

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ <<ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ>>

ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ &
ΟΙ ΕΦΑΡΜΟΓΕΣ ΤΗΣ ΣΕ ΧΩΡΕΣ ΜΕ ΚΡΙΣΗ
ΟΠΩΣ Η ΕΛΛΑΔΑ

ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ Κ. ΓΙΑΝΝΑΚΗ ΜΧΑΝ/1007

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ:

ΑΝ.ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Ε. ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ

ΜΕΛΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ:

ΕΠΙΚ.ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Δ. ΚΥΡΙΑΖΗΣ

ΛΕΚΤΟΡΑΣ Δ. ΒΟΛΙΩΤΗΣ

Φεβρουάριος 2012

ΓΑΛΕΞΙΟ ΓΕΡΑΙΑ

Στο σύντροφο της ζωής μου Γρηγόρη και
στις κόρες μου Μυρσίνη και Βασιλική.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	4
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	5
ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ-ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ.....	7
1. ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι.....	12
1.1. ΥΠΟΘΕΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ	12
(EFFICIENT MARKETS HYPOTHESIS).....	12
1.2. ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗΣ ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑΣ (EXPECTED UTILITY THEORY) & ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΑΝΘΡΩΠΟΣ (HOMO ECONOMICUS).....	16
1.3. ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΙΣ ΠΑΡΑΒΙΑΣΗΣ ΤΗΣ ΥΠΑΡΞΗΣ ΤΗΣ ΘΕΩΡΙΑΣ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ	18
1.3.1. ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ (MARKET ANOMALIES).....	18
1.3.1.1. ΗΜΕΡΟΛΟΓΙΑΚΕΣ ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ (CALENDAR ANOMALIES).....	19
1.3.1.1.1. ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΟΥ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ (JANUARY EFFECT).....	19
1.3.1.1.2. ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΟΥ ΣΑΒΒΑΤΟΚΥΡΙΑΚΟΥ/ΤΗΣ ΔΕΥΤΕΡΑΣ (WEEKEND/MONDAY EFFECT)	20
1.3.1.1.3. ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΩΝ ΑΡΓΙΩΝ (HOLIDAY EFFECT)	21
1.3.1.2. ΜΗ ΗΜΕΡΟΛΟΓΙΑΚΕΣ ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ (NON CALENDAR ANOMALIES).....	21
1.3.1.2.1. ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ (THE SIZE EFFECT).....	21
1.3.1.2.2. ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΩΝ ΚΕΡΔΙΣΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΧΑΜΕΝΩΝ (THE WINNERS-LOSERS ANOMALY).....	22
1.3.1.2.3. ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΠΡΩΙΝΗΣ ΗΛΙΟΦΑΝΕΙΑΣ (THE MORNING SUNSHINE EFFECT).....	23
1.3.1.2.4. THE MOMENTUM EFFECT	23
1.3.1.2.5. ΑΝΩΜΑΛΙΑ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ (CLOSED END MUTUAL FUNDS ANOMALY).....	23
1.3.1.2.6. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ (FINANCIAL CRASHES).....	24
1.3.1.2.7. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΦΟΥΣΚΕΣ (FINANCIAL BUBBLES).....	25
1.3.1.2.8. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΜΟΔΕΣ (FADS).....	25
1.3.1.2.9. Ο ΓΡΙΦΟΣ ΤΟΥ ΠΡΙΜ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (THE EQUITY PREMIUM PUZZLE).....	26
1.3.1.2.10. Ο ΓΡΙΦΟΣ ΤΩΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ (THE DIVIDEND PUZZLE).....	27
1.3.1.2.11. ΥΠΕΡΒΟΛΙΚΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑ (EXCESS VOLATILITY).....	28
2. ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ: ΒΑΣΙΚΕΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΕΣ ΤΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ	29
2.1. ΠΕΠΟΙΘΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΤΙΜΗΣΕΙΣ	29
2.2. ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΣΤΟ ARBITRAGE.....	31
2.3. ΓΝΩΣΙΑΚΗ ΨΥΧΟΛΟΓΙΑ	32
2.4. ΠΕΠΟΙΘΗΣΕΙΣ (BELIEFS)	33
2.4.1. ΥΠΕΡ-ΑΥΤΟΠΕΠΟΙΘΗΣΗ (OVERCONFIDENCE).....	33
2.4.2. ΥΠΕΡ-ΑΝΤΙΔΡΑΣΗ & ΥΠΟ-ΑΝΤΙΔΡΑΣΗ (OVER & UNDERREACTION).....	35
2.4.3. ΣΥΝΤΗΡΗΤΙΣΜΟΣ (CONSERVATISM).....	36
2.4.4. ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΤΙΚΟΤΗΤΑ (REPRESENTATIVENESS).....	37
2.4.5. ΠΡΟΣΚΟΛΛΗΣΗ-ΑΓΚΙΣΤΡΩΣΗ (ANCHORING).....	39
2.4.6. ΜΕΡΟΛΗΨΙΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΟΤΗΤΑΣ (AVAILABILITY BIAS).....	41
2.4.7. ΤΟ ΛΑΘΟΣ ΤΟΥ ΤΖΟΓΑΔΟΡΟΥ (THE GAMBLER'S FALLACY).....	43
2.4.8. Η ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΗΣ ΑΓΕΛΗΣ (HERDING).....	44
2.4.9. ΑΙΣΙΟΔΟΞΙΑ/ΘΕΤΙΚΗ ΣΚΕΨΗ (OPTIMISM, WISHFUL THINKING).....	46
2.4.10. ΠΡΟΣΚΟΛΛΗΣΗ ΣΤΙΣ ΠΕΠΟΙΘΗΣΕΙΣ (BELIEF PERSEVERANCE).....	48
2.5. ΠΡΟΤΙΜΗΣΕΙΣ.....	49

2.5.1.	ΘΕΩΡΙΑ ΠΡΟΟΠΤΙΚΗΣ (PROSPECT THEORY).....	49
2.5.2.	ΝΟΗΤΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ (MENTAL ACCOUNTING).....	57
2.5.3.	ΠΛΑΙΣΙΩΣΗ-ΔΙΑΤΥΠΩΣΗ (FRAMING).....	59
2.5.4.	ΑΠΟΣΤΡΟΦΗ ΖΗΜΙΑΣ (LOSS AVERSION).....	61
2.5.5.	ΑΠΟΣΤΡΟΦΗ ΜΕΤΑΝΟΙΑΣ (REGRET AVERSION).....	62
	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ.....	64
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	67

ΓΑΛΕΡΙΟ ΓΕΡΑΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η κλασική Οικονομική Θεωρία βασίζεται σε αμιγώς μαθηματικά και οικονομικά μοντέλα και στην υπόθεση της ορθολογικότητας των ατόμων ως φορέων οικονομικών αποφάσεων. Οι οικονομολόγοι υποδέχτηκαν την Υπόθεση των Αποτελεσματικών Αγορών και την θεωρία στην οποία βασίστηκε με θέρμη και επί μακρόν θεωρήθηκε νομοτελής. Σύντομα, όμως, η ατελής πραγματικότητα έφερε τριγμούς στην κλασική θεωρία, καθώς οι εμπειρικές μελέτες έθεσαν υπό αμφισβήτηση τους θεμέλιους λίθους της. Η κλασική οικονομική θεωρία προσπάθησε να εκφράσει τη γενική τάση της οικονομίας και των ανθρώπων. Η παρατήρηση, ωστόσο, φαινομένων και συμπεριφορών που δεν ήταν δυνατόν να υποστηριχθούν και να εξηγηθούν από αυτήν, αποκάλυψαν την ύπαρξη πολλών κενών. Τα εν λόγω κενά έρχεται να καλύψει η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική (Behavioral Finance) που με βάση την κοινωνιολογία και την ψυχολογία των ατόμων και της μάζας προσπαθεί να ρίξει φως στις ανεξήγητες συμπεριφορές και τα φαινόμενα που δεν συνάδουν με την κλασική οικονομική θεωρία. Η ίδια ακολουθεί διαφορετική προσέγγιση ως προς την «λογική και ορθολογική» συμπεριφορά των επενδυτών, αναλύοντας τη συμπεριφορά του επενδυτή μέσα από την ψυχολογία, την κοινωνιολογία και τις αλληλεπιδράσεις των ατόμων μεταξύ τους αλλά και με τα γεγονότα.

Η παρούσα εργασία έχει ως στόχο την παρουσίαση των φαινομένων και των ανωμαλιών που έρχονται σε αντίθεση με την κλασική οικονομική θεωρία καθώς και την ερμηνεία αυτών βάσει της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής. Πρωτίστως, όμως, επιχειρείται η αναγνώριση των συμπεριφορών της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής σε μία χώρα, όπως η Ελλάδα, η οποία βιώνει βαθειά την κρίση, τόσο στο κομμάτι των χρηματιστηριακών αγορών όσο και στη δραστηριότητα του επιχειρηματικού τομέα, αλλά και σε πτυχές της καθημερινής ζωής των ατόμων.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η τάση του ανθρώπου να δίνει πάντοτε εξηγήσεις στα φαινόμενα που εκδηλώνονται γενικά στη φύση, αλλά και ειδικότερα στην οικονομία, αποτέλεσε τον οδηγό για την ανάπτυξη των οικονομικών θεωριών, που είχαν ως στόχο την ερμηνεία των τάσεων που δημιουργούνται και τον εντοπισμό των επιπτώσεων τους στην οικονομία. Οι οικονομολόγοι αντιμετώπισαν αρχικά την οικονομία ως ένα σύστημα συνδεδεμένο αποκλειστικά με τη λογική και την ιδιοτέλεια και καθόλα αποκομμένο από την ψυχολογία. Η κλασική οικονομική θεωρία και οι πρεσβευτές της αγνόησαν την φύση του ανθρώπου ως προσωπικότητα καθοδηγούμενη τόσο από τον νου όσο και από την καρδιά και προσέδωσαν στα μοντέλα τους αυστηρά μαθηματικό χαρακτήρα. Η παρατήρηση, ωστόσο, φαινομένων και συμπεριφορών στο διάβα του χρόνου που εναντιώνονταν στις κλασσικές υποθέσεις και τα υποδείγματα της κλασικής θεωρίας βάσει των οποίων δεν μπορούσαν να εξηγηθούν, άφησαν χώρο για την ανάπτυξη της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής. Δεδομένου ότι οι θεωρίες και τα υποδείγματα του εν λόγω κλάδου αριθμούν μόνο μερικές δεκαετίες, η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική δέχεται δριμυείς κριτικές. Η πραγματικότητα, ωστόσο, αποδεικνύει ότι η θεωρία της βρίσκει πρόσφορο έδαφος και οι εμπειρικές μελέτες επαληθεύουν συνεχώς την ισχυρότητά της.

Η Θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών του Fama (1965,1970), αποτέλεσε ακρογωνιαίο λίθο της οικονομικής θεωρίας και σταθμό στην ιστορία των οικονομικής επιστήμης. Σαν θεωρία έτυχε θερμής υποδοχής και απέκτησε θερμούς υποστηρικτές. Η δεκαετία του 1980 αποτέλεσε, ωστόσο, μία σημαντική αφετηρία για την απαρχή σημαντικών ακαδημαϊκών συζητήσεων αναφορικά με την εξέταση της πραγματικής συμπεριφοράς των επενδυτών και την εξήγηση της βάσει των οικονομικών μοντέλων των αποτελεσματικών αγορών. Οι παραδοχές στις οποίες βασίστηκε η αποτελεσματικότητα των αγορών και κυρίως η ορθολογικότητα του επενδυτή, οι οποίες αποτελέσαν βασικές αρχές για την ανάπτυξη των μοντέλων των Markowitz, Sharpe, Lintner και άλλων ερευνητών, τέθηκαν υπό αμφισβήτηση, όταν αποδείχτηκαν αδύναμες να εξηγήσουν τις ανωμαλίες της αγοράς. Απαντήσεις δόθηκαν αρκετά χρόνια αργότερα από τους ερευνητές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής που προσπάθησαν να εξηγήσουν τα φαινόμενα με τη βοήθεια των επιστημών της ψυχολογίας και της κοινωνιολογίας.

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική δημιουργήθηκε ως κλάδος με αποστολή να εξηγήσει όλες αυτές τις ανωμαλίες και τα φαινόμενα των χρηματαγορών επιστρατεύοντας κοινωνικούς, γνωστικούς και συναισθηματικούς παράγοντες προκειμένου να γίνουν κατανοητές οι οικονομικές απόφασεις των φορέων της οικονομίας. Οι ημερολογιακές ανωμαλίες που διατάρασσαν επιμόνως τις αγορές, όπως αυτή του Ιανουαρίου (January effect) και του Σαββατοκύριακου (Weekend effect), αλλά και μη ημερολογιακές, όπως αυτή του Μεγέθους (Size effect) ή το φαινόμενο των Κερδισμένων -Χαμένων (Winners-Losers effect), αποτέλεσαν τις βάσεις αμφισβήτησης της αμιγώς μαθηματικής ερμηνείας της συμπεριφοράς του επενδυτή και αποτέλεσαν το βήμα για να εισαχθούν νέα στοιχεία στην θεωρία. Θεμέλιοι λίθοι της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής αποτελούν η γνωσιακή ψυχολογία (cognitive psychology) και οι περιορισμοί στο arbitrage (Barberis και Thaler, 2003). Η μεν γνωσιακή ψυχολογία κατηγοριοποιεί τα είδη των αποκλίσεων από την πλήρη ορθολογικότητα που μπορεί να απαντηθούν. Οι περιορισμοί στο arbitrage αφορούν στη δυσκολία των ορθολογικών επενδυτών να εξαλείψουν τις ανισοροπίες που προκαλούν οι λιγότερο λογικοί επενδυτές. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική αναλύει τις πεποιθήσεις και οι προτιμήσεις των επενδυτών, ως κυρίων συνιστωσών των αποφάσεων τους και ερευνά τις συμπεριφορές που εκδηλώνονται με βάση αυτές. Υπό το ίδιο αυτό πρίσμα των συγκεκριμένων συμπεριφορών, επιχειρεί να εξηγήσει και την διαγωγή των επενδυτών στις χρηματαγορές και τον τρόπο με τον οποίον οι ίδιοι ενεργούν.

Η παρούσα εργασία αρχικά επιχειρεί μια ανασκόπηση στην εξέλιξη της οικονομικής θεωρίας και της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής. Στο πρώτο κεφάλαιο αναλύεται η Υπόθεση των Αποτελεσματικών Αγορών (EMH), καθώς και η Θεωρία της Αναμενόμενης Χρησιμότητας (EU) και του Οικονομικού Ανθρώπου (Homo Economicus). Στο ίδιο κεφάλαιο παρουσιάζονται, επίσης οι ανωμαλίες των αγορών, ημερολογιακές και μη, ως περιπτώσεις παραβίασης της Θεωρίας των Αποτελεσματικών Αγορών. Στη συνέχεια, στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζονται και αναλύονται οι βασικές συμπεριφορές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, ενώ ταυτόχρονα επιχειρείται και ο εντοπισμός των παραπάνω συμπεριφορών στην ελληνική πραγματικότητα, η οποία διανύει μία περίοδο δημοσιονομικής και

οικονομικής κρίσης, τόσο στη χρηματιστηριακή αγορά όσο και στον επιχειρηματικό χώρο και την απλή καθημερινή ζωή.

ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ- ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

Τα Συμπεριφορικά Οικονομικά (Behavioral Economics), όπως και τα σχετιζόμενα με αυτά πεδία μελέτης και έρευνας της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής (Behavioral Finance), προσπαθούν, κάνοντας χρήση κοινωνικών, γνωστικών και συναισθηματικών παραγόντων, να εξηγήσουν και να κατανοήσουν τις οικονομικές αποφάσεις των ατόμων και των φορέων που υλοποιούν οικονομικές λειτουργίες, συμπεριλαμβανομένων των καταναλωτών, των δανειοληπτών και των επενδυτών, και τις επιπτώσεις αυτών στις τιμές της αγοράς και την κατανομή των διαθέσιμων πόρων. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, προσπαθεί, με άλλα λόγια, να ερμηνεύσει τα χρηματοοικονομικά, μέσα από το πρίσμα των κοινωνικών επιστημών. Τα όρια του ορθολογισμού των οικονομικών παραγόντων αποτελούν το πρωτεύον αντικείμενο μελέτης του κλάδου αυτού και τα συμπεριφορικά μοντέλα που χρησιμοποιεί ενσωματώνουν χαρακτηριστικά στοιχεία που προκύπτουν τόσο από την ψυχολογία, όσο και από την νεοκλασική οικονομική θεωρία, εμπλέκοντας κατ'αυτόν τον τρόπο μια σειρά από έννοιες, μεθόδους και πεδία, εκ πρώτης όψεως, ανομοιογενή μεταξύ τους. Οι αναλυτές του κλάδου δεν ενδιαφέρονται μονάχα για τις επιπτώσεις των αποφάσεων των φορέων της οικονομίας στην αγορά, αλλά ασχολούνται επιπλέον και με την έννοια της δημοσίας βούλησης, που αποτελεί, εν γένει, μιαν άλλη πηγή οικονομικών αποφάσεων καθοδηγούμενη κυρίως από την ιδιοτέλεια και την μεγιστοποίηση ιδίου οφέλους.

Σύμφωνα με τον Schiller (2005), τα Συμπεριφορικά Οικονομικά, αποτελούν ουσιαστικά την εφαρμογή κοινωνικών μεθόδων και ιδιαίτερα της ψυχολογίας στα οικονομικά, επιλύοντας τις διάφορες λεπτομέρειες ή ατέλειες που μπορεί να καταστήσουν κάποια μεγάλη ιδέα για ένα νέο οικονομικό θεσμό ανεφάρμοστο, εάν δεν εξεταστούν κατάλληλα. Κατ' επέκταση, η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική,

είναι ένα νέο κεφάλαιο της χρηματοοικονομικής θεωρίας, η οποία προσπαθεί να κατανοήσει και να προβλέψει τις συστηματικές επιπτώσεις της ψυχολογικής λήψης αποφάσεων στις χρηματαγορές (Olsen, 1998). Κατανοώντας, λοιπόν, καλύτερα την ανθρώπινη συμπεριφορά και τους ψυχολογικούς μηχανισμούς που καθοδηγούν την ψυχολογική λήψη αποφάσεων, τα κλασικά χρηματοοικονομικά μοντέλα θα μπορούσαν να εξελιχθούν, ώστε να αντανάκλουν καλύτερα και να εξηγούν επαρκέστερα τη συμπεριφορά των αγορών.

Ο κλάδος της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής γεννήθηκε με αφορμή την αδυναμία των ερευνητών να εξηγήσουν τις ανωμαλίες της αγοράς μέσα από την Θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών του Fama (1965,1970) που είχε ευρέως υιοθετηθεί από το 1970 και μετά. Η δεκαετία του 1980 αποτέλεσε την απαρχή σημαντικών ακαδημαϊκών συζητήσεων γύρω από την ταύτιση στην πραγματικότητα της συμπεριφοράς των αγορών με τα οικονομικά μοντέλα των αποτελεσματικών αγορών και την αδυναμία τους να εξηγήσουν την υπερβολική διακύμανση (excess volatility) που επικρατούσε. Πρώτοι οι Schiller (1981) και LeRoy και Porter (1981), καταδεικνύουν στα άρθρα τους ότι η διαχρονική σταθερότητα της παρούσας αξίας, υπονοεί την ύπαρξη υπερβολικής διακύμανσης στην χρηματιστηριακή αγορά, σε αντίθεση με την παρούσα αξία που προκύπτει από το μοντέλο των Αποτελεσματικών Αγορών.

Λίγο αργότερα, οι West (1988) και Campbell και Schiller (1988), προσπάθησαν να ποσοτικοποιήσουν το φαινόμενο των «εκπλήξεων», αλλά και πάλι δεν μπόρεσαν να εξηγήσουν την υπερβολική διακύμανση των τιμών. Οι ακαδημαϊκοί είχαν καταλήξει ήδη στα τέλη της δεκαετίας του 1980 ότι ο «θόρυβος» των αγορών ήταν κάτι παραπάνω από αμελητέος και η διακύμανση της αγοράς δεν μπορούσε να εξηγηθεί από καμία μεταβλητή του μοντέλου των Αποτελεσματικών Αγορών, στο οποίο οι τιμές διαμορφώνονται μέσα από την προεξόφληση μελλοντικών αποδόσεων. Λίγα χρόνια αργότερα, στα τέλη της δεκαετίας του 1990, οι αδικαιολόγητα υψηλές αποδόσεις των αγορών και οι κερδοσκοπικές φούσκες, έρχονται να επιβεβαιώσουν για ακόμη μια φορά την υπόθεση ότι τα οικονομικά μοντέλα στερούνται μεταβλητών που μπορούν επαρκώς να εξηγήσουν τις συμπεριφορές των αγορών. Οι παρατηρούμενες ανωμαλίες θέτουν τη βάση της αμφισβήτησης των βασικών αρχών της ορθολογικής συμπεριφοράς, που αποτελεί θεμέλιο λίθο της Θεωρίας των Αποτελεσματικών

Αγορών και συντελείται, από αυτό το σημείο και μετά, μια στροφή προς άλλα μοντέλα ανθρώπινης συμπεριφοράς, όπως αυτά έχουν μελετηθεί από τις κοινωνικές επιστήμες.

Σε έρευνα που διεξήγαγε ο Schiller το 1987, ανάμεσα σε 900 επενδυτές για τους παράγοντες που οδήγησαν στην μεγάλη και απότομη πτώση του S&P και Dow Jones το 1987 (στις 19 Οκτωβρίου 1987, ο Χρηματιστηριακός Δείκτης D.J. απώλεσε το 22% της αξίας του και Δείκτης S&P 500 το 20% της αξίας του), τα 2/3 των ερωτηθέντων δηλώνουν πως υπεύθυνοι για τη μεγάλη πτώση ήταν ψυχολογικοί και όχι οικονομικοί παράγοντες. Στο σύνολό τους, τα αποτελέσματα της έρευνας καταδεικνύουν πως το 1/4 των επενδυτών αποδίδουν το συμβάν σε παρορμητική, μη ορθολογική συμπεριφορά και όχι στα θεμελιώδη νούμερα των τίτλων. Ήταν η ίδια η πτωτική πορεία των μετοχών που ώθησε τους επενδυτές σε μαζική ρευστοποίηση των θέσεών τους και όχι οι προβλέψεις τους για τις μελλοντικές αποδόσεις των τίτλων. Ανάλογα μπορεί να εξηγηθεί και η κρίση του 1929, όταν οι επενδυτές βύθισαν τον Dow Jones και προκάλεσαν τη μαζική ρευστοποίηση εκατομμυρίων μετοχών σε μερικά 24ωρα, καθώς τόσο η ένταση των διακυμάνσεων όσο και ο συγχρονισμός του Δείκτη ακολούθησαν παρόμοια πορεία.

Ταυτόχρονα, οι De-Bondt και Thaler (1985, 1987) επιχειρούν να εξηγήσουν την υπόθεση της Υπερβολικής Αντίδρασης των Αγορών μελετώντας μηνιαίες αποδόσεις του NYSE την περίοδο μεταξύ 1926-1982. Τα αποτελέσματα της έρευνάς τους καταδεικνύουν ότι οι περισσότεροι επενδυτές «υπεραντιδρούν» σε απρόβλεπτα και δραματικά γεγονότα. Η έρευνά τους, όμως, αφήνει αναπάντητο το ερώτημα για το αν και κατά πόσο αυτή η συμπεριφορά των επενδυτών είναι σημαντική σε επίπεδο αγοράς. Αποδεικνύουν επίσης ότι αγοράζοντας μετοχές με τη μικρότερη παρελθούσα απόδοση (losers) και πουλώντας μετοχές με τη μεγαλύτερη παρελθούσα απόδοση (winners) στο ίδιο χρονικό διάστημα, μπορεί κάποιος επενδυτής να επιτύχει υπερκανονικές αποδόσεις, φαινόμενο που αντικρούει την Θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών. Από την άλλη μεριά, οι Fama και French (1988) και Poterba και Summers (1988) χρησιμοποιώντας πολυετείς αποδόσεις μετοχών, προσπαθούν να διαπιστώσουν αν και κατά πόσο οι μετοχές ακολουθούν το Υπόδειγμα του Τυχαίου Περιπάτου (Random Walk). Τα αποτελέσματα τους υπονοούν συσχέτιση μεταξύ παρελθουσών και μελλοντικών αποδόσεων, αδυνατώντας να παράσχουν υποστήριξη στην υπόθεση περί Τυχαίου Περιπάτου.

Η συμπεριφοριστική προσέγγιση των χρηματοοικονομικών, όπως αρχικά αναπτύχθηκε από τους De Bondt και Thaler (1985), Shleifer και Summers (1990), Shleifer και Vishny (1997) και Shiller (1999), επικεντρώνεται σε δύο πτυχές της λειτουργίας των χρηματοπιστωτικών αγορών: α) την ψυχολογία των επενδυτών που δεν μπορούν να ενεργούν ορθολογικά με τον τρόπο που υποδεικνύει η παραδοσιακή οικονομική ανάλυση και β) στα όρια της ικανότητας των επενδυτών να προβούν σε πράξεις κερδοσκοπίας (arbitrage) σε περιπτώσεις αστοχίας των τιμών των τίτλων. Με άλλα λόγια, οι δυο βασικοί πυλώνες της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής είναι η γνωστική ψυχολογία (cognitive psychology) και τα όρια για arbitrage. Ο πρώτος πυλώνας αφορά τον τρόπο που οι άνθρωποι σκέφτονται και ενεργούν και κατηγοριοποιεί τα είδη των αποκλίσεων από τον πλήρη ορθολογισμό και ο δεύτερος στην αδυναμία των ορθολογικών επενδυτών να αναιρέσουν τις εξαρθρώσεις/ανωμαλίες που δημιουργούν οι μη ορθολογικοί επενδυτές στις αγορές με τη συμπεριφορά τους.

Τα παραδοσιακά χρηματοοικονομικά μοντέλα προσπαθούν να κατανοήσουν τις χρηματοπιστωτικές αγορές χρησιμοποιώντας μοντέλα στα οποία οι φορείς είναι "ορθολογικοί". Σύμφωνα με τον Barberis και Thaler (2003), ο ορθολογισμός ταυτίζεται με τα εξής δύο δεδομένα: κατ' αρχάς, όταν οι φορείς λαμβάνουν νέες πληροφορίες, επαναξιολογούν ορθώς τις πεποιθήσεις τους, με τον τρόπο που περιγράφεται από το νόμο του Bayes. Κατά δεύτερον, δοθέντων των πεποιθήσεών τους, οι φορείς κάνουν επιλογές που είναι κανονιστικά αποδεκτές, υπό την έννοια ότι αυτές είναι σύμφωνες με τη θεωρία του Savage για την Υποκειμενική Αναμενόμενη Χρησιμότητα (SEU). Αυτό το παραδοσιακό πλαίσιο είναι ελκυστικά απλό, και θα ήταν πολύ ικανοποιητικό αν οι προβλέψεις του επιβεβαιώνονταν από τα δεδομένα. Δυστυχώς, μετά από χρόνια προσπάθειας, έχει καταστεί σαφές ότι βασικά στοιχεία για τη συνολική χρηματιστηριακή αγορά, τη διατομή των μέσων αποδόσεων και την ατομική συναλλακτική συμπεριφορά δεν είναι εύκολα κατανοητές μέσα από αυτό το πλαίσιο (Barberis και Thaler 2003).

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική υποστηρίζει γενικά ότι ορισμένα χρηματοοικονομικά φαινόμενα μπορεί να γίνουν καλύτερα κατανοητά χρησιμοποιώντας μοντέλα στα οποία ορισμένοι παράγοντες δεν είναι πλήρως λογικοί.

Πιο συγκεκριμένα, αναλύει τι συμβαίνει όταν χαλαρώσουν ένα, ή και τα δύο, από τα δύο δόγματα που αποτελούν τη βάση κάθε λογικής. Σε ορισμένα μοντέλα συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, οι φορείς δεν επαναξιολογούν ορθά τις πεποιθήσεις τους, ενώ σε άλλα μοντέλα, οι φορείς εφαρμόζουν τον νόμο του Bayes σωστά, αλλά κάνουν επιλογές που είναι κανονιστικά αμφισβητήσιμες, δεδομένου ότι είναι ασυμβίβαστες με τη Θεωρία της Υποκειμενικής Αναμενόμενης Χρησιμότητας (SEU) (Barberis και Thaler, 2003).

Σημαντική συνεισφορά στον κλάδο της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής αποτέλεσε η έρευνα των Kahneman και Tversky που δημοσιεύτηκε το 1979 και με βάση την οποία διατυπώθηκε η Θεωρία της Προοπτικής (Prospect Theory). Η Θεωρία της Προοπτικής βασίστηκε στην θεωρία της Αναμενόμενης Χρησιμότητας και βασική της υπόθεση είναι ότι τα άτομα λαμβάνουν αποφάσεις με ορθολογικό τρόπο και συγκεκριμένα λαμβάνουν εκείνη την απόφαση που μεγιστοποιεί την αναμενόμενη αξία της συνάρτησης χρησιμότητας. Φαινόμενα όμως και συμπεριφορές οδήγησαν στο συμπέρασμα ότι όλοι οι άνθρωποι δεν επεξεργάζονται τα δεδομένα με τον ίδιο τρόπο και η αντίληψη τους επηρεάζεται από διάφορους παράγοντες, με αποτέλεσμα να δημιουργούνται διαφορετικές προοπτικές και συνεπώς επιλογές. Σύμφωνα με τους Ricciardi και Simon (2000), η θεωρία της προοπτικής σχετίζεται με την ιδέα ότι οι άνθρωποι δεν δρουν πάντα ορθολογικά και υποστηρίζει ότι υπάρχει μία επίμονη κλίση (bias), η οποία υποκινείται από ψυχολογικούς παράγοντες και επηρεάζει τις επιλογές των ανθρώπων κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας.

Τα Συμπεριφορικά Οικονομικά και η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική έχουν, σύμφωνα με τον Schiller (2005), διαδραματίσει ιστορικά σημαντικό ρόλο στην καινοτομία των οικονομικών θεσμών, πολύ καιρό πριν καν αναγνωριστούν σαν ξεχωριστό πεδίο μελέτης. Δεν χαίρουν ευρείας αποδοχής από την ακαδημαϊκή κοινότητα, καθώς δε διαθέτουν ακόμα ένα ευρέως αποδεκτό θεωρητικό πλαίσιο, το οποίο είναι εύκολα εφαρμοστέο σε ποικίλες περιστάσεις. Ωστόσο, συνεχώς καταλαμβάνουν καινούριο έδαφος στις συνειδήσεις των επιστημόνων και αποτελούν αντικείμενο μελέτης όλο και περισσότερων άρθρων και ερευνών, καθώς συμβάλλουν ενεργά στην πραγμάτωση της θεσμικής καινοτομίας.

1. ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

1.1. ΥΠΟΘΕΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ (EFFICIENT MARKETS HYPOTHESIS)

Ενώ η ιδέα της Υπόθεσης των Αποτελεσματικών Αγορών (Efficient Market Hypothesis) είχε ανακύψει πολύ νωρίτερα στους επιστημονικούς κύκλους μέσα από το άρθρο του Gibson (1889) και του Roberts (1959, 1967¹), η Θεωρία κυριάρχησε στην χρηματοοικονομική επιστήμη από το 1970 και μετά, και ουσιαστικός θεμελιωτής της αποτελεί ο Fama (1970), μέσα από το άρθρο του με τίτλο “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”. Η έννοια της Αποτελεσματικής Αγοράς ταυτίζεται με την ταχύτητα και τον τρόπο ενσωμάτωσης των πληροφοριών και των δεδομένων στις χρηματιστηριακές τιμές. Όλη η διαθέσιμη πληροφόρηση, ακόμα και αυτή που αφορά σε μελλοντικά γεγονότα, θα πρέπει θεωρητικά να αντικατοπτρίζεται ανά πάσα στιγμή στις τιμές, με τρόπο άμεσο και αποτελεσματικό.

Ο οξύς ανταγωνισμός, καθώς και η επιθυμία τους να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη και την χρησιμότητά τους, ωθεί, σύμφωνα με τον Fama (1965, 1970) τους ορθολογικούς επενδυτές σε αγοραπωλησίες, οδηγώντας στην πλήρη και άμεση ενσωμάτωση όλων των νέων πληροφοριών. Έτσι, εφόσον οι αγοραίες τιμές των χρεογράφων αντικατοπτρίζουν πλήρως την πραγματική αξία τους, κανένας επενδυτής δεν μπορεί να χρησιμοποιήσει δημοσιευμένες ή ιστορικές πληροφορίες σχετικά με κάποιον τίτλο και να επιτύχει υπέρ-αποδόσεις (abnormal returns). Και αυτό γιατί οι επενδυτές θεωρείται ότι έχουν ήδη προεξοφλήσει τη διαθέσιμη πληροφόρηση και οι παλιές ειδήσεις δε θα πρέπει να έχουν καμία επίδραση στις τιμές. Η επίτευξη υπερ κανονικών κερδών, σύμφωνα με τη Θεωρία δεν μπορεί παρά να οφείλεται σε τυχαίους παράγοντες.

Βασικότερη παραδοχή της Θεωρίας των Αποτελεσματικών Αγορών (εφεξής: EMH) αποτελεί το γεγονός ότι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί (rational investors) και ότι ενεργούν πάντοτε με γνώμονα τη μεγιστοποίηση της συνολικής τους χρησιμότητας. Αναγνωρίζουν, δηλαδή, τις πραγματικά χρήσιμες πληροφορίες και αυτές μόνο

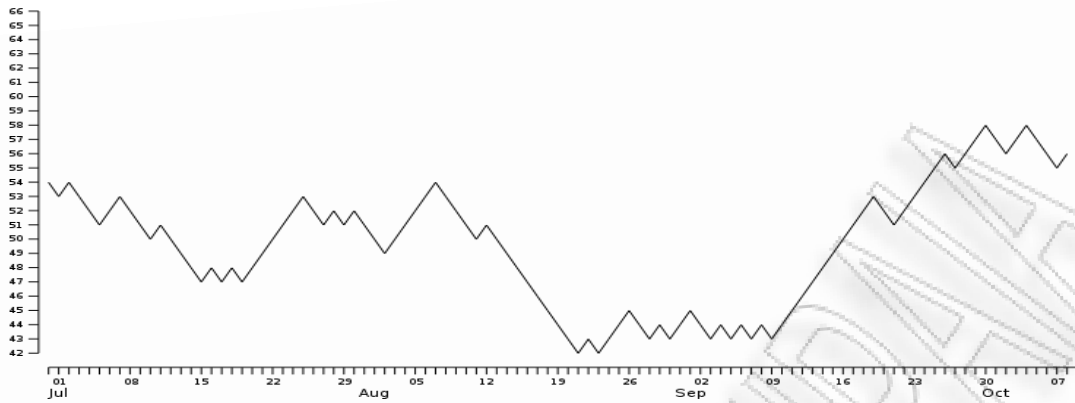
¹ * Το άρθρο αυτό δε δημοσιεύτηκε ποτέ, αλλά οφείλει την φήμη του στην αναφορά που του κάνει ο Fama (1970) στο άρθρο του.

αξιοποιούν, αποφεύγοντας τα συστηματικά λάθη στις εκτιμήσεις τους. Συμπεριφέρονται δε σύμφωνα με τους νόμους της οικονομικής θεωρίας. Για το λόγο αυτό, σε κατάσταση ισορροπίας, οι προβλέψεις τους δε θα έπρεπε, σύμφωνα με τον Muth (1961), να παρουσιάζουν σημαντικές διαφοροποιήσεις από τις προβλέψεις της οικονομικής επιστήμης. Πέραν όμως από αυτά, η EMH (Fama, 1970) θέτει ως προϋπόθεση ότι ισχύουν επιπλέον και οι κάτωθι υποθέσεις:

- Οι συμμετέχοντες στην αγορά (επενδυτές, χρηματιστές, αναλυτές κ.λ.π.) έχουν πλήρη πληροφόρηση και κανένας μεμονωμένα δεν μπορεί να επηρεάσει την αγορά,
- Οι πληροφορίες γίνονται ταυτόχρονα διαθέσιμες σε όλους τους συμμετέχοντες χωρίς κόστος,
- Οι πληροφορίες φτάνουν στους επενδυτές με τυχαίο τρόπο (random walk),
- Οι συμμετέχοντες αντιδρούν άμεσα και αποτελεσματικά στην πληροφορία, προσαρμόζοντας ανάλογα τις χρηματιστηριακές τιμές.
- Οι λαθεμένες εκτιμήσεις δε μεταβάλλουν τις τιμές ισορροπίας εξαιτίας του ορθολογικού arbitrage.

Θεμελιώδης απόρεια της Θεωρίας των Αποτελεσματικών Αγορών, αποτελεί το γεγονός ότι εφόσον οι πληροφορίες καταφτάνουν με τυχαίο τρόπο, το ίδιο τυχαία θα πρέπει να διακυμαίνονται και οι μεταβολές των τιμών. Συνεπώς, ένας επενδυτής αδυνατεί να προβλέψει τις χρηματιστηριακές τιμές βάσει προηγούμενων και συνακόλουθα να αυξήσει τα κέρδη του. Το στατιστικό υπόδειγμα που περιγράφει καλύτερα την έννοια της αποτελεσματικής αγοράς είναι αυτό του τυχαίου περιπάτου (Random Walk), σύμφωνα με το οποίο οι μεταβολές των χρηματιστηριακών τιμών είναι απρόβλεπτες (Σχήμα 1).

Σχήμα 1: Υπόδειγμα Τυχαίου Περιπάτου (Random Walk)



Πηγή: http://en.wikipedia.org/wiki/Random_walk_hypothesis

Ο Fama (1970), ωστόσο, υποθέτει ότι δεν είναι όλες οι αγορές το ίδιο αποτελεσματικές και διακρίνει τρία είδη διαβάθμισης, τα οποία είναι:

A) Η Ασθενώς Αποτελεσματική Αγορά (Weak-form EMH), όπου μόνο παρελθούσες πληροφορίες που αφορούν ιστορικά στοιχεία τιμών ενσωματώνονται άμεσα στις τιμές. Θεωρείται δεδομένο ότι σε μια Ασθενώς Αποτελεσματική Αγορά οι μελλοντικές μεταβολές των τιμών δε σχετίζονται με τις παρελθούσες και ως εκ τούτου, προβλέψεις βασισμένες σε παρελθούσες αποδόσεις δεν έχουν καμία χρησιμότητα και αξία. Η μορφή αυτή αγοράς είναι περισσότερο από όλες συνδεδεμένη με την έννοια του τυχαίου περιπάτου.

B) Η Ημι-ισχυρώς Αποτελεσματική Αγορά (Semi-strong-form EMH), όπου όλες οι δημοσιευμένες πληροφορίες, όπως τα μακροοικονομικά δεδομένα και οι επιχειρηματικές ειδήσεις, ενσωματώνονται άμεσα στις τιμές. Αυτό σημαίνει ότι σε μία τέτοια αγορά οι τρέχουσες χρηματιστηριακές τιμές αντικατοπτρίζουν πλήρως όλες τις δημοσιευμένες πληροφορίες. Μετά τη δημοσιοποίηση των πληροφοριών, καμία κίνηση των επενδυτών βασισμένη σε αυτές δεν έχει αποτέλεσμα, καθώς αυτές έχουν ήδη ενσωματωθεί στις τιμές των αξιογράφων. Η διενέργεια event studies γύρω από ένα σημαντικό χρηματιστηριακό γεγονός αποτελεί το συνηθέστερο τρόπο ελέγχου της Ημι-ισχυρής μορφής αποτελεσματικότητας.

Γ) Η Ισχυρώς Αποτελεσματική Αγορά (Strong-form EMH), όπου οι τιμές ενσωματώνουν όλες τις πιθανές πληροφορίες, ακόμη και αυτές που δεν είναι ευρέως διαθέσιμες. Η αγορά αντιδρά άμεσα και αποτελεσματικά στην έλευση των νέων

πληροφοριών, πράγμα που συνεπάγεται πως κανένας επενδυτής δε διαθέτει κατ' αποκλειστικότητα πληροφορίες και επομένως δε δύναται να πραγματοποιήσει υπερ-κανονικά κέρδη. Εξυπακούεται πως κανείς επενδυτής δεν μπορεί να «νικήσει» την αγορά χρησιμοποιώντας δημόσιες πληροφορίες. Σε μια ισχυρώς αποτελεσματική αγορά, η τιμή ενός αξιογράφου είναι θεωρητικά η καλύτερη εκτίμηση της πραγματικής του αξίας.

Θεωρείται δεδομένο ότι μια ισχυρώς αποτελεσματική αγορά, αυτόματα θεωρείται και ημι-ισχυρώς και ασθενώς αποτελεσματική, ενώ μια ημι-ισχυρή αγορά θεωρείται αυτόματα και ασθενώς αποτελεσματική. Η σχέση αυτή, ωστόσο, δεν ισχύει και αμφίδρομα. Όσον αφορά στις έρευνες που κατά καιρούς έχουν διεξαχθεί με αντικείμενο το Χρηματιστήριο Αθηνών (ASE) αυτές ποικίλουν σημαντικά. Οι περισσότερες συγκλίνουν, ωστόσο, στην αναποτελεσματικότητα της ελληνικής χρηματαγοράς. Οι Νιάρχος και Γεωργακόπουλος (1986), εξετάζοντας την αντίδραση της αγοράς στις ετήσιες δημοσιευμένες καταστάσεις των εταιρειών, διαπιστώνουν μια αργή και σταδιακή προσαρμογή των αποδόσεων, αδυνατώντας έτσι να παρέχουν στήριξη στην υπόθεση της αποτελεσματικότητας της αγοράς. Οι Στέγος και Πανάς (1992) από την άλλη, αδυνατούν να απορρίψουν την υπόθεση της Ασθενούς και Ημι-ισχυρούς Αποτελεσματικότητας του ASE όσον αφορά στον τραπεζικό κλάδο. Λίγο αργότερα, τα αποτελέσματα των Νιάρχου και Αλεξάκη (1998), όσον αφορά τις αποδόσεις κοινών και προνομιούχων μετοχών, απορρίπτουν την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς, ενώ οι Dockery και Καβουσσανός (1996) απορρίπτουν στην έρευνα τους την υπόθεση του τυχαίου περιπάτου των τιμών του ελληνικού Χρηματιστηρίου. Έξι χρόνια αργότερα οι Dockery και Καβουσσανός (2001) επιβεβαιώνουν ότι η ελληνική χρηματαγορά είναι αναποτελεσματική, αποδεικνύοντας ότι οι παρελθούσες τιμές μπορεί να περιέχουν πληροφορίες ως προς τη μελλοντική κίνηση των τιμών των μετοχών, τις οποίες και μπορούν οι επενδυτές να εκμεταλλευτούν. Πιο πρόσφατες μελέτες, όπως αυτή του Βλάχου και Καλημέρη (2008) απορρίπτουν ακόμα και την υπόθεση της Ασθενούς Αγοράς, αφού το δείγμα 79 μετοχών υψηλής κεφαλαιοποίησης κατέδειξε ότι ήταν δυνατή η πρόβλεψη μελλοντικών τιμών και άρα αποδόσεων (Milionis, Moschos και Xanthakis, 1998).

Η Θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών υποστηρίζει πως υπεύθυνη για τις μεταβολές των τιμών των χρηματοστηριακών προϊόντων είναι αποκλειστικά η έλευση

καινούριων ειδήσεων . Ψυχολογικοί παράγοντες και ψυχοκοινωνικά φαινόμενα δεν έχουν καμία θέση σε αυτό το υπόδειγμα και δεν θα πρέπει συνακόλουθα να επιδρούν στις τιμές. Η ιστορία, ωστόσο, αποδεικνύει πως η ψυχολογία και οι πεποιθήσεις των επενδυτών, όπως και άλλα φαινόμενα , παίζουν καθοριστικό ρόλο στη διαμόρφωση των τιμών και αποτελούν εξίσου καθοριστικούς παράγοντες.

1.2. ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗΣ ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑΣ (EXPECTED UTILITY THEORY) & ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΑΝΘΡΩΠΟΣ (HOMO ECONOMICUS)

Ο όρος «χρησιμότητα» εισήχθη στα οικονομικά προκειμένου να συμβολίσει τη σχετική ικανοποίηση του ανθρώπου από την κατανάλωση προϊόντων και υπηρεσιών. Η Θεωρία της Αναμενόμενης Χρησιμότητας (Expected Utility Theory) υποστηρίζει πως τα άτομα θα επιλέξουν μεταξύ αβέβαιων ή επικίνδυνων προοπτικών με βάση τα αποτελέσματα της σύγκρισης των αναμενόμενων τιμών χρησιμότητάς τους. Η θεωρία συστήθηκε από τον Bernoulli (1738) και κυριάρχησε ως περιγραφικό υπόδειγμα οικονομικής συμπεριφοράς και λήψης αποφάσεων υπό αβέβαιες συνθήκες (Bernoulli, 1954). Σύμφωνα με την Θεωρία αυτή, τα άτομα σκέφτονται ορθολογικά και μεταξύ συγκεκριμένων εναλλακτικών με γνωστές κατανομές πιθανοτήτων, επιλέγουν εκείνη που μεγιστοποιεί τη συνάρτηση χρησιμότητάς τους, την ευχαρίστηση δηλαδή που εισπράττουν από το συγκεκριμένο αποτέλεσμα . Η ίδια η Θεωρία βασίζεται σε συγκεκριμένα αξιώματα , ενώ στην άφιξη κάθε νέας πληροφορίας οι επενδυτές προσαρμόζουν την κατανομή πιθανοτήτων σύμφωνα με το θεώρημα του Bayes.

Ο Οικονομικός Άνθρωπος (Homo Economicus) για τον οποίον γίνεται λόγος στην Θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών αποτελεί ένα μοντέλο ανθρώπινης, οικονομικής συμπεριφοράς , σύμφωνα με το οποίο τα άτομα προ σπαθούν να αποκομίσουν τη μέγιστη δυνατή χρησιμότητα από κάθε τους δραστηριότητα. Απώτερος σκοπός τους είναι η επίτευξη της υψηλότερης δυνατής ευημερίας για τον εαυτό τους με το λιγότερο δυνατό κόστος. Όπως κάθε θεωρητικό μοντέλο έτσι και αυτό του Οικονομικού Ανθρώπου βασίζεται σε συγκεκριμένες υποθέσεις. Αυτές δεν είναι άλλες από την ύπαρξη τέλει πληροφόρησης και ορθολογικότητας, αλλά και

ιδιοτέλειας, στοιχεία τα οποία αποτελούν οδηγούς για τις αποφάσεις που τελικά θα παρθούν. Ο οικονομικός άνθρωπος είναι ένας «ιδανικός» άνθρωπος. Τον διακατέχει πλήρης αυτοκυριαρχία, ενώ οι ψυχολογικές μεταπτώσεις δεν επιδρούν στη λήψη αποφάσεών του. Διαθέτει όλη την απαραίτητη πληροφόρηση, την οποίαν και αναλύει ψύχραιμα και αντικειμενικά, προκειμένου να υπολογίσει τα αποτελέσματα των επιλογών του και τα οποία εν τέλει ζυγίζει προκειμένου να πάρει την ορθότερη απόφαση. Χαρακτηριστικό του Οικονομικού Ανθρώπου είναι ότι δεν υποπίπτει ποτέ σε συστηματικά λάθη, παρά μόνο σε τυχαία λάθη. Πάνω σε αυτόν τον άνθρωπο έχουν οικοδομηθεί οι περισσότερες θεωρίες.

Ωστόσο, εμπειρικές μελέτες θέτουν σε αμφισβήτηση την υπόθεση ότι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί και δρουν πάντοτε με γνώμονα τη μεγιστοποίηση της χρησιμότητάς τους. Αντίθετα, έχουν υιοθετηθεί και για τον Οικονομικό Άνθρωπο τρεις διαβαθμίσεις της ορθολογικότητάς του: η ισχυρή (strong), η ημι-ισχυρή (semi-strong) και η αδύναμη (weak) εκδοχή του ορθολογικού ανθρώπου. Κοινός παρανομαστής και των τριών διαβαθμίσεων είναι ότι τα άτομα και στις τρεις καταστάσεις δρουν με γνώμονα τη μεγιστοποίηση της χρησιμότητάς τους, είναι απόλυτα ιδιοτελή και λαμβάνουν απόλυτα ορθολογικές αποφάσεις. Σύμφωνα με την αδύναμη (weak) εκδοχή, ο άνθρωπος εμφανίζει γνωρίσματα ορθολογικής συμπεριφοράς, αλλά αυτά δεν είναι ισχυρά. Στην ημι-ισχυρή (semi-strong) μορφή, ο άνθρωπος δεν κυριαρχείται από την ορθολογική του συμπεριφορά, αλλά διαθέτει ισχυρά γνωρίσματα ορθολογικής συμπεριφοράς. Στην πράξη, η κατηγοριοποίηση των ανθρώπων δεν είναι πάντα εύκολη. Η ανθρώπινη συμπεριφορά δεν μπαίνει σε καλούπια και συχνά δεν μπορεί να εξηγηθεί με όρους ορθολογικότητας. Πιο συγκεκριμένα, οι Tversky και Wakker (1995) καταδεικνύουν την τάση των επενδυτών να αποστρέφονται τον κίνδυνο για επιλογές με κέρδη από τη μία, και από την άλλη να επιδιώκουν επιλογές με υψηλές απώλειες, ενώ η κοινή λογική θα πρέσβευε το αντίθετο. Ακόμα πιο χαρακτηριστικό είναι πως σύμφωνα με την ίδια έρευνα, οι επενδυτές εμφανίζονται να αποστρέφονται τον κίνδυνο για επενδύσεις που παρουσιάζουν πολύ μικρή πιθανότητα για μεγάλες απώλειες.

Παρόλα αυτά, η έννοια του Ορθολογικού Ανθρώπου και η χρήση μιας τέτοιας θεωρίας αποδείχτηκε ιδιαίτερα χρήσιμη στους κλασικούς οικονομολόγους, καθώς αφενός απλοποιεί σημαντικά την οικονομική ανάλυση και αφετέρου επιτρέπει την

ποσοτικοποίηση των εκάστοτε αποτελεσμάτων τους. Η κριτική του συγκεκριμένου μοντέλου εστιάζει κυριώς στις παραδοχές του. Πιο συγκεκριμένα οι επικριτές του μοντέλου διατείνουν ότι οι ανθρώπινες αποφάσεις επηρεάζονται περισσότερο από το συναίσθημα και λιγότερο από τη λογική, απορρίπτοντας έτσι το επιχείρημα της τέλει ορθολογικότητας. Επιπλέον, η καθημερινότητα αποδεικνύει πως πίσω από τις πράξεις των ανθρώπων δεν κρύβεται πάντοτε η ιδιοτέλεια. Αντιθέτως, πολλές ανθρώπινες συμπεριφορές και δράσεις είναι αποτέλεσμα ανιδιοτέλειας. Ο εθελοντισμός και η φιλανθρωπία αποτελούν χαρακτηριστικά τέτοια παραδείγματα, ενώ το φιλότιμο που διακρίνει τους Έλληνες, αποτελεί λέξη που δεν έχει μεταφραστεί ποτέ και συμπυκνώνει μέσα της περίσσια ανιδιοτέλεια. Τέλος, η υπόθεση της πλήρους πληροφόρησης δέχεται δριμυιά κριτική, καθώς υποστηρίζεται πως είναι αδύνατο κάθε άνθρωπος να έχει τέλεια πληροφόρηση επί όλων των θεμάτων. Όσο και καλά πληροφορημένος να είναι κάποιος για κάποια θέματα, πάντα θα υπάρχουν άλλα που του διαφεύγουν. Το συμπέρασμα των παραπάνω είναι ότι ο ορθολογικός άνθρωπος δεν υφίσταται. Η λήψη αποφάσεων απέχει σημαντικά από το να είναι ανέξοδη και ακίνδυνη. Τα άτομα δεν κάνουν χρήση όλης της διαθέσιμης πληροφόρησης, ενώ απέχουν σημαντικά από την πλήρη ορθολογικότητα, είτε γιατί τα προβλήματα που έχουν να αντιμετωπίσουν είναι εξαιρετικά πολύπλοκα και πολλά είτε γιατί παρεμβάλλεται ο συναισθηματισμός τους.

1.3. ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΙΣ ΠΑΡΑΒΙΑΣΗΣ ΤΗΣ ΥΠΑΡΞΗΣ ΤΗΣ ΘΕΩΡΙΑΣ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

1.3.1. ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ (MARKET ANOMALIES)

Η Θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών αποτέλεσε τη βάση και την αφετηρία για την εξεύρεση και ανάπτυξη καινούριων οικονομικών υποδειγμάτων. Η δε σπουδαιότητά της έγκειται στο γεγονός ότι καλύπτει όλους τους τύπους συμμετεχόντων στην αγορά και όχι μόνο τον απλό επενδυτή. Πολλαπλές εμπειρικές μελέτες αμφισβητούν, ωστόσο, την εφαρμογή της στον πραγματικό κόσμο. Οι έρευνες που πραγματοποιήθηκαν κάνουν λόγο για την ύπαρξη ανωμαλιών (market anomalies) που κάμπτονται την θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών. Με δεδομένο ότι η

Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική μετράει μόλις μερικές δεκάδες χρόνια ζωής σαν αυτόνομο ερευνητικό πεδίο, το πλήθος των ανωμαλιών που έχουν παρατηρηθεί είναι σημαντικό και παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον. Έχουν κατά καιρούς γίνει αρκετές προσπάθειες κατηγοριοποίησης των φαινομένων. Ωστόσο, ο διαχωρισμός τους σε ημερολογιακές και μη ανωμαλίες είναι επαρκής για τις ανάγκες της παρούσας διατριβής. Οι ανωμαλίες που συζητώνται παρακάτω είναι ίσως οι σπουδαιότερες και πιο συχνά παρατηρούμενες περιπτώσεις διασάλευσης της ομαλής λειτουργίας των αγορών.

Ως περιπτώσεις προβληματικής λειτουργίας των αγορών και άρα διασάλευσης της Θεωρίας των Αποτελεσματικών αγορών μπορούν επίσης, κατ'επέκταση, να ερμηνευτούν και οι χρηματιστηριακές κρίσεις (financial crises), οι χρηματιστηριακές φούσκες (financial bubbles), οι χρηματιστηριακές μόδες (financial fads), αλλά και η υπερβολική μεταβλητότητα (excessive volatility). Αξιόλογα φαινόμενα στρέβλωσης της αγοράς αποτελούν επίσης και ο Γρίφος του Πριμ των μετοχών (Equity Premium Puzzle), όπως και ο Γρίφος των Μερισμάτων των μετοχών (Dividend Puzzle). Όλα αυτά, τα οποία συζητώνται σύντομα παρακάτω, αποτελούν περιπτώσεις στρέβλωσης της αγοράς που οδηγούν τις τιμές των μετοχών μακριά από τη θεμελιώδη τους αξία και υποκινούν μαζικές αντιδράσεις των επενδυτών.

1.3.1.1. ΗΜΕΡΟΛΟΓΙΑΚΕΣ ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ (CALENDAR ANOMALIES)

1.3.1.1.1. ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΟΥ ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ (JANUARY EFFECT)

Σύμφωνα με την ΕΜΗ, οι αποδόσεις της αγοράς είναι τυχαίες και δεν υπάρχει κανένας λόγος διαφοροποίησης τους μεταξύ των μηνών του έτους. Εμπειρικές μελέτες, καταδεικνύουν ωστόσο, ότι οι αποδόσεις του Ιανουαρίου τείνουν να υπερτερούν αυτές των υπολοίπων μηνών. Πιο συγκεκριμένα, το φαινόμενο που έχει παρατηρηθεί είναι οι αποδόσεις των μετοχών να είναι συνήθως αρνητικές το Δεκέμβρη και θετικές το Γενάρη, με αποτέλεσμα να είναι εφικτό κανείς να επιτύχει κατ'αυτόν τον τρόπο υπερκανονικές αποδόσεις. Η συγκεκριμένη ανωμαλία συναντάται ίσως πιο συχνά από

οποιοδήποτε άλλο φαινόμενο και θεωρείται ως το πιο αντιπροσωπευτικό παράδειγμα κατάρριψης της EMH (Haugen & Jorion, 1996). Οι Gutlekin και Gutlekin (1987) και Ziemba (1991) επιβεβαιώνουν την ύπαρξη του φαινομένου στις ΗΠΑ και την Ιαπωνία αντίστοιχα. Πιθανότερη εξήγηση του φαινομένου αποτελεί η τάση των επιχειρήσεων να πωλούν στο τέλος του έτους τις μετοχές τους και τις επαναγοράζουν στις αρχές του επομένου με σκοπό την καταγραφή ζημιών (Tax loss selling hypothesis) και άρα την ελαφρύτερη φορολόγησή τους (Branch, 1977), οδηγώντας σε μείωση και αύξηση των τιμών στα αντίστοιχα διαστήματα. Εξίσου πιθανή, ωστόσο, θεωρείται και η εξήγηση των Lakonishok και Levi (1982), οι οποίοι αποδίδουν την τάση αυτή της αγοράς στη συμπεριφορά των διαχειριστών επενδυτικών χαρτοφυλακίων, οι οποίοι στο τέλος κάθε έτους αναδιαρθρώνουν τα χαρτοφυλάκιά τους, απαλλάσσοντάς τα από τους λιγότερο αξιόλογους τίτλους εν όψει ελέγχου, και τους οποίους επαναγοράζουν στις αρχές του επομένου (Year end window-dressing). Μια περισσότερο αόριστη προσέγγιση του φαινομένου κάνει λόγο για τη συνήθεια των επενδυτών να ξεκινούν την χρονιά με αισιοδοξία, προσδοκώντας καλύτερες αποδόσεις, ειδικά αν έχει προηγηθεί μία «κακή» χρονιά.

1.3.1.1.2. ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΟΥ ΣΑΒΒΑΤΟΚΥΡΙΑΚΟΥ/ΤΗΣ ΔΕΥΤΕΡΑΣ (WEEKEND/MONDAY EFFECT)

Σύμφωνα με τους French (1980), Gibbon και Hess (1981) και Lakonishok και Levi (1982), έχει παρατηρηθεί ότι σε αγορές όπως οι ΗΠΑ, σε σχέση με τις υπόλοιπες ημέρες της εβδομάδας, οι αποδόσεις των χρηματαγορών τείνουν να είναι υψηλότερες τις Παρασκευές και χαμηλότερες τις Δευτέρες του χρόνου. Το ίδιο παρατηρούν και οι Agrawal και Tandom (1994) στην έρευνά τους σε 18 χρηματιστηριακούς δείκτες ισχυρών παγκοσμίων οικονομιών. Σύμφωνα με τον French (1980), η ανορθόδοξη αυτή συμπεριφορά θα μπορούσε να αποδοθεί στο γεγονός ότι τα «άσχημα» χρηματιστηριακά νέα ανακοινώνονται συνήθως μέσα στο Σαββατοκύριακο, προκειμένου να μετριαστούν οι αντιδράσεις των επενδυτών και να εκτονωθεί συνακόλουθα η ένταση. Από την άλλη μεριά, οι Lakonishok και Levi (1982), αποδίδουν το φαινόμενο στην πρακτική εκκαθάρισης που ακολουθεί το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης μέσα στο Σαββατοκύριακο. Ένα τέτοιο φαινόμενο δεν μπορεί να εξηγηθεί από την EMH, σύμφωνα με την οποία, η μέση απόδοση της

αγοράς θα πρέπει να είναι, σε γενικές γραμμές, ίδια για όλες τις ημέρες της εβδομάδας και για αυτό συνιστά ανωμαλία της αγοράς.

1.3.1.1.3. ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΩΝ ΑΡΓΙΩΝ (HOLIDAY EFFECT)

Κατά το συγκεκριμένο φαινόμενο, οι αποδόσεις των μετοχών εμφανίζονται αυξημένες πριν τις αργίες των χρηματιστηρίων σε σχέση με τις κοινές ημέρες λειτουργίας τους. Η ανάταση που προκαλούν οι αργίες στους επενδυτές θα μπορούσε να αποτελεί έναν από τους λόγους ύπαρξης του φαινομένου. Κάποιοι πάλι (Ariel, 1990), αποδίδουν την ύπαρξή του στη μερίδα των short sellers επενδυτών, που επιδιώκουν να κλείνουν τις θέσεις τους προ των αργιών. Ταυτόχρονα, κάποιοι, όπως ο Roll (1983), συνδέουν το φαινόμενο με την ύπαρξη άλλων φαινομένων, όπως αυτό του μεγέθους (size effect) ή όπως αυτό του Σαββατοκύριακού (Fields, 1934). Οι περισσότεροι, ωστόσο (Kim 1994, Meneu 2004) συγκλίνουν στην άποψη πως το φαινόμενο των αργιών λαμβάνει χώρα ανεξάρτητα από άλλα φαινόμενα.

Λιγότερο δημοφιλή ημερολογιακά φαινόμενα είναι τα Intraday και Intramonth Effects, το φαινόμενο αλλαγής του μήνα, το φαινόμενο του Halloween, της Παρασκευής και 13 του μήνα, το φαινόμενο του τριμήνου και το Daylight savings φαινόμενο. Από αυτά, μεγαλύτερη ίσως ερευνητική βαρύτητα έχει δοθεί μέχρι σήμερα στα τρία πρώτα. Ωστόσο, υπάρχει ακόμα ευρύ πεδίο περαιτέρω διερεύνησης των φαινομένων αυτών.

1.3.1.2. ΜΗ ΗΜΕΡΟΛΟΓΙΑΚΕΣ ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ (NON CALENDAR ANOMALIES)

1.3.1.2.1. ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ (THE SIZE EFFECT)

Το φαινόμενο του μεγέθους της εταιρείας ταυτίζεται με την τάση που παρατηρείται στις αγορές οι αποδόσεις των εταιρειών μικρής κεφαλαιοποίησης μακροχρόνια να υπερβαίνουν κατά μέσον όρον τις αποδόσεις των εταιρειών υψηλής κεφαλαιοποίησης.

Οι υπεραποδόσεις θεωρητικά δικαιολογούνται από το γεγονός ότι οι μικρότερες σε κεφαλαιοποίηση εταιρείες θεωρούνται από τους επενδυτές περισσότερο επισφαλείς. Και όσο πιο ριψοκίνδυνες θεωρούν οι επενδυτές κάποιες μετοχές τόσο μεγαλύτερη ανταμοιβή και άρα τόσο μεγαλύτερο ασφάλιστρο κινδύνου απαιτούν από αυτές. Οι Arsad και Coutts (1997), μελετώντας την χρηματιστηριακή αγορά του Λονδίνου (LSE) διαπίστωσαν την ύπαρξη του φαινομένου. Η υιοθέτηση, ωστόσο, συγκεκριμένων στρατηγικών βασισμένων στο φαινόμενο, καθίσταται τις περισσότερες φορές ασύμφορη. Τα αποτελέσματα της έρευνας που πραγματοποιήθηκαν στο χρηματιστηριακό δείκτη της Αθήνας για την περίοδο μεταξύ 1988 και 1997 (Sργου, 1999) ήταν, από την άλλη, αρκετά αμφιλεγόμενα. Ενώ για κάποια υποπερίοδο το φαινόμενο του μεγέθους ήταν έκδηλο, καθόλη τη διάρκεια της περιόδου, οι εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης υπερτερούν από πλευράς αποδόσεων αυτές των εταιρειών με μικρή κεφαλαιοποίηση. Το γεγονός ότι το ελληνικό χρηματιστήριο συνίσταται από ένα μικρό σχετικά αριθμό μετοχών, όπου οι αποκλίσεις μεταξύ εταιρειών μικρής και μεγάλης κεφαλαιοποίησης είναι σχετικά μικρές, αποτελεί ίσως έναν από τους λόγους για τους οποίους η έρευνα δεν είναι πολύ αντιπροσωπευτική.

1.3.1.2.2. ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΩΝ ΚΕΡΔΙΣΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΧΑΜΕΝΩΝ (THE WINNERS-LOSERS ANOMALY)

Η συγκεκριμένη ανωμαλία σχετίζεται με την κυκλικότητα που παρατηρείται γενικά στις αποδόσεις των μετοχών. Πιο συγκεκριμένα, οι De-Bondt και Thaler (1985, 1987) αποδεικνύουν ότι επενδύοντας κανείς σε μετοχές χαμηλών ιστορικά αποδόσεων (losers), μπορεί να επιτύχει σημαντικά καλύτερες αποδόσεις από ότι επενδύοντας σε μετοχές με ιστορικά υψηλότερες αποδόσεις (winners). Η συγκεκριμένη ανωμαλία είναι άρρηκτα συνδεδεμένη και με το φαινόμενο P/E (Price to Earnings effect), που πρώτος κατέγραψε ο Basu (1983) και σύμφωνα με το οποίο μετοχές με χαμηλό δείκτη P/E τείνουν να «υπερνικούν» συστηματικά μετοχές με υψηλό δείκτη P/E. Όμως η πληροφορία πίσω από τους δείκτες είναι μια δημόσια και άρα γνωστή πληροφορία και συνεπώς η επίτευξη κερδών βάση της συγκεκριμένης στρατηγικής παραβιάζει την ισχύ της Θεωρίας των Αποτελεσματικών Αγορών.

1.3.1.2.3.

ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΠΡΩΙΝΗΣ ΗΛΙΟΦΑΝΕΙΑΣ (THE MORNING SUNSHINE EFFECT)

Έχει παρατηρηθεί γενικά ότι τις ηλιόλουστες ημέρες σχετίζονται θετικά με τις αποδόσεις των μετοχών. Η ηλιοφάνεια φαίνεται να επιδρά στην ψυχολογία των επενδυτών που φέρονται να αποδέχονται τις πληροφορίες περισσότερο άκριτα και να αντιδρούν πιο αυθόρμητα σε αυτές. Μελέτες όπως αυτές των Saunders (1993), Hirshleifer and Shumway (2003) και Akhtari (2011), παρέχουν υποστήριξη στην υπόθεση ύπαρξης του φαινομένου στις διεθνείς αγορές. Η γενικότερη ψυχολογία των επενδυτών, η οποία προφανώς επηρεάζεται από την ύπαρξη ηλιοφάνειας, φαίνεται να εμφανίζει θετική συσχέτιση με τις αποδόσεις των αγορών.

1.3.1.2.4.

THE MOMENTUM EFFECT

Το φαινόμενο Momentum ταυτίζεται με την τάση των τιμών των μετοχών να αυξάνονται περισσότερο όταν βρίσκονται σε ανοδική πορεία και να μειώνονται περισσότερο όταν ήδη βαίνουν μειούμενες. Με άλλα λόγια η ανωμαλία ταυτίζεται με την τάση των επενδυτών να υποαντιδρούν στις νέες πληροφορίες και την αποτυχία τους να ενσωματώσουν άμεσα τα νέα στις χρηματιστηριακές τους πράξεις (Barberis, 1998). Οι Jegadeesh και Titman (1993, 1999) απέδειξαν, μάλιστα, στην έρευνα τους ότι οι μετοχές με παρελθούσες καλές επιδόσεις συνεχίζουν να υπερέχουν των μετοχών με φτωχές παρελθούσες επιδόσεις ακόμα και κατά την επόμενη περίοδο με μία μέση υπερβάλλουσα απόδοση της τάξης του 1% ανά μήνα.

1.3.1.2.5.

ΑΝΩΜΑΛΙΑ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ (CLOSED END MUTUAL FUNDS ANOMALY)

Η παρούσα ανωμαλία έχει να κάνει με το εξής παράδοξο: οι μετοχές των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου -EEX (mutual funds) τείνουν να διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο σε τιμή χαμηλότερη (discount) ή σπανιότερα υψηλότερη (premium) της καθαρής αξίας αποτίμησης των εταιρειών που οι EEX διακρατούν στο χαρτοφυλάκιο

τους. Η ερμηνεία του συγκεκριμένου φαινομένου έχει ως βάση τη δυσκολία ρευστοποίησης των μετοχών αυτών. Οι επενδυτές είναι διατεθειμένοι να δώσουν λιγότερα χρήματα για να διακρατήσουν μετοχές που είναι δύσκολο να πωληθούν. Εμπειρική στήριξη του φαινομένου παρέχουν ο Malkiel (1977) και οι Lee, Schleifer και Thaler (1990).

1.3.1.2.6.

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ (FINANCIAL CRASHES)

Οι χρηματιστηριακές κρίσεις που έχουν κατά καιρούς λάβει χώρα αποτελούν ίσως το χαρακτηριστικό διεθνές παράδειγμα στρέβλωσης της αγοράς. Ο Kindleberger (1978) ερμηνεύει την χρηματιστηριακή κρίση ως μια κατάσταση απότομης πτώσης των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, και κυρίως των μετοχών, η οποία ακολουθείται από τη χειροτέρευση όλων ή των περισσότερων χρηματοοικονομικών δεικτών, την πτώχευση επιχειρήσεων και την αποτυχία χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων. Απαρχή του ξεσπάσματος μιας τέτοιας κρίσης αποτελεί συνήθως ένας εξωγενής αρνητικός παράγοντας της αγοράς, ο οποίος θα επηρεάσει άρδην τις προσδοκίες των επενδυτών και συνακόλουθα θα επηρεάσει αμετάκλητα την αγορά. Κάποιο πολιτικό γεγονός, μια πολιτική σύρραξη, η παρουσίαση έλλειψης συγκεκριμένων προϊόντων στην αγορά είναι μόνο μερικές από τις αιτίες που μπορούν να ενοχοποιηθούν για μια τέτοια χρηματιστηριακή κρίση. Σύμφωνα με τους Αλεξάκη και Ξανθάκη (2008), κάνοντας κανείς μια ιστορική αναδρομή στις χρηματιστηριακές κρίσεις του παρελθόντος θα παρατηρήσει ότι πάντοτε, πριν από μια κρίση προηγείται μία περίοδος οικονομικής έξαρσης, η οποία είναι συνυφασμένη με ένα κλίμα γενικής εφορίας. Η άμετρη κερδοσκοπία που ακολουθεί πάντοτε τις περιόδους οικονομικής έξαρσης οδηγεί τις αγορές σε οριακές καταστάσεις. Το στάδιο της μεταστροφής όπου όλο και περισσότεροι επενδυτές αρχίζουν να αποσύρονται από την αγορά οδηγεί πολύ σύντομα στον πανικό και ό,τι αυτό συνεπάγεται. Χαρακτηριστικότερο ίσως παράδειγμα ελληνικής χρηματιστηριακής κρίσης ήταν αυτή του 1999 και η οποία είχε ως αφετηρία την ένταξη της Ελλάδος στην ΟΝΕ. Η εφορία που δημιούργησε η προοπτική αυτή οδήγησε την ελληνική χρηματαγορά σε μεγάλη άνθηση την περίοδο

1993-1996, ενώ συνεχίστηκε μέχρι και το 1999, οπότε και άρχισε να υλοποιείται η μεταστροφή των επενδυτών και ο πανικός που διήρκησαν μέχρι και το 2003.

1.3.1.2.7. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΦΟΥΣΚΕΣ (FINANCIAL BUBBLES)

Η χρηματιστηριακή φούσκα είναι μια κατάσταση στην οποία η χρηματιστηριακή αξία ενός τίτλου συνεχώς υπερβαίνει κατά πολύ την εσωτερική του αξία, έως ότου αυτή η κατάσταση εκτονωθεί (η φούσκα σπάσει) και οδηγήσει σε απότομη και ραγδαία μείωση τιμών (Fischer και Statman, 2001). Πολλές απότομες χρηματιστηριακές πτώσεις έχουν αποδοθεί στο σπάσιμο μιας τέτοιας φούσκας. Με άλλα λόγια, οι φούσκες είναι δηλαδή αυτοαναπτυσσόμενες και αυτοεκπληρούμενες διαφοροποιήσεις της τιμής μίας μετοχής από τη θεμελιώδη αξία της, που όταν για κάποιο λόγο σταματήσει η αυτοανάπτυξη, σπάνε και ακολουθεί βίαιη προσαρμογή (Αλεξιάκης και Ξανθάκης, 2008). Μια φούσκα δημιουργείται όταν οι επενδυτές εν γνώσει τους αγοράζουν έναν υπερετιμημένο τίτλο με σκοπό να το μεταπωλήσουν ακριβότερα. Μόλις η υπερτίμηση γίνει αντιληπτή από πολλούς, η πορεία της κατάστασης είναι μη αναστρέψιμη. Η φούσκα του Διαδικτύου (1990) αποτελεί την πιο πρόσφατη χρηματιστηριακή φούσκα που έλαβε χώρα. Ωστόσο, εξίσου αξιόλογες περιπτώσεις χρηματιστηριακής φούσκας στην ιστορία αποτέλεσαν «η μανία της Τουλίπας» στην Ολλανδία (1630-1640), η φούσκα της Νότιας θάλασσας (1719-1720), η κτηματική εταιρία του Μισισιπή (1717-1720), τα δάνεια της Αργεντινής (1880), η μαύρη Παρασκευή με το κραχ του 1929, η ιαπωνική φούσκα (1980), η κρίση στη νοτιοανατολική Ασία (1997) και άλλες.

1.3.1.2.8. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΜΟΔΕΣ (FADS)

Οι χρηματιστηριακές μόδες αποτελούν ειδικότερες περιπτώσεις χρηματιστηριακής φούσκας, όπου η απομάκρυνση από τη θεμελιώδη τιμή μιας μετοχής αποτελεί αποτέλεσμα κάποιων ψυχολογικών και κοινωνικών δυνάμεων που δημιουργούν μόδα ως ανοδικές ή πτωτικές τάσεις στις χρηματιστηριακές τιμές (Camerer 1989, Poterba

and Summers 1988, Bikhchandani 1998). Σύμφωνα με τους Αλεξάκη και Ξανθάκη (2008), μπορούν να διακριθούν δύο είδη χρηματιστηριακών fads. Το ένα είδος, που είναι κατά κάποιο τρόπο ορθολογικό, στηρίζεται σε μία συνάρτηση μεγιστοποίησης ωφέλειας, όπου οι τιμές διακυμαίνονται ανάλογα με τη χρησιμότητα που τα άτομα απολαμβάνουν από τη διακράτηση περιουσιακών στοιχείων. Το δεύτερο στηρίζεται στις πεποιθήσεις, οι οποίες δύνανται να βασιστούν σε συναισθηματικούς παράγοντες και οι αποφάσεις να είναι μη-ορθολογικές. Τότε, οι χρηματιστηριακές τιμές επηρεάζονται από τις μαζικές αλλαγές στις πεποιθήσεις για τις μελλοντικές εσωτερικές αξίες.

1.3.1.2.9. Ο ΓΡΙΦΟΣ ΤΟΥ ΠΡΙΜ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ (THE EQUITY PREMIUM PUZZLE)

Το 1985, οι Mehra και Prescott διατύπωσαν τον γρίφο αναφορικά με το πριμ των μετοχών (Equity Premium Puzzle). Συγκεκριμένα, οι ερευνητές υπογράμμισαν την ανικανότητα της κλασσικής θεωρίας των οικονομικών να εξηγήσουν το μέγεθος του πριμ των μετοχών, τη διαφορά δηλαδή μεταξύ της απόδοσης που κερδίζεται από ένα στοιχείο με κίνδυνο, και την απόδοση που αποφέρει η επένδυση σε ένα στοιχείο χωρίς κίνδυνο, όπως είναι τα κρατικά ομόλογα της Αμερικής.

Σύμφωνα με τους Benartzi και Thaler (1993), ο εν λόγω γρίφος, αναφέρεται στο εμπειρικό γεγονός ότι οι μετοχές έχουν υπερκανονική απόδοση σε σχέση με τα ομόλογα τον τελευταίο αιώνα. Οι ερευνητές συμφωνούν με την άποψη των Mehra και Prescott (1985), ότι είναι δύσκολο να εξηγηθεί το μέγεθος του πριμ των μετοχών με βάση τα συνηθισμένα παραδείγματα της οικονομικής θεωρίας, καθώς το επίπεδο της αποστροφής προς τον κίνδυνο, που είναι απαραίτητο για να εξηγηθεί αυτό το μεγάλο πριμ, είναι σημαντικά μεγάλο. Οι Benartzi και Thaler (2003) προτείνουν μία πιθανή εξήγηση του φαινομένου που βασίζεται στη θεωρία της προοπτικής των Kahneman και Tversky (1979) και η εξήγηση βασίζεται σε δύο ισχυρισμούς. Αφενός, οι επενδυτές υποτίθεται ότι αποστρέφονται τον κίνδυνο με την έννοια ότι είναι ευδιάκριτα πιο ευαίσθητοι στις απώλειες παρά στα κέρδη, και αφετέρου, οι επενδυτές υποτίθεται ότι αποτιμούν το χαρτοφυλάκιο τους συχνά, ακόμα και αν έχουν μακροχρόνιους στόχους, όπως είναι η αποταμίευση για συνταξιοδότηση ή η διαχείριση

ενός συνταξιοδοτικού κεφαλαίου . Ο συνδυασμός των παραπάνω ισχυρισμών ονομάζεται από τους ερευνητές ως «Μυωπική αποστροφή ζημιάς». Με τη χρήση προσομειώσεων, οι ερευνητές βρίσκουν ότι το μέγεθος του πριμ των μετοχών είναι συνεπές με τις προηγούμενες παραμέτρους που έχουν εκτιμηθεί μέσω της θεωρίας της προοπτικής, αν οι επενδυτές αποτιμούν τα χαρτοφυλάκια τους κάθε χρόνο . Αυτό, συνακόλουθα, σημαίνει ότι οι επενδυτές φαίνεται ότι επιλέγουν χαρτοφυλάκια σαν να λειτουργούσαν με χρονικό ορίζοντα ενός έτους . Η ίδια προσέγγιση χρησιμοποιείται στη συνέχεια από τους ερευνητές για να μελετήσουν το αποτέλεσμα του μεγέθους (size effect). Τα προκαταρκτικά στοιχεία της έρευνας δείχνουν ότι η μυωπική αποστροφή ζημιάς δύναται να εξηγήσει το εν λόγω φαινόμενο.

Ωστόσο σε έρευνα που πραγματοποίησαν οι Mehra και Prescott (2003), σε ανασκόπηση του άρθρου τους, μετά από εξέταση των μοντέλων που είχαν διατυπωθεί για την εξήγηση του φαινομένου ως τότε, κατέληξαν ότι κανένα από τα μοντέλα δεν καταφέρνουν να εξηγήσουν επιτυχώς τον γρίφο . Όσον αφορά στην εφαρμογή του φαινομένου, στο παρελθόν θα μπορούσε να είχε βρει εφαρμογή στην ελληνική αγορά. Δεδομένου όμως της κρίσης του ελληνικού χρέους και την απαξίωση των τιμών των μετοχών και των ελληνικών ομολόγων τα τελευταία χρόνια , η διερεύνηση της εφαρμογής του είναι εξαιρετικά δύσκολη λόγω της έντονης μεταβλητότητας και αστάθειας που παρουσιάζουν οι τιμές τόσο των μετοχών όσο και των ομολόγων, ειδικά τελευταίως , με τις ρυθμίσεις και τις περικοπές που συζητά η ελληνική Κυβέρνηση με την Ευρωπαϊκή Ένωση για την αξία των ελληνικών κρατικών ομολόγων.

1.3.1.2.10.

Ο ΓΡΙΦΟΣ ΤΩΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ (THE DIVIDEND PUZZLE)

Βάσει της θεωρίας που διατύπωσαν οι Modigliani και Miller (1958), η μερισματική πολιτική μιας εταιρείας δε θα έπρεπε να επηρεάζει την αξία της επιχείρησης. Ο γρίφος των μερισμάτων αποκαλύπτει, ωστόσο, ότι οι επενδυτές ανταμείβουν τις εταιρείες που πληρώνουν μερίσματα με μεγαλύτερες αποτιμήσεις, σε αντίθεση με τις παραδοχές της οικονομικής θεωρίας . Σύμφωνα με την τελευταία , η πληρωμή μερισμάτων από την πλευρά των μετόχων μιας εταιρείας δεν θα έπρεπε να είχε επιρροή στην αποτίμηση της

μετοχής της, καθώς οι μέτοχοι είναι ήδη ιδιοκτήτες της εταιρείας και θα έπρεπε να ήταν αδιάφοροι ανάμεσα στη λήψη του μερίσματος και στην επανεπένδυση του. Ο γρίφος των μερισμάτων έχει αποδοθεί σε διάφορους παράγοντες όπως αυτός της αβεβαιότητας, αλλά και σε ψυχολογικούς, συμπεριφορικούς και οικονομικούς λόγους, όπως και σε θέματα φορολόγησης και ασύμμετρης πληροφόρησης.

Σύμφωνα με τους Baker, Powell και Veit (2002), παρά τη σημαντική έρευνα που έχει πραγματοποιηθεί στον ακαδημαϊκό χώρο, δεν έχουν ακόμα βρεθεί όλες οι απαντήσεις αναφορικά με το συγκεκριμένο γρίφο. Παρόλα αυτά, οι ερευνητές του εν λόγω άρθρου θεωρούν ότι είναι κοντά στη λύση του. Οι ίδιοι πιστεύουν ότι η λύση του γρίφου βασίζεται στην κατανόηση της επίδρασης των διαφόρων ατελειών και προστριβών της αγοράς. Επειδή οι διάφορες ατέλειες της αγοράς επηρεάζουν τις εταιρείες διαφορετικά, η μερισματική πολιτική δύναται να διαφέρει από τη μία εταιρεία στην άλλη. Τα μοντέλα που θεωρούν ανταγωνιστικές τις προστριβές σε επίπεδο εταιρειών προσφέρουν τις περισσότερες ελπίδες για την επίλυση του γρίφου των μερισμάτων.

Αναφορικά με την ελληνική αγορά και την τρέχουσα κατάσταση, οι εταιρείες έχουν περιορίσει σημαντικά τη διανομή των μερισμάτων αλλά και των ποσών επί των κερδών που διανέμουν τα τελευταία χρόνια. Ο σημαντικότερος λόγος είναι ο περιορισμός των κερδών, λόγω της οικονομικής κρίσης και η ανάγκη για διακράτηση κεφαλαίων, καθώς ο τραπεζικός δανεισμός έχει περιοριστεί σημαντικά. Σε παλαιότερες εποχές ωστόσο, που η οικονομική κατάσταση των εταιρειών ήταν σταθερή και αύξουσα, θα μπορούσε να μελετηθεί εκτενέστερα η εφαρμογή του γρίφου των μερισμάτων και στην ελληνική αγορά.

1.3.1.2.11.

ΥΠΕΡΒΟΛΙΚΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑ (EXCESS VOLATILITY)

Η διαφοροποίηση που παρατηρείται μεταξύ θεωρητικών και χρηματιστηριακών τιμών των μετοχών και η υπερβολική μεταβλητότητα των δευτέρων αποτελεί μία ακόμη περίπτωση παραβίασης της Υπόθεσης των Αποτελεσματικών Αγορών που απασχολεί τους ερευνητές. Η υπερβολική διακύμανση (excess volatility) που παρατηρείται γύρω από τις τιμές φανερώνει την αδυναμία άμεσης ενσωμάτωσης των πληροφοριών στις

τιμές, γεγονός που αντιβαίνει τις υποθέσεις της EMH. Οι Shiller (1981) και Leroy και Porter (1981), όντας οι πρώτοι που παρατήρησαν το φαινόμενο, ανακάλυψαν τη ν ύπαρξη υπερβολικής μεταβλητότητας σε σχέση με τη μεταβλητότητα που δικαιολογείται από τις τιμές που προκύπτουν από την προεξόφληση των μελλοντικών ροών, δηλαδή των μερισμάτων. Τα υποδείγματά τους φέρουν, ωστόσο, αρκετά οικονομετρικά προβλήματα, γεγονός που αφήνει μεγάλο περιθώριο για περαιτέρω έρευνα (Leroy, 2005).

2. ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ: ΒΑΣΙΚΕΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΕΣ ΤΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

2.1. ΠΕΠΟΙΘΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΤΙΜΗΣΕΙΣ

Αφετηρία της Υπόθεσης των Αποτελεσματικών Αγορών και όλων των θεωριών που αναπτύχθηκαν γύρω από αυτήν είναι ότι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί και ότι λαμβάνουν τις αποφάσεις τους βασιζόμενοι σε θεμελιώδη στοιχεία των μετοχών, εκμεταλλευόμενοι ταυτόχρονα και κάθε δεδομένη πληροφόρηση σχετικά με αυτές. Σύμφωνα με τους Barberis και Thaler (2003), ο ορθολογισμός ταυτίζεται με δύο δεδομένα. Αφενός, οι φορείς, όταν λαμβάνουν νέες πληροφορίες, επαναξιολογούν ορθώς τις πεποιθήσεις τους, με τον τρόπο που περιγράφεται από το νόμο του Bayes. Αφετέρου, δοθέντων των πεποιθήσεών τους, οι ίδιοι κάνουν επιλογές που είναι κανονιστικά αποδεκτές, υπό την έννοια ότι αυτές είναι σύμφωνες με τη θεωρία του Savage για την Υποκειμενική Αναμενόμενη Χρησιμότητα (SEU). Αν, ωστόσο, γίνει αποδεκτή η ύπαρξη μη ορθολογικών επενδυτών, τότε το οικοδόμημα της EMH καταρρέει και ο τρόπος με τον οποίον οι μη ορθολογικοί επενδυτές επιδρούν στην αγορά θα πρέπει να διερευνηθεί μέσα από καινούρια υποδείγματα που λαμβάνουν υπόψιν τους παράγοντες ικανούς να εξηγήσουν τη συμπεριφορά αυτή.

Την απάντηση στα ερωτήματα που ταλανίζουν τους Οικονομολόγους έρχεται να δώσει ο κλάδος της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, συνδυάζοντας τη χρηματοοικονομική με την πειραματική έρευνα της ανθρώπινης συμπεριφοράς. Ο επαναστατικός αυτός κλάδος επιστρατεύει κοινωνικούς, γνωστικούς και

συναισθηματικούς παράγοντες προκειμένου να γίνουν κατανοητές οι οικονομικές αποφάσεις των φορέων της οικονομίας . Θεμέλιοι λίθοι της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής αποτελούν η γνωσιακή ψυχολογία (cognitive psychology) και οι περιορισμοί στο arbitrage (Barberis και Thaler, 2003). Η γνωσιακή ψυχολογία κατηγοριοποιεί τα είδη των αποκλίσεων από την πλήρη ορθολογικότητα που μπορεί να απαντηθούν. Οι περιορισμοί στο arbitrage αφορούν στη δυσκολία των ορθολογικών επενδυτών να εξαλείψουν τις ανισοροπίες που προκαλούν οι λιγότερο λογικοί επενδυτές. Υποστηρίζει δε ότι μερικά φαινόμενα μπορούν να γίνουν καλύτερα κατανοητά χρησιμοποιώντας τα πρότυπα στα οποία μερικοί επενδυτές δεν είναι πλήρως ορθολογικοί, είτε διότι έχουν λανθασμένες πεποιθήσεις, πεποιθήσεις δηλαδή που αποκλίνουν από τον κανόνα του Bayes, είτε διότι παίρνουν ανεπαρκείς αποφάσεις που βρίσκονται σε αναντιστοιχία με την θεωρία της υποκειμενικής αναμενόμενης χρησιμότητας. Το κύριο ερώτημα που θέτει ο κλάδος είναι γιατί οι φορείς αποκλίνουν από την ορθολογική συμπεριφορά και γιατί προβαίνουν σε συστηματικά λάθη που στρεβλώνουν την αγορά , διερευνώντας τα πραγματικά αίτια που συμβάλλουν στη λήψη αποφάσεων (Rubinstein, 2000)

Σύμφωνα με τους Barberis και Thaler, (2003), η Συμπεριφορική καινοτομεί εισάγοντας τρία βασικά σημεία σε αντιπαράθεση με την κλασική χρηματοοικονομική. Πρώτον, οι επενδυτές δεν είναι ορθολογικοί σύμφωνα με τον κανόνα του Bayes. Δεύτερον, σε αντιπαράθεση με την παραδοσιακή θεωρία που υποστηρίζει πως αν οι επενδυτές δεν είναι ορθολογικοί , οι συναλλαγές τους θα είναι τυχαίες και δε θα επηρεάζουν την αγορά , η Συμπεριφορική υποστηρίζει πως οι μη ορθολογικές επενδυτές αποκλίνουν από την ορθολογική συμπεριφορά με τον ίδιο μη συστημικό τρόπο. Και τρίτον , σε αντίθεση με την παραδοσιακή , η συμπεριφορική χρηματοοικονομική υποστηρίζει ότι το arbitrage δεν είναι ανέξοδο και ακίνδυνο, αλλά αντίθετα συνεπάγεται κόστος και κίνδυνο, οπότε καθίσταται μη αποτελεσματικό, και οι arbitrageurs αδυνατούν να εξαλείψουν την επίδραση των μη ορθολογικών επενδυτών πάνω στις τιμές.

2.2. ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΣΤΟ ARBITRAGE

Το arbitrage ορίζεται ως η ταυτόχρονη αγορά και πώληση του ίδιου τίτλου σε διαφορετικές αγορές που οδηγεί σε σίγουρο κέρδος χωρίς κίνδυνο. Στη σύγχρονη εποχή που διανύουμε, που έχουμε να κάνουμε με παγκόσμιες αγορές, πλήθος προϊόντων αλλά και χρηματιστηριακών εργαλείων, θα έπρεπε λογικά να υπάρχει πληθώρα ευκαιριών για arbitrage. Το ερώτημα, ωστόσο, είναι κατά πόσο το arbitrage είναι ανέξοδο και ακίνδυνο. Και σε αυτό το σημείο φύεται και η ένσταση της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής για το εάν και κατά πόσον οι στρεβλώσεις των μη ορθολογικών επενδυτών μπορούν να αφομοιωθούν από τους ορθολογικούς μέσα από την κερδοσκοπία. Σύμφωνα με τους Barberis και Thaler (2003), η εφαρμογή του Arbitrage ενέχει αρκετούς κινδύνους και κόστη. Ο Θεμελιώδης κίνδυνος (Fundamental Risk) έχει αφενός να κάνει με τον κίνδυνο τη στιγμή που θα αγοράσουν οι επενδυτές έναν υποτιμημένο τίτλο, αυτός να υποτιμηθεί περισσότερο εξαιτίας «κακών ειδήσεων» και αφετέρου, με την έλλειψη παραπλήσιου/υποκατάστατου τίτλου που θα μπορούσε ταυτόχρονα να πωλήσει ο επενδυτής (short selling), προκειμένου να προστατευτεί από την περαιτέρω μείωση της τιμής του πρώτου τίτλου. Ακόμα και όταν υφίσταται παραπλήσιος τίτλος, ωστόσο, ο επενδυτής διατρέχει πάντοτε τον κίνδυνο η τιμή αγοράς και πώλησης να μην έχουν θετικό για τον ίδιο ισοζύγιο. Ο δεύτερος και σημαντικότερος κίνδυνος που ελλοχεύει στη διενέργεια arbitrage, είναι αυτός που δημιουργεί η παρουσία των μη ορθολογικών επενδυτών (Noise Trader Risk), που έχει να κάνει με το «θόρυβο» που δημιουργούν οι μη ορθολογικοί επενδυτές και ο οποίος μπορεί να πιέσει τις τιμές των ήδη υποτιμημένων τίτλων αναίτια προς τα κάτω. Μια τέτοια συγκοιρία θα μπορούσε να ωθήσει τους επενδυτές σε άμεση εκκαθάριση των θέσεών τους, προξενώντας τους ζημιές. Το πρόβλημα δε χειροτερεύει, όταν οι arbitrageurs δε διαχειρίζονται δικούς τους τίτλους, αλλά αποτελούν οι ίδιοι διαχειριστές ξένων χαρτοφυλακίων. Αν οι πελάτες των διαχειριστών αντιληφθούν ότι οι δεύτεροι πραγματοποιούν ζημιολύγες κινήσεις, θα πιέσουν προς εκκαθάριση των θέσεων και απόσυρση των κεφαλαίων τους. Οι διαχειριστές από τη μεριά τους, στην προσπάθειά τους να μετριάσουν την χασούρα θα προβούν σε ανοιχτές πωλήσεις (short selling), τακτική όμως που συχνά είναι πολυέξοδη ή και αδύνατη σε κάποιες αγορές. Ο φόβος των διαχειριστών να βιώσουν μια τέτοια κατάσταση τους καθιστά λιγότερο

επιθετικούς και επίμονους στην εξάλειψη των ανισορροπιών στην αγορά, γεγονός που επίσης συνηγείται στην ατέλεια του arbitrage.

Πέραν όμως από τους κινδύνους που ελλοχεύουν, οι επενδυτές έχουν να αντιμετωπίσουν και τα κόστη διαπραγμάτευσης (Transaction costs), τα οποία συνήθως συνίστανται σε προμήθειες, bid-ask spreads κλπ. Ταυτόχρονα, είναι γεγονός ότι οι ανοιχτές πωλήσεις (short selling), δεν επιτρέπονται σε κάποιες αγορές (Shleifer και Vishny 1997, Spyrou 2009). Ακόμα, όμως και όταν αυτό επιτρέπεται, η τακτική αυτή είναι συχνά αδύνατη λόγω έλλειψης παραπλήσιων τίτλων ή και ιδίων, στην τιμή και την ποσότητα που ο επενδυτής/διαχειριστής χαρτοφυλακίου επιθυμεί, και συχνά ιδιαίτερα επικίνδυνη και δαπανηρή, αν οι κάτοχοι των τίτλων αποφασίσουν απρόσμενα να ρευστοποιήσουν τις θέσεις τους.

2.3. ΓΝΩΣΙΑΚΗ ΨΥΧΟΛΟΓΙΑ

Ο έταίρος θεμέλιος λίθος της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής είναι η γνωσιακή ψυχολογία (cognitive psychology), η οποία αποτελεί και το έρισμα στο οποίο βασίζεται και η υπόθεση της έλλειψης ορθολογικότητας. Ο πυλώνας αυτός της συμπεριφορικής ασχολείται με τις αποκλίσεις από την έννοια της πλήρους ορθολογικότητας και τις κατηγοριοποιεί. Οι περιορισμοί στο arbitrage υποδεικνύουν την αδυναμία των επενδυτών να εξομαλύνουν τις ανωμαλίες που δημιουργούν στην αγορά οι μη ορθολογικοί επενδυτές. Η συμπεριφορική, προκειμένου να ερμηνεύσει αυτές τις αποκλίσεις, υποθέτει την ύπαρξη κάποιας μορφής μη ορθολογικότητας. Σε αυτό το σημείο επιστρατεύεται η γνωσιακή ψυχολογία που με τα εκτενή πειραματικά στοιχεία που διαθέτει αποτελεί πολύτιμο εργαλείο στην ερμηνεία των συστηματικών προκαταλήψεων που διακατέχουν τους επενδυτές, όταν σχηματίζουν πεποιθήσεις που επηρεάζουν τις προτιμήσεις τους. Σύμφωνα με τη γνωσιακή ψυχολογία, τα άτομα παίρνουν αποφάσεις, αφενός λαμβάνοντας υπόψιν τους κάποιους κανόνες που ονομάζονται ευριστικοί (heuristics) και αφετέρου με βάση τον τρόπο με τον οποίον το πρόβλημα τους παρουσιάζεται/διατυπώνεται (framing). Ευριστικοί κανόνες είναι ουσιαστικά οι εμπειρικοί τρόποι με τους οποίους οι άνθρωποι προσπαθούν να δώσουν μία γρήγορη λύση σε περίπλοκα προβλήματα με ελλιπή πληροφόρηση. Είναι ουσιαστικά η διαδικασία που ακολουθούν τα άτομα προκειμένου να καταλήξουν σε

κάποια λύση , όταν βρίσκονται μπροστά σε ένα πλήθος εναλλακτικών λύσεων σε κάποιο πρόβλημα (Newel και Simon, 1972). Η εμπειρική αυτή επίλυση των προβλημάτων δεν προσφέρει πάντοτε τις καλύτερες και πιο αξιόπιστες λύσεις, όταν η εφαρμογή τους γενικεύεται σε ένα πλήθος προβλημάτων (Shefrin, 2000). Ωστόσο, αποτελούν ένα εργαλείο στη διάθεση των ανθρώπων που έχουν να πάρουν πολλές και συχνά πολύπλοκες αποφάσεις , καθώς μετατρέπουν ένα σύνθετο πρόβλημα σε απλούστερο. Φυσικά, είναι αναπόφευκτο ότι η χρήση τέτοιων γενικεύσεων οδηγεί σε ευριστικά λάθη, τα οποία είναι δύσκολο να ξεπεραστούν.

Σύμφωνα με τους Barberis και Thaler (2003), οι ερευνητές διακρίνουν δύο μεγάλες κατηγορίες κανόνων συμπεριφοράς . Οι μεν βασίζονται στις πεποιθήσεις και οι δε βασίζονται στις προτιμήσεις.

2.4. ΠΕΠΟΙΘΗΣΕΙΣ (BELIEFS)

Οι προσδοκίες των επενδυτών και το πώς αυτές διαμορφώνονται αποτελούν μια από τις παραμέτρους που απασχολούν όλες τις θεωρίες που έχουν αναπτυχτεί για τις χρηματαγορές. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική αντλεί τα πορίσματά της γύρω από το πώς διαμορφώνουν τις πεποιθήσεις τους οι άνθρωποι από τα πορίσματα της ψυχολογίας. Παρακάτω αναλύονται καθένα από τα γνωρίσματα που επηρεάζουν τις πεποιθήσεις των επενδυτών.

2.4.1. ΥΠΕΡ-ΑΥΤΟΠΕΠΟΙΘΗΣΗ (OVERCONFIDENCE)

Το φαινόμενο της υπέρ-αυτοπεποίθησης είναι ίσως από τις συμπεριφορές που έχουν μελετηθεί περισσότερο, εφόσον βρίσκει εφαρμογή σε πολλές πτυχές της καθημερινής μας ζωής . Έχει αποδειχθεί συστηματικά ότι τα άτομα έχουν μία τάση να έχουν υπερβολική βεβαιότητα για τις απαντήσεις που καλούνται να δώσουν . Πιο συγκεκριμένα, στον τομέα των χρηματοοικονομικών , η υπερ -αυτοπεποίθηση εκδηλώνεται ως υπερεκτίμηση των δυνατοτήτων τους και των προβλέψεών τους για επιτυχημένες επενδύσεις. Οι επενδυτές τείνουν να μυθοποιούν τις προβλεπτικές τους ικανότητες, αγνοώντας συχνά τους διάφορους εξωγενείς παράγοντες , βρισκόμενοι

κατ'αυτόν τον τρόπο αντιμετώπι με χειρότερα αποτελέσματα από αυτά που είχαν προβλέψει. Γενικά, οι άνθρωποι τείνουν να υπερεκτιμούν τις γνώσεις και δυνατότητές τους και ιδιαίτερα σε τομείς που θεωρούν τους εαυτούς τους "ειδικούς". Συχνά, ωστόσο, σύμφωνα με τους Alpert και Raiffa (1982), υποπίπτουν σε λάθη εξαιτίας της υπερβολικής εμπιστοσύνης που έχουν στην κρίση τους.

Η υπερ-αυτοπεποίθηση ωθεί τους επενδυτές να πιστεύουν ότι διαθέτουν καλύτερη πληροφόρηση για την αγορά από την ίδια την αγορά και συνακόλουθα να υπερεκτιμούν τις γνώσεις τους γύρω από τα προϊόντα της. Η πίστη τους ότι μπορούν πάντα να προπορεύονται της αγοράς, συχνά συσχετίζεται με την επίτευξη προηγούμενων υψηλών αποδόσεων (Gervais και Odean, 2001), αλλά και από την πιθανότητα η ίδια να διαθέτουν εσωτερική πληροφόρηση, πληροφόρηση δηλαδή μη διαθέσιμη στο ευρύ κοινό. Σύμφωνα με τον Fischhoff (1977), οι άνθρωποι έχουν γενικά την τάση να υπερεκτιμούν την πιθανότητα να συμβούν κάποια βέβαια, κατά τη γνώμη τους, γεγονότα και να υποτιμούν την πιθανότητα να συμβούν κάποια γεγονότα που εκείνοι ορίζουν ως απίθανα. Αποτέλεσμα αυτής της συμπεριφοράς είναι και η τάση που έχουν τα άτομα να πιστεύουν ότι έχουν τον έλεγχο των πραγμάτων και ότι κατά κάποιον τρόπο μπορούν να επηρεάσουν την τροπή των γεγονότων, φαινόμενο που ο Langer (1975) ονομάζει ως «ψευδαίσθηση του ελέγχου» (Illusion of control). Υπό την επήρεια της ψευδαίσθησης αυτής, ο ερχομός νέων πληροφοριών συχνά αφήνει ασυγκίνητους τους επενδυτές αποτυγχάνοντας έτσι να αφομοιώσουν τη γνώση και να την ενσωματώσουν στις τιμές, πολύ περισσότερο δε τους ωθεί στην ανάληψη ακόμα μεγαλύτερου κινδύνου.

Η υπερ-εκτίμηση συχνά συγχέεται με τις ικανότητες των ανθρώπων και το φαινόμενο αυτό παρατηρείται συχνά και στον επιχειρηματικό κόσμο, όπου τα στελέχη υπερεκτιμούν την πιθανότητα επιτυχίας τους, ειδικά όταν θεωρούν τους εαυτούς τους «ειδικούς» (March και Shapira, 1987). Ο ελληνικός επιχειρηματικός κόσμος έχει να επιδείξει πλείστα τέτοια παραδείγματα επιχειρηματιών και managers που αφήφισαν την τάση της αγοράς και την έλευση της κρίσης, κάνοντας ανοίγματα, που εν τέλει απέβησαν μοιραία τόσο για τους ίδιους όσο και για τις επιχειρήσεις των οποίων ηγούνταν. Η αποτυχία πολλών ελληνικών εταιρειών να ανοιχτούν στις εξωχώριες αγορές χωρίς πρωτότερη έρευνα μαρτυρά την υπερβολική αυτοπεποίθησή τους και την υπέρμετρη εκτίμηση και εμπιστοσύνη στις ικανότητές τους και το προϊόν τους,

αψηφώντας κατ'αυτόν τον τρόπο πλείστους εξωγενείς παράγοντες. Το φαινόμενο της υπερ-εκτίμησης, όμως, θεωρείται υπεύθυνο και για τις απώλειες που υφίστανται καθημερινά πολλοί επενδυτές στην Ελλάδα, οι οποίοι επιδεικνύουν υπέρμετρη εμπιστοσύνη στις γνώσεις και την πληροφόρηση τους, παρά στην ίδια την αγορά και τα θεμελιώδη μεγέθη της.

2.4.2. ΥΠΕΡ-ΑΝΤΙΔΡΑΣΗ & ΥΠΟ-ΑΝΤΙΔΡΑΣΗ (OVER & UNDERREACTION)

Η υπερ- και υπο-αντίδραση συνδέεται με την τάση των ανθρώπων να εστιάζουν υπέρμετρα ή αντίστοιχα να υποβαθμίζουν νέα που καταφτάνουν στην αγορά. Το συγκεκριμένο φαινόμενο φαίνεται να συνδέεται κατά κάποιο τρόπο με τη ροπή των ανθρώπων προς την υπερ-εκτίμηση των δυνατοτήτων τους. Εμπειρικές μελέτες, όπως αυτή των De Bondt και Thaler (1985), παρέχουν στήριξη στην ύπαρξη υπεραντίδρασης των επενδυτών σε απρόσμενα και δραματικά νέα (Winners-Losers effect). Αντίστοιχα, ο Barberis (1998) επιβεβαιώνει την ύπαρξη υποαντίδρασης των τιμών σε διάφορες ανακοινώσεις, όπως αυτή της κερδοφορίας και υπεραντίδραση της αγοράς σε διάφορα «καλά» ή «κακά» νέα. Πιο συγκεκριμένα, αποδεικνύει ότι μετοχές με συνεχόμενες θετικές παρελθούσες αποδόσεις τείνουν να υπερτιμώνται από τους επενδυτές και να εμφανίζουν στη συνέχεια μικρότερες μέσες αποδόσεις. Χαρακτηριστικά, επίσης, αναφέρουμε την υπεραντίδραση των επενδυτών σε κάθε αξιολόγηση των διεθνών μεγάλων οίκων αξιολόγησης και αντίστοιχα υποαντίδραση σε ανακοινώσεις μακροοικονομικών στοιχείων ακόμα και όταν είναι θετικές.

Στον ελλαδικό χώρο η τάση για υπεραντίδραση και υποαντίδραση συναντάται συχνά στον επιχειρηματικό κόσμο, με πιο σύνηθες όμως το δεύτερο φαινόμενο. Οι επιχειρήσεις τείνουν να εμφανίζονται βραδυκίνητες στις εξελίξεις και άρα συχνά καθίστανται λιγότερο ανταγωνιστικές στη διεθνή αγορά. Η Ελλάδα κατατάσσεται ούραγός στην κατάταξη των χωρών με βάση την ανταγωνιστικότητά τους. Συνυπεύθυνοι όμως για την υποαντίδραση αυτή των επιχειρηματιών είναι σίγουρα και η κρατική μηχανή και οι αγκιλώσεις του συστήματος. Η κρίση σίγουρα θέτει τροχοπέδη στην ανάπτυξη αλλά πάντοτε μέσα από αυτήν γεννώνται και ευκαιρίες.

2.4.3. ΣΥΝΤΗΡΗΤΙΣΜΟΣ (CONSERVATISM)

Ο συντηρητισμός (conservatism) ορίζεται ως το φαινόμενο αυτό, σύμφωνα με το οποίο οι άνθρωποι τείνουν να εμφανίζονται καχύποπτοι σε νέα δεδομένα και να εστιάζουν πολύ περισσότερο σε παρελθόντα ενδεχόμενα μιας δεδομένης κατάστασης, παρά σε μέλλοντα. Τα άτομα τείνουν να μετακινούνται αργά και απρόθυμα από τις θέσεις που έχουν ήδη διαμορφώσει. Με άλλα λόγια, ο συντηρητισμός, ως προς το άγνωστο, αναφέρεται στην απροθυμία των ανθρώπων να υιοθετήσουν νέες πληροφορίες και στην αργή και σταδιακή αλλαγή των απόψεων και αποφάσεών τους. Ο συντηρητισμός αποτελεί κομμάτι της ιδιοσυγκρασίας των ανθρώπων. Άλλοι τον υιοθετούν σε μεγαλύτερο και άλλοι σε μικρότερο βαθμό βέβαια. Τείνει, ωστόσο, να επηρεάζει όλες τις αποφάσεις των ανθρώπων.

Ο συντηρητισμός, έχει συνδεθεί με την υποαντίδραση των επενδυτών σε νέα δεδομένα. Ο Barberis (1998) επιβεβαιώνει την ύπαρξη υποαντίδρασης των τιμών σε διάφορες ανακοινώσεις, όπως αυτή της κερδοφορίας και μάλιστα αποδεικνύει ότι σε χρονικό ορίζοντα 1 έως 12 μηνών, οι τιμές των μετοχών υποαντιδρούν στην έλευση ειδήσεων, με αποτέλεσμα τα νέα να ενσωματώνονται με αργό ρυθμό στις τιμές, που τείνουν να εμφανίζουν θετική αυτοσυσχέτιση κατά τη διάρκεια αυτών των διαστημάτων. Σύμφωνα με το Slovic (1972), ο συντηρητισμός οφείλεται στην ανικανότητα των ατόμων να συνδυάζουν στο μυαλό τους και να αναλύσουν διαφορετικές πληροφορίες. Η εμπειρική μελέτη του Edwards (1968), αποδεικνύει μέσα από το πείραμα που πραγματοποιεί ότι παίρνει στους ανθρώπους πολύ χρόνο να μετακινηθούν από τις απόψεις τους, ενώ ο Bacon (1960), καταδεικνύει επίσης την εμμονή των ανθρώπων στις ήδη σχηματισμένες απόψεις τους. Υποστηρίζει δε ότι οι άνθρωποι είναι απρόθυμοι να βρουν στοιχεία που αντικρούουν την άποψη που έχουν υιοθετήσει. Αλλά ακόμα και αν έρθουν αντιμέτωποι με αντικρουόμενα στοιχεία, τα αντιμετωπίζουν με άκρατο σκεπτικισμό. Κάποιες μελέτες (Lord, Ross και Lepper, 1979), έχουν περεταίρω αποδείξει, ότι οι άνθρωποι στην προσπάθειά τους να παρέχουν στήριξη στην άποψή τους, ερμηνεύουν λανθασμένα κάποια στοιχεία θεωρώντας ότι επιβεβαιώνουν την άποψή τους, ενώ στην ουσία τη διαψεύδουν. Το φαινόμενο αυτό είναι γνωστό σαν «πόλωση επιβεβαίωσης» (“confirmation bias”). Εκεί

οφείλεται και το γεγονός ότι οι επενδυτές αργούν να συνειδητοποιήσουν ότι μια τάση, όπως η άνοδος των τιμών σε συνδυασμό με μία κερδοσκοπική φούσκα, θα συνεχίσει να υφίσταται. Ειδικότερη περίπτωση συντηρητισμού είναι και η “αποστροφή προς την αβεβαιότητα” (aversion to ambiguity), ο φόβος και η ανησυχία δηλαδή που διακατέχει τα άτομα για το άγνωστο ή για περιπτώσεις όπου οι κατανομές πιθανοτήτων είναι άγνωστες. Σε τέτοιες περιπτώσεις, τα άτομα στρέφονται σε πιο “ασφαλείς” αποφάσεις και αποφεύγουν ενδεχόμενα που ενέχουν κίνδυνο.

Όσον αφορά στην παρατήρηση του φαινομένου στον ελληνικό χώρο, μπορεί κανείς να σκεφτεί ποικίλα παραδείγματα. Το ελληνικό χρηματιστήριο χαρακτηρίζεται από πολλούς ως αρκετά συντηρητική αγορά δεδομένου των μεγάλων επενδύσεων που πραγματοποιούνται κυρίως σε μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Οι Έλληνες, αλλά και ξένοι επενδυτές εμφανίζονται απρόθυμοι να μετακινηθούν από θέσεις εν πολλοίς «δοκιμασμένες» προς θέσεις περισσότερο ρισκαδόρικες ακόμα και σε καιρούς άνηθης, πόσο μάλλον κατά τη διάρκεια της παρούσας κρίσης. Χαρακτηριστική, επίσης, περίπτωση ένδειξης συντηρητισμού αποτελεί και ο φόβος πολλών ελληνικών επιχειρήσεων να ανοιχτούν σε νέες αγορές και να προβούν σε εξαγωγές. Συχνά ο συμβιβασμός τους και η ικανοποίησή τους με την πορεία τους στην ελληνική αγορά, αλλά και ο φόβος τους ως προς το τι θα συναντήσουν στο εξωτερικό, τις καθιστά εσωστρεφείς και παρωχημένες. Το ίδιο, όμως συντηρητικές εμφανίζονται οι ελληνικές επιχειρήσεις και ως προς την υιοθέτηση νεότερων και πιο σύγχρονων μεθόδων παραγωγής και λειτουργίας, γεγονός που τις καθιστά συχνά λιγότερο ανταγωνιστικές.

2.4.4. ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΤΙΚΟΤΗΤΑ (REPRESENTATIVENESS)

Οι Kahneman και Tversky (1972, 1974), αποδεικνύουν ότι οι άνθρωποι καταφεύγουν στην χρήση του ευριστικού κανόνα της αντιπροσωπευτικότητας (representativeness), όταν προσπαθούν να υπολογίσουν την πιθανότητα ένα σύνολο δεδομένων A να προέκυψε από ένα σύνολο δεδομένων B ή ένα αντικείμενο A να ανήκει στην ομάδα B. Αξιολογούν δηλαδή τις πιθανότητες ανάλογα με το βαθμό που το A αντανακλά τα βασικά χαρακτηριστικά του B. Ουσιαστικά, η αντιπροσωπευτικότητα συνοψίζει τη ροπή των ατόμων να ερμηνεύουν τυχαία γεγονότα ως μέρος ή αντιπροσωπευτικά

συγκεκριμένων περιπτώσεων . Προσπαθούν με άλλα λόγια να κωδικοποιήσουν τα γεγονότα και συχνά αντιλαμβάνονται μία σειρά τυχαίων γεγονότων ως επαναλαμβανόμενα (patterns), ενώ κάτι τέτοιο μπορεί πιθανότατα να μην συμβαίνει (Kahneman και Tversky, 1974). Η αντιπροσωπευτικότητα ως τάση των επενδυτών, εκδηλώνεται μέσα από τη ροπή τους να προτιμούν μετοχές οι οποίες στο παρελθόν είχαν μία σειρά υψηλών αποδόσεων , ελπίζοντας πως θα ακολουθήσουν παρόμοια πορεία και στο μέλλον.

Σύμφωνα με τους Kahneman και Tversky (1974), η αντιπροσωπευτικότητα αποτελεί έναν χρήσιμο ευριστικό κανόνα . Μπορεί , ωστόσο , να οδηγήσει σε σοβαρά συστηματικά λάθη . Ένα πολύ βασικό πρόβλημα της χρήσης του κανόνα της αντιπροσωπευτικότητας, που ανακύπτει αρκετά συχνά, είναι τα άτομα να αγνοούν τη σχετική συχνότητα με την οποία λαμβάνει χώρα ένα γεγονός (base rate neglect) ή ακόμη και να παραβλέπουν το μέγεθος του δείγματος , γεγονός που οδηγεί σε πολωμένες προβλέψεις . Σε αυτές τις περιπτώσεις , τα άτομα τείνουν να συνάγουν συμπεράσματα βάσει ενός πολύ μικρού δείγματος, κάνοντας λανθασμένες γενικεύσεις. Επίσης η αντιπροσωπευτικότητα οδηγεί στο φαινόμενο του «καυτού χεριού» (“hot hand phenomenon”), σύμφωνα με το οποίο οι φίλαθλοι θα τείνουν να πιστεύουν ότι ένας παίκτης είναι σε «φόρμα» και ότι θα σκοράρει συνεχώς, οδηγούμενοι από το γεγονός ότι ο ίδιος έβαλε τρία συνεχόμενα καλάθια.

Στον ίδιο κανόνα βασίζεται και η πεποίθηση ότι ακόμα και μικρά δείγματα αντανakλούν τις ιδιότητες και τα χαρακτηριστικά του συνόλου του πληθυσμού, γνωστή ως «νόμος των μικρών αριθμών» (“law of small numbers”) και τον οποίον εισήγαγε ο Rabin (2000). Στις περιπτώσεις που τα άτομα έχουν γνώση της διαδικασίας εξαγωγής αποτελεσμάτων εκ των προτέρων, ο «νόμος των μικρών αριθμών» παράγει το αποκαλούμεν ο φαινόμενο «της πλάνης του τζογαδόρου» (Gambler’s Fallacy). Βάσει του συγκεκριμένου φαινομένου εξηγείται και η πλάνη των ατόμων να πιστεύουν ότι αν πέντε συνεχόμενες φορές γυρίσει κάποιος ένα νόμισμα και φέρει γράμματα, τότε σίγουρα στο επόμενο ρίξιμο θα έρθει κορώνα. Λανθασμένα θεωρούν ότι η ρίψη του νομίσματος θα έπρεπε να συνεπάγεται ισάριθμο αποτέλεσμα κορώνας και γραμμάτων , αρνούμενοι να δεχτούν ότι κάθε ρίξιμο του νομίσματος είναι ανεξάρτητο του προηγούμενου αλλά και του επόμενου.

Στην Ελλάδα , το φαινόμενο της αντιπροσωπευτικότητας είναι έκδηλο στον επιχειρηματικό κόσμο με τους επιχειρηματίες να πλασάρουν συχνά στην αγορά προϊόντα με βάση την επιτυχία που γνώρισαν κάποια παρόμοια με εκείνα προϊόντα στο παρελθόν . Είναι προφανές , ωστόσο , ότι καταμεσής της κρίσης , ο Έλληνας καταναλωτής εμφανίζεται δύο φορές περισσότερο διστακτικός στην αγορά καταναλωτικών αγαθών , πολύ δε περισσότερο στην αγορά διαρκών προϊόντων . Τον ίδιο ευριστικό κανόνα φαίνεται πως χρησιμοποιούν , όμως , οι επιχειρήσεις και όταν πραγματοποιούν ανοίγματα σε ξένες αγορές . Πολλές φορές , συνάγουν λανθασμένα συμπεράσματα από την θερμή υποδοχή την οποίαν εισέπραξαν κάποια προϊόντα σε κάποιες χώρες , με αποτέλεσμα να τα προωθούν άκριτα και σε άλλες , χωρίς να λαμβάνουν υπόψιν τους τα επιμέρους πολιτιστικά και πολιτισμικά χαρακτηριστικά κάθε λαού και την ιδιοσυγκρασία του . Χρήση του κανόνα της αντιπροσωπευτικότητας φαίνεται , επίσης , πως κάνουν και οι μεν επενδυτές του ελληνικού χρηματιστηρίου που αποχωρούν μαζικά από τις θέσεις τους από μετοχές που καταγράφουν επί συνεχόμενες ημέρες ζημιές , ενώ σύμφωνα με τα θεμελιώδη τους κάτι τέτοιο δεν δικαιολογείται , όσο και εκείνοι που πέφτουν στην παγίδα να διακρατούν θέσεις σε μετοχές , που ενώ τα θεμελιώδη τους δεν είναι αξιόλογα , καταγράφουν κέρδη επί συναπτές μέρες .

2.4.5. ΠΡΟΣΚΟΛΛΗΣΗ-ΑΓΚΙΣΤΡΩΣΗ (ANCHORING)

Η προσκόλληση-αγκίστρωση (anchoring) έχει να κάνει με την τάση των ατόμων να «αγκιστρώνονται» από ένα σημείο αναφοράς και να βασίζουν την κρίση τους στα επιμέρους δεδομένα του συγκεκριμένου σημείου αναφοράς (Kahneman και Tversky, 1974). Τα άτομα δηλαδή διαμορφώνουν εκτιμήσεις ξεκινώντας από μία αυθαίρετη τιμή και μετά υιοθετούν μία διαδικασία προσαρμογής. Οι έρευνες έχουν δείξει ότι οι άνθρωποι έχουν την τάση να παραμένουν προσκολλημένοι σε πεποιθήσεις και ιδέες και να μετακινούνται ελάχιστα από την αρχικά σχηματισμένη άποψη , ενώ η προσαρμογή τους κρίνεται συνήθως ως ανεπαρκής. Μέσα από μία τέτοια διαδικασία, προκύπτουν, ωστόσο , συχνά λάθη . Και αυτό συμβαίνει γιατί τα άτομα τείνουν να παραμένουν επηρεασμένα από τις προηγούμενες τιμές του στοιχείου που αξιολογούν ή να διατηρούν στο μυαλό τους κατά τη διαδικασία αξιολόγησης συγκεκριμένα σημεία αναφοράς/προσκόλλησης (anchors).

Όταν τα άτομα έχουν ανεπαρκή πληροφόρηση για ένα μέγεθος τότε είναι δυνατόν να επηρεαστούν έντονα και να προσκολληθούν σε τυχαία γεγονότα/αριθμούς . Η προσκόλληση θεωρείται συχνά υπεύθυνη για τη μη έγκαιρη προσαρμογή των αντιλήψεων των επενδυτών στα νέα δεδομένα. Έχει μάλιστα παρατηρηθεί ότι όσο πιο αμφιλεγόμενη είναι η αξία ενός πράγματος, τόσο περισσότερο σημαντική θα καταστεί η προσκόλληση στην απόφαση για την νέα τιμή, ενώ σε περιπτώσεις έλλειψης νέων πληροφοριών, οι παλαιότερες τιμές αποτελούν τους κύριους οδηγούς για τη λήψη αποφάσεων. Αποτέλεσμα αυτού είναι οι επενδυτές να υπό-αντιδρούν (underreact) όταν παρουσιάζονται νέα δεδομένα σχετικά με τη θεμελιώδη αξία μιας μετοχής ή όταν παρατηρείται αντιστροφή της τάσης που μπορεί να παρουσιάζεται σε μία αγορά. Το φαινόμενο της αγκύστρωσης είναι δυνατόν να εξηγήσει πολλά χρηματιστηριακά παράδοξα. Πιο συγκεκριμένα, οι μνήμες ιστορικών τιμών και η τάση οι παλαιότερες τιμές να λειτουργούν ως αγκυροβόλια (anchors), αποτελούν βάσιμη εξήγηση της τάσης των χρηματιστηριακών τιμών να αντιστρέφονται κινούμενες γύρω από ένα μέσο όρο (mean reversion). Κατά τον ίδιο τρόπο, οι μεταβολές των χρηματιστηριακών τιμών μιας μετοχής είναι πιθανό να προσκολλώνται στις μεταβολές των τιμών άλλων μετοχών και οι χρηματιστηριακοί δείκτες για την μετοχή μιας εταιρίας να προσκολλώνται σε επίπεδα δεικτών άλλων εταιριών. Το φαινόμενο της προσκόλλησης είναι επίσης υπεύθυνο, κατά τους Griffin και Karolyi (1998), και για την τάση των μετοχών να ακολουθούν μια ταυτόχρονη κίνηση. Οι ίδιοι παρατηρούν στο άρθρο τους, ότι μέσα στην ίδια χώρα, μετοχές εταιριών διαφορετικών κλάδων, τείνουν να κινούνται παρόμοια, σε αντίθεση με τιμές μετοχών που ανήκουν μεν στον ίδιο κλάδο, αλλά εντοπίζονται σε διαφορετικές χώρες. Το παράδοξο σε αυτήν την υπόθεση είναι ότι το στοιχείο που καθορίζει τα βασικά χαρακτηριστικά μιας εταιρίας δεν είναι ο τύπος εγκατάστασής της, αλλά ο κλάδος στον οποίον η ίδια ανήκει.

Το φαινόμενο της αγκίστρωσης είναι ένα από τα πιο συνήθη φαινόμενα που βρίσκουν εφαρμογή στην καθημερινή ζωή των ανθρώπων αλλά και σε όλες τις εκφάνσεις της ανθρώπινης δραστηριότητας. Η αγκίστρωση των ατόμων ξεκινά θεωρητικά από τα πρώτα βήματα της ζωής τους. Η προσκόλληση σε ανθρώπους, πράγματα και καταστάσεις είναι κάτι που τα άτομα βιώνουν από τη γέννησή τους με την εξάρτηση που νιώθουν από τους ίδιους τους γονείς τους. Αλλά και η μετέπειτα θεμελίωση των γνώσεών τους, των ιδεών τους, των αντιλήψεών τους χτίζονται πάνω σε ιδέες και θέσεις που οι ίδιοι έχουν ορίσει ως «άγκυρες» στη ζωή τους και όσο περισσότερο

μεγαλώνουν, τόσο πιο δύσκολα μετακινούνται από αυτές. Είναι ίσως κομμάτι της ανθρώπινης ιδιοσυγκρασίας να θεωρεί κανείς κάποια πράγματα ως δεδομένα και αυτά να οδηγούν τις μετέπειτα αποφάσεις του. Το ίδιο άλλωστε συμβαίνει και στην επαγγελματική ζωή των ανθρώπων. Αγκιστρώνονται σε μία θέση, σε μία δουλειά και συχνά εμφανίζονται απρόθυμοι να μετακινηθούν από αυτήν.

Σε ανάλογη κατάσταση θα μπορούσε κανείς να θεωρήσει πως βρίσκεται και ο ελληνικός λαός αλλά και η χώρα ως σύνολο σήμερα. Προσκολλημένοι σε καταστάσεις και αντιλήψεις που έθρεψαν ολόκληρες γενιές Ελλήνων αποτελούν τα «αγκυροβόλια» που δύσκολα αποχωρίζεται ο μέσος Έλληνας προκειμένου να μεταβεί στη σκληρή πραγματικότητα. Είναι δυσάρεστο και συνάμα απογοητευτικό για έναν ολόκληρο λαό να εγκαταλείψει συνήθειες και δεδομένα δεκαετιών και να μεταβεί σε μια νέα πραγματικότητα. Σε επαγγελματικό επίπεδο, είναι δύσκολο για τις εταιρείες που εξαρτώνταν από τη συνεργασία τους με το κράτος αλλά και αυτές που είχαν στραφεί αποκλειστικά στην εγχώρια ζήτηση, να κάνουν στροφή προς το διεθνή ανταγωνισμό. Αντίστοιχα, είναι δύσκολο για τους αναλυτές και επενδυτές που κάλυπταν και επένδυναν σε εταιρείες του ελληνικού χρηματιστηρίου να στραφούν στις διεθνείς αγορές.

2.4.6. ΜΕΡΟΛΗΨΙΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΟΤΗΤΑΣ (AVAILABILITY BIAS)

Το συγκεκριμένο φαινόμενο έχει να κάνει με την τάση των ανθρώπων να στρέφονται σε αντίστοιχα γεγονότα και καταστάσεις του παρελθόντος προκειμένου να εξετάσουν την πιθανότητα πραγματοποίησης ενός γεγονότος. Σύμφωνα με τους Kahneman και Tversky (1974), αυτή η σκέψη έχει μία λογική, αλλά δεν είναι μια διαδικασία που θα οδηγήσει πάντοτε στο ορθότερο συμπέρασμα, καθώς δεν είναι όλες οι μνήμες διαθέσιμες ή ανακτήσιμες, με αποτέλεσμα να παραλείπεται από τη διεργασία σημαντικός όγκος πληροφοριών. Κατ'αυτόν τον τρόπο εξηγείται και η τάση των ατόμων να μεροληπτούν σε βάρος του πιο έντονου ενδεχομένου ή σε αυτό το οποίο κατά το παρελθόν τους είχε φορτίσει περισσότερο συναισθηματικά. Μεροληπτική χαρακτηρίζεται η πληροφορία η οποία φέρει στοιχεία που εφιστούν την προσοχή ή που τείνουν να δημιουργούν εγκεφαλικά διασυνδέσεις, τις οποίες οι άνθρωποι ρέπουν

προς το να ανακαλούν. Τα άτομα συνακόλουθα προβαίνουν σε μεροληπτικές αποφάσεις βασιζόμενα στην πιθανότητα πραγματοποίησης ενός γεγονότος, έχοντας ως κριτήριο το πόσο εύκολα μπορούν να ανασύρουν από τη μνήμη τους παρόμοια περιστατικά. Είναι αναπόφευκτο ότι κατ'αυτόν τον τρόπο τα άτομα τείνουν να δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα σε γεγονότα, παρόμοια με τα οποία μπορούν να ανακαλέσουν εύκολα ή τα οποία συνδυάζουν με δεδομένα που τους έχουν εντυπωθεί. Και είναι σημαντικό να σημειωθεί πως δε δίνεται βαρύτητα στη σημαντικότητα των γεγονότων, αλλά το πόσο εύκολα μπορούν οι άνθρωποι να τα ανασύρουν από τη μνήμη τους. Σε αυτό συμβάλλει καταλυτικά η επανάληψη και η αναγνωρισιμότητα των περιστατικών, γεγονός για το οποίο είναι εν πολλοίς υπεύθυνα τα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης που με τον τρόπο και τη συχνότητα που βομβαρδίζουν τα άτομα καταφέρνουν να εμφυτεύσουν στις συνειδήσεις τους στοιχεία και καταστάσεις συχνά άνευ σημασίας.

Σύμφωνα με τους Kahneman και Tversky (1974) η εμπιστοσύνη που δείχνουν τα άτομα στη διαθεσιμότητα δύναται να οδηγήσει σε προβλεπόμενες μεροληψίες. Μερικές από αυτές είναι η ανάκτηση, η αποτελεσματικότητα της έρευνας, η ικανότητα της φαντασίας (imaginability), η απατηλή συσχέτιση και η ανεπαρκής προσαρμογή. Η επίδραση της ανάκτησης επηρεάζεται σημαντικά από την οικειότητα που νιώθουν τα άτομα για καταστάσεις, χώρες και αντικείμενα.

Σύμφωνα με την έρευνα των Levis, Muradoglu και Vasileva (2010), η οποία παρουσιάζει στοιχεία για 30 χώρες που ανήκουν στο ΟΑΣΑ για την περίοδο 1981-2005, το φαινόμενο της οικειότητας επηρεάζει τις επιχειρήσεις όταν πρόκειται να επιλέξουν χώρες για την επέκταση των εργασιών τους. Η έρευνα καταδεικνύει ότι οι εταιρείες επιλέγουν χώρες που βρίσκονται κοντά στη βάση τους. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η επέκταση των ελληνικών εταιρειών στη δεκαετία του 2000 στις Βαλκανικές χώρες. Πολλές εταιρείες του τραπεζικού και βιομηχανικού κλάδου δραστηριοποιήθηκαν στην περιοχή είτε άμεσα, μέσω ίδρυσης θυγατρικών, είτε έμμεσα μέσω τρίτων στη διάθεση των προϊόντων τους και των υπηρεσιών τους με σκοπό να εκμεταλλευτούν την ανάπτυξη των χωρών. Η οικειότητα που προσφέρει το κοντινό περιβάλλον ως προς την κουλτούρα, τη θρησκεία αλλά και τη γεωγραφική κατανομή αποτελεί παράγοντα που ευνοεί την απόφαση των εταιρειών να επεκταθούν σε κοντινές χώρες. Είναι προφανές ότι η μεροληψία διαθεσιμότητας επηρέασε και πολλούς από τους επενδυτές που έσπευσαν να αποχωρήσουν από το ελληνικό

χρηματιστήριο από τα πρώτα κιόλας σημάδια αυτής της κρίσης, εξαιτίας του φόβου τους να μην ξαναβιώσουν τις καταστάσεις και να μην υποστούν τις ζημιές που υπέστησαν κατά την κρίση του 1999. Αξιοσημείωτο είναι ότι από την αρχή που ενεμπλάκει το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), με σκοπό την οικονομική σωτηρία της Ελλάδας, μεροληπτικά στάθηκαν όχι μόνο οι επενδυτές αλλά και σχεδόν ολόκληρος ο ελληνικός λαός, καθώς ανακαλέστηκε στη μνήμη η εμπλοκή του ΔΝΤ στην Αργεντινή με τη γνωστή ατυχή κατάληξη.

2.4.7. ΤΟ ΛΑΘΟΣ ΤΟΥ ΤΖΟΓΑΔΟΡΟΥ (THE GAMBLER'S FALLACY)

Η εν λόγω μεροληψία σχετίζεται με την αντιπροσωπευτικότητα και τη διαθεσιμότητα. Βάσει των Kahneman και Tversky (1974) η πιθανότητα που αποδίδει κάποιος, για παράδειγμα στο αποτέλεσμα της ρίψης ενός νομίσματος, σχετίζεται με το πόσες συνεχόμενες φορές έχει έρθει το αποτέλεσμα της κεφαλής ή των γραμμάτων προηγουμένως, ενώ σύμφωνα με τη θεωρία των πιθανοτήτων, το αποτέλεσμα κάθε ρίψης είναι ανεξάρτητο από τα προηγούμενα. Έτσι, λοιπόν, και ο τζογαδόρος πιστεύει ότι το αποτέλεσμα θα ανατραπεί και ύστερα από συνεχή αρνητικά αποτελέσματα, θα κερδίσει.

Πολλοί επενδυτές που επένδυσαν τα κεφάλαια τους στην ελληνική Χρηματιστηριακή αγορά το 1999, παρά τη συνεχόμενη πτώση που παρουσίαζαν οι τιμές των μετοχών που είχαν αγοράσει, αρνούσαν να ρευστοποιήσουν τις μετοχές τους, πιστεύοντας ότι η καθοδική τάση θα αναστραφεί και οι τιμές των μετοχών θα ανακτούσαν την αξία τους. Καθώς ο αριθμός των πωλήσεων αυξανόταν με γεωμετρική πρόοδο, οι τιμές των μετοχών μειώνονταν όπως και ο αριθμός των αγοραστών. Αποτέλεσμα των παραπάνω ήταν ο εγκλωβισμός πολλών επενδυτών στην αγορά και η απώλεια σημαντικών κεφαλαίων. Το ίδιο φαινόμενο επαναλήφθηκε και στην πρόσφατη χρηματιστηριακή κρίση με αποτέλεσμα την απαξίωση των μετοχών. Ειδοποιός διαφορά, ωστόσο, αποτελεί το μείγμα των επενδυτών της ελληνικής αγοράς που πλέον αποτελείται από μεγάλα επενδυτικά κεφάλαια και έμπειρους επενδυτές σε αντίθεση με το μείγμα των επενδυτών της κρίσης του 1999, που ήταν κυρίως μικροεπενδυτές.

2.4.8. Η ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΗΣ ΑΓΕΛΗΣ (HERDING)

Η συμπεριφορά αυτή βασίζεται στην υπόθεση ότι οι αποφάσεις μεμονωμένων ατόμων επηρεάζονται από την τάση που διαμορφώνεται από το σύνολο και το περιβάλλον. Αυτός ο τύπος συμπεριφοράς είναι βασισμένος σε εμπειρικούς κανόνες και θεωρεί ότι τα άτομα τείνουν να εναρμονίζονται με την πλειονότητα των αποφάσεων του περιβάλλοντος (Αλεξιάκης και Ξανθάκης, 2008). Η εν λόγω συμπεριφορά έχει τις ρίζες της στη νομαδική ζωή των προγόνων μας, όπου οι άνθρωποι στο παρελθόν αντιλήφθηκαν ότι λειτουργούν και προστατεύονται καλύτερα όταν συσπειρώνονται σε αγέλη. Συνεπώς, η συσπείρωση σε αγέλη αποτελεί ένα προστατευτικό μηχανισμό, ο οποίος ενσωματώθηκε ως αναπόσπαστο μέρος της ανθρώπινης φύσης. Η προαναφερόμενη τάση του ανθρώπου δε λειτουργεί μόνο υπό συνθήκες κινδύνου αλλά προκαλείται επίσης και όταν διαμορφώνονται γύρω από το άτομο μεγάλες ομάδες και συνειδητοποιεί ότι η αντίθεση ή η απόσταση από αυτές είναι δύσκολη. Συνεπώς, τα άτομα όταν συνειδητοποιούν ότι έρχονται σε αντίθεση με την ομάδα προτιμούν να αλλάζουν στάση και να ενσωματώνονται σε αυτή. Εμπειρικά πειράματα (Αλεξιάκης και Ξανθάκης, 2008) έχουν δείξει ότι όταν πραγματοποιούνται έρευνες σε άτομα μεμονωμένα, τα άτομα αυτά απαντούν σωστά στις ερωτήσεις που τους τίθενται, ενώ αντιθέτως, όταν τα ίδια άτομα ενσωματώνονται σε ομάδες που απαντούν εσκεμμένα λαθεμένα, τότε τα ίδια άτομα που είχαν απαντήσει σωστά προηγουμένως στις ερωτήσεις, τώρα απαντούσαν λαθεμένα παρασυρόμενοι από τις απαντήσεις της ομάδας.

Στο χρηματοπιστωτικό χώρο η αγελαία συμπεριφορά χαρακτηρίζεται από περιόδους μανιωδών πωλήσεων (κραχ), λόγω φόβου των επενδυτών και μανιωδών αγορών (φούσκες), λόγω απληστίας αντίστοιχα. Οι Hirshleifer και Teoh (2003) εξέτασαν την συμπεριφορική σύγκλιση και τη μεταβολή στη συμπεριφορά των επενδυτών, των αναλυτών μετοχών και των αποφάσεων των επιχειρήσεων. Σύμφωνα με τα στοιχεία, οι επενδυτές δύνανται να επηρεαστούν ως προς την επιλογή των μετοχών που θα επενδύσουν και τη στιγμή που θα επιλέξουν να το πραγματοποιήσουν από τις κινήσεις μεγάλων επενδυτών όπως είναι ο Warren Buffet ή και των μεγάλων διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων. Τα άτομα επηρεάζονται από τις παρελθούσες επιτυχημένες επιλογές των μεγαλοεπενδυτών και στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων, ειδικά όταν πρόκειται για μεγάλους οργανισμούς με σημαντικά κεφάλαια υπό διαχείριση,

αυτά έχουν τη δυνατότητα να τοποθετούν μεγάλα ποσά και να επηρεάζουν σε κάποιο βαθμό την τιμή μιας μετοχής με μικρή διασπορά (free float). Σύμφωνα με τα στοιχεία της έρευνας των παραπάνω, αλλά και τα στοιχεία της έρευνας των Becker, Steliasos και Thomson (2004), παρατηρείται σύγκλιση στις εκτιμήσεις (herding) των αναλυτών αναφορικά με τα αποτελέσματα των εταιρειών. Ακόμη, σύμφωνα με τους Hirshleifer και Teoh (2003), οι αποφάσεις των εταιρειών σε σχέση με τις επενδυτικές τους κινήσεις, τη χρηματοδότηση τους και τη δημοσίευση των αποτελεσμάτων τους, δύνανται να επηρεαστούν από τις αποφάσεις των λοιπών εταιρειών του κλάδου ή της χώρας στην οποία δραστηριοποιούνται.

Αναφορικά με την ελληνική αγορά, παράδειγμα συμπεριφορικής σύγκλισης δύναται να θεωρηθεί η απόφαση πολλών ελληνικών εταιρειών να επενδύσουν στα Βαλκάνια την προηγούμενη δεκαετία. Οι προοπτικές ανάπτυξης των εν λόγω χωρών διαγράφονταν θετικές και η ιδέα για μία εταιρεία να αφήσει ανεκμετάλλευτη μία ευκαιρία από τη στιγμή που οι λοιπές επιχειρήσεις του κλάδου τολμούσαν οδήγησε στη μαζική εξάπλωση των ελληνικών εταιρειών στην περιοχή. Ένα άλλο παράδειγμα αγελαίας συμπεριφοράς θα μπορούσε να χαρακτηριστεί και η προτροπή των αναλυτών μετοχών της αγοράς αναφορικά με την αγορά μετοχικών τίτλων και οι θετικές τους εκτιμήσεις ως προς την πορεία της χρηματιστηριακής τους τιμής στην ελληνική αγορά τόσο κατά την περίοδο του 1997-1999, όσο και στην περίοδο πριν την εκδήλωση της πρόσφατης κρίσης. Επίσης, αγελαία συμπεριφορά έχουν και όλοι οι επενδυτές ανά τον κόσμο όσον αφορά τον τρόπο αποτίμησης των χρηματοοικονομικών τίτλων, έχοντας ως βάση την κλίμακα πιστοληπτικής αξιολόγησης των οίκων αξιολόγησης Moody's, Standard & Poor's και Fitch. Κατ' αυτόν τον τρόπο, παρατηρούμε ότι τα ομόλογα ελληνικού δημοσίου, μετά τις συνεχιζόμενες υποτιμήσεις από τους παραπάνω οίκους, αποτελούν τίτλους άνευ αξίας για κάθε επενδυτή, εγχώριο ή ξένο.

Σύμφωνα, ωστόσο, με τους Αλεξάκη και Ξανθάκη (2008), η αγελαία συμπεριφορά ενός επενδυτή μπορεί να μην είναι πάντα παρορμητική αλλά συχνά μπορεί να χαρακτηριστεί και ως ορθολογική. Ειδικά στη χρηματιστηριακή αγορά, εάν ένας επενδυτής έχει αντίθετη θέση απέναντι στο σύνολο για μία μετοχή, αλλά θεωρεί ότι το σύνολο θα παραμείνει προσκολλημένο στην τρέχουσα κατάσταση, τότε δεν πρόκειται να αντιταχθεί αλλά θα συνταχθεί με το πλήθος, βάσει της θεώρησης ότι το πλήθος καθορίζει την τιμή και όχι πάντα η γνώμη του ειδικού. Στις χρηματιστηριακές αγορές

ξεχωρίζουν πραγματικά τα άτομα τα οποία έχουν τις γνώσεις αλλά και το σθένος να αντιταχθούν και να διατυπώσουν τις απόψεις τους. Σημαντικό παράδειγμα αποτελεί το παράδειγμα της αναλύτριας Meredith Whitney, η οποία προέβλεψε επιτυχώς την Αμερικανική τραπεζική κρίση το 2007, τονίζοντας εγκαίρως ότι ο παγκόσμιος επενδυτικός και τραπεζικός όμιλος της Citigroup θα χρειαζόταν άμεσα σημαντικές εισροές κεφαλαίων ενώ οι λοιποί επενδυτές θεωρούσαν ότι τα κεφάλαια του ομίλου ήταν επαρκή.

Αναφορικά, και πάλι, με την ελληνική πραγματικότητα, η τελευταία τάση συγχωνεύσεων των ελληνικών εταιρειών και τραπεζών θα μπορούσε επίσης να χαρακτηριστεί ως δείγμα αγελαίας συμπεριφοράς. Σαφώς, η κρίση που μαστίζει την χώρα και ο οξύς ανταγωνισμός επιβάλλουν τον περιορισμό του κόστους. Ωστόσο, η απόφαση της Alpha Bank και της Efg Eurobank να συγχωνευτούν σίγουρα θα προκάλεσε σκέψεις και συζητήσεις ανάμεσα και στις λοιπές ελληνικές τράπεζες και δεν αποκλείεται να υπάρξουν νέες συμφωνίες και συμμαχίες μεταξύ των λοιπών τραπεζών, ακόμα και αν δεν τις έχει επηρεάσει τόσο βαθειά η κρίση. Αγελαία, όμως, θεωρείται και η συμπεριφορά των Ελλήνων καταναλωτών, οι οποίοι στο άκουσμα κάποιας «κακής» είδησης, σχετική με πτώχευση και χρεοκοπία, σπεύδουν να αποσύρουν τα χρήματά τους από τις τράπεζες και να προμηθευτούν μαζικά τρόφιμα. Όπως αγελαία μπορεί να θεωρηθεί και η συμπεριφορά των διαδηλωτών που κατακλύζουν τις πλατείες και τους δρόμους συχνά πυκνά, όπως και το κίνημα των «Αγανακτισμένων», που ξεκίνησε από την Ισπανία και σύντομα εξαπλώθηκε και σε άλλες χώρες της Ευρώπης, σαν την Ελλάδα. Μία τέτοια συμπεριφορά θα ήταν απολύτως δικαιολογημένη από ανθρώπους τους οποίους έχει πλήξει βαθειά η κρίση. Συνεντεύξεις και στιγμιότυπα, έφεραν, ωστόσο, κατά καιρούς στο φως ότι στις ίδιες κινητοποιήσεις πήραν μέρος και άνθρωποι που δεν τους άγγιξε η κρίση αλλά το πνεύμα των μαζικών διαδηλώσεων.

2.4.9. ΑΙΣΙΟΔΟΞΙΑ/ΘΕΤΙΚΗ ΣΚΕΨΗ (OPTIMISM, WISHFUL THINKING)

Σύμφωνα με τους Barberis και Thaler (2003) και Weinstein (1980), οι περισσότεροι άνθρωποι παρουσιάζουν μία μη-ρεαλιστική θετική εικόνα για τις ικανότητες τους. Το 90% των ερωτηθέντων θεωρούν ότι η ικανότητα τους στην οδήγηση, στην ειρηνική

συνύπαρξη με τους γύρω τους, αλλά και η αίσθηση του χιούμορ τους, βρίσκονται πάνω από το μέσον όρο. Επιπροσθέτως, τα άτομα παρουσιάζουν μία συστηματική σχεδιασμένη πλάνη βάσει των Barberis και Thaler (2003) και Buehler, Griffin και Ross (1994). Συγκεκριμένα, προβλέπουν ότι εργασίες που έχουν να επιτελέσουν, όπως γραπτές αναφορές, θα είναι έτοιμες πολύ πιο γρήγορα από τον αρχικά εκτιμώμενο χρόνο.

Η συγκεκριμένη συμπεριφορά βρίσκει εφαρμογή στις αισιόδοξες προβλέψεις των εταιρειών αναφορικά με τη διείσδυση νέων προϊόντων τους στην αγορά ή την επιτυχία τους ή και ακόμα και στην επιτυχή πορεία θυγατρικών εταιρειών στο εξωτερικό. Ενδεικτικό παράδειγμα αποτελεί μεγάλη ελληνική εταιρεία του λιανεμπορίου η οποία πραγματοποίησε επέκταση στην αγορά της Ρωσίας στην περίοδο του 2006-2007. Η αγορά της Ρωσίας αποτελεί μία πολυπληθής μεν αγορά, από την άλλη όμως αποτελεί και μία χώρα με δύσκολη γεωγραφική κατανομή ενώ η πολιτισμική κουλτούρα της διαφέρει σημαντικά από αυτή της ελληνικής αγοράς. Και ενώ οι προοπτικές διαγράφονταν άκρως αισιόδοξες, η εν λόγω εταιρεία δεν κατάφερε να εισχωρήσει στην αγορά με αποτέλεσμα να σταματήσει τη δραστηριοποίησή της στην εν λόγω χώρα.

Η συγκεκριμένη συμπεριφορά δύναται να βρεί πρακτική και στην ελληνική πραγματικότητα. Στην αισιόδοξία και τη θετική σκέψη θα μπορούσε να αποδοθεί η συμπεριφορά των Ελλήνων επενδυτών που επιμένουν να διατηρούν τις θέσεις τους στην ελληνική χρηματαγορά παρά τα σημάδια συνεχούς ύφεσης. Σίγουρα, η άτακτη αποχώρηση και απόσυρση της θέσης ενός επενδυτή δε συνίσταται και δεν αποτελεί τακτική ενός μακροχρόνιου επενδυτή. Βέβαιο είναι, όμως, πως η εμμονή κάποιων επενδυτών σε θέσεις οφείλεται στην αισιόδοξία τους για την τροπή που θα λάβουν μελλοντικά τα πράγματα. Την ίδια εμμονή και αισιόδοξη στάση φαίνεται, ωστόσο, πως συμερίζεται και μεγάλη μερίδα της ελληνικής νεολαίας, η οποία παραμένει προσκολλημένη σε κάποια θέση εργασίας, όπου υποαμοίβεται, ενώ θα μπορούσε να επιλέξει το δρόμο της μετανάστευσης προς αναζήτηση μιας καλύτερης ζωής και μοίρας.

2.4.10. ΠΡΟΣΚΟΛΛΗΣΗ ΣΤΙΣ ΠΕΠΟΙΘΗΣΕΙΣ (BELIEF PERSEVERANCE)

Σύμφωνα με τους Barberis και Thaler (2003), έχουν συγκεντρωθεί σημαντικά στοιχεία αναφορικά με την άποψη ότι όταν οι άνθρωποι διαμορφώνουν μία γνώμη παραμένουν σε αυτήν σταθερά και για μεγάλο χρονικό διάστημα (Lord, Ross και Lepper 1979). Δύο φαινόμενα, ωστόσο, παρατηρείται ότι συμβαίνουν πιο συχνά. Πρώτον, οι άνθρωποι δεν είναι διατεθειμένοι να ερευνήσουν περαιτέρω για στοιχεία που έρχονται σε αντίθεση με τις πεποιθήσεις τους. Δεύτερον, ακόμα και αν έρθουν αντιμέτωποι με τέτοια στοιχεία, τα αντιμετωπίζουν με έντονο σκεπτικισμό και ενδοιασμό. Έρευνες έχουν αποδείξει ότι ακόμα και αν προκύψουν στοιχεία ενάντια στις πεποιθήσεις των ατόμων, αυτοί τα παραποιούν και τα ερμηνεύουν με τέτοιο τρόπο ώστε να υποστηρίζουν εν τέλει τις δικές τους αντίθετες πεποιθήσεις. Στην περιοχή της ακαδημαϊκής έρευνας, η θεωρία της προσκόλλησης των πεποιθήσεων έχει αποδείξει ότι αν οι άνθρωποι αρχίζουν να πιστεύουν στην υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς, θα συνεχίζουν να την υποστηρίζουν ακόμα και όταν προκύψουν σημαντικά στοιχεία που αποδεικνύουν την ανατροπή της. Το φαινόμενο της προσκόλλησης ταυτίζεται σημαντικά με αυτό του συντηρητισμού, αλλά δεν είναι απολύτως όμοια.

Ως φαινόμενο προσκόλλησης στις πεποιθήσεις δύναται να χαρακτηριστεί και η πεποίθηση των κρατικών Αμερικανικών αρχών ότι η πτωτική τάση των τιμών των κατοικιών, η οποία ξεκίνησε το 2006, σύντομα θα αναστρεφόταν και ότι οι αγορές δύναται να διορθώνουν από μόνες τους τις όποιες ανισορροπίες. Το αποτέλεσμα της μη-έγκαιρης παρέμβασης της Αμερικανικής Ομοσπονδιακής ήταν η εξάπλωση του φαινομένου και η δημιουργία της λεγόμενης «φούσκας των ακινήτων», η οποία με τη σειρά της προκάλεσε την κατάρρευση της Subprime αγοράς και αποτέλεσε σε συνδυασμό και με άλλους παράγοντες την αφετηρία της Αμερικανικής, και κατ' επέκταση της παγκόσμιας, χρηματιστηριακής κρίσης που επηρέασε σημαντικά και την Ευρώπη. Ως δείγμα προσκόλλησης στις πεποιθήσεις θα μπορούσε θεωρητικά να χαρακτηριστεί και η εμμονή των κυβερνήσεων να επιβάλλουν συνεχώς νέους άμεσους φόρους, προκειμένου να επιτύχουν τα προσδοκώμενα οικονομικά αποτελέσματα, ενώ στον αντίποδα, θα μπορούσαν να μειώσουν την άμεση φορολογία, με σκοπό να αυξηθεί η κατανάλωση και άρα η έμμεση φορολόγηση. Στην ίδια κατεύθυνση κινείται και η εμμονή τους να επιβάλλουν συνεχώς νέα μέτρα λιτότητας και βαθύτερης

ύφεσης, περιορίζοντας ταυτόχρονα τους πόρους επενδύσεων. Η πρακτική σε άλλες χώρες, όπως η Αργεντινή, έχει αποδείξει περίτρανα την αποτυχία της συγκεκριμένης πρακτικής. Ωστόσο, η Τρόικα επιμένει να επιβάλει παντού τα ίδια υφεσιακά μέτρα.

2.5. ΠΡΟΤΙΜΗΣΕΙΣ

2.5.1. ΘΕΩΡΙΑ ΠΡΟΟΠΤΙΚΗΣ (PROSPECT THEORY)

Η Θεωρία της Αναμενόμενης Χρησιμότητας (Expected Utility Theory) έχει επικρατήσει στην ανάλυση της λήψης αποφάσεων κάτω από συνθήκες κινδύνου (Αλεξιάκης και Ξανθάκης, 2008). Η εν λόγω θεωρία έχει γίνει αποδεκτή ως ένα κανονιστικό υπόδειγμα ορθολογικής επιλογής, καθώς είναι ευρέως εφαρμόσιμη ως ένα περιγραφικό υπόδειγμα της οικονομικής συμπεριφοράς. Η θεωρία υποθέτει ότι τα άτομα λαμβάνουν αποφάσεις με ορθολογικό τρόπο και ότι πρωτίστως λαμβάνουν εκείνη την απόφαση, που μεγιστοποιεί την αναμενόμενη αξία της συνάρτησης χρησιμότητας. Είναι, ωστόσο, κοινώς αποδεκτό ότι σε ορισμένες κατηγορίες επιλογών, οι προτιμήσεις των ατόμων παραβαίνουν συστηματικά τα αξιώματα και τις παραδοχές της αρχής της χρησιμότητας και συνεπώς η θεωρία τίθεται υπό αμφισβήτηση. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι οι προτιμήσεις και οι επιλογές των ατόμων αναφορικά με τα τυχερά παιχνίδια.

Με βάση την κλασική θεωρία της αναμενόμενης χρησιμότητας, η ολική χρησιμότητα μιας προοπτικής που εκφράζεται με το γράμμα U ισούται με την αναμενόμενη χρησιμότητα των εκροών της:

$$U(x_1, p_1, \dots, x_n, p_n) = p_1 u(x_1) + \dots + p_n u(x_n)$$

Για να είναι αποδεκτή μία προοπτική, θα πρέπει η χρησιμότητα που προκύπτει από την ενοποίηση με τα περιουσιακά στοιχεία ενός ατόμου να υπερβαίνει τη χρησιμότητα των επιμέρους περιουσιών ακών στοιχείων. Συνεπώς η προοπτική $U(x_1, p_1, \dots, x_n, p_n)$ είναι αποδεκτή σε σχέση με το αρχικό πλούτο ενός ατόμου W στη περίπτωση που ισχύει:

$$U(W+x_1, p_1, \dots, W+x_n, p_n)$$

Σύμφωνα με την αρχή της χρησιμότητας αν ένα άτομο προτιμά μία σίγουρη προοπτική έναντι μιας υποκειμένης με την ίδια αναμενόμενη αξία, τότε αυτό το άτομο αποστρέφεται τον κίνδυνο. Βάσει της θεωρίας της αναμενόμενης χρησιμότητας η αποστροφή του κινδύνου προκαλεί την κυρτότητα της καμπύλης της συνάρτησης αξίας. Οι Kahneman και Tversky (1979), για το σκοπό της μελέτης τους, προέβησαν σε εμπειρικές μελέτες θέτοντας υποθετικά ερωτήματα σε φοιτητές πανεπιστημιακών σχολών και μέσα από τις απαντήσεις των φοιτητών προέκυψαν αντικρουόμενα στοιχεία έναντι των αρχών της κλασικής θεωρίας της αναμενόμενης χρησιμότητας. Βασιζόμενοι στα αποτελέσματα των εμπειρικών μελετών τους, διατύπωσαν το 1979 ένα εναλλακτικό θεωρητικό πλαίσιο αποφάσεων σε συνθήκες κινδύνου έναντι του μοντέλου της θεωρίας της αναμενόμενης χρησιμότητας. Σύμφωνα με τους ίδιους, οι επιλογές ανάμεσα σε προοπτικές που ενέχουν κίνδυνο παρουσιάζουν πολλαπλά διάχυτα αποτελέσματα, τα οποία είναι ασυνεπή με τις βασικές παραδοχές της θεωρίας της χρησιμότητας. Συγκεκριμένα, οι επενδυτές υποτιμούν αποτελέσματα τα οποία είναι πιθανά σε σχέση με αποτελέσματα τα οποία είναι σίγουρα. Η εν λόγω τάση καλείται φαινόμενο βεβαιότητας (certainty effect) και συμβάλλει στην αποστροφή κινδύνου ως προς τις επιλογές που περιλαμβάνουν σίγουρο κέρδος με τη διακινδύνευση αναζήτησης επιλογών που ενέχουν σίγουρες ζημιές. Επιπροσθέτως, οι επενδυτές συνήθως παραβλέπουν συστατικά τα οποία είναι κοινά σε όλες τις επιλογές υπό εξέταση. Η τάση αυτή είναι γνωστή ως φαινόμενο απομόνωσης (isolation effect) και οδηγεί σε ασυνεπείς επιλογές όταν οι ίδιες επιλογές παρουσιάζονται με διαφορετικό τρόπο. Οι ερευνητές για να ερμηνεύσουν τις αποκλίσεις από το μοντέλο της αναμενόμενης χρησιμότητας χρησιμοποίησαν εμπειρικές μεθόδους. Σε γενικές γραμμές, απέδειξαν ότι τα άτομα επηρεάζονται από την πλαισίωση (framing), δηλαδή το περιβάλλον τους και ότι η αξία διακρίνεται σε κέρδη και ζημιές παρά σε τελικά αποτελέσματα. Τέλος, απέδειξαν ότι τα άτομα αποδίδουν μεγαλύτερη σημασία στις ζημιές παρά στα κέρδη.

Πιο αναλυτικά, η θεωρία των Kahneman και Tversky (1979), αποδίδει αξία σε κέρδη και ζημιές παρά στα τελικά αγαθά και αντικαθιστά τις πιθανότητες με βάρη αποφάσεων. Η εν λόγω θεωρία διακρίνει δύο φάσεις στην εξέταση μιας προοπτικής: την αρχική φάση της επεξεργασίας (editing) και τη μεταγενέστερη φάση της αξιολόγησης (evaluation). Η πρώτη φάση αποτελεί μία προκαταρκτική ανάλυση των

δεδομένων των προσφερόμενων προοπτικών και συνήθως καταλήγει σε μία απλούστερη αναπαράσταση τους. Κατά τη δεύτερη φάση αξιολογούνται οι επεξεργασμένες προοπτικές και επιλέγεται η προοπτική με τη μεγαλύτερη αξία σε όρους χρησιμότητας (Αλεξάκης και Ξανθάκης, 2008). Το στάδιο της επεξεργασίας περιλαμβάνει τους παρακάτω χειρισμούς:

➤ Κωδικοποίηση (coding)

Τα άτομα αντιλαμβάνονται τις εκροές ενός παιχνιδιού ως κέρδη και ζημιές παρά τις τελικές καταστάσεις πλούτου ή ευημερίας. Τα κέρδη και οι απώλειες καθορίζονται ως προς κάποιο σημείο αναφοράς (reference point), το οποίο συνήθως αφορά στην τρέχουσα οικονομική κατάσταση στην οποία τα κέρδη και οι ζημιές ουσιαστικά συμπίπτουν με τα ποσά που εισπράττονται ή πληρώνονται από το εν λόγω παιχνίδι. Ωστόσο, η θέση του σημείου αναφοράς και η μεταγενέστερη κωδικοποίηση των εκροών ως κερδών ή απωλείων δύναται να επηρεαστούν από τη διατύπωση των προσφερόμενων προοπτικών και από τις προσδοκίες του λήπτη αποφάσεων.

➤ Συνδυασμός (combination)

Οι επενδυτές ορισμένες φορές δύναται να συνδυάσουν τις πιθανότητες που σχετίζονται με τις ίδιες ακριβώς εκροές και να παράγουν μία νέα προοπτική.

➤ Διαχωρισμός (segregation)

Οι επενδυτές ορισμένες φορές μπορεί να διαχωρίσουν δύο επενδύσεις με κίνδυνο σε προοπτικές με ένα ακίνδυνο στοιχείο και ένα στοιχείο με κίνδυνο.

➤ Ακύρωση (cancellation)

Βάσει του φαινομένου του διαχωρισμού, οι επενδυτές δύναται να διαγράψουν στοιχεία που είναι κοινά σε δύο προοπτικές.

➤ Απλοποίηση (simplification)

Οι επενδυτές έχουν την τάση κάποιες φορές να απλοποιούν τις προοπτικές με την στρογγυλοποίηση των εκροών και των πιθανοτήτων. Σε άλλες πάλι περιπτώσεις, οι επενδυτές έχουν την τάση να απλοποιούν με το να απορρίπτουν ακραίες απίθανες εκροές.

➤ Ανίχνευση της κυριαρχίας (detection of dominance)

Με βάση τον χειρισμό της ανίχνευσης της κυριαρχίας, οι επενδυτές έχουν την τάση να εξετάζουν τις προσφερόμενες προοπτικές και να απορρίπτουν τις εναλλακτικές που κυριαρχούνται από άλλες.

Η τελική επεξεργασμένη προοπτική που προκύπτει από τον επενδυτή εξαρτάται από την αλληλουχία των χειρισμών επεξεργασίας. Δύναται, ωστόσο, κάποιοι χειρισμοί να επιτρέπουν ή να αποτρέπουν την εφαρμογή άλλων χειρισμών. Οι τελικοί χειρισμοί είναι πιθανό να αλλάζουν ανάλογα με τη διαμόρφωση των προσφερόμενων επιλογών αλλά και τη διατύπωση τους από τη στιγμή που μία προοπτική δύναται να διαμορφωθεί με διαφορετικούς τρόπους. Ο τρόπος επεξεργασίας των προσφερόμενων προοπτικών οδηγεί σε πολλές ανωμαλίες στη διαμόρφωση προτιμήσεων. Ο κάθε επενδυτής μετά τη φάση της επεξεργασίας αξιολογεί καθεμία από τις επεξεργασμένες προοπτικές με σκοπό να επιλεξει την προοπτική με τη μεγαλύτερη χρησιμότητα. Η συνολική αξία μιας επεξεργασμένης προοπτικής σημειώνεται με V και δύναται να εκφραστεί σε όρους δύο βαθμίδων των π και u .

Η πρώτη βαθμίδα π , συνδέει με κάθε μία πιθανότητα p , ένα βάρος απόφασης το οποίο διατυπώνεται ως $\pi(p)$, και το οποίο εκφράζει την επίπτωση της πιθανότητας p στη συνολική αξία της προοπτικής. Η δεύτερη βαθμίδα u ορίζει την εκροή και διατυπώνεται ως $u(x)$ που εκφράζει την υποκειμενική αξία της εκροής. Οι εκροές προσδιορίζονται ως προς ένα σημείο αναφοράς το οποίο ορίζεται ως το μηδενικό σημείο της βαθμίδας αξίας. Συνεπώς, το u μετράει την αξία των αποκλίσεων από το σημείο αναφοράς.

Η ανωτέρω διατύπωση αναφέρεται σε προοπτικές που αποτελούνται από δύο μη μηδενικές εκροές $(x, p; y, q)$. Σε μία τέτοια προοπτική ένας επενδυτής λαμβάνει x με πιθανότητα p και y με πιθανότητα q . Σημειώνεται ότι ο επενδυτής λαμβάνει μηδενικό κέρδος με πιθανότητα $1-p-q$ και $p+q \leq 1$. Μία προσφερόμενη προοπτική είναι αυστηρά θετική (strictly positive) εάν οι εκροές της είναι αυστηρά θετικές, δηλαδή αν $x, y > 0$ και $p+q=1$, και αυστηρά αρνητική (strictly negative) αν οι εκροές της είναι όλες αρνητικές. Στη περίπτωση που μία προοπτική δεν είναι ούτε αυστηρά αρνητική ούτε αυστηρά θετική, τότε χαρακτηρίζεται ως κανονική (regular).

Η βασική εξίσωση της θεωρίας προοπτικής διατυπώνει τη μέθοδο κατά την οποία τα π και u προσδιορίζουν τη συνολική αξία κανονικών προοπτικών. Εάν $(x,p;y,q)$ είναι μία κανονική προοπτική συνεπώς:

$$V(x,p;y,q) = \pi(p)u(x) + \pi(q)u(y),$$

όπου $u(0)=0$, $\pi(0)=0$ και $\pi(1)=1$

Στην περίπτωση που οι προοπτικές είναι αυστηρά θετικές ή αυστηρά αρνητικές, η αξιολόγηση των εν λόγω προοπτικών ακολουθεί διαφορετική διαδικασία και κατά τη φάση της επεξεργασίας τέτοιες προοπτικές διαχωρίζονται σε δύο συστατικά. Το πρώτο συστατικό είναι το ακίνδυνο, δηλαδή το ελάχιστο κέρδος ή η ελάχιστη απώλεια που είναι σίγουρο ότι θα κερδιθεί ή θα πληρωθεί και το δεύτερο είναι το επικίνδυνο συστατικό δηλαδή το επιπλέον κέρδος ή απώλεια που θα πραγματοποιηθεί με βάση το αποτέλεσμα του παιχνιδιού. Η αξιολόγηση τέτοιων προοπτικών εκφράζεται βάσει της παρακάτω σχέσης ως εξής:

Αν $p+q=1$, και είτε $x>y>0$ είτε $x<y<0$, τότε:

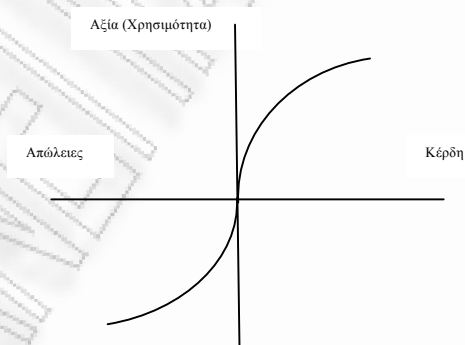
$$V(x,p;y,q) = u(y) + \pi(p)[u(x) - u(y)]$$

Συνεπώς η αξία μιας αυστηρά θετικής ή αρνητικής εκροής ισούται με την αξία του ακίνδυνου συστατικού συν τη διαφορά της αξίας μεταξύ των εκροών, πολλαπλασιαζόμενη με το βάρος που σχετίζεται με την πιο ακραία εκροή.

Οι Kahneman και Tversky (1979) στη θεωρία προοπτικής διατήρησαν τις βασικές αρχές της θεωρίας της αναμενόμενης χρησιμότητας. Προκειμένου όμως να ενσωματώσουν τις παραπάνω επιδράσεις, υπέθεσαν ότι οι αξίες υπολογίζονται με βάση τις μεταβολές των καταστάσεων και όχι με βάση τις τελικές καταστάσεις. Επιπλέον, θεώρησαν ότι τα βάρη απόφασης (decision weights) δε συμπίπτουν με τις δεδομένες μαθηματικές πιθανότητες. Οι εν λόγω παρεκκλίσεις από τη θεωρία αναμενόμενης χρησιμότητας δύνανται να οδηγήσουν σε ανωμαλίες στη διαδικασία αποφάσεων. Τέτοιες ανωμαλίες προτιμήσεων μπορούν να διορθωθούν από τον λήπτη της απόφασης όταν για παράδειγμα το άτομο συνειδητοποιήσει ότι οι προτιμήσεις του είναι αντιφατικές. Σε κάποιες περιπτώσεις, ωστόσο, ο επενδυτής δε διαπιστώνει την

αντιφατικότητα των προτιμήσεων του και σε αυτές τις περιπτώσεις οι ανωμαλίες που προκύπτουν από τη θεωρία προοπτικής εκτιμάται ότι θα συνεχίζουν να συμβαίνουν.

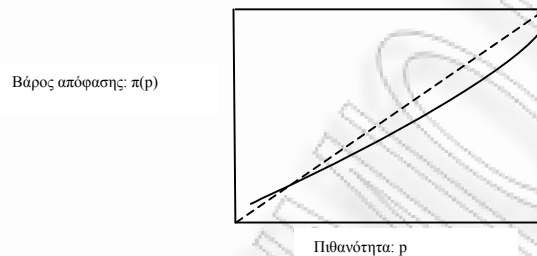
Μέσα από εμπειρική μελέτη προκύπτει ότι οι άνθρωποι αντιλαμβάνονται καλύτερα τις μεταβολές από ό,τι τα απόλυτα μεγέθη. Συνεπώς, για αυτό το λόγο η θεωρία της προοπτικής είναι βασισμένη περισσότερο στην αξιολόγηση των μεταβολών παρά στην αξιολόγηση των απόλυτων μεγεθών. Η μεταβολή εξετάζεται σε συνάρτηση με την αρχική κατάσταση. Η αξία θα πρέπει να γίνεται αντιληπτή ως συνάρτηση της αρχικής κατάστασης του ατόμου, που λειτουργεί ως σημείο αναφοράς και του μεγέθους της μεταβολής αναφορικά με το εν λόγω σημείο. Γενικά παρατηρείται ότι όσο πιο μικρή είναι η κλίμακα των ποσών τόσο πιο αισθητή γίνεται η διαφορά στη μεταβολή. Για παράδειγμα η διαφορά ανάμεσα σε ένα κέρδος 150 σε 250 εμφανίζεται μεγαλύτερη από τη διαφορά μεταξύ κέρδους 1.150 και 1.250. Το ίδιο συμβαίνει και με τις απώλειες. Η διαφορά μεταξύ απωλειών 150 και απωλειών 250 μονάδων φαίνεται μεγαλύτερη από όσο η διαφορά μεταξύ απωλειών 1.150 και 1.250. Συνεπώς υποτίθεται ότι η συνάρτηση για τις μεταβολές στον πλούτο είναι κοίλη πάνω από το σημείο αναφοράς και συχνά κυρτή κάτω από το σημείο αναφοράς. Έτσι, η οριακή αξία των κερδών αλλά και των απωλειών ελαττώνεται ανάλογα με το μέγεθος τους, όπως φαίνεται και στο Σχήμα 2.



Σχήμα 2

Σύμφωνα με τη θεωρία της προοπτικής, ένα σημαντικό χαρακτηριστικό των αντιδράσεων στις μεταβολές της ευημερίας είναι ότι οι απώλειες θεωρούνται σημαντικότερες των κερδών και αυτό γιατί η πικρία που νιώθει ένα άτομο αν χάσει κάποια χρήματα φαίνεται να είναι μεγαλύτερη σε απόλυτη τιμή από την ικανοποίηση

που νιώθει κάποιος κερδίζοντας το ίδιο ποσό. Συνεπώς, η συνάρτηση αξίας (χρησιμότητας) είναι πιο απότομη στην περιοχή των απωλειών από ό,τι στη περιοχή των κερδών (Σχήμα 2). Βάσει των Ricciardi και Simon (2000), η θεωρία της προοπτικής σχετίζεται με την ιδέα ότι οι άνθρωποι δε δρουν πάντα ορθολογικά. Η εν λόγω θεωρία υποστηρίζει ότι υπάρχει μία επίμονη κλίση (bias), η οποία υποκινείται από ψυχολογικούς παράγοντες και επηρεάζει τις επιλογές των ανθρώπων κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας. Η θεωρία προοπτικής θεωρεί τις προτιμήσεις ως συνάρτηση των βαρών κάθε απόφασης και υποθέτει ότι αυτά τα βάρη δεν ταυτίζονται πάντα με τις πιθανότητες (Σχήμα 3). Συγκεκριμένα, τα βάρη των αποφάσεων τείνουν να υπερκτιμούν μικρές πιθανότητες και να υποτιμούν τις υψηλές πιθανότητες.



Σχήμα 3

Ο Hugh Schwartz (1998) υποστηρίζει ότι οι επενδυτές τείνουν να εκτιμούν τις προοπτικές ή τα πιθανά αποτελέσματα σε σχέση με τα κέρδη και τις ζημιές αναφορικά με κάποιο σημείο αναφοράς, παρά την τελική κατάσταση πλούτου. Με βάση την παραπάνω παραδοχή, εάν κάποιος επενδυτής είχε να επιλέξει ανάμεσα σε επενδύσεις που η πρώτη προσέφερε ένα σίγουρο κέρδος \$ 4.000, και μίας επένδυσης που προσέφερε κέρδη \$6.000 με πιθανότητα 80% και πιθανότητα 20% να μην υπάρχει κανένα κέρδος (0 κέρδος), στην ερώτηση σε ποια επιλογή θα έδινε ένας επενδυτής τη μεγαλύτερη πιθανότητα να μεγιστοποιήσει το κέρδος του, οι περισσότεροι θα επέλεξαν την πρώτη επιλογή που είναι και ουσιαστικά η «σίγουρη».

Με βάση τη θεωρία των Kahneman και Tversky (1979), οι επενδυτές αποστρέφονται τον κίνδυνο όταν αντιμετωπίζουν την πιθανότητα ενός κέρδους. Συνεπώς οι επενδυτές επιλέγουν την πρώτη επένδυση ως σίγουρη και αυτή η επιλογή χαρακτηρίζεται σαν ορθολογικά σωστή εάν υπάρχει μεγάλη πιθανότητα ζημίας. Στη συγκεκριμένη, όμως, περίπτωση η πρώτη επιλογή είναι λιγότερο ελκυστική από τη δεύτερη αναφορικά με την αύξηση του πλούτου. Η δεύτερη επιλογή θα έδινε μεγαλύτερο κέρδος αν

ακολουθούσε κάποιος την προσέγγιση της θεωρίας του χαρτοφυλακίου και υπολόγιζε την απόδοση με τη στάθμιση των ενδεχομένων βάσει των πιθανοτήτων. Συνεπώς, στη πρώτη περίπτωση ο επενδυτής θα λάμβανε \$4.000 ενώ στη δεύτερη ($\$6.000 \times 80\%$) + $(0 + 20\%) = \$4.800$.

Οι Barberis, Huang και Santos (1999) απέδειξαν την ισχύ της θεωρίας της προοπτικής μέσα από την εξέταση δείγματος αποδόσεων μετοχών που διαπραγματεύονταν στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης για την περίοδο 1926-1995. Συγκεκριμένα, απέδειξαν ότι οι επενδυτές αντλούν χρησιμότητα (αξία) όχι μόνο μέσα από τα επίπεδα κατανάλωσης αλλά και μέσα από την ετήσια μεταβολή στην αξία των χρηματοοικονομικών αγαθών τους. Σύμφωνα με την έρευνα, ο επενδυτής είναι πολύ πιο ευαίσθητος στις μειώσεις του πλούτου του παρά στις αυξήσεις του, το οποίο αποτελεί και το χαρακτηριστικό της «αποστροφής προς τις ζημιές» της θεωρίας της προοπτικής. Επιπροσθέτως, τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι η χρησιμότητα που αντλεί ο επενδυτής από τα κέρδη και τις ζημιές στον πλούτο του, εξαρτάται από τα προηγούμενα επενδυτικά αποτελέσματα, προηγούμενα κέρδη αποτελούν προφύλαξη έναντι μελλοντικών ζημιών και προηγούμενες ζημιές εντείνουν τον πόνο πιθανών μελλοντικών απωλειών.

Αναφορικά με την ελληνική αγορά, η θεωρία της προοπτικής δύναται να βρει εφαρμογή στην περικοπή των μισθών και των συντάξεων που έχουν υποστεί όλοι οι δημόσιοι υπάλληλοι και οι συνταξιούχοι, όπως και ο ιδιωτικός τομέας. Σε ένα περιβάλλον όπου η τιμαριθμική προσαρμογή επιβαρύνεται από τις αυξήσεις στο φόρο προστιθέμενης αξίας και τα νοικοκυριά επιβαρύνονται από ολοένα και πρόσθετους φόρους, η περικοπή των εσόδων δυσχεραίνει την οικονομική θέση των Ελλήνων. Πολλοί Έλληνες διατύπωναν παράπονα στο παρελθόν για την οικονομική τους θέση πριν από την επιβολή των μέτρων και οποιαδήποτε αύξηση θεωρείται δεδομένη και αμελητέα. Ύστερα όμως από την επιβολή των έκτακτων μέτρων και την περικοπή των μισθών, τα οποία μειώνουν το διαθέσιμο εισόδημα τους, η οικονομική κατάσταση και το ηθικό των εργαζομένων και των συνταξιούχων έχει υποστεί μεγάλο πλήγμα. Δεδομένου λοιπόν ότι οι άνθρωποι βιώνουν πιο έντονα τις απώλειες παρά τα κέρδη και δεδομένου ότι λαμβάνουν υπόψη τις μεταβολές στο πλούτο τους σε σχέση με το σημείο αναφοράς το οποίο θέτουν, και αυτό στη δεδομένη περίπτωση είναι η αρχική τους οικονομική κατάσταση πριν τις περικοπές στους μισθούς και την επιβολή

επιπρόσθετων φόρων, διαπιστώνεται ότι η επιρροή των περικοπών έχει δημιουργήσει ένα αρνητικό κλίμα. Το αρνητικό αυτό κλίμα είναι αισθητό τόσο ως προς την κατανάλωση, η οποία έχει μειωθεί δραστικά, όπως και το λιανεμπόριο έχει πληγεί σημαντικά, όσο και ως προς οποιουδήποτε είδους επενδύσεις είτε πρόκειται για χρηματιστηριακές είτε για αγορά διαρκών αγαθών.

Αντίστοιχη, θα μπορούσε να ειπωθεί πως είναι και η ψυχολογία εκείνων των μακροχρόνιων επενδυτών του ελληνικού Χρηματιστηρίου, οι οποίοι αποκόμιζαν μεγάλα κέρδη επί σειρά ετών πριν και μετά την κρίση του 1999, και των οποίων τα χαρτοφυλάκια καταγράφουν αυτή τη στιγμή σημαντικές ζημιές. Είναι προφανές ότι οι επενδυτές απομονώνουν στο μυαλό τους τις ζημιές από τα πραγματοποιηθέντα κέρδη, τα οποία θεωρούν δεδομένα, και τα αντιμετωπίζουν σαν μεμονωμένο γεγονός. Ανεξάρτητα δηλαδή από τις αποδόσεις που μπορεί να είχαν επιτύχει στο παρελθόν, εμμένουν να θρηνούν για τις ζημιές που καταγράφουν σήμερα, παίρνοντας την προηγούμενη κερδοφόρα κατάσταση ως δεδομένη.

2.5.2. ΝΟΗΤΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ (MENTAL ACCOUNTING)

Η έννοια της νοητικής λογιστικής βασίστηκε για τη θεμελίωση της στη θεωρία της προοπτικής. Σύμφωνα με τους Αλεξάκη και Ξανθάκη (2008), η νοητική λογιστική αποτελεί μέρος της θεωρίας των προσδοκιών και αναφέρεται στην τάση των ανθρώπων να κατηγοριοποιούν συγκεκριμένα γεγονότα σε διαφορετικούς νοητικούς λογαριασμούς που κατασκευάζονται βάσει συγκεκριμένων χαρακτηριστικών. Σύμφωνα με τον Thaler (1985), η νοητική λογιστική είναι μία τάση των ατόμων να κωδικοποιούν, να κατηγοριοποιούν και να αξιολογούν οικονομικές εκροές. Οι νοητικοί λογαριασμοί μπορούν να απομονωθούν όχι μόνο ανά περιεχόμενο αλλά και ως προς τις χρονικές στιγμές. Η βασική ιδέα που χαρακτηρίζει τη νοητική λογιστική είναι ότι όταν τα άτομα λαμβάνουν μία απόφαση, τείνουν να κατηγοριοποιούν τους διαφορετικούς τύπους επενδυτικών κινδύνων που αντιμετωπίζουν σε διαφορετικούς νοητικούς λογαριασμούς και στη συνέχεια να εφαρμόζουν τους κανόνες των αποφάσεων της θεωρίας των προσδοκιών σε κάθε λογαριασμό, δίχως να λάβουν υπόψη τους πιθανές αλληλεπιδράσεις μεταξύ τους. Βάσει των Barberis και Thaler (2003), ένα σημαντικό χαρακτηριστικό της νοητικής λογιστικής είναι η έννοια της

«στενής πλαισίωσης », η οποία είναι η τάση των ατόμων να αντιμετωπίζουν μεμονωμένα στοιχήματα χωριστά από άλλες ποσότητες πλούτου. Με άλλα λόγια, όταν προσφέρεται ένα στοίχημα, τα άτομα συνήθως το εκτιμούν σαν να είναι το μοναδικό στοίχημα που αντιμετωπίζουν, δίχως να το ενοποιούν με κάποιο προηγούμενο στοίχημα για να εκτιμήσουν σωστά αν η νέα προσθήκη είναι συμφέρουσα.

Σύμφωνα με τους Shefrin και Statman (1984), ο Thaler επινόησε το πλαίσιο της νοητικής λογιστικής με σκοπό να δημιουργήσει μία βάση για τον τρόπο που οι λήπτες αποφάσεων διατυπώνουν τα στοιχήματα. Η νοητική λογιστική επίσης χρησιμοποιείται προκειμένου να εξηγηθεί γιατί ένας επενδυτής είναι πιθανό να απέχει από την αναπροσαρμογή του σημείου αναφοράς του ως προς μία μετοχή. Όταν αγοράζεται μία νέα μετοχή, ένας νέος νοητός λογαριασμός ανοίγεται και το φυσικό σημείο αναφοράς είναι η τιμή αγοράς, ενώ παράλληλα ένας ανοιχτός λογαριασμός διατηρείται όπου καταγράφονται κέρδη και ζημιές αναφορικά με την τιμή αγοράς. Όταν ένας επενδυτής κατέχει δύο μετοχές οι αποδόσεις τους θα μπορούσαν να ενοποιηθούν και να αποτελέσουν ένα λογαριασμό. Στο μυαλό, όμως, των επενδυτών διατηρούνται σε χωριστούς λογαριασμούς και ο επενδυτής καταγράφει τα οποιαδήποτε κέρδη και ζημιές όχι συνολικά για το χαρτοφυλάκιο του, αλλά μεμονωμένα ανά μετοχή. Αν, λοιπόν, ο εν λόγω επενδυτής κληθεί να ρευστοποιήσει τη μία μετοχή του και να χρησιμοποιήσει ποσό για να επενδύσει στη δεύτερη, θα είναι ιδιαίτερα διστακτικός να προχωρήσει, ιδιαίτερα αν από τη μετοχή που θα κληθεί να ρευστοποιήσει προκύπτουν ζημιές και άσχετα αν από την απόδοση της άλλης μετοχής προκύπτουν κέρδη. Το παραπάνω φαινόμενο περιγράφει την αποστροφή του επενδυτή να συνειδητοποιήσει τις ζημιές του.

Η παραπάνω θεωρία δύναται να βρει εφαρμογή και στην αντίληψη του επενδυτή αναφορικά με τη λήψη ενός μερίσματος από μία μετοχή και στα αντίστοιχης αξίας κέρδη κεφαλαίου. Εάν εξαιρεθούν οι τυχόν φόροι που επιβάλλονται στις δύο κατηγορίες εισροών, ένας επενδυτής θα έπρεπε να είναι αδιάφορος ως προς την επιλογή ανάμεσα στις δύο εισροές (Αλεξιάκης και Ξανθάκης, 2008). Οι δύο όμως εισροές είναι διαφορετικές για τον επενδυτή γιατί κατατάσσονται σε διαφορετικό νοητό λογαριασμό.

Αναφορικά με τη σύνδεση του παραπάνω φαινομένου με την ελληνική αγορά και την κρίση που τη διέπει, θα μπορούσε να αναφερθεί το παράδειγμα των ελληνικών επιχειρήσεων που λόγω της κρίσης αναγκάζονται να αποχωρήσουν από κάποιες χώρες ή να κλείσουν καταστήματα λόγω των ζημιών που μπορεί να πραγματοποιούν αυτά. Οι εταιρείες τείνουν να απομονώνουν την απόδοση της κάθε επένδυσης/κάθε καταστήματος και να μην τη συμψηφίζουν με το συνολικό αποτέλεσμα, άσχετα αν η επιχείρηση/ο όμιλος καταγράφει στο σύνολο κέρδη. Αντίθετα, αντιμετωπίζουν την κάθε περίπτωση μεμονωμένα και ανάλογα πράττουν. Αντίστοιχα θα μπορούσε να ερμηνευτεί και η τάση που διακατέχει τους επενδυτές του ελληνικού χρηματιστηρίου να αποχωρούν μαζικά από τις θέσεις τους, όταν κάποιες από τις μετοχές του χαρτοφυλακίου τους καταγράφουν ζημιές, ενώ προφανώς κάποιες άλλες καταγράφουν κέρδη. Σαφώς, το γενικότερο κλίμα δεν ευνοεί τη διακράτηση των θέσεων τους, όμως, σίγουρα, η νοητική λογιστική παίζει κάποιο ρόλο στην τακτική που ακολουθούν τελευταία. Το ίδιο, ωστόσο, συμβαίνει και με τον Έλληνα καταναλωτή που στην παρούσα φάση βιώνει την καταβράθρωση του βιοτικού του επιπέδου μέσα από τη δραστική μείωση του διαθέσιμου εισοδήματός του. Ο ίδιος δυσανασχετεί με την κρίση και τη ζημία που συνεχώς υφίσταται, χωρίς να λαμβάνει καθόλου υπόψιν του τις παράπλευρα κέρδη αυτής της κρίσης, που δεν είναι άλλα από τη μείωση των τιμών κάποιων προϊόντων και υπηρεσιών, αλλά και την ύπαρξη διαθέσιμων προσφορών. Αντίθετα, επικεντρώνεται στην υποβάθμιση της καθημερινότητάς του και στην αδικαιολόγητη ελάττωση της αγοραστικής του δύναμης. Είναι προφανές ότι εστιάζει στις απώλειες που υφίσταται χωρίς να τις συμψηφίζει με τα κέρδη που έχουν προκύψει από την παρούσα κατάσταση, απομονώνοντας την απόλυτη μείωση των εσόδων του από την αγοραστική δύναμη που το ίδιο του προσφέρει αυτή τη στιγμή.

2.5.3. ΠΛΑΙΣΙΩΣΗ-ΔΙΑΤΥΠΩΣΗ (FRAMING)

Σύμφωνα με τους Scheufele και Tewksbury (2007), η πλαισίωση βασίζεται στην υπόθεση πως ο τρόπος που χαρακτηρίζεται μία είδηση από τα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης, επηρεάζει το τρόπο με τον οποίο αντιλαμβάνεται το κοινό το εν λόγω θέμα. Η πλαισίωση έχει τις ρίζες της στην ψυχολογία και στην κοινωνιολογία, αλλά οι ψυχολογικές βάσεις της τέθη καν από την εμπειρική δουλειά των Kahneman και Tversky (1979, 1984). Οι εν λόγω ερευνητές εξέτασαν πώς διαφορετικές διατυπώσεις

ουσιαστικά ιδίων σεναρίων επηρεάζουν τις αποφάσεις και τις εκτιμήσεις των ανθρώπων αναφορικά με τις διάφορες επιλογές που τους παρουσιάζονται. Οι κοινωνικές, ωστόσο, βάσεις της θεωρίας τέθηκαν από τον Goffman (1974) και άλλους, οι οποίοι υπέθεσαν ότι τα άτομα δεν αντιλαμβάνονται τον κόσμο συνολικά και συνεχώς δυσκολεύονται να εξηγήσουν τις εμπειρίες της ζωής τους και να καταλήξουν σε ένα συμπέρασμα αναφορικά με το περιβάλλον τους. Σύμφωνα με το Goffman (1974), για να μπορέσουν τα άτομα να επεξεργαστούν σωστά νέες πληροφορίες, εφαρμόζουν επεξηγηματικά σχήματα ή αρχικά πλαίσια με σκοπό να κατηγοριοποιήσουν τις πληροφορίες και να τις ερμηνεύσουν με νόημα.

Συνεπώς, η πλαισίωση είναι συστατικό της μακροοικονομίας και της μικροοικονομίας. Ως συστατικό της πρώτης, ο όρος πλαισίωση αναφέρεται στον τρόπο παρουσίασης που οι δημοσιογράφοι και άλλα μέσα ενημέρωσης χρησιμοποιούν για να παρουσιάσουν μία πληροφορία με τρόπο ώστε να ταιριάζει με τα υπάρχουσα σχήματα στο κοινό τους. Σε μικροοικονομικό επίπεδο, η πλαισίωση περιγράφει πώς οι άνθρωποι χρησιμοποιούν τις πληροφορίες και τα χαρακτηριστικά παρουσίασης αναφορικά με θέματα, καθώς σχηματίζουν τις εντυπώσεις τους. Γενικότερα, ο τρόπος με τον οποίο παρουσιάζεται ένα γεγονός επηρεάζει και τον τρόπο που τον αντιλαμβάνονται τα άτομα.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα πλαισίωσης στη σημερινή Ελλάδα αποτελεί η παρουσίαση της οικονομικής κρίσης η οποία διέπει την χώρα μέσα από τα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης. Συγκεκριμένα, τα ΜΜΕ δύναται να δώσουν έμφαση σε ένα γεγονός με τον τρόπο που το παρουσιάζουν και να δημιουργήσουν συναισθήματα άγχους στο κοινό προκειμένου να «πουλήσουν» την είδηση τους και να αυξηθεί η ακροαματικότητα τους, ενώ σε αντίθετες περιπτώσεις μπορεί να μην παρουσιάσουν καν ένα γεγονός είτε γιατί αντικρούεται στα συμφέροντα τους είτε γιατί δεν είναι εμπορικό. Συνεπώς, τα άτομα δύναται να σχηματίσουν διαφορετική και συχνά λανθάνουσα εικόνα για την κατάσταση και να μην μπορούν να σχηματίσουν μία ολοκληρωμένη και σωστή άποψη για την κατάσταση της ελληνικής οικονομίας. Αντίστοιχα, οι επιχειρήσεις από τη μεριά τους τείνουν να δίνουν έμφαση στη μείωση των κερδών τους και στην επιτακτική ανάγκη μείωσης του μισθολογικού κόστους, σαν να αποτελεί αυτός τον μοναδικό παράγοντα που θα συμβάλει στην αποκατάσταση του συνολικού τους οικονομικού αποτελέσματος. Τείνουν δηλαδή να επικοινωνούν οι

ίδιοι, αλλά και τα MME, στον κόσμο και ειδικότερα στους εργαζομένους, πως η κάθετη μείωση μισθών, αλλά και συντάξεων είναι η μοναδική λύση η χώρα να βγει από το αδιέξοδο και να καταστεί και πάλι η χώρα ανταγωνιστική.

2.5.4. ΑΠΟΣΤΡΟΦΗ ΖΗΜΙΑΣ (LOSS AVERSION)

Σύμφωνα με τους Kahneman και Tversky (1979), παρουσιάζεται ασυμμετρία μεταξύ του βαθμού χρησιμότητας που τα άτομα αντλούν από τις απώλειες και τα κέρδη και αυτό εξηγεί και την καμπυλότητα της συνάρτησης αξίας, η οποία είναι περισσότερο απότομη στη περιοχή των απωλειών και λιγότερο στη περιοχή των κερδών. Η εν λόγω ασυμμετρία ονομάζεται αποστροφή ζημιάς. Εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει (Αλεξιάκης και Ξανθάκης, 2008) ότι οι απώλειες σταθμίζονται σχεδόν διπλάσια από τα κέρδη. Συνεπώς, αν κάποιος απωλέσει ένα χρηματικό ποσό, η πικρία που θα αισθανθεί θα είναι διπλάσια από την ευχαρίστηση που θα αντλήσει αν κερδίσει το αντίστοιχο ποσό. Με άλλα λόγια, τα άτομα βιώνουν πολύ πιο έντονα το αίσθημα της απώλειας, παρά αυτό του κέρδους.

Στο χρηματιστηριακό χώρο, οι επενδυτές δυσκολεύονται να ρευστοποιήσουν μία επένδυση που παράγει ζημιές ενώ πωλούν μετοχές που παράγουν κέρδη πιο εύκολα. Το φαινόμενο αυτό παρουσιάστηκε από τους Shefrin και Statman (1985) και ονομάστηκε αποτέλεσμα προδιάθεσης (disposition effect). Συνεπώς, η προσπάθεια των επενδυτών να αποφύγουν την αναγνώριση ζημιών, τους οδηγεί στη διακράτηση μετοχών που παρουσιάζουν ζημιές. Από την άλλη μεριά, όταν μία μετοχή παρουσιάζει κέρδη, οι επενδυτές δε διστάζουν να τη ρευστοποιήσουν γρήγορα προκειμένου να αναγνωρίσουν άμεσα κέρδη, έστω και μικρότερα σε σχέση με την ενδεχόμενη άνοδο που θα παρουσιάσει η τιμή της μετοχής αν συνεχίσει την αύξουσα πορεία της.

Αναφορικά με την ελληνική οικονομία και το φαινόμενο της αποστροφής προς τις ζημιές, θα μπορούσε να ειπωθεί πως αυτή η συμπεριφορά απαντάται κατά κόρον στη χρηματιστηριακή αγορά τόσο στην τωρινή κρίση όσο και σε παλαιότερες εποχές. Η αποστροφή των ανθρώπων προς την αναγνώριση της ζημιάς τους οδηγεί στη διακράτηση μετοχών, των οποίων η τιμή ακολουθεί φθίνουσα πορεία με αποτέλεσμα να χάνουν σημαντικό μέρος της περιουσίας τους και να παραμένουν εγκλωβισμένοι

στην αγορά . Τείνουν , δηλαδή , να διακρατούν για μεγαλύτερο συγκριτικά χρονικό διάστημα μετοχές με αρνητικές επιδόσεις, με την ελπίδα ότι σύντομα θα ανακάμψουν, ενώ αντίθετα τείνουν να ρευστοποιούν πολύ σύντομα κερδοφόρες μετοχές, παρόλο που μπορεί να έχουν ακόμα πιο ευοίωνες προοπτικές . Αντίστοιχη συμπεριφορά θα μπορούσε να ειπωθεί πως επιδεικνύουν και οι ελληνικές επιχειρήσεις , οι οποίες εμφανίζονται εξαιρετικά αργές και δυσκίνητες στο να αποχωριστούν ζημιογόνες επενδύσεις, με την ελπίδα ότι θα μεταβληθεί η τάση της αγοράς . Εξίσου καλό παράδειγμα συμπεριφοράς αποστροφής προς τη ζημία αποτελούν , όμως , και οι Έλληνες ιδιοκτήτες ακινήτων , και δει οι εργολάβοι πολυκατοικιών , οι οποίοι επιμένουν να αρνούνται τη μείωση των τιμών πώλησης των ακινήτων τους , με την ελπίδα ότι η αγορά θα ανακάμψει σύντομα . Ενώ στις απαρχές της κρίσης θα μπορούσαν να είχαν θυσιάσει μέρος των κερδών τους ελαττώνοντας ελαφρά τις τιμές και να αποφύγουν τη συσσώρευση απούλητων ακινήτων , βρέθηκαν ξαφνικά εγκλωβισμένοι σε μία κατάσταση τελματική . Από τη μία η δανειακή στρόφιγγα έχει από καιρού στερέψει, αποκλείοντας επίδοξους αγοραστές ακινήτων από την αγορά και από την άλλη οι συνεχείς φόροι στα ακίνητα , έχουν επιφέρει στους εργολάβους, και γενικότερα τους ιδιοκτήτες ακινήτων, ασύμφορα βάρη.

2.5.5. ΑΠΟΣΤΡΟΦΗ ΜΕΤΑΝΟΙΑΣ (REGRET AVERSION)

Σύμφωνα με τους Shefrin και Statman (1985), ένας επενδυτής αποφεύγει να ρευστοποιήσει μία μετοχή που παρουσιάζει ζημιές για να αποφύγει την αναγνώριση των ζημιών . Το συγκεκριμένο φαινόμενο ταυτίζεται με το φαινόμενο αποστροφής προς τις ζημιές . Ο επενδυτής όμως αποφεύγει να ρευστοποιήσει τη μετοχή και για να αποφύγει να αισθανθεί μετάνοια για τη λάθος εκτίμηση του . Το αίσθημα της μετανοίας μπορεί να ενισχυθεί και από το γεγονός ότι ο επενδυτής θα πρέπει να παραδεχτεί το λάθος του ενώπιον του εαυτού του αλλά και του περιβάλλοντός του . Το φαινόμενο της αποστροφής μετανοίας έχει συζητηθεί τόσο από τους Kahneman και Tversky (1979) όσο και από τον Thaler . Η μετάνοια είναι ένα συναίσθημα που συνδέεται με την μεταγενέστερη γνώση ότι μία διαφορετική παρελθούσα απόφαση θα είχε καλύτερη έκβαση από αυτή που έχει η απόφαση που επιλέχθηκε . Στον αντίποδα της μετανοίας βρίσκεται το αίσθημα της υπερηφάνειας . Συνεπώς, ρευστοποιώντας μία

μέτοχή που παρουσιάζει ζημιές προκαλείται στο άτομο μετάνοια, ενώ η πώληση μιας μετοχής που παρουσιάζει κέρδη του δημιουργεί υπερηφάνεια.

Η θεωρία της μετανοίας δύναται να βρει εφαρμογή στο χρηματιστηριακό χώρο και να εξηγήσει τα φαινόμενα πανικού που παρουσιάστηκαν τόσο κατά την κρίση του ελληνικού χρηματιστηρίου το 1999, όσο και στην τρέχουσα κατάσταση. Οι επενδυτές αποφεύγουν να ρευστοποιήσουν τις μετοχές τους τόσο λόγω αποστροφής αναγνώρισης ζημίας, όσο και λόγω της αποστροφής της μετανοίας με το φόβο της αναγνώρισης μίας αποτυχημένης επενδυτικής επιλογής, η οποία θα οδηγήσει τους ίδιους να βιώσουν ταπεινωτικά συναισθήματα αναφέροντας την απώλεια. Όταν, ωστόσο, οι επενδυτές αποφασίσουν να ρευστοποιήσουν τις μετοχές τους, εκείνη την ώρα ενεργοποιείται και το φαινόμενο της αγέλης, καθώς ο ένας επενδυτής συμπαρασύρεται από τις κινήσεις των υπολοίπων. Συνεπώς, στη δεδομένη χρονική στιγμή υπάρχουν περισσότεροι διαθέσιμοι πωλητές, και ελάχιστοι ή καθόλου αγοραστές. Η αξία των εν λόγω μετοχών μειώνεται συνεχώς, καθώς οι πωλητές είναι διατεθειμένοι να πωλήσουν χαμηλώνοντας συνεχώς τις τιμές. Το αποτέλεσμα της κίνησης αυτής είναι οι τιμές να κατακραυλούν, ενώ δεν πραγματοποιούνται συναλλαγές, λόγω της μη-ταύτισης των τιμών μεταξύ πωλητών και αγοραστών. Οι επενδυτές παραμένουν, συνακόλουθα, εγκλωβισμένοι στην αγορά καταγράφοντας σημαντικές απώλειες.

Το παράδειγμα των ιδιοκτητών ακινήτων που αναφέρθηκε στη συμπεριφορά της αποστροφής ζημίας, βρίσκει αντίστοιχα εφαρμογή και στη συμπεριφορά της αποστροφής μετανοίας. Οι ιδιοκτήτες ακινήτων/εργολάβοι επιμένουν στις παρούσες υψηλές τιμές, παρά την ύφεση που βιώνουμε, συσσωρεύοντας κατά αυτόν τον τρόπο απούλητα ακίνητα. Ο φόβος τους προς την καταγραφή ζημιών αποτελεί σίγουρα τη μία συνιστώσα των ενεργειών τους. Από την άλλη, σαν επαγγελματίες σίγουρα αβιώνουν και το αίσθημα αποστροφής προς τη μετάνοια. Ειδικά στην Ελλάδα, που η αγορά είναι αρκετά κλειστή και περιορισμένη, ο φόβος για έναν επαγγελματία να παραδεχτεί μία λάθος επαγγελματική κίνηση, σίγουρα στοιχειώνει τη συνείδησή του και τον οδηγεί συχνά σε λάθος επιλογές. Είναι προφανές ότι αντίστοιχα συναισθήματα διακατέχουν και γενικότερα τους Έλληνες μικρομεσαίους και μη επιχειρηματίες, που εμφανίζονται προσκολλημένοι στις επιχειρηματικές τους επιλογές, αδυνατώντας συχνά να διακρίνουν το τέλμα στο οποίο οι ίδιες τους οδηγούν. Το συναίσθημα της ταπείνωσης που ενδεχομένως θα βιώσουν εγκαταλείποντας τις επιλογές τους,

εμφανίζεται συχνά να είναι πιο δυνατό και από το αίσθημα της επαγγελματικής επιβίωσης, με αποτέλεσμα να είναι το πείσμα τους που καθοδηγεί τις κινήσεις τους και λιγότερο η λογική τους.

Είναι προφανές ότι στα περισσότερα από τα παραδείγματα τα οποία αναφέρθηκαν βρίσκουν εφαρμογή περισσότερες της μίας συμπεριφοράς. Εξάλλου, η ανθρώπινη συμπεριφορά αποτελεί το αποτέλεσμα πολλαπλών συνιστωσών και παραγόντων που επιδρούν στη συνείδηση και το υποσυνείδητο των ανθρώπων. Αυτή η επικάλυψη που συχνά παρατηρείται στα αναφερόμενα παραδείγματα αποτελεί συχνά παρεπόμενο της λεπτής διαχωριστικής γραμμής που χωρίζει κάποιες συμπεριφορές και που συχνά καθιστά αδύνατο κάποιες ενέργειες να αποδοθούν αμιγώς σε μία και μοναδική συμπεριφορά. Ωστόσο, είναι η ίδια η πολυπλοκότητα της ανθρώπινη φύσης και συμπεριφοράς που την καθιστά αντικείμενο ποικίλων μελετών και που καθιστά το πεδίο της έρευνας ατελεύτητο.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική εξελίσσεται στο νέο ρεύμα της χρηματοοικονομικής επιστήμης, πάνω στο οποίο οι επιστήμονες έχουνε βασίσει τις ελπίδες τους για την επίλυση των ανωμαλιών που ταλανίζουν τις χρηματαγορές και με βάση το οποίο ελπίζουν να δώσουν απαντήσεις σχετικά με τις ανθρώπινες συμπεριφορές που οδηγούν σε αυτές τις ανωμαλίες. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική τηρεί πολλές από τις προϋποθέσεις που απαιτούνται για να αποτελέσει ένα αντίστοιχο υπόδειγμα -σταθμό, όπως αυτό της Θεωρίας των Αποτελεσματικών Αγορών. Ωστόσο, ο δρόμος που έχει διανύσει είναι ακόμα πολύ σύντομος και απομένουν ακόμα πολλά εμπόδια που πρέπει να υπερκεραστούν. Η έλλειψη ενός ευρέως αποδεκτού θεωρητικού πλαισίου, το οποίο είναι εύκολα εφαρμοστέο σε ποικίλες περιστάσεις, κάνει τους οικονομολόγους να αντιμετωπίζουν τον κλάδο με βαθύ σκεπτικισμό. Ωστόσο, η πρακτική και η έρευνα συνεχώς αποδεικνύουν ότι η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική καταλαμβάνει συνεχώς καινούριο έδαφος.

Σκοπός της παρούσας διατριβής είναι μέσα από τη σύντομη παρουσίαση της Υπόθεσης των Αποτελεσματικών Αγορών και την ιστορική αναδρομή που τελικά οδήγησε στη γέννηση του κλάδου της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, να παρουσιαστούν και να αναλυθούν κάποιες από τις ποικίλες ανωμαλίες που παραβιάζουν την ΕΜΗ στις κατά τόπους παγκόσμιες χρηματαγορές. Πρωτίστως, όμως, μέσα από την παρούσα διατριβή επιχειρείται η παρουσίαση και ανάλυση των κυριότερων συμπεριφορών της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής και ο τρόπος με τον οποίον αυτές εκδηλώνονται σε χώρες που βρίσκονται σε κρίση, όπως η Ελλάδα. Μέσα από ποικίλα παραδείγματα που αντλήθηκαν από τον κλάδο των χρηματιστηρίων, των επιχειρήσεων, αλλά και της απλής καθημερινής ζωής στην Ελλάδα, επιχειρείται να τονιστεί το ευρύ φάσμα των δραστηριοτήτων που επηρεάζεται από αυτές τις συμπεριφορές. Διερευνώντας περαιτέρω τον τρόπο με τον οποίον οι ανθρώπινες προτιμήσεις και πεποιθήσεις επηρεάζουν τελικά την ανθρώπινη συμπεριφορά, θα μπορούσαν να αντληθούν σημαντικά ευρήματα σχετικά με την απόλυτη μαθηματικοποίηση του μοντέλου της ανθρώπινης συμπεριφοράς και του τρόπου με τον οποίον αυτή εκδηλώνεται.

Ενδεικτικά, είναι χαρακτηριστικό πως βάσει της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής δύναται να εξηγηθούν φαινόμενα όπως η χρηματιστηριακή κρίση στην Ελλάδα τόσο κατά το 1999 όσο και από το 2007 και μέχρι σήμερα μέσω των φαινομένων της αποστροφής ζημιών, της αποστροφής μετάνοιας αλλά και της προσκόλλησης – αγκίστρωσης. Η αναζήτηση υψηλών και γρήγορων αποδόσεων, χωρίς εκτίμηση των κινδύνων που απορρέουν λόγω κακής ή ελλιπούς πληροφόρησης των επενδυτών διαμορφώνουν μια αγελαία συμπεριφορά των συμμετοχόντων στην αγορά, αυξάνοντας τον αριθμό των εσφαλμένων επενδυτικών εκτιμήσεων και αποφάσεων αλλά και ταυτόχρονα ισχυροποιώντας το ρόλο των οίκων αξιολόγησης, ως διαμεσολαβητών πληροφόρησης. Επιπροσθέτως, το φαινόμενο της πλαισίωσης/διατύπωσης βρίσκει εφαρμογή στην επιλεκτική ενημέρωση που πραγματοποιείται από τα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης, με αποτέλεσμα οι Έλληνες πολίτες να στερούνται μιας ολοκληρωμένης και σαφούς εικόνας της επικρατούσας κατάστασης στην πατρίδα τους. Φαινόμενα όπως αυτό της αισιοδοξίας που διακατέχει τους επιχειρηματίες και τα στελέχη μιας επιχείρησης αναφορικά με την πορεία των προϊόντων και την ανάπτυξη των εταιρειών είναι φαινόμενα που βρίσκουν εφαρμογή τόσο παγκοσμίως όσο και στην σημερινή ελληνική αγορά. Το σίγουρο είναι ότι το

χρηματοπιστωτικό σύστημα πρέπει να αποκτήσει πιο κραταιά θεμέλια και να μην εγκολπώνεται ανθρώπινες αδυναμίες διατηρώντας, όμως, την ευελιξία του, η οποία και αποτελεί βασική παράμετρος μιας υγιούς κοινωνίας. Τέλος, ασπάζοντας την άποψη του καθηγητή Ιστορίας Harold James, ο οποίος συνέκρινε τη μεγάλη κρίση του '29 με τη σημερινή, η παγκόσμια προοπτική αποτυγχάνει διότι οι άνθρωποι και οι θεσμοί δε μπορούν να χειριστούν με τον κατάλληλο τρόπο τις ψυχολογικές και θεσμικές συνέπειες του διασυνδεδεμένου κόσμου.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Βιβλία:

Αλεξιάκης Χ., Ξανθάκης Ε., (2008): Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική - Εισαγωγικά Στοιχεία, Εκδόσεις Σταμούλη.

Schwartz H., (1998): “Rationality Gone Awry? Decision Making Inconsistent with Economic and Financial Theory”, Praeger Publishers

Άρθρα:

Agrawal, A., K. Tandon, (1994): "Anomalies or the Illusions? Evidence from Stock Markets in Eighteen Countries", *Journal of International Money and Finance*, 13, 83-106

Alpert, M., Raiffa, H. (1982): "A progress report on the training of probability assessors" in Tversky A. (ed.), *Judgement under uncertainty: heuristics and biases*, Cambridge University Press, New York, pp. 294-305.

Ariel, R.A., (1990): "High Stock Returns Before Holidays: Existence and Evidence on Possible Causes". *Journal of Finance*, 45, 1611-1626.

Arsad, Z. and Coutts, J. A. (1997): "Security price anomalies in the London International Stock Exchange: a 60 year perspective" *Applied Financial Economics*, 7, pp. 455-464

Bacon, F.(1960): "The new organon and related writings". New York: Liberal Arts Press, 1960. (Originally published, 1620.)

Baker H. Powell G., Veit T., (2002): "Revisiting the dividend puzzle: Do all of the pieces now fit?", *Journal Review of Financial Economics*, Volume 11, Issue 4, Pages 241–261

Barberis N., Thaler R., (2003): "A survey of Behavioral Finance", *Handbook of the Economics of Finance*, Amsterdam

Barberis N., Huang M., Santos T.,(1999): "Prospect theory and asset prices", *National Bureau of Economic Research, Working Paper 7220*

Barnard G.A., (1958): "Studies in the History of Probability and Statistics: IX. Thomas Bayes Essay towards solving a Problem in the Doctrine of Chances", *Biometrika*, Vol.45, No 3/4. <http://www.jstor.org/pss/2333180>

Basu, Sanjoy (1983): "The Relationship between Earnings Yield, Market Value and Return for NYSE Common Stocks: Further Evidence," *Journal of Financial Economics* 12 : 129-156.

Beckers S., Stelios M., Thomson A., (2004): "Bias in European Analysts' Earnings Forecasts", *Financial Analyst Journal*, March/April, p.74-85

Benartzi S., Thaler R., (1993): "Myopic loss aversion and the Equity premium puzzle", *National Bureau of Economic Research, Working paper series*, No 4369

Bernoulli, D., (1738): "Evolution & Economics under risk", *Journal of Biosciences*, Vol.25, No.3, 221-228.

Bernoulli, Daniel, (1954): "Exposition of a New Theory on the Measurement of Risk", *Econometrica*, 22(1), 23-36. English translation of Bernoulli (1738) by Louise Sommer

Bikhchandani, D., Hirshleifer, D. and Welch, I. (1998): "Learning from the behaviour of others: Conformity, Fads and Informational Cascades", *Journal of Economic Perspectives*, vol.12:3, pp.151-170.

Branch, Ben, (1977): "A tax loss trading rule", *Journal of Business* 50, 198–207

Buehler R., Griffin D., Ross M.,(1994): "Exploring the Planning fallacy: Why people underestimate their task completion times" *Journal of Personality and social psychology* 67, 366-381

Camerer, C. (1989): "Bubbles and fads in asset prices", *Journal of Economic Surveys*, vol.3:1, pp. 3-41.

Campbell Y. John, Schiller J. Robert, (1988): "Stock prices, Earnings, and Expected Dividends", *The Journal of Finance*, Vol.43, No. 3

DeBondt, W. F. M., and R. H. Thaler, (1985): "Does the stock market overreact?", *Journal of Finance* 40, 793-808.

DeBondt, W. F. M., and R. H. Thaler, (1987): "Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality", *Journal of Finance* 42, 557-581.

DeLong B., Schleifer A., Summers L., Waldmann R.,(1991): "The survival of Noise Traders in Financial Markets", *Journal of Business* , 64 ,1991 ,pp 3-15

DeLong J.B Shleifer , A Summers L Waldmann, (1987): "Noise Trader Risk in Financial Markets, *journal of Political Economy* ,95, pp 1062-1088

Dockery, E., Kavussanos, M. G. (1996): "Testing the Efficient Market Hypothesis Using Panel Data, with Application to Athens Stock Market". *Applied Economic Letters*, 3, 121-123

Dockery E., Kavussanos M. G., (2001): "A multivariate test for stock market efficiency: the case of ASE", *Applied Financial Economics* Volume 11, Issue 5, 2001

Edwards, W. (1968): "Conservatism in human information processing", in B.Kleinmütz (ed.), *Formal Representation of human judgement*, N.Y., John Wiley & sons.

Fama, E. F., and K. R. French, (1988a): "Dividend yields and expected stock returns", *Journal of Financial Economics* 22, 3-25.

Fama, E. F., K. R. French, (1988b): "Permanent and temporary components of stock prices", *Journal of Political Economy* 96, 246-273.

Fama, E.F. (1965): "The behavior of the stock market prices", *Journal of Business*, vol.38, pp.34-105

Fama, E.F. 1970, "Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work", *Journal of Finance*, vol.25, pp. 383-417

Fama, Eugene F., Kenneth R. French, (1988): “Permanent and temporary components of stock prices”, *Journal of Political Economy* 96, 246-273

Fields J. Morris, (1934): “Security Prices and Stock Exchange Holidays in Relation to Short Selling”, *Journal of Business*, Vol.7, 328-338.

Fischhoff, B. (1977): “Perceived informativeness of facts”. *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, 3, 349-358.

Fisher, K. L., & Statman, M. (2000): “Investor sentiment and stock returns”. *Financial Analysts Journal*, 56, 16–23.

French K., (1980): “Stock Returns and the Weekend Effect”, *Journal of Financial Economics*, Volume 8, Issue 1, March 1980, Pages 55-69

Gervais, S. and Odean, T. (2001): “Learning to be overconfident”, *Review of Financial Studies*, vol.14, pp.1-27.

Gibbons M., Hess P., (1981): “Day of the week effects and Asset Returns”, *Journal of Business*, 54(4), 579-596.

Gibson, G. (1889): “The Stock Markets of London, Paris and New York”, G.P. Putnam’s Sons, New York.

Goffman, E. (1974): “Frame analysis: An essay on the organization of experience”, New York: Harper & Row

Griffin, j, and Karolyi, G.A. (1998): “Another Look at the Role of the Industrial Structure of markets for International Diversification Strategies”, *Journal of financial Economics*, vol.50, pp.351-373.

Gultekin, M., Gultekin, N., (1987): “Stock return anomalies and the tests of the APT”, *Journal of Finance* 42, 1213–1224.

Haugen, R., Jorion, P., (1996): “The January effect: still there after all these years”. *Financial Analysts Journal* January–February, 27–31.

Hirshleifer D., Teoh S., (2003): “Herd Behaviour and Cascading in Capital Markets: a Review and Synthesis”, *European Financial Management*, Vol. 9, No. 1, 25–66

Hirshleifer, D., Shumway T., (2003): “Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather”, *Journal of Finance* (2003).

Jegadeesh, N., and S. Titman. (1993): “Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency”, *Journal of Finance*, 48.

Jegadeesh, N., and S. Titman.(1999): “Profitability of Momentum Strategies: An Evaluation of Alternative Explanations.”, NBER Working paper #7159.

Kahneman D., Tversky A. (1979): "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk", *Econometrica*, Vol. 47, No. 2, pp. 263-292

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

Kim Chan-Wung, Park Jinwoo (1994): „Holiday Effects and Stock Returns: Further Evidence", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 29, No. 1, pp. 145-157

Lakonishok, J., & Levi, M. (1982): "Weekend effect in stock return: A note", *Journal of Finance*, 37, 883–889.

Langer, E. (1975): "The illusion of control", *Journal of Personality and Social Psychology*, vol.32, pp. 311-328.

Lee, Charles M. C., Andrei Shleifer, and Richard H. Thaler, (1990): "Anomalies: Closed-end mutual funds", *Journal of Economic Perspectives* 4, 153–164

LeRoy F.S., (2005): "Excess Volatility", University of California, Santa Barbara

LeRoy S., Porter R., (1981): "The Present Value Relation: Tests Based on Variance Bounds." *Econometrica* 49, pp. 555-574.

Levis M. Muradoglu G., Vasileva K., (2010): "Near Home Bias in foreign direct investments", Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1359168>

Lord C., Ross L., Lepper M., (1979): "Biased Assimilation and Attitude Polarization: The effect of Prior theories on subsequently considered evidence", *Journal of personality and social psychology* 37, 2098-2109

Malkiel G. Burton, (1977): "The valuation of closed-end Investment Company Shares", *Journal of Finance*, 32, 847-859

March, James G. & Shapira, (1987): "Zur Managerial Perspectives on Risk and risk Taking", *Management Science*, 33:11 Nov 1987 p.1404 - 1418.

Menue, Vicente, Angel P.,(2004): "Pre-holiday Effect, Large Trades and Small Investor Behaviour", *Journal of Empirical Finance*, Volume 11, Issue 2, March 2004, Pages 231-246.

Mehra, Rajnish, Edward C. Prescott (1985): "The Equity Premium: A Puzzle". *Journal of Monetary Economics* 15 (2): 145–161.

Mehra, R. and E. C. Prescott (2003): "The equity premium in retrospect". In: G. M. Constantinides, M. Harris, and R. Stulz (eds.): *Handbook of the Economics of Finance*. Amsterdam, Netherlands:North-Holland.

Milionis A. E., Moschos D., and Xanthakis M. (1998): "The Influence of Foreign Stock Markets on the Athens Stock Exchange", *Spoudai*, 48, 140-149

Mitra Akhtari (2011): "Reassessment of the Weather Effect: Stock Prices and Wall Street Weather", Undergraduate Economic Review, Volume 7 | Issue 1 Article 19.

Modigliani, F. and Miller, M. (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", American Economy Review, vol.48, pp.261-297.

Muth F. John, (1961): "Rational Expectations and the Theory of Price Movements", Econometrica, Vol. 29, No. 3.

Newell, A., H. A. Simon, (1972): "Human problem solving". Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.

Niarchos, N., Alexakis C., (1998): "Stock market prices, causality and efficiency: evidence for the Athens Stock Exchange". Applied Financial Economics, vol.8, 167-174.

Niarchos, N., Georgakopoulos M., (1986): "The effect of annual corporate profit reports on the ASE: An empirical investigation", Management International Review, 26, pp. 64-72.

Olsen R., (1998): "Behavioral Finance and Its Implications for Stock Price Volatility", Financial Analysts Journal, 52(4): 10-18

Poterba, J., Summers L., (1988): "Mean reversion in stock prices: Evidence and implications", Journal of Financial Economics 22, 27-59.

Rabin, M. (2000): "Inference by believers in the Law of Small Numbers", Forthcoming, Quarterly Journal of Economics, Electronic Copy available at: <http://elsa.berkeley.edu/~rabin/lsn.pdf>

Rabin, M. and Thaler, R.H. (2001): "Anomalies: Risk Aversion", Journal of Economic Perspectives, Vol.15, No.1, pp. 219-232.

Ricciardi V., Simon H., (2000): "What is Behavioral Finance?" Business, Education and Technology Journal, *Fall*, 5

Roberts H., (1959): "Stock Market 'Patterns' and Financial Analysis: Methodological Suggestions", Journal of Finance, Vol. 14, No. 1, 1-10.

Roberts, H. (1967): "Statistical versus clinical prediction of the stock market", Unpublished manuscript.

Robert J. Shiller, (2005): "Behavioral Economics and Institutional Innovation," Cowles Foundation Discussion Papers 1499, Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University.

Rubinstein, M. (2000): "Rational markets: Yes or No? The Affirmative Case", Working Paper Ueberkeley.

Roll, R., (1983): "The Turn-of-the-Year Effect and the Return Premia of Small Firms", *Journal of Portfolio Management*, 9, 18-28).

Saunders, E. M., (1993): "Stock prices and wall street weather", *American Economic Review* 83(5):1337-1345.

Savage, L. (1954): "The Foundations of Statistics". London: Chapman & Hall.

Savage, L. (1964): "The Foundations of Statistics" (Wiley, New York).

Schleifer A., Summers L., (1990): "The noise trader approach to finance", *Journal of Economic Perspectives* 4, pp.19-33.

Schleifer A., Vishny R., (1997): "The limits of Arbitrage", *Journal of Finance*, Vol. LII, No.1

Shefrin, H. (2000): "Beyond greed and fear. Understanding behavioral finance and the psychology of investing", Harvard Business School Press.

Shiller J. Robert, (1999): "Measuring Bubble Expectations and Investor Confidence," Cowles Foundation Discussion Papers 1212, Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University.

Shiller, R., (2006): "Irrational Exuberance", (2nd edition). New York: Broadway Books

Shiller J. Robert, (1981): "Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?," NBER Working Papers 0456, National Bureau of Economic Research

Spyrou S., (1999): "Financial Liberalisation or Financial Repression? The Case of the Greek Equity Market", *The Journal of Southern Europe and the Balkans*, V.1, 65-76

Stengos, T. and Panas, E. (1992): "Testing the efficiency of the Athens Stock Exchange: some results from the banking sector". *Empirical Economics*, vol.17, 239-252.

Scheufele D., Tewksbury D. (2007): "Framing, Agenda Setting, and Priming: The Evolution of Three Media Effects Models", *Journal of Communication* 57, 9–20

Schwartz, H. (1998): "Rationality Gone Awry? Decision Making Inconsistent with Economic and Financial Theory", Westport, Connecticut: Greenwood Publishing Group, Inc

Shefrin H., Statman M., (1985): "The disposition to sell winners too early and ride losses too long: Theory and Evidence", *The Journal of Finance* Volume 40, issue 3, p.777-790

Shiller, Robert J, (1981): “The Use of Volatility Measures in Assessing Market Efficiency”, Journal of Finance, American Finance Association, vol. 36(2), pages 291-304, May

Slovic, P. (1972): “Information Processing, Situation Specificity and the Generality of Risk-Taking Behavior”, Journal of Personality and Social Psychology, vol.22:1, pp.128-134.

Thaler R., (1985): “Mental accounting and consumer choice”, Marketing science, Vol.4 No. 3

Tversky A., Wakker P., (1995):"Risk Attitudes and Decision Weights," Econometrica 63, 1255–1280.

Vlachos A. Vasileios, Kalimeris K. Dimitrios, (2008): “Athens Stock Exchange Market Efficiency: A Filter Rule Approach”, International Conference on Applied Economics – ICOAE

West, K. D., (1988): “Dividend innovations and stock price volatility”, Econometrica 56, 37-61.

Weinstein N., (1980): “Unrealistic Optimism about Future Life Events”, Journal of personality and social Psychology 39, 806-820

Ziemba, W.T., (1991): “Japanese security market regularities: Monthly, turn-of-the-month and year, holiday and golden week effects”. Japan World Econ., 3: 119-146.