι τιμές των μετοχών σε μια αποτελεσματική αγορά δεν θα πρέπει να αντιδρούν στις παλιές πληροφορίες, διότι αυτές έχουν ήδη ενσωματωθεί στις τιμές.

Το αποτέλεσμα της υπόθεσης των αποτελεσματικών αγορών είναι ότι εφόσον η νέα πληροφορία έρχεται στην αγορά με τυχαίο τρόπο, πρέπει και οι μεταβολές των τιμών να διακυμαίνονται με τυχαίο τρόπο. Κατ' αυτόν τον τρόπο γίνεται αδύνατο για κάποιον επενδυτή να προβλέψει τις χρηματιστηριακές τιμές και να αυξήσει τον πλούτο του με βάση τις προβλέψεις αυτές.

Ένα στατιστικό υπόδειγμα που περιγράφει μια αποτελεσματική αγορά είναι το υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου (Random Walk). Σύμφωνα με αυτό, οι μεταβολές των χρηματιστηριακών τιμών είναι μη προβλέψιμες και η καλύτερη πρόβλεψη που μπορούμε να έχουμε για μια τιμή σήμερα είναι η χθεσινή. Οι υποστηρικτές της υπόθεσης αυτής θεωρούν τους οπαδούς της τεχνικής ανάλυσης που πιστεύουν ότι η πρόβλεψη είναι εφικτή, ως χειρομάντες και δεισιδαίμονες.

Ο Fama με βάση τα σύνολα των πληροφοριών που χρησιμοποιούμε κάθε φορά για να προβλέψουμε τις χρηματιστηριακές τιμές, όρισε τρία είδη αποτελεσματικής αγοράς:

A) Ασθενώς Αποτελεσματική (Weak Form Efficient) λέγεται μια χρηματιστηριακή αγορά, όταν ενσωματώνει άμεσα τις παρελθούσες πληροφορίες που αφορούν μόνο τα ιστορικά στοιχεία των τιμών.

B) Ημι-ισχυρώς Αποτελεσματική (Semi Strong Efficient) λέγεται μια αγορά όταν ενσωματώνει άμεσα όλες τις δημοσιευμένες πληροφορίες, όπως τα μακροοικονομικά δεδομένα και τις επιχειρηματικές ειδήσεις.

Γ) Ισχυρώς Αποτελεσματική (Strong Efficient) λέγεται μια αγορά όταν ενσωματώνει στις τιμές όλες τις δυνατές πληροφορίες, ακόμη και αυτές στις οποίες δεν έχει πρόσβαση το ευρύ κοινό. Εάν μια αγορά είναι ισχυρώς αποτελεσματική, είναι και ημι-ισχυρώς και ασθενώς. Το αντίθετο όμως δεν ισχύει.

Τέλος, θα πρέπει να αναφέρουμε ότι αφού σύμφωνα με την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών, οι μεταβολές των χρηματιστηριακών τιμών είναι αποτέλεσμα αποκλειστικά και μόνο των νέων ειδήσεων, τότε παράγοντες όπως η ψυχολογία των επενδυτών, η αισιοδοξία, η αυτοπεποίθηση, η απληστία, ο φόβος και άλλα ψυχοκοινωνικά φαινόμενα δεν θα πρέπει να επιδρούν στις χρηματιστηριακές τιμές, πράγμα το οποίο όπως αναλύουμε στη συνέχεια δεν συμβαίνει.

ΜΙΑ ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΘΕΩΡΙΑ: ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ
(BEHAVIORAL FINANCE)

Η παραδοσιακή οικονομική θεωρία βασίζεται στην ιδέα ότι οι άνθρωποι δρουν ορθολογικά ,οι επενδυτικές αποφάσεις τους είναι απολύτως λογικές και οι προβλέψεις τους για το μέλλον είναι εντελώς αμερόληπτες. Οι επενδυτές λειτουργούν μέσα στα πλαίσια της υπόθεσης της αποτελεσματικής αγοράς , όπου όλες οι διαθέσιμες πληροφορίες επεξεργάζονται γρήγορα και σωστά από τους επενδυτές και αντανακλώνται πλήρως στις τιμές των μετοχών.

Εντούτοις, στην πράξη έχει αποδειχτεί ότι οι αγορές δεν είναι πάντα αποτελεσματικές και οι άνθρωποι δεν λειτουργούν συνεχώς λογικά και αμερόληπτα. Γεννήθηκε λοιπόν η ανάγκη για τη δημιουργία μιας νέας επιστημονικής προσέγγισης που θα έδινε εξήγηση σε φαινόμενα που αδυνατούσε να ερμηνεύσει η παραδοσιακή οικονομική θεωρία.

Έτσι εμφανίστηκε η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική , η οποία μελετά πώς η ανθρώπινη ψυχολογία επιδρά στην οικονομία. Η ψυχολογία αποτελεί τη βάση των επιθυμιών, των στόχων και των κινήτρων. Ταυτόχρονα όμως ευθύνεται και για μια πληθώρα ανθρωπίνων λαθών που πηγάζουν από μεροληψίες, αυταπάτες και συμπλέγματα τα οποία είναι δυνατόν να διαλύσουν ολόκληρο το οικονομικό σύστημα.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική ανθεί στις μέρες μας και γίνεται αντικείμενο μελέτης όλων των μεγάλων πανεπιστημιακών ιδρυμάτων. Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν το Πανεπιστήμιο Mannheim στη Γερμανία και το Social Science Research Network που έχουν δημιουργήσει ξεχωριστά τμήματα που ασχολούνται αποκλειστικά με τη μελέτη της ψυχολογίας στην οικονομική δραστηριότητα.

Επίσης συνέδρια διοργανώνονται και άρθρα δημοσιεύονται σε έγκριτες εφημερίδες αφιερωμένα σε θέματα ψυχολογίας τα οποία χαίρουν βράβευσης και θετικής

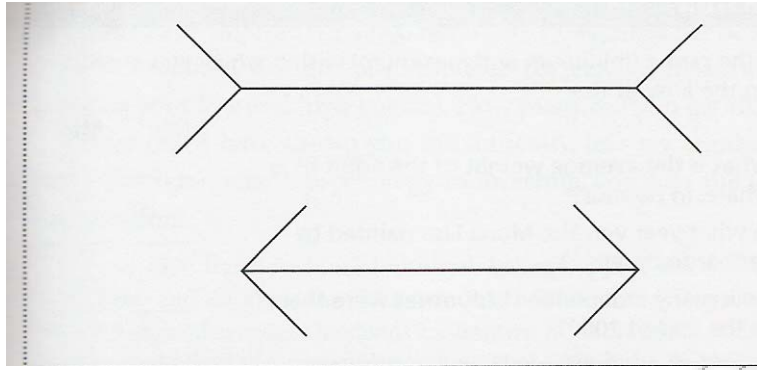
κριτικής. Δυο αξιοσημείωτα παραδείγματα αποτελούν τα βραβεία του Smith-Breeden και του William F. Sharpe. Το πρώτο απενεμήθη στον Kent Daniel, David Hirshleifer και Avanidhar Subrahmanyam για το δημοσίευμά τους στο Journal of finance “Investor psychology and Security Market Under- and Overreactions” το 1999. Το δεύτερο βραβείο απενεμήθη στον Meir Statman και στον Hersh Shefrin για το “Behavioral Portfolio Theory” που δημοσιεύτηκε στο Journal of Financial and Quantitative Analysis το 2000 .

Τον Ιανουάριο του 2002 οι New York Times δημοσίευσαν τη δουλειά του Richard Thaler που αποτελεί κορυφαίο εγχειρίδιο σε θέματα συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής. Άλλοι σπουδαίοι καθηγητές στον χώρο αυτό είναι οι Daniel Kahneman, Robert J Shiller, Amos Tversky, Andrei Shleifer ενώ μεγάλες εταιρείες που βασίζουν τη στρατηγική τους σε θεωρίες “Behavioral Finance” είναι οι Fuller και Thaler Asser Management, Dreman Value Management, Martingale Asset Management και LSV Asset Management.

Γίνεται λοιπόν φανερό ότι η συμπεριφορική χρηματοοικονομική βρίσκει πρόσφορο έδαφος για να αναπτυχθεί αφού ο ανθρώπινος νους δεν λειτουργεί σαν κομπιούτερ, αλλά αντίθετα διωλίζει τις προσλαμβάνουσες πληροφορίες μέσα από συναισθηματικά φίλτρα, και οι τελικές αποφάσεις είναι σίγουρα πολύ διαφορετικές από ότι θα ήταν αν δεν παρενέβαιναν οι ψυχολογικοί αυτοί παράγοντες.

Ας παραθέσουμε ένα παράδειγμα οπτικής ψευδαίσθησης:

Ποια από τις παρακάτω γραμμές φαίνεται μακρύτερη;



Στην πραγματικότητα και οι δύο γραμμές έχουν το ίδιο μήκος. Και όμως! Παρότι γνωρίζουμε τώρα ότι και οι δύο οριζόντιες γραμμές έχουν το ίδιο μήκος, η πάνω γραμμή ακόμα φαίνεται μακρύτερη. Το να γνωρίζουμε απλώς την ψευδαίσθηση δεν την εξαλείφει. Παρόλα αυτά αν είχαμε να αποφασίσουμε με βάση αυτές τις γραμμές, η γνώση ότι υποπίπτουμε σε ψευδαίσθηση θα μας βοηθούσε να αποφύγουμε λάθη.

Γι' αυτόν ακριβώς το λόγο, σκοπός της εργασίας αυτής είναι να εντοπίσει τις συναισθηματικές μεροληψίες και τα διανοητικά λάθη των επενδυτών, να δείξει πώς αυτά επηρεάζουν τις αποφάσεις μας και να μας βοηθήσει να τα αναγνωρίζουμε έτσι ώστε να αποφεύγουμε λάθη που οδηγούν σε μείωση του πλούτου μας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

ΔΙΑΝΟΗΤΙΚΑ ΛΑΘΗ (COGNITIVE BIASES)

Οι επενδυτές λαμβάνουν τις αποφάσεις τους μέσα σε ένα περιβάλλον εξαιρετικά πολύπλοκο και αβέβαιο. Μέσα σε αυτές τις συνθήκες όπου ο ντετερμινισμός αποτελεί πολυτέλεια ενώ τα στοχαστικά φαινόμενα κυριαρχούν, η ανθρώπινη κρίση πολλές φορές δεν λειτουργεί σωστά, και οι άνθρωποι παρασύρονται από αυταπάτες και διανοητικά σφάλματα. Ο ορθολογισμός και η αναλυτική σκέψη συχνά αντικαθίστανται από μεροληψίες και ψυχολογικούς περιορισμούς, που διαστρεβλώνουν την πραγματικότητα.

Παρακάτω αναφέρονται οι πιο σημαντικές μεροληψίες στην κρίση των επενδυτών που οδηγούν σε σημαντικά επενδυτικά λάθη και μείωση της ευημερίας των επενδυτών.

ΣΤΕΡΝΗ ΓΝΩΣΗ (HINDSIGHT BIAS)

Το φαινόμενο της στερνής γνώσης αποτελεί ένα πολύ συνηθισμένο μεροληπτικό σφάλμα των επενδυτών, σύμφωνα με το οποίο οι εξελίξεις των οικονομικών γεγονότων και οι ενέργειες που έπρεπε να γίνουν από τους επενδυτές, όταν τα γεγονότα έχουν ήδη πραγματοποιηθεί μοιάζουν λογικές, ξεκάθαρες και προβλέψιμες. Ο Fischhoff διαπίστωσε ότι όταν ένα συμβάν έχει ήδη πραγματοποιηθεί, αυξάνει από εμάς την πρόβλεψη ότι θα μπορούσε να συμβεί. Επίσης, οι άνθρωποι δεν αντιλαμβάνονται ότι η γνώση ενός γεγονότος που έχει ήδη λάβει χώρα, έχει ήδη επηρεάσει τις αρχικές τους αντιλήψεις για το γεγονός αυτό. Η εκ των υστέρων γνώση κάνει τους ανθρώπους να μεγεθύνουν τις αρχικές εκτιμήσεις τους προς την κατεύθυνση του τελικού αποτελέσματος.

Σε έρευνα που έγινε από τον Fischhoff, διαπιστώθηκε ότι οι άνθρωποι τείνουν να υπερεκτιμούν τις αρχικές τους γνώσεις και να ξεχνούν τα αρχικά τους λάθη. Σε ομάδα συμμετεχόντων στην έρευνα ζητήθηκε να απαντήσουν ερωτήσεις γενικών γνώσεων. Κατόπιν τους δόθηκαν οι σωστές απαντήσεις και τους ζητήθηκε να θυμηθούν τι είχαν απαντήσει. Διαπιστώθηκε ότι οι περισσότεροι, παρασυρμένοι από τις ήδη γνωστές απαντήσεις, ξέχασαν τα λάθη τους και υπερεκτίμησαν την ποιότητα των αρχικών τους γνώσεων.

Χαρακτηριστικά παραδείγματα του φαινομένου της στερνής γνώσης στον τομέα της οικονομίας και ειδικότερα στο χώρο του χρηματιστηρίου αποτελούν οι εκ των υστέρων αναλύσεις των ειδικών για την πορεία των μετοχών. Μετά το κλείσιμο δηλαδή του χρηματιστηρίου, και αφού τα γεγονότα είναι τετελεσμένα, οι ειδικοί εμφανίζονται με μεγάλη αυτοπεποίθηση να εξηγούν γιατί οι συγκεκριμένες εξελίξεις ήταν αναπόφευκτες και γιατί η αγορά συμπεριφέρθηκε κατ' αυτόν τον τρόπο. Οι απλουστευμένες αυτές ερμηνείες τους μπορεί να οδηγήσουν κάποιον στο λανθασμένο συμπέρασμα ότι τα οικονομικά γεγονότα είναι απλοϊκά και προβλέψιμα, κάτι το οποίο ασφαλώς δεν συμβαίνει στην πράξη, όπου ακόμη και σπουδαίοι οικονομικοί αναλυτές αδυνατούν να προβλέψουν τις κινήσεις της αγοράς.

Το φαινόμενο της στερνής γνώσης είναι ιδιαίτερα επικίνδυνο γιατί δημιουργεί την ψευδαίσθηση ότι ο κόσμος είναι απλός, λογικός και προβλέψιμος. Επίσης επιλογές και οικονομικές στρατηγικές που αρχικά έμοιαζαν λογικές και καλά τεκμηριωμένες, όταν η έκβαση των γεγονότων δεν είναι η αναμενόμενη, φαντάζουν ως τεράστια και αδικαιολόγητα λάθη. Έτσι, χρηματιστές και σύμβουλοι επενδύσεων που προτείνουν την αγορά μιας μετοχής ή ενός χαρτοφυλακίου, η οποία τελικά πέσει και η πτώση της αυτή, λόγω της στερνής γνώσης, φαίνεται αναπόφευκτη, μοιάζουν στα μάτια των επενδυτών ως μη καλοί επαγγελματίες.

ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΤΙΚΟΤΗΤΑ (REPRESENTATIVENESS)

Ένα από τα βασικά σφάλματα τα οποία επηρεάζουν τις οικονομικές αποφάσεις είναι η λεγόμενη αντιπροσωπευτικότητα. Αναφέρεται στις κρίσεις των ανθρώπων που βασίζονται σε στερεότυπα. Το ανθρώπινο μυαλό κάνει την υπόθεση ότι τα πράγματα τα οποία έχουν ομοιότητες μεταξύ τους είναι σχεδόν τα ίδια. Αυτό συνήθως γίνεται προκειμένου ο ανθρώπινος νους να επεξεργαστεί και να οργανώσει γρήγορα μεγάλο όγκο πληροφοριών. Η έννοια της αντιπροσωπευτικότητας εισήχθη από τους ψυχολόγους Daniel Kahneman και Amos Tversky (1972) και αναλύθηκαν σε μια σειρά δημοσιευμάτων από τον Kahneman, Slovic και Tversky (1982).

Ας δούμε την παρακάτω ερώτηση: Η Μαίρη είναι άνθρωπος φιλήσυχος, μελετηρός με ιδιαίτερο ενδιαφέρον σε κοινωνικά θέματα. Όταν ήταν στο Λύκειο της άρεσε η Φιλολογία και οι σπουδές με θέμα το περιβάλλον. Βασιζόμενοι σε αυτές τις πληροφορίες, ποιο από τα κάτωθι ενδεχόμενα θεωρείτε πιο πιθανό;

A) Η Μαίρη είναι βιβλιοθηκάριος.

B) Η Μαίρη είναι βιβλιοθηκάριος και μέλος οικολογικής οργάνωσης.

Γ) Η Μαίρη εργάζεται στον τραπεζικό τομέα.

Ποια απάντηση θεωρείτε πιθανότερη; Πάνω από τους μισούς από τους ερωτηθέντες επέλεξαν την απάντηση B. Αυτό συνέβη γιατί οι άνθρωποι θεώρησαν ότι το να είναι κανείς βιβλιοθηκάριος και μέλος οικολογικής οργάνωσης είναι αντιπροσωπευτικό του είδους της καριέρας που θα ακολουθούσε ένας φιλομαθής άνθρωπος με

ενδιαφέρον στις κοινωνικές και περιβαλλοντικές επιστήμες. Παρόλα αυτά η ερώτηση ήταν ποια απάντηση είναι πιο πιθανή και όχι ποιο σενάριο θα έκανε τη Μαίρη πιο ευτυχισμένη.

Η απάντηση Α είναι ανώτερη από την απάντηση Β, γιατί περιέχει μέρος της δεύτερης και άρα είναι πιθανότερο να είναι αληθής. Τα ένα τέταρτο με ένα τρίτο των ερωτηθέντων συνήθως το καταλαβαίνει αυτό γι' αυτό προτιμά την απάντηση Α από την απάντηση Β. Παρόλα αυτά η καλύτερη απάντηση είναι η Γ. Υπάρχουν πολύ περισσότεροι άνθρωποι που απασχολούνται στις τράπεζες παρά στις βιβλιοθήκες. Στην πραγματικότητα, υπάρχουν τόσος άνθρωποι που εργάζονται στον τραπεζικό τομέα που είναι πολύ πιθανότερο η Μαίρη να εργάζεται σε τράπεζα παρά σε βιβλιοθήκη. Επειδή όμως το να εργάζεται ως τραπεζικός υπάλληλος δεν είναι αντιπροσωπευτικό των συνειρμών που κάνει το μυαλό μας για να περιγράψει τη Μαίρη, πολύ λίγοι άνθρωποι επιλέγουν την απάντηση Γ.

Ας μελετήσουμε ένα άλλο παράδειγμα. Ας προσπαθήσουμε να προβλέψουμε τη βαθμολογία αποφοίτησης από το Πανεπιστήμιο κάποιων φοιτητών βασισμένοι στη βαθμό με τον οποίο αποφοίτησαν από το Λύκειο. Παραθέτουμε πραγματικά στοιχεία για φοιτητές του Πανεπιστημίου Santa Clara που μπήκαν στο πανεπιστήμιο το 1990,1991 και 1992. Ο μέσος όρος του απολυτηρίου λυκείου για τους φοιτητές αυτούς ήταν 3,44. Ο μέσος όρος βαθμολογίας πτυχίου του πανεπιστημίου για τους ίδιους φοιτητές ήταν 3,08. Ας υποθέσουμε ότι σας ζητάνε να προβλέψετε το βαθμό πτυχίου για τρεις φοιτητές βασισμένοι μόνο στη βαθμολογία του Λυκείου. Οι τρεις βαθμοί πτυχίου ήταν 2.20, 3.00 και 3.80. Ποια θα ήταν η πρόβλεψή σας για το βαθμό πτυχίου αυτών των φοιτητών;

Η ερώτηση αυτή απευθύνθηκε σε μεγάλο δείγμα ερωτηθέντων και η μέση πρόβλεψη ήταν 2.03, 2.77 και 3,46 αντίστοιχα ενώ τα πραγματικά αποτελέσματα ήταν 2.70, 2.93 και 3.30 αντίστοιχα. Παρατηρούμε ότι τόσο στις υψηλές όσο και στις χαμηλές βαθμολογίες η πρόβλεψη απέχει πολύ από το μέσο όρο 3.08 Αυτό σημαίνει ότι τα δύο άκρα (υψηλές και χαμηλές βαθμολογίες λυκείου) δίνουν βαθμούς στο πανεπιστήμιο που είναι πολύ πιο κοντά στον μέσο όρο απ' ότι οι προβλέψεις. Αυτό δείχνει ότι οι άνθρωποι δεν εκτιμούν σωστά το βαθμό στον οποίο υπάρχει επιστροφή στο μέσο όρο.

Η αντιπροσωπευτικότητα λοιπόν είναι η εμπιστοσύνη σε στερεότυπα. Το πιο απλό παράδειγμα βασισμένο σε αυτήν την αρχή είναι να προβλέψουμε ότι οι βαθμοί του πανεπιστημίου θα είναι ίδιοι με εκείνους του λυκείου. Ωστόσο, οι περισσότεροι δεν χρησιμοποιούν αυτόν τον τόσο απλοϊκό κανόνα. Βασίζουν όμως την πρόβλεψή τους στην αντιπροσωπευτικότητα του φοιτητή. Γι' αυτό ένας φοιτητής με καλούς βαθμούς λυκείου θεωρείται αντιπροσωπευτικό δείγμα ενός καλού φοιτητή. Ας παρατηρήσουμε επίσης πόσο σκληροί είναι οι άνθρωποι με τους φοιτητές που είχαν χαμηλούς βαθμούς στο λύκειο. Οι περισσότεροι άνθρωποι παραβλέπουν το γεγονός ότι η χαμηλή βαθμολογία μπορεί να οφείλεται σε κακές συγκυρίες ή ότι οι φοιτητές αυτοί μπορεί να τα πάνε καλύτερα στο πανεπιστήμιο. Γι' αυτό λοιπόν η αντιπροσωπευτικότητα μπορεί να μας οδηγήσει σε λάθος συμπεράσματα.

Στο χώρο του χρηματιστηρίου τώρα, ο Werner De Bondt και ο Richard Thaler (1985,1987) έδειξαν ότι μετοχές που παρουσίαζαν μεγάλες απώλειες στο παρελθόν τα επόμενα τρία χρόνια τα πήγαν πολύ καλύτερα από μετοχές που στο παρελθόν σημείωσαν μεγάλα κέρδη. Ο De Bondt επίσης σημειώνει ότι οι αναλυτές επηρεάζονται στις προβλέψεις τους από την πρόσφατη επιτυχία και υπεραντιδρούν δείχνοντας πολύ μεγαλύτερη αισιοδοξία για τους πρόσφατα κερδισμένους παρά για τους πρόσφατα χαμένους. Όπως και στο παράδειγμα των φοιτητών, οι άνθρωποι δείχνουν πεσσιμιστές στις προβλέψεις τους για μετοχές που είχαν πτώση στο παρελθόν, ενώ στην πραγματικότητα οι αποδόσεις των πρόσφατα χαμένων μετοχών στη συνέχεια παρουσίασαν θεαματική άνοδο, καταδεικνύοντας έτσι τη μεροληπτική στάση των επενδυτών.

Ας εξετάσουμε τώρα προσεκτικότερα την επιστροφή στο μέσο. Παρότι οι οικονομικοί αναλυτές την γνωρίζουν εντούτοις αρκετές φορές δεν την εξηγούν σωστά. Συνήθως μετά από μακροχρόνια ανοδική πορεία στη χρηματιστηριακή αγορά, οι ειδικοί προβλέπουν πτώση των αποδόσεων κάτω από το μέσο όρο λόγω της επιστροφής στο μέσο, δηλαδή της τάσης των αγορών να επιστρέφουν στο μακροχρόνιο μέσο όρο τους. Η πρόβλεψη αυτή είναι ασφαλώς λανθασμένη. Η επιστροφή στο μέσο σημαίνει ότι οι μελλοντικές αποδόσεις θα είναι πιο κοντά στον ιστορικό μέσο όρο και όχι κάτω από αυτόν.

Η λανθασμένη αυτή πρόβλεψη πηγάζει από τη λεγόμενη πλάνη του χαρτοπαίχτη (gambler's fallacy). Αν για παράδειγμα ρίξουμε ένα νόμισμα πέντε φορές και το αποτέλεσμα είναι κορώνα, ποια είναι η πιθανότητα την έκτη φορά το αποτέλεσμα να είναι γράμματα; Αν το νόμισμα είναι δίκαιο, οι πιθανότητες είναι μισές-μισές. Παρόλα αυτά οι άνθρωποι πιστεύουν ότι το αποτέλεσμα θα πρέπει να είναι ίσες φορές κορώνα και ίσες φορές γράμματα. Γι' αυτό μετά τις πέντε κορώνες προβλέπουν λανθασμένα ότι η έκτη ρίψη θα είναι γράμματα, αφού θεωρούν ότι μακροπρόθεσμα όλα εξισορροπούνται. Αυτό μαθηματικά είναι σωστό αρκεί ο παίχτης να έχει απεριόριστο χρόνο και χρήμα (όταν πρόκειται για τυχερά παιχνίδια, όπως η ρουλέτα).

Η πλάνη του χαρτοπαίχτη προκύπτει από την παρερμηνεία του νόμου των μέσων, ή αλλιώς του νόμου των μεγάλων αριθμών. Ο Tversky και ο Kahneman περιέγραψαν την πλάνη του χαρτοπαίχτη ως το νόμο των μικρών αριθμών. Σύμφωνα με το νόμο αυτό οι άνθρωποι πιστεύουν ότι το μικρό δείγμα έχει την ίδια κατανομή πιθανοτήτων που έχει και το μεγάλο δείγμα. Εφαρμόζουν λοιπόν το νόμο των μεγάλων αριθμών και σε μικρά δείγματα ακριβώς όπως και σε μεγάλα και πιστεύουν ότι ένα μικρό δείγμα είναι το ίδιο αντιπροσωπευτικό με ένα μεγάλο.

Μια άλλη πλάνη που σχετίζεται στενά με την αντιπροσωπευτικότητα είναι η λεγόμενη πλάνη του καυτού χεριού (Hot hand fallacy). Σύμφωνα με την πλάνη αυτή οι άνθρωποι συνηθίζουν να βρίσκουν αιτιώδεις σχέσεις σε τυχαία γεγονότα, να δίνουν ιδιαίτερη βαρύτητα σε πρόσφατες τάσεις και να αντιδρούν υπερβολικά χωρίς να λαμβάνουν υπ' όψιν τους τους μακροχρόνιους μέσους όρους και το νόμο των μεγάλων αριθμών. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η έρευνα του Tversky και του Gilovitch για τους επαγγελματίες μπασκετμπολίστες. Σύμφωνα με αυτούς σφάλλουν όσοι πιστεύουν ότι οι παίχτες βάζουν πολλά καλάθια όταν είναι ζεσταμένοι (hot hand), ενώ αντίθετα αστοχούν όταν είναι παγωμένοι (cold hand). Σύμφωνα με την έρευνα που διεξήγαγαν σε μεγάλο αριθμό παιχνιδιών, τα αποτελέσματα των βολών των παιχτών δεν είχαν αποκλίσεις από τον μακροχρόνιο μέσο όρο των επιδόσεών τους παραπάνω από ότι θα δικαιολογούσε η τύχη. Παρόλα αυτά οι προπονητές μεροληπτώντας υπέρ των πρόσφατων επιτυχιών ή και

συστηματοποιώντας τυχαίες επιδόσεις, χρησιμοποιούν στα παιχνίδια τους παίχτες που πρόσφατα σημείωσαν συνεχείς επιτυχημένες βολές.

Έτσι και στο χώρο του χρηματιστηρίου οι επενδυτές δίνουν βαρύτητα στα πρόσφατα γεγονότα, υπερτιμώντας τις μετοχές οι οποίες πρόσφατα σημείωσαν άνοδο και υποτιμώντας τις μετοχές που πρόσφατα σημείωσαν πτώση. Αγνοούν έτσι την επιστροφή στο μέσο, βλέπουν τάσεις εκεί που δεν υπάρχουν, τοποθετούνται λανθασμένα στην αγορά και συνεπώς χάνουν χρήματα.

Άλλη μια έκφραση της αντιπροσωπευτικότητας είναι η παραμέληση της αρχικής υπόθεσης (base rate neglect), σύμφωνα με την οποία οι άνθρωποι δίνουν ιδιαίτερη βαρύτητα στη νέα πληροφορία αγνοώντας τη βασική υπόθεση. Το παράδειγμα που ακολουθεί είναι αποκαλυπτικό: Ένα ταξί είχε τη νύχτα ένα ατύχημα. Στην πόλη υπάρχουν μόνο δυο εταιρείες ταξί, εκ των οποίων η μία έχει μόνο μπλε ενώ η άλλη έχει μόνο πράσινα. Η επιπρόσθετη πληροφορία είναι ότι α) το 85% των ταξί στην πόλη είναι πράσινα και το 15% είναι μπλε. β) Ένας μάρτυρας υποστήριξε ότι το ταξί ήταν μπλε. Το δικαστήριο απεφάνθη ότι ο μάρτυρας αναγνωρίζει σωστά το χρώμα σε 80% των περιπτώσεων. Ποια είναι η πιθανότητα το ταξί αυτό να είναι μπλε και όχι πράσινο;

Οι περισσότεροι εκ των ερωτηθέντων απάντησαν ότι η πιθανότητα είναι 80%. Οι άνθρωποι δηλαδή αγνόησαν τη βασική υπόθεση ότι μόνο το 15% των ταξί είναι μπλε. Η σωστή πιθανότητα το ταξί να είναι μπλε είναι: $0,15 * 0,8 / (0,15 * 0,8) + (0,85 * 0,2) = 0,12 / 0,29 = 0,41$. Τα άτομα δηλαδή αγνοούν τη βασική υπόθεση που είναι το ποσοστό των ταξί που είναι πράσινα και μπλε και δίνουν μεγάλη έμφαση στη νέα πληροφορία που δίνεται από το μάρτυρα.

ΤΟ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΟ ΠΛΑΙΣΙΟ (NARROW FRAMING)

Η μεροληψία αυτή αναφέρεται στην τάση των ανθρώπων να επηρεάζονται από τον τρόπο που διατυπώνεται ένα πρόβλημα παρότι το περιεχόμενο παραμένει το ίδιο καθώς επίσης και από την τάση τους να εξετάζουν τις επενδυτικές τους επιλογές ως μεμονωμένες δημιουργώντας νοητούς λογαριασμούς και εστιάζοντας στις ενδιάμεσες

μεταβολές του πλούτου και όχι στο τελικό αποτέλεσμα. Ο Merton Miller όταν του ζητήθηκε να εξηγήσει την έννοια του περιορισμένου πλαισίου με λίγες λέξεις, είπε χαρακτηριστικά: « Αν μεταφέρω ένα δολάριο από τη δεξιά μου τσέπη στην αριστερή, δεν θα γίνω πλουσιότερος».

Ας δούμε ένα παράδειγμα απόφασης του Kahneman-Tversky. Έστω ότι έχουμε δύο ζευγάρια αποφάσεων:

- 1) Διάλεξε μεταξύ
 - A) Σίγουρο κέρδος \$2.400 ή
 - B) 25% πιθανότητα να κερδίσεις \$10.000 και 75% πιθανότητα να μην κερδίσεις τίποτα.
- 2) Διάλεξε μεταξύ
 - Γ) Σίγουρη ζημιά \$7.500 ή
 - Δ) 75% πιθανότητα να χάσεις \$10.000 και 25% πιθανότητα να μην χάσεις τίποτα.

Οι περισσότεροι άνθρωποι επιλέγουν το Α στην πρώτη απόφαση δείχνοντας την αποστροφή τους προς τον κίνδυνο και θεωρώντας δύσκολο να προσπεράσουν ένα σίγουρο κέρδος \$2.400 Παρότι τα \$10.000 είναι πολύ περισσότερα από τα \$2.400, οι πιθανότητες να τα κερδίσει κανείς είναι μία στις τέσσερις. Στην δεύτερη απόφαση η πλειοψηφία επιλέγει το Δ, δείχνοντας έτσι τη διάθεσή τους να ισοφαρίσουν τις ζημιές.

Οι δύο αυτές αποφάσεις αποτελούν ένα σύνθετο πακέτο, αλλά οι περισσότεροι άνθρωποι τις αντιμετωπίζουν μεμονωμένα σαν δύο ξεχωριστούς νοητούς λογαριασμούς. Το μεροληπτικό σφάλμα στο οποίο υποπίπτουν οι άνθρωποι φαίνεται αν αλλάξουμε τη διατύπωση των προβλημάτων:

Διάλεξε μεταξύ:

- E) 25% πιθανότητα να κερδίσεις \$2.400 και 75% πιθανότητα να χάσεις \$7.600
- ΣΤ) 25% πιθανότητα να κερδίσεις \$2.500 και 75% πιθανότητα να χάσεις \$7.500.

Οι περισσότεροι άνθρωποι διαλέγουν το ΣΤ, το οποίο όμως αποτελεί ένα συνδυασμό των 1.Β και 2.Γ που οι επενδυτές είχαν απορρίψει. Η ορθολογική απόφαση είναι η επιλογή του 1.Β και του 2.Γ γιατί αυξάνει τον τελικό πλούτο. Η απόφαση αυτή που

στην αρχή είχε απορριφθεί γίνεται αντιληπτή μόνο μετά την αναδιατύπωση του προβλήματος.

Γίνεται λοιπόν φανερό ότι οι άνθρωποι υιοθετούν επιλογές εξετάζοντας τις μεμονωμένα και όχι συνδυάζοντάς τις και βλέποντας τον τελικό πλούτο που τους αποφέρει, ενώ η σημασία της διατύπωσης ενός προβλήματος είναι τεράστια γιατί αλλάζει τις επενδυτικές επιλογές.

ΤΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΤΗΣ ΔΙΑΤΥΠΩΣΗΣ (FRAMING EFFECT)

Οι ορθολογικοί επενδυτές αποφασίζουν για τις επενδυτικές τους επιλογές με βάση τις πιθανότητες και αναλύοντας τα πράγματα σε βάθος ώστε να αυξάνουν τα κέρδη τους και να μειώνουν τον κίνδυνο. Ωστόσο, τις περισσότερες φορές οι άνθρωποι παραπλανώνται από την διατύπωση του προβλήματος και οδηγούνται σε λανθασμένες κινήσεις.

Θα αναφέρουμε ενδεικτικά το κάτωθι παράδειγμα: Σε έρευνα που διεξήχθη ανάμεσα σε δύο ομάδες γιατρών δόθηκαν οι εξής πληροφορίες για την εύρεση μιας νέας θεραπείας σε μια σοβαρή ασθένεια. Στην πρώτη ομάδα είπαν ότι η νέα θεραπεία έχει ποσοστό επιτυχίας 93%, ενώ στη δεύτερη ομάδα είπαν ότι το ποσοστό θνησιμότητας από τη νέα αυτή θεραπεία είναι 7%. Σύμφωνα με τα στοιχεία της έρευνας αυτής, η πρώτη ομάδα των γιατρών πρότεινε ανεπιφύλακτα τη νέα θεραπεία, ενώ η δεύτερη ομάδα είχε ενδοιασμούς και επιφυλάξεις.

Όπως είναι φανερό στο ανωτέρω παράδειγμα, και στις δύο ομάδες το αποτέλεσμα της θεραπείας που ανακοινώθηκε ήταν το ίδιο. Στην πρώτη όμως ομάδα τονίστηκε η θετική πλευρά της θεραπείας, ενώ στη δεύτερη η αρνητική. Οι γιατροί έπεσαν θύματα της διατύπωσης (framing effect) και γι' αυτό οι απόψεις και προτάσεις τους ήταν διαφορετικές.

ΝΟΗΤΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ (MENTAL ACCOUNTING)

Η νοητική λογιστική είναι ένα σύνολο γνωστικών διεργασιών, σύμφωνα με το οποίο ο ανθρώπινος νους προσπαθεί να οργανώσει και να αξιολογήσει τις οικονομικές του δραστηριότητες δημιουργώντας νοητούς λογαριασμούς και τοποθετώντας κάθε απόφαση σε έναν ξεχωριστό λογαριασμό. Ο κάθε νοητός λογαριασμός περιλαμβάνει τα κόστη και τα οφέλη που σχετίζονται με τη συγκεκριμένη απόφαση.

Ας αναφέρουμε ένα παράδειγμα: Σε έρευνα που διεξήχθη διαπιστώθηκε ότι τα άτομα είναι λιγότερο πρόθυμα να αγοράσουν ένα θεατρικό εισιτήριο αν το έχουν χάσει προηγουμένως, παρά αν έχουν χάσει το ίδιο ποσό που κοστίζει το εισιτήριο. Αυτό συμβαίνει γιατί το κόστος για την αγορά του δεύτερου θεατρικού εισιτηρίου συμπεριλαμβάνεται στον ίδιο νοητό λογαριασμό που αφορά τη θεατρική έξοδο, ενώ η απώλεια του χρηματικού ποσού αφορά άλλο λογαριασμό.

Ας δούμε άλλο ένα παράδειγμα:

Μια οικογένεια έχει αποταμιεύσει \$15.000 προκειμένου να αγοράσει μια εξοχική κατοικία. Ελπίζουν να την αγοράσουν σε πέντε χρόνια. Τα χρήματά τους τοκίζονται στην τράπεζα με επιτόκιο 10%. Αγόρασαν όμως και ένα καινούριο αυτοκίνητο αξίας \$11.000 και για να το εξοφλήσουν πήραν τριετές δάνειο με επιτόκιο 15%.

Αυτή είναι μια συνηθισμένη κατάσταση. Οι άνθρωποι συνηθίζουν να αποταμιεύουν χρήματα με χαμηλό επιτόκιο και να δανείζονται σε υψηλότερο, παρότι χάνουν χρήματα, λόγω του ότι χρησιμοποιούν διαφορετικούς νοητούς λογαριασμούς. Αν η συγκεκριμένη οικογένεια χρησιμοποιούσε \$11.000 από τις δικές της αποταμιεύσεις για την αγορά του αυτοκινήτου και δεν δανειζόταν από την τράπεζα, τότε τα αποταμιευμένα χρήματα που προορίζονταν για την αγορά του εξοχικού θα ήταν σίγουρα κατά \$1.000 περισσότερα στο τέλος των τριών χρόνων. Η οικογένεια όμως κατατάσσει τα χρήματα για το εξοχικό σε έναν λογαριασμό και τα χρήματα για το αυτοκίνητο σε άλλον και παρότι ο συνδυασμός των δύο λογαριασμών έχει ως αποτέλεσμα τη μεγιστοποίηση του πλούτου, η οικογένεια δεν τους χρησιμοποιεί ξεχωριστά σημειώνοντας ζημιές.

Οι άνθρωποι συνήθως χρησιμοποιούν νοητούς λογαριασμούς θέλοντας να κατατάξουν τα οφέλη και τα κόστη από μια αγορά στον ίδιο νοητό λογαριασμό.

Συνήθως επιθυμούν την εξόφληση μιας οφειλής προερχόμενη από μια αγορά, ταυτόχρονα με την απόλαυση του οφέλους από την αγορά αυτή. Αυτό όμως δεν είναι πάντα εφικτό. Ας δούμε ένα παράδειγμα:

Ας φανταστούμε ότι σε έξι μήνες από τώρα σχεδιάζετε να αγοράσετε ένα καινούριο πλυντήριο και ένα καινούριο στεγνωτήριο για το νέο σας σπίτι. Και τα δύο μηχανήματα μαζί θα κοστίσουν \$1.200. Έχετε δύο επιλογές για να πληρώσετε: α) Έξι μηνιαίες δόσεις των \$200 για έξι μήνες πριν παραλάβετε τις συσκευές και β) Έξι μηνιαίες πληρωμές των \$200 για έξι μήνες αφού παραλάβετε τις συσκευές.

Ας σημειώσουμε ότι το συνολικό κόστος της αγοράς και στις δύο περιπτώσεις είναι το ίδιο. Το μόνο που αλλάζει είναι ο χρόνος πληρωμής. Από τους 91 ανθρώπους που ρωτήθηκαν το 84% απάντησε ότι ήθελε να πληρώσει αφού παραλάβει τις συσκευές. Αυτό είναι σύμφωνο με το συνταίριασμα του κόστους/ οφέλους σε έναν νοητό λογαριασμό. Οι άνθρωποι θα απολαμβάνουν τα οφέλη από την αγορά των συσκευών για μια περίοδο μετά την αγορά τους και συνεπώς η ταυτόχρονη πληρωμή της οφειλής (μετά την αγορά) συνταιριάζει το κόστος με το όφελος. Ταυτόχρονα η επιλογή αυτή συμφωνεί και με την παραδοσιακή οικονομική θεωρία, αφού οι άνθρωποι δανείζονται με επιτόκιο 0%.

Ας δούμε τώρα ένα άλλο παράδειγμα το οποίο δεν είναι σύμφωνο με την παραδοσιακή οικονομική θεωρία:

Ας φανταστούμε ότι σχεδιάζετε μια εβδομάδα διακοπές στην Καραϊβική έξι μήνες από τώρα. Οι διακοπές θα κοστίσουν \$1.200. Έχετε δύο τρόπους πληρωμής: α) Έξι μηνιαίες πληρωμές των \$200 για έξι μήνες πριν από τις διακοπές και β) Έξι μηνιαίες πληρωμές των \$200 για έξι μήνες αφού επιστρέψετε από τις διακοπές.

Παρατηρείστε ότι οι τρόποι πληρωμής είναι οι ίδιοι και τώρα όπως και στην προηγούμενη ερώτηση. Το μόνο που αλλάζει είναι το προϊόν της αγοράς. Η ουσιαστική διαφορά είναι ότι τα οφέλη των διακοπών εξαντλούνται μέσα σε ένα πολύ μικρό χρονικό διάστημα, ενώ τα οφέλη από την αγορά των συσκευών διαρκούν για χρόνια.

Η παραδοσιακή οικονομική θεωρία προβλέπει ότι οι άνθρωποι θα προτιμήσουν την επιλογή β λόγω του ότι έτσι έχουν τη δυνατότητα χρησιμοποίησης ενός άτοκου δανείου. Παρόλα αυτά όμως, οι άνθρωποι επιλέγουν το α γιατί πιστεύουν ότι οι προπληρωμένες διακοπές είναι πιο ευχάριστες, λόγω του ότι έχει πια περάσει ο πόνος της πληρωμής. Αν όμως η πληρωμή είναι να γίνει αργότερα, τότε μειώνεται η απόλαυση των διακοπών σκεπτόμενοι « πόσο μου κοστίζει αυτή η διασκέδαση;»

Σε ένα άλλο συναφές παράδειγμα που ακολουθεί, θα διαπιστώσουμε και πάλι την αδυναμία των ανθρώπων να δράσουν αμερόληπτα, σύμφωνα με την παραδοσιακή οικονομική θεωρία: Άνθρωποι που ρωτήθηκαν πώς θα ήθελαν να πληρωθούν για την εργασία τους τα σαββατοκύριακα για τους επόμενους έξι μήνες, πριν εργαστούν ή μετά το τέλος των έξι μηνών. Το μεγαλύτερο ποσοστό απάντησε ότι ήθελε να πληρωθεί μετά το πέρας της εργασίας, χάνοντας έτσι την ευκαιρία να μεγιστοποιήσει τον πλούτο του όντας πληρωμένος νωρίτερα και όχι αργότερα. Αυτό συμβαίνει γιατί οι άνθρωποι προτιμούν να ταιριάζουν τη διάρκεια των πληρωμών με τη διάρκεια των αγαθών. Συνεπώς, στη συγκεκριμένη περίπτωση δε θέλουν να δημιουργήσουν ένα μακροχρόνιο χρέος (έξι μήνες δουλειάς τα σαββατοκύριακα) για ένα βραχυχρόνιο όφελος (μισθός).

Τα παραδοσιακά οικονομικά προβλέπουν ότι η απόφαση ενός ανθρώπου στηρίζεται στο ζύγισμα των παρόντων και μελλοντικών κερδών και ζημιών και ότι τα παρελθόντα κόστη δεν επηρεάζουν καθόλου τις αποφάσεις μας. Στην πραγματικότητα όμως συμβαίνει ακριβώς το αντίθετο. Παρελθόντα κόστη επηρεάζουν τις αποφάσεις μας, και το φαινόμενο αυτό που ονομάζεται αποτέλεσμα προκαταβεβλημένου κόστους (sunk- cost effect) εμφανίζεται σε δύο διαστάσεις: του μεγέθους και του χρόνου.

Ας δούμε τα παρακάτω δύο σενάρια:

Μια οικογένεια έχει εισιτήρια για έναν αγώνα μπάσκετ και περιμένει τον αγώνα με ανυπομονησία για πολύ καιρό. Τα εισιτήρια αξίζουν \$40. Την ημέρα του αγώνα έχει χιονοθύελλα και παρότι μπορούν ακόμα να πάνε στον αγώνα, η παγωνιά θα μειώσει την ευχαρίστηση της παρακολούθησης. Είναι πιο πιθανό η οικογένεια να πάει στον αγώνα αν αγόρασε τα εισιτήρια έναντι \$40 ή αν τους δόθηκαν δωρεάν;

Οι περισσότεροι άνθρωποι πιστεύουν ότι η οικογένεια είναι πιο πιθανό να πάει στον αγώνα αν έχει πληρώσει για τα εισιτήρια. Το κόστος των \$40 δεν επηρεάζει την παγωνιά ή την ευχαρίστηση από την παρακολούθηση του αγώνα. Εντούτοις οι άνθρωποι πιστεύουν ότι το κόστος αυτό είναι καθοριστικό για την απόφαση της οικογένειας. Όταν η οικογένεια πληρώνει για τα εισιτήρια ανοίγει έναν νοητό λογαριασμό. Αν δεν παρακολουθήσει τον αγώνα είναι υποχρεωμένη να κλείσει το λογαριασμό αυτό με ζημιά αφού δεν θα έχει εισπράξει το όφελος της παρακολούθησης. Για να αποφύγει η οικογένεια το συναισθηματικό πόνο της ζημιάς, είναι πιο πιθανό να πάει στον αγώνα. Αντίθετα, αν τα εισιτήρια της έχουν δοθεί δωρεάν, θα κλείσει το λογαριασμό χωρίς κόστος ή όφελος.

Αυτό το παράδειγμα δείχνει ότι το μέγεθος του κόστους επηρεάζει τις αποφάσεις των ανθρώπων. Στο επόμενο παράδειγμα θα δείξουμε ότι και ο χρονικός ορίζοντας του κόστους επηρεάζει τις αποφάσεις μας:

Μια οικογένεια ανυπομονεί να πάει στον αγώνα μπάσκετ που διεξάγεται την επόμενη εβδομάδα. Την ημέρα του αγώνα υπάρχει χιονοθύελλα. Είναι πιθανότερο η οικογένεια να πάει στον αγώνα αν αγόρασε τα εισιτήρια αξίας \$40 ένα χρόνο πριν ή την προηγούμενη ημέρα;

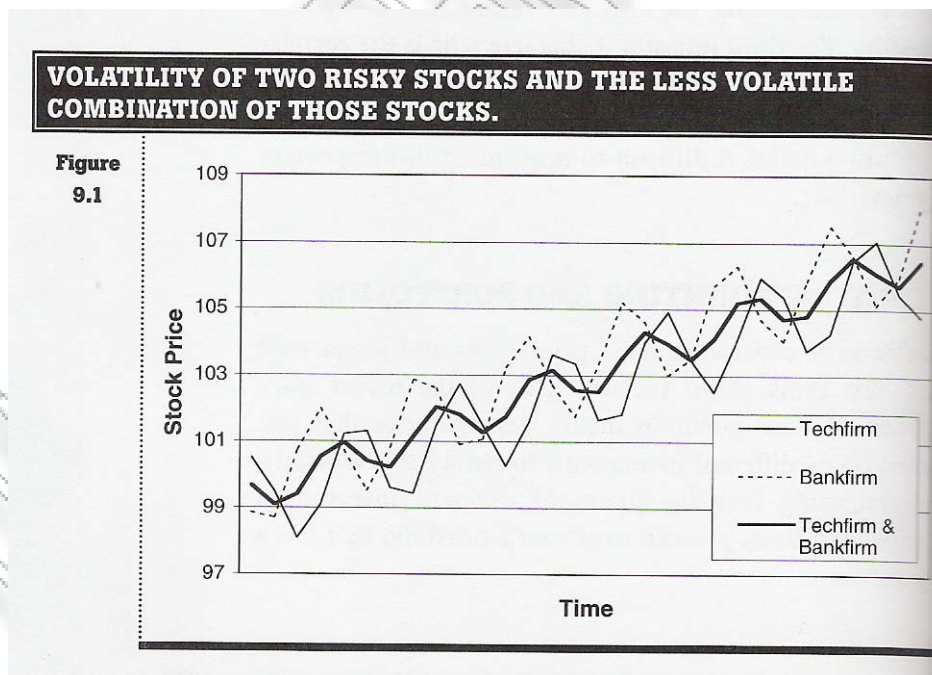
Και σε αυτό το σενάριο όπως και στο προηγούμενο το κόστος είναι \$40. Αυτό που αλλάζει είναι ο χρόνος. Η οικογένεια είναι πιθανότερο να πάει στον αγώνα αν αγόρασε τα εισιτήρια εχθές παρά αν τα αγόρασε ένα χρόνο πριν. Ο πόνος να κλείσει κανείς έναν νοητό λογαριασμό με ζημιές μειώνεται με το πέρασμα του χρόνου.

Στο χώρο του χρηματιστηρίου τώρα, έστω ότι πουλάμε μια μετοχή τώρα με ζημιές και αγοράζουμε μια μετοχή που ανήκει στον ίδιο κλάδο. Μειώνουμε έτσι τα έξοδά μας από φόρους και ταυτόχρονα επενδύοντας σε μια παρεμφερή μετοχή περιμένουμε ο συγκεκριμένος κλάδος να ανακάμψει. Η στρατηγική όμως αυτή δεν είναι η συνήθης και αυτό συμβαίνει λόγω της νοητικής λογιστικής.

Οι άνθρωποι θεωρούν την πώληση μιας μετοχής με ζημιές ως το κλείσιμο αυτού του νοητού λογαριασμού και την αγορά της καινούριας μετοχής ως το άνοιγμα ενός άλλου. Ο συνδυασμός των δύο λογαριασμών αυξάνει τον πλούτο μας, ενώ το κλείσιμο του πρώτου μας δημιουργεί πόνο. Τείνουμε να αγνοούμε την

αλληλεπίδραση των δύο λογαριασμών και για να αποφύγουμε τον πόνο προτιμούμε να μην μεγιστοποιήσουμε τον πλούτο μας

Παρόμοια οι συνδυασμοί δύο επενδύσεων οδηγούν σε καλύτερη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου με αποτέλεσμα την μεγιστοποίηση του κέρδους και την ελαχιστοποίηση του κινδύνου. Ας θεωρήσουμε δύο μετοχές της εταιρείας Techfirm και της εταιρείας Bankfirm οι οποίες παρουσιάζουν μεγάλες διακυμάνσεις στην τιμή και περίπου τις ίδιες αποδόσεις, αλλά κινούνται αντίθετα: Όταν η Techfirm ανεβαίνει, η Bankfirm κατεβαίνει. Λόγω της αντίθετης κατεύθυνσης των μετοχών, αγοράζοντας και τις δύο μετοχές δημιουργούμε ένα χαρτοφυλάκιο με μειωμένο κίνδυνο, αφού το χαρτοφυλάκιο δοκιμάζει μικρότερες διακυμάνσεις αγοράζοντας δύο μετοχές παρά μόνο τη μία.



Παρόλα αυτά δημιουργώντας ένα χαρτοφυλάκιο με μειωμένο κίνδυνο σημαίνει πως λαμβάνουμε υπ' όψιν μας τις αλληλεπιδράσεις των μετοχών μεταξύ τους. Δυστυχώς όμως οι άνθρωποι, αντιμετωπίζουν κάθε επένδυση σαν έναν ξεχωριστό νοητό λογαριασμό και τείνουν να αγνοούν την αλληλεπίδραση μεταξύ των νοητών αυτών λογαριασμών. Η απόφαση για την αγορά μιας νέας μετοχής αποτελεί άνοιγμα ενός καινούριου λογαριασμού και δεν περιλαμβάνει την κίνηση αυτής της μετοχής με άλλες μετοχές, γιατί απλώς οι νοητοί λογαριασμοί δεν αλληλεπιδρούν μεταξύ τους.

Στη συνέχεια θα δούμε πώς τα προηγούμενα κέρδη ή ζημιές επηρεάζουν τους ανθρώπους στην ανάληψη μίας νέας επενδυτικής απόφασης που εμπεριέχει κίνδυνο. Ας μελετήσουμε το παρακάτω παράδειγμα:

Έστω ότι μόλις κερδίσατε \$15 και τώρα σας δίνεται η ευκαιρία να στοιχηματίσετε \$4.50 με το στρίψιμο ενός νομίσματος. Θα βάζατε το στοίχημα; Το 77% από τους φοιτητές οικονομικών που ρωτήθηκαν απάντησαν ότι θα στοιχημάτιζαν. Μετά το κέρδος των \$15 οι περισσότεροι θέλουν να αναλάβουν τον κίνδυνο. Αντίθετα, όταν οι φοιτητές ρωτήθηκαν αν θα στοιχημάτιζαν, μη έχοντας κερδίσει πριν τα \$15, μόνο το 41% απάντησε ότι θα έβαζε το στοίχημα. Το φαινόμενο αυτό ονομάζεται *house money effect* και στο χώρο των επενδύσεων προβλέπει ότι είναι πιθανότερο να αγοράσουμε μετοχές υψηλού κινδύνου μετά το κλείσιμο μιας θέσης με κέρδη. Δηλαδή μετά την πώληση μετοχών με κέρδη, συνήθως αγοράζουμε μετοχές ακόμα πιο επικίνδυνες.

Το φαινόμενο αυτό γίνεται ιδιαίτερα αντιληπτό σε όσους παίζουν τυχερά παιχνίδια. Οι ερασιτέχνες τζογαδόροι, αφού έχουν κερδίσει ένα ποσό, δεν θεωρούν το ποσό αυτό σαν δικό τους αλλά λειτουργούν λες και στοιχηματίζουν με λεφτά του καζίνο(το κατατάσσουν σε άλλο νοητό λογαριασμό). Κατ' αυτόν τον τρόπο είναι πρόθυμοι να ρισκάρουν περισσότερο αφού δεν θεωρούν τα χρήματα αυτά ως δικά τους. Οι επαγγελματίες τζογαδόροι δεν υποπίπτουν στο ίδιο σφάλμα. Αυτός είναι και ο μόνος τρόπος να επιτύχεις όχι μόνο στον τομέα των τυχερών παιχνιδιών, αλλά ευρύτερα στο χώρο των επενδύσεων.

Μετά από ζημιές, οι άνθρωποι είναι λιγότερο πρόθυμοι να αναλάβουν τον κίνδυνο. Έρευνα έδειξε ότι φοιτητές που αρχικά έχασαν \$7.50 και μετά τους ζητήθηκε να στοιχηματίσουν \$2.25 με το στρίψιμο ενός ζαριού, το 60% αρνήθηκε το στοίχημα. Το φαινόμενο αυτό ονομάζεται *snake-bit effect*.

Στο χώρο των επενδύσεων, νέοι επενδυτές που βλέπουν οι μετοχές τους να κατεβαίνουν, πανικοβάλλονται και πουλούν τις μετοχές κλείνοντας τη θέση τους με ζημιά. Ακόμα και αν αργότερα ανεβούν οι μετοχές, οι επενδυτές φοβούνται να ξαναπαίξουν στο χρηματιστήριο. Αυτό είναι φυσικά αρνητικό, όμως σε μερικές περιπτώσεις μπορεί να λειτουργήσει και θετικά και να μας βοηθήσει να αποφύγουμε κακές επενδύσεις.

Εντούτοις, οι άνθρωποι δεν αποφεύγουν πάντα τον κίνδυνο. Συχνά τον θεωρούν σαν ευκαιρία να αντισταθμίσουν τις ζημιές τους. Το φαινόμενο αυτό ονομάζεται *break-even effect*. Στο προηγούμενο παράδειγμα με τους φοιτητές, η πλειοψηφία - αφού ήδη είχε χάσει κάποιο ποσό- δέχτηκε να στοιχηματίσει «όλα ή τίποτα» με το στρίψιμο ενός ζαριού. Στην πραγματικότητα η πλειοψηφία δέχτηκε αυτό το στοίχημα ακόμα και όταν τους είπαν ότι το ζάρι δεν ήταν δίκαιο. Οι φοιτητές δηλαδή δέχτηκαν να αναλάβουν τον κίνδυνο ακόμα και όταν ήξεραν ότι οι πιθανότητες τους να κερδίσουν ήταν κάτω από 50%. Γίνεται δηλαδή φανερό πως η ανάγκη για αντιστάθμιση των ζημιών είναι πολλές φορές μεγαλύτερη από το φόβο του κινδύνου.

ΤΟ ΑΓΚΥΡΟΒΟΛΗΜΑ (ANCHORING)

Το αγκυροβόλημα αναφέρεται στην τάση των ανθρώπων να μην αφήνουν τη σκέψη τους ελεύθερη και αμερόληπτη. Ξεκινούν από προηγούμενες εκτιμήσεις και δεδομένα, τα οποία λειτουργούν ως σημείο αναφοράς (άγκυρα) για την ανθρώπινη κρίση και δεν ενσωματώνουν σωστά τις νέα πληροφορίες που λαμβάνουν. Αγκυροβολούν στις αρχικές τους κρίσεις και ασφαλώς δεν μπορούν να κάνουν σωστές και ασφαλείς προβλέψεις για το μέλλον.

Ας δούμε ένα παράδειγμα:

Φανταστείτε 100 τσάντες οι οποίες περιέχουν 1.000 μάρκες. Εξ αυτών, 45 τσάντες περιέχουν 700 μαύρες και 300 κόκκινες μάρκες. Οι υπόλοιπες 55 τσάντες περιέχουν

300 μαύρες και 700 κόκκινες μάρκες. Το περιεχόμενο των τσαντών δεν σας είναι γνωστό. Επιλέγεται στην τύχη κάποια τσάντα, και σας τίθενται τα κάτωθι δύο ερωτήματα για την τσάντα αυτή:

A) Ποια θεωρείται ότι είναι η πιθανότητα η τυχαία αυτή επιλεγμένη τσάντα να περιέχει στην πλειοψηφία μαύρες μάρκες;

B) Φανταστείτε ότι τραβάμε τυχαία 12 μάρκες από την επιλεγμένη τσάντα και το αποτέλεσμα είναι 8 μαύρες μάρκες και 4 κόκκινες. Θα σας επηρέαζε αυτή η νέα πληροφορία και ποια θα ήταν τώρα η εκτίμησή σας για την πιθανότητα το περιεχόμενο της τσάντας να αποτελείται στην πλειοψηφία του από μαύρες μάρκες;

Το πρόβλημα είναι ανάλογο με αυτά που αντιμετωπίζουν οι οικονομικοί αναλυτές. Η τσάντα είναι σαν μια εταιρεία που στο μέλλον μπορεί να έχει σημαντικά κέρδη (μαύρες μάρκες) ή χαμηλή απόδοση (κόκκινες μάρκες). Οι άνθρωποι και οι αναλυτές ξεκινούν με τις πληροφορίες που επιβεβαιώνουν την αρχική τους εκτίμηση. Ως εκ τούτου στην πρώτη ερώτηση η πιο συνηθισμένη απάντηση είναι το ποσοστό 45%. Δηλαδή η τσάντα είναι πιο πιθανό να έχει κόκκινες μάρκες παρά μαύρες. Κατ' επέκταση η εταιρεία είναι πιο πιθανό να παρουσιάσει στο μέλλον χαμηλή απόδοση παρά σημαντικά κέρδη.

Η δεύτερη ερώτηση τώρα είναι πολύ πιο δύσκολη από την πρώτη. Το γεγονός ότι τραβήχτηκαν από την τσάντα 8 μαύρες και 4 κόκκινες μάρκες μοιάζει με την ανακοίνωση μιας εταιρείας για κέρδη. Πώς όμως αντιδρά κανείς σε μια ανακοίνωση κερδών από μια εταιρεία που μέχρι τώρα δεν εμπιστευόμαστε;

Οι πιο συνηθισμένες απαντήσεις στην ερώτηση αυτή είναι 45% και 67%. Το 45% σχετίζεται άμεσα με τον αριθμό των τσαντών (45) που περιέχουν πιο πολλές μαύρες μάρκες και το 67% σχετίζεται με το γεγονός ότι τραβήχτηκαν από την τσάντα 8 μαύρες και 4 κόκκινες μάρκες.

Οι άνθρωποι που απάντησαν 45% φαίνεται ότι δεν ξέρουν πώς να ενσωματώσουν τη νέα πληροφορία. Γι' αυτό μένουν αγκυροβολημένοι στην αρχική τους εκτίμηση. Μετά την θετική ανακοίνωση για κέρδη, υποαντιδρούν. Οι άνθρωποι που απάντησαν 67% δίνουν ιδιαίτερη βαρύτητα στο γεγονός ότι τα 2/3 από τις μάρκες που τραβήχτηκαν ήταν μαύρες και αγνοούν την προηγούμενη πληροφορία.

Η σωστή απάντηση στην δεύτερη ερώτηση είναι 96,04%. Περίπου 55% των ερωτηθέντων απάντησαν ή 45% ή 67%. Οι υπόλοιποι έδωσαν διάφορες άλλες απαντήσεις. Σχεδόν όλοι είναι κάτω από το 96% και οπωσδήποτε κάτω από το 75%. Με άλλα λόγια οι περισσότεροι άνθρωποι αντιδρούν συντηρητικά στη νέα πληροφορία.

Γι' αυτό λοιπόν οι οικονομικοί αναλυτές δεν αναθεωρούν τις αρχικές τους εκτιμήσεις όταν λαμβάνουν μια νέα πληροφορία. Συνεπώς, εκπλήξεις για θετικά αποτελέσματα διαδέχονται άλλες θετικές εκπλήξεις και αρνητικές εκπλήξεις ακολουθούνται από περισσότερες αρνητικές εκπλήξεις. Επίσης επενδυτές που έχουν ζήσει χρηματιστηριακές κρίσεις, χρησιμοποιούν την εμπειρία τους αυτή ως άγκυρα και είναι επιφυλακτικοί ως προς τις θετικές νέες πληροφορίες, πιστεύοντας ότι είναι πιθανόν η κρίση αυτή να συμβεί και στο μέλλον.

ΕΠΙΠΕΔΑ ΑΝΑΦΟΡΑΣ (REFERENCE LEVELS)

Σύνηθες φαινόμενο στην καθημερινή μας ζωή αποτελεί να μας ενδιαφέρει περισσότερο πώς μια κατάσταση διαφέρει από ένα επίπεδο αναφοράς, παρά το ίδιο το απόλυτο επίπεδο της κατάστασης αυτής. Για παράδειγμα, την ίδια θερμοκρασία, άνθρωποι που ζουν στις βόρειες χώρες και έχουν συνηθίσει στο κρύο μπορεί να την εκλαμβάνουν ως θερμή, ενώ άνθρωποι που ζουν κοντά στον Ισημερινό και έχουν ως σημείο αναφοράς τις υψηλές θερμοκρασίες τη θεωρούν ως ψυχρή.

Στο επίπεδο των επενδύσεων τώρα, η ευχαρίστηση που προκύπτει από την αποκόμιση κερδών και αντίθετα ο πόνος που συνεπάγεται η απώλεια χρημάτων αποτελούν τα πιο σημαντικά κίνητρα της ανθρώπινης συμπεριφοράς. Παρόλα αυτά, είναι ίσως δύσκολο κάποιες φορές να αποφασίσουμε αν κάποιες επενδύσεις μας δίνουν κέρδος ή ζημιά.

Για παράδειγμα, μπορεί κάποιος να αγοράσει μια μετοχή στην τιμή των \$50 και στο τέλος του χρόνου η μετοχή να διαπραγματεύεται στην τιμή των \$100. Κάνοντας τον απολογισμό του στο τέλος του χρόνου, διαπιστώνει ένα κέρδος της τάξης των \$50.

Έξι μήνες αργότερα ο επενδυτής αυτός πουλάει τη μετοχή στην τιμή των \$75, σημειώνοντας κέρδος \$25. Παρόλα αυτά, το κέρδος του είναι κατά \$25 λιγότερο από το αν πούλαγε τη μετοχή στο τέλος του χρόνου. Το καθαρό του κέρδος παραμένει \$25, αλλά νιώθει ότι έχει κερδίσει ή ότι έχει χάσει χρήματα;

Όλα εξαρτώνται από το επίπεδο αναφοράς. Επίπεδο αναφοράς ονομάζουμε την τιμή της μετοχής που συγκρίνεται με την τρέχουσα τιμή. Η τρέχουσα τιμή είναι \$75, αλλά η τιμή αναφοράς είναι η τιμή αγοράς (\$50) ή η τιμή στο τέλος του χρόνου (\$100); Η επιλογή του επιπέδου αναφοράς καθορίζει το αν θα νιώσουμε ευχαρίστηση από την αποκόμιση κερδών ή πόνο από την ύπαρξη ζημιών.

Έρευνες έχουν δείξει ότι οι επενδυτές θεωρούν ως σημείο αναφοράς την τιμή αγοράς μιας μετοχής. Παρόλα αυτά οι επενδυτές παρακολουθούν και καταγράφουν την επίδοσή των επενδύσεών τους μέσα στο χρόνο. Αν η αγορά έγινε πριν από μεγάλο χρονικό διάστημα, οι επενδυτές χρησιμοποιούν μια πιο πρόσφατη τιμή ως σημείο αναφοράς. Ένα πιθανό τέτοιο σημείο αναφοράς είναι ο μέσος όρος των τιμών της περυσινής χρονιάς. Πάντως το πιο συνηθισμένο σημείο αναφοράς που χρησιμοποιείται είναι η υψηλότερη τιμή της προηγούμενης χρονιάς.

Επιστρέφοντας τώρα στο προηγούμενο παράδειγμα, ο επενδυτής μας μπορεί να νιώθει ότι έχασε χρήματα γιατί θεωρεί ως σημείο αναφοράς την τιμή των \$100 που σημειώθηκε στο τέλος του χρόνου. Αν λοιπόν αισθάνεται έτσι, πιθανόν να μην πουλήσει στην τιμή των \$75 για να αποφύγει τον πόνο της μετάνοιας. Μπορεί να περιμένει να ανεβεί περισσότερο η μετοχή για να αντισταθμίσει τη ζημιά.

Γίνεται λοιπόν φανερό ότι το σημείο αναφοράς καθορίζει αν μια θέση κλείνει με κέρδος ή ζημιά. Ασφαλώς μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε πολλά σημεία αναφοράς. Τέτοια σημεία αναφοράς μπορεί να είναι ο Γενικός Δείκτης του χρηματιστηρίου, η απόδοσή μας την προηγούμενη χρονιά ή η σύγκρισή μας με άλλους (συνεργάτες, γείτονες, συγγενείς κ.λ.π.).

Σχετικό με το φαινόμενο των επιπέδων αναφοράς είναι και το φαινόμενο της μειούμενης ευαισθησίας. Σύμφωνα με το φαινόμενο αυτό τα αποτελέσματα αλλαγών που βρίσκονται πιο κοντά στα επίπεδα αναφοράς που έχουμε ορίσει είναι πιο αισθητά από αυτά που προκαλούν αλλαγές σε απομακρυσμένα επίπεδα.

Για παράδειγμα, αντιλαμβανόμαστε ευκολότερα μια αλλαγή θερμοκρασίας από τους 6 στους 9 βαθμούς, παρά μια μεταβολή από τους 24 στους 27. Επίσης μια μεταβολή από 0% σε 1% σε κάποια επένδυσή μας είναι πιο έντονη από μια μεταβολή από 30% σε 31%, όταν έχουμε ορίσει ως επίπεδο αναφοράς το 0.

ΜΗ ΓΡΑΜΜΙΚΟ ΖΥΓΙΣΜΑ ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΩΝ (NON- LINEAR WEIGHTING OF PROBABILITIES)

Η παραδοσιακή οικονομική θεωρία μας λέει ότι αβέβαια ενδεχόμενα θα πρέπει να εκτιμώνται από ένα σταθμισμένο μέσο όρο των πιθανών αποτελεσμάτων, το καθένα ζυγισμένο με βάση την πιθανότητά του να συμβεί. Αυτό σημαίνει ότι ένα ενδεχόμενο που έχει πιθανότητα να συμβεί 1%, θα πρέπει ζυγίζεται δέκα φορές περισσότερο από ένα ενδεχόμενο που έχει πιθανότητα 0,1%. Επίσης, μια αύξηση κατά 1% της πιθανότητας να πραγματοποιηθεί ένα γεγονός θα πρέπει να έχει την ίδια επίδραση στη στάθμιση των αποτελεσμάτων, είτε η αρχική πιθανότητα είναι 0% ή 41% ή 99%.

Στην πραγματικότητα όμως αυτό δεν συμβαίνει. Οι άνθρωποι είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν πολύ περισσότερα για να αυξήσουν την πιθανότητα να πραγματοποιηθεί ένα επιθυμητό γεγονός από 0% σε 1%, ή από 99% σε 100%, από ότι είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν για να αυξήσουν την πιθανότητα από 41% σε 42%. Οι άνθρωποι υπερεκτιμούν τις μικρές πιθανότητες και υποεκτιμούν τις μεσαίες και πολύ περισσότερο τις μεγάλες.

Κατ' αυτόν τον τρόπο εξηγούνται πολλές αποφάσεις των ανθρώπων κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας. Οι άνθρωποι συγκεκριμένα προτιμούν να στοιχηματίζουν σε τυχερά παιχνίδια που ο στόχος εμπεριέχει μεγάλα κέρδη αλλά έχει μικρές

πιθανότητες να επιτευχθεί, ακριβώς λόγω της υπερεκτίμησης των μικρών πιθανοτήτων. Γι' αυτό οι περισσότεροι βρίσκουν πιο ελκυστική την πιθανότητα 1% να κερδίσουν \$1.000 από ένα σίγουρο κέρδος των \$10. Επίσης, οι περισσότεροι άνθρωποι που έχουν 99% πιθανότητα να κερδίσουν \$1.000 θα είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν πολύ περισσότερα από \$10 για να εξαφανίσουν την πιθανότητα να χάσουν το ποσό. Γενικά το μη γραμμικό ζύγισμα των πιθανοτήτων, κάνει τους ανθρώπους να έλκονται από την αγορά λαχείων και συμβολαίων ασφάλισης.

ΔΙΑΝΟΗΤΙΚΗ ΔΙΑΦΩΝΙΑ (COGNITIVE DISSONANCE)

Έρευνες από ψυχολόγους έχουν δείξει ότι οι άνθρωποι θεωρούν τους εαυτούς τους ως έξυπνους και ικανούς. Κάθε στοιχείο το οποίο εναντιώνεται σε αυτήν την εικόνα κρίνεται ως απορριπτέο, γιατί ο ανθρώπινος νους δεν αποδέχεται μια εικόνα χαμηλής αυτοεκτίμησης. Οι ψυχολόγοι ονομάζουν αυτό το συναίσθημα διανοητική διαφωνία. Προκειμένου λοιπόν οι άνθρωποι να μειώσουν τον πόνο που προέρχεται από τη διαπίστωση λανθασμένων επιλογών, αγνοούν ή υποβαθμίζουν νέες πληροφορίες που έρχονται σε αντίθεση με τη θετική εικόνα του εαυτού τους.

Το μεροληπτικό αυτό σφάλμα που σχετίζεται στενά με την διατηρησιμότητα των πεποιθήσεων και την επιβεβαιωτική μεροληψία (belief perseverance & confirmatory bias), μελέτησαν οι ψυχολόγοι Hillel Einhorn και Robin Hogarth (1978) , προκειμένου να δείξουν γιατί οι άνθρωποι πέφτουν στην ψευδαίσθηση της ισχύος (illusion of validity). Οι άνθρωποι θέλουν να νιώθουν ότι έχουν πάρει τις σωστές αποφάσεις. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι αυτοί που στοιχηματίζουν στον ιππόδρομο. Πριν στοιχηματίσουν νιώθουν μεγαλύτερη αβεβαιότητα για τις πιθανότητες που έχουν να νικήσουν, ενώ αντίθετα όταν πια έχουν πληρώσει το αντίτιμο του στοιχήματος νιώθουν πιο σίγουροι για την απόφασή τους και την πιθανότητα νίκης τους.

Πολλές φορές μάλιστα οι άνθρωποι όχι μόνο αγνοούν κάποια νέα πληροφορία που συγκρούεται με τις αποφάσεις τους, αλλά σκοπίμως εκλαμβάνουν τα αντίθετα νέα ως

συμπληρωματική απόδειξη των όσων ισχυρίζονται (confirmatory bias). Η αποφυγή της διανοητικής διαφωνίας μπορεί να μας επηρεάσει στη λήψη αποφάσεων κατά δύο τρόπους: α) μπορεί κάποιος να αποφεύγει να πάρει σημαντικές αποφάσεις για να μη βρεθεί στη δύσκολη θέση να αντιμετωπίσει την κατάσταση και β) η απόρριψη των νέων πληροφοριών που μπορεί να μας δείχνουν ότι κάποια ειλημμένη απόφαση είναι λανθασμένη, μας εμποδίζει στην αμερόληπτη αποτίμηση των επενδυτικών αποφάσεων και του χαρτοφυλακίου μας. Έτσι, εθελουφλούμε με αποτέλεσμα να μην μπορούμε να αναδιαρθρώσουμε το χαρτοφυλάκιό μας, ώστε να μειώσουμε τις ζημιές και να αυξήσουμε τα κέρδη μας.

Οι περισσότεροι λοιπόν άνθρωποι αποζητούν να μειώσουν τον ψυχολογικό πόνο προσαρμόζοντας τα πιστεύω τους για την επιτυχία των παρελθουσών επενδυτικών τους επιλογών. Για παράδειγμα αγοράζοντας ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, με το πέρασμα του χρόνου τα γεγονότα και οι νέες πληροφορίες ή θα επαληθεύσουν την επιλογή μας ή θα τη θέσουν υπό αμφισβήτηση. Για να μειώσουμε τη διανοητική διαφωνία, επικεντρωνόμαστε στη θετική πληροφορία και υποβαθμίζουμε την αρνητική. Η μνήμη μας γίνεται επιλεκτική και γι' αυτό η μνήμη μας για τις παρελθούσες αποδόσεις δίνει αποτελέσματα υψηλότερα από τις πραγματικές αποδόσεις.

Σε έρευνα που διεξήχθη, δύο γκρουπ ρωτήθηκαν τις εξής δύο ερωτήσεις για τις περυσινές αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων τους, για να διαπιστωθεί πόσο κοντά είναι η μνήμη του επενδυτή με τις πραγματικές αποδόσεις.: α) Ποια ήταν η περυσινή σας απόδοση; β) Κατά πόσο ξεπεράσατε το Γενικό Δείκτη;

Οι περισσότεροι άνθρωποι δεν θυμούνται την περυσινή απόδοση. Εντούτοις, αν δεν ήταν επηρεασμένοι από τη διανοητική διαφωνία, κάποιος θα έλεγε ότι είχαν απόδοση μεγαλύτερη από την πραγματική και κάποιος ότι είχαν απόδοση μικρότερη από την πραγματική. Ο μέσος όρος των απαντήσεων θα πρέπει να πλησίαζε την πραγματική απόδοση.

Παρόλα αυτά οι επενδυτές στην πλειοψηφία τους θεωρούσαν ότι τα πήγαν πολύ καλύτερα απ' ότι πραγματικά συνέβη. Το πρώτο γκρουπ αποτελείτο από αρχιτέκτονες οι οποίοι έχουν μεν υψηλό μορφωτικό επίπεδο, αλλά οι γνώσεις τους

για επενδύσεις είναι πολύ λίγες. Οι αρχιτέκτονες λοιπόν υπερτίμησαν τις περυσινές τους αποδόσεις κατά ποσοστό 6,22% από ότι πραγματικά συνέβη. Σε ότι αφορά το δεύτερο ερώτημα, η ομάδα αυτή θεώρησε ότι ξεπέρασε το Γενικό Δείκτη κατά ποσοστό 4,62%.

Το δεύτερο γκρουπ αποτελείται από επενδυτές οι οποίοι ήταν μέλη της Αμερικανικής Οργάνωσης ΑΑΠ (American Association of Individual Investors) και οι οποίοι ήταν καλά εκπαιδευμένοι και πληροφορημένοι σε θέματα επενδύσεων. Οι επενδυτές αυτοί υπερεκτίμησαν τις περυσινές αποδόσεις τους κατά ποσοστό 3,40% κατά μέσο όρο, ενώ την απόδοση σε σχέση με το Γενικό Δείκτη κατά 5,11%. Γίνεται λοιπόν φανερό ότι ακόμα και για ανθρώπους καλά εκπαιδευμένους, ο ανθρώπινος νους λειτουργεί υπεραισιόδοξα και αναπτύσσει τέτοιους ψυχικούς μηχανισμούς άμυνας ώστε να υπερεκτιμά τις παρελθούσες αποδόσεις και να ενισχύει τη θετική εικόνα του εαυτού και των επενδυτικών μας αποφάσεων.

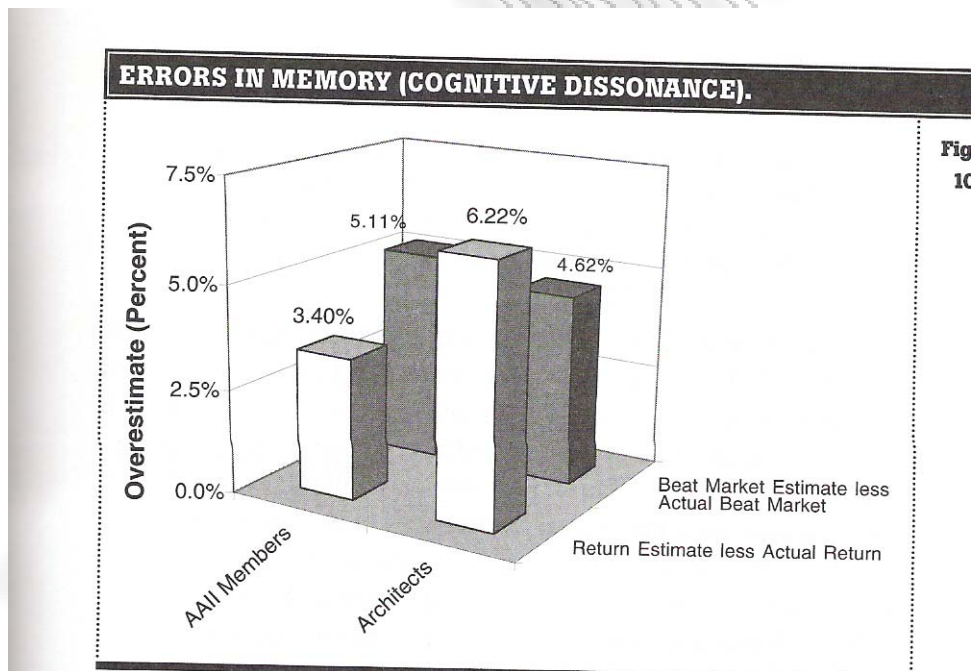


Fig
1C

ΣΦΑΛΜΑ ΑΥΤΟΕΠΙΒΡΑΒΕΥΣΗΣ (SELF ATTRIBUTION BIAS)

Οι άνθρωποι έχουν την τάση, προκειμένου να νιώθουν καλά με τον εαυτό τους, να επιβραβεύουν τον εαυτό τους για τις επιτυχίες τους, ενώ αντίθετα να υποβαθμίζουν τις αποτυχίες. Τις επιτυχίες τις αποδίδουν στις ικανότητες και την εξυπνάδα τους, ενώ τις αποτυχίες στους επενδυτικούς τους συμβούλους ή στην κακή τύχη. Επιπρόσθετα, θεωρούν τις επιτυχίες των άλλων ως τυχαία γεγονότα προκειμένου να τους υποτιμήσουν και να ανεβάσουν έτσι τη δική τους εικόνα.

Αυτή η άρνηση της πραγματικότητας, η μη κριτική αντιμετώπιση των επενδυτικών επιλογών, τόσο των ίδιων όσο και των ξένων οδηγεί σε λανθασμένες κινήσεις και μείωση των κερδών. Οι επενδυτές αποφεύγοντας να αντιμετωπίσουν την αλήθεια και το ψυχολογικό κόστος που έχει η αναγνώριση των λαθών, δεν διδάσκονται από τα λάθη τους και ως εκ τούτου δεν μπορούν να προχωρήσουν σε επιτυχή διάρθρωση του χαρτοφυλακίου τους. Αρνούνται επίσης να δουν τις επιτυχίες των άλλων και να αναλύσουν τους λόγους και τις στρατηγικές που οδήγησαν σε αυτήν την έκβαση, δεν βελτιώνουν τις γνώσεις και τον εαυτό τους με αποτέλεσμα να μένουν στάσιμοι σε κινήσεις και πρακτικές που οδηγούν σε ζημιές. Ταυτόχρονα εκλαμβάνοντας τυχαίες επιτυχίες τους ως αποτέλεσμα ικανότητας και γνώσης, εκθέτουν τον εαυτό τους σε μεγαλύτερο κίνδυνο καθώς αναλαμβάνουν μεγαλύτερο ρίσκο και συναλλάσσονται περισσότερο χωρίς να έχουν το κατάλληλο γνωστικό υπόβαθρο.

ΚΡΙΣΗ ΕΚ ΤΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΟΣ (OUTCOME BIAS)

Ένα ακόμα μεροληπτικό σφάλμα στο οποίο υποπίπτουν οι επενδυτές είναι το να εκτιμούν την επιτυχία μιας απόφασης με βάση το αποτέλεσμα και όχι με βάση τα δεδομένα, την κριτική ανάλυση των γεγονότων και τις πιθανότητες. Ως εκ τούτου επικροτούν κινήσεις άστοχες που όμως έτυχε και είχαν θετικά αποτελέσματα, ενώ αποδοκιμάζουν στρατηγικές καλά οργανωμένες που όμως δεν έτυχε να τελεσφορήσουν.

Αποτέλεσμα αυτού του σφάλματος είναι οι επενδυτές να προβαίνουν σε όλο και περισσότερα λάθη, να μειώνουν την κριτική τους διάθεση και ικανότητα και να

παίρνουν αποφάσεις που δεν στηρίζονται στη λογική και τη γνώση αλλά στην τύχη και το θόρυβο.

Ο ΠΙΣΩ ΚΑΘΡΕΦΤΗΣ (BUFFET'S REARVIEW MIRROR)

Ο επιτυχημένος Warren Buffet με πολυετή πείρα στην αγορά ισχυρίζεται ότι οι άνθρωποι χρησιμοποιούν τα πρόσφατα ιστορικά στοιχεία ως σημείο αναφοράς των προβλέψεών τους. Έτσι όταν τελειώνει ένας οικονομικός κύκλος ανόδου οι επενδυτές εξακολουθούν να αγοράζουν ενώ θα έπρεπε να πωλούν και αντίστροφα όταν τελειώνει ένας οικονομικός κύκλος καθόδου, οι επενδυτές πωλούν ενώ θα έπρεπε να αγοράζουν.

Επομένως γίνεται φανερό ότι συμπεριφορές που για μεγάλο χρονικό διάστημα επιβραβεύονταν, θα συνεχίσουν να επιβραβεύονται για πολύ καιρό ακόμα και όταν η επιβράβευση σταματήσει. Αντίθετα συμπεριφορές που για μεγάλο χρονικό διάστημα είχαν αρνητικά αποτελέσματα, θα σταματήσουν να εμφανίζονται ακόμα και αν τα αρνητικά αποτελέσματα πάντων να υφίστανται. Για παράδειγμα, ένας επενδυτής που σημείωσε ζημιές από την επένδυση σε συγκεκριμένη κατηγορία A/K, συμπεραίνει ότι η κατηγορία αυτή δεν αποδίδει και άρα σταματά να επενδύει σε αυτήν ακόμα και αν οι καινούριες τάσεις και πληροφορίες είναι θετικές.

ΜΙΜΗΣΗ (IMITATION)

Οι άνθρωποι σε όλες τις εκδηλώσεις της ζωής τους δημιουργούν πρότυπα τα οποία θαυμάζουν και προσπαθούν να τους μοιάσουν. Έτσι και στο χώρο των επενδύσεων, οι άνθρωποι επιδοκιμάζουν και εκτιμούν τους επιτυχημένους επενδυτές, οι οποίοι αναπτύσσοντας τις σωστές στρατηγικές σημειώνουν μεγάλα κέρδη. Αυτό το στοιχείο είναι θεμιτό στο βαθμό που τα άτομα εκδηλώνουν μια υγιή άμιλλα έναντι των προτύπων τους και αναλύουν τους λόγους επιτυχίας τους, οδηγώντας έτσι και τους ίδιους στην ανεύρεση των σωστών κινήσεων για την αύξηση των κερδών τους.

Αντίθετα, όταν οι επενδυτές δεν αναλύουν τους λόγους επιτυχίας των προτύπων τους αλλά απλώς επιθυμούν να τους μοιάσουν προκειμένου να αποδείξουν τόσο στον εαυτό τους όσο και στους άλλους ότι είναι πλούσιοι και επιτυχημένοι, τότε μιλάμε για έναν στείρο μιμητισμό που φυσικά δεν μπορεί να οδηγήσει σε θετικά αποτελέσματα. Οι επενδυτικές τους κινήσεις είναι απλή παπαγαλία χωρίς γνώση και λογική οπότε και η διάρθρωση των χαρτοφυλακίων τους είναι λανθασμένη.

ΣΦΑΛΜΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΟΤΗΤΑΣ (AVAILABILITY BIAS)

Το μεροληπτικό αυτό σφάλμα αναφέρεται στην τάση των ανθρώπων να αξιολογούν μια κατάσταση με βάση τις πληροφορίες που έχουν εύκολα διαθέσιμες από το κοντινό τους περιβάλλον. Ας σκεφτούμε την παρακάτω ερώτηση:

Ποια είναι η πιο συχνή αιτία θανάτου στις ΗΠΑ, οι αυτοκτονίες ή τα εγκεφαλικά;

Πώς όμως οι άνθρωποι απαντούν αυτήν την ερώτηση; Η πλειοψηφία απαντά με βάση πόσα περιστατικά από την κάθε κατηγορία τους έρχονται γρήγορα στο μυαλό. Αν οι άνθρωποι φέρνουν στη μνήμη τους περισσότερα περιστατικά αυτοκτονιών παρά εγκεφαλικών, τότε θα απαντήσουν « αυτοκτονίες». Αυτό ονομάζεται αρχή της διαθεσιμότητας, ο βαθμός δηλαδή στον οποίο οι πληροφορίες είναι εύκολα διαθέσιμες και μπορεί να περιλαμβάνει μεροληπτικά σφάλματα, που οδηγούν σε λάθος συμπεράσματα.

Στο ανωτέρω παράδειγμα, οι περισσότεροι άνθρωποι στηρίζονται στις πληροφορίες που τους παρέχουν τα μέσα μαζικής ενημέρωσης σε ότι αφορά τις αυτοκτονίες και τα εγκεφαλικά. Αν όμως τα μέσα προβάλλουν περισσότερο το ένα είδος θανάτου από το άλλο, γιατί το ένα παρουσιάζει μεγαλύτερο τηλεοπτικό ενδιαφέρον από το άλλο, τότε οι άνθρωποι που στηρίζονται στον κανόνα της διαθεσιμότητας, θα θυμούνται

περισσότερα περιστατικά θανάτου του ενός είδους σε σχέση με το άλλο. Έτσι προβαίνουν σε λάθος εκτιμήσεις και υπολογισμούς.

Πράγματι, στις ΗΠΑ η πιο συχνή αιτία θανάτου είναι τα εγκεφαλικά. Στην πραγματικότητα τα εγκεφαλικά συμβαίνουν έντεκα φορές πιο συχνά απ' ό τι οι αυτοκτονίες. Οι άνθρωποι που στηρίζονται στον κανόνα της διαθεσιμότητας εκπλήσσονται από το γεγονός αυτό, στηριζόμενοι στις μονόπλευρες πληροφορίες που έχουν από τα μέσα μαζικής ενημέρωσης, τα οποία προβάλλουν περισσότερο περιστατικά αυτοκτονιών.

Η ΨΥΧΟΛΟΓΙΑ ΤΗΣ ΑΓΕΛΗΣ (PART OF THE HERD)

Ψυχολογικά πειράματα έχουν δείξει ότι οι άνθρωποι όταν λειτουργούν ως μονάδες, δίνουν σωστές απαντήσεις σε ερωτήσεις παρατηρητικότητας, ενώ αντίθετα όταν εντάσσονται σε μια ομάδα η οποία δίνει λάθος απαντήσεις, παρασύρονται και ακολουθώντας την ομάδα δίνουν και αυτοί λάθος απαντήσεις, παρότι δεν τις πιστεύουν.

Το φαινόμενο αυτό ονομάζεται φαινόμενο μαζικής συμπεριφοράς ή ψυχολογία της αγέλης, και δείχνει το φόβο του ατόμου να εκφράσει διαφορετική άποψη από την άποψη του πλήθους. Το να ακολουθείς το πλήθος σε όλες τις εκδηλώσεις της ανθρώπινης ζωής αλλά κυρίως στις επενδυτικές επιλογές, σε βοηθά να εξοικονομείς χρόνο, αφού δεν χρειάζεται να προβαίνεις ο ίδιος σε εκτενείς αναλύσεις. Επίσης, προφυλάσσει τους ανθρώπους από συναισθήματα πόνου και μετάνοιας αφού η λανθασμένη επιλογή είναι λιγότερο επώδυνη, όταν ξέρει κανείς ότι το ίδιο λάθος έκαναν και πολλοί άλλοι. Έτσι, δεν τίθεται θέμα αμφισβήτησης των ικανοτήτων του ατόμου αλλά απλώς αρνητική πορεία μεγάλου τμήματος της αγοράς.

Η ψυχολογία της αγέλης μελετήθηκε πρώτα από εντομολόγους, οι οποίοι έκαναν το εξής πείραμα: Έφτιαξαν δυο εστίες τροφής για τα μυρμήγκια, οι οποίες ήταν απόλυτα

ίδιες. Τα μυρμήγκια στατιστικά θα έπρεπε να μοιράζονται 50-50 στις δύο εστίες και έτσι η τροφή να τελειώσει ταυτόχρονα και στις δύο εστίες. Στην πραγματικότητα όμως τα μυρμήγκια συγκεντρώθηκαν σε ποσοστό 80% στη μία εστία και σε ποσοστό 20% στην άλλη εστία με αποτέλεσμα η τροφή στη μία εστία να τελειώσει πιο γρήγορα. Τα μυρμήγκια δηλαδή ακολούθησαν το ένστικτο της αγέλης.

Το ίδιο φαινόμενο μπορούμε να παρατηρήσουμε και στην κοινωνία των ανθρώπων σε διάφορες εκδηλώσεις της ζωής. Για παράδειγμα έχει παρατηρηθεί πως σε εστιατόρια τα οποία βρίσκονται κοντά και τα οποία είναι ίδια από άποψης κουζίνας, τιμών, ποιότητας και εξυπηρέτησης, στο ένα υπάρχει ουρά αναμονής, ενώ το άλλο είναι άδειο. Οι άνθρωποι λοιπόν οδηγούνται σε πολλές επιλογές βασιζόμενοι στην ψυχολογία της αγέλης.

Παρόμοια λειτουργούν και οι άνθρωποι στο χώρο των επενδύσεων. Όταν έχουν να επιλέξουν ανάμεσα σε δύο μετοχές ίδιας αξίας για τις οποίες θα έπρεπε να είναι αδιάφοροι στο ποια θα διαλέξουν, οι άνθρωποι επιλέγουν αυτήν την οποία αγοράζουν οι πολλοί, σύμφωνα με τις φήμες που κυκλοφορούν και όχι βασιζόμενοι στα θεμελιώδη μεγέθη. Το αποτέλεσμα είναι ότι η μία μετοχή παρουσιάζει υπερβάλλουσα ζήτηση και η τιμή της ανεβαίνει, ενώ η άλλη παρουσιάζει μειωμένη ζήτηση και η τιμή της κατεβαίνει.

Οι άνθρωποι λειτουργούν δηλαδή ως αγέλη και οδηγούνται σε μαζικές αγορές ή μαζικές πωλήσεις μιας μετοχής. Όταν λειτουργούν ως αγέλη τους κυριεύει η τρέλα μαζικά, ενώ ανακτούν τη λογική ένας ένας. Η σωστή όμως κίνηση είναι να ακολουθήσει κανείς κατεύθυνση αντίθετη από αυτήν της αγέλης. Όταν η αγέλη αγοράζει μαζικά και κατευθύνει την αγορά ανοδικά, ο ορθολογικός επενδυτής αρχίζει να πουλάει. Και αυτό πρέπει να το πράξει, γιατί σε μια αγορά ήδη πολύ ανεβασμένη οι πιθανότητες να συνεχίσει να ανεβαίνει είναι πολύ λιγότερες από τις πιθανότητες η αγορά να αρχίσει να κατεβαίνει. Αντίθετα όταν η αγέλη προβαίνει σε μαζικές πωλήσεις και ωθεί την αγορά προς τα κάτω, ο ορθολογικός επενδυτής αγοράζει αφού βρίσκει σπουδαίες επενδυτικές ευκαιρίες.

Η ψυχολογία της αγέλης μπορεί να οδηγήσει σε καταστροφικά αποτελέσματα, αφού οι άνθρωποι δεν δρουν ορθολογικά, παίρνουν αποφάσεις με μεγάλη ταχύτητα και

χωρίς να λαμβάνουν υπ' όψιν τους τις βάσιμες και σοβαρές οικονομικές πληροφορίες. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η λεγόμενη «Μαύρη Δευτέρα» στις 19/10/87, όταν ο Dow Jones έχασε 23% της αξίας του μέσα σε μια μέρα, σημειώνοντας την μεγαλύτερη ημερήσια πτώση στην ιστορία. Το εκπληκτικό είναι πως εκείνη την ημέρα δεν υπήρχαν αρνητικές οικονομικές εξελίξεις. Απλώς επειδή η αγέλη προέβλεπε πτώση των μετοχών, οι επενδυτές ακολουθώντας τους πολλούς πωλούσαν μετοχές, με αποτέλεσμα οι τιμές να πέφτουν ακόμα περισσότερο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

ΣΥΝΑΙΣΘΗΜΑΤΙΚΕΣ ΜΕΡΟΛΗΨΙΕΣ ΚΑΤΩ ΑΠΟ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ (EMOTIONAL BIASES UNDER UNCERTAINTY)

Η ανθρώπινη συμπεριφορά είναι πολύπλοκη και πολυσύνθετη. Οι άνθρωποι σε όλες τις εκφάνσεις της ζωής και ασφαλώς και στις επενδυτικές τους δραστηριότητες, δεν λειτουργούν πάντα ορθολογικά και σύμφωνα με τη θεωρία της χρησιμότητας. Αντίθετα, κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας, υποπίπτουν σε μεροληπτικά σφάλματα, τα οποία καταδεικνύουν τις ψυχολογικές τους διακυμάνσεις, το άγχος και τον πανικό που τους δημιουργεί η αβεβαιότητα και το άγνωστο. Ως εκ τούτου οδηγούνται σε λανθασμένες κινήσεις που σε τελική ανάλυση εναντιώνονται στο συμφέρον τους. Παρακάτω θα αναλύσουμε μερικά από τα σφάλματα αυτά τα οποία γίνονται υπό συνθήκες αβεβαιότητας και υποκινούνται από τα συναισθήματα των ανθρώπων, το φόβο, την απληστία αλλά και τη γενικότερη ψυχολογική τους σύγχυση.

ΥΠΕΡΒΟΛΙΚΗ ΑΥΤΟΠΕΠΟΙΘΗΣΗ (OVERCONFIDENCE)

Οι άνθρωποι συνήθως χαρακτηρίζονται από υπερβολική αυτοπεποίθηση. Οι ψυχολόγοι λένε ότι η υπερεμπιστοσύνη οδηγεί τους ανθρώπους σε υπερεκτίμηση των γνώσεων και ικανοτήτων τους και υποτίμηση των κινδύνων.

Ας σκεφτούμε την παρακάτω ερώτηση: Πόσο καλός οδηγός είστε; Συγκρίνοντας τον εαυτό σας με τους άλλους οδηγούς, είστε στον μέσο όρο, πάνω ή κάτω από αυτόν; Αν το στοιχείο της υπερεμπιστοσύνης δεν παρεμβαλλόταν τότε το πιθανότερο θα ήταν το ένα τρίτο των ερωτηθέντων να απαντούσε ότι βρίσκεται στο μέσο, το ένα τρίτο ότι βρίσκεται πάνω από το μέσο όρο και το ένα τρίτο ότι βρίσκεται κάτω από το μέσο όρο. Στην πραγματικότητα όμως οι άνθρωποι χαρακτηρίζονται από υπερβολική αυτοπεποίθηση και γι' αυτό στην ερώτηση αυτή η συντριπτική πλειοψηφία απαντά ότι βρίσκεται πάνω από τον μέσο όρο.

Η υπερβολική αυτοπεποίθηση μπορεί να οδηγήσει σε ολέθριες οικονομικές αποφάσεις, λόγω της υποτίμησης του ρίσκου που εμπεριέχει. Για παράδειγμα η έναρξη κάθε επιχειρηματικής δραστηριότητας εμπεριέχει κίνδυνο και στην πραγματικότητα οι περισσότεροι νέοι επιχειρηματίες αποτυγχάνουν. Σε δείγμα 2.994 νέων επιχειρηματιών που ρωτήθηκαν για τις πιθανότητες επιτυχίας τους, όλοι έδωσαν στον εαυτό τους ποσοστό επιτυχίας 70%. Παρόλα αυτά μόνο το 39% από αυτούς πίστευαν ότι επιχειρήσεις σαν τη δική τους θα είχαν πιθανότητες επιτυχίας. Γιατί άραγε δίνουν στον εαυτό τους διπλάσιες πιθανότητες επιτυχίας από ότι στους άλλους στον ίδιο επιχειρηματικό κλάδο; Προφανώς λόγω υπερβολικής αυτοπεποίθησης.

Στον χώρο του Χρηματιστηρίου τώρα, οι άνθρωποι που επένδυσαν στη Αμερική στα τέλη της δεκαετίας του 1990 πιθανότατα απήλαυσαν μεγάλα κέρδη, λόγω της συνεχώς ανοδικής πορείας της χρηματιστηριακής αγοράς. Τα πρόβλημα αρχίζει όταν οι άνθρωποι συγγέουν μία τυχαία επιτυχία- είναι εύκολο να κερδίζεις σε μια συνεχώς ανοδική αγορά- με την ικανότητα να επιλέγεις τις σωστές επενδυτικές στρατηγικές. Οι ψυχολόγοι έχουν βρει ότι οι άνθρωποι αποκτούν υπερβολική αυτοπεποίθηση όταν γεύονται την επιτυχία νωρίς και όταν διαθέτουν μεγάλο όγκο πληροφοριών, οπότε κινδυνεύουν να πέσουν στην πλάνη της γνώσης και την ψευδαίσθηση του ελέγχου.

Πιο συγκεκριμένα οι άνθρωποι έχουν την τάση να πιστεύουν ότι όσο περισσότερες πληροφορίες διαθέτουν τόσο πιο ακριβείς θα είναι οι προβλέψεις τους. Αυτό όμως στην πραγματικότητα δεν είναι πάντα αληθές για τρεις κυρίως λόγους: α) Κάποιες πληροφορίες δεν μας βοηθούν στις προβλέψεις μας, αντιθέτως μας παραπλανούν β) Πολλοί άνθρωποι δεν έχουν την εκπαίδευση την πείρα και την ικανότητα να ερμηνεύσουν σωστά τις πληροφορίες και γ) Οι άνθρωποι να εκλαμβάνουν τις νέες πληροφορίες ως επιβεβαίωση των προηγούμενων πεποιθήσεών τους.

Ας δούμε ένα παράδειγμα: Αν ρίξουμε ένα ζάρι και προσπαθήσουμε να μαντέψουμε ποιος αριθμός θα εμφανιστεί, προφανώς όποιον αριθμό και να επιλέξουμε θα έχουμε πιθανότητες μία στις έξι να είμαστε σωστοί. Αν τώρα έχουμε την πληροφορία ότι τις τελευταίες τρεις φορές εμφανίστηκε ο αριθμός πέντε, στην πραγματικότητα στην επόμενη ζαριά όποιος αριθμός και αν επιλεγεί μεταξύ 1 και 6 έχει ακριβώς τις ίδιες πιθανότητες εμφάνισης (μία προς έξι) ανεξαρτήτως της νέας πληροφορίας. Παρόλα αυτά πολλοί άνθρωποι πιστεύουν ότι ο αριθμός πέντε έχει μεγαλύτερες πιθανότητες εμφάνισης, ενώ άλλοι πιστεύουν ότι το πέντε έχει μικρότερες πιθανότητες εμφάνισης. Και οι δύο ομάδες πιστεύουν ότι η πιθανότητα σωστής πρόβλεψης είναι μεγαλύτερη από την πραγματική. Η νέα δηλαδή πληροφορία τους δίνει μεγαλύτερη εμπιστοσύνη για τις προβλέψεις τους, παρότι οι πιθανότητες τους να είναι σωστοί δεν αλλάζουν.

Παρόμοια στο παιχνίδι του χρηματιστηρίου, οι επενδυτές χρησιμοποιούν συχνά παρελθούσες αποδόσεις ως βασικό κριτήριο των μελλοντικών τους προβλέψεων. Αλλά και τις νέες ακόμα πληροφορίες οι επενδυτές τις ερμηνεύουν όχι αντικειμενικά, αλλά για να στηρίξουν τις προηγούμενες αποφάσεις τους. Έτσι, η ανακοίνωση μιας εταιρείας για μείωση κερδών μπορεί να οδηγήσει σε ετερογένεια απόψεων : άλλοι επενδυτές προβαίνουν σε πώληση των μετοχών της συγκεκριμένης εταιρείας(γιατί πιστεύουν ότι δεν έχει μελλοντικές προοπτικές) και άλλοι σε αγορά μετοχών (γιατί τη θεωρούν ως καλή επενδυτική ευκαιρία).

Η υπερεμπιστοσύνη είναι επιπλέον υπεύθυνη για τον μεγάλο όγκο συναλλαγών , για τα υψηλά κόστη και τις χαμηλότερες αποδόσεις. Έρευνα από τον Brad Barber και τον Terrance Odean σε δείγμα 60.000 επενδυτών που διεξήχθη για 6 χρόνια έως το 1996, έδειξε ότι οι επενδυτές ρέπουν σε χαρτοφυλάκια με υψηλά beta και μετοχές μικρής

κεφαλαιοποίησης. Κατά το συγκεκριμένο διάστημα, οι επενδυτές ανέβηκαν πάνω από το χρηματιστηριακό δείκτη κατά 60 μονάδες, χωρίς όμως να έχουν υπολογιστεί τα κόστη συναλλαγών. Τα κόστη αυτά μείωσαν τις αποδόσεις κατά 240 μονάδες. Όπως άλλωστε ήταν αναμενόμενο τα άτομα με μεγαλύτερο όγκο συναλλαγών έχασαν περισσότερο, σημειώνοντας υποεπίδοση της τάξης των 500 μονάδων.

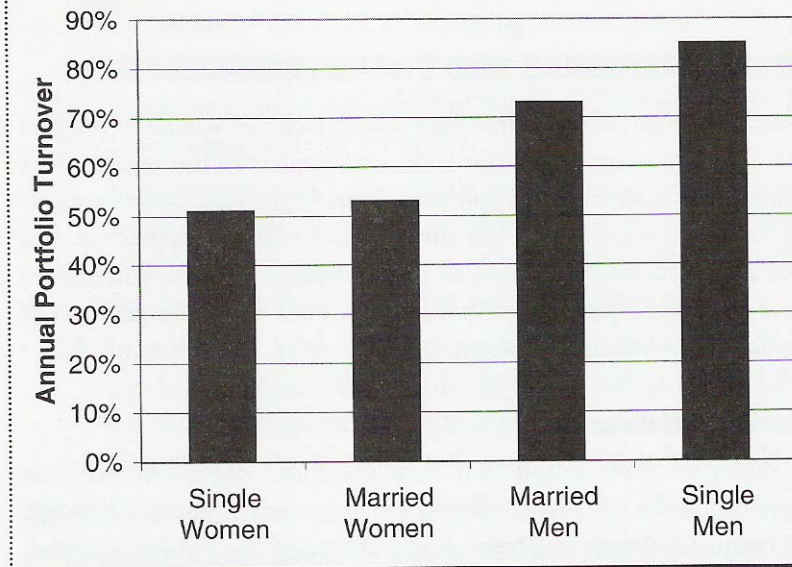
Ταυτόχρονα έχει παρατηρηθεί ότι οι άνθρωποι έχουν μεγαλύτερο βαθμό αυτοπεποίθησης όταν αρχίζουν να συναλλάσσονται, ενώ όσο μεγαλώνουν και αποκτούν μεγαλύτερη εμπειρία, γίνονται περισσότερο ρεαλιστές και η αυτοπεποίθησή τους μειώνεται.

Επίσης πρέπει να σημειωθεί ότι οι άνθρωποι αποκτούν περισσότερη αυτοπεποίθηση όταν νιώθουν εξοικειωμένοι με το αντικείμενο με το οποίο διαπραγματεύονται καθώς επίσης όταν αναλαμβάνουν οι ίδιοι ενεργό δράση. Για παράδειγμα όταν ρίχνουν ένα ζάρι, νιώθουν ότι έχουν περισσότερες πιθανότητες επιτυχίας, αν στρίψουν οι ίδιοι το νόμισμα. Επίσης στο ίδιο παράδειγμα, είναι πρόθυμοι να στοιχηματίσουν περισσότερα χρήματα, πριν γίνει η ρίψη του νομίσματος παρά αν έχει ήδη γίνει και το αποτέλεσμα έχει κρατηθεί κρυφό. Ταυτόχρονα επιτυχίες στην αρχή δημιουργούν την ψευδαίσθηση του ελέγχου και τις ικανότητες πρόβλεψης (δύο σωστές αρχικές προβλέψεις στη ρίψη του νομίσματος οδηγούν στην ψευδαίσθηση ότι θα προβλεφθεί σωστά και η επόμενη ρίψη).

Τέλος, αναφορικά με το γένος, έχει παρατηρηθεί ότι οι άνδρες έχουν πολύ μεγαλύτερη αυτοπεποίθηση απ' ό,τι οι γυναίκες σε ό,τι αφορά εργασίες που απαιτούν μυϊκή δύναμη καθώς και στον τομέα των οικονομικών. Ως εκ τούτου οι άνδρες συναλλάσσονται συχνότερα από τις γυναίκες. Οι Brad Barber και Terrance Odean σε έρευνα που διεξήγαγαν σε 38.000 νοικοκυριά από το 1991 έως το 1997, βρήκαν ότι οι ανύπανδροι άνδρες συναλλάσσονται με ετήσιο turnover 85%, οι παντρεμένοι σε ποσοστό 73% (προφανώς η ύπαρξη γυναίκας στο σπίτι τους μειώνει την αυτοπεποίθηση), ενώ οι παντρεμένες γυναίκες σε ποσοστό 53% και οι ανύπαντρες σε ποσοστό 51%.

ANNUAL PORTFOLIO TURNOVER BY GENDER AND MARITAL STATUS

Figure 3.1



ΥΠΕΡΑΙΣΙΟΔΟΞΙΑ (OPTIMISM)

Άλλο ένα μεροληπτικό σφάλμα στο οποίο υποπίπτουν οι επενδυτές είναι η υπερβολική αισιοδοξία. Στα πλαίσια αυτού του σφάλματος οι άνθρωποι συχνά υπερεκτιμούν τις ικανότητές τους, την πιθανότητα το αποτέλεσμα των επιλογών τους να είναι θετικό και την ικανότητά τους να μπορούν να επηρεάσουν θετικά το μέλλον, υποεκτιμώντας τον παράγοντα τύχη καθώς και τους κινδύνους που ελλοχεύουν.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούν πρωτοετείς φοιτητές πανεπιστημίου οι οποίοι ερωτηθέντες για το πόσοι πιστεύουν ότι δεν θα περάσουν τα μαθήματα του πρώτου έτους σε μια εξεταστική, απάντησαν ότι θα αποτύχουν σε ποσοστό 10-15%, ενώ στη πραγματικότητα το ποσοστό αποτυχίας είναι πολύ μεγαλύτερο.

Άλλο παράδειγμα αποτελούν οι άνθρωποι νεαρής κυρίως ηλικίας οι οποίοι στερούνται αναπηρικής ασφαλιστικής κάλυψης. Ο O' Neill επισημαίνει ότι άτομα στην ηλικία των είκοσι έχουν περισσότερες πιθανότητες να αντιμετωπίσουν κάποια αναπηρία παρά το ενδεχόμενο του θανάτου. Γιατί όμως δεν το λαμβάνουν αυτό υπόψη τους οι άνθρωποι νεαρής ηλικίας; Προφανώς λόγω υπερβολικής αισιοδοξίας.

Στην πραγματικότητα οι άνθρωποι που ανήκουν ηλικιακά στην εφηβία και στα πρώτα χρόνια της δεκαετίας των είκοσι είναι οι πιο αισιόδοξοι και σύμφωνα με τον ψυχολόγο Neil Weinstein (1980) τα άτομα αυτά θεωρούν ότι είναι περισσότερο πιθανό να τους συμβούν θετικά γεγονότα παρά αρνητικά σε σχέση με τους συνομηλίκους τους. Το ίδιο φαινόμενο ισχύει και για τις ηλικίες των 25 και 45 ετών, αλλά σε μικρότερο βαθμό.

Οι αισιόδοξοι επενδυτές χαρακτηρίζονται από την ψευδαίσθηση του ελέγχου και πιστεύουν ότι μπορούν να καθορίζουν την έκβαση των γεγονότων λόγω των σπουδαίων ικανοτήτων τους. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούν οι τζογαδόροι, οι οποίοι τείνουν να θεωρούν τα παιχνίδια της τύχης ως παιχνίδια ικανοτήτων και όταν κερδίζουν εκθειάζουν τον εαυτό τους ως ικανό και έξυπνο παίχτη.

Γίνεται λοιπόν φανερό ότι η αισιοδοξία σε συνδυασμό με την υπερβολική αυτοπεποίθηση μπορούν να φανούν καταστροφικές για την οικονομική ζωή των επενδυτών καθώς οδηγούν σε υποτίμηση του κινδύνου, μη διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων καθώς και σε παράτολμες κινήσεις λόγω υπερεκτίμησης των γνώσεων και ικανοτήτων τους.

ΟΙΚΕΙΟΤΗΤΑ (FAMILIARITY)

Οι άνθρωποι έχουν την τάση να δείχνουν προτίμηση σε ό,τι τους είναι οικείο. Η οικειότητα δημιουργεί την αίσθηση της σιγουριάς, της άνεσης και της ασφάλειας. Για παράδειγμα, όταν είμαστε αντιμέτωποι με δύο επιλογές που εμπεριέχουν ρίσκο, εκ των οποίων για τη μια έχουμε κάποιες γνώσεις ενώ για την άλλη δεν γνωρίζουμε τίποτα, θα προτιμήσουμε αυτήν για την οποία έχουμε κάποιες γνώσεις. Επίσης, αν μας ζητηθεί να επιλέξουμε μεταξύ δυο τυχερών παιχνιδιών στα οποία οι πιθανότητες να κερδίσουμε είναι οι ίδιες, θα επιλέξουμε εκείνο το οποίο μας είναι πιο οικείο. Στην πραγματικότητα, μπορεί να επιλέξουμε το πιο οικείο παιχνίδι ακόμα και αν οι πιθανότητες να κερδίσουμε σε αυτό είναι μικρότερες.

Απτή απόδειξη του μεροληπτικού αυτού σφάλματος είναι η τάση των εργαζομένων να επενδύουν τη σύνταξή τους σε μετοχές της εταιρείας στην οποία εργάζονται. Η

σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου προτείνει στους εργαζομένους να διαφοροποιούν τα χαρτοφυλάκιά τους επιλέγοντας διαφοροποιημένες μετοχές και ομόλογα. Παρόλα αυτά οι άνθρωποι επιλέγουν να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους σε μετοχές της εταιρείας που εργάζονται, αντιμετωπίζοντας έτσι τους κινδύνους ενός μη διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου και κάνοντας μεγαλύτερη την εξάρτησή τους από εταιρεία (δεν εξαρτάται μόνο ο μισθός και η σύνταξη από την αυτήν, αλλά και ολόκληρο το κεφάλαιο των εργαζομένων).

Αν για παράδειγμα μια εταιρεία χρεοκοπήσει, οι άνθρωποι όχι μόνο θα χάσουν τις δουλειές τους, αλλά και πολλά από τα χρήματα της σύνταξής τους που ήταν επενδυμένα σε μετοχές της εταιρείας. Αλλά και στην περίπτωση που μια εταιρεία δεν χρεοκοπήσει αλλά παρουσιάσει μια δραματική πτώση στην αξία της μετοχής της, οι άνθρωποι που ετοιμάζονται να συνταξιοδοτηθούν, θα πάρουν πολύ μικρότερη σύνταξη.

Πόσο συχνό όμως είναι οι εργαζόμενοι να επενδύουν τη σύνταξή τους σε μετοχές της εταιρείας στην οποία εργάζονται; Σε έρευνα που διεξήχθη στην Αμερική για τις 246 μεγαλύτερες Αμερικάνικες εταιρείες, βρέθηκε ότι το 42% των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων ήταν επενδυμένα σε μετοχές των εταιρειών αυτών. Οι ίδιοι οι εργαζόμενοι παίρνουν την απόφαση αυτή γιατί τους αρέσει να επενδύουν σε κάτι που τους είναι οικείο.

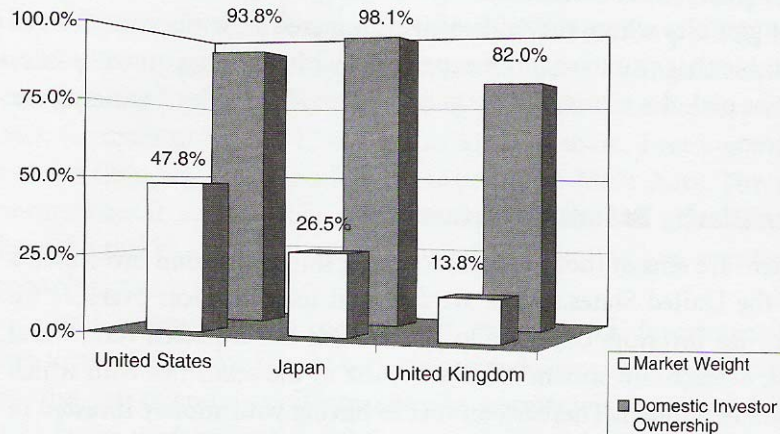
Εξάλλου, όταν είμαστε εξοικειωμένοι με κάτι συνήθως έχουμε καλύτερη γνώμη γι' αυτό και το θεωρούμε ανώτερο από τις άλλες δυνατές επιλογές. Όπως οι οπαδοί μιας ομάδας θεωρούν ότι η ομάδα τους έχει περισσότερες πιθανότητες να κερδίσει σε σχέση με αυτούς που δεν είναι οπαδοί, έτσι και οι επενδυτές πιστεύουν ότι οι οικείες τους επενδύσεις θα φέρουν υψηλότερες αποδόσεις και μικρότερο κίνδυνο. Για παράδειγμα οι Αμερικάνοι πιστεύουν ότι το χρηματιστήριο των ΗΠΑ θα έχει καλύτερες αποδόσεις από το Γερμανικό χρηματιστήριο. Οι Γερμανοί από την άλλη πλευρά πιστεύουν ακριβώς το αντίθετο. Κατά τον ίδιο τρόπο και οι εργαζόμενοι σε μια εταιρεία υπερεκτιμούν τις μετοχές της εταιρείας αυτής, τοποθετούν τα περισσότερα χρήματά τους εκεί, με αποτέλεσμα ένα μη καλά διαφοροποιημένο και επικίνδυνο χαρτοφυλάκιο.

Μια άλλη εφαρμογή της επιθυμίας των ανθρώπων για ανακούφιση και σιγουριά, είναι το λεγόμενο *home equity bias*. Πρόκειται για την τάση των ανθρώπων να επενδύουν τα χρήματά τους εντός των συνόρων και όχι στο εξωτερικό λόγω του ότι νιώθουν πιο οικείες τις εγχώριες παρά τις ξένες εταιρείες.

Το χρηματιστήριο των ΗΠΑ αντιπροσωπεύει το 47,8% της αξίας όλων των μετοχών διεθνώς. Τα χρηματιστήρια της Ιαπωνίας και του Ηνωμένου Βασιλείου αντιπροσωπεύουν το 26,5% και το 13,8% αντίστοιχα. Επομένως για να επιτύχουμε μια πλήρη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου θα πρέπει να τοποθετήσουμε το 47,8% του χαρτοφυλακίου μας σε μετοχές των ΗΠΑ, το 26,5% σε μετοχές της Ιαπωνίας και το 13,8% σε μετοχές του Ηνωμένου Βασιλείου. Αυτή είναι η πρόταση της σύγχρονης θεωρίας χαρτοφυλακίου, προκειμένου να επιτύχουμε τη διεθνική διαφοροποίηση και τα οφέλη της. Παρόλα αυτά οι επενδυτές δεν τοποθετούνται έτσι. Οι Αμερικάνοι επενδυτές επενδύουν το 93% των χαρτοφυλακίων τους σε μετοχές των ΗΠΑ (και όχι το 47,8% που προτείνει η σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου). Οι Ιάπωνες επενδύουν το 98% σε Ιαπωνικές μετοχές και οι Άγγλοι το 82% σε Αγγλικές μετοχές. Γίνεται λοιπόν φανερό ότι οι άνθρωποι προτιμούν τις εγχώριες μετοχές με τις οποίες είναι περισσότερο εξοικειωμένοι.

DOMESTIC COUNTRY'S PROPORTION OF THE WORLDWIDE STOCK MARKET AND ITS OWNERSHIP BY INVESTORS WITHIN THE COUNTRY.

Figure 11.2



Αλλά ακόμα και όταν επενδύουμε κάποια χρήματα σε μετοχές του εξωτερικού, συνήθως επιλέγουμε μεγάλες εταιρείες με προϊόντα γνωστά σε όλον τον κόσμο με τις οποίες νιώθουμε πιο εξοικειωμένοι. Επίσης θα πρέπει να αναφέρουμε ότι οι επενδυτές εκτός από το ότι προτιμούν τις εγχώριες εταιρείες δείχνουν ιδιαίτερη προτίμηση και στις τοπικές εταιρείες. Για παράδειγμα τα κεντρικά γραφεία της Coca-Cola είναι στην Ατλάντα, Γεωργία. Οι επενδυτές που ζουν στην Γεωργία έχουν το 16% της Coke και οι περισσότεροι από αυτούς τους επενδυτές ζουν στην Ατλάντα.

Από όλα τα παραπάνω γίνεται φανερό ότι οι άνθρωποι επιδιώκουν καταστάσεις που τους είναι γνώριμες. Το άγνωστο δημιουργεί φόβο και ανασφάλεια. Οι επενδυτές επιθυμούν σιγουριά και ανακούφιση και γι' αυτό άλλωστε δημιουργούν μηχανισμούς άμυνας με τους οποίους εξυψώνουν τον εαυτό τους, εκθειάζουν τις επιτυχίες τους ως αποτέλεσμα ικανότητας και καλύπτουν τις αποτυχίες τους ως αποτέλεσμα κακής τύχης. Δικαιολογούν τα λάθη τους και μειώνουν τις επιτυχίες των άλλων. Όλα αυτά είναι μέσα στα πλαίσια της επιθυμίας τους για ανακούφιση και προστασία.

Συναφές μεροληπτικό σφάλμα αποτελεί το λεγόμενο status quo, δηλαδή η επιθυμία των ανθρώπων να μείνουν τα πράγματα ως έχουν, καθώς και η

προσκόλληση (attachment bias), όπου οι άνθρωποι δένονται συναισθηματικά με μια κατάσταση και την ωραιοποιούν, προκειμένου να μην την αποχωριστούν.

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΚΛΗΡΟΔΟΤΗΜΑΤΟΣ (ENDOWMENT EFFECT)

Οι άνθρωποι όταν έρχονται αντιμέτωποι με νέες επιλογές, συχνά μένουν προσκολλημένοι στο ήδη υπάρχον «status quo». Αγοράζουν τις ίδιες μάρκες προϊόντων, μένουν στην ίδια δουλειά, επενδύουν στις ίδιες εταιρείες. Οι άνθρωποι επιθυμούν να μένουν τα πράγματα στη ζωή τους όπως είναι. Ένα από τα μεροληπτικά σφάλματα που συνδέονται με αυτήν την τάση των ανθρώπων είναι το αποτέλεσμα κληροδοτήματος.

Το αποτέλεσμα κληροδοτήματος αναφέρεται στην τάση των ανθρώπων να απαιτούν συχνά πολύ περισσότερα για την πώληση ενός προϊόντος από όσα θα ήταν διατεθειμένοι να πληρώσουν για να το αγοράσουν. Ας δούμε το παρακάτω παράδειγμα:

Φανταστείτε έναν συλλέκτη κρασιών, ο οποίος αγοράζει διάφορα μπουκάλια με κρασί προς \$5 το ένα και τα βάζει σε ένα κελάρι. Μετά από δέκα χρόνια το κρασί πωλείται προς \$200 το μπουκάλι. Τι θα κάνει ο συλλέκτης κρασιών; Θα πουλήσει το κρασί για να αγοράσει με τα χρήματα αυτά περισσότερα μπουκάλια από ένα λιγότερο ακριβό κρασί; Θα κρατήσει τα μπουκάλια; Θα αγοράσει περισσότερο κρασί προς \$200 το μπουκάλι; Το αποτέλεσμα του κληροδοτήματος προβλέπει ότι ο συλλέκτης κρασιών θα κρατήσει τα μπουκάλια γιατί αισθάνεται ότι το κρασί αξίζει περισσότερο από \$200 το μπουκάλι και όμως δεν είναι πρόθυμος να πληρώσει αυτήν την τιμή για να αγοράσει περισσότερο κρασί.

Τι όμως δημιουργεί το αποτέλεσμα κληροδοτήματος; Υπερεκτιμούμε πραγματικά την αξία των πραγμάτων που κατέχουμε ή ο αποχωρισμός τους είναι πολύ επώδυνος; Στο πείραμα που ακολουθεί, ζητήθηκε από κάποιους φοιτητές να ιεραρχήσουν την ελκυστικότητα έξι βραβείων. Στους μισούς φοιτητές δόθηκε ένα λιγότερο ελκυστικό δώρο, ένα στυλό. Στους υπόλοιπους μισούς δόθηκε η δυνατότητα επιλογής μεταξύ ενός στυλό και μιας σοκολάτας. Από αυτούς μόνο το 24% διάλεξαν το στυλό, γιατί η σοκολάτα είναι πιο ελκυστική. Αργότερα, στους φοιτητές που αρχικά είχε δοθεί το

στυλό, δόθηκε η επιλογή, εφ' όσον το επιθυμούσαν να ανταλλάξουν το στυλό με τη σοκολάτα. Παρότι αυτοί οι φοιτητές θεωρούσαν τη σοκολάτα πιο ελκυστική από το στυλό, εντούτοις το 56% εξ αυτών διάλεξαν να κρατήσουν το στυλό. Γίνεται λοιπόν φανερό ότι δεν υπερεκτιμούμε την αξία των πραγμάτων που έχουμε, αλλά πονάμε πολύ να τα αποχωριστούμε.

Το αποτέλεσμα κληροδοτήματος επηρεάζει ιδιαίτερα τις επενδυτικές μας επιλογές. Αυτό συμβαίνει γιατί έχουμε την τάση να κρατάμε επενδύσεις τις οποίες έχουμε και να μην διαφοροποιούμε το χαρτοφυλάκιό μας. Ας υποθέσουμε ότι έχουμε κληρονομήσει ένα μεγάλο ποσό και μπορούμε να το επενδύσουμε είτε σε μετοχές μεσαίου κινδύνου είτε σε μετοχές υψηλού κινδύνου είτε σε έντοκα γραμμάτια δημοσίου.

Σε όσους ερωτήθηκαν, η ερώτηση ετέθη με πολλές παραλλαγές. Σε μία εκδοχή, η κληρονομιά είχε ήδη επενδυθεί σε μετοχές υψηλού κινδύνου, ενώ σε άλλες εκδοχές η κληρονομιά φερόταν ότι είχε επενδυθεί και στις άλλες μορφές επένδυσης. Το πώς αρχικά είχε επενδυθεί η κληρονομιά αποτελούσε σπουδαίο παράγοντα για την απόφαση των ανθρώπων στο τι θα κάνουν τα χρήματα. Όταν η κληρονομιά φερόταν ότι είχε επενδυθεί σε μετοχές υψηλού κινδύνου, οι άνθρωποι επέλεξαν να επενδύσουν στις ίδιες μετοχές. Όταν η κληρονομιά φερόταν ότι αρχικά είχε επενδυθεί σε έντοκα γραμμάτια δημοσίου, τότε οι άνθρωποι θεωρούσαν καλύτερη επένδυση τα Ε.Γ.Δ. Ασφαλώς, τόσο οι αποδόσεις όσο και ο κίνδυνος ανάμεσα στα Ε.Γ.Δ και στις μετοχές υψηλού κινδύνου διαφέρουν πάρα πολύ. Φαίνεται όμως ότι οι άνθρωποι επηρεάζονται πιο πολύ από την κατάσταση που κληρονομούν, δηλαδή το ήδη διαμορφωμένο status quo, παρά από τους δικούς τους στόχους και επιδιώξεις.

Το πρώτο βήμα για να ξεπεράσουμε σφάλματα όπως το status quo, το αποτέλεσμα κληροδοτήματος και την προσκόλληση σε κάποια επένδυση, είναι να συνειδητοποιήσουμε το πρόβλημα. Ας αναρωτηθούμε: «αν είχα μόνο μετρητά, θα διάλεγα αυτές τις επενδύσεις;» Αν η απάντηση στην ερώτηση αυτή είναι όχι, τότε σίγουρα διακατέχετε από τις παραπάνω μεροληψίες.

Το επόμενο βήμα είναι να είμαστε αποφασιστικοί και να μην κωλυσιεργούμε στις επενδυτικές μας αποφάσεις. Το σημαντικό είναι να πάρουμε την απόφαση της επένδυσης. Το ποια επιλογή είναι η καλύτερη δεν έχει τόση σημασία.

Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι έχετε κληρονομήσει ένα μεγάλο χρηματικό ποσό και έχετε τις εξής δύο επιλογές: ή να επενδύσετε αμέσως τα χρήματά σας σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο με απόδοση 10% ή να περιμένετε να βρείτε μια επένδυση που θα σας αποδώσει 11%. Το μεροληπτικό σφάλμα του status quo θα σας κάνει να περιμένετε. Μπορεί να χρειαστείτε ένα χρόνο να βρείτε μια επένδυση με μεγαλύτερη απόδοση. Και αν τη βρείτε, θα σας πάρει πάνω από 10 χρόνια, μετά την καθυστέρηση, επενδύοντας στο 11% για να συγκεντρώσετε όσα θα σας έδινε η επένδυση του 10%. Η σωστή λοιπόν στρατηγική είναι να επενδύσετε πρώτα και μετά να σκεφτείτε τροποποιήσεις για να τελειοποιήσετε την επένδυση.

Για να είμαστε βέβαιοι δίκαιοι, θα πρέπει να πούμε πως τα μεροληπτικά αυτά σφάλματα σε πολλές περιπτώσεις φάνηκαν σωτήρια. Για παράδειγμα, υπήρχαν άνθρωποι που παρέμειναν προσκολλημένοι στις εταιρείες της «παλιάς οικονομίας» και δεν ακολούθησαν το νέο ρεύμα του χρηματιστηρίου, σώζοντας έτσι τον εαυτό τους από πολλές χρηματιστηριακές φούσκες.

Η ΑΠΟΣΤΡΟΦΗ ΤΗΣ ΑΜΦΙΒΟΛΙΑΣ (AMBIGUITY AVERSION)

Ας υποθέσουμε ότι σας δίνεται η δυνατότητα να επιλέξετε ανάμεσα σε σίγουρο κέρδος \$1.000 και σε ένα στοίχημα που είτε κερδίζετε \$2.000 είτε 0\$. Σε έρευνα που έγινε σε φοιτητές, περίπου το 40% απάντησαν ότι δέχονταν το στοίχημα.

Συναφές είναι και το κάτωθι παράδειγμα:

Σε φοιτητές δόθηκε μια τσάντα που περιείχε 100 μάρκες, εκ των οποίων οι 50 ήταν κόκκινες και οι 50 ήταν μαύρες. Τους ζητήθηκε να επιλέξουν μεταξύ σίγουρου κέρδους \$1.000 και ενός στοιχήματος που πληρώνει \$2.000 αν τραβήξουν τυχαία μια μαύρη μάρκα από την τσάντα, και \$0 αν τραβήξουν μια κόκκινη μάρκα από την τσάντα. Το 40% των φοιτητών και σε αυτήν την περίπτωση δέχονται το στοίχημα.

Ας δούμε τώρα μια παραλλαγή αυτού του παραδείγματος:

Φανταστείτε ότι η τσάντα περιέχει 100 χρωματιστές μάρκες, κόκκινες και μαύρες, αλλά η αναλογία είναι άγνωστη. Οι πιο πολλοί άνθρωποι, που στην προηγούμενη περίπτωση δέχτηκαν το στοίχημα γνωρίζοντας ότι οι πιθανότητες ήταν μισές- μισές, τώρα που οι πιθανότητες είναι άγνωστες προτιμούν το σίγουρο κέρδος των \$1.000. Το φαινόμενο αυτό είναι γνωστό ως αποστροφή στην αμφιβολία. Οι άνθρωποι δηλαδή προτιμούν το γνώριμο από το άγνωστο.

Έρευνες έδειξαν ότι η αποστροφή της αμφιβολίας ενισχύεται όταν οι άνθρωποι νιώθουν την ικανότητα τους να εκτιμήσουν τις πιθανότητες, περιορισμένη. Αυτό γίνεται φανερό είτε από τη σύγκριση με άλλους ανθρώπους ικανότερους είτε με τους ίδιους του τους εαυτούς που σε άλλες καταστάσεις έχουν μεγαλύτερη ικανότητα και εμπειρία.

Πάντως, η αποστροφή προς την αμφιβολία μπορεί να επηρεάσει τους επενδυτές σε τέτοιο βαθμό, ώστε να μην κάνουν τις σωστές κινήσεις, δηλαδή την επιλογή των μετοχών εκείνων που οδηγεί στη μεγιστοποίηση του κέρδους και την ελαχιστοποίηση του κινδύνου.

Η ΑΠΟΣΤΡΟΦΗ ΤΗΣ ΜΕΤΑΝΟΙΑΣ (REGRET AVERSION)

Η μετάνοια είναι ο πόνος που νιώθει κανείς όταν συνειδητοποιεί ότι θα μπορούσε να έχει ενεργήσει διαφορετικά και να έχει αποφύγει ζημιές ή να έχει αποκομίσει μεγαλύτερα κέρδη. Η μετάνοια είναι επώδυνο συναίσθημα και γι' αυτό οι άνθρωποι αποφεύγουν πράξεις που τους προκαλούν μετάνοια και αναζητούν πράξεις που τους προκαλούν υπερηφάνεια. Ας δούμε ένα παράδειγμα:

Φανταστείτε ότι παίζετε λόττο. Έστω ότι επιλέγετε τους ίδιους αριθμούς κάθε εβδομάδα εδώ και αρκετούς μήνες. Ασφαλώς, δεν έχετε κερδίσει. Αν κάποιος φίλος σας προτείνει να στοιχηματίσετε διαφορετικούς αριθμούς, δέχστε τη συμβουλή του;

Όπως είναι φυσικό οι πιθανότητες νίκης και για τους παλιούς και για τους καινούριους αριθμούς είναι οι ίδιες. Στο παράδειγμα αυτό μπορεί να προκύψουν δύο

πιθανά ήδη μετάνοιας. Αν επιλέξετε τα παλιά νούμερα και κερδίσουν τα καινούρια, θα νιώσετε μετάνοια για κάτι που δεν κάνατε. Αν πάλι επιλέξετε τα καινούρια νούμερα και κερδίσουν τα παλιά, θα νιώσετε μετάνοια για κάτι που κάνατε.

Ποιος πόνος όμως είναι πιο δυνατός; Συνήθως πιο δυνατός είναι ο πόνος που νιώθει κανείς για κάτι που έκανε, δηλαδή στο συγκεκριμένο παράδειγμα, πιο δυνατός είναι ο πόνος που προκύπτει από την επιλογή των νέων αριθμών. Αυτό είναι λογικό αν αναλογιστεί κανείς ότι έχετε επενδύσει συναισθηματικά πολύ περισσότερο στα παλιά νούμερα, τα οποία τα επιλέγετε εδώ και τόσους μήνες.

Εντούτοις, οι ψυχολόγοι Thomas Gilovich και Victoria Husted-Medvec διαπίστωσαν ότι βραχυπρόθεσμα μόνο είναι μεγαλύτερος ο πόνος της μετάνοιας για κάτι που κάποιος έκανε. Μακροπρόθεσμα, και όταν οι άνθρωποι κάνουν αναδρομή στο παρελθόν, νιώθουν μεγαλύτερο πόνο για πράγματα που δεν έκαναν.

Ας δούμε τώρα ένα άλλο παράδειγμα:

Έστω ότι ο George έχει ένα χαρτοφυλάκιο από μετοχές και επειδή προβλέπει πτώση του χρηματιστηρίου αποφασίζει να πουλήσει τις μετοχές και να αγοράσει πιστοποιητικά κατάθεσης. Ένας άλλος επενδυτής, ο Paul, προβαίνει στην ίδια κίνηση, ενεργώντας όμως όχι αυτοβούλως, αλλά μετά από παρότρυνση του οικονομικού του συμβούλου. Τελικά, το χρηματιστήριο ανεβαίνει, και έτσι και οι δύο επενδυτές χάνουν. Ποιος από τους δύο πιστεύετε ότι νιώθει τον μεγαλύτερο πόνο μετάνοιας;

Η πλειοψηφία των ερωτηθέντων απαντά ότι ο George νιώθει τον μεγαλύτερο πόνο. Αυτό συμβαίνει γιατί ο George δεν έχει κανέναν άλλο να κατηγορήσει για τη λανθασμένη επιλογή, παρά μόνο τον εαυτό του. Αναλαμβάνει δηλαδή εκατό τοις εκατό την ευθύνη.

Αντίθετα ο Paul, μπορεί να κατηγορήσει τον επενδυτικό του σύμβουλο. Άλλωστε, η μετατόπιση αυτή της ευθύνης είναι και ένας από τους βασικούς λόγους που πληρώνονται οι σύμβουλοι. Αν μια επένδυση πάει καλά, τότε ο επενδυτής περηφανεύεται και αποδίδει την επιτυχία στην εφύια και στις ικανότητές του. Αν αντίθετα η επένδυση δεν τελεσφορήσει, τότε ο επενδυτής προστατεύει το εγώ του και

μειώνει τον πόνο της μετάνοιας ρίχνοντας την ευθύνη στον επενδυτικό του σύμβουλο.

Φυσικά, η μετατόπιση της ευθύνης σε άλλον μειώνει τον πόνο της μετάνοιας, μόνο όταν αυτός ο άλλος είναι κάποιος ειδικός. Αν ο επενδυτής στηριχτεί στις συμβουλές κάποιου αδαή, τότε νιώθει εξίσου μεγάλο πόνο γιατί βασίστηκε στα λόγια κάποιου ο οποίος δεν είχε τις απαιτούμενες γνώσεις.

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΔΙΑΘΕΣΗΣ (DISPOSITION EFFECT)

Η αποφυγή της μετάνοιας και η αναζήτηση της υπερηφάνειας επηρεάζει την ανθρώπινη συμπεριφορά και ειδικότερα τις επενδυτικές αποφάσεις. Ας δούμε το παρακάτω παράδειγμα:

Φανταστείτε ότι θέλετε να επενδύσετε σε μια συγκεκριμένη μετοχή. Επειδή όμως δεν έχετε μετρητά, πρέπει να πουλήσετε μια άλλη μετοχή που ήδη έχετε στην κατοχή σας. Έχετε δύο επιλογές: α) Ή να πουλήσετε την IBM, η οποία έχει κερδίσει 20% πάνω από την τιμή αγοράς, ή β) την Microsoft, η οποία έχει χάσει 20% από την τιμή αγοράς. Πουλώντας την IBM, κλείνετε τη θέση σας με κέρδος, επιβεβαιώνετε τη σωστή σας απόφαση και νιώθετε συναισθήματα υπερηφάνειας. Αντίθετα, πουλώντας τη Microsoft κλείνετε τη θέση σας με ζημιές, συνειδητοποιείτε ότι η επιλογή σας ήταν κακή και νιώθετε τον πόνο της μετάνοιας. Το αποτέλεσμα της διάθεσης προβλέπει ότι θα πουλήσετε την κερδοφόρα μετοχή για να αποφύγετε τον πόνο της μετάνοιας.

Είναι λοιπόν σύνηθες να πουλάμε κερδοφόρες μετοχές και να κρατάμε ζημιογόνες. Αυτό αποτελεί πρόβλημα, πρώτα απ' όλα λόγω της φορολογίας. Πουλώντας μια μετοχή με κέρδη, φορολογούμαστε περισσότερο. Αντίθετα πουλώντας μια μετοχή με ζημιές μειώνουμε το ποσοστό φορολόγησης και άρα και τις ζημιές μας.

Αυτό ασφαλώς δεν σημαίνει ότι πρέπει να πουλάμε μια μετοχή αμέσως μόλις πέσει η τιμή της, γιατί οι διακυμάνσεις των τιμών είναι σύνηθες φαινόμενο. Αντίθετα, το φαινόμενο της διάθεσης αναφέρεται στην επιμονή μας να κρατάμε μετοχές που η

τιμή τους κατεβαίνει για τους τελευταίους έξι ή εννέα μήνες, οπότε πραγματικά θα πρέπει να σκεφτούμε την πώλησή τους.

Το αποτέλεσμα της διάθεσης όπως προαναφέρθηκε προβλέπει ότι οι επενδυτές έχουν την τάση να πωλούν πολύ γρήγορα τις κερδοφόρες μετοχές και να κρατούν για μεγάλο διάστημα τις ζημιογόνες. Όταν η τιμή μιας μετοχής ανεβαίνει, συνειδητοποιούμε πολύ γρήγορα το κέρδος και σπεύδουμε να το κλειδώσουμε νιώθοντας υπερήφανοι για το επίτευγμά μας. Αντίθετα, όταν η τιμή πέφτει, περιμένουμε μήπως αργότερα ανακάμψει και αποφύγουμε τον πόνο της μετάνοιας.

Έρευνες από τον Terrance Odean έδειξαν ότι οι επενδυτές είναι 50% πιο πιθανό να πουλήσουν μια κερδοφόρα μετοχή από μια ζημιογόνα. Επίσης διαπιστώθηκε ότι όταν ένας επενδυτής πουλάει μια μετοχή με κέρδη, η πώληση αντιπροσωπεύει το 23% των συνολικών κερδών του χαρτοφυλακίου του. Με άλλα λόγια οι επενδυτές πουλάνε μετοχές με μεγάλα κέρδη, που αντιπροσωπεύουν το $\frac{1}{4}$ των συνολικών κερδών.

Όταν λέμε ότι πωλούν πολύ γρήγορα τις κερδοφόρες, εννοούμε ότι οι μετοχές αυτές θα συνέχιζαν να πηγαίνουν καλά αν δεν τις πουλούσαμε. Επίσης όταν λέμε ότι οι επενδυτές κρατούν για πολύ τις ζημιογόνες μετοχές, εννοούμε ότι οι μετοχές αυτές θα συνεχίσουν να μην αποδίδουν και δεν θα ανακάμψουν γρήγορα.

Σε έρευνα του Odean διαπιστώθηκε ότι όταν ένας επενδυτής πούλησε μια μετοχή, τον επόμενο χρόνο η απόδοσή της ξεπέρασε την αγορά κατά 2,35%. Οι ζημιογόνες μετοχές που κράτησε, κατά τη διάρκεια του ίδιου χρόνου υπολείπονταν της αγοράς κατά 1,06%.

Γίνεται λοιπόν φανερό ότι η αποφυγή της μετάνοιας και η αναζήτηση της υπερηφάνειας εναντιώνεται στο συμφέρον μας κατά δύο τρόπους: α) πληρώνουμε περισσότερους φόρους λόγω της διάθεσής μας να πουλάμε κερδοφόρες και να κρατάμε ζημιογόνες μετοχές και β) Εισπράττουμε μικρότερη απόδοση στο χαρτοφυλάκιό μας πουλώντας πολύ γρήγορα τις μετοχές που φέρνουν κέρδη και κρατώντας για πολύ τις μετοχές που θα συνεχίσουν να υποαποδίδουν.

Το αποτέλεσμα της διάθεσης σχετίζεται στενά με τα μέσα ενημέρωσης και τις νέες πληροφορίες. Σε έρευνα που έγινε για την επίδραση στην επενδυτική συμπεριφορά των νέων πληροφοριών τόσο για μια συγκεκριμένη επιχείρηση όσο και για την οικονομία γενικότερα προέκυψαν τα κάτωθι χρήσιμα συμπεράσματα:

α) Τα νέα για μια συγκεκριμένη επιχείρηση σχετίζονται στενά με το αποτέλεσμα της διάθεσης. Τα καλά νέα οδηγούν σε πώληση των μετοχών της ενώ τα κακά νέα κάνουν τους επενδυτές να κρατούν τις μετοχές που χάνουν. Αυτό συμβαίνει γιατί ο πόνος της μετάνοιας είναι πολύ ισχυρός αφού οι ζημιές οφείλονται αποκλειστικά στην κακή επιλογή του επενδυτή

β) Αντίθετα τα νέα για την οικονομία γενικότερα δεν σχετίζονται με το αποτέλεσμα της διάθεσης. Στην πραγματικότητα οι επενδυτές είναι λιγότερο πιθανό να πουλήσουν κερδοφόρες μετοχές απ' ό,τι συνήθως, μετά την ανακοίνωση καλών νέων για την οικονομία. Επίσης, η ανακοίνωση κακών νέων για την οικονομία φέρνει μικρότερο πόνο μετάνοιας. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι επενδυτές αποδίδουν τις ζημιές σε παράγοντες πέρα των δυνατοτήτων τους, νιώθουν λιγότερη πίεση και άρα παρακινούνται πιο εύκολα να πουλήσουν τις ζημιογόνες μετοχές.

Για να αποφύγει κανείς το μεροληπτικό σφάλμα της αποφυγής της μετάνοιας και του αποτελέσματος της διάθεσης, πρέπει πρώτα να κατανοήσει τη μεροληψία του αυτή και να ακολουθήσει τα εξής βήματα: α) Να παίρνει αποφάσεις για πώληση μετοχών, πριν δεθεί συναισθηματικά με τις μετοχές αυτές και β) Να έχει πάντα στο μυαλό του το πρόβλημα της αποφυγής της μετάνοιας.

Για παράδειγμα, όταν αγοράζετε μια μετοχή στην τιμή των \$100, πρέπει να αποφασίσετε σε ποια τιμή θα πουλήσετε τη μετοχή, αν η τιμή της πέσει. Μπορεί να αποφασίσετε να πουλήσετε στα \$90. Αυτό όμως δεν αρκεί. Πρέπει να δράσετε πριν η τιμή αρχίσει να πέφτει και δημιουργηθούν συναισθήματα μετάνοιας. Αυτό μπορείτε να το επιτύχετε δίνοντας εντολή "stop loss". Μια εντολή stop loss στα \$90, θα έχει ως συνέπεια η μετοχή να πουληθεί αυτόματα, αν η τιμή πέσει στα \$90. Η εντολή δίνεται όταν η μετοχή είναι ακόμη στα \$100 και τα συναισθήματα μετάνοιας δεν έχουν ακόμη εμφανιστεί.

Μια άλλη στρατηγική είναι να πουλήσετε τις μετοχές που έχουν ζημιές και να επωφεληθείτε των φορολογικών ελαφρύνσεων. Αυτό παρότι μπορείτε να το κάνετε

κατά τη διάρκεια όλου του έτους, ίσως νιώθετε πιο βολικά να το κάνετε το Δεκέμβριο ο οποίος είναι πιο κοντά στο τέλος του έτους και έτσι το κίνητρο της μείωσης της φορολογίας είναι πιο ισχυρό από το αποτέλεσμα της διάθεσης.

Τέλος, έχετε πάντα στο νου σας το σφάλμα της αποφυγής της μετάνοιας. Είναι συνηθισμένη η παρακάτω φράση από πολλούς: « πρέπει να αγαπάτε τις ζημιές και να μισείτε τα κέρδη». Αυτό που αρχικά φαίνεται παράλογο, στη συνέχεια αποδεικνύεται σοφό. «Αγαπάτε τις ζημιές», σημαίνει να πουλάτε γρήγορα τις ζημιογόνες μετοχές, ενώ «μισείτε τα κέρδη», σημαίνει να μην βιάζεστε να πουλήσετε τις κερδοφόρες μετοχές.

Η ΑΠΟΣΤΡΟΦΗ ΤΗΣ ΖΗΜΙΑΣ (LOSS AVERSION)

Οι άνθρωποι σε όλες τις δραστηριότητες της ζωής τους και ασφαλώς και στις επενδυτικές, δείχνουν ιδιαίτερη αποστροφή προς τις ζημιές. Η συνειδητοποίηση των ζημιών προκαλεί συναισθήματα πόνου, μετάνοιας και αμφισβήτησης του «εγώ». Σε έρευνα που έγινε, ένα μεγάλο δείγμα ανθρώπων ρωτήθηκε αν θα δεχόταν ένα στοίχημα όπου με το στρίψιμο ενός ζαριού, αν ερχόταν κορώνα θα κέρδιζαν \$200, ενώ αν ερχόταν γράμματα θα έχαναν \$100. Το 40% εξ αυτών αρνήθηκαν το στοίχημα παρότι το πιθανό κέρδος ήταν διπλάσιο από την πιθανή ζημιά. Γίνεται λοιπόν φανερό ότι ο πόνος που προκαλεί η ζημιά είναι πολύ μεγαλύτερος από τη χαρά που προκαλεί ακόμα και ένα διπλάσιο κέρδος.

Επίσης έρευνες του Tversky και Kahneman έδειξαν ότι οι άνθρωποι αποστρέφονται τον κίνδυνο περισσότερο σε περιβάλλον κερδών από ότι σε περιβάλλον ζημιών. Ας δούμε το ακόλουθο παράδειγμα:

Διαλέξτε ανάμεσα σε:

- 1.A) Σίγουρο κέρδος \$7.500
- 1.B) Κέρδος \$10.000 με πιθανότητα 80% και κέρδος 0 με πιθανότητα 20%.

Διαλέξτε ανάμεσα σε:

- 2.α) Σίγουρη ζημιά \$7.500

2.β) Ζημιά \$10.000 με πιθανότητα 80% και ζημιά 0 με πιθανότητα 20%.

Η πλειοψηφία των ανθρώπων στην πρώτη ερώτηση προτιμούν το σίγουρο κέρδος των \$7.500 και αρνούνται να ρισκάρουν σε περιβάλλον κερδών. Αντίθετα, στη δεύτερη ερώτηση οι περισσότεροι άνθρωποι επιλέγουν το β, γιατί αποστρέφονται τη σίγουρη ζημιά και ρισκάρουν προκειμένου να την αποφύγουν, ακόμα και αν οι πιθανότητες είναι εναντίον τους. Γίνεται δηλαδή φανερό ότι σε περιβάλλον ζημιών οι άνθρωποι ρισκάρουν περισσότερο, κινούμενοι ακριβώς από την ίδια την αποστροφή της ζημιάς.

Η αποστροφή της ζημιάς είναι κυρίαρχο στοιχείο στην ψυχολογία των επενδυτών. Έτσι, επενδυτές οι οποίοι έχουν υποστεί ζημιές κατά το παρελθόν, γίνονται πολύ επιφυλακτικοί στις μελλοντικές τους επιλογές και οι κινήσεις τους διακρίνονται από έντονο συντηρητισμό. Αποφεύγουν τον κίνδυνο (snake-bit effect), γιατί φοβούνται ότι ρισκάροντας θα υποστούν και πάλι ζημιές καθώς επίσης και τα δυσάρεστα συναισθήματα που αυτές συνεπάγονται.

Η ΜΥΩΠΙΚΗ ΑΠΟΣΤΡΟΦΗ ΤΗΣ ΖΗΜΙΑΣ (MYOPIC LOSS AVERSION)

Η μυωπική αποστροφή της ζημιάς αναφέρεται στην τάση των ανθρώπων να δίνουν περισσότερη σημασία στη ζημιά από το κέρδος και παράλληλα να δίνουν μεγάλη έμφαση στα βραχυχρόνια κέρδη και ζημιές, ακόμα και εκείνοι που έχουν μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα.

Ας δούμε ένα παράδειγμα, για να γίνει το θέμα πιο κατανοητό.

Φανταστείτε ένα στοίχημα που το αποτέλεσμα του εξαρτάται από το στρίψιμο ενός δίκαιου νομίσματος. Αν το αποτέλεσμα είναι κορώνα, κερδίζετε \$2.000. Αν το αποτέλεσμα είναι γράμματα, χάνετε \$1.000. Αν είχατε την ευκαιρία να παίξετε αυτό το στοίχημα μόνο μια φορά, θα στοιχηματίζατε;

Η ζημιά των \$1.000 είναι επώδυνη, παρότι έχετε ίσες πιθανότητες να κερδίσετε \$2.000. Σε έρευνα που έγινε, λιγότερο από το 40% των ερωτηθέντων απάντησαν ότι θα δέχονταν το στοίχημα. Σίγουρα μεγάλο ρόλο παίζουν τα ποσά του στοιχήματος.

Αν δώσουμε το ίδιο στοίχημα με μικρότερα ποσά, δηλαδή ζημιά \$100 και κέρδος \$200, τότε το 60% δέχεται το στοίχημα. Και πάλι όμως μένει ένα 40% που φοβάται να χάσει \$100.

Ας υποθέσουμε τώρα ότι σας δινόταν η ευκαιρία να παίξετε το στοίχημα αυτό δύο φορές κρατώντας τα ποσά στα \$100 και \$200. Θα γινόταν το στοίχημα περισσότερο ελκυστικό; Η απάντηση είναι ναι, αφού το 70% των ερωτηθέντων απάντησαν ότι θα δέχονταν το στοίχημα.

Τέλος, τι θα γινόταν αν σας δινόταν η ευκαιρία να παίξετε αυτό το παιχνίδι εκατό φορές; Το ποσοστό των ανθρώπων που δέχτηκαν το στοίχημα αυξήθηκε σε 90%. Γίνεται λοιπόν φανερό ότι η ανοχή των ανθρώπων ως προς τον κίνδυνο αυξάνεται, όσο αυξάνεται ο αριθμός των επαναλήψεων του στοιχήματος.

Οι Shlomo, Benartzi και Thaler (1995) υποστηρίζουν ότι οι άνθρωποι αντιδρούν έτσι λόγω της μυωπικής αποστροφής της ζημιάς. Όσοι απορρίπτουν το πρώτο στοίχημα, θεωρούν πολύ σημαντικότερη τη ζημιά των \$1.000 από το κέρδος των \$2.000. Παρόμοια, όσοι δέχονται το ίδιο στοίχημα με μικρότερα ποσά, θεωρούν ότι η ζημιά των \$100 αντισταθμίζεται από το κέρδος των \$200.

Οι άνθρωποι εκτιμούν το στοίχημα που παίζεται μια φορά ξεχωριστά από τις υπόλοιπες αποφάσεις τους, και καταγράφουν το πιθανό αποτέλεσμα για κάθε στοίχημα σε ξεχωριστούς νοητούς λογαριασμούς. Παίζοντας όμως το στοίχημα πολλές φορές, οι άνθρωποι αισθάνονται ότι ο νόμος του μέσου όρου είναι με το μέρος τους. Τώρα χρειάζονται μόνο μια κορώνα σε έναν από τους δυο γύρους για να σημειώσουν κέρδος. Οι πιθανότητες της ζημιάς είναι ακόμα 25%. Όμως οι πιθανότητες να κερδίσουν ανέβηκαν από 1 σε 2 και από 3 σε 4. Φυσικά και το μέγεθος της ζημιάς- αν αυτό συμβεί- διπλασιάστηκε από \$100 σε \$200. Όμως και το μέγιστο κέρδος διπλασιάστηκε από \$200 σε \$400.

Απ' όλα αυτά ανακύπτουν δύο θέματα: α) Όσοι αρνούνται να στοιχηματίσουν, μας λένε ότι αν και οι πιθανότητες είναι οι ίδιες, εντούτοις ο πόνος της απώλειας των \$100 είναι μεγαλύτερος από τη χαρά ακόμα και του διπλάσιου κέρδους. β) Όσοι απορρίπτουν το στοίχημα της μιας φοράς και δέχονται το στοίχημα που

επαναλαμβάνεται, δείχνουν μυωπική αποστροφή της ζημιάς. Δηλαδή απομονώνουν το κάθε στοιχείο που αντιμετωπίζουν και το εκτιμούν ξεχωριστά από τα υπόλοιπα. Το βάζουν σε ένα στενό πλαίσιο και αρνούνται να το δουν σαν έναν γύρο από τους πολλούς που έχει η ζωή.

Η εκδοχή του στοιχήματος με τις δύο προσπάθειες, ανοίγει τους ορίζοντες των ανθρώπων και τους κάνει λιγότερο μυωπικούς, ενώ η εκδοχή με τις πολλαπλές προσπάθειες οδηγεί σε ακόμα μικρότερη αποστροφή των ζημιών ενός μόνο γύρου.

Ο Benartzi και ο Thaler υποστηρίζουν ότι πολλοί επενδυτές κρατούν εξαιρετικά συντηρητικά χαρτοφυλάκια. Αυτό συμβαίνει επειδή εστιάζονται υπερβολικά στις πιθανές βραχυχρόνιες ζημιές. Η μυωπική αποστροφή της ζημιάς κάνει τους επενδυτές να έχουν χαρτοφυλάκια αποτελούμενα από λίγες μετοχές και πολλές επενδύσεις σταθερού εισοδήματος. Εξετάζοντας την πορεία των μετοχών με βάση τους μήνες, από το 1926 η απόδοση των μετοχών είναι 62%, ενώ η μέση ζημιά είναι περίπου όση και το κέρδος. Αξιολογώντας όμως τις μετοχές ανά διαστήματα πέντε χρόνων, η απόδοσή τους ήταν 90%, ενώ οι ζημιές αντιστοιχούσαν μόνο στο 63% του μέσου κέρδους.

Εξαιτίας λοιπόν της μυωπικής αποστροφής της ζημιάς, πολλοί επενδυτές επιλέγουν χαρτοφυλάκια με αξιόγραφα σταθερού εισοδήματος. Κατ' αυτόν τον τρόπο δεν είναι ποτέ αναγκασμένοι να αναγνωρίσουν κάποια ζημιά, όσο κρατούν τα αξιόγραφα αυτά μέχρι τη λήξη τους. Η μυωπική αποστροφή της ζημιάς που οδηγεί τους επενδυτές να επιλέγουν συντηρητικά χαρτοφυλάκια, ακυρώνεται από την υπερβολική αισιοδοξία που οδηγεί τους επενδυτές στην επιλογή χαρτοφυλακίων άκρως επιθετικών.

Η μυωπική αποστροφή της ζημιάς αποτελεί την πιθανότερη εξήγηση για το λεγόμενο Equity premium puzzle.

EQUITY PREMIUM PUZZLE

Οι Shlomo Benartzi και Richard Thaler(1995) πιστεύουν ότι στο παρελθόν η αποστροφή της ζημιάς προκάλεσε την απομάκρυνση των επενδυτών από τις μετοχές.

Γι' αυτό, οι αποδόσεις των μετοχών ήταν πολύ μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες αποδόσεις των ομολόγων.

Ο οικονομολόγος Jeremy Siegal αποδεικνύει ότι για τις τελευταίες δύο δεκαετίες η πραγματική απόδοση των μετοχών ήταν 7% περισσότερο από την απόδοση των ομολόγων χωρίς κίνδυνο. Από θεωρητική άποψη, ένα ποσοστό της τάξης των 7% θεωρείται τεράστιο και η διαφορά αυτή καλείται equity premium puzzle (Mehra και Prescott 1985). Για να κατανοήσουμε το χαρακτήρα αυτού του παζλ, ας δούμε την παρακάτω ερώτηση που έχει σχέση με την ανοχή των επενδυτών ως προς τον κίνδυνο.

Φανταστείτε ότι είστε ο μόνος από την οικογένεια που έχει εισόδημα, και ότι έχετε μια δουλειά που σας εξασφαλίζει τον επιούσιο για όλη σας τη ζωή. Ας υποθέσουμε ότι σας δίνεται η δυνατότητα να έχετε μια άλλη εξίσου καλή δουλειά, με πιθανότητες 50% να διπλασιάσετε το εισόδημά σας για μια ζωή, και 50% να χάσετε το εισόδημά σας. Δείξτε ποιο θα ήταν το ποσοστό χ που θα σας έκανε αδιάφορους μεταξύ του να κρατήσετε την παλιά σας δουλειά ή να επιλέξετε την καινούρια αντιμετωπίζοντας 50-50 πιθανότητα να διπλασιάσετε τον μισθό σας ή να τον χάσετε με ποσοστό χ .

Ο μέσος όρος απαντήσεων έδινε ποσοστό 23%. Όμως η απάντηση που δικαιολογεί το ιστορικό μέσο equity premium είναι γύρω στο 4%. Η διαφορά ανάμεσα στο 23% και στο 4% δεν είναι μικρή. Στην πραγματικότητα, η πρόθεση να ανεχθεί κανείς πτώση όχι μεγαλύτερη του 4% είναι πολύ ακραία σε σχέση με την απάντηση που έδωσαν οι άνθρωποι.

Ο Shmuel Kandel και ο Robert Stambaugh (1991) υποστηρίζουν ότι οι άνθρωποι είναι λιγότερο ανεκτικοί στους κινδύνους των οποίων τα μεγέθη είναι μικρότερα από αυτό που περιγράφηκε στο ανωτέρω παράδειγμα. Ο Hersh Shefrin εντούτοις, υποστήριξε ακριβώς το αντίθετο, ότι δηλαδή οι άνθρωποι γίνονται περισσότερο ανεκτικοί στον κίνδυνο όταν τα μεγέθη είναι μικρότερα.

Οι Benartzi και Thaler (1995) υποστηρίζουν ότι ιστορικά η πρόθεση των επενδυτών να κρατήσουν τις μετοχές, πηγάζει από το ότι οι χρονικοί τους ορίζοντες είναι βραχυπρόθεσμοι. Είναι αυτό που ονομάζουμε μυωπική αποστροφή της ζημιάς. Η

λύση στο μεροληπτικό αυτό σφάλμα είναι η αξιολόγηση του χαρτοφυλακίου λιγότερο συχνά, όχι περισσότερο από μια φορά το χρόνο. Στην πραγματικότητα οι επενδυτές εξετάζουν τις μετοχές πολύ πιο συχνά. Ο John Pound και ο Robert Shiller (1989) βρήκαν ότι οι επενδυτές περνούν περισσότερο από μισή ώρα την ημέρα παρακολουθώντας τις πιο πρόσφατες μετοχές που αγόρασαν.

Επίσης πρέπει να σημειωθεί, ότι οι Nicholas Barberis, Ming Huang και Tano Santos(1999) χρησιμοποίησαν το “house money effect” για να προχωρήσουν ακόμη περισσότερο. Υποστήριξαν ότι μετά από μια ανοδική πορεία του χρηματιστηρίου, το «house money effect» κάνει τους ανθρώπους περισσότερο ανεκτικούς στον κίνδυνο και μειώνει το equity premium. Αντίθετα μετά από μια καθοδική πορεία του χρηματιστηρίου, οι άνθρωποι γίνονται λιγότερο ανεκτικοί στον κίνδυνο και το equity premium αυξάνεται.

ΑΥΤΟΕΛΕΓΧΟΣ (SELF-CONTROL)

Οι άνθρωποι σε όλη τη διάρκεια της ζωής τους, έρχονται συχνά αντιμέτωποι με το δίλημμα να επιλέξουν ανάμεσα σε αποφάσεις που κάνουν τη ζωή πιο ευχάριστη στο παρόν και αποφάσεις που θα κάνουν τη ζωή πιο ευχάριστη στο μέλλον. Η χρυσή τομή είναι να μπορέσει κανείς να ισορροπήσει ανάμεσα στις δύο αυτές επιλογές.

Το πρόβλημα του αυτοελέγχου μπορεί να οριστεί ως η σύγκρουση μεταξύ των δύο αυτών εαυτών, δηλαδή του σχεδιαστή(planner) και αυτού που πράττει(doer). Ο σχεδιαστής αποτελεί τη λογική πλευρά του εαυτού μας, ο οποίος αποταμιεύει για μελλοντική κατανάλωση, δείχνει ισχυρή θέληση και εκπληρώνει όλα τα δυσάρεστα καθήκοντα του παρόντος. Αντίθετα αυτός που πράττει, αποτελεί τη συναισθηματική πλευρά του εαυτού μας ο οποίος επιθυμεί την κατανάλωση στο παρόν, κωλυσιεργεί στην εκπλήρωση ανεπιθύμητων καθηκόντων και λειτουργεί με βάση τις επιθυμίες του.

Έχει παρατηρηθεί ότι οι άνθρωποι έχουν την τάση να αποταμιεύουν περισσότερο όταν τους δίνεται συγκεντρωτικά ένα μεγάλο ποσό (bonus), παρά από τον κανονικό μισθό τους. Φανταστείτε δύο ανθρώπους οι οποίοι κερδίζουν \$25.000 το χρόνο. Ο

πρώτος πληρώνεται σε 12 ίσες μηνιαίες πληρωμές. Ο δεύτερος παίρνει τα \$20.000 σε 12 ίσες μηνιαίες πληρωμές και τα \$5.000 όλα μαζί σαν μπόνους. Οι άνθρωποι αυτοί θα έπρεπε να έχουν τις ίδιες αποταμιεύσεις αφού παίρνουν τον ίδιο μισθό. Παρόλα αυτά, αυτός που πήρε το μπόνους πιθανότατα θα αποταμιεύσει περισσότερο.

Αυτός είναι πιθανότατα και ο λόγος που οι αποταμιεύσεις στην Ιαπωνία είναι μεγαλύτερες από τις ΗΠΑ. Μεγαλύτερο ποσοστό του εισοδήματος δίνεται στην Ιαπωνία ως μπόνους στο τέλος του χρόνου. Είναι λοιπόν ευκολότερο να ζει κανείς με τον κανονικό του μισθό και να αποταμιεύει μεγάλα ποσά που παίρνει συνολικά.

Ως συνέπεια της έλλειψης αυτοελέγχου, αναπτύχθηκαν τα συνταξιοδοτικά προγράμματα τα οποία βοηθούν τους ανθρώπους να αποταμιεύουν για το μέλλον. Αυτά τα προγράμματα προσφέρουν φορολογικές απαλλαγές και επιπρόσθετα οι μεγάλες ποινές που επιβάλλουν για πρόωγη ανάληψη χρημάτων, μας αποτρέπουν από τους πειρασμούς για παρούσα κατανάλωση και μας βοηθούν στην αποταμίευση χρημάτων.

Στον τομέα των επενδύσεων τώρα, οι άνθρωποι συχνά παρασύρονται από τα συναισθήματά τους και χάνουν τον αυτοέλεγχο. Ο πόνος της μετάνοιας, η αποστροφή της ζημιάς κάνουν συχνά τους ανθρώπους να κρατούν μετοχές με απώλειες για μεγάλο χρονικό διάστημα και να πωλούν πολύ γρήγορα μετοχές με κέρδη. Επίσης οι άνθρωποι, παρασύρονται από τις on line πληροφορίες μέσω Internet ή από συμβούλους που προσπαθούν να εκμεταλλευτούν τις ανθρώπινες αδυναμίες και προβαίνουν σε κινήσεις βιάστικές και παράλογες. Οδηγούνται σε υπερβολική αγοροπωλησία μετοχών και μακροπρόθεσμα σημειώνουν απώλειες.

Ένας τρόπος να ελέγξει κανείς τον εαυτό του είναι να συμβιβάσει τους δύο εαυτούς του (τον σχεδιαστή και αυτόν που πράττει) και να ανοίξει δύο λογαριασμούς. Ο ένας, που θα έχει το μεγάλο όγκο των χρημάτων, θα εξυπηρετεί μια μακροπρόθεσμη στρατηγική, ενώ ο άλλος θα χρησιμοποιείται κυρίως για την ευχαρίστηση του επενδυτή. Φυσικά θα μπορούσε κανείς να παίζει με ένα μικρό ποσό έχοντας έναν και μόνο λογαριασμό, αλλά αυτό θα απαιτούσε μεγάλο αυτοέλεγχο, προκειμένου να μην χρησιμοποιήσει μεγαλύτερο τμήμα του κεφαλαίου.

Επίσης οι άνθρωποι θα πρέπει να εμπιστεύονται μόνο συμβούλους τους οποίους γνωρίζουν καλά, και να ελέγχουν τις προτάσεις τους προσαρμόζοντας τις στις δικές τους ανάγκες.

Ας δούμε τώρα τον αυτοέλεγχο σε σχέση με τη διανομή μερισμάτων. Γιατί οι άνθρωποι προτιμούν τις μετοχές που δίνουν μερίσματα, παρότι πολλές φορές μπορεί να είναι λιγότερο κερδοφόρες από άλλες που δεν δίνουν μέρισμα; Αυτό συμβαίνει γιατί οι άνθρωποι, κυρίως οι συνταξιούχοι, οι οποίοι χρηματοδοτούν τα έξοδα διαβίωσης από το δικό τους χαρτοφυλάκιο, ανησυχούν μήπως ξοδέψουν τα χρήματά τους πολύ γρήγορα. Φοβούνται την απώλεια του αυτοελέγχου, όπου η επιθυμία για άμεση ικανοποίηση των αναγκών τους, τους οδηγεί σε υπερβολικά έξοδα.

Εφαρμόζουν την αρχή, «μην ακουμπήσεις το κεφάλαιο», για να μην υποκύψουν στους πειρασμούς. Τα μερίσματα αντίθετα, τα θεωρούν ως εισόδημα και όχι ως κεφάλαιο. Έτσι, νιώθουν καλύτερα όταν επιλέγουν μετοχές με μεγάλες μερισματικές αποδόσεις, οι οποίες αφού δε θεωρούνται κεφάλαιο, προορίζονται προς κατανάλωση. Γίνεται δηλαδή φανερό ότι οι μετοχές με μερίσματα βοηθούν τους ανθρώπους στον αυτοέλεγχο, ώστε να μην κατασπαταλήσουν το κεφάλαιό τους προς ικανοποίηση των τρεχουσών αναγκών.

ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΑΠΟΜΟΝΩΣΗΣ (THE ISOLATION EFFECT)

Οι Kahneman και Tversky έδειξαν ότι οι άνθρωποι προκειμένου να αποφασίσουν μεταξύ δυο εναλλακτικών επιλογών, αφαιρούν τα κοινά σημεία των επιλογών αυτών και εστιάζουν στα στοιχεία εκείνα που τις διαφοροποιούν. Παρόλα αυτά υπάρχουν περιπτώσεις που η ίδια αυτή αρχή μπορεί να οδηγήσει σε ασυνέπεια στις προτιμήσεις. Ας δούμε το παρακάτω παράδειγμα:

Φανταστείτε το παρακάτω παιχνίδι, το οποίο αποτελείται από δύο στάδια: Στο πρώτο στάδιο υπάρχει πιθανότητα 0,25 να προχωρήσεις στο δεύτερο στάδιο (0,75 πιθανότητα να τελειώσεις το παιχνίδι χωρίς κέρδη). Αν φτάσεις στο δεύτερο στάδιο έχεις τη δυνατότητα να επιλέξεις ανάμεσα σε α) \$3.000 σίγουρου κέρδους και β)

κέρδους \$4.000 με πιθανότητα 0.8 Η επιλογή σου πρέπει να γίνει πριν αρχίσει το παιχνίδι, δηλαδή πριν γίνει γνωστό το αποτέλεσμα του πρώτου γύρου.

Περίπου το 80% των ερωτηθέντων επέλεξαν το α, αγνοώντας τελείως το πρώτο στάδιο του παιχνιδιού και επιλέγοντας το σίγουρο κέρδος. Παρόλα αυτά, αν λάβουμε υπ' όψιν μας και το πρώτο στάδιο του παιχνιδιού, οι επιλογές α και β ισοδυναμούν με τις ακόλουθες: α) 0,25 πιθανότητα να κερδίσεις \$3.000 και β) $0,25 \cdot 0,80 = 0,20$ πιθανότητα να κερδίσεις \$4.000. Σε αυτές τις ισοδύναμες επιλογές η πλειοψηφία των ερωτηθέντων επιλέγει την απάντηση β.

Το φαινόμενο αυτό ονομάζεται φαινόμενο απομόνωσης. Γίνεται δηλαδή φανερό ότι οι προτιμήσεις των ανθρώπων καθορίζονται από τον τρόπο που αυτοί αναλύουν τα ενδεχόμενα, τα αποσυνθέτουν και τα ξανασυνθέτουν καθώς και από τον τρόπο που απομονώνουν τα εξαρτημένα ενδεχόμενα από το συνολικό πρόβλημα. Οι διαφορετικοί τρόποι διάσπασης οδηγούν σε διαφορετικές προτιμήσεις.

ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΣΙΓΟΥΡΙΑΣ (CERTAINTY EFFECT) ΚΑΙ ΤΟ ΠΑΡΑΔΟΞΟ ΤΟΥ ALLAIS

Ο Γάλλος οικονομολόγος Maurice Allais (1950) ήταν ο πρώτος που αμφισβήτησε την παραδοσιακή θεωρία της αναμενόμενης χρησιμότητας του Neumann Morgenstern με μια σειρά συστηματικών αποδείξεων και οδήγησε στη δημιουργία γενικευμένων μοντέλων που περιγράφουν τη συμπεριφορά των ανθρώπων κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας.

Σύμφωνα με την παραδοσιακή θεωρία των Neumann Morgenstern, οι άνθρωποι επιλέγουν πάντα ό,τι τους παρέχει τη μεγαλύτερη αναμενόμενη χρησιμότητα. Ο Maurice Allais απέδειξε ότι οι άνθρωποι υπερεκτιμούν ενδεχόμενα που θεωρούνται χρήσιμα από άλλα που θεωρούνται σχεδόν χρήσιμα. Το φαινόμενο αυτό ονομάζεται φαινόμενο σιγουριάς και οδηγεί τους ανθρώπους πολλές φορές σε επιλογές που δεν έχουν τη μέγιστη αναμενόμενη χρησιμότητα. Ας παρακολουθήσουμε το κάτωθι παράδειγμα που χρησιμοποίησε ο Allais:

Φανταστείτε ότι δυο πλούσια ξαδέρφια σας, σας δίνουν τη δυνατότητα να επιλέξετε ανάμεσα σε δύο Χριστουγεννιάτικα δώρα:

1. Ο ξάδερφος Snip σου προσφέρει τη δυνατότητα να επιλέξεις ανάμεσα σε:

α) \$1 εκατομμύριο μετρητά.

β) Ένα στοίχημα στο οποίο έχεις 10% πιθανότητα να κερδίσεις \$5 εκατομμύρια, 89% πιθανότητα να κερδίσεις \$1 εκατομμύριο και 1% πιθανότητα να μην κερδίσεις τίποτα.

2. Ο ξάδερφος Snap σου προσφέρει τη δυνατότητα να διαλέξεις ανάμεσα σε:

γ) Ένα στοίχημα στο οποίο έχεις 11% πιθανότητα να κερδίσεις \$1 εκατομμύριο.

δ) Ένα στοίχημα στο οποίο έχεις πιθανότητα 10% να κερδίσεις \$5 εκατομμύρια.

Τι θα επιλέγατε;

Οι περισσότεροι συμμετέχοντες στην πρώτη ερώτηση διάλεξαν το α, παρότι το β έχει την μεγαλύτερη αναμενόμενη χρησιμότητα: $u(a) < u(\beta)$ αφού $u(\$1.000.000 * 1) < u(0,1 * \$5.000.000 + 0,89 * \$1.000.000 + 0,01 * \$0) = \$1.390.000$. Δηλαδή οι άνθρωποι φαίνεται ότι προτιμούν το σίγουρο κέρδος.

Αντίθετα στο δεύτερο ερώτημα επιλέγουν το δ, επειδή πιστεύουν ότι δεν υπάρχει σπουδαία διαφορά ανάμεσα στην πιθανότητα 10% και την πιθανότητα 11%, ενώ αντιθέτως υπάρχει τεράστια διαφορά ανάμεσα στο ποσό των \$1.000.000 και \$5.000.000. Επίσης, η επιλογή δ έχει και τη μεγαλύτερη αναμενόμενη χρησιμότητα: $u(0,1 * \$5.000.000) > u(0,11 * \$1.000.000)$, δηλαδή $u(\$500.000) > u(\$110.000)$.

Το παράδοξο που παρατηρείται εδώ είναι ότι σε όρους χρησιμότητας οι δύο επιλογές είναι αντιφατικές:

Η επιλογή α συνεπάγεται ότι:
 $u(\$1.000.000) > u(0,1 * \$5.000.000 + 0,89 * \$1.000.000 + 0,01 * \$0) \Rightarrow$
 $0,11 * u(\$1.000.000) > 0,1 * u(\$5.000.000).$

Αντίθετα, η επιλογή δ υπονοεί ακριβώς το αντίθετο:

$0,11 * u(\$1.000.000) < 0,1 * u(\$5.000.000).$

Γίνεται λοιπόν φανερό ότι οι άνθρωποι προτιμούν τα σίγουρα κέρδη αντί των πολύ πιθανών, παρότι μπορεί να εισπράττουν μικρότερη χρησιμότητα. Το φαινόμενο αυτό, λέγεται φαινόμενο της σιγουριάς και οδηγεί σε προτιμήσεις κλειδώματος σίγουρων

κερδών και αποφυγής σίγουρων ζημιών, τακτική όμως που όμως δεν αποδίδει την μέγιστη χρησιμότητα. Ο Allais επίσης έδειξε ότι οι άνθρωποι όταν τα ενδεχόμενα αφορούν κέρδη δυνατόν να επιτευχθούν, αλλά πολύ απίθανο να συμβούν, οι περισσότεροι επιλέγουν τα υψηλότερα κέρδη και ας έχουν την πιο μικρή πιθανότητα.

ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΑΝΤΑΝΑΚΛΑΣΗΣ (REFLECTION EFFECT)

Σύμφωνα με το φαινόμενο αυτό, οι προτιμήσεις των ανθρώπων ανάμεσα σε θετικά ενδεχόμενα είναι αντανάκλαση των προτιμήσεων ανάμεσα στα αρνητικά ενδεχόμενα. Για παράδειγμα, αν κανείς επιλέγει \$3.000 σίγουρου κέρδους από κέρδος \$4.000 με πιθανότητα 80%, τότε είναι πολύ πιθανό να προτιμά να χάσει \$4.000 με πιθανότητα 80% από το να χάσει σίγουρα \$3.000. Το φαινόμενο αυτό ονομάστηκε από τον Kahnemann και Tversy, φαινόμενο αντανάκλασης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ

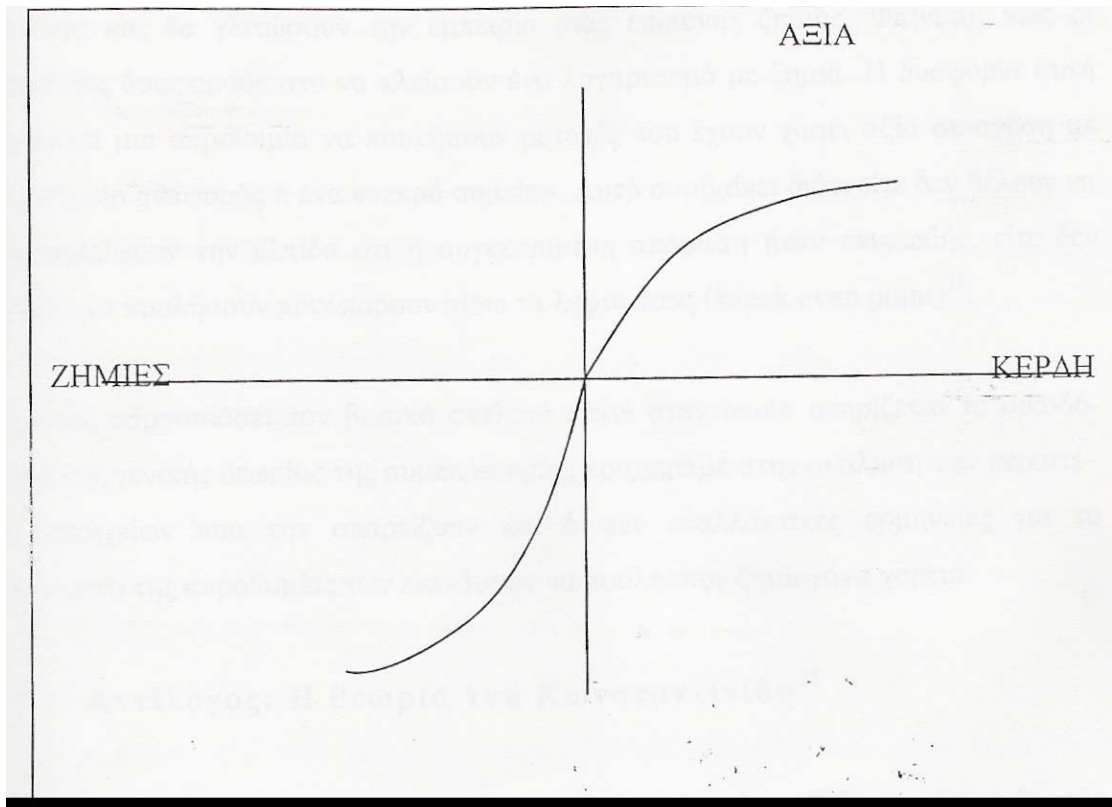
Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ ΠΡΟΣΔΟΚΙΩΝ (PROSPECT THEORY)

Η θεωρία των προσδοκιών αναπτύχθηκε από τους ψυχολόγους Kahneman και Tversky στις αρχές της δεκαετίας του 1980 για να διορθώσει τα περιγραφικά λάθη της θεωρίας της χρησιμότητας σε ότι αφορά τις ανθρώπινες αποφάσεις. Η θεωρία των προσδοκιών προσπαθεί να περιγράψει τις ανθρώπινες αποφάσεις κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας και επεκτείνεται στον τομέα της κοινωνικής ψυχολογίας.

Αντίθετα με τη θεωρία της χρησιμότητας, η οποία ενδιαφέρεται για το πώς θα έπρεπε να είναι οι ανθρώπινες αποφάσεις κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας, η θεωρία των προσδοκιών ενδιαφέρεται για το πώς είναι πράγματι οι ανθρώπινες αποφάσεις κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας. Η θεωρία της χρησιμότητας ισχυρίζεται ότι οι άνθρωποι δρουν απολύτως ορθολογικά με στόχο τη μεγιστοποίηση του πλούτου τους. Αντίθετα, η θεωρία των προσδοκιών όντας πιο ανθρώπινη αλλά στηριζόμενη σε μια ισχυρή μαθηματική βάση, έρχεται να δείξει πώς πολλά μεροληπτικά σφάλματα παρεμβαίνουν στην διανοητική διαδικασία και κάνουν τους ανθρώπους να μην δρουν πάντα ορθολογικά.

Η θεωρία των προσδοκιών αντικαθιστά τη συνάρτηση χρησιμότητας της παραδοσιακής θεωρίας των Neumann Morgestern με τη συνάρτηση αξίας. Αντίθετα με την παραδοσιακή θεωρία της χρησιμότητας, υποστηρίζει ότι οι άνθρωποι δεν εξετάζουν την επίδραση ενός ενδεχομένου στον τελικό πλούτο τους, αλλά πώς μια συγκεκριμένη πράξη δημιουργεί κέρδη ή ζημιές σε σχέση με το status quo, δηλαδή σε σχέση με ένα σημείο αναφοράς. Ενδιαφέρονται δηλαδή για τις μεταβολές του χαρτοφυλακίου τους και όχι για τη συνολική αξία του χαρτοφυλακίου. Έτσι εξηγείται γιατί οι επενδυτές λόγω της αποστροφής της ζημιάς, αποφεύγουν να πωλούν τις ζημιολύγες μετοχές, έτσι ώστε να μην καταγράψουν ζημιές.

Η συνάρτηση της αξίας έχει σχήμα S. Αυτό σημαίνει ότι είναι κοίλη στο μέρος των κερδών και κυρτή στο μέρος των ζημιών. Το γεγονός αυτό δηλώνει ότι οι επενδυτές αποστρέφονται τον κίνδυνο σε περιβάλλον κερδών ενώ επιζητούν τον κίνδυνο σε περιβάλλον ζημιών.



Επίσης, η συνάρτηση αξίας είναι πιο απότομη στον τομέα των ζημιών από ότι στον τομέα των κερδών. Αυτό υπονοεί την αποστροφή στον κίνδυνο. Ίδιου μεγέθους κέρδη και ζημιές δεν έχουν τον ίδιο αντίκτυπο στις ανθρώπινες αποφάσεις. Οι ζημιές δημιουργούν περισσότερο πόνο απ' όση χαρά δημιουργούν τα κέρδη. Εμπειρικές μελέτες έχουν αποδείξει ότι οι ζημιές δίνουν διπλάσιο πόνο από τη χαρά που προσφέρουν τα κέρδη.

Η θεωρία των προσδοκιών διαφέρει επίσης από τη θεωρία της χρησιμότητας στον τρόπο που αντιμετωπίζει τις πιθανότητες που σχετίζονται με κάποια συγκεκριμένα ενδεχόμενα. Η κλασσική θεωρία της χρησιμότητας υποστηρίζει ότι οι επενδυτές αντιμετωπίζουν την πιθανότητα 50% να κερδίσουν ως ακριβώς αυτό: 50% πιθανότητα να κερδίσουν. Αντίθετα, η θεωρία των προσδοκιών πιστεύει ότι τα άτομα αξιολογούν τις επιλογές τους πολλαπλασιάζοντας την αξία κάθε επιλογής όπως καθορίζεται από τη συνάρτηση αξίας, με ένα βάρος (decision weight) που

είναι η υποκειμενική πιθανότητα και δεν ταυτίζεται πάντα με την πραγματική πιθανότητα. Πιο συγκεκριμένα, οι άνθρωποι τείνουν να υπερεκτιμούν τις μικρές πιθανότητες και να υποεκτιμούν τις μεσαίες και μεγάλες πιθανότητες.

Για να γίνουν πιο κατανοητά όλα αυτά, θα αναφέρουμε ένα παράδειγμα:

Έστω ότι κάποιος αγοράζει μια μετοχή της οποίας η τιμή ανεβαίνει. Αν ο επενδυτής χρησιμοποιεί ως σημείο αναφοράς την τιμή αγοράς, τότε θα βρίσκεται σε πιο κοίλο τμήμα της συνάρτησης της αξίας(αποστροφής κινδύνου). Αν πιστεύει ότι η αναμενόμενη απόδοση καλύπτει τον κίνδυνο, κρατάει τη μετοχή, διαφορετικά τη ρευστοποιεί και καρπώνεται τα κέρδη. Αν τώρα η τιμή της μετοχής πέσει, τότε βρίσκεται στο κυρτό τμήμα της καμπύλης(αναζήτησης κινδύνου) και κρατάει τη μετοχή για να μην καταγράψει ζημιές.

Άρα γίνεται φανερό ότι η θεωρία των προσδοκιών ερμηνεύει φαινόμενα όπως η αποστροφή του κινδύνου(loss aversion), το αποτέλεσμα της διάθεσης(disposition effect), το αποτέλεσμα της σιγουριάς(certainty effect), το αποτέλεσμα απομόνωσης(isolation effect), τη φθίνουσα ευαισθησία(diminishing sensitivity) κ.λ.π, φαινόμενα που δεν καλύπτονται από την παραδοσιακή θεωρία της χρησιμότητας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ

ΘΟΡΥΒΟΣ (NOISE)

Η υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών υποστηρίζει ότι οι τιμές των μετοχών αντανακλούν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες για τις μετοχές αυτές. Κάθε μεταβολή στην τιμή οφείλεται στην εμφάνιση κάποιας νέας πληροφορίας.

Κάποιες από τις πληροφορίες είναι προβλέψιμες και κάποιες όχι. Αν η αγορά λειτουργεί αποτελεσματικά, οι προβλέψιμες πληροφορίες έχουν ήδη ενσωματωθεί στην τιμή. Με άλλα λόγια, μια άνοδος ή πτώση στην τιμή μιας μετοχής έχει ήδη συμβεί στη βάση της πρόβλεψης. Όταν τελικά τα νέα φτάσουν, δεν μπορούν πια να επηρεάσουν την τιμή. Γι' αυτό οι διακυμάνσεις των τιμών συμβαίνουν λόγω των πραγματικά νέων πληροφοριών, δηλαδή αυτών που δεν είναι προβλέψιμες με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία.

Στην πραγματικότητα όμως τα πράγματα είναι πολύ διαφορετικά. Στην αγορά δεν υπάρχουν μόνο ορθολογικοί επενδυτές που κινούνται με βάση μόνο τις ορθές πληροφορίες, αλλά και οι λεγόμενοι «noise traders», οι οποίοι χρησιμοποιούν λανθασμένες πληροφορίες. Η έννοια του «noise trader» εισήχθη από τον Black (1986) και σημαίνει τον συμμετέχοντα στην αγορά με λανθασμένες πληροφορίες, έχοντας όμως την ψευδαίσθηση ότι οι πληροφορίες του είναι σωστές. Η έννοια του θορύβου δηλώνει ότι αισθάνεται κανείς για την αγορά, χωρίς να στηρίζεται σε θεμελιώδη στοιχεία.

Οι επενδυτές που κινούνται με βάση τον «θόρυβο» είναι πολλοί, και οι αποφάσεις τους έχουν σημαντικό αντίκτυπο στην αγορά. Η παρουσία τους μπορεί να εξηγήσει τον μεγάλο όγκο συναλλαγών στην αγορά και την ύπαρξη ρευστότητας. Χωρίς αυτούς ουσιαστικά, δεν θα υπήρχε εμπόριο μετοχών. Αν υπήρχαν μόνο λογικοί επενδυτές, το εμπόριο θα υπήρχε μόνο για λόγους ανταλλαγής αγαθών και όχι για κερδοσκοπία. Οι ορθολογικοί επενδυτές που θα εμπορεύονταν μεταξύ τους, θα συνειδητοποιούσαν ότι όποιος επενδυτής ήταν διατεθειμένος να πληρώσει υψηλότερη τιμή για μια συγκεκριμένη μετοχή, θα πρέπει να είχε επιπλέον πληροφορίες για την απόδοση της.

Η παρουσία των noise traders δίνει στους ορθολογικούς επενδυτές κίνητρο να συλλέξουν περισσότερες πληροφορίες και να εκμεταλλευτούν τις ευκαιρίες κέρδους

που δημιουργούν οι μη ορθολογικοί επενδυτές. Βέβαια, επειδή η παρουσία των noise traders κάνει δύσκολη την πρόβλεψη για την πορεία των μετοχών, παρότι δημιουργούνται ευκαιρίες για κερδοσκοπία, η αβεβαιότητα που δημιουργεί ο θόρυβος κάνει δύσκολη την επίτευξη των κερδών.

Η ένταση του θορύβου καθορίζεται από το βαθμό αυτοπεποίθησης των noise traders για την ψευδοπληροφορία που διαθέτουν και από το βαθμό συμμετοχής τους στην αγορά. Κάποιοι πιστεύουν ότι ο υψηλός θόρυβος κάνει τις τιμές αποτελεσματικότερες γιατί οι ορθολογικοί επενδυτές εκμεταλλεύονται τη ρευστότητα της αγοράς, γίνονται πιο επιθετικοί και εσωκλείουν περισσότερη ορθή πληροφορία στην τιμή. Κάποιο άλλοι πιστεύουν ότι ο ρυθμός ενσωμάτωσης του θορύβου είναι υψηλότερος από τον αντίστοιχο της ορθής πληροφορίας.

Γενικά όμως, όλοι δέχονται ότι αν οι ορθολογικοί επενδυτές δεν είναι απολύτως σωστά πληροφορημένοι και δεν έχουν πολύ χρόνο για να εκμεταλλευτούν τις ευκαιρίες, τότε ο υψηλός θόρυβος ελαττώνει την αποτελεσματικότητα. Ο Shleifer και ο Summers υποστηρίζουν ότι η υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών για τέλεια εξισορροποιητική κερδοσκοπία δεν είναι ρεαλιστική και μόνο περιορισμένης μορφής arbitrage είναι εφικτό.

Ο Black πάντως, υποστηρίζει ότι οι μη ορθολογικοί επενδυτές παίζουν χρήσιμο ρόλο στην αγορά. Είναι λοιπόν απίθανο, λόγω της ρευστότητας που προσφέρουν καθώς και του περιορισμένου arbitrage, οι δυνάμεις της αγοράς να εξαφανίσουν τους noise traders και να διατηρήσουν τις αποτελεσματικές τιμές.

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΦΟΥΣΚΕΣ (BUBBLES)

Με τον όρο φούσκα εννοούμε μια διαφορά μεταξύ θεμελιώδους αξίας μιας μετοχής και της χρηματιστηριακής τιμής, η οποία για κάποιο διάστημα συνεχώς μεγαλώνει

και όταν σε κάποιο σημείο σπάσει, οδηγεί σε απότομη και μεγάλη πτώση των τιμών. Οι φούσκες δηλαδή, είναι αυτοαναπτυσσόμενες και αυτοεκπληρούμενες διαφοροποιήσεις της τιμής από την αντικειμενική αξία μιας μετοχής, που όταν για κάποιο λόγο σταματήσει η αυτοανάπτυξη, σπάνε.

Βασική προϋπόθεση για τη δημιουργία μιας φούσκας είναι ο χρονικός ορίζοντας των επενδυτών. Οι φούσκες δηλαδή δημιουργούνται όταν οι άνθρωποι επενδύουν με στόχο τα βραχυπρόθεσμα και όχι τα μακροπρόθεσμα κέρδη, λειτουργούν δηλαδή περισσότερο ως τζογαδόροι και λιγότερο ως επενδυτές. Αντί να αγοράζουν μια μετοχή με βάση την ποιότητα των προϊόντων της εταιρείας της, το μέρισμα που δίνει ή την ικανότητα της διοίκησής της, προβαίνουν στην αγορά μιας μετοχής επειδή πιστεύουν ότι η τιμή της θα αυξηθεί τον επόμενο μήνα, ή ημέρα ή και ώρα ακόμη. Τα θεμελιώδη στοιχεία της εταιρείας αγνοούνται και τίθενται στο περιθώριο.

Συνεπώς, βασική προϋπόθεση για τη δημιουργία φούσκας είναι η κερδοσκοπία, εφόσον οι επενδυτές αγοράζουν ενσυνείδητα μετοχές, πολλές φορές σε πολύ υψηλές τιμές, με σκοπό όχι να τις κρατήσουν, αλλά για να τις μεταπωλήσουν σε κάποιον άλλο επενδυτή σε υψηλότερη τιμή.

Οι χρηματιστηριακές φούσκες δεν είναι φαινόμενο ασυνήθιστο ούτε αποτελεί στοιχείο των σύγχρονων καιρών. Έχει τις ρίζες του βαθιά στο παρελθόν, αφού μια από τις πιο εντυπωσιακές φούσκες εμφανίστηκε στην Ολλανδία το 1630. Το πιο διασκεδαστικό στη φούσκα αυτή, ήταν ότι το πιο ακριβό αγαθό ήταν ο βολβός της τουλίπας, ο οποίος κόστιζε μια περιουσία. Τη φούσκα αυτή έσπασε ακούσια ένας ξένος ναυτικός ο οποίος περνώντας το βολβό για κρεμμύδι, τον έφαγε. Οι άνθρωποι διερωτώμενοι πια αν ο βολβός τουλίπας άξιζε τις τόσο υψηλές τιμές, άρχισαν να πανικοβάλλονται και μέσα σε μια εβδομάδα οι βολβοί τουλίπας δεν άξιζαν σχεδόν τίποτα.

Από το παραπάνω παράδειγμα γίνεται φανερό ότι οι χρηματιστηριακές φούσκες εμφανίζονται λόγω της ψυχολογίας των επενδυτών, που είναι φαινόμενο διαχρονικό. Η υπερεμπιστοσύνη και ο θόρυβος σε συνδυασμό με άλλα συναισθήματα είναι υπεύθυνα για τη δημιουργία της «φούσκας» και την κρίση που ακολουθεί το σπάσιμό της.

Οι χρηματιστηριακές φούσκες, παρότι όπως αναφέρθηκε δεν είναι σύγχρονο φαινόμενο, εντούτοις ενισχύονται από τη σύγχρονη τεχνολογία. Η ανάπτυξη του internet, η πρόσβαση σε πληροφορίες που φαντάζουν απλές, αλλά χρειάζονται εξειδικευμένες γνώσεις, η εύκολη διασπορά ψευδών ειδήσεων μέσα από τα chat rooms, οδηγούν στη δημιουργία θορύβου και πολλές φορές σε χειραγώγηση των τιμών.

Πολλές φορές δηλαδή διαδίδονται ψευδείς πληροφορίες για κάποιες συγκεκριμένες μετοχές, με στόχο οι επενδυτές να αγοράσουν τις μετοχές αυτές και να ανεβάσουν έτσι τις τιμές. Κατόπιν κάποιοι επιτήδειοι πωλούν τις μετοχές τους σε υψηλές τιμές, και όταν η φούσκα σπάσει έχουν αποκομίσει τεράστια κέρδη αφήνοντας τους πολλούς αφελείς με ανυπολόγιστες ζημιές.

Πολλοί χρηματιστηριακοί αναλυτές θεωρούν ότι η χρηματιστηριακή κρίση του 1987 στις ΗΠΑ ήταν το σπάσιμο μιας φούσκας. Πότε όμως σπάει μια φούσκα; Όταν οι επενδυτές θεωρήσουν ότι η φούσκα, της οποίας την ύπαρξη ίσως και γνωρίζουν, αφού συνειδητά αγοράζουν ακριβά για να πουλήσουν ακριβότερα, αποτελέσει σημαντικό στοιχείο των τιμών, τότε οι επενδυτές θα νιώσουν έντονα πως πολύ σύντομα η φούσκα αυτή θα σπάσει. Μόλις αυτό γίνει αντιληπτό από πολλούς επενδυτές, τότε όντως η φούσκα θα σπάσει, αφού η ύπαρξη και το τέλος της είναι αυτοεκληρούμενα. Με το σπάσιμο της φούσκας, οι τιμές θα οδηγηθούν σε απότομη και έντονη πτώση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΒΔΟΜΟ

ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

Κατά καιρούς πολλοί ερευνητές έχουν ανακαλύψει κάποια σημαντικά στοιχεία , γνωστά ως ανωμαλίες, τα οποία δεν μπορούν να εξηγηθούν από τη θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών. Η ύπαρξη αυτών των ανωμαλιών έκανε τους ερευνητές να αμφισβητήσουν την θεωρία των αποτελεσματικών αγορών και να αναζητήσουν εναλλακτικά μοντέλα θεώρησης της συμπεριφοράς των αγορών. Οι κυριότερες από τις ανωμαλίες αυτές που έχουν καταγραφεί διεθνώς παρουσιάζονται στη συνέχεια..

Αποτέλεσμα αλλαγής του έτους (Turn of the year effect) ή Φαινόμενο Ιανουαρίου (January effect)

Σε κάποιες χώρες και κυρίως στις ΗΠΑ, οι αποδόσεις τον Γενάρη τείνουν να είναι υψηλότερες σε σχέση με τους άλλους μήνες του χρόνου. Οι πρώτοι που κατέγραψαν αυτό το φαινόμενο ήταν οι Rozeff και Kinney (1976). Χρησιμοποίησαν μετοχές του δείκτη NYSE για την περίοδο 1904-1974 και βρήκαν ότι η μέση απόδοση για το μήνα Ιανουάριο ήταν 3,48% ενώ τους άλλους μήνες ήταν μόνο 0,42%.

Μια εξήγηση για το παραπάνω φαινόμενο είναι λόγοι φορολογικοί. Κάποιοι επενδυτές πουλάνε μετοχές το Δεκέμβριο για να δημιουργήσουν κεφαλαιακές ζημιές, οι οποίες θα αφαιρεθούν από τα κεφαλαιακά κέρδη και έτσι θα μειώσουν την φορολογική τους υποχρέωση, όταν το φορολογικό σύστημα το επιτρέπει. Τον Ιανουάριο, ξαναγοράζουν τις μετοχές που προηγουμένως είχαν πουλήσει, με αποτέλεσμα να ωθούν τις τιμές των μετοχών προς τα πάνω.

Επίσης, η υπόθεση της αναμονής των προσόδων από τις πωλήσεις (parking the proceeds), υποστηρίζει ότι οι επενδυτές μετά τις πωλήσεις των ζημιογόνων μετοχών το Δεκέμβριο, δεν επανεπενδύουν αμέσως όλα τα χρήματα που εισπράττουν. Περιμένουν το νέο έτος, οπότε και πιέζουν τις τιμές προς τα πάνω. Το φαινόμενο ενισχύεται και από τις επιπλέον χρηματικές αμοιβές (Δώρα Χριστουγέννων κ.λ.π), πιέζοντας τις τιμές ακόμα περισσότερο.

Μια άλλη εξήγηση του φαινομένου αυτού είναι η λεγόμενη υπόθεση βιτρινας. Σύμφωνα με αυτήν, λόγω του ετήσιου απολογισμού, οι διαχειριστές των Α/Κ προβαίνουν σε τροποποιήσεις των χαρτοφυλακίων τους. Πουλάνε δηλαδή μετοχές

μικρών εταιρειών που ήταν ζημιογόνες και αγοράζουν άλλες με ανοδική πορεία. Το Γενάρη πωλούν τις κερδοφόρες αυτές μετοχές και αγοράζουν μικρές μετοχές με μεγάλη διακύμανση που αναμένεται ότι θα πάνε καλά το νέο έτος.

Επίσης, επειδή οι διαχειριστές των A/K αμείβονται με βάση την απόδοση που επιτυγχάνουν πάνω από ένα δείκτη αναφοράς, οι διαχειριστές αγοράζουν κατά τη διάρκεια του χρόνου μετοχές μικρών εταιριών. Μόλις ξεπεράσουν το δείκτη, τροποποιούν το χαρτοφυλάκιό τους ώστε να μοιάζει με αυτό του δείκτη. Το μετατρέπουν δηλαδή από ενεργητικής διαχείρισης σε παθητικής. Το Γενάρη πωλούν τις μετοχές του δείκτη και αγοράζουν μετοχές μικρών εταιρειών, οι οποίες ανεβάζουν την απόδοση.

Αποτέλεσμα Σαββατοκύριακου (Weekend effect)

Έχει παρατηρηθεί κυρίως στις ΗΠΑ αλλά και σε άλλες χώρες, ότι οι χρηματιστηριακές τιμές τείνουν να είναι υψηλότερες την Παρασκευή και χαμηλότερες τη Δευτέρα σε σχέση με τις άλλες ημέρες της εβδομάδας. Το φαινόμενο αυτό ανέλυσε ο French (1980) σε μετοχές για το χρονικό διάστημα 1953-1977.

Κάποια εξήγηση του φαινομένου αυτού αποτελεί το γεγονός ότι τα άσχημα νέα συνήθως ανακοινώνονται το Σαββατοκύριακο, προκειμένου να αφομοιωθούν πιο ομαλά από την αγορά. Το φαινόμενο αυτό θα μπορούσε να αποβεί κερδοφόρο για όσους επενδυτές το αντιλαμβάνονταν εγκαίρως και προέβαιναν σε αγορές τις Δευτέρες και σε πωλήσεις τις Παρασκευές.

Το φαινόμενο αυτό έγινε ιδιαίτερα έντονο στη δεκαετία του '70, οπότε οι επενδυτές προσπαθώντας να το εκμεταλλευτούν, το αντέστρεψαν. Δηλαδή, τις Δευτέρες οι αγορές των μετοχών είχαν ως αποτέλεσμα θετικές αποδόσεις και τις Παρασκευές οι πωλήσεις αρνητικές αποδόσεις.

Το φαινόμενο των μικρών εταιρειών (Small Firm Effect)

Έχει παρατηρηθεί ότι οι μετοχές μικρών εταιρειών έχουν μεγαλύτερες αποδόσεις από τις μετοχές μεγάλων εταιρειών. Το 1981 ο Banz ανέλυσε το φαινόμενο αυτό για το χρονικό διάστημα 1936-1975 και δημοσίευσε σχετικό άρθρο για το φαινόμενο των μικρών εταιρειών που είναι γνωστό και ως φαινόμενο μεγέθους (size effect).

Αρα ένα χαρτοφυλάκιο αποτελούμενο από μικρές μετοχές έχει θεωρητικά μεγαλύτερες ελπίδες κέρδους από ένα χαρτοφυλάκιο αποτελούμενο από μετοχές μεγάλων εταιρειών. Μια ερμηνεία του φαινομένου αυτού είναι ότι οι μικρές επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερο κίνδυνο και γι' αυτό αποζημιώνουν τους επενδυτές με μεγαλύτερες αποδόσεις.

Επίσης, το φαινόμενο αυτό εξηγείται και από το γεγονός ότι οι μικρές εταιρείες έχουν μεγαλύτερη δυνατότητα ανάπτυξης σε σχέση με τις μεγάλες που ήδη έχουν φτάσει σε ένα υψηλό επίπεδο. Ταυτόχρονα το γεγονός ότι οι μικρές εταιρείες δεν δέχονται σοβαρές επενδύσεις από μεγάλους ομίλους, αλλά επενδύουν σε αυτές κυρίως μικροεπενδυτές, σημαίνει ότι η τιμή τους εσωκλείει πολύ θόρυβο. Έτσι, ελλείψει επαγγελματιών αναλυτών, πολλές από αυτές είναι υπερεκτιμημένες και οι τιμές τους είναι πολύ πιο πάνω από τα πραγματικά θεμελιώδη μεγέθη τους.

Νικητές και ηττημένοι (Winners-Losers Anomaly)

Έρευνες έχουν δείξει ότι χαρτοφυλάκια αποτελούμενα από μετοχές με ιστορικά υψηλές αποδόσεις αποδίδουν πολύ λιγότερο από χαρτοφυλάκια αποτελούμενα από μετοχές με ιστορικά χαμηλές αποδόσεις. Φαίνεται δηλαδή πως ,ότι ανεβαίνει , κατεβαίνει, και πως το παρελθόν δεν αποτελεί εγγύηση για το μέλλον.

Πιο συγκεκριμένα, φαίνεται ότι ενώ βραχυπρόθεσμα, σε ορίζοντα εβδομάδων ή μηνών, οι ιστορικά υψηλές ή χαμηλές αποδόσεις συνεχίζουν την ίδια πορεία, μακροπρόθεσμα τα αποτελέσματα αντιστρέφονται.

Έρευνες του Debondt και Thaler έδειξαν ότι μετοχές που είχαν χαμηλές αποδόσεις για χρονικό διάστημα από 3-5 χρόνια σημείωσαν τις υψηλότερες αποδόσεις για το ακόλουθο χρονικό διάστημα και αντίστροφα. Αυτή η συμπεριφορά πέρα από το γεγονός ότι συμφωνεί με την επιστροφή στο μέσο, εξηγείται και από το γεγονός ότι οι άνθρωποι, υποπίπτοντας στο μεροληπτικό σφάλμα της αντιπροσωπευτικότητας, γίνονται υπεραισιόδοξοι για τις πρόσφατα κερδισμένες μετοχές και απαισιόδοξοι για τις πρόσφατα χαμένες. Στην ανακοίνωση μη αναμενόμενων και δραματικών εξελίξεων βραχυπρόθεσμα υποαντιδρούν, ενώ μακροπρόθεσμα υπεραντιδρούν και κατά συνέπεια οι τιμές των μετοχών ξεφεύγουν από τη θεμελιώδη αξία τους.

Το φαινόμενο δηλαδή αυτό οφείλεται στη μη ορθολογική συμπεριφορά των noise traders, οι οποίοι δημιουργούν μη ρεαλιστικές προσδοκίες για τα μελλοντικά κέρδη των εταιριών και οδηγούν τις τιμές προς τα πάνω ή προς τα κάτω εσωκλείοντας σε αυτές αυξημένο θόρυβο.

Ανωμαλία P/E ratio

Σχετικό είναι και το φαινόμενο του P/E ratio, το οποίο βασίζεται στην παρατήρηση ότι οι μετοχές με πολύ χαμηλά P/E κερδίζουν μεγαλύτερες αποδόσεις απ' αυτές με μεγάλα P/E. Αυτό συμβαίνει γιατί οι εταιρείες με χαμηλά P/E θέωρούνται προσωρινά υποτιμημένες γιατί οι επενδυτές γίνονται εξαιρετικά αισιόδοξοι μετά από μια σειρά κακών συμβάντων και αρνητικών κερδών. Από τη στιγμή που τα μελλοντικά κέρδη αποδειχθούν καλύτερα από τις αναίτιως απαισιόδοξες προβλέψεις, οι τιμές προσαρμόζονται και ανεβαίνουν. Ακριβώς το αντίστροφο γίνεται με τις εταιρείες με μεγάλα P/E.

Ανωμαλία των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου (Closed and Mutual Funds Anomaly)

Οι Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου έχουν στο χαρτοφυλάκιό τους έναν αριθμό μετοχών, ενώ η δικιά τους διαπραγματεύεται ξεχωριστά στο χρηματιστήριο. Σε μια αποτελεσματική αγορά η μετοχή τους θα έπρεπε να διαπραγματεύεται στην καθαρή αξία αποτίμησης των μετοχών που η ΕΕΧ έχει στο χαρτοφυλάκιό της. Ωστόσο, οι μετοχές των ΕΕΧ τείνουν να διαπραγματεύονται σε χαμηλότερη (discount) ή υψηλότερη τιμή (premium), με τη χαμηλότερη να κυριαρχεί στον περισσότερο χρόνο (Malkiel, 1977).

Η πιο πάνω ανωμαλία ερμηνεύεται στο πλαίσιο του οικονομικού ορθολογισμού, κυρίως στο πλαίσιο μιας ρηχής αγοράς. Δηλαδή, μιας αγοράς χωρίς ιδιαίτερο όγκο συναλλαγών για κάποιες μετοχές στο χαρτοφυλάκιο των ΕΕΧ ή των ίδιων μετοχών της ΕΕΧ. Οι μετοχές που δεν μπορούν να πουληθούν εύκολα, δημιουργούν πρόβλημα ρευστότητας σε αυτούς που τις κατέχουν και δικαιολογούν γι' αυτό το λόγο μια χαμηλότερη τιμή.

Ο Καιρός (The Weather)

Λίγοι θα μπορούσαν να αμφισβητήσουν το γεγονός ότι η ηλιοφάνεια δημιουργεί καλή διάθεση στους ανθρώπους. Η καλή διάθεση κάνει τους ανθρώπους πιο αισιόδοξους στις επιλογές και στις κρίσεις τους. Ο Saunders (1993) έδειξε ότι ο δείκτης του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης τείνει να είναι αρνητικός όταν ο καιρός είναι συννεφιασμένος. Πιο πρόσφατα, ο Hirshleifer και ο Shumway (2001) ανέλυσαν στοιχεία από 26 χώρες για το χρονικό διάστημα από το 1982-1997 και βρήκαν ότι οι αποδόσεις του χρηματιστηρίου συνδέονται θετικά με τις καλές καιρικές συνθήκες σχεδόν σε όλες τις υπό μελέτη χώρες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΟΓΔΟΟ

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, τα μεροληπτικά σφάλματα επηρεάζουν την κρίση των επενδυτών και τους οδηγούν σε λανθασμένες κινήσεις, με αποτέλεσμα τη μείωση του συνολικού πλούτου τους. Για να αποφευχθούν αυτά τα σφάλματα, παραθέτουμε κάποιες στρατηγικές οι οποίες βοηθούν τον επενδυτή να εστιάσει στις μακροχρόνιες επενδύσεις και να αποφύγει τις βραχυχρόνιες που στηρίζονται σε συναισθηματική φόρτιση.

Στρατηγική πρώτη: Να συνειδητοποιήσει ο επενδυτής τα μεροληπτικά σφάλματα.

Το πρώτο βήμα για να αντιμετωπίσει κανείς ένα πρόβλημα είναι να το αποδεχθεί και να το καταλάβει. Όπως έχουμε δει οι επενδυτές αντιμετωπίζουν ένα πλήθος μεροληψιών, που αφορούν την κρίση τους, τις προτιμήσεις και τις αποφάσεις τους κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας. Οι επενδυτές χρειάζεται να μελετήσουν τα σφάλματα αυτά, να τα επεξεργάζονται ανά τακτά χρονικά διαστήματα, ώστε να τα αναγνωρίζουν και να τα κατανοούν. Γνωρίζοντας ότι μια συγκεκριμένη συμπεριφορά είναι απόρροια μεροληψίας και οδηγεί σε λανθασμένες επιλογές, ο επενδυτής έχει κάνει το πρώτο βήμα προς τη σωστή κατεύθυνση.

Στρατηγική δεύτερη: Να γνωρίζει ο επενδυτής γιατί επενδύει.

Θα πρέπει να ξέρει κανείς γιατί επενδύει. Οι περισσότεροι επενδυτές δεν δίνουν την πρέπουσα σημασία σε αυτό το απλό βήμα της επενδυτικής διαδικασίας και έχουν μια πολύ συγκεχυμένη εικόνα για τους επενδυτικούς τους στόχους: «Θέλω πολλά χρήματα για να μπορώ να ταξιδεύω όταν συνταξιοδοτηθώ», «θέλω να έχω χρήματα για να στείλω τα παιδιά μου στο πανεπιστήμιο», « δε θέλω να είμαι φτωχός όταν συνταξιοδοτηθώ». Τέτοιες ασαφείς σκέψεις και στόχοι δεν μας βοηθούν να αναγνωρίσουμε τις μεροληψίες μας και να αποφασίσουμε σωστά.

Οι στόχοι μας πρέπει να είναι συγκεκριμένοι και σαφείς. Αντί λοιπόν να λέει κάποιος ότι επιθυμεί να ταξιδεύει όταν συνταξιοδοτηθεί, πρέπει να γίνει πιο συγκεκριμένος

και να καταστρώνει ένα συγκεκριμένο επενδυτικό σχέδιο: « Χρειάζομαι εισόδημα \$40.000 ετησίως όταν πάρω σύνταξη, για να μπορώ να κάνω δύο διεθνή ταξίδια το χρόνο. Αφού θα παίρνω σύνταξη \$15.000 το χρόνο, θα χρειαστώ άλλα \$25.000 τα οποία θα προκύπτουν από επενδύσεις. Το επενδυμένο κεφάλαιο που θα μου δώσει αυτά τα έσοδα πρέπει να είναι \$400.000. Θέλω να συνταξιοδοτηθώ σε 10 χρόνια».

Θέτοντας συγκεκριμένους στόχους, κερδίζουμε σημαντικά πλεονεκτήματα. Πρώτα απ' όλα, επικεντρωνόμαστε στις μακροπρόθεσμες επενδύσεις και βλέπουμε τη συνολική εικόνα, χωρίς να είμαστε εγκλωβισμένοι σε βραχυπρόθεσμες αποφάσεις. Έπειτα, η ύπαρξη σαφών στόχων μας επιτρέπει να βλέπουμε και να μετράμε την πρόοδό μας. Επίσης μας δίνει τη δυνατότητα να δούμε αν η συμπεριφορά μας ταιριάζει με τους στόχους μας.

Άλλο ένα παράδειγμα μπορεί να αποτελέσει η τοποθέτηση χρημάτων από πολλούς εργαζόμενους(οι οποίοι μάλιστα θέλουν να συνταξιοδοτηθούν γρήγορα) σε μετοχές της εταιρείας που εργάζονται, λόγω της μεροληψίας της οικειότητας(familiarity). Μια πτώση όμως της τιμής της μετοχής κατά 60% απαιτεί μια απόδοση 150% για να αντισταθμιστούν οι ζημιές. Έτσι οι εργαζόμενοι στην εταιρεία θα χρειαστούν πολλά χρόνια για να καλύψουν τις ζημιές, με αποτέλεσμα η γρήγορη συνταξιοδότηση να μην είναι πια εφικτή.

Η επένδυση λοιπόν σε μια μόνο εταιρεία είναι πολύ επικίνδυνη. Αν οι εργαζόμενοι του ανωτέρω παραδείγματος είχαν απλώς συγκρίνει τις συγκεκριμένες συνέπειες της στρατηγικής τους με τους συγκεκριμένους επενδυτικούς τους στόχους, θα είχαν εντοπίσει το πρόβλημα. Θα είχαν δηλαδή να επιλέξουν ανάμεσα σε α) Επένδυση σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών και ομολόγων που θα επιτρέπει μια άνετη συνταξιοδότηση σε δύο χρόνια ή β) Επένδυση σε μετοχές της εταιρείας, οι οποίες θα δώσουν είτε μια υψηλή απόδοση και μια ελαφρώς πιο άνετη συνταξιοδότηση σε δύο χρόνια, ή θα επιφέρουν ζημιές που θα καθυστερήσουν τη σύνταξη για επτά χρόνια.

Γίνεται σαφές ότι ενώ η επιλογή α εκπληρώνει τους στόχους, η επιλογή β ρισκάρει πέντε χρόνια δουλειάς για μια πιθανότητα επίτευξης του στόχου, και ισοδυναμεί με το να στοιχηματίζει κανείς τα χρήματά του στο στρίψιμο ενός νομίσματος.

Στρατηγική τρίτη: Να έχει ο επενδυτής ποσοτικά επενδυτικά κριτήρια

Τα ποσοτικά κριτήρια μας επιτρέπουν να αποφεύγουμε επενδύσεις βασιζόμενες σε συναισθήματα, φήμες και μεροληπτικά σφάλματα. Μερικά ποσοτικά κριτήρια τα οποία εύκολα μπορούν να ακολουθηθούν είναι τα ακόλουθα:

A) Μετοχές εταιρειών με κέρδη

B) Δείκτης P/E έως 50

Γ) Ελάχιστος ρυθμός ανάπτυξης των πωλήσεων 15%

Δ) Ελάχιστο διάστημα που εμπορεύεται δημόσια μια εταιρεία πέντε χρόνων.

Αν επενδύετε σε μετοχές αξίας, τότε ο πιο κατάλληλος δείκτης P/E για εσάς ίσως είναι μάξιμουμ 20. Αν επενδύετε σε μετοχές ανάπτυξης, τότε ο πιο κατάλληλος δείκτης P/E είναι μάξιμουμ 80 και ο ελάχιστος δείκτης ρυθμού ανάπτυξης των πωλήσεων 25%. Επίσης, μπορεί κανείς να εξετάζει ποσοτικά κριτήρια όπως το περιθώριο κερδών και τον δείκτη PEG.

Είναι λοιπόν σημαντικό να έχει κανείς συγκεκριμένα επενδυτικά κριτήρια. Πριν αγοράσει ο επενδυτής μια μετοχή πρέπει να συγκρίνει τα χαρακτηριστικά της εταιρείας με τα κριτήρια που έχει θέσει. Αν αυτά δεν συμφωνούν, τότε δεν πρέπει να προβεί στην επένδυση.

Ασφαλώς πέραν των ποσοτικών κριτηρίων και τα ποιοτικά κριτήρια είναι πολύ σημαντικά και δεν πρέπει να αγνοούνται. Το καλό μάνατζμεντ μιας εταιρείας ή η ποιότητα των προϊόντων και των υπηρεσιών της είναι στοιχεία πολύ χρήσιμα. Αν λοιπόν μια μετοχή πληροί τα ποσοτικά κριτήρια, τότε θα πρέπει κανείς να εξετάζει και τα ποιοτικά.

Στρατηγική τέταρτη: Διαφοροποίηση

Όπως για την αγορά ενός οικοπέδου το πιο σημαντικό κριτήριο είναι η τοποθεσία, έτσι και για τις χρηματιστηριακές επενδύσεις το πιο σημαντικό κριτήριο είναι η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου.

Ένα χαρτοφυλάκιο θεωρείται καλά διαφοροποιημένο όταν αποτελείται από 15 περίπου μετοχές διαφορετικού μεγέθους και διαφορετικού κλάδου. Χαρτοφυλάκια τα οποία αποτελούνται από παραπάνω από 15 μετοχές θεωρούνται περιττά διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια, καθώς η μείωση του μη συστηματικού κινδύνου μετά τις 15 μετοχές είναι αμελητέα. Επίσης ένα καλά διαφοροποιημένο αμοιβαίο κεφάλαιο θα προσέφερε οφέλη, ενώ αντίθετα ένα χαρτοφυλάκιο αποτελούμενο από πέντε αμοιβαία κεφάλαια τεχνολογίας δε θα το θεωρούσαμε καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο.

Ένας άλλος σημαντικός κανόνας διαφοροποίησης είναι να επενδύει κανείς ελάχιστα στην εταιρεία στην οποία δουλεύει. Δουλεύοντας σε μια εταιρεία, το εισόδημά μας εξαρτάται από την πορεία της εταιρείας, γι' αυτό καλό είναι να μην επενδύουμε περισσότερο στην επιχείρηση αυτή.

Τέλος, ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο θα πρέπει να περιέχει κάποια ομόλογα ή αμοιβαία κεφάλαια ομολόγων.

Η διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων κατά τους παραπάνω τρόπους βοηθά τους επενδυτές να αποφύγουν τραγικές απώλειες, οι οποίες μπορεί να επηρεάσουν ολόκληρη τη ζωή τους. Επίσης, η διαφοροποίηση μας βοηθά να αποφύγουμε τα μεροληπτικά σφάλματα της οικειότητας (familiarity) και της προσκόλλησης σε κάποια επένδυση (attachment).

Στρατηγική πέμπτη: Έλεγχος του επενδυτικού περιβάλλοντος

Για να ξεπεράσει κανείς τα μεροληπτικά του σφάλματα, πρέπει να ελέγχει το επενδυτικό του περιβάλλον. Οι επενδυτές πρέπει να λειτουργούν όπως ακριβώς οι αλκοολικοί που βρίσκονται σε πρόγραμμα απεξάρτησης και αποφεύγουν να βγαίνουν έξω σε μπαρ με φίλους τους που πίνουν. Ή όπως οι άνθρωποι που κάνουν δίαιτα και αποφεύγουν να συχνάζουν σε εστιατόρια και ζαχαροπλαστεία.

Παρακολουθείτε την πορεία των μετοχών σας κάθε μέρα ή κάθε ώρα; Χρησιμοποιείτε το Internet και απασχολείτε ατελείωτες ώρες βλέποντας την πορεία των επενδύσεών σας; Για να ελέγξετε το περιβάλλον σας πρέπει να περιορίσετε τέτοιου είδους δραστηριότητες που μεγιστοποιούν τις μεροληψίες σας. Παρακάτω εκθέτουμε μερικές χρήσιμες συμβουλές που θα βοηθήσουν τους επενδυτές να ελέγξουν το επενδυτικό περιβάλλον τους:

A) Παρακολουθήστε την πορεία των μετοχών σας μια φορά το μήνα. Παρακολουθώντας τις μετοχές σας μια φορά το μήνα, αντί κάθε μέρα ή κάθε ώρα αποφεύγετε μεροληπτικά σφάλματα όπως η αποστροφή του κινδύνου (snake bit effect), η αποστροφή της μετάνοιας και η αναζήτηση της υπερηφάνειας

B) Να κάνετε συναλλαγές μια φορά το μήνα και την ίδια μέρα κάθε μήνα. Διαλέξτε μια συγκεκριμένη ημέρα του μήνα, για παράδειγμα την 15^η και κάντε αγοραπωλησίες μόνο εκείνη τη συγκεκριμένη ημέρα. Αυτό θα σας βοηθήσει να αποφύγετε την παρανόηση της έννοιας της ταχύτητας. Η ταχύτητα θεωρείται από τους περισσότερους επενδυτές πολύ σημαντική. Στην πραγματικότητα η ταχύτητα παίζει ρόλο μόνο αν κάποιος κυνηγάει μια μετοχή που στηρίζεται στο θόρυβο και θέλει να προλάβει πριν εκραγεί η φούσκα. Από την άλλη μεριά η συναλλαγές μία φορά το μήνα, θα σας βοηθήσουν να αποφύγετε την υπερβολική αυτοπεποίθηση (overconfidence).

Γ) Επανεξετάζετε το χαρτοφυλάκιό σας μια φορά το χρόνο και συγκρίνετέ το με τους συγκεκριμένους στόχους που έχετε θέσει, καθώς επίσης και με το βασικό στόχο της διαφοροποίησης. Να έχετε πάντα στο μυαλό σας μεροληπτικά σφάλματα όπως το status quo, το αποτέλεσμα κληροδοτήματος (endowment effect), την αντιπροσωπευτικότητα (representativeness) και την οικειότητα (familiarity). Επίσης, να κρατάτε αρχείο για να αποφύγετε την διανοητική διαφωνία και άλλα σφάλματα μνήμης.

Εάν κάποιος επενδυτής δεν αντέχει να προβαίνει στις παραπάνω κινήσεις, είναι πιθανόν εξαρτημένος από το παιχνίδι του χρηματιστηρίου. Για να ελέγξει λοιπόν το επενδυτικό του περιβάλλον, καλό είναι να βάλει ένα μικρό ποσό χρημάτων σε έναν ξεχωριστό λογαριασμό, το οποίο θα προορίζεται μόνο για «παιχνίδι» και δεν θα πρέπει να ανταποκριθεί σε κάποιο συγκεκριμένο στόχο. Κατ' αυτόν τον τρόπο, θα

μπορεί κανείς να ελέγξει τον εαυτόν του και να μην μπει στον πειρασμό να χρησιμοποιήσει περισσότερα χρήματα.

Επίσης, πρέπει κανείς να γνωρίζει ότι το χρηματιστήριο ως παιχνίδι και όχι ως σοβαρή επενδυτική δραστηριότητα είναι σαν τα τυχερά παιχνίδια. Οι επιτυχίες είναι απλά θέμα τύχης. Κερδίζεις ή χάνεις, αλλά αυτό δεν έχει καμιά σχέση με τις ικανότητες σου. Και φυσικά, κατά μέσο όρο, χάνεις. Αυτό όμως το οποίο φαίνεται λογικό τώρα, είναι δύσκολο να το πιστέψει κανείς όταν κερδίζει.

ΑΛΛΟΙ ΚΑΝΟΝΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΠΟΦΥΓΗ ΜΕΡΟΛΗΨΙΩΝ

- 1) Αποφύγετε να αγοράσετε μετοχές που πωλούνται σε υπερβολικά χαμηλές τιμές. Οι περισσότερες επενδυτικές απάτες σχετίζονται με τέτοιες φτηνές μετοχές.
- 2) Τα chat rooms και τα μηνύματα μέσω internet είναι μόνο για σκοπούς διασκέδασης. Αυτού του είδους η επικοινωνία ενισχύει την υπερεμπιστοσύνη, την οικειότητα και τον θόρυβο.
- 3) Πριν αγοράσετε μια μετοχή που δεν πληροί τα κριτήριά σας, σκεφτείτε ότι είναι απίθανο να γνωρίζετε περισσότερα από ότι η αγορά. Όταν επιλέγετε μετοχές πέρα από τα κριτήρια που έχετε θέσει, αυτό υπονοεί ότι έχετε κάποια μεγαλύτερη πληροφόρηση από τους άλλους. Είστε σίγουροι ότι γνωρίζετε περισσότερα;
- 4) Έχετε ως στόχο να ξεπεράσετε την αγορά. Οι περισσότερες συναλλαγές πραγματοποιούνται λόγω της επιθυμίας των ανθρώπων να κερδίσουν περισσότερα από ότι κερδίζουν οι άλλοι. Αυτές οι στρατηγικές όμως ενισχύουν τα μεροληπτικά σφάλματα και τελικά οδηγούν σε χαμηλότερες αποδόσεις. Αντίθετα, στρατηγικές που έχουν ως στόχο να ξεπεράσουν την αγορά, όπως τα καλά διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια, νικούν τις μεροληψίες και οδηγούν σε επιτυχή αποτελέσματα.

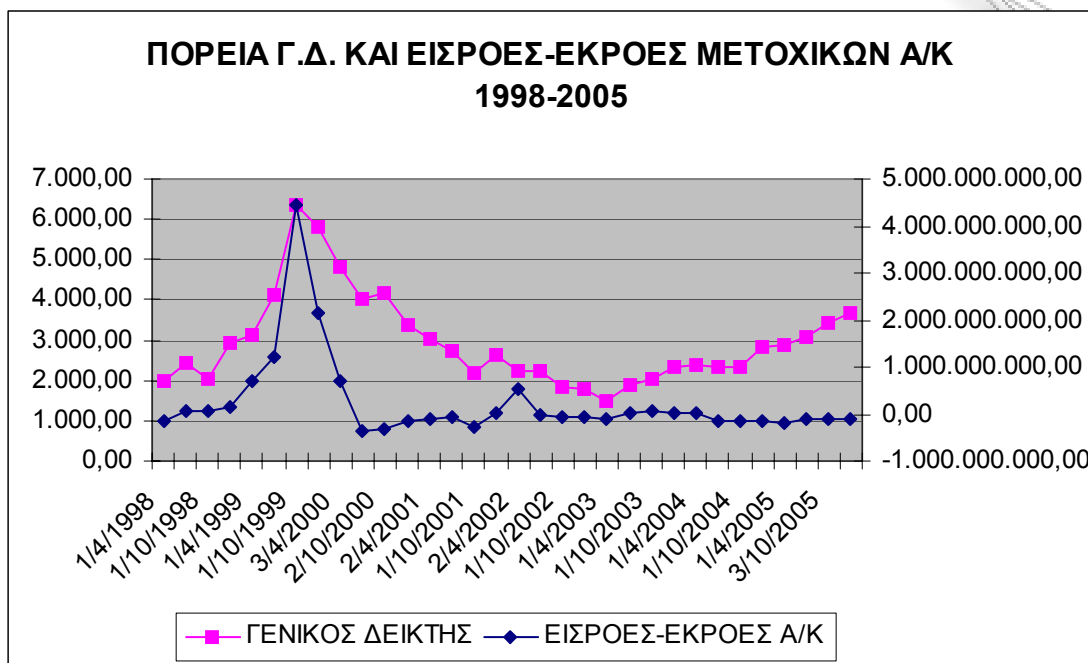
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΝΑΤΟ

ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΨΥΧΟΛΟΓΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1998-2005

Το ελληνικό χρηματιστήριο αποτελεί μια χαρακτηριστική περίπτωση, όπου παρουσιάζονται όλα τα προαναφερθέντα μεροληπτικά σφάλματα των επενδυτών με την πορεία του από το 1998 έως σήμερα. Κορύφωσή του αποτελεί η χρηματιστηριακή φούσκα του 1999 και το επακόλουθο σπάσιμό της, που είχε ως αποτέλεσμα την ραγδαία και κατακόρυφη πτώση των τιμών.

Στο διάγραμμα 1 παρουσιάζονται στοιχεία του Γενικού δείκτη καθώς και των εισροών-εκροών των μετοχικών Α/Κ. Όπως παρατηρούμε ενώ ο Γενικός Δείκτης ξεκίνησε το 1998 πολύ χαμηλά, από τις 1500 μονάδες, εκτινάχθηκε το 1999 στις 6500 μονάδες. Το 1999 αποτελεί την κορύφωση μιας χρηματιστηριακής φούσκας, όπου οι περισσότερες μετοχές ήταν υπερτιμημένες, τόσο οι growth μετοχές όσο και οι value. Οι τιμές των μετοχών εσώκλειαν υπερβολικό θόρυβο και οι λεγόμενοι noise traders συμμετείχαν στην αγορά με λανθασμένες ή ψευδείς πληροφορίες, πιστεύοντας όμως ότι είναι οι σωστές, ωθώντας έτσι τις τιμές σε ακόμα υψηλότερα επίπεδα.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1



Μεροληπτικά σφάλματα όπως η υπερεμπιστοσύνη, η υπεραισιοδοξία, το σφάλμα διαθεσιμότητας, το house money effect κ.α, βρίσκονταν στο ζενίθ τους. Οι άνθρωποι, ακολουθώντας την ψυχολογία της αγέλης, αγόραζαν άκριτα μετοχές, χωρίς να στηρίζονται σε βάσιμα στοιχεία, υποπίπτοντας στο σφάλμα της στείρας μίμησης και παρασυρόμενοι από τις ψευδείς πληροφορίες που διαχέονταν εκτός των άλλων και μέσα από τα chat rooms και τα μηνύματα μέσω διαδικτύου.

Η εποχή εκείνη αποτέλεσε πρόσφορο έδαφος και για την έντονη παρουσία των κερδοσκόπων, οι οποίοι εκμεταλλευόμενοι τις λανθασμένες πληροφορίες των noise traders, ενσυνείδητα αγόραζαν ακριβά για να πουλήσουν ακριβότερα και όπως ήταν αναμενόμενο αποκόμισαν τεράστια κέρδη.

Από το τέλος του 1999 και μετά, ακολούθησε το σπάσιμο της φούσκας του Ελληνικού χρηματιστηρίου που είχε ως αποτέλεσμα την ραγδαία πτώση των τιμών. Και εδώ φαίνεται έντονα η ψυχολογία της αγέλης, αφού οι noise traders μέσα σε ένα

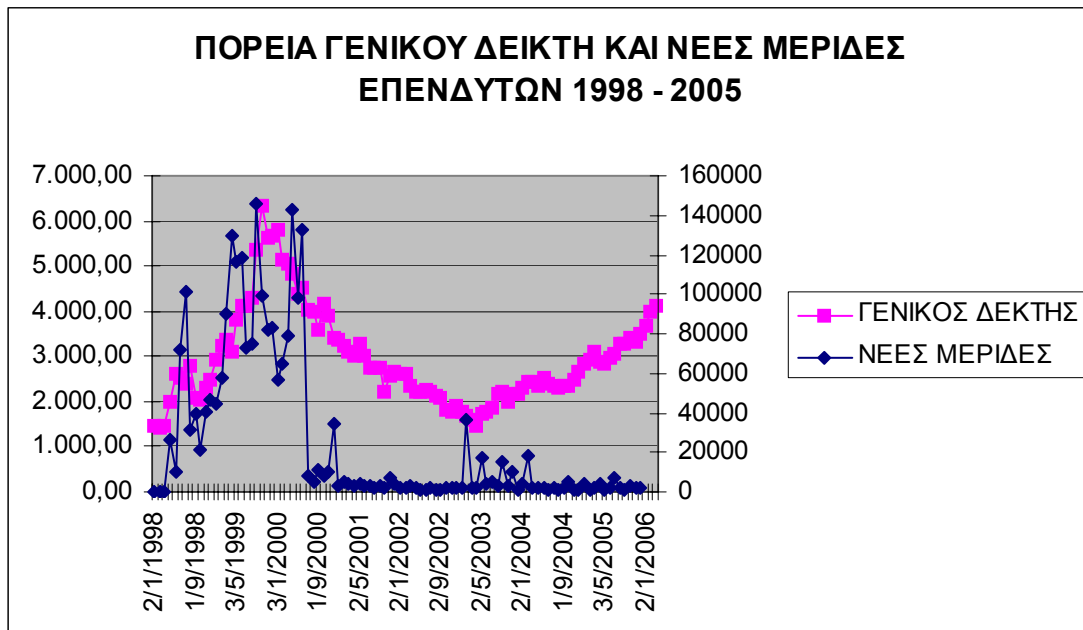
κλίμα πανικού, προβαίνουν σε μαζικές πωλήσεις, ωθώντας έτσι τις τιμές ακόμα χαμηλότερα. Το 2003 ο Γενικός δείκτης πέφτει και πάλι στις 1500 μονάδες, εκεί δηλαδή από όπου ξεκίνησε και σιγά σιγά και σταδιακά αρχίζει να ανεβαίνει, με ρυθμούς όμως που καταδεικνύουν την επιφυλακτικότητα και τον φόβο των επενδυτών.

Στο ίδιο διάγραμμα, παρουσιάζονται και εισροές-εκροές των μετοχικών Α/Κ για την περίοδο 1998 έως σήμερα. Τα συμπεράσματα είναι συναφή με αυτά του Γενικού Δείκτη. Παρατηρούμε τις μηδενικές σχεδόν εισροές των μετοχικών Α/Κ στις αρχές του 1998, όταν το παιχνίδι των μετοχών ήταν άγνωστο στο ευρύ κοινό και κατόπιν την τεράστια αύξηση των εισροών, οι οποίες στο τέλος του 1999 άγγιξαν τα 8,5 δις Ευρώ.

Το φαινόμενο της χρηματιστηριακής φούσκας αντανακλάται δηλαδή και στα μετοχικά Α/Κ των οποίων οι εισροές συνάδουν με την πορεία του Γενικού Δείκτη. Μετά το σπάσιμο της φούσκας, παρατηρούμε τεράστιες και μαζικές εκροές από τα μετοχικά Α/Κ, οι οποίες συνεχίζουν και όταν ακόμα το χρηματιστήριο αρχίζει να ανεβαίνει. Αυτές οι συνεχιζόμενες εκροές από τα μετοχικά Α/Κ ακόμα και όταν η πορεία του χρηματιστηρίου έχει αναστραφεί, μπορεί να εξηγηθεί με το λεγόμενο snake bit effect, τη φοβία δηλαδή και την επιφυλακτικότητα η οποία διακατέχει τους επενδυτές όταν έχουν υποστεί τεράστιες ζημιές, η οποία συνεχίζεται για μεγάλο χρονικό διάστημα και όταν ακόμα το κλίμα και τα δεδομένα έχουν αλλάξει.

Στο διάγραμμα 2 φαίνεται πάλι η πορεία του Γενικού δείκτη σε σχέση με τις νέες μερίδες των επενδυτών που ανοίχτηκαν την περίοδο 1998 έως σήμερα. Από τις δεκάδες ή εκατοντάδες μερίδες που ανοίγονταν στις αρχές του 1998, φτάσαμε τον 10/1999 να ανοίγονται 150.000 μερίδες, ενώ συνολικά το 1999 ανοίχτηκαν 1.145.000 μερίδες. Παρατηρούμε δηλαδή ότι μέσα στο κλίμα ευφορίας, υπεραισιοδοξίας και υπερβάλλοντος θορύβου που επικρατούσε την εποχή εκείνη, όλο και περισσότεροι επενδυτές έσπευδαν να συμμετάσχουν στο παιχνίδι του χρηματιστηρίου, ακολουθώντας το ένστικτο της αγέλης, και χωρίς ουσιαστικά να έχουν οποιοδήποτε γνωστικό υπόβαθρο σε σχέση με τους μετοχικούς τίτλους.

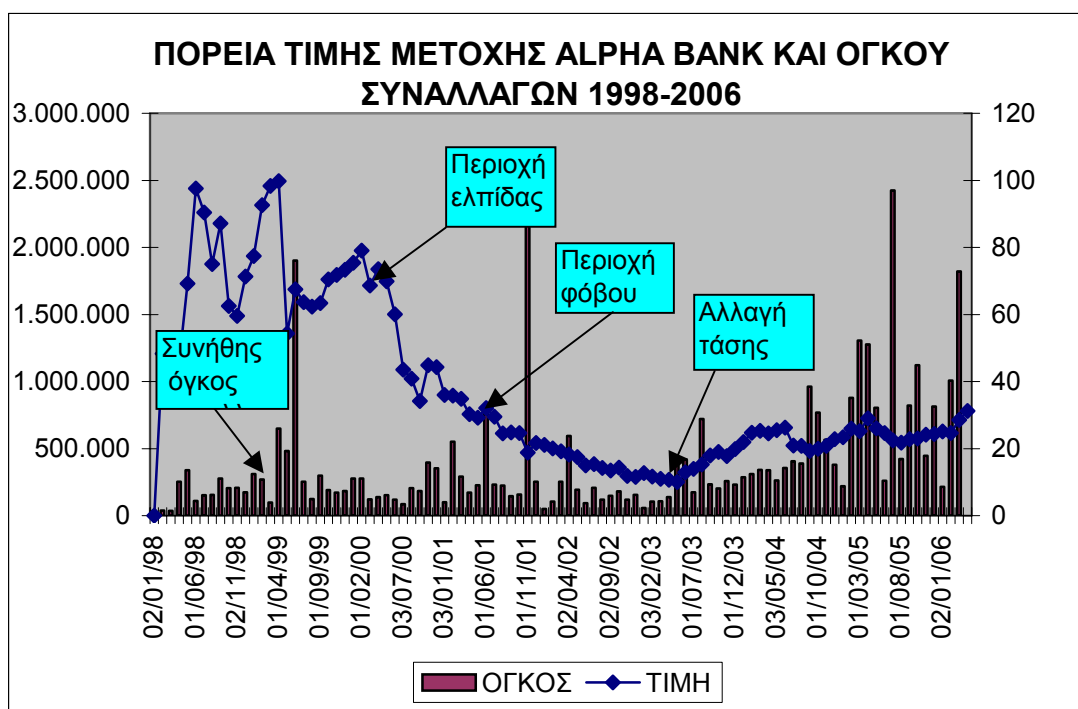
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2



Μετά το 1999, όταν ακολούθησε η ραγδαία πτώση των τιμών, οι νέες μερίδες των επενδυτών περιορίστηκαν σε μερικές δεκάδες χιλιάδες ετησίως έως και σήμερα, γεγονός που αποδεικνύει για μια ακόμα φορά τα συναισθήματα πόνου και μετάνοιας των επενδυτών, τα οποία τους απομάκρυναν από το παιχνίδι του χρηματιστηρίου, ακόμα και μετά την αναστροφή του κλίματος.

Τέλος, στο διάγραμμα 3, παρουσιάζουμε στοιχεία της πορείας της μετοχής και του όγκου συναλλαγών της ALPHA BANK, δηλαδή μιας εταιρείας μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Παρατηρούμε την τεράστια αύξηση στην τιμή της την επίμαχη περίοδο του 1999, η οποία άγγιξε τα 120 Ευρώ, ενώ το 1998 είχε μόνο 45 Ευρώ. Βλέπουμε έντονα την παρουσία των noise traders ακόμα και στην μετοχή της ALPHA BANK η οποία είναι value μετοχή. Ενώ ο συνήθης όγκος συναλλαγών της συγκεκριμένης μετοχής είναι χαμηλός, η παρουσία των noise traders είναι υπεύθυνη για τον αυξημένο όγκο συναλλαγών που παρατηρείται το 1999, την περίοδο δηλαδή των αυξημένων κερδών και της αυξημένης απληστίας.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3



Από τον Ιανουάριο του 2000 έως και τον Σεπτέμβριο του 2000, παρατηρούμε ότι ο όγκος των συναλλαγών είναι κάτω από τον συνηθισμένο, γεγονός που οφείλεται στην συνειδητοποίηση των πρώτων ζημιών από τους noise traders. Η χρηματιστηριακή φούσκα σπάει και ενώ οι επενδυτές υφίστανται μεγάλες ζημιές, διακατέχονται ακόμα από το αίσθημα της ελπίδας για επαναφορά των προηγούμενων κερδών. Γι' αυτόν ακριβώς τον λόγο αποφεύγουν να πουλήσουν γρήγορα τις μετοχές που κατέχουν και αυτή τους η στάση αντανακλάται στον χαμηλό όγκο συναλλαγών.

Αντίθετα, από το τέλος του 2000 έως το τέλος του 2002, οι noise traders χάνουν την ελπίδα τους για ανάκτηση των χαμένων κερδών, διακατέχονται από συναισθήματα απογοήτευσης, πόνου και μετάνοιας, και παρασυρόμενοι από το ένστικτο της αγέλης προβαίνουν σε μαζικές πωλήσεις. Γι' αυτόν ακριβώς τον λόγο την περίοδο αυτή παρατηρείται αυξημένος όγκος συναλλαγών και ραγδαία πτώση της τιμής, η οποία ωθείται συνεχώς προς τα κάτω.

Το 2003 είναι η χρονιά της αλλαγής της τάσης και της αναστροφής της πορείας της μετοχής της ALPHA BANK. Η αλλαγή αυτή οφείλεται κατά κυρίως στην παρουσία των θεσμικών επενδυτών, οι οποίοι είναι κατά κύριο λόγο fundamentalists. Οι θεσμικοί επενδυτές αύξησαν τον αριθμό τους στο χαρτοφυλάκιο της ALPHA BANK από 1000 το 2002 σε 1400 το 2003 και έδωσαν ώθηση στην τιμή της μετοχής. Αντίθετα, οι noise traders έχοντας οι περισσότεροι αποχωρήσει άκαιρα από το παιχνίδι, έχασαν την ευκαιρία να συμμετάσχουν στα κέρδη που προήλθαν από την ισχυρή ανοδική πορεία της μετοχής από το 2004 και μετά.

Αλεξιάκης Α Χρήστος (2003) : «Χρηματιστήριο, Το παιχνίδι της λογικής και της παρόρμησης», Εκδόσεις Κριτική ΑΕ.

Φίλιππας Δ Νικόλαος, (2005): «Επενδύσεις», Εκδόσεις Κων/νος Σμπίλιας

Barber Brad, Odean Terrace, 2001, Boys will be boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment, The Quarterly Journal of Economics.

Barber Brad, Thaler Richard (2001): “ A Survey of Behavioral Finance”.

Benartzi Shlomo, Thaler Richard (1999): “ Risk Aversion or Myopia? Choices in Repeated Gambles and Retirement”, Management Science/Vol 45.

Black F (1986): “Noise”, Journal of finance, Vol XLI ,No 3, pp. 529-541.

Camerer C (1989): “ Bubbles and Fads in Asset Prices:”, Journal of Economic surveys, 3,3-41, 289-321.

Cohen D (2001): “ Fear, Greed and Panic. The psychology of Stock Market”, Wiley.

Cohn R.A and Lessard D.R (1981): “ Are markets efficient? Tests of alternative hypothesis. The effect of inflation on Stock Prices: International Evidence:”, Journal of Finance, XXXVI, 277-289.

Cutler D.M, Poterba J.M and Summers L.H (1989): “ What moves stock prices:”, Journal of portofolio Management, 15,4-12.

DeBondt W. and Thaler R., (1987): “ Further Evidence on Investors Overreaction and Stock Market Seasonality”, Journal of Finance, XLII, 557-581.

DeLong b., Shleifer A., Summers L.H and Waldmann R.J (1990): “ Noise Trader Risk in Financial Markets:”, Journal of Political Economy, 98,703-738.

Diba B.T and Grossman H.I (1988): “ The Theory of Rational Bubbles in Stock Prices”, The Economic Journal,98, 746-754.

Ellsberg(1961): “ Risk, Ambiguity and The Savage Axioms”, Quarterly Journal of Economics.

Fama E. (1970): “ Efficient Capital Markets: A Review of the Theory and Empirical Work”, Journal of Finance, 25,383-416.

Fama E. (1972): “Components of Investment Performance”, Journal of Finance, pp.551-567

Fama E.(1965): “ The behavior of stock market prices”, Journal of business,38,34-105.

Festinger(1957): “ A theory of Cognitive Dissonance”, Standford University Press.

Fischhoff B (1975): “ Hindsight/ foresight: The effect of outcome knowledge on judgment under uncertainty”, Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance, 1,288-299

Fischhoff, Baruch (1982): “ For those condemned to study the past: Heuristics and biases in Hindsight”, Cambridge University Press.

French K., (1980): “ Stock returns and Weekend Effect”, Journal of Financial Economics,8,55-69.

Fuller R.J and Kling J.K (1990): “ Is the stock market predictable?” The Journal of Portofolio Management, 16,28-36.

Gilovich T., Vallone R., and A Tversky (1985): “ The hot hand in basketball: On the misperception of random sequences” Cognitive Psychology, Vol 17, pp.295-314.

Gowland D., and Baker S. (1970): “ Efficiency, Rationality and Causality”, University of York Discussion, Paper No23.

Grevas Simon, Tversky Amos (1993): “ The weighting of Evidence and the Determinants of Confidence”, Cognitive Psychology.

Haugen R. (1998): “ The inefficient Stock Market”, Prentice Hall.

Haugen R., (1995): “ The New Finance. The case against Efficient Markets”, Prentice Hall.

Hersh Shefrin (2002): “ Beyond Greed and Fear”, published by Oxford University Press.

Jegadeesh N., Titman S., (1993): “ Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency”, Journal of Finance, Vol. XLVIII, No 1, pp.65-90.

Kahneman D., Knetsch J.L and Thaler R.H (1991) : “ Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias.” Journal of Economic Perspectives, Vol 5, part 1, pp. 193-206.

Kahneman D., and Tversky A., (1973): “ On the psychology of prediction’ Psychological Review, Vol 80, pp. 237-251.

Kahneman D., and Tversky A., (1979): “ Prospect Theory: An analysis of decision under risk” Econometrica, Vol.47 n.2, pp.263-290.

Kahneman D., and Tversky A., (1982): “ The psychology of preferences”. Scientific American, 246:pp. 160-173.

Kahneman D., Slovic P., and Tversky A., (1982): *Judgement under uncertainty: Heuristics and Biases*, New York: Cambridge University Press.

Kahneman D., Tversky A. (1972): « Subjective probability: A judgment of representativeness» *Cognitive psychology*.

Kindleberger C. (1978): « Manias, Panics and Crashes, Basic Books, N.Y.

Lawellen Wilbert, Lease RONALD, Schlarbaum Gary(1977): « Patterns of Investment Strategy and Behavior among Individual Investors», *Journal of Business*.

Lifson E. Lawrence, Geist A. Richard (1999): « The Psychology of Investing», published by John Wiley and Sons.

Lustic I.L and Leinbach P.A (1983): « The small firm effect», *Financial Analyst Journal*, 46-49.

Mac Crimmon K.R., and Larsson S., (1979): « Utility Theory: Axioms versus Paradoxes» in: Allais M. and Hagen O. eds «Expected Utility Hypotheses and the Allais Paradox» Dordrecht/Boston Reidel, pp 333-409.

Narayana R., Kocherlakota, (1996): *The Equity Premium: It's Still a Puzzle*» *Journal of Economic Literature*, Vol 34, No 1, pp. 42-47.

Nofsinger R. John (2001): « Investment Madness», published by Financial Times Prentice Hall.

Reinganum R.M (1983) : «The anomalous stock market behavior of small firms in January: Empirical Tests for Tax- Loss Selling Effects», *Journal of Financial Economics*, Vol 12, pp. 89-104.

Ritter R.J (1988): «The buying and selling behavior of individual investors at the turn of the year», *Journal of Finance*, Vol XLIII, No 3. pp. 701-719.

Russel S. Philip and Torbey M. Violet: « The efficient Market hypothesis on trial: A Survey».

Shapiro D., (1996): « On the psychology of self- deception» *Social Research*, Vol 63,3 *Research Library* pp.785-800.

Sherfin H, and Statman M (1985): « The Disposition to Sell winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence» *Journal of Finance*, Vol 40, pp.777-790.

Shleifer A. (2000): « Inefficient Markets. An introduction to behavioral finance», Oxford University Press.

Shleifer A., and Summers L.H (1990): « The noise Trader Approach In finance», *Journal of Economic Perspectives*, 4,19-33.

Shlomo, Benartzi, H. Thaler (1995): «Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle» The Quarterly Journal of Economics, Vol 110, No 1. pp. 73-92.

Summers L.H (1986): “ Does the stock market rationally reflect fundamental values?”, Journal of Finance, Vol 41,pp. 591-601.

Thaler R., and Sherfin H. (1981): “ An economic theory of Self- Control”, Journal of Political Economy, Vol 89, pp.392-410.

Thaler R.H (1985): “ Mental accounting and consumer choice”, Marketing Science, Vol 4,pp.199-214.

Thaler R.H and Johnson E.J (1990): “ Gambling with the house money and trying to break even: the effects of prior outcomes on risky choice”, Management Science,36: 643-660.

Thaller R.H (1993): “ Advances in Behavioral Finance”, published by Russell Sage Foundation.

Tversky A., and Kahneman D., (1971): “ Belief in the law of small numbers”, Hebrew University of Jerusalem, Psychological Bulletin, Vol 76, No 2, pp. 105-110.

Tversky A., and Kahneman D.,(1986): “ Rational choice and the Framing of Decisions”, Journal of Business, Vol 59, pp. 251-278.

Zielonka Piotr: “ Technical Analysis and typical cognitive biases”, Warsaw University and Leon Kozminski Academy of Entrepreneurship and Management, Poland.

РАСЧЕТНО ТЕРА