



Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Τμήμα Τραπεζικής & Χρηματοοικονομικής Διοικητικής

*Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών στη Χρηματοοικονομική
Ανάλυση για Στελέχη*

Μεταπτυχιακή Εργασία με θέμα:

Η ΨΥΧΟΛΟΓΙΑ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ

Γιάννης Μαρτίνης

Επιβλέπων Καθηγητής:

Νικόλαος Φίλιππας

Πειραιάς 2008

**Στο γιό μου Γιώργο, τη σύζυγό μου Νίνα
που με υπομονή στήριξαν
την προσπάθειά μου...**

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ	4
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο	8
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ	8
ΜΟΡΦΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ	8
ΟΡΘΟΛΟΓΙΚΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ	10
ΜΗ ΟΡΘΟΛΟΓΙΚΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ	11
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο	13
ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ	
ΟΡΙΣΜΟΣ	13
ΣΥΝΤΟΜΗ ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ	
ΤΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ	13
ΛΙΣΙΟΔΟΞΙΑ ΚΑΙ ΑΠΑΙΣΙΟΔΟΞΙΑ	15
ΟΙ ΔΙΠΛΕΣ ΠΡΟΣΔΟΚΙΕΣ	16
ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΑ	17
ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΚΗ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΑ	19
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο	20
ΣΦΑΛΜΑΤΑ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ	20
ΔΙΑΝΟΗΤΙΚΑ ΣΦΑΛΜΑΤΑ	20
ΣΥΝΑΙΣΘΗΜΑΤΙΚΑ ΣΦΑΛΜΑΤΑ	27
ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ	30
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο	35
ΨΥΧΟΛΟΓΙΑ ΕΠΕΝΔΥΤΗ	35
ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ	37
NOISE TRADING	38
OVER-REACTION	40
HERDING	41
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο	45
ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ	45
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	53
ΕΠΙΛΟΓΟΣ	55
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	56
ΒΙΒΛΙΑ	56
ΠΕΡΙΟΔΙΚΑ	57
ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ	58

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η χρηματοοικονομική επιστήμη βασίζει την θεωρία της στην υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών και στην ορθολογική σκέψη των επενδυτών. Μελέτες όμως που πραγματοποίησαν ψυχολόγοι επιστήμονες απέδειξαν την μη ορθολογική συμπεριφορά των ατόμων, κατά συνέπεια την μη λειτουργία της υπόθεσης των αποτελεσματικών αγορών.

Σε αυτή την βάση αναπτύχθηκε μια νέα επιστήμη, η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, η οποία εξετάζει την κίνηση των αγορών, όπως αυτή προκαλείται από την ατομική ψυχολογία των επενδυτών, αλλά και από την κοινωνική ψυχολογία, η οποία όπως θα δούμε από την μελέτη μας διαφέρει από το απλουστευμένο άθροισμα των ατομικών ψυχολογιών.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική, behavioral finance στη διεθνή βιβλιογραφία, αναπτύχθηκε σε τεράστιο βαθμό κατά την τελευταία εικοσαετία, με αποκορύφωμα την απονομή του βραβείου NOBEL οικονομικών το 2002 στον ψυχολόγο Daniel Kahneman. Ήταν η πρώτη φορά στην ιστορία των οικονομικών όπου βραβεύτηκε ένας ψυχολόγος, μάλιστα σε έναν κορυφαίο θεσμό. Ο Kahneman προσέφερε πολλά στο χώρο αυτής της νέας επιστήμης και σε συνεργασία σχεδόν πάντα με τον Amos Tversky μελέτησαν και δημοσίευσαν πάρα πολλές έρευνες. Ο Tversky απεβίωσε το 1996, χωρίς να προλάβει την υπέρτατη καταξίωσή του.

Μετά από τα ευρήματα αυτών οι οικονομολόγοι ξεκίνησαν να παραδέχονται την έλλειψη ορθολογικότητας στις αγορές, αναπροσαρμόζοντας τα δεδομένα για τους κανόνες που τις διέπουν. Έτσι λοιπόν στη συνέχεια θα εξετάσουμε μερικά από τα πιο βασικά λάθη των επενδυτών, όπως την τοποθέτησή τους στις αγορές όποτε αυτές είναι ανοδικές, με την εγκατάλειψή τους να λαμβάνει χώρα όταν αυτές βρίσκονται σε πτώση. Το παράδειγμα των μικρών επενδυτών θα διαπιστώσουμε παρακάτω ότι ακολουθούν ακόμη και πολλοί επαγγελματίες διαχειριστές παρά την ανώτερη συγκριτικά γνωστική τους κατάρτιση νικημένοι όμως από την ανθρώπινη φύση τους.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική έρχεται να καλύψει ακριβώς το χάσμα που διαφαίνεται μεταξύ θεωρίας και πράξης. Μέσα από αυτή την επιστήμη θα διαπιστώσουμε ότι η ψυχολογία επηρεάζει σε πολύ

σημαντικότερο βαθμό τις επενδυτικές αποφάσεις των ατόμων, αφήνοντας τα οικονομικά και ορθολογικά κριτήρια των επενδύσεων σε δεύτερο ρόλο. Θα διαπιστώσουμε ακόμη ότι έπειτα από την όποια κίνηση των αγορών η ερμηνεία του παρελθόντος, υποστηρίζεται καλύτερα μέσα από την ψυχολογική προσέγγιση του τρόπου λειτουργίας των επενδυτών, παρά από την ανάγνωση ή την ανάλυση θεμελιωδών αρχών της διαχείρισης χαρτοφυλακίων.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον καθηγητή μου κ. Νικόλαο Φίλιππα, τόσο για την πολύτιμη γνώση που μου μεταλαμπάδευσε σε μια άγνωστη πτυχή προς το παρόν, για τον επαγγελματικό χώρο των επενδύσεων, όσο και για τις μεθοδευμένες κατευθύνσεις που μου παρείχε. Η περίοδος συγγραφής της διατριβής μου σίγουρα θα αποτελέσει την βάση για το σκαλοπάτι της καριέρας μου.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στην προσπάθεια κατανόησης της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής καλό είναι κανείς να ξεκινά την μελέτη του από την παραδοσιακή χρηματοοικονομική η οποία και συνόδευε για δεκαετίες όλους τους επενδυτές.

Έτσι λοιπόν παρουσιάζεται στο 1ο κεφάλαιο ένας ορισμός των ατόμων που συμμετέχουν στο μαγικό παιχνίδι των επενδύσεων. Αυτοί δεν είναι άλλοι από τους μη και τους ορθολογικούς επενδυτές, των οποίων η συμπεριφορά βασίζεται στο επίπεδο παρεχόμενης πληροφόρησης. Η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών και τα είδη αυτής προκειμένου να κατανοήσουμε τα επίπεδα πληροφόρησης αλλά και κάποιους από τους βασικούς κανόνες που οδηγούν τις αγορές ολοκληρώνουν το κεφάλαιο.

Στο 2ο κεφάλαιο ξεκινάμε την αναφορά μας στην συμπεριφορική χρηματοοικονομική, δίνοντας έναν ορισμό και μέσα από μια σύντομη ιστορική αναδρομή θα οριοθετήσουμε την συνέχεια. Συναντάμε τους αισιόδοξους και τους απαισιόδοξους επενδυτές μέσω των οποίων δημιουργούνται οι αντιφατικές προσδοκίες ξεκινώντας έτσι το παιχνίδι των τιμών. Εμφανίζονται οι κερδοσκόποι των οποίων ο ρόλος σιγά-σιγά αποκτά μια πιο επαγγελματική διάσταση. Οι άνθρωποι αυτοί γνωρίζουν και έχουν μελετήσει καλά τα σφάλματα των επενδυτών και αποσκοπούν στην εκμετάλλευση αυτών με σκοπό φυσικά το κέρδος.

Το επόμενο κεφάλαιο, 3^ο κατά σειρά, αφιερώνεται εξολοκλήρου σε αυτά τα νοητικά και συναισθηματικά σφάλματα όπου σχεδόν βέβαια θα υποπέσουν οι επενδυτές. Περιγράφονται λεπτομερώς αυτές οι κατηγορίες σφαλμάτων αναλύοντας ταυτόχρονα και τους χαρακτήρες οι οποίοι τα περικλείουν με την ατομική τους λογική. Έχοντας ολοκληρώσει τα παρατηρημένα σφάλματα προσπαθήσαμε να εξετάσουμε την γενικότερη ψυχολογία του επενδυτή όπως αυτή προκύπτει μέσα από τα παραπάνω σφάλματα.

Έτσι στο 4^ο κεφάλαιο έχουμε αναπτύξει τις επενδυτικές πτυχές των ατόμων όπως αυτές προκύπτουν μέσα από τις αποφάσεις τους. Αναφέρουμε

κάποιες υποθέσεις οι οποίες υποστηρίζουν τους επενδυτές, ενώ αναφερόμαστε στις σημαντικότερες λειτουργίες των σύγχρονων χρηματιστηριακών κυρίως αγορών. Οι Noise Traders, το Over-reaction και το Herding, εξηγούν μερικά από τα πλέον συνηθισμένα φαινόμενα των ημερών μας.

Κλείνοντας στο 5ο κεφάλαιο κάνουμε μια επιλεκτική αναφορά στα σημαντικότερα έργα τα οποία ξεχωρίζουν ανάμεσα στα δεκάδες τα οποία έχουν απασχολήσει τόσο τους οικονομολόγους όσο και τους ψυχολόγους. Μια προσπάθεια δηλαδή ώστε να εξηγήσουν ουσιαστικά ανθρώπινες αντιδράσεις και εν τέλει να επιτύχουν αυτό που κυνηγούν οι επιστήμονες ανεξαρτήτως του κλάδου που δραστηριοποιούνται, την ακριβέστερη πρόβλεψη.

Την προσπάθειά μας αυτή ολοκληρώνουν κάποια συμπεράσματα στα οποία καταλήγουμε, των οποίων η προέλευση βασίζεται περισσότερο σε καταγεγραμμένα γεγονότα παρά σε ότι θα προέκυπτε ενδεχομένως μέσα από την ενδελεχή μελέτη της εργασίας μας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

Η Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς (Efficient Market Hypothesis) αποτελεί τη βάση πάνω στην οποία στηρίχτηκε η σύγχρονη θεωρία διάρθρωσης επενδυτικών χαρτοφυλακίων. Σύμφωνα με αυτήν η παρούσα αξία μιας μετοχής ενσωματώνει πλήρως και άμεσα τις επίσημες και δημόσιες πληροφορίες που την αφορούν προσεγγίζοντας όμως πάντοτε τα θεμελιώδη μεγέθη.

ΜΟΡΦΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

Πρώτος ο **Eugene Fama** το 1970 μίλησε για την θεωρία των αποτελεσματικών αγορών. Κατηγοριοποίησε μάλιστα τις αποτελεσματικές αγορές σε τρεις μορφές ανάλογα με το παρεχόμενο επίπεδο πληροφόρησης:

1. μορφή ασθενούς αποτελεσματικότητας (Weak form EMH)
2. μορφή ημι-ισχυρής αποτελεσματικότητας (Semistrong form EMH)
3. μορφή ισχυρής αποτελεσματικότητας (Strong form EMH)

ΑΣΘΕΝΗΣ ΜΟΡΦΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Η πρώτη μορφή της ασθενούς αποτελεσματικότητας υποθέτει πως η παρούσα αξία μιας μετοχής ενσωματώνει πλήρως όλες τις πληροφορίες που κυκλοφορούν στην αγορά, περιέχει όμως και στατιστικά δεδομένα που αφορούν την πορεία της τιμής της μετοχής, τη διακύμανσή της, το πλήθος τεμαχίων που συναλλάχθηκαν και άλλα τέτοιου τύπου. Κατά συνέπεια σε αυτήν τη μορφή αγοράς δεν συσχετίζονται οι προηγούμενες μεταβολές της τιμής με αυτές που θα πραγματοποιηθούν στο μέλλον. Σε αυτή την μορφή αγοράς λοιπόν είναι αναποτελεσματικό να βασίζουμε τις μελλοντικές μας κινήσεις στα ιστορικά δεδομένα

ΗΜΙ-ΙΣΧΥΡΗ ΜΟΡΦΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Η δεύτερη μορφή της ημι-ισχυρής αποτελεσματικότητας υποθέτει πως η παρούσα αξία μιας μετοχής ενσωματώνει πλήρως όλες τις δημόσιες πληροφορίες που κυκλοφορούν επίσημα στην αγορά. Εδώ πρέπει να συνυπολογίσουμε και την ύπαρξη της αξιολόγησης που γίνεται στα δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας. Ως εκ τούτου σε αυτή την μορφή αναμένουμε περιορισμένες αποδόσεις αφού ότι νεότερο προκύπτει άμεσα απεικονίζεται στην τιμή.

ΙΣΧΥΡΗ ΜΟΡΦΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Η τελευταία μορφή της ισχυρής αποτελεσματικότητας υποθέτει πως η παρούσα αξία μιας μετοχής ενσωματώνει όλες τις πληροφορίες δημόσιες και ιδιωτικές που κυκλοφορούν στην αγορά. Κατά συνέπεια εδώ μπορεί ο οποιοσδήποτε να κατέχει επιπλέον πληροφόρηση την οποία μπορεί να εκμεταλλευτεί για την αύξηση των αναμενόμενων αποδόσεών του.

ΟΡΘΟΛΟΓΙΚΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ

Τα οικονομικά στοιχεία των εταιριών, το παγκόσμιο οικονομικό γίνεσθαι, οι προβλέψεις βάσει των οικονομικών μεγεθών, οι τιμές του πετρελαίου, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες και φυσικά το θεσμοθετημένο πολιτικό πλαίσιο πρέπει να αποτελούν την βάση για την άντληση κριτηρίων και την αξιολόγηση πληροφοριών προκειμένου οι επενδυτές να χαρακτηρίζονται ορθολογικοί. Ακόμη οι ορθολογικοί επενδυτές πρέπει να διατηρούν την στρατηγική της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου χωρίς να διαφοροποιούν τις βαρύτητες των μετοχών που έχουν επιλέξει φιλτράροντας τις πληροφορίες που συνοδεύονται με θόρυβο. Όπως θα δούμε στη συνέχεια πολλές φορές οι ορθολογικοί επενδυτές θα επιτύχουν χαμηλότερες αποδόσεις από τους παρορμητικούς και μη ορθολογικούς

Οι ορθολογικοί επενδυτές πέρα από την ορθή επιλογή αξιών βοηθούν με την διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους τις αναμενόμενες αποδόσεις του. Πετυχαίνουν την στρατηγική που προτείνεται για κάθε είδους επένδυση και σε πολύ απλά λόγια εκφράζεται με το «αγοράζω φθηνά και πουλάω ακριβά». Χωρίς την απαραίτητη διασπορά χάνεται η προηγούμενη λογική, και οδηγούνται οι επενδυτές στην στρατηγική του «αγοράζω όταν αγοράζουν όλοι και πουλάω όταν πουλάνε όλοι», προσχωρώντας σε αυτό που παρακάτω θα ονομάσουμε συμπεριφορά της αγέλης.

Know when to sell, before you buy

Bruce Kovner (Αμερικανός επενδυτής)

Η φράση αυτή θα μπορούσε από μόνη της να προστατεύσει μεγάλο μέρος επενδυτών ενώ θα μπορούσαμε να πούμε ότι αποτελεί ολόκληρη την στρατηγική που θα μπορούσε να ακολουθεί ένας ορθολογικός επενδυτής. Ο ορθολογικός επενδυτής εμπιστεύεται τον εαυτό του, κρίνει αντικειμενικά και έχει σαφείς επενδυτικούς στόχους. Η στρατηγική του δεν επηρεάζεται από το γενικότερο περιβάλλον αλλά περιέχει προδιαγεγραμμένες κινήσεις, τις οποίες βασίζει στις επίσημες δημόσιες πληροφορίες. Γνωρίζει το σημείο που θα πουλήσει καταγράφοντας το κέρδος-στόχο αλλά ακόμα και κάποια προϋπολογισμένη ζημιά πριν καν προβεί σε κίνηση για αγορά της

επιλεγμένης αυτής μετοχής του. Δεν παρασύρεται όταν επιτυγχάνει το κέρδος που έχει στοχεύσει περιμένοντας περαιτέρω αποδόσεις ενώ αντίθετα καταγράφει την ζημιά του όταν η επιλογή του αποδειχθεί λανθασμένη. Προσπαθεί να αντλήσει εμπειρία από τα λάθη του προκειμένου να μην τα επαναλάβει. Η πληροφόρηση που χρησιμοποιεί βασίζεται στα πραγματικά οικονομικά μεγέθη των επενδύσεών του, στο οικονομικο-πολιτικό περιβάλλον, ελέγχει τα μακρο-οικονομικά στοιχεία όπως τα επιτόκια, η τιμή του πετρελαίου και το ύψος του πληθωρισμού προκειμένου να καταλήξει στις επενδυτικές του αποφάσεις. Συνέπεια των μετρημένων αυτών κινήσεων είναι και η ορθολογική επιρροή που εμμέσως ασκούν στην κίνηση των τιμών των μετοχών στις οποίες επενδύουν και κατ' επέκταση στους χρηματιστηριακούς δείκτες που περιέχονται αυτές. Συνήθως είναι άτομα που αποστρέφονται το ρίσκο ενώ συχνά εντοπίζουμε σε αυτούς την τακτική του **contrarian strategy**. Σαν αποτέλεσμα της παραπάνω στρατηγικής είναι να μην παρασύρονται από την μάζα καταφέροντας να διατηρούν διαφορετική ψυχολογία από την αγέλη, διαφοροποιώντας συχνά το χαρτοφυλάκιό τους.

Τέλος να αναφέρουμε πως οι Tversky και Kahneman σε κείμενο που δημοσίευσαν το 1979 "Prospect theory: Decision making under risk" υποστηρίζουν ότι οι ορθολογικοί επενδυτές βασιζόμενοι στην ψυχολογία της σκέψης λαμβάνουν τις αποφάσεις τους.

ΜΗ ΟΡΘΟΛΟΓΙΚΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ

Εκτός από τους ορθολογικούς επενδυτές συχνά συναντάμε και τους μη ορθολογικούς επενδυτές, των οποίων οι αποφάσεις επηρεάζονται από την ψυχολογία της μάζας. Δεν γνωρίζουν ποιές είναι οι ακριβείς δυνατότητές τους, συχνά δεν κατέχουν τις απαραίτητες γνώσεις, ενώ εύκολα πείθονται πως διαθέτουν πληροφορίες που δεν είναι ευρέως διαδεδομένες, επιμένοντας και αναμένοντας σε υψηλότερες αποδόσεις. Συνέπεια της δικής τους τακτικής είναι πολλές φορές να στρεβλώνουν την κίνηση των τιμών των μετοχών που επιλέγουν και κατ' επέκταση τους χρηματιστηριακούς δείκτες στους οποίους περιέχονται αυτές. Ο De Long το 1990 μιλάει για αυτό το είδος ρίσκου που

εισάγεται στις αγορές από την δράση αυτών των παρορμητικών επενδυτών. Όπως θα δούμε παρακάτω τους συναντάμε αρκετές φορές μάλλον τυχαία να επιτυγχάνουν υψηλότερες αποδόσεις από αυτές που επιτυγχάνουν οι ορθολογικοί επενδυτές, λόγω του επιπλέον ρίσκου που εν αγνοία τους αναλαμβάνουν. Αντίθετα από τους ορθολογικούς επενδυτές το γεγονός του ότι την τιμή πώλησης της μετοχής που κατέχουν δεν την έχουν αποφασίσει εκ των προτέρων, είτε αυτή πρόκειται να καταγράψει κέρδη ή ζημιές, για αυτούς σημαίνει απώλεια αγοραστικών ευκαιριών, λόγω της έλλειψης ρευστότητας που τους χαρακτηρίζει.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

ΟΡΙΣΜΟΣ

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική (Behavioral Finance) είναι η επιστήμη που μελετά τις επιρροές της ψυχολογίας του ατόμου στην συμπεριφορά του κατά την συμμετοχή του σε χρηματοοικονομικές αγορές, όπως επίσης και την κατά συνέπεια έμμεση επίδραση του σε αυτές. Μέσω αυτής της επιστήμης μπορεί να εξηγηθεί γιατί και πως οι αγορές μπορεί να λειτουργούν σε αρκετές περιπτώσεις αναποτελεσματικά.

Στηρίζεται στο γεγονός ότι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί και λαμβάνουν υπόψη τους όλη την παρεχόμενη πληροφόρηση προκειμένου να λάβουν επενδυτικές αποφάσεις. Βέβαια στην πράξη πολλές φορές δεν παρατηρείται αυτή η ορθολογική συμπεριφορά από την πλευρά των ατόμων. Θα δούμε λοιπόν στη συνέχεια της μελέτης μας μερικές από τις κυριότερες συμπεριφορές που συναντάμε στη χρηματοοικονομική συμπεριφορά όταν οι ορθολογικές κρίσεις ξεπερνιούνται από συγκεκριμένα φαινόμενα.

ΣΥΝΤΟΜΗ ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

ΤΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

Η έναρξη της επιστήμης που μελετά την χρηματοοικονομική συμπεριφορά ιστορικά τοποθετείται το 1896 όταν ο Gustav Lebon έγραψε το βιβλίο «The crowd: a study of a popular mind». Από τότε αρκετοί ήταν αυτοί οι οποίοι προσπάθησαν μέσα από τις μελέτες τους να συσχετίσουν την ψυχολογία των επενδυτών κυρίως με τις χρηματιστηριακές αγορές. Επιγραμματικά αναφέρονται μερικά από τα πιο γνωστά βιβλία που αφορούν το συγκεκριμένο θέμα όπως του Selden το 1912 με τίτλο «Η ψυχολογία των χρηματιστηριακών αγορών», το 1956 οι Leon Festinger, Riecken και Schachter αναπτύσσουν την θεωρία της Στοχαστικής Ασυμφωνίας με θέμα

την προσπάθεια των ατόμων να συγκλίνουν τις απόψεις τους ακόμη και αλλάζοντας τα πιστεύω τους. Το 1964 ο Pratt δημοσιεύει σχετικές μελέτες του ενώ όσο προχωράμε χρονικά οι αναφορές επί του θέματος είναι ολοένα και συχνότερες. Οι Tversky και Kahneman το 1973 ξεκινούν να δημοσιεύουν μελέτες τους, ενώ το 1979 παρουσιάζουν το βιβλίο τους "The Prospect Theory". Στα τέλη της δεκαετίας του 1980 πλέον υπήρχαν πολλοί που πίστευαν ότι ψυχολογικοί παράγοντες, όπως η συγκίνηση, λειτουργούν μέσα στις αγορές και ιδιαίτερα στις χρηματιστηριακές. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική έγινε ιδιαίτερα δημοφιλής την δεκαετία του 1990 υποστηρίζοντας ότι πολλές από τις χρηματοοικονομικές αποφάσεις των ατόμων στηρίζονται σε συμπεριφορικά τους χαρακτηριστικά. Τέτοια χαρακτηριστικά είναι η υπέρ εμπιστοσύνη που δείχνουν τα άτομα στον εαυτό τους, η υπεραντίδραση που επιδεικνύουν, η έλξη τους σε διάφορες νέες τάσεις και άλλα. Μελετώντας κανείς τα παραπάνω μπορεί κατά κάποιο τρόπο και με πολύ καλή προσέγγιση, υποστηρίζει η επιστήμη, να προβλέψει πολλές φορές τις μελλοντικές κινήσεις ατόμων, συμπεραίνοντας έτσι την κίνηση των τιμών των μετοχών στις χρηματιστηριακές αγορές, κτίζοντας κατ' επέκταση επιτυχημένες επενδυτικές στρατηγικές. Τα παραπάνω διατύπωσαν οι Le Bondt και Thaler ξεκινώντας και αυτοί από την διαδικασία του τυχαίου περιπάτου για να φτιάξουν μια νέα έννοια για την αποδοτικότητα των αγορών.

ΑΙΣΙΟΔΟΞΙΑ ΚΑΙ ΑΠΑΙΣΙΟΔΟΞΙΑ

Στα χρηματιστήρια συναντάμε δύο πολλοί βασικές κατηγορίες επενδυτών. Είναι αυτοί οι οποίοι πιστεύουν ότι τα πράγματα στις αγορές είναι καλά με αποτέλεσμα να ωθούν τις τιμές προς τα πάνω διαμορφώνοντας θετικό κλίμα, ενώ από την άλλη συναντάμε εκείνους των οποίων η άποψη είναι διαφορετική προεξοφλώντας κακές ειδήσεις πιέζοντας έτσι τις αποτιμήσεις των μετοχών.

Αυτές οι δύο κατηγορίες δεν κυκλοφορούν χωριστά μέσα στις αγορές αντιθέτως μάλιστα συναναστρέφονται μεταξύ τους, με αποτέλεσμα άτομα αισιόδοξα να προσελκύουν στις απόψεις τους απαισιόδοξα και το ανάποδο. Συνέπεια αυτού είναι η συνεχής αλλαγή τάσεων στις τιμές των μετοχών οι οποίες δεν οφείλονται βεβαίως στα θεμελιώδη μεγέθη εταιρειών αλλά σε αυτή την καλοπροαίρετη και αθώα αντιπαράθεση μεταξύ αισιόδοξων και απαισιόδοξων επενδυτών.

Τα παραπάνω θα μπορούσαν να αφορούν αποκλειστικά μικροεπενδυτές, των οποίων μάλιστα οι γνώσεις και οι πληροφορίες είναι αναμενόμενα περιορισμένες. Όμως τελικά αυτό δεν ισχύει μόνο σε αυτή την κατηγορία επενδυτών. Ακόμη και μεγάλοι θεσμικοί επενδυτές παρουσιάζουν αυτήν τη διαφορετικότητα στην οπτική τους, δημοσιεύοντας μάλιστα αντικρουόμενες εκθέσεις τόσο για μεμονωμένες περιπτώσεις μετοχών, όσο και για την γενικότερη εικόνα που αποκομίζουν για τις αγορές, επηρεάζοντας αντιστοίχως το χρηματιστηριακό κλίμα.

Η σημαντική διαφορά που επισημαίνεται αφορά την αντικειμενικότητα των όποιων θέσεων παρουσιάζουν μεγάλοι ξένοι οίκοι, αλλά και το μέγεθος της επιρροής που μπορούν να επιτύχουν οι δύο προηγούμενες κατηγορίες επενδυτών. Πιο συγκεκριμένα ενώ οι μικροεπενδυτές πολύ λίγους μπορούν να επηρεάσουν, οι θεσμικοί επενδυτές εύκολα παρασύρουν όλους όσους τους ακολούθησαν με τα λεφτά τους αλλά και πάρα πολλούς απλούς επενδυτές οι οποίοι χρησιμοποιούν την πληροφόρηση που λαμβάνουν είτε από τις κινήσεις που διενεργούν είτε από πληροφορίες που εσκεμμένα διοχετεύουν στον τύπο μέσω επίσημων ανακοινώσεων η μέσω συγκεκριμένων κύκλων που οι αγορές ονομάζουν "παπαγαλάκια"

Οι άνθρωποι αυτοί οι οποίοι μεταφέρουν πληροφορίες στο ευρύ επενδυτικό κοινό διαδραματίζουν έναν πάρα πολύ σημαντικό ρόλο στις αγορές. Ανάλογα με τις ειδήσεις που καλούνται να μεταφέρουν εμπνέουν κλίμα αισιοδοξίας ή απαισιοδοξίας, πολλές φορές ανατιμώντας ή υποτιμώντας αυτό σε σχέση και με τις προσωπικές τους διαθέσεις. Η σχέση αυτών με τους noise traders που θα δούμε παρακάτω είναι μάλλον μεγάλη.

ΟΙ ΔΙΠΛΕΣ ΠΡΟΣΔΟΚΙΕΣ

Είναι κοινά παραδεκτό πως οι χρηματιστηριακές αγορές ζουν μέσα από την διάσταση απόψεων μεταξύ των επενδυτών.

Η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς σύμφωνα με τον Malkiel (1987) όπου οι μελλοντικές τιμές των μετοχών επηρεάζονται από τις παρελθούσες, αποτελεί την πλέον δοκιμασμένη υπόθεση στην χρηματοοικονομική επιστήμη. Πολλοί οικονομολόγοι θεωρούν πως τα εμπειρικά στοιχεία που εμφανίζονται συνήθως δρουν υπέρ της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών. Οι ίδιοι υποστηρίζουν πως οι συμπεριφορικές θεωρίες αποτελούν τον σημαντικότερο ανταγωνισμό της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών. Μέσα σε αυτές εκτός των άλλων αναπτύσσουν και την άποψη των διαφορετικών προσδοκιών σύμφωνα με την οποία κάποιο άτομο πράττει ακριβώς το αντίθετο από κάποιο άλλο. Κατά συνέπεια με αυτές τις εξ' ολοκλήρου αντικρουόμενες απόψεις λειτουργούν οι αγορές, μιας και όπως υποστηρίζουν δεν θα μπορούσαμε να έχουμε αγορές αν όλοι οι επενδυτές πίστευαν και προσδοκούσαν τα ίδια πράγματα. Με άλλα λόγια θεωρούν την ύπαρξη του αντισυμβαλλόμενου μέρους απαραίτητη προκειμένου να εκφράζονται αλλά και να μετρούνται οι τάσεις στις αγορές. Ακόμη μέσω αυτών των δύο διαφορετικών οπτικών δικαιολογούνται και τα αντικρουόμενα συναισθήματα που συναντάμε στους επενδυτές, όπως είναι ο ενθουσιασμός και η απογοήτευση. Ο ενθουσιασμός και η απογοήτευση δεν συναντώνται μόνο στους αισιόδοξους ή τους απαισιόδοξους επενδυτές. Τα βιώνουν όλοι οι επενδυτές ανάλογα με την πορεία των τιμών των μετοχών που έχουν επιλέξει ανεξάρτητα από την γενικότερη πορεία των αγορών.

Υπάρχουν φυσικά και συναισθήματα τα οποία είναι κοινά και τα οποία συναντώνται σχεδόν καθημερινά, ανεξάρτητα από τις όποιες συνθήκες. Τέτοια είναι το άγχος για την επενδυτική επιλογή, η αγωνία για την επόμενη κίνηση της μετοχής και η περιέργεια για το ορθό των αποφάσεων όταν αυτές κριθούν εκ του αποτελέσματος

Στις χρηματιστηριακές συναλλαγές τα παραπάνω δεν είναι απολύτως ξεκάθαρα. Ισχύουν μεν στο 100%, η διαφορετική όμως άποψη των επενδυτών αποκαλύπτεται κυρίως κατά την στιγμή της συναλλαγής όταν δηλαδή η απόφαση της μιας πλευράς να πουλήσει τις μετοχές που κατέχει, αναμένοντας πτώση των τιμών, συναντά την απόφαση της άλλης η οποία ταυτόχρονα αγοράζει αυτές τις μετοχές προσβλέποντας σε άνοδο των τιμών. Υπάρχουν όμως αγορές όπου οι αντικρουόμενες απόψεις έχουν δύο προοπτικές για την ίδια μελλοντική στιγμή. Στο χρηματιστήριο παραγωγών για παράδειγμα, τα προθεσμιακά συμβόλαια θα δείξουν αυτόν που θα κερδίσει και αυτόν που θα χάσει, ταυτόχρονα. Την παραπάνω διαδικασία την ακούμε στις αγορές ως zero sum game, αφού σε συγκεκριμένη προκαθορισμένη χρονική στιγμή στο μέλλον η μια πλευρά θα κερδίσει, και η άλλη οπωσδήποτε θα χάσει.

ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΑ

Μέσα στους παρορμητικούς επενδυτές θα πρέπει να αναζητήσουμε και τους κερδοσκόπους. Οι κερδοσκόποι δρουν ως ο αγωγός που επιτρέπει στις νέες πληροφορίες (είτε αυτές αφορούν μακρο-οικονομικά νέα είτε τυχαίες συγκυρίες) να διοχετευτούν στην αγορά και να μετατραπούν σε τιμές. Οι κερδοσκόποι διχάζουν, κάποιιοι θεωρούν πως η παγκόσμια οικονομία είναι όμηρος αυτών, ενώ κάποιιοι άλλοι τους θεωρούν ως το βασικό όργανο για την λειτουργία του καπιταλιστικού συστήματος. Η κερδοσκοπία ίσως να είναι και ο απώτερος στόχος των παρορμητικών, μη-ορθολογικών επενδυτών. Παρόλα αυτά και επειδή η έννοια της λέξης speculation ακόμα και στις μέρες μας παραμένει ακαθόριστη, πολύ σπάνια θα μπορούσε ένας παρορμητικός επενδυτής να χαρακτηριστεί κερδοσκόπος. Το σημαντικότερο στοιχείο που

δεν επιτρέπει πρακτικά στους παρορμητικούς επενδυτές να χαρακτηριστούν κερδοσκόποι βρίσκεται στο περιορισμένο πεδίο δράσης των χρηματιστηριακών αγορών.

Αυτό προκύπτει από τον ορισμό που έχει δοθεί από τον Adam Smith για τον κερδοσκόπο, περιγράφοντάς τον σαν το τύπο του ανθρώπου που δεν επιδιώκει κέρδος μέσα από τις διακυμάνσεις των τιμών. Αντιθέτως είναι ένας επιχειρηματίας ο οποίος δεν ασχολείται με κάποιο συνηθισμένο, καθιερωμένο ή γνωστό κλάδο επιχειρήσεων. Φέτος είναι έμπορος καλαμποκιού, του χρόνου μπορεί να είναι έμπορος τσαγιού. Επιδίδεται σε οποιαδήποτε εμπορική συναλλαγή όταν υπολογίζει ότι αυτή θα είναι περισσότερο επικερδής από όσο συνήθως και την εγκαταλείπει όταν υπολογίζει ότι τα κέρδη θα επανέλθουν στα ίδια επίπεδα με τις υπόλοιπες εμπορικές δραστηριότητες.

Θα μπορούσε κάποιος πιο τολμηρός να υποστηρίξει την άποψη ότι οι παρορμητικοί επενδυτές χρησιμοποιούνται ως εργαλείο των κερδοσκόπων. Ιστορικά άλλωστε δεν είναι λίγες οι φορές όπου κερδοσκοπικοί κύκλοι εκμεταλλεύονται αυτήν την κατηγορία επενδυτών προκειμένου να δημιουργήσουν τον απαιτούμενο θόρυβο, δημιουργώντας σε κάποιες περιπτώσεις ακόμη και συνθήκες φούσκας.

Ανατρέχοντας στο παρελθόν εύκολα διαπιστώνουμε πως το κύριο συστατικό για την δημιουργία τέτοιων καταστάσεων είναι η αισιοδοξία. Η αισιοδοξία που συνήθως βασίζεται στις προβλέψεις για καλύτερες μέρες ή στην οριστική επίλυση χρόνιων προβλημάτων αποτελεί το διαβατήριο για την είσοδο των ανθρώπων στις επιλογές που αποσκοπούν στο κέρδος. Το κλίμα αισιοδοξίας που καλλιεργείται σαν στόχο έχει την μετάβαση στα δύο βασικά συναισθήματα των επενδυτών που δεν είναι άλλα από τον φόβο και την απληστία. Ο αρχικός φόβος που όλοι αισθάνονται προκειμένου να συμμετάσχουν σε κάποια επένδυση μπορεί να μετριαστεί μέσα σε ένα αισιόδοξο περιβάλλον. Επίσης η απληστία για διακράτηση των επενδύσεων και την συνεχή αύξηση του κέρδους εντείνεται μέσα σε κλίμα αισιοδοξίας.

ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΚΗ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΑ

Οι arbitragers θεωρούνται άτομα που χρησιμοποιούν τον πλούτο τους προκειμένου να συναλλαγούν με μοναδικό όριο την προσωπική τους απέχθεια κινδύνου. Είναι άνθρωποι που θεωρούνται υψηλής εξειδίκευσης επενδυτές και καταφέρνουν να συνδυάζουν την γνώση που κατέχουν και στους πόρους άλλων επενδυτών προκειμένου να δημιουργήσουν μεγαλύτερες θέσεις. Αναζητούν διαφορές τιμών σε ίδια προϊόντα αλλά σε διαφορετικές αγορές, με στόχο βεβαίως να αγοράσουν στην φθηνή αγορά και να πουλήσουν στην ακριβή, καταγράφοντας κέρδη. Ο Fama ερμήνευσε το είδος των arbitragers σαν μια ξεχωριστή παρουσία εκπροσώπων που συνδέουν ιδέες με πλούτο. Την εξειδικευμένη γνώση τους χρησιμοποιούν για πλουτισμό εύποροι επενδυτές αλλά ακόμη και διαχειριστές αμοιβαίων και συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, αφού ακόμη και αυτοί σε κάποιες περιπτώσεις δεν διαθέτουν τις απαραίτητες γνώσεις διαχείρισης των κεφαλαίων τους σε τρέχουσες συγκυρίες των αγορών. Συνηθίζουν να χρησιμοποιούν κεφάλαια από διαφορετικούς πόρους και επενδυτές δημιουργώντας επιπτώσεις στις αγορές, τις οποίες θα εκμεταλλευτούν καταλλήλως ώστε να επιτύχουν κέρδος. Οι λιγότερο ειδικοί ή με μικρή γνώση επενδυτές προσπαθούν να ακολουθήσουν τέτοιους επαγγελματίες. Παρότι εκ πρώτης όψεως αυτό φαίνεται σωστό και ασφαλές, εν τούτοις τα αποτελέσματα δεν φαίνεται να τους δικαιώνουν. Αυτό συμβαίνει διότι παρατηρούν τις κινήσεις μέσω των περιορισμένων γνώσεών τους με αποτέλεσμα να λειτουργούν αναποτελεσματικά πετυχαίνοντας πολύ λίγες φορές ικανοποιητικές αποδόσεις. Την σημαντικότερη αιτία αποτελεί το γεγονός πως οι ανειδίκευτοι επενδυτές βασίζουν τα κριτήρια τους στις παρελθούσες επιλογές των arbitragers ενώ οι arbitragers βασίζουν τις κινήσεις τους σε αναμενόμενα μελλοντικά γεγονότα τα οποία εκτιμούν με τα δικά τους κριτήρια και πληροφορίες. Η χρονική αυτή υστέρηση δημιουργεί την διαφορετικότητα των αποδόσεων, οι οποίες πολλές φορές παρουσιάζουν ακόμη και αντίθετα πρόσημα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

ΣΦΑΛΜΑΤΑ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ

ΔΙΑΝΟΗΤΙΚΑ ΣΦΑΛΜΑΤΑ

Οι επενδυτές στην πλειοψηφία τους δεν δρουν ορθολογικά. Αυτό επηρεάζει την αποτελεσματικότητα των αγορών στο θεωρητικό της υπόβαθρο αφού σε αυτήν δεν λαμβάνονται υπόψη τα συναισθήματα κάτω από τα οποία λειτουργούν τα άτομα κατά την διαδικασία λήψης αποφάσεων. Οι άνθρωποι σκέφτονται μεροληπτικά επηρεαζόμενοι από την προσωπική τους ψυχολογία, διαστρεβλώνοντας συχνά τα πραγματικά δεδομένα.

Ο **Warren Buffet** στο βιβλίο του για τις επιτυχημένες επενδυτικές στρατηγικές, παρατηρεί ότι οι επενδυτές συχνά χάνουν την αλλαγή της τάσης στην αγορά συνεχίζοντας να διακατέχονται από το καλό ή κακό κλίμα του πρόσφατου παρελθόντος. Το **timing** λοιπόν των επενδυτικών τους κινήσεων αποσυντονίζεται με αποτέλεσμα να βγαίνουν αγοραστές όταν το μέλλον προβλέπεται δυσόιωνο και πωλητές όταν προβλέπεται ευόιωνο.

Στην συνέχεια θα περιγράψουμε τα βασικά συναισθήματα που οδηγούν σε σφάλματα τους επενδυτές και τα οποία συναντάμε στην διεθνή βιβλιογραφία ως **Cognitive Biases**.

Το **HINDSIGHT BIAS** είναι ίσως το πιο διαδεδομένο αφού σχεδόν όλοι οι επενδυτές έχοντας περιλάβει τα γεγονότα μέσα στα δεδομένα τους εμφανίζουν ξεκάθαρη άποψη για την στρατηγική που έπρεπε να έχουν ακολουθήσει. Μάλιστα υποστηρίζουν ότι ενώ είχαν προβλέψει το πραγματοποιημένο αποτέλεσμα, εν τούτοις για διάφορους λόγους δεν προχώρησαν στις κατάλληλες κινήσεις. Ο **Fischhoff** επισημαίνει ότι οι επενδυτές δύσκολα αντιλαμβάνονται γιατί στην εκ των υστέρων κριτική που ασκούν για τις επιλογές τους αδυνατούν να διαχωρίσουν το γνωστό πλέον γεγονός από την πληροφόρηση που είχαν όταν λάμβαναν την απόφασή τους.

Το φαινόμενο αυτό δεν εμφανίζεται μόνο στους μικροεπενδυτές, αλλά και σε επαγγελματίες αναλυτές. Συχνά παρακολουθούμε αναλύσεις μετά από το κλείσιμο των αγορών ειδικών οι οποίοι εμφανίζονται να έχουν πλήρως προβλέψει αυτά που συνέβησαν, παρότι βεβαίως δεν είχαν τοποθετηθεί αντίστοιχα προηγουμένως. Μάλιστα αυτή η κατηγορία συχνά παρασύρει τον απλό επενδυτή στην ψευδαίσθηση ότι η πρόβλεψη των οικονομικών γεγονότων είναι απλή υπόθεση ωθώντας τον τελικά σε λανθασμένες αποφάσεις αφού είναι γνωστό και δεν αποτελεί μειονέκτημα, ότι κανείς δεν γνωρίζει τι θα γίνει αύριο.

Το **REPRESENTATIVENESS** συνδέεται με την ταχύτητα την οποία προσπαθεί ο ανθρώπινος νους να επιτύχει προκειμένου να πάρει σωστές αποφάσεις γρήγορα. Τα άτομα έχουν την τάση να εξισώνουν πράγματα και καταστάσεις που μοιάζουν μεταξύ τους, κατηγοριοποιώντας πολύ γενικά ώστε να έχουν ταχύτερη επεξεργασία του όγκου γνώσης και εμπειριών που κατέχουν. Η έννοια της αντιπροσωπευτικότητας την οποία περιέγραψαν οι **Kahneman και Tversky** το 1973 εφαρμόζεται πολύ συχνά κατά την λήψη επενδυτικών αποφάσεων και επιλογών. Ένα από τα κλασικότερα παραδείγματα για την ισχύ των παραπάνω αποτελεί η ρίψη ενός δίκαιου νομίσματος αρκετές φορές. Έστω λοιπόν πως ένα δίκαιο νόμισμα μετά από δέκα ρίψεις έχει προσγειωθεί από την πλευρά της κορώνας. Πριν τις ρίψεις οι πιθανότητες ήταν 50-50 για τις δύο όψεις ενώ συνεχίζουν έτσι και για την ενδέκατη. Εάν πριν την ενδέκατη ρίψη ερωτηθεί κάποιος θα απαντήσει πως πλέον είναι πεπεισμένος ότι θα δει την πλευρά των γραμμάτων, που φυσικά αυτό δεν είναι απαραίτητο να συμβεί.

Ομοίως στην επιλογή των μετοχών προτιμούν αυτές που έχουν καταγράψει διαδοχικές πτώσεις στο άμεσο παρελθόν αφού πιστεύουν ότι επίσης άμεσα θα επέλθει αποκατάσταση της ισορροπίας.

Το **NARROW FRAMING** αποτελεί ακόμη ένα από τα γνωστά σφάλματα των ατόμων. Συγκεκριμένα εδώ παρατηρείται η τάση των ατόμων να αλλάζουν θέση απέναντι σε ένα πρόβλημα όχι όταν αλλάξει η ουσία του προβλήματος αλλά οτιδήποτε, ακόμη και αν απλώς αλλάζει η διατύπωση και μόνο αυτού. Ο **Kahneman και Tversky** πραγματοποίησαν έρευνες για την έννοια του Περιορισμένου πλαισίου, φάνηκε όμως ότι τα άτομα δεν μπορούν να υπολογίσουν σωστά τα δεδομένα του προβλήματος που αντιμετωπίζουν

φθάνοντας συνήθως στην επιλογή επενδυτικών τακτικών που δεν τους αποφέρουν τα μέγιστα δυνατά αποτελέσματα.

Η αδυναμία των ατόμων στην ορθότητα των υπολογισμών όπως προέκυψε δεν οφειλόταν μόνο στην κακή γνώση υπολογιστικών πράξεων από αυτούς, αλλά κυρίως στον τρόπο που αυτοί έθεταν το πρόβλημα. Μάλιστα σε πολλά παραδείγματα τα ίδια άτομα οδηγούνται σε αντίθετες αποφάσεις όταν η διατύπωση και μόνο του προβλήματος έθετε αυτό σε μια διαφορετική βάση.

Στην συνέχεια απεδείχθη πως οι ορθολογικοί επενδυτές πράγματι έθεταν το πρόβλημα με την σωστή του διάσταση, ακολουθούσαν το νόμο των πιθανοτήτων πιστά και με ικανά δεδομένα, καταφέροντας να εκτιμήσουν σωστά τους κινδύνους αλλά και να επιτύχουν τις προσδοκώμενες αποδόσεις. Συμπέρασμα της παραπάνω τακτικής αποτέλεσε το **FRAMING EFFECT** στο οποίο φάνηκε πως ο τρόπος παρουσίασης μπορεί να πείσει ή όχι με τα ίδια δεδομένα.

Το **MENTAL ACCOUNTING** αφορά την προσπάθεια των ατόμων να συνυπολογίζουν όλες τις διαφορετικές οικονομικές δραστηριότητες και συναλλαγές που συμβαίνουν σε αυτούς καθημερινά. Η προσπάθεια τους να συντηρούν στο μυαλό τους λογιστικά βιβλία οδήγησε στην ονομασία του παραπάνω σφάλματος ως Νοητική Λογιστική. Σύμφωνα με αυτήν η στιγμή της εξόφλησης κάποιας επένδυσης ή ακόμη και καταναλωτικής ανάγκης, θα πρέπει να ταυτίζεται με την προσδοκώμενη απόλαυση η οποία και οδήγησε το άτομο στην πραγματοποίηση αυτού του εξόδου. Σαν ένα λογιστικό ημερολόγιο.

Η αδυναμία κατανόησης της ευρύτερης σχέσης κόστους / οφέλους κατευθύνει τα άτομα στην παραδοσιακή οικονομική θεωρία που τα θέλει να δανείζονται με μηδενικό επιτόκιο. Υπάρχουν βεβαίως παραδείγματα κατά τα οποία τα άτομα αποφασίζουν ανάλογα με το είδος του κόστους (επένδυση, κατανάλωση), διαφορετικά αν και βασίζονται στην δική τους λογική. Ουσιαστικά αυτό που τα άτομα θέλουν να επιτύχουν είναι η αίσθηση κάθε φορά ότι οι βραχυχρόνιες απολαύσεις τους δεν πρέπει να δημιουργούν μακροπρόθεσμα χρέη.

Το **ANCHORING** είναι άλλο ένα διανοητικό σφάλμα των ατόμων στην προσπάθειά τους για σωστή κρίση και επιλογή. Το συναντάμε από τους

Kahneman και **Tversky** οι οποίοι υποστηρίζουν πως οι καταγεγραμμένες πληροφορίες στο μυαλό του ατόμου δεν επιτρέπουν σε αυτό να σκεφθεί ελεύθερα χωρίς επιρροές από τις εμπειρίες του, ενώ ταυτόχρονα λειτουργεί συντηρητικά σε ότι νέο δεδομένο προσλαμβάνει. Συγκεκριμένα όταν καλείται να αξιολογήσει κάποια επένδυση θα χρησιμοποιήσει κυρίως τα δεδομένα που έχει από το παρελθόν χωρίς να λάβει υπόψη του δεδομένα τα οποία συμβαίνουν στο παρόν και θα επηρεάσουν το μελλοντικό αποτέλεσμα. Συνέπεια αυτού είναι να μην καταφέρνουν να έχουν σωστές προβλέψεις, με πιθανότερο σενάριο κάποιο μη συμφέρον αποτέλεσμα για αυτούς. Στην συνέχεια αυτό το λάθος θα καταγραφεί ως νέο σημείο αναφοράς και πάνω σε αυτό θα βασιστούν νέες μελλοντικές κρίσεις και αποφάσεις με αποτέλεσμα ένα φαύλο κύκλο που δεν μπορεί να ξεφύγει από την λογική του, αγκυροβολώντας ουσιαστικά στα λάθη του.

Το φαινόμενο αυτό παρατηρείται ακόμη και στους ειδικούς πέρα από τους μικροεπενδυτές. Χαρακτηριστικές είναι οι εκθέσεις τους τόσο σε ευνοϊκό όσο και σε δυσόϊνο περιβάλλον, όπου συνεχώς εμφανίζονται αναθεωρήσεις των προβλέψεων αφού αιφνιδιάζονται ευχάριστα ή δυσάρεστα ανάλογα με το μακρο-οικονομικό περιβάλλον αλλά και τις όποιες εταιρικές ανακοινώσεις. Η αιτία των αναθεωρήσεων δεν είναι άλλη από την επιμονή τους σε παλαιότερες κρίσεις τους οι οποίες βέβαια έχουν ήδη διαψευστεί από τα γεγονότα.

Το **AVAILABILITY BIAS** είναι το μεροληπτικό σφάλμα που οφείλεται στο γεγονός, ότι τα άτομα θέλουν εύκολα και γρήγορα να παίρνουν σωστές επενδυτικές αποφάσεις. Θέλοντας λοιπόν να βασίζονται στην απόφασή τους σε κάποιες πραγματικές πληροφορίες απορροφούν τις πιο εύκολα προσβάσιμες άρα και άμεσα διαθέσιμες σε αυτούς, αξιολογώντας μάλιστα αυτές ως σημαντικές και κρίσιμες. Φυσικά ο περίγυρος κάποιου μπορεί να αποτελεί δείγμα το οποίο να μην είναι ικανό για την άντληση ασφαλών συμπερασμάτων, δεν αποκλείεται όμως, συνήθως τυχαία, να οδηγήσει κάποια στιγμή και σε σωστές επιλογές. Ο κίνδυνος μετά από αυτό είναι η εμπιστοσύνη που αποκτούν τα άτομα για την κρίση τους παρά του γεγονότος πως αισθάνονται ότι οι εύκολα και άμεσα διαθέσιμες πληροφορίες δεν είναι αντικειμενικές και ολοκληρωμένες.

Το **COGNITIVE DISSONANCE** είναι το σφάλμα κατά το οποίο τα άτομα συνηθίζουν να υπερτιμούν τις ικανότητές τους, με αποτέλεσμα

οτιδήποτε πλήττει αυτήν τους την άποψη να το απορρίπτουν προκειμένου να παραμείνουν στην εντύπωση της ισχυρής αυτοεκτίμησης. Η διανοητική διαφωνία όπως αυτή ονομάζεται από τους ψυχολόγους ερμηνεύει την διαγραφή πληροφοριών από το μυαλό των ατόμων όταν αυτές δεν συμβαδίζουν με την προσωπική και ιδίως με την κατασταλαγμένη άποψη τους. Οι ψυχολόγοι **Hillel Einhorn** και **Robin Hogarth** το 1978 θέλησαν να υποστηρίξουν τα παραπάνω λέγοντας πως τα άτομα αισθάνονται μεγαλύτερη αβεβαιότητα προτού κάνουν μια επενδυτική κίνηση από ότι νιώθουν μετά την εκτέλεσή της, όπου πλέον είναι σχεδόν βέβαιοι για την τελική θετική της έκβαση. Ακόμη κι αν νέες πληροφορίες διαφοροποιούν τα δεδομένα, αυτοί εμμένουν στις απόψεις τους διατηρώντας την αυτοπεποίθησή τους στο υψηλό επίπεδο που οι ίδιοι επιθυμούν.

Το συγκεκριμένο χαρακτηριστικό είναι που ευθύνεται πολλές φορές και για την αναποφασιστικότητα που δείχνουν οι επενδυτές. Συγκεκριμένα τα άτομα φοβούνται πως εάν μια πρόβλεψη επενδυτικής κίνησης αποδειχθεί αποτυχημένη πιθανόν να ταραχθεί η αυτοεκτίμησή τους. Αυτός ο φόβος εμφανίζεται πρωτογενώς αλλά και δευτερογενώς, αφού δηλαδή έχει επενδύσει το άτομο και αντιλαμβάνεται πως η επένδυσή του δεν πάει όπως είχε προβλέψει. Τότε αντί να αναδιαρθρώσει το χαρτοφυλάκιό του παίρνοντας νέες αποφάσεις βάσει και των νέων πληροφοριών και των νέων δεδομένων, απλώς εθελουφλεί στη νέα πραγματικότητα βλέποντας το χαρτοφυλάκιό του να υποχωρεί, ή να μην αποδίδει. Κατά την συγκεκριμένη συμπεριφορά έχουμε και τη λειτουργία της επιλεκτικής μνήμης σύμφωνα με την οποία οι άνθρωποι φέρνουν στο προσκήνιο όχι μόνο τις πρόσφατες εμπειρίες και πληροφορίες, όπως συνήθως λειτουργούν αλλά και αυτές οι οποίες βοηθούν την αναβάθμιση των επιλογών τους. Απόρροια αυτής της λειτουργίας του ανθρώπινου νου αποτελεί και η υπεραισιοδοξία με την οποία θυμάται το ύψος των θετικών αποδόσεων που έχει πετύχει κατά το παρελθόν, προκειμένου να τονώσει περαιτέρω την αυτοπεποίθησή και την αυτοεκτίμησή που αισθάνεται.

Το **SELF ATTRIBUTION BIAS** είναι συνέπεια της υψηλής αυτοεκτίμησης των ατόμων για τον εαυτό τους. Έτσι λοιπόν συχνά θα ακούσουμε επενδυτές να εξυμνούν τις κινήσεις που αυτοί επέλεξαν, ενώ ταυτόχρονα θα ακούσουμε τους ίδιους να επιρρίπτουν την ευθύνη των αποτυχημένων επιλογών τους σε άλλους, όπως για παράδειγμα σε

επενδυτικούς συμβούλους χαρτοφυλακίων και άλλους. Επίσης αν δεν καταφέρουν να φορτώσουν κάπου αλλού την αποτυχία τους τότε θα την θεωρήσουν ασήμαντη, υποβαθμίζοντας την ζημιά που τους προκάλεσε.

Όπως όμως όλοι γνωρίζουμε η αποτυχία και τα λάθη είναι αναπόφευκτα, ενώ παρέχουν σωστότερες αποφάσεις μελλοντικά αφού σμιλεύουν την επενδυτική παιδεία. Τα άτομα που αποφεύγουν να αναγνωρίσουν και να παραδεχτούν τα λάθη τους, χάνουν αυτή την πολύτιμη εμπειρία δίνοντας ραντεβού με την επόμενη αποτυχία, μάλιστα με μαθηματική ακρίβεια.

Στον αντίποδα θα ακούσουμε πολλές φορές να επαναλαμβάνουν περήφανοι τις επιτυχημένες κινήσεις τους εξιστορώντας μέσα από αυτές την εξυπνάδα, διορατικότητα αλλά και ικανότητα που επιδεικνύουν κατά το παιχνίδι των επενδύσεων. Η συνεχής αυτοεπιβράβευσή τους συχνά τους εμποδίζει να αναγνωρίσουν και τις επιτυχημένες κινήσεις των άλλων, τους οποίους μάλλον θεωρούν υποδεέστερους, αφήνοντας όμως έτσι τον εαυτό τους στάσιμο, χωρίς βελτίωση, εξέλιξη, χωρίς να μαθαίνουν νέες επενδυτικές τεχνικές καταλήγοντας φυσικά στην αναπόφευκτη πλέον ανάληψη ολοένα και μεγαλύτερου ρίσκου, οφειλόμενου βεβαίως στην άγνοιά τους.

Άλλο ένα επενδυτικό σφάλμα είναι το **OUTCOME BIAS** το οποίο προκύπτει από την επιμονή των επενδυτών να κρίνουν επενδυτικές επιλογές εκ του αποτελέσματος και μόνο. Ένας επενδυτής που δεν θα αναλύσει τα δεδομένα των αγορών στις οποίες δραστηριοποιείται, δεν θα επιλέξει με ορθολογικά κριτήρια τις εταιρίες στις οποίες θα επενδύσει κινδυνεύει από την έλλειψη σχεδίου και στρατηγικής. Αυτός θα επιβραβεύσει ένα καλό αποτέλεσμα που όμως μπορεί να είναι τυχαίο, άρα δύσκολα επαναλαμβανόμενο, ενώ θα κατηγορήσει μια σωστά μελετημένη, δομημένη και οργανωμένη επένδυση όταν αυτή δεν θα επιφέρει το επιθυμητό αποτέλεσμα. Συνέπεια αυτού είναι οι συνεχείς αποτυχημένες επιλογές μόλις η τύχη τον εγκαταλείψει.

Το **IMITATION** είναι το χαρακτηριστικό που συναντάμε στον άνθρωπο από τη νηπιακή του μόλις ηλικία. Το άτομο έχει ανάγκη από πρότυπα τα οποία θα προσπαθήσει να μιμηθεί, αφού με αυτό τον τρόπο αισθάνεται ότι θα είναι αρεστός στο κοινωνικό σύνολο. Η μίμηση λοιπόν κάνει την εμφάνισή της και στις επενδύσεις, όπου οι άνθρωποι επιθυμούν να ακολουθήσουν κινήσεις

μεγάλων επιτυχημένων και φημισμένων επενδυτών, επειδή τους θαυμάζουν. Ακολουθούν έτσι τυφλά τις κινήσεις τους όταν τις πληροφορούνται χωρίς να τις επεξεργάζονται έστω προσαρμόζοντας αυτές κοντά στο δικό τους επενδυτικό προφίλ. Επίσης ποτέ δεν εμβαθύνουν στη μέθοδο ή τα χαρακτηριστικά του προτύπου τους, τα οποία μπορεί να είναι τελείως διαφορετικά από τα δικά τους, αποτελούν όμως την βάση για τις επιτυχίες τους.

Μέσα από το παραπάνω χαρακτηριστικό θα επισημάνουμε την εμφάνιση ενός είδους παπαγάλου, ο οποίος ναι μεν μπορεί να παρασύρει επικίνδυνα άλλους επενδυτές, οι προθέσεις του όμως είναι διαφορετικές, αφού στόχο έχει να εντυπωσιάσει και όχι να παραπλανήσει σημειώνοντας ο ίδιος υψηλά κέρδη.

ΣΥΝΑΙΣΘΗΜΑΤΙΚΑ ΣΦΑΛΜΑΤΑ

Τα άτομα όπως έχει ήδη αναφερθεί δεν συνηθίζουν να λειτουργούν ορθολογικά, αλλά με υποκειμενικά κριτήρια τα οποία βασίζονται σε πτυχές του χαρακτήρα τους. Αξιοσημείωτο είναι και το γεγονός της επιδείνωσης αυτής της μη ορθολογικής αντίδρασης κατά τις περιόδους αβεβαιότητας. Όπως αναπτύξαμε παραπάνω τα κυριότερα συναισθήματα που διακατέχουν τους επενδυτές είναι ο φόβος και η απληστία, συναισθήματα τα οποία σε τέτοιες περιόδους γίνονται απολύτως κυρίαρχα, αναδεικνύοντας το άγχος και τον πανικό. Οι κυριότερες αιτίες που οδηγούν τα άτομα στην λανθασμένη αυτή τακτική είναι:

ΥΠΕΡΒΟΛΙΚΗ ΑΥΤΟΠΕΠΟΙΘΗΣΗ (OVERCONFIDENCE), αφού πιστεύουν ότι μπορούν να καταφέρουν οτιδήποτε με το οποίο θα καταπιαστούν αγνοώντας ακόμη και τις βασικές αρχές

ΟΙΚΕΙΟΤΗΤΑ (FAMILIARITY), εξαιτίας της οποίας αισθάνονται πως μπορούν να καταφέρουν ότι καθημερινά ασχολούνται, χωρίς και πάλι να γνωρίζουν σε βάθος τι είναι αυτό που έστω και καθημερινά συμβαίνει δίπλα τους.

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΚΛΗΡΟΔΟΤΗΜΑΤΟΣ (ENDOWMENT EFFECT), κατά το οποίο το άτομο αξιολογεί διαφορετικά ένα προϊόν, ανάλογα με την πλευρά από την οποία το προσεγγίζει, αν δηλαδή είναι ο πωλητής ή ο αγοραστής αυτού. Συνήθως τα άτομα υπερτιμολογούν αυτό που πωλούν, ενώ αντίθετα υποτιμολογούν αυτό που αγοράζουν.

Η ΑΠΟΣΤΡΟΦΗ ΤΗΣ ΑΜΦΙΒΟΛΙΑΣ (AMBIGUITY AVERSION), κατά την οποία τα άτομα δεν τολμούν εφόσον δεν έχουν κάποια δεδομένα που θεωρούν ότι θα τα βοηθούσε να λάβουν αποφάσεις, να προβούν σε κινήσεις οι οποίες εμπεριέχουν ρίσκο..

Η ΑΠΟΣΤΡΟΦΗ ΤΗΣ ΜΕΤΑΝΟΙΑΣ (REGRET AVERSION), σύμφωνα με την οποία τα άτομα δεν αρέσκονται να μετανιώνουν για τις επιλογές τους. Εδώ συναντάμε δύο είδη μετάνοιας. Το πρώτο που αφορά πράγματα που έγιναν και το δεύτερο όσα δεν έγιναν. Η καλύτερη συμβουλή για το παραπάνω ανθρώπινο χαρακτηριστικό, δίνεται από την ρήση η οποία προτρέπει τα άτομα να μην μετανιώνουν για ότι έκαναν, αλλά να μην μετανιώνουν και για ότι δεν έκαναν. Δηλαδή να μην μετανιώνουν για τίποτε.

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΔΙΑΘΕΣΗΣ (DISPOSITION EFFECT), είναι το χαρακτηριστικό των ατόμων να ρευστοποιούν επιτυχημένες επενδύσεις τους, κατά την αναζήτηση ρευστότητας και στο άκουσμα νέων ευκαιριών. Αυτό συμβαίνει διότι οι άνθρωποι επιθυμούν το κέρδος εισπράττοντας ακαριαία ένα όφελος, ενώ αντίθετα αναμένουν κάτι άγνωστο όταν μια επένδυση δεν τους αποφέρει τα αναμενόμενα, διατηρώντας και το κακό κλίμα που συνεισφέρει μια αποτυχημένη επιλογή μέσα στο χαρτοφυλάκιο.

Η ΑΠΟΣΤΡΟΦΗ ΤΗΣ ΖΗΜΙΑΣ (LOSS AVERSION), ένα από τα βασικότερα και πλέον κοινά χαρακτηριστικά των ατόμων, ιδιαίτερα στις επενδύσεις. Η ζημιά δημιουργεί πολλά αρνητικά συναισθήματα στα άτομα κλονίζοντας πολλές φορές και την αυτοπεποίθηση των ατόμων. Ωθεί σε αυτοκριτική πολλές φορές σκληρότερη από την ανεκτή, ενώ πλήττει και την εικόνα του ατόμου προς τους τρίτους. Όσες περισσότερες ζημιές έχει καταγράψει ένας επενδυτής τόσο πιο επιφυλακτικός γίνεται με συνέπεια το χάσιμο σημαντικών πιθανά ευκαιριών.

Η ΜΥΩΠΙΚΗ ΑΠΟΣΤΡΟΦΗ ΤΗΣ ΖΗΜΙΑΣ (MYOPIC LOSS AVERSION), είναι μια συνέπεια της προηγούμενης αποστροφής, όπου εδώ συναντάμε την διαφορά σημασίας που δίνουν τα άτομα στις ζημιές και τα κέρδη. Ενώ λοιπόν θα έπρεπε το κέρδος να λειτουργεί πρωτίστως, τόσο σαν απλό τονωτικό για την συνέχεια, όσο όμως και σαν καταγεγραμμένη εμπειρία. Συγκεκριμένα η έρευνα για όλα εκείνα που ορθώς έγιναν προκειμένου το κέρδος να επιτευχθεί, περνάει σε δεύτερη μοίρα, έχοντας στο επίκεντρο τις όποιες πραγματοποιηθείσες ζημιές. Αυτή η επισήμανση όπου η ζημιά προσπερνά το κέρδος στο μυαλό του ανθρώπου μπορεί σε πολλές περιπτώσεις να μεταβάλει ακόμη και το χρονικό ορίζοντα που εξετάζει ο κάθε επενδυτής.

EQUITY PREMIUM PUZZLE, αποτελεί μια αρκετά πρόσφατη θεωρία της προηγούμενης μόλις δεκαετίας, σύμφωνα με την οποία ερμηνεύτηκε η σαφής υπεροχή αποδόσεων των μετοχών έναντι αυτών των ομολόγων χωρίς κίνδυνο. Σύμφωνα λοιπόν με αυτή μια αιτία για την διαφορά απόδοσης που παρατηρήθηκε, ήταν η έντονη αποστροφή για ζημιά την οποία παρουσίαζαν οι επενδύσεις σε μετοχές έναντι των ομολόγων. Η ποσοστιαία διαφορά δε των αποδόσεων καλείται από τους οικονομολόγους Equity Premium Puzzle.

ΑΥΤΟΕΛΕΓΧΟΣ (SELF-CONTROL), και αυτοσυγκράτηση για την τήρηση ενός οργανωμένου σχεδιασμού. Τα άτομα παρασύρονται όταν κινούνται μέσα σε πιο μακροπρόθεσμα χρονικά διαστήματα. Το φυσιολογικό προβάδισμα που έχουν οι τρέχουσες από τις μελλοντικές ανάγκες καλείται να εξισορροπήσει ο αυτοέλεγχος. Οι άνθρωποι έχουν την τάση να δείχνουν επιείκεια κατά την διάρκεια μιας προσπάθειας που καταβάλουν ώστε να επιτύχουν κάποιο στόχο. Ο αυτοέλεγχος κατά συνέπεια είναι το χαρακτηριστικό του ατόμου που απαιτείται για την διατήρηση της δυναμικής αυτών των στόχων, την μη παρέκκλιση από αυτούς αλλά και την δυνατότητα να ολοκληρώνουν αυτόνομα τα προγραμματισμένα σχέδιά τους.

ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΑΠΟΜΟΝΩΣΗΣ (THE ISOLATION EFFECT), είναι αυτό κατά το οποίο τα άτομα, κατακερματίζουν τα δεδομένα του προβλήματός τους, ώστε να διατηρήσουν στον προβληματισμό τους μόνο τα επικίνδυνα, άγνωστα ή αρνητικά σημεία. Η απουσία θετικών δεδομένων του προβλήματος αλλοιώνει το αποτέλεσμα, αφού συνήθως αυτό δεν προέρχεται από τη συνολική χρήση των δεδομένων.

ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΣΙΓΟΥΡΙΑΣ (CERTAINTY EFFECT), περιγράφει την προτίμηση που δείχνουν τα άτομα στο σίγουρο κέρδος ανεξάρτητα από το ύψος ή το μέγεθος αυτού. Έτσι λοιπόν με δεδομένη την αποστροφή για ζημιές και την ταυτόχρονη εμφάνιση κάποιου είδους συμβιβασμού για το ύψος των αναμενόμενων κερδών εφόσον αυτό διαφαίνεται βέβαιο, οδηγούμαστε στην συρρίκνωση των αναμενόμενων αποδόσεων αλλά και σε λανθασμένες τελικά επιλογές, οι οποίες είναι αντίθετες μάλιστα με το βασικό προφίλ του κάθε επενδυτή.

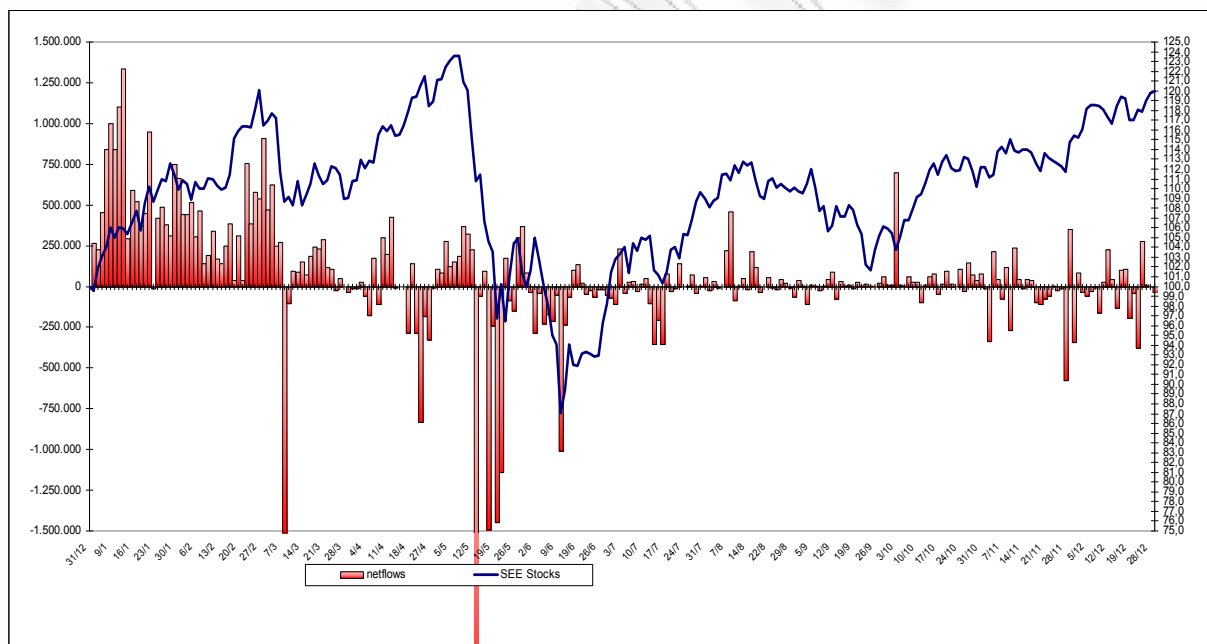
ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΑΝΤΑΝΑΚΛΑΣΗΣ (REFLECTION EFFECT), σύμφωνα με το οποίο ο κάθε επενδυτής λειτουργεί εξίσου στα θετικά και τα αρνητικά ενδεχόμενα. Παρατηρείται λοιπόν η ομοιογένεια στις αποφάσεις των επενδυτών είτε αυτές λαμβάνονται σε όρους κερδών είτε σε όρους ζημιών. Υποστηρίζεται δηλαδή η ύπαρξη ενός καθρέφτη ο οποίος κατευθύνει προς την ίδια κατεύθυνση δυο θεωρητικά αντικρουόμενα ενδεχόμενα.

ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ

Όλα τα παραπάνω σφάλματα που περιγράψαμε περίτρανα τεκμηριώνονται στα πραγματικά στοιχεία που παραθέτουμε στα τρία επόμενα διαγράμματα. Πρόκειται για τρία αντιπροσωπευτικά Α/Κ της Τράπεζας EUROBANK. Το πρώτο είναι επιθετικού χαρακτήρα, το οποίο επενδύει σε μετοχικές αξίες της Νότιο Ανατολικής Ευρώπης (διάγραμμα 1). Το δεύτερο είναι ένα αισθητά πιο συντηρητικό Α/Κ, αφού επενδύει κυρίως σε ελληνικά και ξένα κρατικά ή εταιρικά ομόλογα (διάγραμμα 2). Τέλος το τρίτο είναι ένα ουσιαστικά μηδενικού ρίσκου Α/Κ, το οποίο ανήκει στην κατηγορία των Α/Κ Διαχείρισης Διαθεσίμων (διάγραμμα 3). Σε όλα τα διαγράμματα η μπλε γραμμή ακολουθεί την τιμή του μεριδίου, με τις κόκκινες μπάρες να απεικονίζουν τις συμμετοχές ή εξαγορές πάντα σε Δ.

Ξεκινώντας από το πρώτο διάγραμμα παρατηρούμε την πορεία της τιμής του μεριδίου του Αμοιβαίου Κεφαλαίου που επενδύει σε επιλεγμένες μετοχές της Νότιο Ανατολικής Ευρώπης, σε σχέση με τις συμμετοχές – εξαγορές των μεριδιούχων. Επισημαίνουμε λοιπόν εδώ πως οι αυξημένες συμμετοχές καταγράφονται στις περιόδους ανόδου, μάλιστα με τον υψηλότερο όγκο να εμφανίζεται στα τοπικά υψηλά. Αντίθετα οι εκροές από το Α/Κ αυξάνονται δραματικά κατά τις πτωτικές περιόδους με ιδιαίτερη έξαρση στα τοπικά χαμηλά.

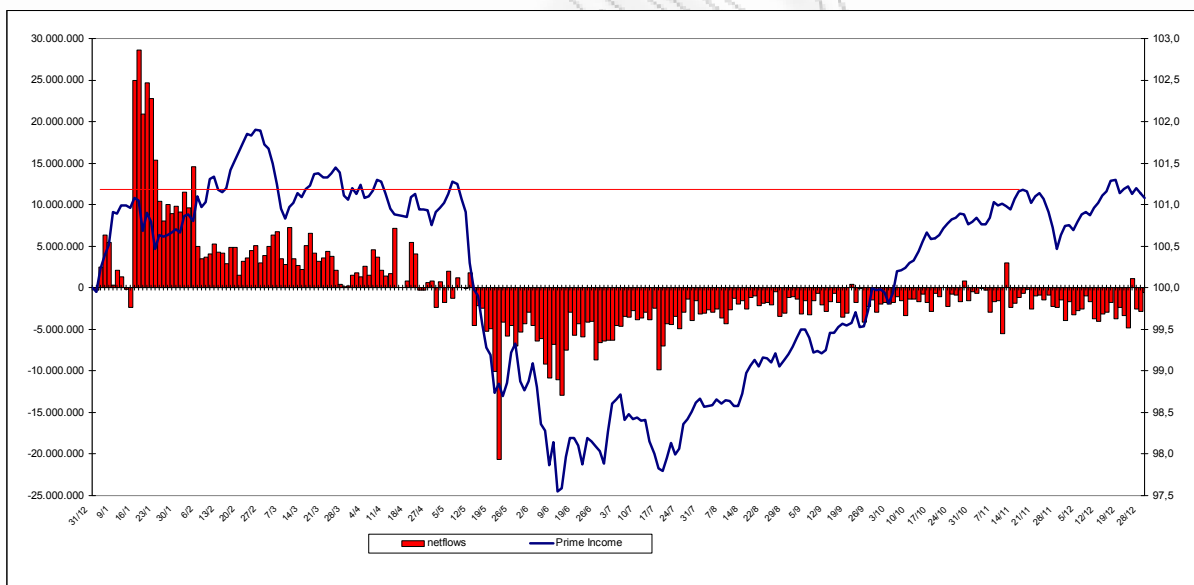
(Διάγραμμα 1^ο)



SEE Stocks

Στο δεύτερο διάγραμμα φαίνεται η ίδια συμπεριφορά των επενδυτών παρά του ότι εδώ έχουμε να κάνουμε με ομολογιακό Α/Κ του οποίου οι διακυμάνσεις είναι σαφώς ηπιότερες, παρέχοντας δηλαδή επιπλέον χρόνο στους επενδυτές για λήψη αποφάσεων. Συμπεραίνουμε λοιπόν πως αυτό που λείπει από τους επενδυτές δεν είναι ο χρόνος, αλλά η ψυχολογία τους, την οποία εύκολα μεταβάλλει η μεταβλητότητα της αγοράς. Έτσι ακόμη οι συμμετοχές αυξάνονται σημαντικά κατά την άνοδο, με τις ρευστοποιήσεις αντίστοιχα να εμφανίζονται στην πτώση.

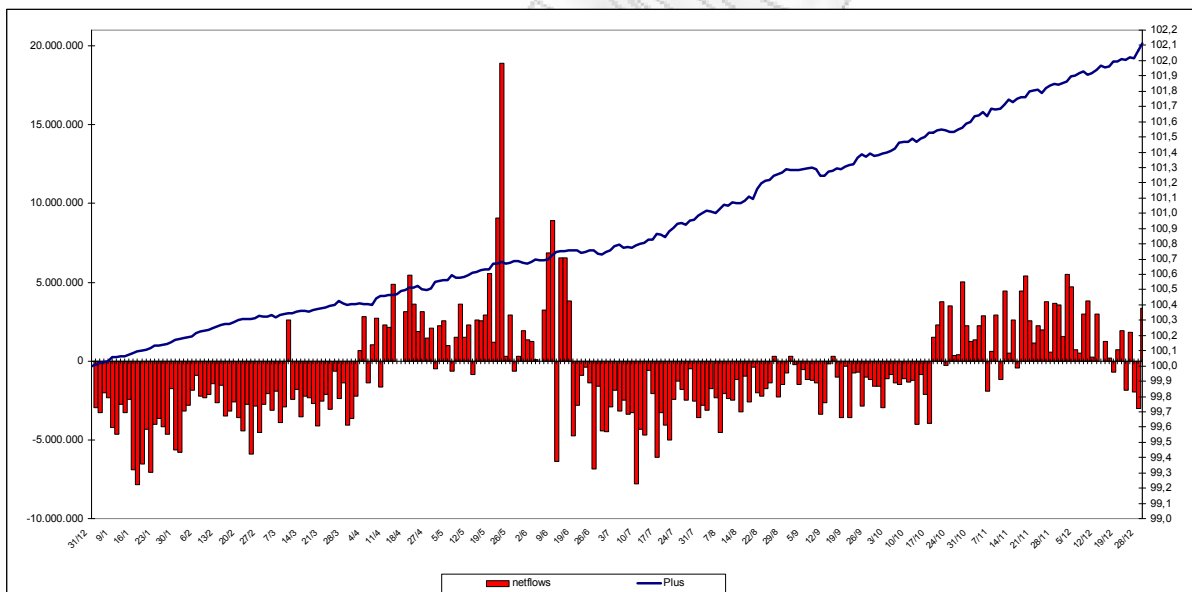
(Διάγραμμα 2^ο)



Prime Income

Στο τρίτο διάγραμμα όπου ο κίνδυνος αλλά και οι προσδοκώμενες αποδόσεις είναι πολύ πιο περιορισμένες δεν προκύπτει παρόμοια τακτική από την πλευρά ουσιαστικά των ίδιων επενδυτών. Το γεγονός ότι εδώ εξετάζουμε ένα μηδενικού ρίσκου A/K, με προβλεπόμενη διακύμανση από τον διαχειριστή της τάξης του 0,20%, διαφοροποιεί σημαντικά την εικόνα για την ορθότητα των επενδυτικών επιλογών. Εδώ τόσο οι συμμετοχές όσο και οι ρευστοποιήσεις δεν επηρεάζονται από την τιμή του μεριδίου, αλλά από την σύγκριση της απόδοσης που επιτυγχάνει κάθε χρονική στιγμή το A/K με το risk free rate.

(Διάγραμμα 3^ο)



Plus

Αξίζει στο σημείο αυτό να κάνουμε μια αναφορά στο λεγόμενο έξυπνο χρήμα (Smart money) καταθέτοντας την υποψία μας ότι κινείται ακριβώς αντίθετα. Συγκεκριμένα θα το συναντήσουμε να προβαίνει σε συμμετοχές εκεί όπου οι άλλοι πωλούν, ενώ αντίθετα ρευστοποιεί τα μερίδιά του όταν οι άλλοι ζητούν να τοποθετηθούν.

ΓΑΛΕΡΙΣΤΗΜΟ ΓΕΡΑΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

ΨΥΧΟΛΟΓΙΑ ΕΠΕΝΔΥΤΗ

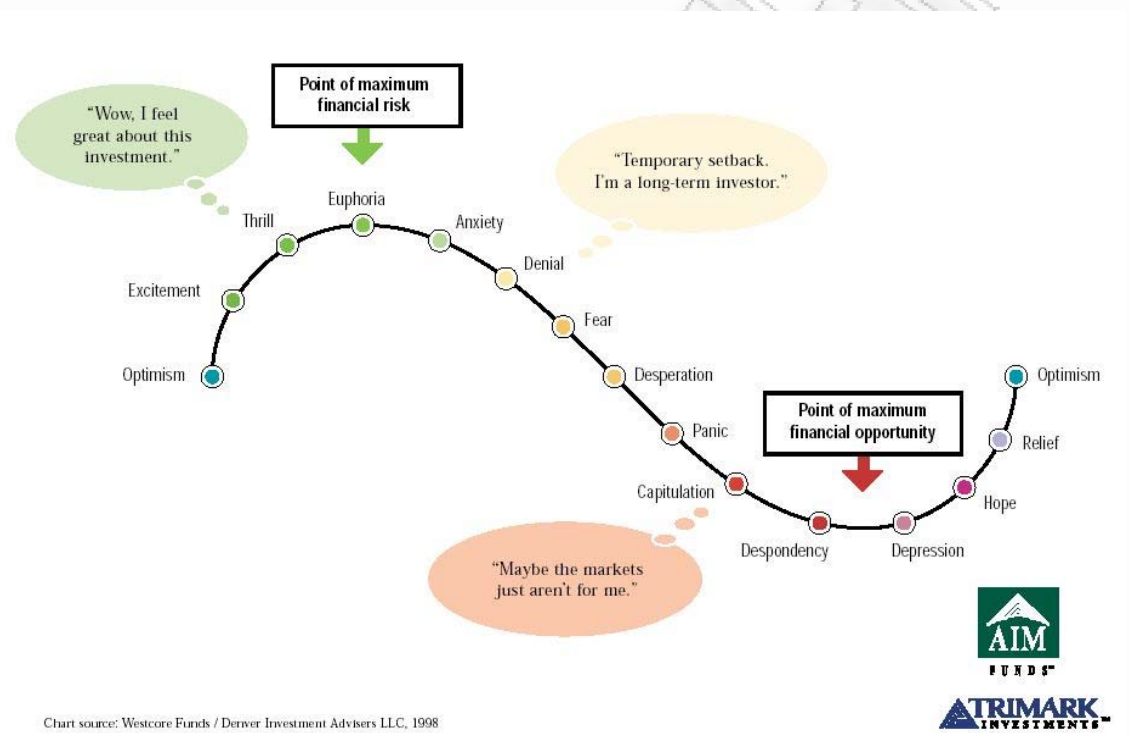
Στην πραγματικότητα η τιμή μιας μετοχής δεν περικλείει μόνο την πραγματική της αξία ή τις μελλοντικές της προσδοκίες. Περιέχει ακόμη επιρροές που οφείλονται στην ψυχολογία των επενδυτών. Η ψυχολογία των επενδυτών είναι διαφορετική όταν ερμηνεύεται ατομικά από ότι εάν περιλαμβανόταν σε μια ομάδα. Ο επενδυτής πολλές φορές μπορεί να διαφοροποιήσει την ατομική του ψυχολογία προκειμένου να ακολουθήσει την ομάδα ανεξάρτητα από το αν συμφωνεί ή όχι με την απόφαση αυτής. Σαν αποτέλεσμα η ψυχολογία μιας ομάδας διαφέρει από το άθροισμα της ψυχολογίας των ατόμων χωριστά.

Είναι πάντως γεγονός ότι οι περιπτώσεις όπου συναντάμε συνθήκες για δημιουργία φούσκας ή αντίθετες συνθήκες που θα οδηγήσουν πιθανά σε χρηματιστηριακή κατάρρευση κρύβουν πολλές φορές αγέλες επενδυτών οι οποίες παρασύρονται από την ψυχολογία της μάζας.

Στο παρακάτω διάγραμμα αποτυπώνεται γραφικά ο τρόπος με τον οποίο η ψυχολογία επιδρά στον απλό επενδυτή αλλά ακόμη και σε επαγγελματίες διαχειριστές όπως θα αναλύσουμε παρακάτω. Έτσι στην αρχή και πριν το ξεκίνημα της ανοδικής τάσης των αγορών ο επενδυτής φοβάται να συμμετάσχει σε αυτήν. Εξακολουθεί όμως να φοβάται για αρκετό διάστημα μετά την ανοδική κίνηση, ενώ πείθεται να συμμετάσχει όταν πια οι πιθανότητες για περαιτέρω άνοδο είναι εις βάρος του. Παρόλα αυτά τολμά και επειδή καταγράφει κέρδη παραμένει τοποθετημένος από την απληστία που τον διακατέχει για ακόμη περισσότερα. Ο ενθουσιασμός που τον πλημμυρίζει δεν τον αφήνει να δει καθαρά. Η αγορά ενδεχομένως κάπου εκεί να ξεκινάει την πτωτική της πορεία. Αυτός όμως παρασυρμένος από την ελπίδα για μεγαλύτερα κέρδη αναμένει την διόρθωση. Η διόρθωση αργεί και πλέον είναι η απογοήτευση που κυριαρχεί στην ψυχολογία του, η απογοήτευση που τελικά θα τον οδηγήσει στην ρευστοποίηση της επένδυσής του την χειρότερη

στιγμή, καταγράφοντας μια πραγματικά σημαντική ζημιά, η οποία αμέσως πριν εμφανιζόταν ως απλά λογιστική.

Το παρακάτω σχήμα είναι από τα πλέον διαδεδομένα, το έχουν συναντήσει κάπου σχεδόν όλοι οι επενδυτές, όμως στην πράξη δυστυχώς για αυτούς το ξεχνούν.



ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ

Υπάρχουν κάποιες υποθέσεις των οποίων η σημασία μέσα στον οικονομικό κόσμο είναι πάρα πολύ μεγάλη. Αφορούν θεωρητικά το σύνολο των επενδυτών, με αποτέλεσμα η βαρύτητά τους να αυξάνει σημαντικά όταν κάποιος προσπαθούν να προβλέψουν τις επενδυτικές αποφάσεις που λαμβάνονται μέσα στις αγορές.

Ας κάνουμε μια προσπάθεια να δούμε πόσο σωστές και πραγματικές είναι αυτές.

ΥΠΟΘΕΣΗ 1η: Όλοι οι επενδυτές είναι ίδιοι, εμφανίζοντας παρόμοιες αντιδράσεις, διακρίνονται από κοινά χαρακτηριστικά ενώ θέτουν τους ίδιους στόχους. Σε αυτή την υπόθεση θεωρείται πως οι επενδυτές αντιδρούν εξίσου υπό την προϋπόθεση ότι έχουν τις ίδιες πληροφορίες, ενώ κατ' επέκταση θα λάβουν και κοινές αποφάσεις. Ακόμη υποθέτει πολλά κοινά στοιχεία στον χαρακτήρα τους όπως η επιθυμία να μην γίνονται γνωστές στους άλλους οι πράξεις τους. Τέλος οι προσδοκίες από τις επενδυτικές επιλογές τους οριοθετούνται εξίσου τόσο σε όρους απόδοσης όσο και στον χρονικό ορίζοντα των επενδύσεών τους.

Στην πραγματικότητα βέβαια τα πράγματα είναι τελείως διαφορετικά. Πιο συγκεκριμένα το κάθε άτομο έχει τον δικό του τρόπο σκέψης και λήψης αποφάσεων. Ο κάθε επενδυτής διαφοροποιεί τα κριτήριά του ανάλογα με τους προσωπικούς του στόχους και προσδοκίες. Ερμηνεύει διαφορετικά τα σήματα που λαμβάνει από την αγορά, ενώ επηρεάζεται διαφορετικά από τις πληροφορίες που δέχεται.

ΥΠΟΘΕΣΗ 2η: Όλοι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί και αποσκοπούν στο κέρδος με απώτερο στόχο τους τον πλουτισμό. Προσπαθούν να μαζέψουν την πληροφόρηση από την αγορά ώστε να αξιολογήσουν τα επίπεδα τιμών. Ανάλογα με αυτά θα λάβουν τις αποφάσεις τους για τις επόμενες κινήσεις, των οποίων ο στόχος θα είναι η ορθολογικοποίηση των τιμών των μετοχών εφόσον αυτές δεν θα ανταποκρίνονται στα θεμελιώδη μεγέθη.

Στην πραγματικότητα βέβαια τα άτομα προσπαθούν μεν να είναι ορθολογικά, δεν εφαρμόζουν παρόλα αυτά κάποια συγκεκριμένη τακτική που

να τους οδηγεί πάντοτε στα ίδια συμπεράσματα. Σαν αποτέλεσμα αυτού είναι η διαφορετική αντίδραση των αγορών ακόμη και αν αυτές λειτουργούν κάτω από τις ίδιες συνθήκες και τις ίδιες προϋποθέσεις. Από τα παραπάνω προκύπτει άλλη μια εξήγηση για την μη ορθολογική λειτουργία των αγορών.

NOISE TRADING

Οι οικονομολόγοι συμβουλεύουν τους επενδυτές να ακολουθούν βασικούς επενδυτικούς κανόνες. Ένας πάρα πολύ διαδεδομένος κανόνας είναι η ύπαρξη διαφοροποιημένων χαρτοφυλακίων προκειμένου να επιτύχουν μείωση του βαθμού κινδύνου. Υπάρχουν εντούτοις περιπτώσεις όπου οι επενδυτές αγνοούν αυτήν την βασική οδηγία αποφασίζοντας αντί αυτού να επενδύουν σε χαρτοφυλάκια με ασήμαντη διαφοροποίηση ή ακόμα χειρότερα σε αποκλειστικά μια και μόνο μετοχή. Η παραπάνω επιλογή γίνεται συνήθως λόγω αδιευκρίνιστων πληροφοριών. Στην παραπάνω απόφαση οδηγούνται οι επενδυτές από κάποια ερασιτεχνική προσωπική έρευνα ή από συμβουλές άλλων επενδυτών μη ειδικών φυσικά

. Σύμφωνα με τον **Black** (1986) αυτό το είδος των επενδυτών οι οποίοι αναμένουν υψηλά κέρδη βασιζόμενοι σε τέτοιου είδους συμβουλές ονομάζονται noise traders (παρορμητικοί ή μη ορθολογικοί επενδυτές).

Ο Black σαν συνέπεια των παραπάνω άστοχων συχνά αποφάσεων θεωρεί τις αγορές όπου δραστηριοποιούνται οι noise traders αναποτελεσματικές. Αυτοί οι επενδυτές αξιολογούν τις επενδυτικές τους επιλογές μετά από διαρροή πληροφοριών που έχουν μέσω άλλων και οι οποίοι επηρεάζουν τις αποφάσεις τους εμμέσως. Οι χρηματιστηριακές κινήσεις που πραγματοποιούν βάσει των παραπάνω πληροφοριών δημιουργούν ακόμη και λανθασμένα στατιστικά στοιχεία δημιουργώντας κατ' επέκταση περαιτέρω στρέβλωση στις τιμές των μετοχών. Συνέπεια των παραπάνω είναι να επηρεάζονται ακόμη και οι αποφάσεις που αφορούν διαρθρώσεις αμοιβαίων κεφαλαίων αφού πια τα ιστορικά δεδομένα των μετοχών καταγράφουν τις δικές τους κινήσεις ενσωματώνοντάς αυτές στις τιμές. Σύμφωνα με τον Black δεν είναι λίγες οι

φορές όπου η μετάδοση τέτοιων πληροφοριών προκαλείται εσκεμμένα από ανθρώπους οι οποίοι θέλουν να μεταβάλλουν την θέση τους πάνω σε μια μετοχή, διασπείροντας αρνητικές ειδήσεις προκειμένου να δημιουργήσουν πίεση στην τιμή μιας μετοχής, αγοράζοντάς την φθηνότερα και αντιθέτως με αισιόδοξες ειδήσεις να ωθήσουν την τιμή προς τα πάνω ώστε να την πουλήσουν σε υψηλότερη τιμή.

Όλες αυτές οι πληροφορίες αλλά και αποφάσεις σαφώς και επηρεάζουν λιγότερο τις μεγάλες αγορές ενώ μπορούν να προκαλέσουν πολύ σοβαρότερη ζημιά στις μικρότερες. Σε ένα άρθρο του **Palomino** (1996) επισημαίνεται ο ρόλος των θεσμικών επενδυτών ως noise traders εξετάζοντας σε πολλές περιπτώσεις και το ύφος των προθέσεών τους. Οι προθέσεις τους μπορεί πράγματι να είναι ύποπτες, παρασύροντας απλούς επενδυτές, μπορεί όμως και αυτοί ειδικά σε μικρές αγορές να παρασυρθούν από δεδομένα τα οποία προκύπτουν μέσω των παρορμητικών επενδυτών δημιουργώντας στρέβλωση μέσα από τις μη ορθολογικές επιλογές μετοχών. Το 1998 σε μια μελέτη των **DeLong, Shleifer, Summers και Waldmann** παρατηρείται ότι παρορμητικοί επενδυτές μπορούν να επιτύχουν υψηλότερες αποδόσεις από τους ορθολογικούς όχι επειδή αναλύουν σωστά πληροφορίες αλλά επειδή μοχλεύουν σημαντικά τα ποσά τα οποία επενδύονται στις μετοχές όπου διαρρέουν τις φήμες. Αυτό συμβαίνει διότι πολλοί άνθρωποι πείθονται να κερδοσκοπήσουν πάνω σε μια πληροφορία αυξάνοντας περαιτέρω την τιμή μιας μετοχής προτρέποντας τους επενδυτές σε αύξηση της θέσης τους. Η σημαντική αύξηση της θέσης τους σε μια μετοχή καταρρίπτει την στρατηγική διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου αυξάνοντας σημαντικά τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο σε σχέση με την αναμενόμενη απόδοση.

OVER-REACTION

Οι ειδήσεις που αφορούν μετοχικές αξίες και με βάση την λειτουργία των αποτελεσματικών αγορών επηρεάζουν την πορεία των τιμών τους. Πολλές φορές παρατηρείται το φαινόμενο σύμφωνα με το οποίο η εκτίμηση της αγοράς για αυτές τις νέες ειδήσεις δεν απεικονίζεται δίκαια στις τιμές των μετοχών. Αυτό έχει σαν συνέπεια μια διπλή διόρθωση επί των τιμών των μετοχών. Έτσι εάν υπάρξει μια κακή είδηση για μια εταιρία οι επενδυτές θα προβούν σε μαζικές πωλήσεις ρίχνοντας την τιμή της μετοχής περισσότερο από την νέα δίκαιη αποτίμησή της. Αυτό όταν παρατηρηθεί από άλλους επενδυτές θα θεωρηθεί σαν αγοραστική ευκαιρία με αποτέλεσμα αυτοί μέσω της ζήτησης που θα δημιουργήσουν να σπρώξουν την τιμή της μετοχής με αντίθετη φορά προς την νέα δίκαιη τιμή.

Ακόμη πιο έντονα παρατηρείται το φαινόμενο αυτό σε περιπτώσεις καλών ειδήσεων. Τότε οι επενδυτές στρέφονται μαζικά στην απόκτηση της μετοχής αυξάνοντας την τιμή της πέρα από το ορθολογικό όριο. Σε αυτές τις περιπτώσεις η διόρθωση της τιμής της μετοχής καθυστερεί περισσότερο αφού οι επενδυτές αντιλαμβανόμενοι την έντονα ανοδική κίνηση, αποκλείουν την επιλογή της από το χαρτοφυλάκιό τους. Μακροπρόθεσμα βέβαια η τιμή της μετοχής θα ισορροπήσει αποκαθιστώντας την αποτελεσματικότητα της αγοράς.

Το φαινόμενο της υπέρ-αντίδρασης όπως καλείται το παραπάνω σχετίζεται και με τους noise traders, αφού όπως έχουμε αναφέρει αυτή η κατηγορία επενδυτών δίνει μεγαλύτερη βαρύτητα στις τρέχουσες αποτιμήσεις, διαρρέοντας ειδήσεις που βασίζονται σε τέτοια περιορισμένα κριτήρια. Οι ειδήσεις με προέλευση τους noise traders δεν λειτουργούν μόνο σε ανοδικές αγορές, αλλά λειτουργούν και κατά τις περιόδους όπου επικρατεί αρνητικό κλίμα. Μάλιστα ανεξάρτητα από την κίνηση των αγορών αυτοί διατηρούν υπερβολική αισιοδοξία ή υπερβολική απαισιοδοξία αντίστοιχα. Το παραπάνω χαρακτηριστικό δημιουργεί τα φαινόμενα της υπό-υπέρ αντίδρασης με αποτέλεσμα την δημιουργία συνθηκών φούσκας, ή κατάρρευσης των αγορών.

HERDING

Τα άτομα στενοχωριούνται όταν χάνουν! Στενοχωριούνται όμως λιγότερο όταν χάνουν και οι άλλοι...

Η προηγούμενη διαπίστωση εκτός από τους απλούς μικροεπενδυτές βρίσκει εφαρμογή τόσο στους επαγγελματίες διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων όσο και στους θεσμικούς επενδυτές.

Η ένταξη πολλών ατόμων σε ένα σύνολο δημιουργεί μια ομάδα. Όταν η ομάδα αυτή ξεκινά να παρουσιάζει κοινά χαρακτηριστικά συμπεριφοράς και ιδιαίτερα όταν αυτά δεν αποτελούν προϊόν ατομικής σκέψης αλλά μίμηση του συνόλου τότε χαρακτηρίζουμε την ομάδα αυτή ως αγέλη. Όταν συναντάμε την παραπάνω συμπεριφορά σε επενδυτικές αποφάσεις τότε ομιλούμε για το φαινόμενο που στη διεθνή βιβλιογραφία απαντάται ως herding.

Στην συνέχεια θα προσπαθήσουμε να αναλύσουμε περισσότερο αυτήν τη συμπεριφορά. Όλα τα άτομα θέτουν στόχους τους οποίους ανάλογα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τους, προσπαθούν να επιτύχουν. Κατά συνέπεια οι ενέργειές τους σχηματίζουν μια συμπεριφορά την οποία επιθυμούν να διατηρήσουν για όλες τις επιθυμίες και υποχρεώσεις τους, πέρα από την επίτευξη των στόχων τους. Επίσης τα άτομα λόγω της προσωπικής αυτοεκτίμησης που αισθάνονται ενδιαφέρονται πολύ για την δημόσια εικόνα τους με αποτέλεσμα να μην διαφοροποιούν την συμπεριφορά τους σημαντικά, αφού αυτή θεωρούν ως την πλέον αποδεκτή από το κοινωνικό σύνολο. Οι κρίσεις που μπορεί να δεχτούν από τον περίγυρο, τους ωθεί σε μια προσπάθεια ώστε οι αποφάσεις τους να είναι εκτός από ορθολογικές, σωστές και δίκαιες. Προσπαθούν επίσης να επιδεικνύουν συμπεριφορές των οποίων τα πρότυπα αντλούνται από άτομα τα οποία συμπάθουν και αποφεύγουν παραδείγματα συμπεριφορών από άτομα που αντιπαθούν. Απώτερος σκοπός τους είναι να γίνονται αρεστοί σε αυτούς που επιθυμούν σχεδόν αδιαφορώντας για τους υπολοίπους.

Φυσικά πίσω από αυτή την τακτική ενέχει πάντα ένας κίνδυνος. Ο κίνδυνος εμφανίζεται στις περιπτώσεις όπου η συμπεριφορά την οποία έχουν υιοθετήσει, απέχει σημαντικά από τον πραγματικό τους χαρακτήρα οπότε και κινδυνεύουν να γίνουν αντιληπτοί από τους άλλους μέσω των συνηθειών τους. Οι συνήθειες εμφανίζονται αυθόρμητα στις συμπεριφορές των ατόμων

ενώ παράλληλα είναι πάρα πολύ δύσκολο να εξαλειφθούν ή να καμουφλαριστούν.

Άλλη μια σημαντική παρατήρηση είναι η διάθεση που εμφανίζουν τα άτομα να παρεκκλίνουν της συμπεριφοράς και των συνηθειών τους προκειμένου να αποφύγουν ζημιές στα κεκτημένα τους, χωρίς απαραίτητα να κάνουν το ίδιο εάν αισθάνονται πως μπορούν να επιτύχουν κέρδη επί αυτών κεκτημένων. Εξήγηση αποτελεί το κοινό γνώρισμα των ατόμων για την αποστροφή κινδύνου, αλλά και του χαρακτηριστικού της κτητικότητας που εμφανίζουν.

Οι άνθρωποι επηρεάζονται από όλα όσα ακούν, κυρίως όμως επηρεάζονται από τις προσωπικές ερμηνείες που δίνουν σε εξελίξεις και γεγονότα αφού παρουσιάζουν μια υπέρμετρη εμπιστοσύνη στον εαυτό τους. Οι επιλογές τους βασίζονται στην εντύπωσή πως γνωρίζουν και όχι στην πεποίθηση πως δεν γνωρίζουν.

Ειδικά όταν μιλάμε για επιλογή μετοχικών αξιών χρησιμοποιούν μερικές από τις γνωστότερες αλλά και απλούστερες μεθόδους αξιολόγησης για την λήψη των αποφάσεών τους. Το ελλείμμα αυτής της μεθόδου αξιολόγησης είναι ότι χρησιμοποιείται από την συντριπτική πλειοψηφία των επενδυτών. Συνέπεια αυτού είναι η ανυπαρξία διαφοροποίησης από το σύνολο, με συνέπεια την αναγκαστική ένταξή τους σε αγέλη, έννοια που συναντάμε στην συμπεριφορική χρηματοοικονομική όλο και συχνότερα. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η αξιολόγηση των μετοχικών αξιών μέσα από την συσχέτιση της τρέχουσας τιμής με την ανώτατη και κατώτατη τιμή έτους, ο όγκος της εμπορευσιμότητας μιας μετοχής, αλλά και το πλήθος των μετοχών σε κυκλοφορία.

Η αδυναμία του ανθρώπινου νου να καταγράφει στην μνήμη του πληροφορίες από μακρά χρονικά διαστήματα του παρελθόντος αλλά και από μελλοντικές προοπτικές τέτοιες που να συμβαδίζουν με τον πραγματικό χρονικό ορίζοντα της απόφασής του για επένδυση, επηρεάζει την αντικειμενικότητα του συμπεράσματος.

Αποτελεί πλέον κοινό παρονομαστή η λήψη αποφάσεων με βάση τα πρόσφατα γεγονότα που επηρεάζουν έντονα τα άτομα αφού το γενικότερα ευμετάβλητο περιβάλλον διαφοροποιεί σημαντικά αυτά τα δεδομένα, δυσκολεύοντας έτσι την περαιτέρω σύνθεσή τους.

Όταν τα άτομα συνειδητοποιήσουν πως οι παραπάνω μέθοδοι είναι ανεπαρκείς, στρέφονται άμεσα στην συγκέντρωση έτοιμων δημόσιων πληροφοριών των οποίων η προέλευση είναι υπό εξέταση ή και υπό αμφισβήτηση, περιλαμβάνουν παρόλα αυτά περισσότερα στατιστικά δεδομένα, ευρύτερη πληροφόρηση, με αποτέλεσμα να προτιμούνται. Η συγκέντρωση τέτοιων εύκολα προσβάσιμων πληροφοριών καθίσταται δυνατή από σημαντικό πλήθος επενδυτών με αποτέλεσμα τα άτομα να οδηγούνται σε ίδιες ή παρόμοιες αποφάσεις δημιουργώντας έτσι μια τάση η οποία θα ακολουθηθεί από πολλούς, ενώ ταυτόχρονα εύκολα κάποιιοι θα την προβλέψουν εκμεταλλευόμενοι το γεγονός προς όφελός τους.

Μετά από τις παραπάνω παρατηρήσεις και επισημάνσεις γεννήθηκε η θεωρία της αγέλης (herding) η οποία βασίστηκε στο χαρακτηριστικό των ατόμων να αισθάνονται ασφαλέστεροι όταν ακολουθούν άλλους, στην λήψη αποφάσεων. Τόσο κατά την αξιολόγηση των επιλογών τους, όσο και κατά τον επιμερισμό της ευθύνης αν τελικά κάτι δεν πάει καλά, το herding θα παρέχει την απαραίτητη δικαιολόγηση της αποτυχίας.

Το φαινόμενο αυτό δεν εμφανίζεται βεβαίως αποκλειστικά στις επενδύσεις αλλά και σε πολλές άλλες δραστηριότητες των ατόμων, ακόμη και αν αυτές είναι ιδιαίτερα απλές και δεν απαιτούν χρόνο ή κόπο για την λήψη κάποιας απόφασης.

Για την δημιουργία αγέλης απαιτείται συνήθως και η εμφάνιση κάποιου αρχηγού ο οποίος έχει κερδίσει την εμπιστοσύνη όσων τον ακολουθούν και επηρεάζει κάποιους οι οποίοι μπορούν να ασκούν επιρροή σε αρκετούς άλλους, δημιουργώντας έτσι ένα ισχυρό ρεύμα. Αρκεί μόνο η εσωτερική πεποίθηση κάποιου ατόμου πως ο διπλανός του τα καταφέρνει καλύτερα για να ξεκινήσει να τον ακολουθεί. Με τον παραπάνω μηχανισμό ο σχηματισμός του κοπαδιού είναι ικανός από μόνος του αφού έτσι σχεδόν αυτόματα προσελκύει συνεχώς τα νέα μέλη του. Από εκεί και πέρα πλέον η επαφή με τους ηγέτες και οδηγούς της αγέλης είναι ανύπαρκτη παρέχοντας πια την δυνατότητα σε αυτούς να καθοδηγούν ελεύθερα το κοπάδι. Όσοι εντάσσονται στην αγέλη πλέον αγνοούν τις ικανότητες του ηγέτη, όπως επίσης αγνοούν τους σκοπούς και τις διαθέσεις του.

Σημαντικό χαρακτηριστικό για την μικρή διάρκεια που η αγέλη αντέχει μέσα στο χρόνο, αποτελεί η χαλαρότητα των σχέσεων μεταξύ των μελών της.

Όπως εύκολα πολλοί θα ενταχθούν σε αυτή εξίσου εύκολα θα την αποποιηθούν αφού καμία ομοιότητα δεν εμφανίζουν τα χαρακτηριστικά που περιγράφουν μια αγέλη με αυτά της ομάδας. Στην αγέλη δεν υπάρχουν συγκεκριμένοι ρόλοι όπως συμβαίνει μέσα σε μια ομάδα. Ακόμη δεν υπάρχουν κάποιοι κοινοί κανόνες που διέπουν τα μέλη τους, ενώ φυσικά δεν υπάρχει κοινός στόχος και σκοπός. Ακόμη η απουσία συνεννόησης για κοινή πορεία των μελών αλλά και η μη ενεργητική συμμετοχή όλων στις αποφάσεις εμποδίζει την ανάπτυξη ομαδικού πνεύματος. Από τα παραπάνω εύκολα συμπεραίνουμε πως αρκεί η απώλεια της εμπιστοσύνης κάποιου για να θέσει τον εαυτό του εκτός αγέλης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο

ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

Η πρώτη αναφορά στην επιστήμη της χρηματοοικονομικής συμπεριφοράς συναντάται το 1896 όταν ο **Gustave le Bon** γράφει το βιβλίο *The Crowd: "A study of a popular mind"*, ένα από τα πιο σημαντικά σε επιρροή βιβλία της κοινωνικής ψυχολογίας που έχουν γραφτεί μέχρι σήμερα. Έπειτα ο **Selden** το 1912 γράφει το βιβλίο του *"Psychology of the Stock Market"*, το οποίο βασίζεται στην άποψη πως οι κινήσεις των τιμών στις συναλλαγές αγαθών εξαρτώνται μέχρις ενός θεωρητικά υψηλού βαθμού από την συμπεριφορά που επιδεικνύει το επενδυτικό κοινό.

Το 1956 στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής ένας αμερικανός ψυχολόγος επ' ονόματι **Leon Festinger** προτείνει μια νέα μέθοδο στην κοινωνική ψυχολογία. Το βιβλίο *"The Theory of Cognitive Dissonance"* το οποίο υπογράφει μαζί με τους **Festinger, Riecken και Schachter**, αναπτύσσει την διάθεση που παρουσιάζεται στα άτομα να διαφοροποιούν τα πιστεύω τους προκειμένου να συνταχθούν με το σύνολο αποβάλλοντας την δυσαρέσκεια που μπορεί να τους δημιουργήσει η διαφορετικότητα της απόψεώς τους.

Ο **Pratt** το 1964 μελετά την εύρυθμη λειτουργία μηχανισμού, προκειμένου ένας επενδυτής να επιλέξει την σωστή αναλογία κινδύνου προς τα συνολικά του διαθέσιμα δεδομένης και της απέχθειας κινδύνου που εμφανίζουν τα άτομα.

Οι **Tversky και Kahneman** το 1973 παρουσιάζουν το έργο τους *"Availability Heuristic"*. Μια κριτική θεώρηση όπου τα άτομα αξιολογούν την συχνότητα και την πιθανότητα που συνέβησαν κάποια γεγονότα. Η πεποίθηση της ισχύος κάποιων αξιωμάτων οδηγεί σε συστηματικές προκαταλήψεις. Έτσι οι ίδιοι ένα χρόνο μετά περιέγραψαν τρεις θεωρήσεις που αφορούν την άσκηση κριτικής σε συνθήκες αβεβαιότητας.

1. representativeness: όταν τα άτομα καλούνται να κρίνουν την συχνότητα και την πιθανότητα ενός γεγονότος A που ανήκει σε μια κατηγορία B,

και η πιθανότητα αυτή αξιολογείται από τον βαθμό αντιπροσώπευσης του A από το B, που είναι και ο βαθμός προσομοίωσης του A με το B.

2. availability: όταν τα άτομα καλούνται να εκτιμήσουν την συχνότητα και πιθανότητα ενός γεγονότος χρησιμοποιώντας συμβάντα και περιστατικά που ευκολότερα φθάνουν στην μνήμη τους, από το παρελθόν.
3. anchoring and adjustments: κατά τις αριθμητικές προβλέψεις η εμμονή σε μια σχετική αξία που είναι διαθέσιμη και όλοι την εκτιμούν σε σχέση με την αρχική αξία, προσαρμόζοντας σε αυτήν μετά την όποια απόδοση, προκειμένου να καταλήξουν κατά προσέγγιση στην τελική απάντηση-επιλογή. Έτσι αφού το αποτέλεσμα πρέπει να προκύπτει από κάποια φόρμουλα, ή από κάποιον επί μέρους υπολογισμό, οι όποιες προσαρμογές θα είναι αναποτελεσματικές.

Το 1979 παρουσιάζουν μια κριτική των αναμενόμενων θεωριών χρησιμότητας σαν περιγραφικό μοντέλο αποφάσεων, δημιουργώντας έτσι ένα εναλλακτικό μοντέλο με βάση το ρίσκο και την εξέλιξη, το οποίο ονομάζουν "Prospect Theory". Η θεωρία αυτή δεν καταφέρνει να εξηγήσει γιατί συχνά τα άτομα έλκονται ταυτόχρονα σε ασφαλείς αλλά και άκρως επικίνδυνες τοποθετήσεις. Οι **Tversky και Kahneman** παρατήρησαν εμπειρικά ότι τα άτομα υποεκτιμούν γεγονότα πιθανά να συμβούν συγκριτικά με αυτά τα οποία παρατηρούν πως θα συμβούν με μεγαλύτερη βεβαιότητα. Ακόμη σύμφωνα με την παραπάνω θεωρία η αξία προσδιορίζεται μέσω κερδών ή ζημιών παρά μέσω της τελικής αξίας με βάση τις πιθανότητες τις οποίες αντικαθιστούν ανάλογα με τις βαρύτητες που αποφασίζουν. Η συνάρτηση της αξίας προσδιορίζεται με την παρέκκλιση από ένα προκαθορισμένο σημείο και έως ένα προϋπολογισμένο κέρδος ή σε μια προκαθορισμένη ζημιά γέρνοντας περισσότερο στις ζημιές παρά στα κέρδη. Τα σταθμά που βαραίνουν τις αποφάσεις είναι πάντοτε χαμηλότερα εκεί όπου προβλέπονται ζημιές.

Ο **Thaler** το 1980 επιχειρηματολογεί στην ύπαρξη καταστάσεων όπου οι καταναλωτές λειτουργούν με τρόπο αντιφατικό στην οικονομική θεωρία και αντιπροτείνει την θεωρία των Tversky και Kahneman σαν την χρησιμότερη εναλλακτική περιγραφική θεωρία. Θέματα που αναφέρονται είναι: η υποβάθμιση του κόστους ευκαιρίας, η δυσκολία για κατανόηση του χαμηλού

κόστους κτήσης αξιών, η ερευνητική συμπεριφορά καθώς και η πεποίθηση της ορθής επιλογής χωρίς μετέπειτα αμφισβητήσεις για αυτήν και τέλος η δέσμευση απέναντι σε αυτές επιλογές.

Το 1981 οι **Tversky και Kahneman** παρουσιάζουν το "framing". Δείχνουν με αυτό ότι οι ψυχολογικές αρχές που κυριαρχούν στην διαδικασία λήψης αποφάσεων καθώς και η αξιολόγηση των πιθανοτήτων πραγματοποίησης γεγονότων παράγουν μετατοπίσεις προτιμήσεων όταν το ίδιο πρόβλημα τίθεται με διαφορετικούς τρόπους.

Ο **Shiller** το 1981 ανακαλύπτει ότι η διακύμανση των τιμών των μετοχών είναι πολύ μακριά από την μελλοντική πραγματική αποτίμηση μερισμάτων λόγω των νέων πληροφοριών που ενσωματώνονται σε αυτήν.

Το 1982 οι **Tversky και Kahneman** μαζί με τον **Slovic** δημοσιεύουν το "Judgement under uncertainty": "Heuristics and biases", ένα έργο με 35 κεφάλαια όπου περιγράφεται η πληθώρα των θεωρημάτων για προκαταλήψεις που παράγονται.

Το 1985 οι **Werner F.M De Bondt and Richard Thaler** δημοσιεύουν το έργο "Does the stock market overreact?" όπου προσδιορίζεται η αρχή αυτού που σήμερα ονομάζουμε συμπεριφορική χρηματοοικονομική. Αυτοί πρώτοι επισημαίνουν ότι τα άτομα συστηματικά υπεραντιδρούν σε αναπάντεχα και δραματικά γεγονότα κάνοντας αδύναμες και αναποτελεσματικές κυρίως τις χρηματιστηριακές αγορές. Επίσης αποδεικνύουν την έντονη συμπεριφορά που παρουσιάζουν οι τιμές των μετοχών τόσο σε καλές όσο και σε κακές ειδήσεις. Επίσης παρατηρούν εμπειρικά πως τα χαρτοφυλάκια των οποίων η απόδοση υστέρησε κατά το παρελθόν, στο μέλλον απέδωσαν τελικά περισσότερο από τα χαρτοφυλάκια που αρχικά στο παρελθόν είχαν καταγράψει υψηλότερες αποδόσεις. Τα αποτελέσματα προήλθαν από εμπειρική έρευνα η οποία αφορούσε το δεύτερο μισό του τελευταίου αιώνα, ενώ σημειωτέον ότι αυτοί πρώτοι εντοπίζουν και αναφέρονται στο φαινόμενο του Ιανουαρίου, χωρίς βέβαια να καταφέρουν να ερμηνεύσουν επιστημονικά αυτή τους την επισήμανση. Την ίδια χρονιά ο Thaler αναπτύσσει επίσης ένα νέο μοντέλο καταναλωτικής συμπεριφοράς όπου συνυπολογίζει τους νοερούς υπολογισμούς που κάνουν τα άτομα, δεδομένο το οποία αργότερα θα αναπτύξει περισσότερο.

Οι **Tversky και Kahneman** το 1986 επανέρχονται και με βάση το "framing and prospect theory" στην ορθολογική θεωρία των επιλογών, υποστηρίζουν ότι δεν προάγεται από επαρκή θεμελίωση για την περιγραφική θεωρία της λήψης αποφάσεων.

Οι **Bondt και Thaler** το 1987 παρέχουν πρόσθετα στοιχεία υποστηρίζοντας την υπόθεση της υπεραντίδρασης, λέγοντας ότι τα άτομα επηρεάζονται σημαντικά από τους νοερούς υπολογισμούς, τους οποίους όμως βασίζονται στις πρόσφατες πληροφορίες και όχι σε ιστορικά δεδομένα.

Το 1988 οι **Samuelson και Zeckhauser** παρουσιάζουν μια σειρά από εμπειρικές λήψεις αποφάσεων ανακαλύπτοντας στοιχεία για την προκατάληψη του status quo.

Το 1990 ο **kahneman** μαζί με τους **Thaler και Knetsch** παρουσιάζουν αρκετά πειράματα που προβάλλουν ότι η απέχθεια των ατόμων για ζημιές εμμένουν στην πλαισίωση των αγορών, αλλά και στις ευκαιρίες για εκμάθηση των θεμελιωδών χαρακτηριστικών τους προτιμήσεων.

Το 1991 οι ίδιοι συζητούν τρεις ανωμαλίες των αγορών. Την επίδραση των χαρισματικών ατόμων σε αυτές, την αποστροφή όλων για ζημιές και την προκατάληψη του status quo.

Το 1992 ο **Thaler** δημοσιεύει το βιβλίο "The Winner's Curse: Paradoxes and Anomalies of Economic Life" ενώ την ίδια χρονιά ο **Banerjee** αναπτύσσει ένα απλό μοντέλο για την συμπεριφορά της αγέλης.

Επίσης την ίδια χρονιά, το 1992 οι **Tversky και Kahneman**, εξελίσσουν μια νέα έκδοση του "prospect theory" και την ονομάζουν "cumulative prospect theory". Πραγματεύεται την σωρευτική βαρύτητα στην λήψη αποφάσεων αναφερόμενη στην αβεβαιότητα για ανάληψη ρίσκου άσχετα από τα εξωγενή γεγονότα, επιτρέποντας διαφορετική στάθμιση μεταξύ κερδών και ζημιών. Η θεωρία την οποία επιβεβαίωσαν πειραματικά, προβλέπει ένα διακριτικό τρόπο συμπεριφοράς, αλλά τα στοιχεία κατέγραψαν τετραπλάσιο δείγμα επικίνδυνων συμπεριφορών. Συνδυαστικά αναφέρεται η αποστροφή του κινδύνου για κέρδη και η αναζήτηση κινδύνου για ζημιά με υψηλή πιθανότητα από την μια, και η αναζήτηση κινδύνου για κέρδη με την αποστροφή κινδύνου για ζημιές με χαμηλή πιθανότητα από την άλλη.

Ο **Plous** το 1993 έγραψε το "The Psychology of Judgment and Decision Making" όπου δείχνει την κοινωνική άποψη για την διαδικασία λήψης

αποφάσεων συστήνοντας κατανόηση των δεδομένων, επικεντρώνοντας δυναμικά στον χώρο αυτό. Το 1994 οι **Lakonishok, Shleifer και Vishny** συμπεραίνουν ότι οι στρατηγικές επιλογής αγοράς μετοχών με χαμηλή τιμή σε σχέση με τα κέρδη, το μέρισμα, την πραγματική αξία της εταιρίας και άλλα θεμελιώδη μεγέθη επιτυγχάνουν υψηλότερες αποδόσεις αφού εκμεταλλεύονται την μη άριστη συμπεριφορά των τυπικών επενδυτών.

Το προνομιακό μετοχικό σύνολο αναφέρεται στο εμπειρικό γεγονός ότι οι μετοχές έχουν υπεραπόδοση έναντι των ομολόγων κατά τον τελευταίο αιώνα σε βαθμό μη αναμενόμενο και υπό την προϋπόθεση του βασικού αναμενόμενου μεγιστοποιημένου παραδείγματος. Το 1995 ο **Thaler** και ο **Benartzi** έδωσαν μια εξήγηση βασισμένη στην συμπεριφορική ιδέα όπου η αποστροφή για ζημιά συνδυαζόμενη με την φρόνιμη τάση για συχνή αύξηση του πλούτου, δημιουργεί την λεγόμενη μυωπική αποστροφή των ζημιών.

Στις 2 Ιουνίου του 1996 ο Tversky πεθαίνει από μεταστατικό μελάνωμα σε ηλικία μόλις 59 ετών.

Στην λογιστική λογοτεχνία το 1997 ο **Basu** βρίσκει στοιχεία για την αρχή του συντηρητισμού, τα οποία ερμηνεύει σαν τα κέρδη που αντανakλούν τις κακές ειδήσεις γρηγορότερα από τις καλές ειδήσεις.

Το 1998 οι **Bikhchandani, Hirshleifer και Welch** συζητούν τη θεωρία της εκμάθησης μέσω παρατηρήσεων και συγκεκριμένα της καταρρακτώδους ενημέρωσης που μπορεί να βοηθήσει στην επεξήγηση φαινομένων όπως οι χρηματιστηριακές καταρρεύσεις. Παρακινούμενοι από μια ποικιλία ψυχολογικών ενδείξεων οι **Barberis, Shleifer και Vishny** παρουσιάζουν το μοντέλο συναισθημάτων του επενδυτή όπου εμφανίζεται η υποαντίδραση στην τιμή της μετοχής σε ειδήσεις όπως η ανακοίνωση αποτελεσμάτων με κέρδη και η υπεραντίδραση από την άλλη κατά τις συνεχείς εμφανίσεις από καλά και κακά διαδοχικά νέα.

Το 1998 ο **Fama** στην τρίτη αναθεώρηση της μελέτης του υπερασπίζεται την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς που προσδιόρισε στην πρώτη του μελέτη, διεκδικώντας την προφανή υπεραντίδραση της τιμής μιας μετοχής στις αντίστοιχες πληροφορίες για την υποαντίδραση αυτής. Η τοποθέτησή του αυτή δεν είναι πειστική όμως, διότι η υπό και η υπεραντίδραση εμφανίζονται κάτω από διαφορετικές περιστάσεις και κάτω από διαφορετικές συγκυρίες.

Οι **Barberis, Huang και Santos** το 2001 ενσωματώνουν την "prospect theory" σε ένα μοντέλο αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων μιας οικονομίας. Ο **Wermers** το 1999 μελετά το φαινόμενο της αγέλης στους διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων και διαπιστώνει το υψηλότερο επίπεδο κερδοσκοπίας στις μικρές μετοχές προκειμένου να διαμορφώσουν κλίμα ανάπτυξης του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Την ίδια χρονιά ο **Odean** παρουσιάζει μελέτη όπου υποστηρίζει ότι ο συνολικός όγκος συναλλαγών στις χρηματιστηριακές αγορές είναι υπερβολικός με πιθανότερη ερμηνεία την υπερβολική εμπιστοσύνη. Επίσης παρουσιάζει στοιχεία για την επίδραση των διαθέσεων επί των κερδοφόρων μετοχών ώστε αυτές πολύ σύντομα να πουληθούν σε αντίθεση με τις ζημιογόνες μετοχές οι οποίες διακρατώνται για πολύ καιρό.

Πάλι το 1999 οι **Hong και Stein** περιέγραψαν μια αγορά της οποίας οι συμμετέχοντες χωρίζονται σε δύο ομάδες. Τους News-watchers και τους momentum traders, οι οποίοι αντίστοιχα ωθούν για υποαντίδραση στα βραχυπρόθεσμα διαστήματα και υπεραντίδραση στα μακροπρόθεσμα διαστήματα. Επίσης παρουσιάζεται από τους **Nofsinger και Sias** το σχετικό πλεονέκτημα της ανταλλαγής θετικής οπτικής μεταξύ των διαχειριστών σε σχέση με των απλών επενδυτών όπως επίσης το μεγαλύτερο αντίκτυπο στις τιμές των μετοχών που καταφέρνουν οι αγέλες διαχειριστών έναντι των απλών επενδυτών, ακόμη και όταν αυτοί λειτουργούν με συμπεριφορά αγέλης. Ακόμη ο **Veronesi** εμφανίζει ένα δυναμικό μοντέλο όπου μεταξύ άλλων αποδεικνύει ότι οι τιμές των μετοχών υπεραντιδρούν στα κακά νέα όταν αυτά διαδίδονται σε περιόδους θετικού κλίματος και αντίθετα οι τιμές υποαντιδρούν στα καλά νέα κατά τις περιόδους κακού κλίματος. Σημαντική παρατήρηση αποτελεί η ύπαρξη αρνητικής συσχέτισης μεταξύ του αντιλαμβανόμενου κινδύνου με το αντιλαμβανόμενο όφελος από τους επενδυτές, χωρίς ένα από τα δύο να εμφανίζεται πιο ξεκάθαρο.

Το 2000 ο **Finucane** συμπεραίνει ότι τα άτομα εμφανίζουν την τάση να παράγουν ταυτόχρονες αξιολογήσεις για το όφελος και τον κίνδυνο χρησιμοποιώντας κοινές πηγές. Την ίδια χρονιά οι **Hong Lim και Stein** προτείνουν την ειδική εταιρική πληροφόρηση ως αρνητική πληροφόρηση η οποία διαχέεται βαθμιαία στο επενδυτικό κοινό και είναι κυρίως υπεύθυνη για βραχυπρόθεσμες κινήσεις στις τιμές των μετοχών.

Ο **Schleifer** το 2000 δημοσιεύει το βιβλίο του "inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance". Τότε και ο **Shefrin** γράφει το βιβλίο του "Beyond Greed and fear", ένα βιβλίο το οποίο μελετά τα δύο βασικότερα συναισθήματα των επενδύσεων, τον φόβο και την απληστία προσεγγίζοντάς τα μέσα από την επιστήμη της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής.

Οι **Kahneman και Tversky** το 2000 κυκλοφορούν το βιβλίο "Choices, Values and Frames" όπου παρουσιάζουν επιλεγμένη έρευνα η οποία προέκυψε από την συνεργασία τους στο βιβλίο "Prospect Theory".

Οι **Lee και Swaminathan** το 2000 έδειξαν ότι μέσω των ιστορικών δεδομένων για τους όγκους συναλλαγής παρέχεται μια ενδιαφέρουσα συσχέτιση μεταξύ των συγκυριών και της αξίας συμβιβάζοντας έτσι την υποαντίδραση μεσοπρόθεσμων διαστημάτων με την υπεραντίδραση μακροπρόθεσμων διαστημάτων.

Το 2001 οι **Rabin και Thaler** θεωρούν την υπόθεση αναμενόμενης χρησιμότητας παρελθόν. Ψυχολογικές έρευνες δείχνουν ότι οι άνδρες ρέπουν στην υπέρμετρη αυτοπεποίθηση περισσότερο από τις γυναίκες, ειδικά στα χρηματοοικονομικά θέματα. Επίσης προβαίνουν σε συναλλαγές κατά 45% περισσότερες από τις γυναίκες μειώνοντας περαιτέρω τις αποδόσεις τους, γεγονός που αποδίδεται στην υπερβολική τους αυτοπεποίθηση.

Οι **Grinblatt και Keloharju** το 2001 αναγνωρίζουν την θεωρητική δραστηριότητα αγορών και πωλήσεων με στοιχεία που προκύπτουν από παρελθούσες αποδόσεις, από επιδράσεις επί της τιμής των φορολογικών ζημιών ή από την απροθυμία των επενδυτών να συνειδητοποιήσουν τις ζημιές που προέκυψαν από τα κόστη των συνεχών συναλλαγών. Οι **Gigerenzer και Selten** δημοσιεύουν μια συλλογή από διάφορες εργασίες προκειμένου να εξηγήσουν πώς ο απλός κόσμος μέσα από απλοποιημένες και γρήγορες διαδικασίες λαμβάνει γρήγορες και επιτόλαιες αποφάσεις σε περιόδους αβεβαιότητας.

Οι **Barberis και Huang** συγκρίνουν δύο τύπους νοητικών υπολογισμών. Αυτόν της αποστροφής των ζημιών και αυτόν του περιορισμένου σχεδιασμού μεταξύ δύο χαρτοφυλακίων. Μεγαλύτερη επιτυχία εμφανίζει το χαρτοφυλάκιο μετοχών, αφού και σε αυτήν την περίπτωση εμφανίζεται η έντονη απέχθεια των ατόμων για ζημιές.

Ο **Huberman** προωθεί στοιχεία όπου ο κόσμος εμφανίζεται να επιθυμεί επενδύσεις οικείες σε αυτόν αγνοώντας τις βασικές αρχές της διάρθρωσης χαρτοφυλακίου.

Ο **Slovic** το 2002 περιγράφει την συγκεκριμένη ποιότητα καλοσύνης και κακίας, ενώ την ίδια περίοδο μέσω μιας απλής εμπειρικής μελέτης οι Holt και **Laury** βρίσκουν ότι η αποστροφή κινδύνου διαφέρει σε έναν άνθρωπο κάτω από υποθετικές και πραγματικές συνθήκες.

Οι **Barberis και Thaler** εκδίδουν μια επισκόπηση για την συμπεριφορική χρηματοοικονομική αναφέροντας το βραβείο Nobel που απενεμήθη στον Daniel Kahneman το 2002 για την δουλειά του στο βιβλίο "Prospect Theory". Το βραβείο οικονομικών επιστημών δόθηκε παρά του ότι η έρευνα είχε περισσότερο επιστημονικά ψυχολογική προσέγγιση παρά οικονομική. Δυστυχώς ο θάνατος του Amos Tversky δεν επέτρεψε στους δύο συνεργάτες να μοιραστούν το βραβείο.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Το κυριότερο συμπέρασμα που προκύπτει από την παραπάνω εργασία είναι η άμεση συσχέτιση των αγορών με την ανθρώπινη ψυχολογία. Η λειτουργία των αγορών και κυρίως στο κομμάτι εκείνο που αφορά την διαμόρφωση των τιμών σε αυτή, ναι μεν βασίζεται στα θεμελιώδη μεγέθη που αναμφισβήτητα ισχύουν και επηρεάζουν την αποτίμηση, βασίζεται όμως και στον αστάθμητο όπως αποδείχθηκε παραπάνω ανθρώπινο παράγοντα.

Η προσπάθεια των ατόμων να επιτύχουν κέρδη μέσα από τις επενδυτικές τους επιλογές, οδηγεί στην στρέβλωση συχνά των αγορών, καταγράφοντας μερικές από τις ιστορικά μεγαλύτερες χρηματιστηριακές φούσκες, αλλά και τις σημαντικότερες χρηματιστηριακές καταρρεύσεις. Τα φαινόμενα της φούσκας και της κατάρρευσης τα οποία εμφανίζονται διαδοχικά, δεν είναι τίποτε άλλο παρά η συναισθηματική διαδοχή μεταξύ ενθουσιασμού και πανικού. Μάλιστα όπου τα άτομα λειτουργούν πιο μαζικά τόσο εντονότερα εμφανίζονται τα φαινόμενα.

Ένα δεύτερο συμπέρασμα είναι η θριαμβευτική είσοδος της επιστήμης της ψυχολογίας μέσα στην χρηματοοικονομική επιστήμη. Ακόμη και το βραβείο Nobel οικονομικών απενεμήθη σε ψυχολόγο επιστήμονα το 2002. Η επιστήμη της ψυχολογίας πρόσφερε έννοιες, συμπεράσματα αλλά και τρόπους αντιμετώπισης των προβλημάτων που εμφανίζουν τα άτομα εξαιτίας της ψυχοσύνθεσής τους. Κατάφερε λοιπόν να στρέψει την τέχνη των επενδύσεων προς αυτή την κατεύθυνση προβάλλοντας και μια νέα ιδιαίτερα επιτυχημένη στρατηγική επενδύσεων στις μέρες μας, αυτήν του Contrarian Strategy.

Τέλος, συμπερασματικά θα μπορούσαμε να αναφέρουμε κάποιες συμβουλές οι οποίες πηγάζουν από την επιστήμη της ψυχολογίας μεν, δείχνουν όμως να έχουν άμεση εφαρμογή στην πράξη.

Είναι λοιπόν τα παρακάτω:

- αναπτύξτε την δική σας μοναδική φιλοσοφία
- αναπτύξτε το προσωπικό σας σύστημα αξιολόγησης προκειμένου να λαμβάνετε αποφάσεις
- μην κάνετε κάτι που δεν συναντά τα προσωπικά σας κριτήρια

- κάνετε την δική σας προσωπική έρευνα
- δείχνετε υπομονή
- ενεργήστε άμεσα
- ακολουθήστε ευλαβικά το σύστημά σας
- παραδεχτείτε τα λάθη σας, για να τα διορθώσετε
- κάντε τα λάθη σας εκπαιδευτική εμπειρία, και
- αγαπήστε αυτό που κάνετε και όχι αυτό που έχετε!!!

Οι συμβουλές αυτές οι οποίες προέκυψαν και διατυπώθηκαν από την συνεργασία δύο μεγάλων επενδυτών, τους Warren Buffet και George Soros, ίσως να αρκούν για μια επιτυχημένη καριέρα στο άθλημα των επενδύσεων.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Κλείνοντας την διατριβή μας αυτή θα λέγαμε ότι δώσαμε το περίβλημα της σύγχρονης αλλά και επίκαιρης συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής επιστήμης,

Μάλλον τα περισσότερα από όσα περιγράψαμε είναι εύκολα κατανοητά αλλά δύσκολα εφαρμόσιμα. Μερικά άλλα ίσως ακούγονται αιρετικά και σίγουρα δεν θυμίζουν τις καθημερινές μας επενδυτικές κινήσεις.

Παρόλα αυτά πρέπει και σε αυτήν την διατριβή να υπενθυμίσουμε ότι είναι εύκολο να αναπτύσσει κανείς θεωρίες που εξηγούν προηγούμενες επιτυχίες, παρά να εφαρμόζει θεωρίες για μελλοντικές επιτυχίες. Όμως έχει αξία η γνώση και η κατανόηση – όχι απαραίτητα η αποδοχή – μιας νέας διαφορετικής οπτικής πιο συζητήσιμης ή ακόμη και πιο αμφισβητήσιμης σε σχέση πάντοτε με την απλή καθημερινότητα των επενδυτών.

Όλα όσα περιγράψαμε κατά την δεύτερη ανάγνωση θα φαίνονται γνωστά, ποτέ δεν θα νιώσει κάποιος μακριά από τις περισσότερες θεωρίες που αναπτύξαμε. Εν τούτοις όμως κάπου εδώ θα πρέπει να αναζητηθεί η διάδοση της συγκεκριμένης επιστήμης στις μέρες μας, όπου η συλλογή πληροφοριών αποτελεί το ευκολότερο πράγμα στον κόσμο, η επικοινωνία κοινωνική προσταγή και οι κερδοσκοπικές κινήσεις μόνιμο στόχο.

Κλείνοντας θα ήθελα να τονίσω την προστασία που μπορεί να νιώσει ένας άπειρος επενδυτής ακολουθώντας απλούς ανθρώπινους κανόνες, κάνοντας την περιήγησή του στις αγορές να φαντάζει ευχάριστος περίπατος.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

BIBLIA

- Edwin, E. & Martin, G. 1995, “Modern Portfolio Theory and Investment Analysis” 5th edition, John Wiley & Sons.
- Erhard, F. 2002, “Stochastic Portfolio Theory (Applications of Mathematics, 48)” 1st edition, Springer Verlag.
- Goldberg, J. & Von Nitzsch, R. 2001, “Behavioral Finance”, Wiley Finance.
- Hamp-Lyons, L. & Condon, W. 2000, “Assessing the Portfolio : Principles for Practice, Theory & Research (Written Language Series)”, Hampton Pr.
- Hutchinson, H, 1999, “Portfolio Indexing : Theory and Practice (Frontiers in Finance)”, John Wiley & Sons.
- William, S. 1999, “Portfolio Theory and Capital Markets” 1st edition, McGraw Hill Text.

ΠΕΡΙΟΔΙΚΑ

- Black, F. 1986, “Noise.”, *Journal of Finance*, pp. 529-543.
- Brauer, Gregory A., 1984, “Open-ending closed-end funds”, *Journal of Financial Economics* 13, pp. 491-507.
- Brauer, Gregory A., 1988, “Closed-end fund shares’ abnormal returns and the information content of discounts and premiums”, *Journal of Finance* 43, pp. 113-127.
- Brauer, Gregory A., 1993, “Investor sentiment and the closed-end fund puzzle : A 7 percent solution”, *Journal of Financial Services Research* 7, pp. 199-216.
- De Long, B., Shleifer, A., Summers, L. & Waldmann, R. 1989, “The Size and Incidence of the Losses from Noise Trading”, *Journal of Finance* vol.XLIV, No 3, pp. 681-696.
- De Long, B., Shleifer, A., Summers, L. & Waldmann, R. 1991, “The Survival of Noise Traders in Financial Markets”, *Journal of Business* 64, pp. 1-20.
- De Long, B., Shleifer, A., Summers, L. & Waldmann, R. 1998, “Noise trader risk in Financial Markets”, *Journal of Political Economy* 98, pp. 703-738.
- Elton, Edwin, Gruber, & Busse, 1998, “Do investors care about sentiment?”, *Journal of Business* 71, pp. 477-500.
- Greene, J. & Smart, S. 1999, “Liquidity Provision and Noise Trading: Evidence from the “Investment Dartboard” Column”, *Journal of Finance* vol.LIV, No. 5, pp. 1885-1897.
- Lee, Charles, Shleifer, & Thaler, 1991, “Investor sentiment and the closed-end fund puzzle”, *Journal of Finance* 46, pp. 75-109.
- Palomino, F. 1996 “Noise Trading in Small Markets”, *Journal of Finance* vol. LI, No 4, pp. 1537-1547.

ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ

- General Papers from:
http://www.ny.frb.org/rmaghome/rsch_pap/
- “Noise Trading and Exchange Rate Regimes”, Olivier Jeanne, Andrew K. Rose, NBER Working Paper No.w7104, Issued in April 1999 from:
<http://papers.nber.org/papers/W7104>
- “Noise Trading, Delegated Portfolio Management, and Economic Welfare”, James Dow, Gary Gorton, NBER Working Paper No.w4858, Issued in September 1994 from:
<http://papers.nber.org/papers/W4858>
- “Noise Trading, Delegated Portfolio Management and Economic Welfare” from: <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/95/9510.pdf>
- “Noise-Trading, Costly Arbitrage, and Asset Prices: Evidence from Closed End Funds” from:
http://www.staff.city.ac.uk/g.gemmill/working_papers/gemmill_thomas.pdf
- “Fuzzy Exception Learning to Detect Noise Trading” from:
http://www.abo.fi/instut/iamsr/eunite/reports/CS_NoiseTradingDetection.pdf
- “Noise Trading and Exchange Rate Regimes” from:
http://www.rbnz.govt.nz/research/discusspapers/g99_2.pdf
- “An Analysis of the Asymmetric Response of Stock Prices to News” from:
http://www.dur.ac.uk/Economics/Research/working_papers/9905a.pdf