

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ & ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ – ΟΛΙΚΗ ΠΟΙΟΤΗΤΑ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΔΙΑΤΡΙΒΗ

***“Η Συμπεριφορά Των Επενδυτών Σε Ακραίες Οικονομικές
Καταστάσεις”***

ΤΣΙΜΑΡΑ Ν. ΕΥΑΓΓΕΛΙΑ

A.M. ΜΔΕ – ΟΠ/1038

Επιβλέπων Καθηγητής:

Αναπληρωτής Καθηγητής Ν. Φίλιππας

ΠΕΙΡΑΙΑΣ, ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2012

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ.....	1
ΠΡΟΛΟΓΟΣ.....	4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο: Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική.....	6
1.1 Ανασκόπηση της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.....	6
1.2 Τα θεμέλια της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής.....	9
1.3 Ορισμός της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής.....	11
1.4 Βασικοί άξονες της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής.....	13
1.5 Κριτική που ασκήθηκε στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική.....	16
1.6 Χρηματοπιστωτική κρίση 2007 και Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική.....	18
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο: Φήμη και Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική.....	21
2.1 Ο ρόλος της φήμης στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική.....	21
2.2 Κατηγοριοποίηση φημών.....	24
2.3 Λόγοι ανάπτυξης μιας φήμης.....	27
2.4 Συνέπειες των φημών στις χρηματαγορές.....	28
2.5 Στρατηγικές για τον έλεγχο των φημών.....	29
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο: Ψυχολογία επενδυτή και λήψη αποφάσεων.....	31
3.1 Ο κύκλος συναισθημάτων του επενδυτή.....	31
3.2 Ο συναισθηματικός κύκλος αισιοδοξίας / απαισιοδοξίας και η ψυχολογία της μάζας.....	37
3.3 Τα επτά “θανάσιμα αμαρτήματα” των επενδύσεων.....	39
3.3.1 Συναίσθημα.....	40
3.3.2 Αλαζονεία.....	64
3.3.3 Αποδιοργάνωση.....	74
3.3.4 Μυωπία.....	80
3.3.5 Ανυπομονησία.....	85
3.3.6 Δειλία.....	87

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο : Θόρυβος στις χρηματαγορές	88
4.1 Εισαγωγή	88
4.2 Η έννοια του θορύβου και ο ρόλος του στις χρηματαγορές	89
4.3. Η συμπεριφορά της αγέλης	94
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο : Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική και Νευροοικονομία	97
5.1. Ψευδαίσθηση του χρήματος.....	97
5.2 Η πλάνη του ορθολογισμού	98
5.3 Ζωώδη ένστικτα	99
5.4 Ο ρόλος της νευροοικονομίας στη λήψη αποφάσεων	101
Συμπεράσματα.....	107
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ.....	109

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή, Δρ. Φίλιππα Νικόλαο για την επιστημονική καθοδήγηση καθ' όλη τη διάρκεια συγγραφής της παρούσης μεταπτυχιακής διατριβής καθώς επίσης, και την οικογένειά μου για την αμέριστη συμπαράστασή της.

Τσιμάρια Ευαγγελία,

Νοέμβριος 2012

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική (behavioral finance) αποτελεί ένα νέο επιστημονικό κλάδο της θεωρίας των χρηματοοικονομικών που λαμβάνει υπόψη την ψυχολογική ιδιοσυγκρασία και το συναισθηματικό κόσμο του επενδυτή προκειμένου να εξηγηθούν ανωμαλίες των χρηματαγορών που μέχρι πρότινος δεν μπορούσαν να ερμηνευθούν από τις κλασσικές θεωρίες της χρηματοοικονομικής επιστήμης. Η σημασία, αυτού του νέου πεδίου αποδεικνύεται από την παρούσα χρηματοπιστωτική κρίση η οποία έδωσε το εφαλτήριο για την εμφάνιση ακραίων οικονομικών καταστάσεων τόσο στην εγχώρια όσο και στη διεθνή αγορά, με αποτέλεσμα ερευνητές της οικονομικής επιστήμης να επαναξιολογήσουν τον τρόπο λειτουργίας των οικονομικών αγορών και να αναθεωρήσουν τις απόψεις τους για τον τρόπο λήψης αποφάσεων, ιδιαίτερα όταν επικρατεί έντονη μεταβλητότητα, αβεβαιότητα και αστάθεια στην αγορά.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η ερμηνεία και εξήγηση όλων αυτών των φαινομένων που αναγκάζουν έναν επενδυτή να λάβει λανθασμένες αποφάσεις, ώστε να αποδειχθεί τελικά ότι οι αγορές απεικονίζουν τις σκέψεις και τα συναισθήματα των συμμετεχόντων σε αυτή. Πιο αναλυτικά, στο πρώτο κεφάλαιο πραγματοποιείται μια εισαγωγή στον τομέα της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, ώστε να γίνει απόλυτα κατανοητή η έννοια αλλά και η σημασία της στον προσδιορισμό και την εξήγηση όλων εκείνων των συναισθηματικών παραγόντων που επηρεάζουν τους επενδυτές κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων, ενώ γίνεται κι ένας συσχετισμός του τομέα με τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007. Εν συνεχεία, περιγράφεται ο ρόλος των φημών στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική, οι λόγοι εμφάνισής τους, οι συνέπειες στη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος, ενώ προτείνονται ορισμένες στρατηγικές αντιμετώπισης των φημών, ώστε ο επενδυτής να αποφεύγει την αναξιόπιστη πληροφορία και να εστιάζει την προσοχή του σε ακριβή γεγονότα και στοιχεία.

Κατόπιν, εμβαθύνουμε στην ψυχολογία των επενδυτών και στο πως τα συναισθηματικά και διανοητικά σφάλματα τους ωθούν σε εσφαλμένες αποφάσεις. Συγκεκριμένα, γίνεται αναφορά στα επτά “θανάσιμα αμαρτήματα” των επενδυτών στα οποία υποκύπτουν με αποτέλεσμα ο επενδυτής να απέχει σημαντικά από τη δημιουργία του ιδανικού χαρτοφυλακίου και να σημειώνει αλλεπάλληλες ζημιές. Στα δύο τελευταία κεφάλαια της παρούσας εργασίας παρουσιάζονται αφενός το θέμα του θορύβου στις χρηματαγορές και αφετέρου της νευροχρηματοοικονομικής (neurofinance) η οποία εστιάζει στον τρόπο λειτουργίας του εγκεφάλου κατά την προσπάθεια αξιολόγησης των δεδομένων που εισρέουν από το εξωτερικό και δυναμικό χρηματοοικονομικό περιβάλλον.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1ο: Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

1.1 Ανασκόπηση της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής

Κρίνεται αναγκαίο, πριν προχωρήσουμε σε βαθύτερη ανάλυση του πεδίου της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής (behavioral finance), να εξηγήσουμε πως προέκυψε η ανάγκη και το ενδιαφέρον για τη μελέτη αυτού του νέου κλάδου της χρηματοοικονομικής θεωρίας.

Από την εξέταση των συγγραμμάτων βγαίνει αβίαστα το συμπέρασμα ότι υπήρχε αρκετό ενδιαφέρον γύρω από την ψυχολογία των επενδυτών. Στις μελέτες του Adam Smith, το 1759 “Η θεωρία των ηθικών συναισθημάτων” και του Jeremy Bentham, το 1789 “Οι ψυχολογικές ερμηνείες της χρησιμότητας” διαπιστώνουμε ότι οι ψυχολογικοί παράγοντες επηρεάζουν τα άτομα κατά τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Πολλά βιβλία γράφτηκαν στα μέσα της δεκαετίας του 1800 καθώς επίσης και στις αρχές του 1900. Ένα σημαντικό βιβλίο του Σκωτσέζου δημοσιογράφου Charles Mackay, το 1900 με τίτλο “Extraordinary delusions and the madness of crowds”, παρουσιάζει ένα αναλυτικό χρονοδιάγραμμα σχετικά με καταστάσεις πανικού στις χρηματιστηριακές αγορές και πως αυτές επηρεάζονται από την συμπεριφορά του πλήθους (group behavior). Όλα τα παραπάνω αποτελούν σημάδια συσχέτισης των κλάδων της ψυχολογίας και της κοινωνιολογίας με αυτόν της χρηματοοικονομικής, ήδη από την κλασσική περίοδο. Το 1870, όμως, με την ανάπτυξη των νεοκλασικών οικονομικών, οι οικονομολόγοι στράφηκαν σε νέες υποθέσεις κι άρχισαν να απομακρύνονται από την ψυχολογία. Δημιούργησαν ένα νέο τύπο επενδυτή, τον “homo economicus”, ο οποίος δρα ορθολογικά και αμερόληπτα. Όμως, διακεκριμένες προσωπικότητες μεταξύ των οποίων ο Vilfredo Pareto, ο Irving Fisher και ο Francis Edgeworth εξακολουθούσαν να δίνουν ιδιαίτερη έμφαση στις ψυχολογικές ερμηνείες των επαναλαμβανόμενων ανωμαλιών που παρατηρούνταν στην αγορά.

Κατά τον Weintraub Roy (2007), η αλήθεια των ακόλουθων υποθέσεων μπορεί να εξηγήσει την επαναλαμβανόμενη εμφάνιση ανωμαλιών στην αγορά:

- Τα άτομα μεγιστοποιούν τη χρησιμότητά τους κι οι επιχειρήσεις μεγιστοποιούν τα κέρδη τους.
- Τα άτομα δρουν ανεξάρτητα σε μια βάση πλήρους πληροφόρησης.
- Τα άτομα έχουν ορθολογικές προτιμήσεις ανάμεσα σε αποτελέσματα που μπορούν να συνδεθούν με κάποια αξία.

Παρόλα αυτά, οι παραπάνω απόψεις δέχθηκαν ισχυρή κριτική, καθώς διαπιστώθηκε ότι η νεοκλασική οικονομική θεωρία αδυνατούσε να εξηγήσει επιτυχώς φαινόμενα και συμπεριφορές της αγοράς. Αντιθέτως, περιέγραφε μια κατάσταση όπου όλα θεωρούνταν δεδομένα κι οι διάφορες αλλαγές πραγματοποιούνταν με τρόπο προβλέψιμο.

Κατά τη δεκαετία του 1960, στα πλαίσια της γνωστικής ψυχολογίας, ο ανθρώπινος εγκέφαλος παρομοιάζεται ως μια συσκευή επεξεργασίας κι ανάλυσης πληροφοριών γεγονός που έρχεται σε αντίθεση με τα συμπεριφορικά μοντέλα τα οποία λαμβάνουν υπόψη τη συμπεριφορά του ατόμου αγνοώντας το μυαλό και την ανθρώπινη συνείδηση. Ψυχολόγοι του συγκεκριμένου κλάδου της ψυχολογίας, όπως είναι ο Amos Tversky, ο Daniel Kahneman κι ο Ward Edwards (1954) επιχείρησαν να συγκρίνουν τα γνωστικά μοντέλα λήψης επενδυτικών αποφάσεων υπό συνθήκες αβεβαιότητας κι έντονου κινδύνου με τα οικονομικά μοντέλα που βασίζονται στην ορθολογική συμπεριφορά των επενδυτών, ώστε να μελετήσουν ακραία φαινόμενα της αγοράς, όπως είναι οι χρηματιστηριακές φούσκες.

Μερικές προτάσεις των νεοκλασικών οικονομικών που έχουν δεχθεί κριτική γιατί δεν αποτυπώνουν επακριβώς τις πραγματικές οικονομικές συνθήκες είναι οι εξής:

- Η πεποίθηση ότι οι επενδυτές δρουν ορθολογικά αναιρεί το γεγονός της ανθρώπινης φύσης των επενδυτών. Οι αγορές αποτελούνται από άτομα και το ανθρώπινο μυαλό λειτουργεί με ένα πολύπλοκο τρόπο. Το πορτραίτο του “homo economicus” διαφέρει σημαντικά από αυτό του πραγματικού επενδυτή ο οποίος λαμβάνει αποφάσεις επηρεαζόμενος σημαντικά από την ψυχολογία του.

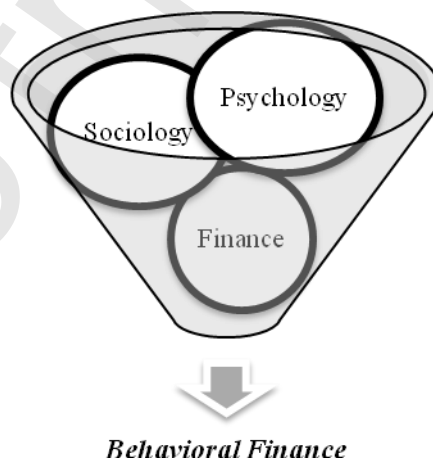
- Η υπόθεση των ορθολογικών προσδοκιών δεν αντικατοπτρίζει την πραγματική κατάσταση που επικρατεί στην αγορά.

Οι παραπάνω ενδοιασμοί ώθησαν τους οικονομολόγους να στηριχθούν στην ψυχολογία προκειμένου να ερμηνεύσουν φαινόμενα της αγοράς και να βρουν απαντήσεις σε μια σειρά από συμπεριφορές που δεν μπορούσαν να εξηγηθούν από τη χρηματοοικονομική θεωρία. Όλα αυτά αποτέλεσαν την πηγή ανάπτυξης αυτού του νέου κλάδου της χρηματοοικονομικής που ονομάζεται συμπεριφορική χρηματοοικονομική.

Συνεχίζοντας την ιστορική αναδρομή, ο βραβευμένος με Νόμπελ Αμερικάνος οικονομολόγος Gary Becker (1968) γράφει το ακόλουθο άρθρο: “Crime and Punishment: An economic approach”, το οποίο πραγματεύεται το θέμα της επιρροής των ψυχολογικών στοιχείων στη λήψη οικονομικών αποφάσεων. Ένας ακόμη βραβευμένος με Νόμπελ Αμερικάνος οικονομολόγος ο Herbert Alexander Simon (1991) αναφέρθηκε στην έννοια της περιορισμένης ορθολογικότητας, βασική ιδέα της οποίας είναι ότι κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων, η ορθολογικότητα των ατόμων περιορίζεται από τις πληροφορίες που διαθέτουν, τους γνωστικούς περιορισμούς του μυαλού τους και το πεπερασμένο χρονικό διάστημα μέσα στο οποίο καλούνται να λάβουν μια απόφαση. Ουσιαστικά, το άτομο αναζητά και πάλι τη μεγιστοποίηση της χρησιμότητάς του αλλά με έναν μη ορθολογικό τρόπο που αντιτίθεται στην παραδοσιακή οικονομική θεωρία. Εντούτοις, αρωγός στη δημιουργία του νέου επιστημονικού πεδίου, της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, αποτέλεσε ένα άρθρο των Kahneman και Tvesky (1979), με τίτλο “Prospect theory : An Analysis of Decision Under Risk”, μέσα από το οποίο προσπάθησαν να ερμηνεύσουν αποκλίσεις στη διαδικασία λήψης οικονομικών αποφάσεων από τη νεοκλασική θεωρία βασιζόμενοι στη γνωστική ψυχολογία.

1.2 Τα θεμέλια της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής

Απ’ όσα αναφέρθηκαν στην προηγούμενη παράγραφο διαπιστώνουμε ότι οι μελέτες που έχουν γίνει γύρω από το θέμα της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής είναι αρκετές. Πολλοί ερευνητές και συγγραφείς έδωσαν τη δικιά τους ερμηνεία για το νέο αυτό επιστημονικό πεδίο, αλλά το κοινό σημείο όλων είναι η σύνδεση που υπάρχει μεταξύ της χρηματοοικονομικής και των κοινωνικών επιστημών όπως είναι η ψυχολογία κι η κοινωνιολογία. Οι τρεις αυτές επιστήμες αποτελούν και τις βάσεις του σύγχρονου κλάδου της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής. Κεντρικός πυρήνας της παραμένει η παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία η οποία σχετίζεται με τη σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου και τη θεωρία αποτελεσματικής αγοράς. Ωστόσο, οι ψυχολογικοί παράγοντες κι οι συναισθηματικοί περιορισμοί αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής. Το διάγραμμα που ακολουθεί αναπαριστά τις βασικές διεπιστημονικές σχέσεις που ενσωματώνει η συμπεριφορική χρηματοοικονομική κι ο πίνακας λίγο πιο κάτω παρουσιάζει τους ορισμούς των τριών επιστημών που την απαρτίζουν.



Διάγραμμα 1: Βασικές επιστήμες που σχετίζονται με τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική, (βλ. άρθρο “What is behavioral finance”, Victor Ricciardi and Helen K. Simon, Business, Education and Journal Fall 2000)

Ψυχολογία : Είναι η επιστημονική μελέτη της συμπεριφοράς, του νου, της σκέψης και των ψυχικών διεργασιών, μαζί με το πώς αυτές οι διεργασίες επηρεάζονται από τη φυσική, τη διανοητική κατάσταση ενός ατόμου και τις συνθήκες που επικρατούν στο εξωτερικό περιβάλλον.

Κοινωνιολογία : Είναι η συστηματική κι επιστημονική μελέτη της κοινωνίας μέσα από την οποία διερευνάται η κοινωνική ζωή διακριτών ατόμων κι ομάδων. Εξετάζει τους κοινωνικούς κανόνες που συνδέουν και διαχωρίζουν τους ανθρώπους όχι μόνον ως άτομα, αλλά ως μέλη ομάδων, οργανώσεων και θεσμών. Ενδιαφέρεται για την συμπεριφορά των ατόμων ως κοινωνικά όντα και επικεντρώνεται κυρίως στην επίδραση των κοινωνικών σχέσεων για τη στάση και τη συμπεριφορά των ατόμων.

Χρηματοοικονομική : Είναι ο κλάδος των Οικονομικών που ασχολείται με την εξεύρεση και διαχείριση κεφαλαίων. Αποτελεί ουσιαστικά την επιστήμη που σχετίζεται με τον καθορισμό της αξίας και τη λήψη αποφάσεων. Χρησιμοποιεί και διανέμει τα διαθέσιμα κεφάλαια κατά την πάροδο του χρόνου λαμβάνοντας υπόψη το ρίσκο απόδοσης της εκάστοτε επένδυσης.

Πίνακας 2: Ορισμοί των τριών επιστημών που ενσωματώνονται στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική (βλ. άρθρο “*What is behavioral finance*”, Victor Ricciardi and Helen K. Simon, Business, Education and Journal Fall 2000)

Μέσα από τη σύνδεση της χρηματοοικονομικής με τις κοινωνικές επιστήμες διαπιστώνουμε ότι η συμπεριφορική χρηματοοικονομική αποτελεί μια πρωτοποριακή επιστήμη για τη λήψη επιχειρηματικών και επενδυτικών αποφάσεων η οποία ερμηνεύει τις πράξεις των επενδυτών από την ανθρώπινη σκοπιά. Ουσιαστικά, το “μαύρο κουτί” του εγκεφάλου δέχεται δεδομένα και νέες πληροφορίες από το εξωτερικό περιβάλλον τις οποίες επεξεργάζεται για να ληφθούν οι κατάλληλες αποφάσεις. Ωστόσο, το άτομο επηρεάζεται σε σημαντικό βαθμό από τα συναισθήματα που νιώθει, με αποτέλεσμα η ψυχολογία του να τον οδηγεί σε λανθασμένες αποφάσεις. Έτσι, παραμερίζοντας το τι λέει η χρηματοοικονομική θεωρία και με μόνο σύμβουλο την συναισθηματική του κατάσταση προβαίνει σε μη ορθολογικές ενέργειες. Επομένως, γίνεται αντιληπτό, πως αυτές οι τρεις επιστήμες μπορούν να αποτελέσουν συστατικά στοιχεία της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής και να ερμηνεύσουν ανεξήγητα από την παραδοσιακή οικονομική θεωρία φαινόμενα ιδιαίτερα όταν επικρατούν ακραίες καταστάσεις στις αγορές και υπάρχει αυξημένη αβεβαιότητα.

1.3 Ορισμός της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής

“Thus, the intuitive judgments that the psychologists have been studying are ultimately very important in determining the direction of the market”

Robert Shiller

Στην πράξη έχει αποδειχθεί ότι οι αγορές δεν είναι αποτελεσματικές και η λήψη αποφάσεων δεν αποτελεί πάντοτε μια ορθολογική διαδικασία με αποτέλεσμα τα άτομα να οδηγούνται σε εσφαλμένες αποφάσεις κι ενέργειες. Έτσι, γεννήθηκε η ανάγκη για τη δημιουργία μιας νέας προσέγγισης η οποία θα ερμηνεύει τις συμπεριφορές των χρηματοοικονομικών αγορών και θα εξηγεί φαινόμενα της αγοράς που η παραδοσιακή οικονομική θεωρία αδυνατούσε να ερμηνεύσει. Επομένως, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική έρχεται να γεφυρώσει το χάσμα μεταξύ θεωρίας και πράξης καθώς διαπιστώνεται ότι η ψυχολογία επηρεάζει σημαντικά τις επενδυτικές αποφάσεις των ατόμων, αφήνοντας στο περιθώριο τα χρηματοοικονομικά μοντέλα και τα ορθολογικά κριτήρια επιλογής μιας απόφασης.

Ουσιαστικά, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική μελετά διεξοδικά τις επιρροές που έχουν οι κοινωνικές αντιλήψεις, οι συναισθηματικές προκαταλήψεις κι οι ψυχολογικοί παράγοντες τόσο σε ατομικό όσο και σε συλλογικό επίπεδο και πως μπορούν να προκαλέσουν ανωμαλίες στην κεφαλαιαγορά, στις τιμές, στις αποδόσεις και στην αξιοποίηση των πόρων. Ειδικότερα, όταν επικρατούν ακραίες οικονομικές καταστάσεις, όπως βιώνουμε και σήμερα, η ανθρώπινη ψυχολογία επιδρά αρνητικά στην οικονομία με αποτέλεσμα τα άτομα, κατά τη συμμετοχή τους στις χρηματοοικονομικές αγορές, να οδηγούνται σε μια πληθώρα διανοητικών και συναισθηματικών σφαλμάτων. Τα λάθη αυτά πηγάζουν από αυταπάτες και ελλιπείς πληροφορίες και μπορούν να αποτελέσουν την αιτία διάλυσης ολόκληρου του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Οι επενδυτικές αποφάσεις των ατόμων που λήφθηκαν με γνώμονα την ψυχολογική και συναισθηματική τους κατάσταση είναι ως επί τον πλείστον λανθασμένες γιατί δεν συντελούν στη μεγιστοποίηση του πλούτου αλλά παρεκκλίνουν τα άτομα από την επιθυμητή πορεία κατευθύνοντάς τα σε ένα δρόμο που κυριαρχούν ο φόβος, η απληστία, η αβεβαιότητα και η συναισθηματική σύγχυση.

Βασικός σκοπός της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής αποτελεί η δημιουργία ενός συνδεδετικού κρίκου μεταξύ όλων εκείνων των στοιχείων που προέρχονται από τον κλάδο των κοινωνικών επιστημών (ψυχολογία, κοινωνιολογία) και των χρηματοοικονομικών έτσι ώστε να παρουσιαστούν τα διανοητικά και συναισθηματικά λάθη των επενδυτών, τα οποία δεν τους επιτρέπουν να πάρουν νηφάλιες αποφάσεις.

Οι περισσότεροι επενδυτές συμπεριφέρονται σχετικά ανορθόδοξα. Οπότε, μέσα από τη μελέτη της ανορθόδοξης συμπεριφοράς τους με βάση τις αρχές της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής μπορούν να αναγνωρίσουν, να κατανοήσουν και να αντιμετωπίσουν τα λάθη τους επιτυχώς.

Η κατανόηση της συμπεριφοράς και της κίνησης των χρηματοοικονομικών αγορών μπορούν να ερμηνευθούν καλύτερα μέσα από την ψυχολογική προσέγγιση του τρόπου λειτουργίας και λήψης αποφάσεων των επενδυτών, παρά μέσα από την ανάλυση και μελέτη των θεμελιωδών αρχών της οικονομικής θεωρίας, της θεωρίας διαχείρισης χαρτοφυλακίου κι αυτής της αποτελεσματικής αγοράς.

Παρόλο που η συμπεριφορική χρηματοοικονομική αποτελεί μια νέα επιστήμη, έχει εδραιωθεί τόσο στην ακαδημαϊκή κοινότητα όσο και στην επαγγελματική. Χαρακτηριστικά παραδείγματα στο χώρο της εκπαίδευσης είναι το Πανεπιστήμιο Mannheim στη Γερμανία, ενώ στον επαγγελματικό στίβο μεταξύ των εταιριών επενδύσεων που βασίζουν τη λειτουργία τους στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική συγκαταλέγονται οι εξής: οι ABAMRO, JP Morgan Chase Bank, Fuller & Thaler Asset Management Inc., Dreman Value Management, Martingale Asset Management και LSV Asset Management. Αξιοσημείωτα παραδείγματα του νέου πεδίου της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής είναι το δημοσίευμα των Kent Daniel, David Hirshleifer και Avandhar Subrahmanyam με τίτλο “Investor psychology and security market under and over – reaction”, στο Journal of Finance το 1999, το δημοσίευμα των Keint Statman και Hersh Shefrin με τίτλο “Behavioral portfolio theory” στο Journal of Financial and Quantitative Analysis το 2000 και το εγχειρίδιο του Richard Thaler που δημοσιεύτηκε από τη New York Times το 2002.

1.4 Βασικοί άξονες της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής

Σύμφωνα με τον Shefrin (2000), οι βασικοί άξονες πάνω στους οποίους κινείται η θεωρία της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής είναι οι ακόλουθοι:

- *Οι ευριστικοί κανόνες (heuristics)* : Αναφέρονται σε εμπειρικούς τρόπους σύμφωνα με τους οποίους οι άνθρωποι προσπαθούν να εξηγήσουν ένα πολυσύνθετο πρόβλημα με ελλιπή πληροφόρηση, να λάβουν αποφάσεις σχετικά με αυτό και τελικά να οδηγηθούν στη λύση του. Προκύπτουν από την εμπειρία τους σε παρόμοια προβλήματα ή λάθη που σημείωσαν κατά το παρελθόν. Η χρήση τέτοιων κανόνων στην καθημερινή ζωή έχει ουσιαστική σημασία και είναι συχνά αποτελεσματική αρκεί να μην επηρεάζει τις προβλέψεις των ανθρώπων και την αντίληψη για τον κίνδυνο που ελλοχεύει κατά τη λήψη μιας απόφασης. Παρόλα αυτά, τα αποτελέσματα που δίνουν είναι χαμηλής αξιοπιστίας. Για παράδειγμα, σε ένα πείραμα παρουσιάστηκαν πολλά μπουκάλια μύρας από διαφορετικές εταιρίες ζυθοποιίας και οι άνθρωποι κλήθηκαν να επιλέξουν τη μύρα που θεωρούσαν καλύτερη. Η πλειοψηφία των ερωτηθέντων κατέληξε στην ακριβότερη μύρα δεδομένου ότι το προϊόν με την υψηλότερη τιμή έχει και την καλύτερη δυνατή ποιότητα. Όταν, όμως, στο μπουκάλι της ακριβότερης μύρας οι ερευνητές τοποθέτησαν μύρα χαμηλότερης αξίας, τότε πάλι οι ερωτηθέντες προτίμησαν την ακριβότερη αγνοώντας πως το περιεχόμενο του μπουκαλιού ήταν κατώτερης ποιότητας σε σχέση με την τιμή. Παρατηρούμε, λοιπόν, ότι οι ευριστικοί κανόνες μπορούν να οδηγήσουν σε συστηματικά σφάλματα και προκαταλήψεις που δύσκολα μπορούν να ανατρέψουν την τελική απόφαση του ατόμου, με αποτέλεσμα να δρα μη ορθολογικά.

- *Ο τρόπος παρουσίασης ενός προβλήματος (framing)* : Αναφέρεται στον τρόπο με τον οποίο παρουσιάζεται ή διατυπώνεται ένα πρόβλημα. Ωστόσο, μια μικρή αλλαγή στη διατύπωση του προβλήματος πιθανόν να οδηγήσει σε διαφορετική απόφαση γεγονός που παραβιάζει την παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία περί ορθολογικής επιλογής, η οποία υποστηρίζει ότι η πλαισίωση ενός προβλήματος δεν επηρεάζει την απόφαση ενός επενδυτή. Η προσέγγιση, δηλαδή, σε ένα πρόβλημα μπορεί να διαφέρει όταν ο τρόπος με τον οποίο διατυπώνονται οι ερωτήσεις αλλάζει. Ας δούμε προσεκτικά το παράδειγμα που ακολουθεί προκειμένου να γίνουν κατανοητά τα όσα αναφέρθηκαν.

Σε ένα πείραμα ειπώθηκε στους συμμετέχοντες να υποθέσουν ότι υπάρχει μια θανατηφόρα ασθένεια που θα επηρεάσει 600 ανθρώπους, έχοντας δύο εναλλακτικές επιλογές:

- 1) 200 από τους 600 ανθρώπους θα σωθούν.
- 2) να σωθούν και οι 600 με πιθανότητα 34% ή να μην σωθεί κανείς με πιθανότητα 66%.

Το 72% των συμμετεχόντων προτίμησε το (1) και το 28% το (2).

Μετά ξαναρωτήθηκαν το εξής:

- 1) οι 400 άνθρωποι θα πεθάνουν.
- 2) δεν θα πεθάνει κανείς με πιθανότητα 34% ή θα πεθάνουν όλοι με πιθανότητα 66%

Στη δεύτερη περίπτωση το 72% προτίμησε τη δεύτερη επιλογή, ενώ το 28% την πρώτη.

Διαπιστώνουμε ότι μια αλλαγή στη διατύπωση του προβλήματος δημιούργησε μεταβολή των προτιμήσεων των ερωτηθέντων από τη μια πρόταση στην άλλη, ενώ ουσιαστικά και στις δύο περιπτώσεις περιγράφεται η ίδια κατάσταση.

Αξίζει να σημειωθεί πως ο τρόπος με τον οποίο ένας επενδυτής επεξεργάζεται ένα πρόβλημα έτσι ώστε να καταλήξει σε μια εφικτή λύση επηρεάζεται σημαντικά από τη συναισθηματική κατάσταση στην οποία βρίσκεται την στιγμή που καλείται να αντιμετωπίσει το πρόβλημα.

- *Η αναποτελεσματικότητα της αγοράς (market inefficiency)* : Αφορά φαινόμενα και καταστάσεις της αγοράς που έρχονται σε αντίθεση με το θεωρητικό υπόβαθρο περί ορθολογικών προσδοκιών, αποφάσεων και αποτελεσματικών αγορών. Ενδεικτικά παραδείγματα τέτοιων περιπτώσεων αποτελούν οι χρηματιστηριακές φούσκες κι οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις. Βασική αιτία για τις ανωμαλίες που παρατηρούνται στην αγορά (π.χ μεταβολή τιμών κι αποδόσεων) είναι η ψυχосύνθεση του ατόμου και η επιρροή στη διαδικασία λήψης αποφάσεων.

1.5 Κριτική που ασκήθηκε στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική

Ακρογωνιαίος λίθος της χρηματοοικονομικής επιστήμης αποτελεί η υπόθεση ότι το άτομο δρα ορθολογικά και αμερόληπτα κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων, παραμένοντας ανεπηρέαστος από συναισθηματικούς και ψυχολογικούς παρορμητισμούς. Ωστόσο, ένας μεγάλος αριθμός οικονομολόγων, οι οποίοι αναφέρθηκαν σε προηγούμενες παραγράφους, αναίρεσαν την παραπάνω θεώρηση παρόλο που η χρήση της είναι ουσιαστική σε αρκετά μοντέλα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων. Η κριτική που ασκήθηκε στη νέα προσέγγιση της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής εστιάζει κυρίως στην ορθολογικότητα του επενδυτή. Υποστηρίζεται ότι η πλειοψηφία των ορθολογικών επενδυτών έχει τη δυνατότητα να επαναφέρει την ισορροπία στην αγορά αποτρέποντας τις τιμές των χρεογράφων να αποκλίνουν από την πραγματική τους αξία, ακόμα κι αν υπάρχει μια μικρή μερίδα επενδυτών μέσα σε αυτή που δρα μη ορθολογικά.

Μερικοί από τους επικριτές της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής είναι:

- Ο Milton Friedman ο οποίος προέβαλε το ακόλουθο επιχειρήμα “as if” defense μέσα από το οποίο αποσκοπεί να υποστηρίξει ότι οι θεωρίες δεν πρέπει να κρίνονται με βάση τις υποθέσεις τους αλλά βάσει των αποτελεσμάτων που αποφέρουν.
- Ο Eugene Fama (1998) ο οποίος είναι υποστηρικτής της υπόθεσης περί αποτελεσματικών αγορών, μέσα από το έργο του “Market efficiency, long – term returns and behavioral finance” επισημαίνει ότι η συμπεριφορική χρηματοοικονομική δε μπορεί να θεωρηθεί ως κλάδος της χρηματοοικονομικής θεωρίας, αλλά μια συλλογή από ανωμαλίες οι οποίες είτε εξαλείφονται από την αγορά είτε εξηγούνται με την υποστήριξη μικροδομημένων επιχειρημάτων (Shiller 2003). Ένα βασικό επιχειρήμα για να υποστηρίξει τη θέση του είναι το “market forces” όπου σύμφωνα με αυτό εφόσον υπάρχουν στην αγορά ορθολογικοί επενδυτές (arbitrageurs) οι μη ορθολογικοί θα τίθενται εκτός αγοράς. Το συγκεκριμένο επιχειρήμα αναπτύχθηκε κι από τον Milton Friedman (1953), ο οποίος υποστήριξε ότι οι ορθολογικοί διαπραγματευτές θα καλύψουν γρήγορα οποιαδήποτε επίδραση έχουν στις αγορές οι μη ορθολογικοί επενδυτές.

- Οι Goodhart *et al.* (2005) υπογραμμίζουν ότι στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική δεν υπάρχει αισθητή διαφορά μεταξύ αγοραίας κι εγγενούς αξίας μιας μετοχής. Φαινόμενα λανθασμένης τιμολόγησης ή τιμολογιακής πολιτικής δεν παρατηρούνται σε συχνή βάση αλλά ακόμη κι αν συμβούν οι ορθολογικοί επενδυτές θα καταφέρουν να επαναφέρουν τις τιμές των μετοχών σε λογικό επίπεδο σύμφωνο με την εγγενή τους αξία (στις θεμελιώδεις τιμές ισορροπίας τους).

Δεν είναι λίγες οι φορές που η θεώρηση περί ορθολογικότητας παραβιάζεται καθώς είναι φανερό πως η τιμή των εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου δεν συμπίπτει με την εσωτερική τους αξία και πολλές μετοχές παρουσιάζουν μια εποχιακή διακύμανση στις τιμές τους. Επίσης, οι επενδυτές δείχνοντας αυξημένη εμπιστοσύνη στις δυνάμεις τους, πιθανόν γιατί στο παρελθόν σημείωσαν υψηλά κέρδη κι αποδόσεις, λαμβάνουν αποφάσεις κατά προσωπική βούληση που οδηγούν σε αποκλίσεις από το ορθολογικό πορτραίτο του επενδυτή.

Εντούτοις, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική αποσκοπεί να προσεγγίσει το μοντέλο του ορθολογικού επενδυτή συνδυάζοντας την παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία με τις κοινωνικές επιστήμες (ψυχολογία, κοινωνιολογία), έτσι ώστε να δοθεί μια κατατοπιστική απάντηση στο ερώτημα «πώς οι μη ορθολογικοί επενδυτές επηρεάζουν τη λειτουργία της αγοράς;».

Τέλος, αξίζει να υπογραμμιστεί ότι ένα από τα επιτεύγματα της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής είναι πως όταν σε μια οικονομία αλληλεπιδρούν ορθολογικοί και μη επενδυτές, τότε τα άτομα που επιδεικνύουν μη ορθολογική συμπεριφορά επηρεάζουν σε σημαντικό βαθμό τις τιμές των μετοχών.

1.6 Χρηματοπιστωτική κρίση 2007 και Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

“Over the course of this crisis, we as an industry caused a lot of damaged. Never has it been clearer how mistakes made by financial companies can affect Main Street, and we need to learn the lessons of the past few years.”

Brian T. Mounihan, CEO and President of Bank of America

“The fear in Europe is very palpable, and it’s spreading to the U.S”

Frank McGhee, Head dealer at Integrated Brokerage Services LLC in Chicago

Η χρηματοοικονομική κρίση που βιώνει σήμερα το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα εμφανίστηκε στις ΗΠΑ το 2007, ενώ τα πρώτα της σημάδια έγιναν ορατά το 2008 μετά από την κατάρρευση, τις συγχωνεύσεις και κρατικοποιήσεις μεγάλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (Bear Stearns, BNP Paribas, Freddie Mac, Fannie Mae, Lehman Brothers, Merrill Lynch, AIG) που είχαν σημειώσει μια αξιόλογη πορεία μέχρι τη στιγμή που ξέσπασε η κρίση.

Ένα χαρακτηριστικό που καθιστά μοναδική τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007 είναι οι σοβαρές συνέπειες που προκλήθηκαν στη λειτουργία της αμερικανικής οικονομίας οι οποίες στη συνέχεια επεκτάθηκαν στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Πρόκειται για μια κρίση με τεράστιο αντίκτυπο σε όλες τις οικονομίες και θεωρείται η μεγαλύτερη από την εποχή της μεγάλης ύφεσης της δεκαετίας του '30, μετά το ξέσπασμα του Οικονομικού Κραχ το 1929 στις ΗΠΑ.

Μετά την κήρυξη πτώχευσης του αμερικανικού κολοσσού Lehman Brothers στις 15/9/2008, η παγκόσμια οικονομία εισήλθε σε μια φάση αποσταθεροποίησης, έλλειψης ρευστότητας στη διατραπεζική αγορά η οποία χαρακτηρίζονταν πλέον από αφερεγγυότητα, κακής λειτουργίας του πιστωτικού συστήματος, δραστικής υποτίμησης της αξίας των περιουσιακών στοιχείων, αποστροφής στην ανάληψη κινδύνου και απειλής της σταθερότητας του τραπεζικού κλάδου.

Απαρχή της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης αποτέλεσε το σπάσιμο της φούσκας των ακινήτων το 2006. Μέχρι τότε, τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων κυμαίνονταν σε πολύ χαμηλά επίπεδα, με αποτέλεσμα να δανείζονται ακόμη και άτομα με ιδιαίτερα χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα. Τα δάνεια χαμηλής εξασφάλισης (sub-prime loans) τα οποία χορηγούνταν σε οικογένειες μη ευκατάστατες ανέρχονταν στο 13% της συνολικής στεγαστικής πίστης των ΗΠΑ.

Η αισιοδοξία ήταν βασικό χαρακτηριστικό της αγοράς όπως αποδείχθηκε και από την ραγδαία ανάπτυξη της οικονομικής δραστηριότητας. Έτσι, όταν στις αρχές Αυγούστου του 2008 τα επιτόκια δανεισμού αυξήθηκαν, πολλές ομάδες του πληθυσμού αδυνατούσαν να καλύψουν τις υποχρεώσεις τους απέναντι στις τράπεζες. Επομένως, η αδυναμία είσπραξης των απαιτήσεων των αμερικανικών τραπεζών από τους δανειολήπτες των subprimes οδήγησε σε μια σειρά από πλειστηριασμούς κατοικιών, αυξήσεις αναλήψεων και μείωση της ρευστότητας των τραπεζών. Τα προβλήματα αυτής της κρίσης μεταφέρθηκαν άμεσα στις υπόλοιπες χρηματοπιστωτικές αγορές προκαλώντας δραματική πτώση σε όλες τις χρηματιστηριακές αγορές του κόσμου. Η απαισιοδοξία ήρθε στο προσκήνιο, οι τράπεζες αβέβαιες για την επιτυχή κάλυψη των κεφαλαιακών τους αναγκών και οι δανειζόμενοι ανίκανοι να πληρώσουν τις δόσεις των δανείων.

Μετά από τα προαναφερθέντα, καταλήγουμε στο συμπέρασμα πως οι ψυχολογικοί και συναισθηματικοί παράγοντες ασκούν επιρροή στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Ο φόβος και ο πανικός, που επικράτησε στην αγορά μετά την άνοδο των επιτοκίων δανεισμού, είχε δυσμενείς επιπτώσεις στην παγκόσμια οικονομία (στο εμπόριο, στις επενδύσεις, στο επίπεδο κατανάλωσης, στην προσφορά εργασίας και στο βιοτικό επίπεδο) και οδήγησε σε ένα ντόμινο οικονομικής καταστροφής που κλόνισε συθέμελα το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα, κυρίως τον τραπεζικό και κτηματομεσιτικό τομέα. Ο επενδυτής δεν παύει πάνω απ' όλα να είναι άνθρωπος και ως ανθρώπινο όν δεν μπορεί να παραμένει αμέτοχο σε όσα διαδραματίζονται γύρω του. Τα έντονα φοβικά σύνδρομα που παρατηρήθηκαν σε κοινωνίες που βίωσαν την οικονομική κρίση αποδεικνύουν ότι οι άνθρωποι δρουν με βάση τη ψυχολογική και συναισθηματική τους κατάσταση, ιδιαίτερα μάλιστα σε συνθήκες έντονης αβεβαιότητας.

Στο σημείο αυτό επιβεβαιώνονται οι αμερικανοί οικονομολόγοι George Akerlof και Robert Shiller (2009) οι οποίοι υποστήριξαν ότι αν τα άτομα ήταν ορθολογικά τότε δε θα υπήρχαν κρίσεις και περίοδοι ύφεσης. Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση έχει καταστήσει σαφές ότι οι ψυχολογικές δυνάμεις είναι τόσο ισχυρές που μπορούν να θέσουν σε κίνδυνο τον πλούτο των εθνών.

Μετά τα αλλεπάλληλα δάνεια που χορηγήθηκαν, την αύξουσα πορεία των τιμών των κατοικιών και την έντονη μεταβλητότητα που επικράτησε στον κλάδο των ακινήτων, παρατηρήθηκε μείωση της εμπιστοσύνης προς τις κεφαλαιαγορές, με αποτέλεσμα τα “ζώωδη ένστικτα” να αποτελούν τις βασικές κινητήριες δυνάμεις των οικονομικών γεγονότων που λαμβάνουν χώρα. Επίσης, ένας από τους πιο επιτυχημένους επενδυτές της οικονομικής σκηνης, ο George Soros, επισήμανε ότι η οικονομική κρίση του 2008 έθεσε υπό αμφισβήτηση τα μοντέλα προσέγγισης της χρηματοοικονομικής θεωρίας και τη θεωρία αποτελεσματικών αγορών, καθώς η ίδια προκλήθηκε από το χρηματοπιστωτικό σύστημα κι όχι από κάποιον εξωτερικό παράγοντα. Η κρίση εντάθηκε τους πρώτους μήνες του 2009, όπου ο φόβος κατάρρευσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος κυριαρχούσε και η βιωσιμότητα των χρηματοπιστωτικών οργανισμών τέθηκε υπό αμφισβήτηση. Τότε, άρχισαν να γίνονται εμφανείς οι επιπτώσεις της κρίσης στην ελληνική οικονομία, η οποία βρίσκεται σε δυσμενή θέση με τα σενάρια περί χρεοκοπίας, εξόδου από την ευρωζώνη και επαναφοράς της δραχμής να ακούγονται καθημερινώς στα ΜΜΕ. Η ελληνική κοινωνία βιώνει μια κατάσταση φόβου, πανικού και αβεβαιότητας με κύρια χαρακτηριστικά το υψηλό δημόσιο χρέος, το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας, τη συρρίκνωση του ΑΕΠ, την εκρηκτική αύξηση της ανεργίας και τη μεταφορά μεγάλου αριθμού καταθέσεων σε τράπεζες του εξωτερικού. Συμπτώματα άγχους και έλλειψης εμπιστοσύνης απέναντι στο ελληνικό κράτος που πάσχει από οργανωτική ανεπάρκεια είναι εμφανή, καθώς οι Έλληνες πολίτες αμφιβάλουν για το μέλλον και την οικονομική ευημερία της χώρας τους κι οι παγκόσμιοι επενδυτές αρνούνται να επενδύσουν ποσοστό των κεφαλαίων τους λόγω του υψηλού κινδύνου στην απόδοση του χαρτοφυλακίου τους.

Η πολυπλοκότητα της σύγχρονης πραγματικότητας αποδεικνύει ότι η συμπεριφορική χρηματοοικονομική σε συνδυασμό με την επιστήμη της ψυχολογίας μπορεί να δώσει σαφείς απαντήσεις σε ακραία φαινόμενα της αγοράς εξετάζοντας όλες τις πτυχές της ανθρώπινης συμπεριφοράς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο: Φήμη και Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

2.1 Ο ρόλος της φήμης στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική

“Nothing moves as fast as a rumor”

Titus Livius Roman Historian 59 B.C – 17 A.D

“A trader may, when it comes to rumors on stock exchange, not even trust his own father”

Andre’ Kostolany

Πολλές φορές, ο ανθρώπινος εγκέφαλος παρομοιάζεται ως ένα “μαύρο κουτί” που δέχεται πληροφορίες και δεδομένα από το εξωτερικό περιβάλλον. Κατόπιν, τα επεξεργάζεται και τα αναλύει προκειμένου να ληφθούν οι απαραίτητες αποφάσεις ανάλογα με το πρόβλημα ή την κατάσταση που το άτομο αντιμετωπίζει κάθε φορά. Παρόλα αυτά, υπάρχει περίπτωση μέσα στις νέες πληροφορίες να εσωκλείονται ασαφή ή ανακριβή στοιχεία τα οποία είναι πιθανόν να έρχονται σε αντίθεση με τις παγιωμένες απόψεις ή πεποιθήσεις που έχει το εκάστοτε άτομο στο μυαλό του. Αυτά τα στοιχεία, που αποτελούν και μια ιδιαίτερη μορφή επικοινωνίας, μπορούμε να τα ονομάσουμε φήμες, γιατί δεν εμπεριέχουν κάποια απόδειξη αλήθειας και δεν εμφανίζουν κάποιο ίχνος αξιοπιστίας. Καθώς, λοιπόν, οι γνώσεις που διοχετεύονται στο “μαύρο κουτί” διαφέρουν από τις καθιερωμένες, το άτομο οδεύει προς μια κατάσταση που ονομάζεται στον κλάδο της κοινωνικής ψυχολογίας ως γνωστική ασυμφωνία (cognitive dissonance). Η γνωστική ασυμφωνία η οποία αναπτύχθηκε από τον Αμερικάνο κοινωνικό ψυχολόγο Leon Festinger *et al.* (1956), υποστηρίζει ότι όταν τα άτομα ωθούνται να συμπεριφέρονται με τρόπους που δε συνάδουν με τις πεποιθήσεις και τις ιδέες τους, τότε προκαλείται μια δυσάρεστη ψυχολογική ένταση λόγω των αντικρουόμενων απόψεων. Επομένως, μέσα από την ανάπτυξη και πρόοδο της τεχνολογίας, οι νέοι διάυλοι επικοινωνίας, όπως είναι το διαδίκτυο, δημιουργούν ένα πρόσφορο έδαφος για τη διάδοση φημών στις εγχώριες και διεθνείς αγορές. Πέρα από τον έντυπο τύπο, ο ηλεκτρονικός καθώς και άλλα μέσα μαζικής ενημέρωσης προσφέρουν στο κοινωνικό σύνολο έναν τεράστιο όγκο πληροφοριών όπου μέσα σε αυτόν εμπεριέχονται ασύμμετρα μηνύματα και μη έγκυρες ιστορίες σε σχέση με την υφιστάμενη κατάσταση στην αγορά τα οποία οδηγούν τα άτομα σε λανθασμένες επιλογές.

Με ένα κλικ στον παγκόσμιο ιστό, ο επενδυτής μπορεί να βρεθεί μπροστά σε ένα πλήθος δεδομένων και πληροφοριών και να βρει απαντήσεις για οποιοδήποτε θέμα τον απασχολεί. Ιδιαίτερα στις σημερινές σύγχρονες κοινωνίες, οι φήμες κυκλοφορούν όπως ο αέρας που αναπνέουμε και μέσα από την ανάγκη και επιθυμία των επενδυτών, των μάνατζερ κι άλλων ενδιαφερόμενων μερών να κατανοήσουν ποιες είναι οι ρίζες των φημών ή ποιες δυνάμεις τις δημιουργούν, αυξάνονται όλο και περισσότερο. Έτσι, γίνεται αντιληπτό πως όταν δεν είναι γνωστή η πηγή της πληροφορίας, το άτομο καλείται να διαχωρίσει το ψέμα από την αλήθεια, την πραγματικότητα από τη φαντασία και την πραγματική πληροφορία που βρίσκεται πίσω από μια είδηση από τη φήμη.

Υπάρχει η πεποίθηση ότι η φήμη αντιπροσωπεύει ένα συλλογικό (κοινωνικό) φαινόμενο με μια δυναμική που μπορεί να εξηγηθεί μέσα από τον συνδυασμό ψυχολογικών και περιστασιακών παραγόντων. Στο βιβλίο των κοινωνικών ψυχολόγων Gordon Allport και Leo Postman (1947) με τίτλο “The psychology of rumor” επηρεασμένοι από τα δρώμενα του Β’ Παγκόσμιου Πολέμου κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η μετάδοση της φήμης είναι παρόμοια με μια διαδικασία συλλογικής επίλυσης προβλημάτων κι ότι οι φήμες τίθενται σε κίνηση και εξάπλωση όταν επικρατεί ασάφεια σχετικά με τα γεγονότα που περιβάλλουν μια κατάσταση καθώς κι όταν το θέμα της ιστορίας έχει ιδιαίτερη σημασία τόσο για τον ομιλητή όσο και για τον ακροατή. Επίσης, οι Walker και Beckerle (1987), υποστήριξαν πως οι φήμες παράγονται και διαχέονται όταν οι συνθήκες στην αγορά αναγκάζουν τα άτομα να είναι συναισθηματικά φορτισμένα και να αισθάνονται φόβο.

Όμως, τι είναι αυτό που πραγματικά κρατά τις φήμες στην επικαιρότητα από την στιγμή που θα κυκλοφορήσουν; Η απάντηση στο ερώτημα είναι πολύ απλή, αν σκεφτούμε πως το περιεχόμενο τους τίθενται υπό αμφισβήτηση όσον αφορά την εγκυρότητα και στην προέλευσή του. Ο βαθμός πειστικότητας τους καθορίζει το βαθμό διάδοσής τους και αποτελεί το βασικό κριτήριο αξιολόγησης της αξιοπιστίας τους (Rosnow *et al.* (1986)).

Δηλαδή, αν οι φήμες διαθέτουν μια δόση λογικής που να μπορεί να γίνει αντιληπτή από τον αποδέκτη τους, τότε μπορούν να μεταφερθούν στο ευρύτερο κοινωνικό σύνολο.

Είναι γενικά αντιληπτό ότι οι χρηματοοικονομικές φήμες είναι ταυτόσημες με όσες είναι επιχειρηματικά προσανατολισμένες. Οι οικονομικές φήμες είναι αρκετά διαδεδομένες εξαιτίας του μεγάλου ενδιαφέροντος που παρουσιάζουν τα ενδιαφερόμενα μέρη για τη μελλοντική πορεία τόσο της οικονομίας όσο και των κεφαλαίων που κατανέμονται στο χαρτοφυλάκιό τους, καθώς και των επιπτώσεων που μπορεί να έχουν ορισμένοι λανθασμένοι χειρισμοί σε αυτό. Αυτό υποδηλώνει ότι ο καθοριστικός παράγοντας για τις επιπτώσεις των χρηματοοικονομικών φημών στην αγορά είναι η αλήθεια που υπάρχει μέσα στην πληροφορία που μεταφέρουν.

Ενδείξεις για τα παραπάνω έχουν ληφθεί από μια έρευνα (2002) που διεξήχθη από τους Allan J. Kimmel (Professor of Marketing at ESCP Europe Paris campus) και Anne – Françoise Audrain (marketing researcher at Audrain) και στην οποία συμμετείχαν 40 μάνατζερ γαλλικών εταιριών και ειδικοί στον τομέα της επικοινωνίας. Τα αποτελέσματα της παραπάνω έρευνας έδειξαν ότι οι μεταβλητές που προσδιορίζουν τη σημασία και την ακρίβεια του περιεχομένου της φήμης αποτελούσαν ουσιαστικά και τους πιο ισχυρούς παράγοντες της συχνότητας εμφάνισής τους στην αγορά. Ένα ακόμη συμπέρασμα της έρευνας είναι πως οι φήμες που αποδείχθηκαν αληθείς χαρακτηρίστηκαν από τους ερωτηθέντες περισσότερο ακριβείς καθώς διαδίδονταν, σε σχέση, βέβαια, με τις ψευδείς φήμες οι οποίες αυξήθηκαν με περισσότερα διαστρεβλωμένα στοιχεία.

Τέλος, όσον αφορά τις χρηματοοικονομικές φήμες, σε αυτό που επιδεικνύεται ιδιαίτερη προσοχή από τα ενδιαφερόμενα μέρη είναι τόσο το περιεχόμενό τους όσο και ο στόχος στον οποίο αποσκοπούν. Τέτοιου είδους φήμες αναδύονται σε καθημερινή βάση στις χρηματοοικονομικές αγορές κατόπιν πραγματοποίησης συγχωνεύσεων ή εξαγορών εταιριών ή ακόμη και μετά από κινήσεις των τιμών των μετοχών.

2.2 Κατηγοριοποίηση φημών

Οι φήμες στις χρηματαγορές μπορούν να ταξινομηθούν σε τρεις κατηγορίες ανάλογα με το περιεχόμενό τους και ειδικότερα αν αυτό σχετίζεται με επιχειρήσεις, φυσικά πρόσωπα καθώς και με την οικονομική ή πολιτική αρένα. Οι κατηγορίες αυτές αναλύονται στη συνέχεια.

Χρηματοοικονομικές φήμες που σχετίζονται με επιχειρήσεις : Πρόκειται για αναληθείς και μη επιβεβαιωμένους ισχυρισμούς αναφορικά με τη χρηματοοικονομική πορεία και επιχειρηματική δραστηριότητα κάποιων εταιριών, όπως όταν μια εταιρία X φημολογείται ότι θα εξαγοράσει την εταιρία Y. Ας λάβουμε ως παράδειγμα τη Deutsche Bank AG. Τον Οκτώβρη του 2000, οι μετοχές της τράπεζας σημείωσαν πτώση της τάξεως του 7%, λόγω της φήμης που επικρατούσε ότι είχε χάσει 1 δις δολάρια σε μια συμφωνία που επιχείρησε για ένα junk-ομόλογο (βλ. *International Herald Tribune, the global edition of New York Times, 12/10/2000, “Junk-bond rumors”*).

Χρηματοοικονομικές φήμες που σχετίζονται με φυσικά πρόσωπα : Πρόκειται για φήμες που αφορούν πρόσωπα τα οποία ασκούν επιχειρηματική δραστηριότητα στη χρηματοοικονομική αγορά και των οποίων οι ενέργειες έχουν αντίκτυπο τόσο στην οικονομική σταθερότητα των επιχειρήσεών τους όσο και στις αγορές. Ένα κατατοπιστικό παράδειγμα που μπορούμε να αναφέρουμε είναι η περίπτωση της εταιρίας λογισμικού και βάσεων δεδομένων Oracle. Τη χρονιά του 2000 κυκλοφορούσε η φήμη στις αγορές ότι ο επικεφαλής των χρηματοοικονομικών της εταιρίας δεν ήταν ευχαριστημένος με τη μέχρι τότε πορεία της και επρόκειτο να εγκαταλείψει τη θέση του. Αμέσως σημειώθηκε κατακόρυφη πτώση των μετοχών της αγγίζοντας το 15% στο δείκτη NASDAQ εξαιτίας κάποιων λανθασμένων συναλλαγών ως αποτέλεσμα της επικείμενης είδησης.

Χρηματοοικονομικές φήμες που σχετίζονται με γεγονότα : Αφορούν γεγονότα που λαμβάνουν χώρα τόσο στο οικονομικό όσο και στο πολιτικό σκηνικό. Ας θυμηθούμε τι έγινε στις αρχές του Φεβρουαρίου του 2004, όταν δημοσιεύματα σε μια κινεζική οικονομική εφημερίδα υποστήριζαν πως η Κυβέρνηση της Κίνας αναμένεται να ανατιμήσει το γουάν σε ποσοστό περίπου 5% κατά τους επόμενους μήνες.

Η παραπάνω δήλωση αύξησε τις ελπίδες στις ΗΠΑ για ένα μικρότερο εμπορικό έλλειμμα και μια σταδιακή μείωση των θέσεων εργασίας στον κλάδο των κατασκευών στην Κίνα.

Επιπροσθέτως, οι χρηματοοικονομικές φήμες μπορούν να διαχωριστούν σε έξι κατηγορίες με βάση την πηγή προέλευσής τους και το είδος εμφάνισής τους. Λαμβάνοντας υπόψη αυτούς τους δυο παράγοντες έχουμε τους ακόλουθους τύπους φημών:

- 1) Όταν το κοινό δε λαμβάνει σαφείς πληροφορίες και απαντήσεις σε φλέγοντα ζητήματα που απασχολούν το ευρύτερο κοινωνικό σύνολο, τότε διαμορφώνει προσωπική άποψη για τις καταστάσεις που βιώνει, γεγονός που ενδέχεται να οδηγήσει στη δημιουργία φήμης. Η διαδικασία εμφάνισης της φήμης είναι τυχαία καθώς τα άτομα επιλέγουν τα σενάρια που είναι περισσότερο ευνοϊκά και παρουσιάζουν υψηλή πιθανότητα επαλήθευσης.
- 2) Σε αντίθεση με την πρώτη περίπτωση, φήμες είναι πιθανόν να δημιουργηθούν αποσκοπώντας στο κέρδος. Παράδειγμα αποτελεί η δήλωση σε οικονομική εφημερίδα του διευθύνοντα συμβούλου της αεροπορικής εταιρίας Swiss για επικείμενη συγχώνευση με τη Lufthansa έτσι ώστε οι εταιρίες να είναι πιο κερδοφόρες. Το δημοσίευμα αυτό δεν επιβεβαιώθηκε. Ωστόσο, τάραξε τις αγορές καθώς αναμένονταν συγχώνευση των δύο εταιριών.
- 3) Μια πληροφορία που περιέχει δυσνόητα στοιχεία και μηνύματα μπορεί να οδηγήσει σε φήμη, καθώς το κοινό δεν αντιλαμβάνεται τον σκοπό της είδησης με αποτέλεσμα να αντιδρά με ένα τρόπο υπερβολικό απέναντι σε αυτήν. Στα μέσα της δεκαετίας του 1980, η Procter & Gamble έπεσε θύμα θρησκευτικών κοινοτήτων, καθώς θεωρήθηκε ότι πίσω από το λογότυπό της υπήρχε μια κρυφή μορφή του διαβόλου.
- 4) Όσον αφορά την περίπτωση που αναλύθηκε προηγουμένως, υπάρχει το ενδεχόμενο να διαδίδονται ερμηνείες μιας συγκεκριμένης είδησης επίτηδες, προκειμένου οι αποδέκτες να οδηγηθούν σε λανθασμένες επιλογές κι αποφάσεις.

- 5) Η πέμπτη κατηγορία χαρακτηρίζεται από την αβεβαιότητα της πηγής προέλευσης της φήμης καθώς δεν υπάρχει κάποιο σημάδι ή λεπτομέρεια σχετικά με αυτήν. Αποτελεί προϊόν φαντασίας και μπορεί να προκαλέσει στο κοινό συναισθήματα φόβου και ανησυχίας.
- 6) Η επόμενη κατηγορία είναι το αντίθετο ακριβώς της προγενέστερης, καθώς η φαντασία μπορεί να δημιουργήσει φήμες επίτηδες εξυπηρετώντας έναν συγκεκριμένο σκοπό.

Τα όσα αναφέρθηκαν αναπαριστώνται στον πίνακα που ακολουθεί:

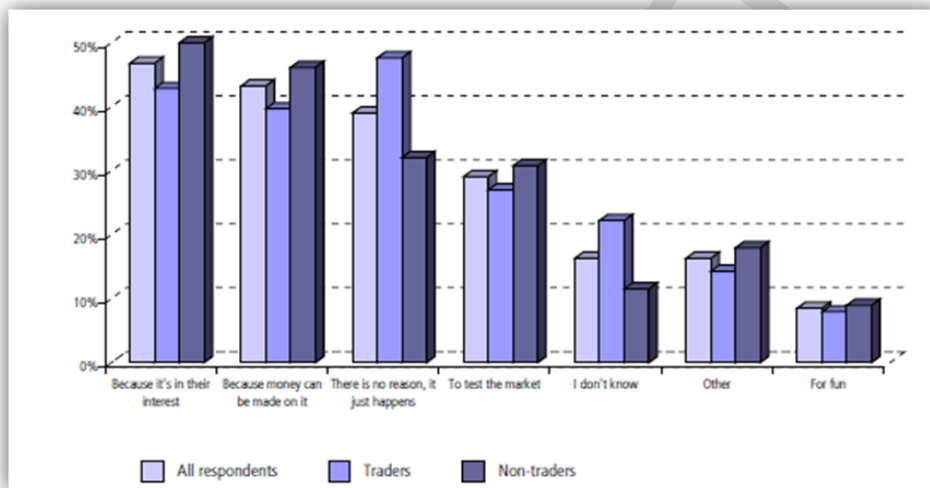
		Πηγή προέλευσης της φήμης		
		Από ένα γεγονός	Από μια λεπτομέρεια	Από τη φαντασία
Είδος εμφάνισης φήμης	Αυθόρμητα	1	3	5
	Επίτηδες	2	4	6

Πίνακας 3: Κατηγοριοποίηση των φημών με βάση την πηγή προέλευσης και το είδος εμφάνισής τους (βλ. Schindler Mark, “*Rumors in financial markets: Insights into Behavioral Finance*”, 2007, Wiley Finance)

Οι φήμες που κυκλοφορούν στις χρηματαγορές έχουν σημαντική επιρροή στα συναισθήματα τόσο των καταναλωτών όσο και των εμπόρων. Τα επηρεάζουν είτε αρνητικά είτε θετικά. Μπορεί να είναι αισιόδοξοι κι ενθουσιασμένοι με την ανακοίνωση μιας ευχάριστης είδησης ή αντίθετα απαισιόδοξοι για την έκβαση μιας κατάστασης που τους απασχολεί με αποτέλεσμα να νιώθουν φόβο και έντονη ανησυχία. Διαπιστώνουμε ότι η συναισθηματική φόρτιση του ατόμου καθώς και η ψυχολογική του διάθεση παρουσιάζουν διακυμάνσεις ανάλογα με τα νέα και τις πληροφορίες που λαμβάνουν απ’ όσα διαδραματίζονται στη χρηματοοικονομική αρένα. Γι’ αυτό, οι συμμετέχοντες σε αυτή πρέπει να εξετάζουν όλα τα πιθανά σενάρια πριν προβούν σε επιχειρηματικές και επενδυτικές αποφάσεις. Αυτό, βέβαια, προϋποθέτει ότι είναι γνώστες της παραδοσιακής οικονομικής θεωρίας, της σύγχρονης χρηματοοικονομικής θεωρίας και της υφιστάμενης κατάστασης τόσο στις εγχώριες όσο και στις διεθνείς αγορές ή έστω έχουν τον κατάλληλο σύμβουλο για την κάθε τους κίνηση.

2.3 Λόγοι ανάπτυξης μιας φήμης

Ύστερα από μια έρευνα που πραγματοποιήθηκε από το Ινστιτούτο Εμπειρικής Έρευνας, στον κλάδο των Οικονομικών, του Πανεπιστημίου της Ζυρίχης, καταγράφηκαν οι λόγοι που οδηγούν στη δημιουργία μιας φήμης. Η έρευνα έλαβε χώρα μέσω του διαδικτύου όπου εστάλησαν ερωτηματολόγια σε περίπου 200 επαγγελματίες τόσο του ιδιωτικού όσο και του δημόσιου τομέα αλλά και σε υπαλλήλους τραπεζών κι επενδυτικών εταιριών. Επίσης, στα πλαίσια της έρευνας διεξήχθησαν συνεντεύξεις με επιλεγμένους εμπόρους και πωλητές που είχαν βρεθεί αντιμέτωποι με φήμες που σχετίζονταν με χρηματοπιστωτικές αγορές κατά το παρελθόν. Οι λόγοι αυτοί φαίνονται στο διάγραμμα που ακολουθεί:



Διάγραμμα 4: Γιατί αναπτύσσεται μια φήμη; (βλ. “*Rumors in Financial Markets: Survey on how they evolve, spread and are traded on*”, Mark P. Schindler, Ιούνιος 2003)

Όπως παρατηρούμε από το παραπάνω διάγραμμα, ορισμένοι από τους συμμετέχοντες στην έρευνα (περίπου το 42%) επέλεγον ως λόγο δημιουργίας μιας φήμης, το γεγονός ότι κάποιος μπορεί να κερδίσει πολλά λεφτά πλάθοντας μια ανακριβή είδηση, ενώ το 38% υποστηρίζει πως ο λόγος δημιουργίας μιας φήμης είναι αυθόρμητος και ότι κατασκευάστηκε απλά για να υπάρχει. Ωστόσο, η πλειοψηφία των ερωτηθέντων, στηρίζει την άποψη ότι είναι προς το συμφέρον των δημιουργών της, οι οποίοι έχουν συγκεκριμένους στόχους που θέλουν να πετύχουν μέσα από τη διάδοση μη έγκυρων και αναξιόπιστων πληροφοριών στην αγορά.

2.4 Συνέπειες των φημών στις χρηματαγορές

Οποιοσδήποτε κι αν είναι ο χαρακτήρας των φημών, όσες αφορούν την πορεία των χρηματαγορών ασκούν ιδιαίτερη επιρροή στη διαδικασία λήψης αποφάσεων από τους επενδυτές. Εκτιμάται ότι οποιαδήποτε αλλαγή στην τιμή ή τον όγκο πωλήσεων των μετοχών, των ομολόγων ή των εμπορευμάτων πρέπει να συνάδει με τα νέα γεγονότα που αφορούν αλλαγές στις τιμές των ανταγωνιστών, στις διακυμάνσεις των επιτοκίων, στα προβλήματα που υπάρχουν στον εργασιακό τομέα, στις ανακοινώσεις απολύσεων, στα νέα προϊόντα και σε μια σειρά από άλλους παράγοντες. Όσον αφορά την κατηγορία φημών που σχετίζεται με την εξαγορά μετοχικών τίτλων ισχύουν τα ακόλουθα:

- Η αγορά αντιδρά αποτελεσματικά σε φήμες αναφερόμενες σε εξαγορές, ενώ δεν είναι εφικτή η δημιουργία υψηλών κερδών από την αγοραπωλησία μετοχών εταιριών που είναι αντικείμενα σχολιασμού διαδεδομένων φημών.
- Πριν από τη δημόσια ανακοίνωση για εξαγορά σημειώθηκε αύξηση της τιμής της μετοχής, ενώ τη στιγμή της δημοσίευσης της συγκεκριμένης είδησης στην εφημερίδα Wall Street υπήρχε μια ουδετερότητα στην αγορά χωρίς να παρατηρείται κάποια ιδιαίτερη επιχειρηματική κίνηση.
- Οι φήμες σπάνια προβλέπουν επικείμενες προσφορές εξαγοράς, καθώς η έρευνά τους απέδειξε ότι σε λιγότερο από το μισό του δείγματός τους, οι φήμες προέβλεψαν σωστά την εξαγορά σε διάστημα ενός έτους.

2.5 Στρατηγικές για τον έλεγχο των φημών

Οι ακόλουθες προτάσεις και στρατηγικές αντιμετώπισης κακόβουλων φημών μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τα ανώτερα στελέχη ως μηχανισμοί άμυνας και πρόληψης από τις κακεντρεχείς φήμες και τις συνέπειες αυτών για την οικονομική ευημερία των εταιριών τους.

Αξιοπίστες δημόσιες σχέσεις : Οι δημόσιες σχέσεις αποτελούν στις μέρες μας ένα από τα πλέον αποτελεσματικά μέσα εξασφάλισης εμπιστοσύνης στο πρόσωπο μιας εταιρίας. Μέσα από τις δημόσιες σχέσεις η εταιρία αναπτύσσει δραστηριότητες που έχουν σχεδιαστεί όχι μόνο για να αποκτήσει μια ευνοϊκή, ισχυρή και θετική εικόνα στην αγορά αλλά και για να ελαχιστοποιήσει την πιθανότητα εμφάνισης δυσμενών συνεπειών στην επιχειρηματική πορεία της εταιρίας από κακοπροαίρετες φήμες.

Επαγρύπνηση : Οι οικονομικές φήμες θα πρέπει να θεωρούνται ο κανόνας κι όχι η εξαίρεση στο σύγχρονο επιχειρηματικό περιβάλλον. Τα ανώτερα κι ανώτατα στελέχη μιας εταιρίας πρέπει να είναι σε εγρήγορση καθώς υπάρχει το ενδεχόμενο να βρεθούν κάποια στιγμή αντιμέτωποι με φήμες και τότε θα πρέπει να διακριβώσουν ποιες από αυτές είναι οικονομικά συμφέρουσες για την εταιρία και ποιες όχι. Η ευκαιρία υπάρχει αρκεί να γίνει γρήγορα αντιληπτή. Γενικά, οφείλουν να παρακολουθούν σε τακτική βάση όσες αλλαγές συμβαίνουν στην αγορά όπως είναι οι αυξομειώσεις στον όγκο των πωλήσεων άλλων ανταγωνιστριών εταιριών ή αλλαγές που σημειώθηκαν στον κύκλο εργασιών τους.

Υπεύθυνοι παρακολούθησης και ελέγχου φημών : Θα ήταν αρκετά ωφέλιμο για μια εταιρία να ορίσει ελεγκτές φημών των οποίων βασική αρμοδιότητα θα αποτελούσε η ανίχνευση κακόβουλων για την εταιρία φημών, αν λάβουμε υπόψη την ταχύτατη ανάπτυξη του διαδικτύου ως ένα μέσο επικοινωνίας μέσα από το οποίο μπορούν να μεταδοθούν παραπλανητικές πληροφορίες για μια εταιρία στον παγκόσμιο επιχειρηματικό ή μη κόσμο μέσα σε κλάσματα δευτερολέπτου.

Σχέδιο διαχείρισης κρίσεων : Υποθέτοντας ότι μια δυνητικά κακοπροαίρετη φήμη αρχίζει να κυκλοφορεί για μια συγκεκριμένη επιχείρηση, εκείνη θα πρέπει να είναι έτοιμη να διαμορφώσει ένα σχέδιο άμυνας έτσι ώστε να τη διαχειριστεί αποτελεσματικά. Το σχέδιο πρέπει να έχει τέσσερα βασικά χαρακτηριστικά: ακρίβεια, αξιοπιστία, συνοχή, προβλεπτικότητα (όσον αφορά το ρόλο και την αντίδραση των μέσων μαζικής ενημέρωσης απέναντι στη φήμη).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο: Ψυχολογία επενδυτή και λήψη αποφάσεων

3.1 Ο κύκλος συναισθημάτων του επενδυτή

“I can calculate the motions of heavenly bodies...But not the madness of people!”

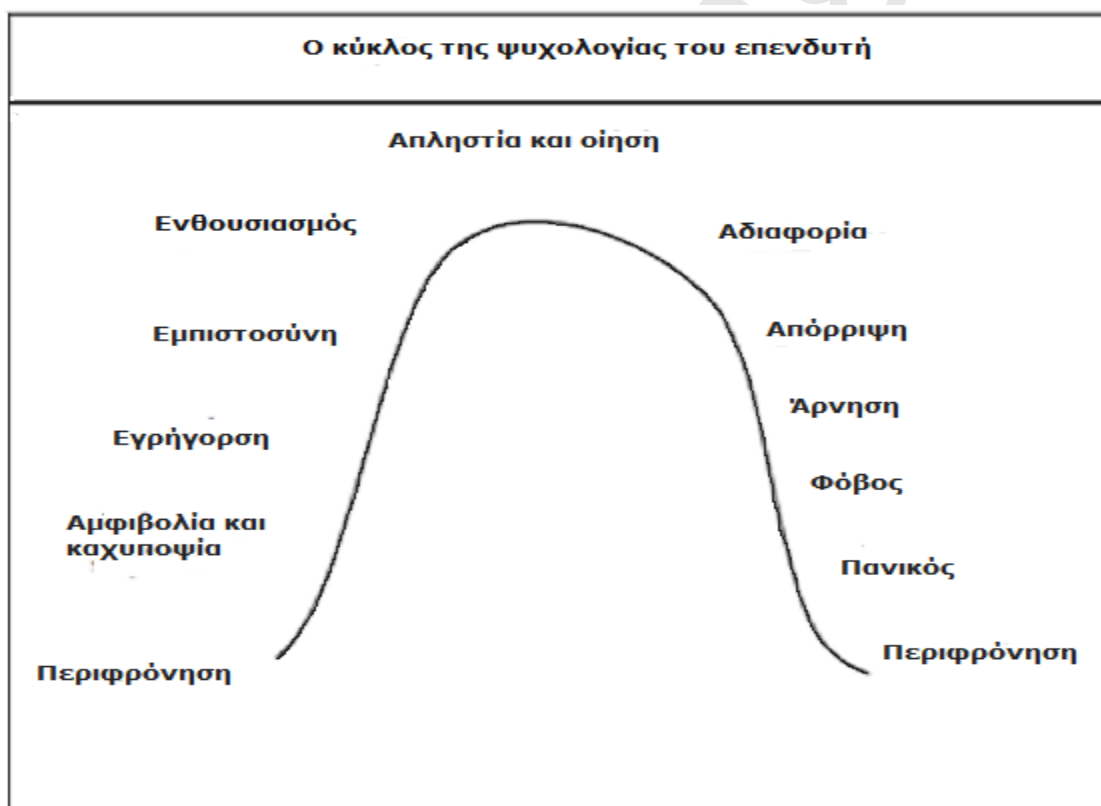
Isaac Newton (1642 – 1727)

Οι επενδυτές, όντας ανθρώπινα όντα, όταν κληθούν να λάβουν αποφάσεις κατευθύνονται από τα συναισθήματά τους. Παρά πολλές φορές, οι αποφάσεις τους δεν προέρχονται από κάποια συνεκτική ανάλυση των δεδομένων και των στοιχείων που διαθέτουν, αλλά από το πώς οι ίδιοι αντιλαμβάνονται τις ευκαιρίες και τις απειλές του εξωτερικού οικονομικού περιβάλλοντος. Έτσι, από ψυχολογική σκοπιά, η θέση του επενδυτή στη χρηματαγορά θα μπορούσε να θεωρηθεί ως ένας αέναος κύκλος που διέπεται από το συναίσθημα καθώς κι από άλλους ψυχολογικούς παράγοντες.

Η πορεία των χρηματαγορών έχει παρουσιάσει πολλές διακυμάνσεις κυρίως τα τελευταία 20 χρόνια, με αποτέλεσμα η ψυχολογία των συμμετεχόντων σε αυτές να έχει περάσει σε ένα νέο επίπεδο, αυτό της απαισιοδοξίας. Όμως, ποιος είναι ο λόγος που κρύβεται πραγματικά πίσω από την εναλλαγή των συναισθημάτων των επενδυτών; Μια πιθανή απάντηση θα μπορούσε να είναι η μεταβλητότητα της αγοράς, η οποία αποτελεί και εγγενές χαρακτηριστικό της. Οι επενδυτές πρέπει να συνειδητοποιήσουν ότι οι χρηματοπιστωτικές αγορές δεν εμφανίζουν κάποια λογική πορεία και δεν είναι καθ’ όλα αποτελεσματικές, καθώς η κατεύθυνση προς την οποία κινούνται, ορισμένες φορές, δε συνάδει με τη λογική των επενδυτών και με το πώς οι ίδιοι ανέμεναν να κινηθεί. Μπορεί να έχουν αύξουσα ή φθίνουσα πορεία εξαιτίας μιας πληθώρας παραγόντων, μερικοί εκ των οποίων μπορεί να είναι ποσοτικοί και απτοί, όπως είναι ο ισολογισμός μιας εταιρίας. Ωστόσο, εξίσου σημαντικοί είναι και οι άυλοι παράγοντες μεταξύ των οποίων συγκαταλέγονται οι επιθυμίες, ο φόβος κι η αλαζονεία των επενδυτών. Μέσα στο φαύλο κύκλο της πορείας των χρηματαγορών, κανείς δε θέλει να βγει ζημιωμένος, ο καθένας ακολουθεί τη μάζα πιστεύοντας ότι αποτελεί ορθή επιλογή η οποία θα αποφέρει κέρδη.

Η επένδυση μπορεί να θεωρηθεί και ως μια συναισθηματική διαδικασία, εκτός και αν ο ίδιος ο επενδυτής έχει κατανοήσει που έχει επενδύσει το κεφάλαιό του, ποια θα είναι η αναμενόμενη απόδοσή του, αν θα σημειώσει κέρδη και πόσα ή αν υποστεί ζημία ποια θα είναι η επιρροή της στο υπόλοιπο χαρτοφυλάκιο του. Γι αυτό το λόγο, η ανάλυση κάθε επενδυτικής απόφασης πρέπει να στηρίζεται σε στατιστικά στοιχεία, δεδομένα και αξιόπιστες πληροφορίες.

Ο κύκλος της ψυχολογίας του επενδυτή μέσα στον οποίο τα διάφορα συναισθήματα εναλλάσσονται από μια δυσάρεστη κατάσταση σε μια ευχάριστη κι αντίστροφα, απεικονίζεται και αναλύεται παρακάτω:



Πίνακας 5: Ο κύκλος της ψυχολογίας του επενδυτή (βλ. “Investor’s psychology cycle on the Romanian capital market”, Murgea Aurora, 2008)

Περιφρόνηση (contempt): Μια αγορά όπου οι τιμές αυξάνονται ή αναμένεται να ακολουθήσουν ανοδική πορεία, ξεκινά όταν η ίδια αγορά βρίσκεται σε χαμηλά επίπεδα κι οι επενδυτές περιφρονούν τις μετοχές που διαθέτουν. Μια τέτοια αγορά (“bull market”) χαρακτηρίζεται από αισιοδοξία, υψηλή εμπιστοσύνη των επενδυτών προς τις επιχειρηματικές τους κινήσεις και έντονες προσδοκίες ότι τα αποτελέσματά τους θα συνεχίσουν να είναι ευνοϊκά.

Όμως, είναι δύσκολο να προβλέψει κανείς με συνέπεια το πότε θα αλλάξουν οι τάσεις στην αγορά γιατί είναι αμφίβολο ποιες θα είναι επιπτώσεις της κερδοσκοπίας και της ψυχολογίας των επενδυτών στη χρηματαγορά.

Αμφιβολία και καχυποψία (doubt and suspicion): Σε περίπτωση που ο επενδυτής προβεί σε επένδυση, πρέπει να ληφθεί υπόψη κι ο αναμενόμενος κίνδυνος που ενυπάρχει στην απόδοσή της, καθώς κανείς δεν επιθυμεί να χάσει τα χρήματά του. Ο επενδυτής προσπαθεί να αποφασίσει εάν θα πρέπει να επενδύσει ότι του έχει απομείνει σε καθαρά ρισκοκίνδυνες επενδύσεις όπως είναι τα χρηματιστηριακά κεφάλαια ή δε θα πρέπει να επενδύσει γιατί έχει χάσει πολλά από τις μετοχές.

Εγρήγορση (caution): Τα πρώτα σημάδια ανάκαμψης της αγοράς είναι εμφανή. Η πλειοψηφία των επενδυτών βρίσκεται στην ίδια θέση, χωρίς να σημειώνεται κέρδος ή ζημία, ενώ οι συνετοί επενδυτές έχουν αρχίσει να αποκομίζουν τα πρώτα κέρδη των επενδύσεων τους.

Εμπιστοσύνη (confidence): Στο στάδιο αυτό, λόγω της αύξησης των τιμών των μετοχών, το συναίσθημα της δυσπιστίας απέναντι στις αλλαγές της αγοράς μετατρέπεται σε εμπιστοσύνη και τελικά σε ενθουσιασμό. Ως αποτέλεσμα, οι περισσότεροι επενδυτές αρχίζουν να αγοράζουν μετοχές, καθώς πιστεύουν ότι και μελλοντικά θα συνεχιστεί αυτή η αύξουσα πορεία.

Ενθουσιασμός (enthusiasm): Στο σημείο αυτό, οι έξυπνοι επενδυτές αρχίζουν να ρευστοποιούν τις μετοχές τους και να συγκεντρώνουν τα κέρδη τους, καθώς προμηνύεται το τέλος της “bull market”.

Απληστία (greed): Ο ενθουσιασμός πλέον έχει μεταστραφεί σε απληστία. Οι επενδυτές θεωρούν πως γνωρίζουν τις αγορές κι ότι αυτή τη φορά πρόκειται να κερδίσουν πολλά περισσότερα.

Αδιαφορία (indifference): Οι επενδυτές αδιαφορούν για το λόγο υψηλή τιμή προς κέρδη αγνοώντας τον κίνδυνο που ελλοχεύει να χάσουν τα χρήματα που έχουν επενδύσει.

Απόρριψη (dismissal): Όταν η αγορά αρχίζει φθίνουσα πορεία, η έλλειψη ενδιαφέροντος για επενδύσεις μετατρέπεται σε απόρριψη και αποφυγή κάθε επενδυτικής ενέργειας.

Άρνηση (denial): Στο σημείο αυτό, οι επενδυτές επιβεβαιώνουν την άποψη ότι η αγορά δε μπορεί να συνεχίσει να έχει πτωτική πορεία.

Φόβος, πανικός, περιφρόνηση (fear, panic, contempt): Οι αγορές συνεχίζουν να σημειώνουν πτώση και απώλειες, με αποτέλεσμα ο φόβος να μετατρέπεται σε πανικό κι απογοήτευση. Οι επενδυτές αρχίζουν να περιφρονούν πάλι την αγορά και είναι πλέον πεπεισμένοι ότι δε θα επιχειρήσουν στο μέλλον παρόμοια επένδυση.

Ο κύκλος της ψυχολογίας του επενδυτή περιγράφει ακριβώς τον τρόπο με τον οποίο σκέφτεται και δρα μέσα σε ένα χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Μέσα από τις αυξομειώσεις των τιμών των περιουσιακών τίτλων και τις διακυμάνσεις των χρηματαγορών, οι επενδυτές αναρωτιούνται αν τελικά η επένδυση σε μια μετοχή είναι μια βιώσιμη λύση για την επίτευξη των οικονομικών τους στόχων. Από τη μια πλευρά, όταν σημειώνονται κέρδη, συναισθήματα όπως αισιοδοξία, εμπιστοσύνη, ευχαρίστηση και ευφορία κατακλύζουν τους επενδυτές, οι οποίοι έχουν την πεποίθηση ότι έπραξαν ορθά κι ότι οι αποφάσεις που έλαβαν τους οδήγησαν τελικά σε κέρδη. Νιώθουν περήφανοι για τα κέρδη αλλά η απληστία τους ωθεί σε λανθασμένες κινήσεις, καθώς συνεχίζουν να αγοράζουν, ενώ η υπέρ – εμπιστοσύνη (overconfidence) στις ενέργειες τους κι η υπερβολική αυτοπεποίθησή τους θα τους οδηγήσει τελικά σε ζημιολογικά σφάλματα. Από την άλλη πλευρά, καμία αγορά δε γίνεται να έχει κέρδη για πάντα. Η πτώση κάποια στιγμή θα επέλθει. Τότε, οι επενδυτές αρχίζουν να ανησυχούν για το αν πρέπει να ρευστοποιήσουν ή όχι τις μετοχές τους, να αγοράσουν ή να πουλήσουν, καθώς όλα είναι αντίθετα με αυτά που είχαν προβλέψει. Οι όποιες αποφάσεις, στο σημείο αυτό, διέπονται από φόβο και πανικό, και μοναδικό τους μέλημα είναι να περισώσουν ότι είναι δυνατό. Συναισθήματα όπως αυτά του φόβου, της απληστίας και της υπερηφάνειας ελέγχουν τις επενδυτικές αποφάσεις των ατόμων. Οι Daniel Kahneman και Amos Tversky στη θεωρία της προοπτικής έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι το αίσθημα απώλειας \$10 είναι δυο φορές πιο επώδυνο και δυσάρεστο από το αίσθημα της ευχαρίστησης μετά την απόκτηση του ίδιου ποσού. Αυτός είναι ίσως κι ο λόγος που κάποιοι επενδυτές αποφεύγουν να πουλήσουν μια μετοχή με χαμηλή απόδοση ακόμη κι όταν συνεχίζει να έχει πτωτική πορεία. Μήπως επειδή η απώλεια τους αναγκάζει να παραδεχτούν ότι έλαβαν μια “κακή” απόφαση; Η επένδυση θα πρέπει ουσιαστικά να αποτελεί το μέσο που συντελεί στην επίτευξη των χρηματοοικονομικών στόχων του επενδυτή κι όχι μια προσπάθεια ικανοποίησης του “εγώ” του.

Στο διάγραμμα που ακολουθεί παρουσιάζεται αυτή η αλλαγή των συναισθημάτων που περιγράφηκε παραπάνω.



Διάγραμμα 6: Ο κύκλος των συναισθημάτων του επενδυτή στη χρηματαγορά (βλ. “*Emotional Investing: How fear and greed can impact your bottom line*”, www.pravasiherald.com, 4/4/2011)

Από το παραπάνω διάγραμμα καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι τα συναισθήματα αποτελούν την κινητήρια δύναμη για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει σε αποτυχία. Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφέρουμε τα ακόλουθα γνωμικά που έχουν διατυπώσει οι γνωστοί και επιτυχημένοι επιχειρηματίες, Warren Buffet και John Templeton:

Warren Buffet: “*Be fearful when others are greedy, and be greedy when others are fearful*”

John Templeton: “*The time of maximum pessimism is the best time to buy and the time of maximum optimism is the best time to sell*”

Το γνωμικό του Warren Buffet θυμίζει αρκετά τη γνωστή ρήση “όταν ο εχθρός επιτίθεται υποχώρησε, ενώ όταν υποχωρεί σήμανε επίθεση”. Οπότε, όταν οι χρηματαγορές σημειώνουν άνοδο, πολλοί ερασιτέχνες επενδυτές γίνονται άπληστοι και παρασύρονται από την πιθανότητα να κερδίσουν πολλά. Σε αντίθετη τροχιά κινούνται οι πεπειραμένοι επενδυτές οι οποίοι υποχωρούν και πωλούν τις μετοχές τους όταν οι αγορές φθάσουν στο υψηλότερο σημείο ανόδου.

Όσον αφορά το γνωμικό του John Templeton, όταν στην αγορά επικρατούν συνθήκες απαισιοδοξίας, τότε είναι η κατάλληλη στιγμή να προχωρήσεις σε κάποια επένδυση, αφού ο ίδιος επισημαίνει ότι μέσα σε ένα προβληματικό οικονομικό περιβάλλον ενυπάρχουν επενδυτικές ευκαιρίες για μεγάλα κέρδη. Αντιθέτως, σε περιόδους που επικρατεί αισιοδοξία στην αγορά, ο επενδυτής πρέπει να πουλήσει τις μετοχές του γιατί πολύ σύντομα η ανοδική πορεία της αγοράς μπορεί να αλλάξει σε καθοδική, με αποτέλεσμα να υποστεί ζημία.

3.2 Ο συναισθηματικός κύκλος αισιοδοξίας / απαισιοδοξίας και η ψυχολογία της μάζας

Όταν ξεκινά μια νέα τάση των τιμών, ας υποθέσουμε ανοδική, ένας μεγάλος αριθμός επενδυτών είναι προσκολλημένος στην παλαιά τάση τιμών, δηλαδή τότε που σημείωναν πτώση. Αυτό πρακτικά συμβαίνει γιατί δεν έχει γίνει ευρέως αποδεκτή αυτή η αλλαγή, παρά το γεγονός ότι η παλαιά κατάσταση έχει λήξει. Ωστόσο, ένας μικρός αριθμός επενδυτών έχει την πεποίθηση ότι πολύ σύντομα θα αναστραφεί η τάση, κι από ανοδική θα μεταστραφεί σε καθοδική. Εντούτοις, παρόλο που υπάρχει αυτή η υποψία, ο βαθμός αβεβαιότητας για τη μελλοντική πορεία των τιμών είναι μεγάλος, αλλά οι ίδιοι θα έχουν τροποποιήσει τη διάρθρωση του επενδυτικού τους χαρτοφυλακίου, με αποτέλεσμα να μην σημειωθούν σοβαρές απώλειες. Η ισορροπία του χαρτοφυλακίου αυτών των επενδυτών θα μεταβληθεί κατά ένα μικρό βαθμό και θα υπάρχει τάση αντιστροφής των επικερδών συναλλαγών βραχυπρόθεσμα, αντί μακροπρόθεσμα.

Στα πρώτα στάδια μιας ανοδικής τάσης, πέρα από το συναίσθημα της ευχαρίστησης και της αισιοδοξίας ότι η πορεία των τιμών θα εξακολουθήσει να είναι η ίδια, ο φόβος των απωλειών περιβάλλει τους επενδυτές και μεταφέρεται στην ευρύτερη επενδυτική κοινότητα. Αντιθέτως, στην αρχή μιας καθοδικής τάσης ο φόβος να μη χαθεί μια ευκαιρία για μελλοντικά κέρδη καθώς και η απληστία εμποδίζουν τους επενδυτές από την πώληση ενός σημαντικού ποσοστού μετοχών τους. Επομένως, στην αρχή μιας φάσης ανόδου ή καθόδου, η συναισθηματική σύνδεση του επιτυχούς πλήθους σε αυτή την τάση είναι πολύ αδύναμη, με αποτέλεσμα αυτοί που εκμεταλλεύτηκαν την πορεία των τιμών μέσα από τη σωστή χρονικά πώληση ή αγορά μετοχών να είναι λιγότεροι.

Στη συνέχεια, όμως, η αποκρυστάλλωση της νέας φάσης και η σταθερή κίνηση των τιμών προς μια συγκεκριμένη κατεύθυνση προκαλούν μια έντονη συναισθηματική και ψυχολογική φόρτιση. Αυτό είναι και το σημείο όπου η πλειοψηφία του επενδυτικού κοινού αναγνωρίζει ότι η όποια “δειλή” κίνηση των τιμών έχει πλέον μετατραπεί σε τάση, καθοδική ή ανοδική.

Στο στάδιο αυτό, οι επενδυτές συμβιβάζονται με τις νέες συνθήκες στην αγορά, αποδέχονται τη νέα τάση είτε είναι καθοδική είτε ανοδική και πράττουν ανάλογα λαμβάνοντας τις αντίστοιχες αποφάσεις που αποσκοπούν στην ενίσχυση των ήδη κερδοφόρων θέσεών τους ή την ελαχιστοποίηση των απωλειών στο χαρτοφυλάκιο τους.

Κατόπιν, αυτό το χαρακτηριστικό της συμπεριφοράς των επενδυτών που οδηγεί σε μια νέα φάση του κύκλου. Όταν η αγορά κινείται αρνητικά ή θετικά, τότε επικρατεί η άποψη ότι η πορεία θα αλλάξει προς την αντίθετη κατεύθυνση. Έτσι, οι επενδυτές αρχίζουν να προετοιμάζονται για μια καινούργια αναστροφή των τιμών. Η νέα φάση, όποια και να είναι, θα παραμείνει για κάποιο χρονικό διάστημα στη χρηματαγορά, αλλά όσο περισσότεροι επενδυτές την αποδέχονται και επενδύουν σε αυτή, τόσο λιγότεροι μένουν για να τη συνεχίσουν. Γενικά, η αλλαγή στις τιμές πραγματοποιείται όταν ένα μεγάλο πλήθος επενδυτών και επαγγελματιών της αγοράς (όπως είναι οι σύμβουλοι επενδύσεων, οι διαπραγματευτές και οι πωλητές επενδυτικών προϊόντων) πιστεύουν σε μια τάση και δεν προβλέπουν κάποια ουσιαστική αλλαγή στο χρηματοοικονομικό περιβάλλον.

Ο επενδυτικός κανόνας που διαμορφώνεται μέσα από τη μελέτη και ανάλυση του συναισθηματικού κύκλου της αισιοδοξίας / απαισιοδοξίας είναι ο εξής:

«Παρακολούθα στενά και πρόσεχε τι λένε και πράττουν οι υπόλοιποι επενδυτές. Όταν η συντριπτική πλειοψηφία του επενδυτικού κοινού λέει και πράττει το ίδιο πράγμα, τότε εσύ πράζε το αντίθετο».

Ο παραπάνω κανόνας, που μοιάζει αρκετά με το γνωμικό του Warren Buffet που αναφέρθηκε στην ακριβώς προηγούμενη παράγραφο (“*Be fearful when others are greedy, and be greedy when others are fearful*”) αποτελεί ένα λογικό τρόπο προσέγγισης των συνθηκών που επικρατούν στις χρηματαγορές, διαμορφώνοντας έναν ψυχρό και αμερόληπτο χαρακτήρα ερμηνείας των δεδομένων ο οποίος μένει ανέπαφος από τις ψυχολογικές πιέσεις της μάζας.

3.3 Τα επτά “θανάσιμα αμαρτήματα” των επενδύσεων

Η κλασική οικονομική θεωρία βασίζεται στην υπόθεση ότι ο επενδυτής είναι ορθολογικός. Στην περίπτωση αυτή, οι επιχειρηματικές και επενδυτικές αποφάσεις που λαμβάνει αντανακλούν πλήρως όλη τη διαθέσιμη πληροφορία και τις προσδοκίες που έχει διαμορφώσει. Ωστόσο, εμπειρικές μελέτες αποδεικνύουν ότι οι επενδυτές ως επί το πλείστον δεν είναι καθ’ όλα ορθολογικοί. Ακαδημαϊκές έρευνες φέρνουν στο φως πολλά παραδείγματα παράλογης συμπεριφοράς και επαναλαμβανόμενων σφαλμάτων στην κρίση. Ο οικονομολόγος Peter Bernstein (1996) στο βιβλίο του *“Against The Gods: The remarkable story of risk”* επισημαίνει ότι όταν τα άτομα κληθούν να λάβουν αποφάσεις γύρω από μια αβέβαιη ή άγνωστη κατάσταση, οι επιλογές τους διέπονται από παραλογισμό, ασυνέπεια και ανικανότητα ως προς την αντιμετώπιση του ρευστού οικονομικού περιβάλλοντος.

Φαινόμενα που έχουν παρατηρηθεί κατά καιρούς στις χρηματαγορές όπως είναι οι χρηματιστηριακές φούσκες, δείχνουν ότι η ορθολογιστική ικανότητα των επενδυτών εμποδίζεται σε σημαντικό βαθμό από γνωστικές προκαταλήψεις, κοινωνικές επιρροές και συναισθηματικές ιδιορρυθμίες. Η ψυχολογία αποτελεί το βασικό καθοδηγητή των αποφάσεων του επενδυτή. Το πολυσύνθετο χρηματοπιστωτικό σύστημα και η ασύμμετρη πληροφόρηση οδηγεί τον επενδυτή σε διαδοχικά σφάλματα τα οποία φέρνουν σοβαρές απώλειες στο χαρτοφυλάκιο του. Γι’ αυτό το λόγο, ο εντοπισμός, η ανάλυση, η καταγραφή και η κατανόηση αυτών των σφαλμάτων μπορεί να αποβεί αποτελεσματική όχι μόνο για τη βελτιστοποίηση των ενεργειών του αλλά και για την επιτυχή ολοκλήρωση των επενδυτικών του στόχων. Τα σφάλματα αυτά είναι: το συναίσθημα, η αποδιοργάνωση, η μυωπία, η ανυπομονησία, η απληστία, η αλαζονεία και η δειλία, τα οποία εντοπίστηκαν από τον επενδυτικό σύμβουλο Mark Pankin (2005). Στην πορεία, λοιπόν, της συγκεκριμένης παραγράφου πρόκειται να αναλυθούν αυτά τα επτά “θανάσιμα αμαρτήματα” στα οποία προβαίνουν οι επενδυτές όταν βρίσκονται σε συνθήκες αβεβαιότητας καθώς και οι τρόποι με τους οποίους μπορούν να απαλλαγούν από τη συναισθηματική ή ψυχολογική φόρτιση.

3.3.1 Συναίσθημα

“Individuals who cannot master their emotions are ill-suited to profit from the investment process”

Benjamin Graham

“Τρεις δυνάμεις κινούν τον κόσμο, η ανοησία, ο φόβος και η απληστία.”

Albert Einstein

“Η γη παράγει αρκετά για να ικανοποιήσει τις ανάγκες του ανθρώπου, όχι όμως την απληστία του.”

Mahatma Gandhi

Αν και δεν υπάρχει ένας κοινά αποδεκτός ορισμός του συναίσθηματος, μπορεί να οριστεί σαν μια νοητική κατάσταση που δημιουργείται αυθόρμητα και χωρίς συνειδητή προσπάθεια. Σύμφωνα με τους Baker και Wurgler (2006), ως συναίσθημα ορίζεται η πεποίθηση που έχουν οι επενδυτές για τις μελλοντικές χρηματικές τους ροές και τον επενδυτικό κίνδυνο, η οποία δε μπορεί να δικαιολογηθεί από τα διαθέσιμα στοιχεία. Αρκετές φορές μπορεί να είναι ανεξέλεγκτο ή ανεπιθύμητο. Όταν επηρεάζει τους επενδυτές, τότε λαμβάνουν μη ορθολογικές επενδυτικές και επιχειρηματικές αποφάσεις, οι οποίες στηρίζονται στην παρόρμηση και όχι στην ανάλυση των οικονομικών δεδομένων. Το συναίσθημα αποτελεί το βασικό θεμέλιο για τα σφάλματα και τα αμαρτήματα στα οποία εμπίπτουν οι επενδυτές και μέσα από τις διάφορες εκφάνσεις του τους οδηγεί σε παράλογες ενέργειες. Είναι δεδομένο ότι επηρεάζει τις αποφάσεις του επενδυτικού κοινού και παίζει καθοριστικό ρόλο στις επενδυτικές του επιλογές.

Μέσα από τη μελέτη και ανάλυση του συναισθηματικού κόσμου των επενδυτών επισημαίνονται οι ψυχολογικοί παράγοντες που επηρεάζουν τις προβλέψεις τους. Επιπροσθέτως, εντοπίζονται οι επενδυτικές ευκαιρίες κι οι τρόποι με τους οποίους μπορούν να αποφύγουν τα σφάλματα στα οποία οδηγούνται. Τα συναισθήματα καθορίζουν αποφάσεις και μπορεί να κυριαρχήσουν στην αντικειμενική κρίση κάνοντας τους επενδυτές να πάρουν αποφάσεις αντίθετες στην κοινή λογική και στα συμφέροντά τους. Όταν μια κατάσταση είναι συναισθηματικά φορτισμένη, ο επενδυτής τείνει να δώσει μεγαλύτερη βαρύτητα στο αποτέλεσμα και μικρότερη στις πιθανότητες, ενώ παρατηρείται το ακριβώς αντίθετο όταν μια κατάσταση δεν είναι συναισθηματικά φορτισμένη.

Οι εκτιμήσεις που κάνουν οι επενδυτές για τις αποδόσεις των μετοχών επηρεάζονται αισθητά από τα συναισθήματά τους που επικρατούν τη συγκεκριμένη περίοδο στην αγορά, ακόμα κι όταν όλες οι άλλες ορθολογικές παράμετροι που θα δικαιολογούσαν μια αλλαγή στις εκτιμήσεις παραμένουν σταθερές. Το συναίσθημα δημιουργεί την ψευδαίσθηση ότι οι αποφάσεις είναι ορθολογικές, ενώ στην πραγματικότητα οδηγεί σε μεροληπτικές αποφάσεις κι ενέργειες που υπερισχύουν της λογικής.

Δύο γνωστά συναισθήματα που παρατηρούνται σε τακτά χρονικά διαστήματα στις χρηματαγορές είναι ο φόβος και η απληστία. Αυτά καθορίζουν σε σημαντικό βαθμό την επενδυτική συμπεριφορά και κατευθύνουν την πορεία των κεφαλαιαγορών, όπως αναφέρει και ένα παλιό ρητό που επικρατούσε στη Wall Street (*“The market is driven by just two emotions: greed and fear”*). Αν και αυτό ακούγεται κάπως υπεραπλουστευμένο, πολύ συχνά είναι αληθινό. Ακόμη και η προσκόλληση με μια συγκεκριμένη μετοχή ή ένα αμοιβαίο κεφάλαιο αποτελεί συμπεριφορικό σφάλμα. Στο σημείο αυτό πρέπει να τονιστεί ότι ο φόβος και η απληστία είναι ιδιαίτερα εμφανή όταν η αγορά βρίσκεται σε ακραίες καταστάσεις και επικρατούν συνθήκες αβεβαιότητας. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα οι επενδυτές να περιπλέκουν τις διαθέσιμες πληροφορίες, να αγοράζουν στις υψηλότερες τιμές και να πωλούν στις χαμηλότερες. Έτσι, το χαρτοφυλάκιο τους υπόκειται σοβαρές ζημιές. Αυτή είναι μια τυπική συμπεριφορά τόσο των μετοχών όσο και των μεριδιούχων μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων. Για να είναι ένας επενδυτής πετυχημένος θα πρέπει να πάψει να υποκινείται από τα συναισθήματα που τον κατακλύζουν, καθώς δεν οδηγείται στα επιθυμητά αποτελέσματα.

Στον κόσμο των επενδύσεων, υπάρχει συχνά αντιπαράθεση μεταξύ μιας επενδυτικής στρατηγικής αξίας και μιας επενδυτικής στρατηγικής ανάπτυξης. Στην πρώτη περίπτωση, οι επενδυτές αναζητούν μετοχές εταιριών των οποίων η αγορά που απευθύνονται έχει υποτιμηθεί. Θεωρούν ότι η συγκεκριμένη αγορά αντιδρά κάπως υπερβολικά στα νέα δεδομένα και στοιχεία που προκύπτουν, με αποτέλεσμα οι κινήσεις των τιμών των μετοχών να μη συμφωνούν με τα μακροπρόθεσμα οικονομικά μεγέθη της εταιρίας. Έτσι, γεννιέται η ευκαιρία του κέρδους, καθώς οι επενδυτές μπορούν να επωφεληθούν οικονομικά από την αγορά των συγκεκριμένων μετοχών όταν η τιμή τους μειωθεί. Στη δεύτερη περίπτωση, οι επενδυτές αναζητούν μετοχές που έχουν καλές προοπτικές ανάπτυξης.

Όσο σημαντική είναι η κατανόηση των παραπάνω επενδυτικών στρατηγικών για την οικοδόμηση μιας αποτελεσματικής στρατηγικής από τον εκάστοτε επενδυτή, άλλο τόσο σημαντική είναι και η κατανόηση της επίδρασης του φόβου και της απληστίας στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Η απληστία κι ο φόβος θεωρούνται βασικοί συναισθηματικοί παράγοντες που επηρεάζουν τη χρηματιστηριακή αγορά, καθώς διαμορφώνουν τις ανοδικές και πτωτικές αγορές και τους χρηματιστηριακούς κύκλους. Η αγορά κινείται από αρνητικό σε θετικό έδαφος κι αντίστροφα. Οι επενδυτές μη μπορώντας να επιβληθούν στα συναισθήματά τους προσφεύγουν σε άτοπες ενέργειες οι οποίες έχουν αρνητικές συνέπειες στο επενδυτικό τους χαρτοφυλάκιο.

Η απληστία αποτελεί ένα βασικό χαρακτηριστικό της ψυχοσύνθεσης του κάθε ατόμου και συνδέεται με την έντονη επιθυμία να αποκτήσει όσο το δυνατόν περισσότερα (υλικά ή άυλα αγαθά) μέσα σε σύντομο χρονικό διάστημα. Η λέξη παράγεται από το στερητικό «α» και το «πληστός» (πλήρης, ολοκληρωμένος και ευχαριστημένος με όσα έχει). «Απληστος» σημαίνει πλεονέκτης, ακόρεστος, ανεκπλήρωτος επιθυμιών. «Επιθυμώ», σημαίνει αναδύω εκ του θυμικού της ψυχής μου μια θερμή ανάγκη. Ακολουθεί η «βούληση» που οδηγεί στο «θέλω και μπορώ». Η απληστία αναφέρεται στην παράλογη επιθυμία απόκτησης περισσότερων υλικών αγαθών απ’ αυτά που χρειάζεται ένα άτομο ή δικαιούται. Πηγάζει από υπέρμετρο εγωισμό, μια ανικανοποίητη τάση συσσώρευσης πλούτου ή από ανασφάλεια και φοβίες. Μερικοί, αντίθετα, ισχυρίζονται πως η απληστία είναι απαραίτητη δύναμη της έρευνας, των νέων εφευρέσεων και της προόδου. Αναμφισβήτητα, εντός λογικών πλαισίων, η υγιής φιλοδοξία αποτελεί βασικό συστατικό ενός επιτυχημένου βίου. Η ιστορία όμως διδάσκει ότι η απληστία είναι βασική πηγή κακού όταν πυροδοτείται από υπέρμετρο εγωισμό, αδιαφιλονίκητο πόθο και ανικανοποίητες επιθυμίες απόκτησης υλικών αγαθών ή εξασφάλισης υψηλής κοινωνικής θέσης με οποιοδήποτε κόστος.

Κατά το μύθο, η απληστία εμφανίζεται με τα παιδιά του Πρωτέα, Πολύγονο και Τηλέγονο, που ως άπληστοι, κατέληξαν ληστές. Όταν τους σκότωσε ο Ηρακλής, ο Πρωτέας αποδέχθηκε την τιμωρία των γιων του δικαιώνοντας το φονιά τους. Η επιθυμία και η βούληση μυθολογικά συμβολίζονται με τις Δαναΐδες και το Σίσυφο. Οι πρώτες με την τιμωρία του άπατου πιθαριού τους κι ο δεύτερος με την ποινή του αέναου ανεβάσματος της πέτρας. Επίσης, ο βασιλιάς Μίδα, γνωστός από την απληστία του στο χρυσό και την τιμωρία του, αναδείχθηκε δικαιοματικά εσαεί μνημονεύομενος.

Σύμφωνα με την ελληνική μυθολογία ο βασιλιάς Μίδα φημιζόταν για τη σοφία, την ευσέβεια και τα πλούτη του. Ο μύθος λέει πως ο Μίδα πήρε από τον θεό Διόνυσο το χάρισμα ότι ακουμπάει να γίνεται χρυσάφι. Αρχικά ήταν ενθουσιασμένος με αυτή την ικανότητα που κατείχε, αργότερα όμως διαπίστωσε ότι τελικά το “χρυσό του άγγιγμα” το μόνο που του πρόσφερε ήταν λύπη, καθώς ότι έπιανε γινόταν χρυσό ακόμη κι αν ο ίδιος δεν τον επιθυμούσε. Μέχρι και το φαγητό που έπιανε για να φάει γινόταν χρυσό. Έφτασε, λοιπόν, στο σημείο να μην μπορεί να αγκαλιάσει ούτε την αγαπημένη του κόρη. Καταλαβαίνοντας το λάθος του ο Μίδα παρακάλεσε τότε το θεό Διόνυσο να του πάρει πίσω το χάρισμα που του είχε δώσει. Εκείνος τον άκουσε και τον συμβούλεψε να πάει στον ποταμό Πακτωλό και να λουστεί με τα νερά του. Όταν πήγε και ακούμπησε τα νερά του, η δύναμή του πέρασε στον ποταμό και από τότε ο ποταμός Πακτωλός ανέβλυζε χρυσάφι. Ο αρχαίος ελληνικός μύθος του βασιλιά της Φρυγίας Μίδα, επιβεβαιώνει την άποψη ότι η απληστία συνοδεύεται από πολλά δεινά.

Μπορεί να εμφανιστεί με διάφορες μορφές. Είναι ίσως το σοβαρότερο "θανάσιμο αμάρτημα" των επενδύσεων. Η απληστία και η έντονη επιθυμία των επενδυτών να αποκτήσουν όσο το δυνατόν περισσότερα κέρδη στο μικρότερο δυνατό χρονικό διάστημα οδηγεί σε παρακινδυνευμένες επιλογές, οι οποίες τις περισσότερες φορές αποδεικνύονται λανθασμένες. Επενδυτές που χαρακτηρίζονται από απληστία μεταβαίνουν σε δύο λάθη. Αγοράζουν μετοχές που σημειώνουν μια συνεχή και αδικαιολόγητη, από τα χρηματοοικονομικά στοιχεία και δεδομένα, ανοδική πορεία έτσι ώστε να αποκομίσουν το μέγιστο κέρδος σε σύντομο χρονικό διάστημα. Όταν, όμως, η τιμή της μετοχής αρχίσει να πέφτει δε μπορούν να το πιστέψουν και είναι πεπεισμένοι ότι η πορεία των τιμών θα αναστραφεί ξανά.

Επομένως, κρατάνε τις μετοχές πολύ περισσότερο απ’ όσο θα έπρεπε, με αποτέλεσμα όχι μόνο να τις πωλούν σε χαμηλότερες τιμές αλλά να επιβαρύνονται με υψηλό κόστος. Οι επενδυτές ουσιαστικά συνδέονται αρχικά συναισθηματικά με τις επιλογές τους. Στη συνέχεια, αρνούνται να τις πουλήσουν και τελικά, όταν συνεχίζεται η πτώση, τους κυριεύει ο φόβος, με αποτέλεσμα να προχωρούν σε πωλήσεις και να καταγράφουν σημαντικές απώλειες. Χαρακτηριστικό παράδειγμα μέσα από το οποίο διαφαίνεται η απληστία και η πλεονεξία των επενδυτών είναι αυτό της χρηματιστηριακής φούσκας των εταιριών διαδικτύου στα τέλη της δεκαετίας του 1990 (internet bubble).

Πριν προχωρήσουμε σε βαθύτερη ανάλυση του φαινομένου, κρίνεται αναγκαίο να δώσουμε έναν ορισμό για τη χρηματιστηριακή φούσκα, έτσι ώστε να γίνει απόλυτα κατανοητή η έννοια και ο τρόπος δράσης των επενδυτών. Σύμφωνα με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως χρηματιστηριακή φούσκα ορίζεται *«ένα επενδυτικό φαινόμενο το οποίο καταδεικνύει την αδυναμία των ανθρώπινων συναισθημάτων, προκαλείται από τον ενθουσιασμό των επενδυτών που αυξάνουν υπερβολικά τη ζήτηση σε μία ή περισσότερες μετοχές, με αποτέλεσμα να αυξηθούν σημαντικά οι όγκοι συναλλαγών και να εκτοξευθεί η τιμή διαπραγμάτευσης των μετοχών πέραν από οποιαδήποτε λογική αντανάκλαση της πραγματικής τους αξίας και απόδοσης»*.¹

Όταν παρατηρηθεί το φαινόμενο της “φούσκας” οι τιμές των κινητών αξιών (π.χ. μετοχών) ανεβαίνουν απότομα, καθιστώντας τις σημαντικά υπερεκτιμημένες με αποτέλεσμα, όταν η «φούσκα» σκάσει, οι τιμές να αρχίζουν να παρουσιάζουν πτώση. Έτσι, οι επενδυτές προσπαθούν να ξεφορτωθούν τις μετοχές που κατέχουν προκαλώντας κατακόρυφη πτώση των τιμών και μεγάλες ζημιές στο χαρτοφυλάκιο τους. Οι ίδιοι θέλοντας να αποτρέψουν το ενδεχόμενο να σημειωθούν ακόμα μεγαλύτερες ζημιές προβαίνουν σε πωλήσεις πανικού, γεγονός που οδηγεί στην κατάρρευση της χρηματιστηριακής αγοράς.

Όταν η τεχνολογία αλλάζει με ταχείς ρυθμούς οι χρηματιστηριακές αγορές αναζητούν επενδυτικές ευκαιρίες, ενώ η ανοχή τους απέναντι στο ρίσκο μεγαλώνει και συνεπώς και οι τιμές των μετοχών. Κάτι τέτοιο συνέβη και τη δεκαετία του 1990 όπου η παγκόσμια χρηματαγορά έδειξε υπερβολική αισιοδοξία για τις εταιρίες διαδικτύου ή για εταιρίες που το προσωνύμιο τους κατέληγε σε dot.com.

¹ <http://cysec.gov.cy>

Οι χρηματαγορές μαγεύτηκαν από την άνοδο των διαδικτυακών επιχειρήσεων όπως η Amazon.com. Οι μετοχές εταιριών που στήριζαν την οικονομική τους δραστηριότητα στον παγκόσμιο ιστό εκτινάχθηκαν στα ύψη, με αποτέλεσμα πολλοί να επενδύουν μεγάλα κεφάλαια παρά το γεγονός ότι ελάχιστες πραγματοποιούσαν κέρδη. Οι διαδικτυακοί λογαριασμοί αυξήθηκαν από 3.7 εκατομμύρια το 1997 σε 10 εκατομμύρια το 1999, γεγονός που αποδεικνύει την ευφορία που επικρατούσε στην αγορά η οποία μετατράπηκε σε μανία για επενδύσεις σε εταιρίες που εμφανίζονταν στο διαδίκτυο.

Οι επενδυτές υποκινούμενοι από το συναίσθημα της απληστίας, θεωρούσαν ότι οποιαδήποτε μετοχή εταιρίας διαδικτυακών υπηρεσιών ή τεχνολογίας θα απέδιδε κέρδη, διαμόρφωσαν υψηλές τιμές και δημιούργησαν φούσκα. Όμως, η φιλοσοφία του γρήγορου κέρδους καθιστά δύσκολη την επίτευξη μακροπρόθεσμων κερδών και τη διατήρηση μιας σταθερής επενδυτικής στρατηγικής, ιδιαίτερα σε περιόδους ακραίων μεταβολών της χρηματιστηριακής αγοράς όπου είναι και περισσότερο απαραίτητη. Η φούσκα έσκασε στις 10 Μαρτίου 2000 και οι τεχνολογικές μετοχές βρέθηκαν στο ναδίρ παρασύροντας τον τεχνολογικό δείκτη NASDAQ περίπου στις 1.150 μονάδες το 2002 από τις 5.050 μονάδες που είχε μόλις στις αρχές του 2000, μια πτώση της τάξεως του 78%. Βαρομετρικό χαμηλό σημείωσε και ο δείκτης Dow Jones Industrial Average με ποσοστό 15%, αλλά όχι αντίστοιχο με εκείνο του δείκτη NASDAQ. Στη συνέχεια παραθέτουμε έναν πίνακα στον οποίο αντικατοπτρίζεται αναλυτικά η πορεία των δύο δεικτών κατά τη χρονική περίοδο 1/1997 – 3/2000.

Ημερομηνία	Nasdaq	% Change (\$)	Dow Jones	% Change (\$)
1/1997	1,291.03	-	6,448.30	-
1/1998	1,570.35	+21.63%	7,908.30	+22.64%
1/1999	2,192.69	+39.63%	9,181.40	+16.10%
1/2000	4,069.31	+85.58%	11,497.10	+25.22%
14/1/2000	4,064.27	-0.12%	11,723.00	+1.97%
10/3/2000	5,048.62	+24.22%	9,928.80	-15.31%

Πίνακας 7: Η πορεία των χρηματιστηριακών δεικτών Nasdaq και Dow Jones, (βλ. “Stock market downturn of 2002”, www.en.wikipedia.org)

Παρατηρούμε από τον παραπάνω πίνακα τη σταδιακή αύξηση του δείκτη Nasdaq από το 1997 μέχρι το 1999. Τον Ιανουάριο του 2000 άγγιξε τις 4,069.31 μονάδες, σχεδόν διπλάσιες από αυτές που είχαν σημειωθεί τον αντίστοιχο μήνα του προηγούμενου έτους. Το Μάρτιο του 2000 κορυφώθηκε φθάνοντας τις 5,048.62 μονάδες, με αποτέλεσμα να σκάσει η “φούσκα” του Internet και να επικρατήσει χάος στις χρηματαγορές. Ενώ μέχρι εκείνη τη χρονική στιγμή η αισιοδοξία χαρακτήριζε την αγορά καθώς οι τιμές των μετοχών εξελίσσονταν ευνοϊκά δημιουργώντας στους επενδυτές ένα συναίσθημα ευχαρίστησης (με τη μορφή ικανοποίησης, αγαλλίασης και ενθουσιασμού), όταν άρχισαν να στρέφονται προς την αντίθετη κατεύθυνση και να σημειώνουν πτώση, η χαρά μετατράπηκε σε δυσαρέσκεια (με τη μορφή συντριβής, θυμού, μελαγχολίας και φόβου) και δυσπιστία για το αν η πορεία των τιμών των μετοχών θα επέστρεφε σε ανοδική τροχιά.

Αν θυμηθούμε τον κύκλο των συναισθημάτων των επενδυτών, θα δούμε πως όταν ο δείκτης Nasdaq βρισκόταν στο ζενίθ του, η ευφορία που ένιωθαν οι επενδυτές τους έκανε να πιστεύουν ότι είναι έξυπνοι καθώς οι αποδόσεις των επενδύσεων τους ήταν υψηλές επιβεβαιώνοντας τις προβλέψεις τους για κέρδη σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα. Αντιθέτως, όταν η “φούσκα” έσκασε, ο δείκτης Nasdaq άρχισε ένα ράλι καθόδου προκαλώντας πανικό και ο φόβος ανάγκασε τους επενδυτές να πουλήσουν τις μετοχές τους σε τιμές πολύ μικρότερες από την πραγματική τους αξία.

Παρόλα αυτά, στο οικονομικό περιβάλλον υπήρχε μια έντονη αντίφαση. Από τη μια πλευρά, το διαδίκτυο αποτελούσε ένα νέο μέσο επικοινωνίας, ενημέρωσης και ανταλλαγής πληροφοριών πάνω στο οποίο θα βασίζονταν για τα επόμενα χρόνια η ανάπτυξη του παγκόσμιου οικονομικού συστήματος. Από την άλλη πλευρά, οι τιμές των μετοχών εταιριών παροχής τεχνολογικών υπηρεσιών παρουσίαζαν αισθητή μείωση. Πολλοί επενδυτές αναρωτήθηκαν γιατί συνέβαινε κάτι τέτοιο. Ο λόγος είναι ότι μπήκαν στην αγορά εταιρίες “μαϊμού” οι οποίες διαφημίζονταν η μία στο διαδικτυακό τόπο της άλλης, με σκοπό να γίνουν ευρύτερα γνωστές.

Ως αποτέλεσμα, όταν η “φούσκα” έσκασε το 2000 οι διαφημίσεις έλαβαν τέλος. Οι πωλήσεις και τα έσοδα των εταιριών εκμηδενίστηκαν και τελικά οδήγησαν στο κλείσιμο των εταιριών. Έτσι, όσοι είχαν επενδύσει σε αυτές αγοράζοντας ένα μεγάλο αριθμό μετοχών έχασαν τα λεφτά τους αφού οι τεχνολογικές μετοχές είχαν χάσει τα 4/5 της αξίας τους. Το αποτέλεσμα της φούσκας του Internet ήταν η επιβράδυνση της επενδυτικής δραστηριότητας.

Από το παραπάνω παράδειγμα αποδεικνύεται ότι οι επενδυτές ενδιαφέρονταν κατά κόρον για το βραχυπρόθεσμο κέρδος αγνοώντας το ουσιαστικό ρίσκο των επενδύσεων τους. Στην πραγματικότητα, κερδοσκοπικά και άπληστα άτομα δημιουργούν τις χρηματιστηριακές φούσκες, διογκώνοντας τις τιμές των μετοχών πέραν της πραγματικής τους αξίας. Η απότομη αύξηση των τιμών των μετοχών θα πρέπει να δικαιολογείται από τα αποτελέσματα και τις προοπτικές των εταιριών και όχι από τη συμπεριφορά της μάζας των επενδυτών. Η πεποίθηση ότι κάποιος μπορεί να γίνει πλούσιος μέσα σε σύντομο χρονικό διάστημα είναι ο βασικός λόγος αποτυχίας των επενδυτικών κινήσεων. Η “φούσκα” των εταιριών Internet επιβεβαιώνει το γεγονός ότι οι ψυχολογικές ιδιοτροπίες υπερισχύουν του ορθολογισμού στις επενδύσεις και στη λήψη αποφάσεων. Επομένως, οι ψυχολογικοί και συναισθηματικοί παράγοντες θα λέγαμε ότι είναι υπεύθυνοι ως ένα σημείο για την πορεία της αγοράς.

Μπορούμε εύκολα να διαπιστώσουμε απ’ όσα έχουν παρατεθεί ότι η απληστία παραπέμπει και στο γνωστό τρίπτυχο «ύβρις – τήσις - νέμεσις» που επικρατούσε κατά την αρχαιότητα και χαρακτήριζε την καθημερινότητα των θνητών. Οι παραπάνω λέξεις αποτελούσαν βασική αντίληψη της κοσμοθεωρίας των αρχαίων Ελλήνων και ακολούθησαν τον Ελληνισμό μέχρι και σήμερα. Αξίζει να αναλυθούν προκειμένου να κατανοηθούν πλήρως και για να γίνει αντιληπτός ο συσχετισμός τους με το “θανάσιμο αμάρτημα” της απληστίας. Η λέξη ύβρις αναφερόταν σε βίαη, αυθάδη και προσβλητική στάση ενός θνητού ο οποίος υπερεκτιμώντας τις ικανότητες και τη δύναμή του (σωματική, αλλά κυρίως πολιτική, στρατιωτική και οικονομική) προέβαινε σε αλαζονικές πράξεις οι οποίες αντιτίθονταν στους νόμους της πολιτείας και κυρίως απέναντι στον άγραφο θεϊκό νόμο. Θεωρούνταν, δηλαδή ότι διέπραττε ύβρη με την οποία αποσκοπούσε να υπερβεί τη θνητή φύση του με σκοπό να εξομοιωθεί με τους θεούς, γεγονός που προκαλούσε τον εξοργισμό τους.

Η υπεροπτική αυτή συμπεριφορά αποτελούσε παραβίαση της ηθικής τάξης και διατάραξη της κοινωνικής ισορροπίας και γενικότερα της τάξης του κόσμου και πιστεύονταν ότι άμεση συνέπεια της ήταν η πτώση και η καταστροφή του υβριστή. Η ύβρις προκαλούσε την επέμβαση των θεών, κυρίως του θεού Δία, που έστελνε στον υβριστή το θόλωμα, την τύφλωση του νου. Αυτή είχε ως επακόλουθο την επίτευξη νέων ύβρεων, ώσπου το άτομο έφθανε στο σημείο να υποπέσει σε ένα σοβαρό σφάλμα, το οποίο προκαλούσε τη νέμεση, την οργή και εκδίκηση των θεών, που επέφερε την τήση, δηλαδή την τιμωρία, την συντριβή και τελικά την καταστροφή του.

Η ύβρις πέρα από πολλά βαθιά μηνύματα και την διαπαιδαγώγηση των Ελλήνων να μην υπερβάλλουν ως προς τις δυνατότητές τους, να μην χρησιμοποιούν με άδικο τρόπο και ιδιοτελή τη δύναμή τους αλλά και τις φυσικές δυνάμεις, προτρέποντας τους ισχυρούς να είναι μετριόφρονες και ευεργετικοί με τους υπόλοιπους, εμπεριέχει το μήνυμα ότι ο άνθρωπος ο οποίος διαπράττει αδικίες, φέρεται με βίαιο τρόπο προς τους άλλους μη υπολογίζοντάς τους θεωρώντας ότι είναι πανίσχυρος, συσσωρεύει πάνω του αρνητισμό μέσα κυρίως από τις εσωτερικές διεργασίες (τύψεις) αλλά και απροσεξία την οποία θα ακολουθήσει η παράβαση (Ατις) ακολούθως η τιμωρία (Νέμεσις) την οποία όταν έχουμε φαινόμενα έντασης θα ακολουθήσει η καταστροφή (Τίσις).

Η εσωτερική συνείδηση στο βαθμό που υπάρχει αντιστρατεύεται σε πολλές από τις ενέργειες του ατόμου και δημιουργεί πεδίο αρνητισμού το οποίο μεταδίδεται σε επόμενες γενιές οι οποίες βρίσκονται παγιδευμένες από την κληρονομιά αυτή. Βλέπουμε σε πολλές αναφορές κυρίως από τα έργα των τραγικών ποιητών της αρχαιότητας την τιμωρία ή την κάθαρση στην οποία υποβάλλονταν γενιές ανθρώπων, οι οποίοι έπεσαν σε “αμαρτήματα” ή πόλεων οι οποίες έπρεπε να καθαρθούν από το “μίασμα” το οποίο έπεσε πάνω τους από την ασέβεια ηγητόρων.

Η λέξη ύβρις πέρα από τη λόγια νεοελληνική χρήση της με τις σημασίες «βρισιά» και συνακόλουθα «κάτι που θίγει την τιμή και την αξιοπρέπεια κάποιου», οι οποίες είναι φυσιολογικές εξελίξεις της αρχαίας σημασίας, αρκετές φορές χρησιμοποιείται και στην εποχή μας, σε πιο προσεγμένο επίπεδο λόγου, με την αρχαιοελληνική σημασία της για να χαρακτηρίσει ανάλογες αλαζονικές συμπεριφορές συνανθρώπων μας.

Η Νέμεσις αποτελούσε αρχαία θεότητα και συγχρόνως την προσωποποίηση της “θείας δίκης”. Προσδιορίζεται άλλοτε ως Ιχναίη, άλλοτε ως Αδράστεια ή Ραμνουσία. Φημίζεται για την τήρηση της ισορροπίας στις ανθρώπινες υποθέσεις και αναπαριστάται κρατώντας τον τροχό της τύχης στο αριστερό της χέρι, ενώ με το δεξί της πόδι πατάει το κεφάλι του ηττημένου αντιπάλου. Η ετυμολογία και η ρίζα του ρήματος «νέμω», δήλωνε αρχικά τη δίκαιη διανομή, τη μοιρασιά που γίνεται βάσει νόμιμης εξουσίας. Με τον καιρό απέκτησε τη σημασία της ανάληψης δικαστικής δράσης εκ μέρους της εξουσίας, ώστε να απονεμηθεί δικαιοσύνη.

Ως λέξη η «Νέμεσις» έχει αντικειμενική αξία και όχι υποκειμενική. Αναφέρεται στο φορέα της εξουσίας που την ασκεί. Μεταφορικά λέγοντας «Νέμεσι» εννοούμε τη θεία δίκη. Ως θεότητα η Νέμεσις απέδιδε στον καθένα την ευτυχία ή δυστυχία που αντιστοιχούσε στην αξία του. Αποτελούσε τη “θεία εκδίκηση”, όπως οι Ερινύες, αλλά δεν τιμωρούσε μόνο το έγκλημα, αλλά και κάθε υπερβολή και αλαζονεία. Τιμωρούσε τους υπερόπτες και προσπαθούσε να φέρει την ισορροπία ανάμεσα στην τύχη των ανθρώπων. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η καταστροφή του Κροίσου, ο οποίος γεμάτος πλούτη και υπεροψία, οδηγήθηκε από τη Νέμεση στην εκστρατεία εναντίον του Κύρου και τελικά συντρίφθηκε.

Στον Ραμνούνα της Αττικής, κοντά στο Μαραθώνα, λατρεύονταν η Νέμεσις ως Ραμνουσία κι είχε προς τιμή της ένα περίφημο ιερό. Το άγαλμα της θεάς το είχε σμιλέψει ο Φειδίας από μάρμαρο της Πάρου, που είχαν φέρει οι Πέρσες στο Μαραθώνα και το προόριζαν για να στήσουν τρόπαιο για τη νίκη που θα πραγματοποιούσαν ενάντια στους Αθηναίους. Επειδή οι Πέρσες είχαν δείξει μεγάλη σιγουριά για τη νίκη τους, υπερβολή και αλαζονεία, η θεά τους τιμώρησε και υποκίνησε τον αθηναϊκό στρατό στο Μαραθώνα με αποτέλεσμα οι Πέρσες να ηττηθούν. Το επίθετο Αδράστεια που της αποδόθηκε, «εκείνη από την οποία κανείς δεν μπορεί να ξεφύγει», ανήκε μάλλον αρχικά στη φρυγική θεότητα Κυβέλη και της αποδόθηκε μεταγενέστερα. Η Νέμεσις ως θεότητα προσωποποιούσε μαζί με άλλες (Θέμιδα, Ειμαρμένη κ.ο.κ.) την έννοια της δικαιοσύνης και αποκαθιστούσε την τάξη (της φύσης, της ανθρώπινης κοινωνίας, του κόσμου), όταν αυτή διασαλευόταν. Τότε τιμωρούσε την υπεροψία και την αλαζονεία των ανθρώπων (την **ύβριν**). Αν κάποιος αδικεί τους άλλους συνεχώς, και κάποια στιγμή η ίδια η ζωή του θέσει οδυνηρό φρένο στη στρεβλή πορεία του, τότε μιλάμε για «θεία δίκη».

Σύμβολα της θεάς είναι ο πήγης και το χαλινάρι. Τα σύμβολα αυτά είναι ενδεικτικά της λειτουργίας της να προσμετρά τις ανθρώπινες σκέψεις, συναισθήματα, δράσεις και να θέτει ένα όριο στην αχαλίνωτη ασυδοσία του εγωισμού των ανθρώπων. Έτσι η έπαρση των θνητών έναντι των Κοσμικών Νόμων (ύβρις) και η κατάφωρη αδιαφορία για το Κοινό Καλό, σαρώνονται με τη δράση της Νέμεσης και εδώ μοιάζει με Συμπαντική Ζυγαριά που απονέμει αέναα Δικαιοσύνη.”

Η όλη φιλοσοφία του: *ὕβρις* → *ἄτη* → *νέμεσις* → *τίσις* η οποία περιβλήθηκε με τον θρησκευτικό μανδύα για να αποκτήσει σεβασμό, μεγαλύτερη ισχύ και διαχρονικότητα, κρύβεται στη νομοτέλεια και στην δομή της ανθρώπινης φύσης που σκοπό είχε την ισορροπία και την αρμονία στη ζωή των ανθρώπων. Η χρήση των παραπάνω λέξεων αναβιώνει και στην Ελλάδα του 2012. Όπως και στην αρχαία τραγωδία, έτσι και η Ελλάδα διέρχεται απ’ όλα τα στάδια: την ύβρη, τη νέμεση και την κάθαρση, η οποία μάλιστα καθορίζει καταλυτικά το μέλλον των επόμενων γενεών μιας χώρας που βιώνει ήδη μια βαθιά ύφεση και παραμένει εδώ και καιρό στα πρόθυρα της χρεοκοπίας. Η κατάσταση ξέφυγε από κάθε έλεγχο εξαιτίας της αλόγιστης και άσκοπης σπατάλης των χρηματικών διαθεσίμων. Το κράτος και οι ιδιώτες δαπανούσαν περισσότερα από όσα παρήγαγαν, αγνοώντας τη διασφάλιση της βιωσιμότητας για τις μελλοντικές γενεές, ενώ ο πολλαπλασιασμός των παθογενειών στην οικονομία και την κοινωνία, αλλά και η απληστία παρομοιάζονται από αρκετούς με την ύβρη, ένα μεγάλο αμάρτημα και για την αρχαία Ελλάδα. Ένας συνδυασμός χαμηλής ανταγωνιστικότητας, υψηλής κατανάλωσης και αναποτελεσματικότητας του δημόσιου τομέα εκτόξευσε το δημοσιονομικό έλλειμμα και συνακολούθως το δημόσιο χρέος, με αποτέλεσμα την κατάρρευση του μοντέλου ανάπτυξης της οικονομίας και τελικά επήλθε η νέμεσις. Τα χρέη (δημόσιο και εξωτερικό) σε συνδυασμό με την μυωπία και την ανικανότητα των κυβερνόντων διέβρωσαν την οικονομία και την κοινωνία, κλόνισαν το εγχώριο χρηματοπιστωτικό σύστημα και προκάλεσαν την αποπομπή της Ελλάδας από τις αγορές, το Μνημόνιο και την Τρόικα, η οποία παίζει το ρόλο της κάθαρσης. Η διαδικασία της εξυγίανσης και η αναζήτηση ενός νέου μοντέλου διατηρήσιμης και βιώσιμης ανάπτυξης δεν πρόκειται να λάβουν χώρα χωρίς προσπάθεια και ακόμη περισσότερες θυσίες. Το βασικό θέμα, όμως, είναι να μην οδηγηθεί η Ελλάδα σε συνεχείς κρίσεις μέσα στην κρίση οι οποίες θα κάνουν την τραγωδία να φαντάζει ως η πιο ελκυστική προοπτική.

Ένα ακόμη πραγματικό γεγονός, πέρα από αυτό της φούσκας του Internet και το οποίο αποδεικνύει την υπεροψία της ανθρώπινης φύσης είναι αυτό του Madoff και του σκανδάλου που ξέσπασε το Δεκέμβριο του 2008. Ο Madoff προικισμένος με το άγγιγμα του Μίδα ξεκίνησε την επιχειρηματική του πορεία από χαμηλά και έφτασε στην κορυφή του κόσμου για να έρθει εν συνέχεια να υπερεκτιμήσει τις δυνάμεις του (ύβρις) και να χάσει όλα του τα πλούτη (νέμεσις) εξαιτίας όχι της κακοτυχίας αλλά της αλαζονείας του.

Η υπόθεση του Bernard Madoff

Ο Bernard Lawrence Madoff γεννήθηκε το 1938 στο Queens της Νέας Υόρκης και έδειξε από νωρίς το κάλεσμα του προς το χρήμα. Το 1960 αποφοίτησε από τη Νομική Σχολή και στην συνέχεια αποφάσισε να ιδρύσει τη δική του εταιρεία με την επωνυμία Bernard L. Madoff Investment Securities. Ξεκινώντας με κεφάλαιο μόλις 5.000 δολαρίων, ποσό που είχε συγκεντρώσει κάνοντας διάφορες πρόχειρες δουλειές κατά τη διάρκεια των σπουδών του. Ο Madoff θα χτίσει σταδιακά τη φήμη του ως κορυφαίος σύμβουλος, καθώς επιστρατεύει τόσο τις γνώσεις και το επιχειρηματικό του δαιμόνιο, όσο και τα νέα εργαλεία που του προσφέρει η τεχνολογία. Ως ειδικός διαπραγματευτής τιμών, η Bernard L. Madoff Investment Securities αναδείχθηκε σε μία από τις πέντε εταιρείες που συνέβαλαν στην ανάπτυξη και εξέλιξη του δείκτη Nasdaq. Μέσα από μία πορεία 40 και πλέον χρόνων στο οικονομικό γίγνεσθαι της Νέας Υόρκης, ο Madoff είχε εδραιωθεί στην αντίληψη του κόσμου. Η φήμη του είχε εξαπλωθεί παγκοσμίως, με αποτέλεσμα μεγάλες εταιρείες αλλά και ιδιώτες με σημαντική περιουσία να εμπιστεύονται στην εταιρεία του τεράστια χρηματικά ποσά για χρηματιστηριακές επενδύσεις που θα τους απέφεραν αποδόσεις, τη σταθερότητα των οποίων εγγυόταν το βάρος του ονόματος της Madoff Investment Securities. Ο άνθρωπος με το άγγιγμα του Μίδα – όπως τον αποκαλούσαν στους δρόμους της Wall Street καθώς ότι “άγγιζε γινόταν χρυσός” λειτούργησε σαν μαγνήτης για όσους επιζήτησαν το γρήγορο και εύκολο κέρδος. Ως πρώην διευθυντής του χρηματιστηρίου του Nasdaq δεν κινούσε υποψίες. Απαιτούσε από τους πελάτες του μυστικότητα και εμπιστοσύνη. Δεν ρωτούσαν για τα επενδυτικά προγράμματα και δε μιλούσαν για τις διασφαλισμένες αποδόσεις. Σε σύντομο χρονικό διάστημα το σίγουρο κέρδος του 10% που κατέβαλε ο Μάντοφ στους πελάτες του έγινε ο «αστικός μύθος» στα πολυτελή κέντρα και country clubs στις ΗΠΑ, στην Ευρώπη και κατ’ επέκταση σε όλη την υφήλιο.

Όπως φαίνεται, ο Μάντοφ βασίστηκε στο «εβραϊκό δίκτυο» για να χτίσει τη βάση της πυραμίδας του. Πληθώρα εβραϊκών οργανώσεων, εκπαιδευτικών κέντρων και εταιρειών εμπιστεύτηκαν τα κεφάλαιά τους στην εταιρεία του μεγιστάνα. Ο ένας μετά τον άλλο, οι «μεγάλοι πελάτες» επιζητούσαν μία «άκρη» για να προσεγγίσουν την Madoff Investment Securities και να δεχθούν με προθυμία να καταβάλουν τις υπέρογκες προμήθειες που συχνά έφταναν και το 20%.

Ακόμη και σήμερα, οι βουτηγμένοι στη ζημία πελάτες του Μάντοφ βεβαιώνουν ότι οι αποδόσεις ήταν σίγουρες και καταβάλλονταν σταθερά και χωρίς πρόβλημα κάθε μήνα και επί σειρά ετών. Άλλωστε, ο ίδιος ο Μάντοφ υπόσχονταν στους πελάτες του σταθερές αποδόσεις ανεξάρτητα από την πορεία της αγοράς. Το γεγονός αυτό κίνησε πολλές υποψίες αργότερα, καθώς αρκετοί οικονομολόγοι κι αναλυτές της αγοράς άρχισαν να γίνονται καχύποπτοι για το σίγουρο κέρδος που εξασφάλιζε στους επενδυτές οι οποίοι ακολουθούσαν τυφλά τις συμβουλές του. Ακριβώς αυτή η «άριστη» συνεργασία προσέλκυσε και τους πλέον αξιόπιστους μεγάλους επενδυτικούς ομίλους όπως οι Nomura Holdings, BNP Paribas, HSBC, Royal Bank of Scotland, Banque Benedict Hentsch, Natixis. Εκτός από τις τράπεζες, θύματα στην καλοστημένη απάτη του Μάντοφ έπεσαν και κορυφαίες ελεγκτικές εταιρείες, όπως η PwC, η KPMG και η Ernst & Young, αλλά και ορισμένοι από τους μεγαλύτερους επενδυτές hedge funds. Το πελατολόγιο του Μάντοφ ήταν διευρυμένο, με αποτέλεσμα μετά την αποκάλυψη του σκανδάλου πολλές εταιρείες κολοσσοί να οδηγηθούν σε οικονομικό αδιέξοδο και να υποστούν σοβαρές ζημιές. Μετά τη δεκαετία του '90, αναλυτές και δημοσιογράφοι, εξέφραζαν υποψίες σχετικά με τις δραστηριότητες της εταιρείας δεδομένου ότι οι αποδόσεις των επενδύσεων που απέφερε στους πελάτες της χαρακτηρίζονταν από μία σταθερότητα που δεν ακολουθούσε τις φυσιολογικές πτώσεις και ανόδους της χρηματιστηριακής αγοράς. Ο κ. Harry Markopoulos φέρεται να είχε ειδοποιήσει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ από το 1999 για τη δομή και τον τρόπο λειτουργίας της Madoff Investment Securities. Η εμπιστοσύνη όμως προς την εταιρεία και δη προς το πρόσωπο του ιδρυτή της ήταν τόσο μεγάλη, ώστε οι υποψίες δεν κατάφεραν να κλονίσουν τους επενδυτές ή τις ρυθμιστικές αρχές ώστε να συνειδητοποιήσουν ότι ο «βασιλιάς ήταν στην πραγματικότητα γυμνός». Παρ' όλα αυτά, η αποκάλυψη του σχεδίου Ponzi που ενορχήστρωσε ο Madoff, ήταν σαν “σκωτσέζικο ντους” για τη διεθνή επενδυτική κοινότητα, που ήδη είχε δοκιμασθεί αρκετά μέσα στο 2008.

Μάλιστα, δεν ήταν λίγοι εκείνοι που έσπευσαν να το χαρακτηρίσουν ως το μεγαλύτερο επενδυτικό σκάνδαλο του αιώνα καθώς επίσης και τη μεγαλύτερη μεταπολεμική χρηματοπιστωτική απάτη. Η κομπίνα όμως του Μάντοφ αποκαλύφθηκε με τον ερχομό του 2007 όπου το διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα κλονίστηκε, έσκασε η φούσκα με τα στεγαστικά δάνεια, τράπεζες έκλεισαν και πολλές εταιρείες καταστράφηκαν. Σε αυτή τη δίνη εκατοντάδες hedge funds τερμάτισαν τη δράση τους, ενώ ο Μάντοφ δήλωνε ότι ήταν ακόμη κερδοφόρος. Όταν όμως οι επενδυτές ζήτησαν πίσω τα χρήματά τους για να πληρώσουν τους πιστωτές τους ή να προστατέψουν τις επενδύσεις τους ο Μάντοφ κατέρρευσε. Αν έπρεπε να τους πληρώσει όλους, έπρεπε να βρει πάνω από 7 δισ. δολάρια. Το ξέσπασμα της διεθνούς οικονομικής κρίσης και η αδυναμία του Madoff να καλύψει αίτημα 7 δισ. δολαρίων στους πελάτες του ήταν η αρχή της αποκάλυψης του σκανδάλου που ολοκληρώθηκε με τη σύλληψη του στις 11 Δεκεμβρίου 2008 από αξιωματικούς του FBI. Ο Μάντοφ καταδικάστηκε στα 71 χρόνια του σε φυλάκιση 150 ετών. Οι πρώτες έρευνες αποκάλυψαν ότι η επιχείρηση Madoff δεν ήταν τίποτε άλλο παρά μία καλοστημένη και πιο εκλεπτυσμένη εκδοχή ενός σχεδίου Ponzi, δηλαδή μιας μορφής «πυραμίδα». Η πυραμίδα αυτή στην Αμερική ονομαζόταν «Πόντσι», από το όνομα ενός τύπου που έκανε ανάλογη κομπίνα με ταχυδρομικά κουπόνια τα οποία αντάλλαζε με γραμματόσημα, εκμεταλλευόμενος τη διαφορά τιμής τους από χώρα σε χώρα και πείθοντας επενδυτές να του δώσουν τα χρήματά τους για να τα διπλασιάσει. Συνελήφθη όταν ανακαλύφθηκε ότι για να πληρώσει όλους τους επενδυτές του χρειαζόταν 160 εκατομμύρια ταχυδρομικά κουπόνια, όταν σε όλη την Αμερική κυκλοφορούσαν μόνο 27.000.

Σύμφωνα με το σχέδιο αυτό τα κεφάλαια των νέων επενδυτών χρησιμοποιούνται για να καλύψουν τις αποδόσεις των κεφαλαίων των παλαιότερων επενδυτών και η διαδικασία αυτή μπορεί να συνεχίζεται επ’ άπειρον ή έστω για όσο καιρό εισρέουν νέα κεφάλαια. Ο Μάντοφ έπαιρνε κεφάλαια από αφελείς μεγαλοεπενδυτές δήθεν για να τα επενδύσει, δίνοντας σε αυτούς μια σταθερή απόδοση κατ’ έτος γύρω στο 10%, ανεξαρτήτως του αν η αγορά ήταν σε άνοδο ή κάθοδο. Με τα νέα αυτά κεφάλαια ο Μάντοφ πλήρωνε τις σχετικά μικρές αλλά σταθερές αποδόσεις των προηγούμενων και του ιδίου του έμεναν τα κεφάλαια τα οποία επένδυε σε μια δική του κρυφή εταιρεία. Όσα κεφάλαια εισάγονταν ο Μάντοφ συγκέντρωνε τα κέρδη έναντι των μικρών αποδόσεων που έδινε στους επενδυτές.

Όσο υπήρχαν επενδυτές (που ακόμη κι αυτοί θεωρήθηκαν άπληστοι καθώς πίστευαν στις σταθερές αποδόσεις που τους έταζε ο Madoff), αύξανε τα κέρδη του και η κομπίνα λειτουργούσε σαν ποδήλατο. Με την κατάρρευση του σχεδίου Madoff το οικονομικό «κενό» που είχε δημιουργηθεί ανερχόταν στο ποσό των 50 δισ. δολαρίων. Αξιοσημείωτο είναι ότι ο Madoff αμέσως μετά τη σύλληψή του παραδέχτηκε χωρίς κανένα δισταγμό το σχέδιο δηλώνοντας *«ήταν όλα ένα μεγάλο ψέμα»*. Όπως αναφέρει η αστυνομική έκθεση, τα αρχεία και τα στοιχεία της παράνομης δράσης του ήταν κρυμμένα σε έναν από τους ορόφους του κτηρίου όπου είχε την έδρα της η Madoff Investment Securities. Του χρονικού της σύλληψης προηγήθηκε μία συνάντηση που είχε ο Madoff στις αρχές του Δεκεμβρίου με τον έναν από τους δύο γιους του που εργάζονταν ως στέλεχος στην εταιρεία του στον οποίο αποκάλυψε ότι κάποιοι πελάτες του είχαν ζητήσει προς επιστροφή συνολικά 7 δισ. δολάρια τα οποία αδυνατούσε να πληρώσει λόγω έλλειψης ρευστότητας.

Στις 9 Δεκεμβρίου ανακοίνωσε στον έτερο γιο του ότι θα πλήρωνε δύο μήνες νωρίτερα απ’ ότι ήταν προγραμματισμένο τα bonus των στελεχών της εταιρείας του. Οι δυο άντρες είχαν αντιληφθεί ότι η συμπεριφορά του προέδρου της εταιρείας ήταν πολύ ανήσυχη τις τελευταίες εβδομάδες. Μετά την εξομολόγηση, οι γιοι του τον κατέδωσαν στις αστυνομικές αρχές. Σχολιαστές του σκανδάλου Madoff αδυνατούν να πιστέψουν ότι πίσω από μία τέτοιου μεγέθους απάτη βρίσκεται μόνον ένα πρόσωπο. Η πιθανότητα ανάμειξης συγγενών και άλλων στελεχών της εταιρείας διερευνάται από τις αρχές. Μάλιστα, αντιμέτωπη με τη δικαιοσύνη ενδέχεται να είναι και η γυναίκα του, Ruth, για απόκρυψη στοιχείων. Στα θύματα της απάτης της Madoff Investment Securities συγκαταλέγονται μεγάλα hedge funds, γνωστές εταιρείες, αλλά και διασημότητες, όπως αυτό του σκηνοθέτη Steven Spielberg, αλλά και της πλουσιότερης γυναίκας του κόσμου, της Liliane Bettencourt, της 86χρονης κληρονόμου της L’Oreal. Τα περιουσιακά στοιχεία και η Madoff Investment Securities βρίσκονται σε διαδικασία ρευστοποίησης. Στον Bernard Madoff έχουν απαγγελθεί κατηγορίες για απάτη ενώ ορίστηκε εγγύηση ύψους 10 εκατ. δολαρίων για την αποφυλάκισή του, η οποία καταβλήθηκε την ημέρα της σύλληψής του από τη σύζυγό του Ruth. Προς το παρόν τελεί υπό περιορισμό στο διαμέρισμά του στο Manhattan έως ότου οριστεί η ημερομηνία της δίκης του. Κανείς ωστόσο δεν μπορεί να γνωρίζει την εξέλιξη αυτής της ιστορίας. Καθημερινά προστίθενται νέα δεδομένα στο φάκελο της αστυνομικής έρευνας.

Ο Ιταλός «Φαραώ»

Ένας όρος που «παίχθηκε» πολύ από τα ξένα ΜΜΕ με το που έγινε γνωστό το σκάνδαλο Madoff ήταν το "Ponzi scheme", δηλαδή η μέθοδος ή το σχέδιο Ponzi. Ο όρος αναφέρεται σε οποιαδήποτε απάτη στηρίζεται σε «πυραμίδα» επενδυτών. Δηλαδή ο ενορχηστρωτής της εκάστοτε απάτης χρησιμοποιεί τα κεφάλαια νέων επενδυτών για να καλύψει τα κενά που αφήνει πίσω η παράνομη δράση του σε σχέση με τα ποσά των παλαιότερων επενδυτών. Το είδος αυτό της απάτης πήρε «τιμητικά» το όνομα του πρώτου διδάξαντος, του Ιταλού Charles Ponzi, γεννηθέντος στο Λούγκο στις 3 Μαρτίου του 1882. Ο Ponzi κατέφθασε στις ΗΠΑ το 1903 σε ηλικία 21 ετών και με 2,5 δολάρια στις τσέπες του για να καταστεί το 1920 ένας από τους πλουσιότερους επενδυτές εκείνης της εποχής, υιοθετώντας ένα προκλητικά πολυτελές τρόπο ζωής. Μάλιστα τον Ιούλιο του 1920 είχε φτάσει να βγάζει 250.000 δολάρια την ημέρα για να καταλήξει τελικά την 1η Νοεμβρίου του ίδιου έτους να δηλώσει ένοχος για απάτη, με 85 κατηγορίες να εκκρεμούν εις βάρος της. Ο ίδιος πέρασε πέντε χρόνια σε ομοσπονδιακή φυλακή και εννέα χρόνια σε πολιτειακή φυλακή των ΗΠΑ στη συνέχεια, αν και είχε «επισκεφθεί» σωφρονιστικά ιδρύματα και πριν ξεσπάσει το ομώνυμο σκάνδαλο για μικροαπάτες. Βγήκε οριστικά από τη φυλακή το 1934 και απελάθηκε στην Ιταλία, καθώς ουδέποτε είχε λάβει την αμερικανική υπηκοότητα. Ο Ponzi πέθανε στις 18 Ιανουαρίου του 1949 σε πτωχοκομείο στο Ρίο ντε Τζανέιρο της Βραζιλίας, καθώς τα τελευταία χρόνια της ζωής του τα πέρασε μέσα στην εξαθλίωση και τη φτώχεια.

Συμπερασματικά, η απληστία μέσα από τα παραδείγματα που προηγήθηκαν συνδέεται άρρηκτα με την έντονη επιθυμία του ατόμου (επενδυτή) να αποκτήσει σε σύντομο χρονικό διάστημα κέρδος. Η υπέρμετρη φιλοδοξία των επενδυτών για βραχυπρόθεσμο κέρδος λειτουργεί αποπροσανατολιστικά στην συντήρηση ενός υγιούς μακροπρόθεσμο επενδυτικού χαρτοφυλακίου. Η κρίση του 2007 και όσα επακολούθησαν έδωσαν λαβή για να γίνει σοβαρή κριτική στους χειρισμούς των οικονομικών αρχών πριν από την κρίση και γενικότερα κριτική της αποτελεσματικότητας του καπιταλιστικού μοντέλου να ρυθμίζει την οικονομική σφαίρα.

Ο Hugo Dixon στη διάλεξη που έδωσε στην Οξφόρδη με θέμα τον "υγιή καπιταλισμό", όχι μόνο απάντησε θετικά, αλλά διατύπωσε σε αδρές γραμμές τις αιτίες και τι πρέπει να γίνει, ώστε να μη ξανασυμβεί μια κρίση. Παρατήρησε ότι η ψυχολογική κατάσταση των επενδυτών εξαρτάται άμεσα από τους χειρισμούς των οικονομικών αρχών και κατά συνέπεια οι αρχές πρέπει να φροντίζουν ώστε οι χειρισμοί τους να κινούνται εντός ορίων. Με άλλα λόγια εάν οι αρχές θυμούνται τους οικονομικούς νόμους και δεν τους παραβιάζουν, δεν υποπίπτουν δηλαδή στο αμάρτημα της ύβρεως, οι χειρισμοί τους θα είναι τέτοιοι ώστε να μη προκαλούν ούτε άμετρο φόβο ούτε ασύδοτη απληστία στους επενδυτές. (Καθημερινή, 10/2012)

Αντίστοιχα καταστροφικές μπορεί να είναι και οι επιπτώσεις του φόβου. Πριν μεταβούμε σε διεξοδική ανάλυση, επιχειρείται να δοθεί ένας ορισμός. Ο φόβος είναι ένα βασικό συναίσθημα του κάθε ατόμου το οποίο εκδηλώνεται όταν εμφανίζεται ένας πραγματικός ή πλασματικός κίνδυνος και έχει εξελιχθεί μέσα από την ανάγκη του ατόμου για επιβίωση. Αποτελεί ένα ζωώδες συναίσθημα το οποίο μπορεί να οδηγήσει το άτομο σε έντονες καταστάσεις άγχους και επιθετικότητας. Ωστόσο, θα πρέπει να διαχωρίζεται από το άγχος το οποίο εκδηλώνεται από την εμφάνιση μιας ανεξέλεγκτης απειλής δημιουργώντας εσωτερική ένταση. Παρόλα αυτά, το συναίσθημα του φόβου μπορεί να αποτελέσει και μια στιγμιαία αντίδραση σε κάτι που συμβαίνει στο παρόν. Μπορεί να λειτουργήσει και ως ένας μηχανισμός άμυνας και προστασίας ο οποίος ενεργοποιείται όταν το άτομο βρεθεί αντιμέτωπο με μια απειλή ή μια αβέβαιη και άγνωστη κατάσταση.

Αν δούμε το φόβο από μια συναισθηματική σκοπιά, τότε έχουμε πάντα να κάνουμε με μελλοντικά γεγονότα, με καταστάσεις ή συμπεριφορές τις οποίες μπορούμε να διαφύγουμε ή να αποφύγουμε. Μερικοί ψυχολόγοι όπως οι John Watson (1930), Paul Ekman (1972) και Robert Plutchik (1980) υποστηρίζουν ότι ο φόβος ανήκει στο σύνολο των έμφυτων συναισθημάτων του ατόμου όπως είναι η χαρά, η λύπη και ο θυμός. Αποτελεί, δηλαδή, ένα εγγενές χαρακτηριστικό της συμπεριφοράς του κάθε ατόμου. Ο φόβος σχετίζεται με μια σειρά γνωστικών και συναισθηματικών καταστάσεων, που συμπεριλαμβάνουν την ανησυχία, το άγχος, τον τρόπο και τον πανικό.

Στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική όπως οι επενδυτές κυριεύονται από την απληστία, έτσι ακριβώς μπορούν να επηρεασθούν και από το συναίσθημα του φόβου, με εξίσου σοβαρές οικονομικές συνέπειες. Ο συναισθηματικός εγκέφαλος είναι υπεύθυνος για την παραγωγή του συναισθήματος του φόβου και της αντίδρασης που ακολουθεί, είτε είναι φόβος που δημιουργείται όταν δούμε, για παράδειγμα, ένα αγριεμένο σκύλο, είτε είναι φόβος που οφείλεται σε αποτυχημένη επενδυτική και επιχειρηματική ενέργεια ή βασίζεται στην πεποίθηση ότι μπορεί να χάσουμε τα επενδυτικά μας κεφάλαια.

Ας υποθέσουμε ότι ένας επενδυτής έχει επενδύσει ένα αξιόλογο κεφάλαιο σε μετοχές εταιριών και αναμένει τα πιθανά κέρδη που μπορεί να συγκεντρώσει μέσα από αυτήν την επένδυση. Όταν οι μετοχές παρουσιάσουν μια περίοδο απωλειών που διαρκεί πολύ περισσότερο απ’ όση είχε προβλέψει, τότε ο επενδυτής φοβάται ότι θα υποστεί ακόμη μεγαλύτερες ζημιές, επειδή στο παρελθόν είναι πιθανόν να είχε χάσει αρκετά χρήματα από επενδύσεις σε μη κερδοφόρες επιχειρήσεις.

Αμέσως ο εγκέφαλος ενεργοποιεί το νευρωτικό κύκλωμα του φόβου. Αρχικά το άτομο παρακολουθεί την πτώση των τιμών των μετοχών μέσα από διαγράμματα, με αποτέλεσμα η εικόνα αυτή να αποστέλλεται στο θάλαμο ο οποίος αποτελεί μέρος του εγκεφάλου που αναμεταδίδει την εισερχόμενη πληροφορία στα υπόλοιπα μέρη του εγκεφάλου. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω δύο διαδρομών, όπως φαίνεται στο σχήμα που ακολουθεί.



Σχήμα 8: Οι διαδρομές στο νευρωτικό κύκλωμα του φόβου (βλ. “Πώς το κύκλωμα του φόβου επηρεάζει τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων;”, www.naftemporiki.gr, 24/12/2011)

Όπως παρατηρούμε από το σχήμα που προηγήθηκε και οι δυο διαδρομές καταλήγουν στην αμυγδαλή η οποία ανήκει στο συναισθηματικό εγκέφαλο και αποτελεί το κέντρο συναγερμού όταν το άτομο κληθεί να αντιμετωπίσει κάποιο κίνδυνο. Η μικρότερη διαδρομή μεταφέρει τις πληροφορίες από το θάλαμο άμεσα στην αμυγδαλή, παρακάμπτοντας τον πιθανό κίνδυνο που μπορεί να κρύβεται πίσω από το δεδομένο.

Αυτό ενεργοποιεί την αμυγδαλή, η οποία θέτει σε συναγερμό τον υποθάλαμο, ο οποίος εκκρίνει ορμόνες που στέλνουν μηνύματα σε άλλα σωματικά συστήματα με σκοπό να προετοιμάσουν το σώμα του ατόμου να αντιμετωπίσει ή να αποφύγει τον κίνδυνο. Με τα παραπάνω εξάγεται το συμπέρασμα ότι ο φόβος της χρηματικής ζημιάς κατοικεί στην αμυγδαλή του επενδυτή.

Ο θάλαμος πέρα από τη μεταφορά των πληροφοριών στην αμυγδαλή, στέλνει κι ένα όγκο στοιχείων και δεδομένων στον οπτικό φλοιό ο οποίος τα επεξεργάζεται με σκοπό να φθάσει στην αμυγδαλή όλη η απαραίτητη πληροφορία για την αντιμετώπιση του προβλήματος. Έτσι, ο κίνδυνος επιβεβαιώνεται με αποτέλεσμα η αμυγδαλή να ενεργοποιεί το μηχανισμό άμυνας του οργανισμού απέναντι στην απειλή.

Επομένως, όταν ο επενδυτής βρεθεί αντιμέτωπος με μια κατακόρυφη πτώση των τιμών των μετοχών του αντιδρά με έναν τρόπο σαν να πρόκειται για ένα ζήτημα ζωής ή θανάτου. Ο επενδυτής βρίσκεται στο έλεος του φόβου, δεν σκέφτεται με βάση τη λογική με αποτέλεσμα οι ενέργειες του να χαρακτηρίζονται στο σύνολό τους από παραλογισμό και ασυνειδησία. Ο φόβος ήταν αυτός που διαδέχθηκε την απληστία μετά το σπάσιμο της τεχνολογικής “φούσκας” στα τέλη της δεκαετίας του 1990. Οι επενδυτές σε μια προσπάθειά τους να περιορίσουν όσο το δυνατόν περισσότερο τις απώλειες ρευστοποίησαν τους μετοχικούς τους τίτλους και επανατοποθέτησαν τα κεφάλαιά τους σε ασφαλέστερες επενδύσεις με μικρότερο κίνδυνο.

Όταν ο επενδυτής δεν είναι αντιμέτωπος με μια απότομη πτώση των τιμών των μετοχών στις οποίες έχει επενδύσει ένα σημαντικό ποσό, το αυτόματο σύστημα κινδύνου συνεχίζει να ενεργοποιείται κατακλύζοντάς τον με ένα χείμαρρο συναισθημάτων. Η αντίδραση του είναι παράλογη και επιφέρει μη ωφέλιμα αποτελέσματα.

Ο συναισθηματικός εγκέφαλος, παρόλο που είναι χρήσιμος για την αντιμετώπιση φυσικών κινδύνων, στην περίπτωση των επενδύσεων στρέφεται εναντίον του επενδυτή. Οδηγεί σε γρήγορες επενδυτικές αποφάσεις προκειμένου να αντιμετωπιστεί μια επείγουσα κατάσταση χωρίς πολλές φορές να υπάρχει κάποιος πραγματικός και ουσιαστικός κίνδυνος. Ο επενδυτής καταλήγει να αποτελεί θύμα του συναισθηματικού του εγκεφάλου.

Τα τελευταία χρόνια η ελληνική κοινωνία μετά την είσοδό στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο στις 23 Απριλίου 2010 εντάχθηκε σε ένα πρόγραμμα δανειοδότησης και προσαρμογής το οποίο έλαβε τη μορφή Μνημονίου, καθώς η ίδια αδυνατούσε να καλύψει τις δημοσιονομικές τις υποχρεώσεις. Πρόκειται ουσιαστικά για ένα πρόγραμμα πολιτικής που αναθεωρείται σε τακτά χρονικά διαστήματα και εμπεριέχει σαφείς πολιτικές που πρέπει να ακολουθηθούν, υποχρεώσεις που πρέπει να καλυφθούν και ένα χρονοδιάγραμμα στο οποίο εσωκλείονται όλες οι απαραίτητες ενέργειες που πρέπει να εφαρμοστούν από την ελληνική οικονομία.

Αν και οι αρχικές συνέπειες της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης ήταν ήπιες για την Ελλάδα λόγω του χαμηλού βαθμού διασύνδεσης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος με το αμερικανικό και το βρετανικό, η κρίση χρέους εντάχθηκε το 2009 όταν το δημοσιονομικό έλλειμμα εκτινάχθηκε στο -15,4% ως προς το ΑΕΠ (σε σχέση με -6,4% του ΑΕΠ το 2007) και το δημόσιο χρέος στο 126,8%. Η χώρα βρέθηκε σε μια κατάσταση φόβου και πανικού με έντονες πολιτικές και κοινωνικές αντιπαραθέσεις. Το χρηματιστήριο βρισκόταν σε καθοδική τροχιά σημειώνοντας μεγάλες απώλειες, η αγορά ομολόγων σταμάτησε να λειτουργεί, το ΑΕΠ συρρικνώθηκε, η ανεργία έφτασε στα ύψη αγγίζοντας σήμερα περίπου το ποσοστό της τάξεως του 21% και πολλές ελληνικές καταθέσεις μεταφέρθηκαν στο εξωτερικό με μεγάλη ταχύτητα οξύνοντας τα προβλήματα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Τα σενάρια χρεοκοπίας, εξόδου από την ευρωζώνη και επιστροφής στη δραχμή ιδιαίτερα τους τελευταίους μήνες δημιούργησαν στο εσωτερικό της χώρας μια κατάσταση με έντονα συμπτώματα φόβου, ανησυχίας, οργής, άγχους, επιθετικότητας και θυμού καθώς οι πολίτες έβλεπαν την ελληνική οικονομία να καταρρέει και το πολιτικό σύστημα αδύναμο να αντιμετωπίσει της προκλήσεις.

Οι ανώτατοι αξιωματούχοι και κυβερνώντες της χώρας έλαβαν σκληρά μέτρα απαραίτητα για την ανάκαμψη του ελληνικού οικονομικού συστήματος και την επιστροφή της χώρας στις αγορές. Η κοινή γνώμη αντιτάθηκε σε αυτά και αρνήθηκε την οποιαδήποτε προσαρμογή σε αυτά, με αποτέλεσμα να επικρατήσει χάος και πανικός στην εγχώρια και κατ’ επέκταση στη διεθνή αγορά. Η ελληνική κοινωνία βρέθηκε αντιμέτωπη με έντονα φοβικά σύνδρομα τα οποία πυροδοτήθηκαν και από τα μέσα ενημέρωσης που με τη σειρά τους έπαιξαν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση της επενδυτικής συμπεριφοράς και των συναισθημάτων του επενδυτικού κοινού.

Στο σημείο αυτό κρίνεται απαραίτητο να γίνει αναφορά σε μια μελέτη που πραγματοποιήθηκε από τον καθηγητή Tetlock (2007) μέσα από την οποία εξέτασε την αλληλεπίδραση μεταξύ του περιεχομένου των πληροφοριών των μέσων μαζικής ενημέρωσης (MME) και της πορείας του χρηματιστηρίου. Ο καθηγητής ανέπτυξε έναν δείκτη απαισιοδοξίας των MME (Pessimism Media Factor – PMF) στις ΗΠΑ χρησιμοποιώντας την στήλη «Abreast of the Market» της *Wall Street Journal* για την περίοδο 1984-1999. Σύμφωνα με τα ευρήματά του η έντονη απαισιοδοξία των MME έχει προσωρινά αρνητική επίδραση στις αποδόσεις της αγοράς, η οποία στη συνέχεια αναστρέφεται. Επιπλέον, οι ασυνήθιστα υψηλές ή χαμηλές τιμές απαισιοδοξίας οδηγούν προσωρινά σε ασυνήθιστα υψηλό όγκο συναλλαγών. Παράλληλα, ο κατακλυσμός των πληροφοριών μπορεί να μπερδέψει παρά να διευκολύνει τους επενδυτές. Παρατηρούμε ότι η διάρκεια του πανικού εξαρτάται αφενός από το μέγεθος και την ένταση των προβλημάτων και αφετέρου από τη δυνατότητα των MME να συμβάλλουν στην ενίσχυση ή τον περιορισμό του πανικού. Η φερεγγυότητα της χώρας και η πιστοληπτική της ικανότητα τέθηκε υπό αμφισβήτηση καθώς οι επενδυτές υποστηρίζουν ότι η ανάπτυξη επενδυτικής δραστηριότητας στην Ελλάδα αποτελεί μια ριψοκίνδυνη πράξη. Η κρίση είναι ένα μελανό σημείο για την Ελλάδα που επιδρά αρνητικά στη ψυχολογία των συμμετεχόντων στη χρηματιστηριακή αγορά. Πριν ακόμη εμφανιστούν τα πρώτα σημάδια της κρίσης και προμηνύοντας την κατάρρευση του ελληνικού οικονομικού και τραπεζικού συστήματος, οι πιο έμπειροι επενδυτές άρχισαν να ρευστοποιούν τις μετοχές τους με σκοπό να επενδύσουν το αποκτηθέν κεφάλαιο σε νέες ασφαλέστερες μετοχές. Όσοι, δεν πρόλαβαν γιατί ίσως θεωρούσαν ότι η πορεία της αγοράς θα αναστραφεί σημείωσαν μεγάλες απώλειες που ήταν καταστροφικές για τα επενδυτικά τους χαρτοφυλάκια.

Πέρα από την πρόσφατη παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, άλλες περιπτώσεις όπου ο φόβος και ο πανικός έχουν επικρατήσει στις χρηματιστηριακές αγορές είναι η κρίση της Αργεντινής η οποία διήρκησε από το 1998 μέχρι το 2002. Το 1991 η Αργεντινή προσχώρησε σε μερική νομισματική ένωση με τις ΗΠΑ με σκοπό τη σταθεροποίηση του επιπέδου του πληθωρισμού. Η ενέργεια αυτή αποτελούσε ένα βήμα πριν την πλήρη αντικατάσταση του εθνικού νομίσματος από το δολάριο. Αυτό θα είχε ως επακόλουθο τον απόλυτο έλεγχο της αργεντινικής νομισματικής πολιτικής από την αμερικανική Ομοσπονδιακή Τράπεζα.

Η κίνηση αυτή έφερε αρχικά θετικά αποτελέσματα. Ο ρυθμός ανάπτυξης αυξήθηκε με αποτέλεσμα ξένοι επενδυτές να δείχνουν εμπιστοσύνη στην εγχώρια αγορά η οποία αποδείχθηκε μέσα από την εισροή ξένων κεφαλαίων. Όμως, οι αρνητικές συνέπειες έκαναν την εμφάνισή τους τη δεκαετία του '90. Εξωγενείς παράγοντες όπως η μεξικανική κρίση το 1994, η υψηλή ανατίμηση του δολαρίου το 1995, η κρίση στην Νοτιοανατολική Ασία το 1997, η ρωσική χρεοκοπία το 1998 και η νομισματική κρίση στη Βραζιλία το 1999 οδήγησαν σε υπερτίμηση του εθνικού νομίσματος με αποτέλεσμα να μειωθεί ο ρυθμός ανάπτυξης της χώρας. Επιπροσθέτως, οι δημοσιονομικές ανισορροπίες και οι υπέρμετρες δημόσιες δαπάνες οι οποίες πυροδοτήθηκαν από σημάδια διαφθοράς, επιδείνωσαν αρκετά την κατάσταση. Έτσι, λίγο πριν το 2000 οι επενδυτές άρχισαν να ανησυχούν για το οικονομικό μέλλον της χώρας και κατά πόσο μπορεί να θεωρηθεί φερέγγυα γεγονός που είχε ως συνέπεια την πτώση της αξίας των κρατικών ομολόγων. Παρά τους θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης της οικονομίας κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, το δημόσιο χρέος της χώρας σχεδόν διπλασιάστηκε (από 34% σε πλεόν του 60% του ΑΕΠ), κυρίως λόγω της αύξησης των αναγκών χρηματοδότησης για δαπάνες εκτός προϋπολογισμού, (π.χ. για προϋπάρχοντα χρέη όπως ληξιπρόθεσμες οφειλές προς συνταξιούχους και προμηθευτές), και λόγω αδικαιολόγητων δαπανών σε ένα φορολογικό σύστημα που χαρακτηριζόταν από αναλυτές ως αδιαφανές. Η διεθνής κοινότητα επενέβη κάνοντας προτάσεις για μεγάλα πακέτα οικονομικής στήριξης. Τον Μάρτιο του 2000 πραγματοποιήθηκε υπαγωγή της χώρας στο ΔΝΤ το οποίο ενέκρινε «προληπτικό» πρόγραμμα τριετούς πίστωσης ύψους \$ 7.2 δισεκατομμυρίων με στόχο την επάνοδο της ανάπτυξης και τη μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος, κυρίως μέσω διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.

Κάτι αντίστοιχο συνέβη και στην περίπτωση της Ελλάδας με μόνη διαφορά το γεγονός ότι η ελληνική οικονομία είχε προσχωρήσει στην Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση το 2001 εγκαταλείποντας το εθνικό της νόμισμα. Τα επίπεδα του πληθωρισμού και της ανεργίας εκτινάχθηκαν στα ύψη και η χώρα έμοιαζε παραδομένη στο χάος. Η όποια επενδυτική και επιχειρηματική ενέργεια φάνταζε αδύνατη, η αστάθεια, η μεταβλητότητα και οι έντονες διακυμάνσεις της αγοράς καλλιέργησαν το φόβο των επενδυτών.

Επομένως, τα συναισθήματα των επενδυτών, ο φόβος και η απληστία τους κυριεύουν με αποτέλεσμα να υπερισχύουν έναντι της χρηματοοικονομικής θεωρίας και των υποδειγμάτων που προτείνει. Σύμφωνα με τον Mark Pankin (2005) η οποιαδήποτε απόφαση είτε επενδυτική ή επιχειρηματική είτε πολιτική πρέπει να λαμβάνεται με γνώμονα τη λογική και ορθολογικά κριτήρια και να μην επηρεάζεται από ψυχολογικές και συναισθηματικές παρορμήσεις. Οι επενδυτές ακολουθώντας μια πειθαρχημένη επενδυτική στρατηγική σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, η οποία καλύπτει τους επενδυτικούς τους στόχους, μπορούν να αποφύγουν να παρασυρθούν από το συναίσθημα στην πλειονότητα των περιπτώσεων. Θα πρέπει να εστιάσουν στους μακροπρόθεσμους σκοπούς της επένδυσης και όχι στα κέρδη σε σύντομο χρονικό διάστημα. Η διαμόρφωση ενός σταθερού επενδυτικού σχεδίου, το οποίο ακολουθείται πιστά μπορεί να περιορίσει την επίδραση του συναισθήματος στις επενδυτικές επιλογές, εφόσον είναι ρεαλιστικό κι οι προσδοκίες των επενδυτών ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα. Επίσης, κρίσιμος είναι και ο ρόλος του χρηματοοικονομικού συμβούλου, καθώς καλείται να αναγνωρίσει τους συναισθηματικούς παράγοντες που μπορεί να επηρεάσουν τις επενδυτικές επιλογές των πελατών του και να τους προστατεύσει από συμπεριφορές που μειώνουν τις αποδόσεις τους. Όμως, ο κάθε επενδυτής θα πρέπει να διεξάγει μια εξονυχιστική έρευνα πριν μεταβεί σε κάποια επένδυση και να ελέγξει τις επενδυτικές του επιλογές. Όσον αφορά την επενδυτική του κίνηση θα πρέπει να ξεκαθαρίσει τι στόχους θέλει να πετύχει, αν είναι ή όχι συμφέρουσα η επένδυση, ποια τα χαρακτηριστικά και οι προοπτικές της αγοράς που επενδύει και σχετικά με την προσωπικότητα του οφείλει να γνωρίζει ποιες είναι οι δυνάμεις και οι αδυναμίες του εαυτού του και πως ο φόβος κι η απληστία επηρεάζουν άλλες μη οικονομικής φύσεως αποφάσεις. Επίσης, μια ανασκόπηση σε προηγούμενες επενδυτικές ενέργειες και ειδικά σε όσες ήταν αποτυχημένες θα φέρουν στο φως λάθη τα οποία πρέπει να αναγνωρίσει έτσι ώστε να τα αποφύγει στο μέλλον.

Η απληστία και ο φόβος όπως διαπιστώνεται απ’ όσα αναφέρθηκαν στην προκείμενη παράγραφο είναι δυο εγγενή χαρακτηριστικά των αγορών με έντονη μεταβλητότητα, αστάθεια και αβεβαιότητα, τα οποία ασκούν ιδιαίτερη επιρροή στις αποφάσεις της επενδυτικής κοινότητας. Το κλειδί για τον επενδυτή στη συγκεκριμένη περίπτωση είναι να τηρήσει μια παγιωμένη και σταθερή στάση στις απόψεις, στις σκέψεις και τις όποιες πεποιθήσεις του έτσι ώστε να καταφέρει να ελέγξει τα συναισθήματά του κατά την στιγμή της επένδυσης. Αν εφαρμόσει αυτή την τακτική θα είναι σε θέση να αγοράσει παρά το φόβο που ενδέχεται να νιώθει ότι μπορεί να χάσει το κεφάλαιό του και αντίστοιχα να πουλήσει παραβλέποντας την απληστία του για όλο και περισσότερες “θανατηφόρες” αγορές.

Ο φόβος και η απληστία είναι οι όψεις του ίδιου νομίσματος. Αν θεωρήσουμε ότι το νόμισμα είναι οι χρηματαγορές, τότε όταν κινούνται θετικά, η απληστία διέπει τον κάθε επενδυτή ωθώντας τον σε περισσότερες αγορές τίτλων, ενώ όταν οι χρηματαγορές κινούνται αρνητικά, ο φόβος τις κυριεύει, οι επενδυτές βρίσκονται σε έντονη σύγχυση και οδηγούνται τελικά σε μη συμφέρουσες πωλήσεις που υπό άλλες συνθήκες δε θα επιχειρούσαν.

3.3.2 Αλαζονεία

Πολλοί αναλυτές συγγέουν αυτό το σφάλμα με την απληστία, καθώς και τα δύο αυτά χαρακτηριστικά της συμπεριφοράς των επενδυτών εμφανίζουν αρκετές ομοιότητες. Η αλαζονεία εκδηλώνεται όταν οι αγορές βρίσκονται σε ανοδική τροχιά και τότε γίνεται λόγος για bull markets, όπως χαρακτηρίζονται στη χρηματοοικονομική θεωρία. Σε αυτή την περίπτωση, το σύνολο των επενδυτικών επιλογών είναι επιτυχημένο με αποτέλεσμα οι επενδυτές να σημειώνουν υψηλά κέρδη. Τότε, οι ίδιοι θεωρούν απίθανο να χάσουν τα χρήματά τους και ως αποτέλεσμα της υπερβολικής αυτοπεποίθησης που αισθάνονται αναλαμβάνουν επενδύσεις με υψηλότερους κινδύνους σε σχέση με τους γενικότερους επενδυτικούς τους στόχους. Σύντομα, όμως, η πορεία της αγοράς ενδέχεται να αναστραφεί και η αλαζονική συμπεριφορά των επενδυτών θα επιφέρει δραματικές συνέπειες στο επενδυτικό τους χαρτοφυλάκιο.

Η υπερ – εμπιστοσύνη (overconfidence) αποτελεί ένα συναισθηματικό σφάλμα των επενδυτών και εκδηλώνεται όταν στην αγορά επικρατούν έντονες συνθήκες αβεβαιότητας. Η υπεροψία τους αναζωπυρώνεται όταν οι επενδυτικές τους επιλογές αποδειχθούν ορθές και αποκομίσουν πολλά κέρδη. Πιστεύουν ότι οποιαδήποτε κίνηση κι αν επιχειρήσουν θα είναι σωστή και αποτελεσματική και επηρεασμένοι από τις μέχρι τότε κερδοφόρες επενδύσεις αγνοούν πολλές φορές λάθη του παρελθόντος και τις βασικές αρχές της χρηματοοικονομικής θεωρίας. Έχουν την τάση να υπερεκτιμούν την ικανότητά τους στο να εκτιμούν με ακρίβεια την αγορά και τη μελλοντική της πορεία.² Επίσης, τείνουν να υπερβάλλουν όσον αφορά τις δυνατότητες τους και τις γνώσεις που κατέχουν σε τέτοιο βαθμό που θεωρούν τους εαυτούς τους ειδικούς σε αρκετούς τομείς. Έχουν την άποψη ότι είναι καλύτερα ενημερωμένοι από το υπόλοιπο τμήμα της χρηματαγοράς, γεγονός που οδηγεί σε λανθασμένες εκτιμήσεις. Η υπερβολική αυτοπεποίθηση σε συνδυασμό με την έντονη αισιοδοξία που νιώθουν μετά από μια σειρά αποδοτικών επενδύσεων³ τους οδηγεί σε λανθασμένες επενδυτικές επιλογές και αποφάσεις, όπως θα δούμε και σε ακόλουθα παραδείγματα επενδυτών που σημείωσαν σοβαρές απώλειες στα επενδυτικά τους χαρτοφυλάκια και οδήγησαν τελικά πολλούς οργανισμούς σε κατάρρευση.

² Oskamp (1982), Ricciardi and Simon (2000)

³ Gervais and Odean (2001)

Το πρόβλημα ξεκινά όταν οι επενδυτές συγγέουν μια τυχαία επιτυχία με την ικανότητα να επιλέγουν την κατάλληλη επενδυτική στρατηγική. Αυτό παρατηρείται σε αγορές με συνεχώς ανοδική πορεία όπου είναι εύκολο να κερδίσει κάποιος πολλά χρήματα υποτιμώντας τον κίνδυνο της επένδυσης. Αναλυτές της συμπεριφοράς των επενδυτών έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι το επενδυτικό κοινό αποκτά υπερβολική αυτοπεποίθηση όταν γευθεί την επιτυχία πολύ νωρίς και έχει στη διάθεσή του μεγάλο όγκο πληροφοριών. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα, οι επενδυτές να πιστεύουν ότι έχουν τον έλεγχο των καταστάσεων, ενώ στην πραγματικότητα δεν ασκούν καμία επιρροή σε αυτές.⁴ Η “ψευδαίσθηση του ελέγχου (control illusion)”, όπως ονομάζεται αυτό το χαρακτηριστικό της συμπεριφοράς των επενδυτών, μπορεί να αποτελέσει τροχοπέδη στην υποδοχή νέων γνώσεων και πληροφοριών. Έτσι, ο επενδυτής οδηγείται στην ανάληψη ακόμη μεγαλύτερων κινδύνων.

Σύμφωνα με τους DeBondt και Thaler (1995) ένα από τα σημαντικότερα ευρήματα της ψυχολογίας της κρίσης είναι ότι οι άνθρωποι επιδεικνύουν υπερβολική αυτοπεποίθηση.⁵ Η παρατήρηση του φαινομένου της υπερβολικής αυτοπεποίθησης στις χρηματαγορές δημιούργησε αμφιβολίες στους οικονομολόγους, στους αναλυτές της συμπεριφοράς των επενδυτών και στους χρηματοοικονομικούς συμβούλους για το αν οι αγορές λειτουργούν αποτελεσματικά και οι επενδυτές λαμβάνουν ως επί το πλείστον ορθολογικές αποφάσεις.

Απαραίτητα στοιχεία για την αποτελεσματική διαχείριση ενός επενδυτικού χαρτοφυλακίου είναι η μετριοφροσύνη. Σύμφωνα με τον Mark Pankin (2005), οι πιο επιτυχημένοι επενδυτές υποστηρίζουν ότι οι επενδυτικές μέθοδοι που χρησιμοποιούν απέχουν πολύ από την τελειότητα και υπάρχουν τμήματα των χρηματαγορών που δεν τα γνωρίζουν. Η μετριοπάθεια τους είναι τελικά το προσόν που ανοίγει το δρόμο της επιτυχίας. Τα συνεχόμενα κέρδη δεν πρέπει να ωθούν τους επενδυτές σε ρισκοκίνδυνες κινήσεις οι οποίες μελλοντικά μπορεί να αποβούν μοιραίες.

⁴ Langer (1975)

⁵ Daniel *et al.* (1998), Kent D. and Titman (2000),

Στη συνέχεια της ανάλυσης μας ακολουθούν δύο παραδείγματα επενδυτών οι οποίοι απέτυχαν λόγω υπεροπτικής και αλαζονικής συμπεριφοράς.

3.3.2.1 Η υπόθεση του Nick Leeson

Η περίπτωση του Nick Leeson συγκαταλέγεται στις κορυφαίες θέσεις της λίστας με τις μεγαλύτερες απάτες στον τραπεζικό κλάδο. Πρόκειται για ένα Βρετανό χρηματιστή, ο οποίος γεννήθηκε το 1967 στην πόλη Watford της Αγγλίας. Όταν αποφοίτησε από το πανεπιστήμιο Parmiter το 1985, μετά από μια περίοδο εργασίας ως υπάλληλος στην τράπεζα Coutts & Co, εργάστηκε στην Morgan Stanley το 1987, μια από τις πιο γνωστές τράπεζες παροχής χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών. Μετά από δύο χρόνια, το 1989, προσλαμβάνεται από τη Βρετανική Barings ως τραπεζικό στέλεχος, η οποία στην προσπάθεια της να επιβιώσει από τον ανταγωνισμό του 20^{ου} αιώνα προχώρησε στην πρόσληψη νεαρών και φιλόδοξων ατόμων ειδικών στον τομέα της αξιολόγησης επενδυτικών σχεδίων. Ξεκινώντας από χαμηλή θέση, ως υποστηρικτικός υπάλληλος, κατάφερε να αναρριχηθεί στη διοικητική ιεραρχία, μέσα από το ταλέντο και τις γνώσεις του. Ως αποτέλεσμα, το 1992, μετατίθεται στη Σιγκαπούρη, στο τμήμα συναλλαγματικών επενδύσεων της τράπεζας Barings αναλαμβάνοντας τη θέση του γενικού διευθυντή. Σκοπός του συγκεκριμένου τμήματος ήταν η ανταλλαγή συμβολαίων αγοράς προκαθορισμένων ποσοτήτων ενός προϊόντος, με συγκεκριμένη τιμή, και παράδοση σε αυστηρά καθορισμένο χρονικό διάστημα. Η Barings ήταν η παλαιότερη τράπεζα και αποτελούσε έναν από τους πιο αξιόπιστους χρηματοπιστωτικούς οίκους της Μεγάλης Βρετανίας. Στο πελατολόγιο της συγκαταλέγεται ακόμη και η βασίλισσα της Αγγλίας, Ελισάβετ. Ουσιαστικά ο Leeson προέβλεπε τις μεταβολές στις παγκόσμιες αγορές με σκοπό να εξυπηρετήσει τα συμφέροντα της λονδρέζικης τράπεζας. Οι προβλέψεις του έφθασαν σε σημείο να αντιστοιχούν σε ποσοστό 10% επί των κερδών της τράπεζας. Μέσα από αυτή τη διαδικασία τα κέρδη για την τράπεζα ήταν μεγάλα, αλλά ο Leeson τα αποταμίευε σε προσωπικό λογαριασμό. Κέρδιζε μόνους 150.000 δολαρίων επί του μισθού του, ο οποίος άγγιζε τα 65.000 δολάρια ετησίως. Ο λογαριασμός στον οποίο έκρυβε την απάτη και τα υπέρογκα κέρδη του έμεινε γνωστός στην ιστορία ως ο “*λογαριασμός με τα πέντε οχτάρια – 88888*”.

Όταν, όμως, οι λανθασμένες επενδυτικές επιλογές του, οι κακές συναλλαγές και οι ατυχείς προβλέψεις συσσωρεύτηκαν, ο παραπάνω λογαριασμός στα τέλη του 1994 παρουσίασε χρέη 200 εκατομμυρίων λιρών κάτι που δεν έγινε αντιληπτό από τα ανώτατα στελέχη της τράπεζας αφού ο λογαριασμός 88888 ήταν κρυμμένος ανάμεσα σε άλλους.

Μια ακόμη πράξη του Leeson η οποία επιβεβαιώνει το χαρακτηρισμό που του είχαν αποδώσει θεωρώντας τον ως έναν αγύρτη χρηματιστή ήταν οι ψευδείς αναφορές προς το Υπουργείο Οικονομικών της Αγγλίας περί κερδών της τράπεζας ύψους 120 εκατομμυρίων λιρών, ενώ στην πραγματικότητα οι ζημιές που σημειώνονταν ήταν κατά πολύ μεγαλύτερες από τα κέρδη. Ο Leeson έφτιαχνε παράγωγα προϊόντα που στην ουσία αποτελούσαν οικονομικά στοιχήματα για τα οποία οι επενδυτές δε γνώριζαν τα χαρακτηριστικά τους και τον τρόπο που ήταν δομημένα. Στην προσπάθειά του να καλύψει την απώλεια των 200 εκατομμυρίων λιρών, επένδυσε τα χρήματα της τράπεζας μέσω του λογαριασμού 88888 στην άνοδο του δείκτη Nikkei του Ιαπωνικού Χρηματιστηρίου.⁶ Δυστυχώς, οι συγκυρίες εκείνης της περιόδου δεν ήταν με το μέρος του. Εξαιτίας του σεισμού στην περιοχή Κομπέ της Ιαπωνίας, ο χρηματιστηριακός δείκτης Nikkei κατέρρευσε με αποτέλεσμα να υποστεί σημαντικές απώλειες σε ποσοστό 7% και να χαθεί η αξία 867 εκατομμυρίων λιρών. Η ζημιά που κατέγραψε η τράπεζα ήταν 1,3 δις δολάρια που τελικά την οδήγησε σε πτώχευση στις 26 Φεβρουαρίου του 1995. Τα περιουσιακά στοιχεία της Barings πουλήθηκαν στην ολλανδική ING Groep αντί μιας στερλίνας. Επιπλέον, οι απώλειες στο Χρηματιστήριο της Ιαπωνίας κόστισαν άλλες 100 εκατομμύρια λίρες γεγονός που έφερε την τράπεζα σε σημείο να μην μπορεί να καλύψει τις απώλειες από το ίδιο της το κεφάλαιο. Όταν αντελήφθη την καταστροφή και βρέθηκε αντιμέτωπος με την σκληρή πραγματικότητα που ο ίδιος είχε δημιουργήσει, εγκατέλειψε κρυφά τη Σιγκαπούρη. Συνελήφθη στη Γερμανία, καταδικάστηκε για απάτη και εξέτισε ποινή φυλάκισης τριάνμισι ετών σε φυλακή της Σιγκαπούρης.

⁶ Betty Simkins, Steven A. Ramirez (2007)

Ο Leeson θεωρεί την τράπεζα συνυπεύθυνη στη δράση του αφού του επέτρεπε να είναι επενδυτικός σύμβουλος και συνάμα υπεύθυνος για τη διεύθυνση των συναλλαγών, αρμοδιότητες που συχνά αποδίδονται σε διαφορετικά πρόσωπα. Παρόλα αυτά καταδικάστηκε σε κάθειρξη 6 ½ ετών.⁷

3.3.2.2 Η υπόθεση του Jerome Kerviel

Ο Jerome Kerviel γεννήθηκε το 1977 σε μια κωμόπολη της Βρετάννης στη βορειοδυτική Γαλλία. Παιδί οικογένειας βιοπαλαιστών (ο πατέρας του σιδεράς, η μητέρα του κομμώτρια) σπούδασε Οικονομικά στη Νάντη και προχώρησε σε μεταπτυχιακές σπουδές στο Πανεπιστήμιο της Λυών απ’ όπου και αποφοίτησε το 2000. Ένα χρόνο αργότερα προσελήφθηκε στη Societe Generale, τη δεύτερη μεγαλύτερη τράπεζα στη Γηραιά Ήπειρο, ως χαμηλόβαθμος υπάλληλος στο τμήμα υποστήριξης συναλλαγών. Ο ζήλος του ήταν τέτοιος που πήρε προαγωγή το 2005 για την περίφημη μονάδα χαμηλού κινδύνου «Delta One», την «dream team» των trader της τράπεζας, μαζί με άλλους συναδέλφους του, που στην πλειοψηφία τους ήταν απόφοιτοι των περιφημων «μεγάλων σχολών» του γαλλικού εκπαιδευτικού συστήματος. Το νέο τμήμα στο οποίο προήχθη παρακολουθούσε τις συναλλαγές που πραγματοποιούνταν στις αγορές προθεσμιακών συμβολαίων. Ο Kerviel είχε πλέον την εξουσιοδότηση να προβαίνει σε προσωπικές συναλλαγές, αλλά με περιορισμένα ποσά. Ουσιαστικά ως trader είχε την αρμοδιότητα να παρακολουθεί τις τιμές αγοράς και πώλησης διάφορων χρηματοοικονομικών προϊόντων με σκοπό την παροχή χρηματοοικονομικών συμβουλών στους πελάτες της τράπεζας.

Παρόλα αυτά κατάφερε να βρει τρόπους να υπερβεί τους υφιστάμενους περιορισμούς στα ποσά που πόνταρε. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να σημειώνει τεράστια υποθετικά κέρδη, έχοντας βέβαια άνοιγμα δισεκατομμυρίων ευρώ. Ο Jerome θέλοντας να ξεπεράσει τους συναδέλφους του, έθετε υψηλότερους στόχους σε σχέση με αυτούς που είχε ορίσει η διοίκηση της τράπεζας.

⁷en.wikipedia.org, www.capital.gr (8/1/2011), www.kathimerini.gr (25/1/2008), www.nickleeson.com, www.tovima.gr (8/3/2007), (25/1/2008)

Λόγω της ανέλιξης του εντός της Societe Generale είχε θητεία σε πολλές δραστηριότητες, γεγονός που του έδωσε τη δυνατότητα να γνωρίζει άριστα όλες τις εσωτερικές διαδικασίες και την εσωτερική δομή της τράπεζας. Έχοντας αποκτήσει τις απαραίτητες γνώσεις μπορούσε να προχωράει σε τοποθετήσεις στις αγορές παραγώγων, ποντάροντας στην άνοδο των ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων.

Ανεπισήμως, δηλαδή, φρόντιζε να αγοράζει και να πουλάει για λογαριασμό της τράπεζας, χρησιμοποιώντας συχνά ανύπαρκτους συναλλασσόμενους. Έτσι, εμφάνιζε ανύπαρκτους αγοραστές τους οποίους υποτίθεται ότι κάλυπτε η τράπεζα. Για όσο η θέση παρέμενε ανοιχτή, η τράπεζα ήταν εκτεθειμένη αφού ο “φανταστικός” συναλλασσόμενος της χρωστούσε λεφτά. Όταν η θέση έκλεινε, η τράπεζα επωφελούνταν από τη διαφορά και ο trader από τα ανάλογα μπόνους.

Κατά το έτος 2007, μέσα από ένα εικονικό trading κατάφερε να σημειώσει κέρδη ύψους 1,5 δις ευρώ για λογαριασμό της τράπεζας. Οι κινήσεις του μέχρι τότε ήταν κερδοφόρες, αλλά ένα λάθος του τον Ιανουάριο του 2008 τον πρόδωσε, με αποτέλεσμα να αποκαλυφθούν ανοικτές θέσεις ύψους 50 δις ευρώ. Η Societe Generale δεν είχε άλλη επιλογή παρά να κλείσει τις θέσεις, ξεκινώντας παράλληλα ένα κύκλο διεξοδικής έρευνας γύρω από την υπόθεση του Jerome, ο οποίος κατέληξε σε δικαστικό αγώνα. Στο παρελθόν, οι κινήσεις του ουδέποτε έγιναν αντιληπτές γιατί οι πραγματικές με τις πλασματικές θέσεις φαίνονταν λίγο ή πολύ ισορροπημένες. Την Παρασκευή, στις 18 Ιανουαρίου του 2008, μια συναλλαγή του Kerviel είχε υπερβεί το ανώτατο όριο της τράπεζας και το e-mail που την επικύρωνε προκάλεσε υποψίες.

Λίγο πριν αποκαλυφθεί η μεγαλύτερη τραπεζική απάτη, ο Γάλλος αντικριστής ήθελε να κερδίσει το ενδοεταιρικό βραβείο του «καλύτερου trader», για το οποίο ψηφίζουν οι υπάλληλοι των υποστηρικτικών γραφείων της τράπεζας. Πέρα από τις «δάφνες» του, το βραβείο είχε ως «προίκα» μπόνους 600.000 ευρώ, ενώ οι ετήσιες αποδοχές του δεν ξεπερνούσαν τις 100.000 ευρώ. Μερικές μέρες μετά την αποκάλυψη του σκανδάλου, η αμερικάνικη ομοσπονδιακή τράπεζα ανακοίνωσε την απόφασή της να μειώσει τα επιτόκιά της κατά 75 μονάδες βάσης. Η κατάρρευση των αγορών και ο «ιδιοφυής απατεώνας», όπως χαρακτηρίστηκε από πολλούς, έσπρωξε τον επικεφαλής της Fed, Ben Bernanke, σε μια κίνηση πανικού.

Για τους παράνομους χειρισμούς βρέθηκε κατηγορούμενος σε μια πολύκροτη δίκη, όπου ο ίδιος ισχυρίζεται ότι όλα γίνονταν εν γνώσει της τράπεζας. Το Φεβρουάριο του 2010, ο Kerviel καταδικάστηκε από το πλημμελειοδικείο του Παρισιού σε κάθειρξη 5 ετών για κατάχρηση εμπιστοσύνης, εκ των οποίων τα 2 με αναστολή και στην καταβολή αποζημίωσης ύψους 4,9 δις ευρώ, όση ήταν και η ζημιά που είχε προκαλέσει στην τράπεζα. Οι δικαστές αποφάσισαν ότι ο Kerviel δεν είχε λάβει ούτε καν σιωπηρή εξουσιοδότηση από τους προϊσταμένους του προκειμένου να προχωρήσει σε υπερβολική «σπέκουλα». Ακόμη, το δικαστήριο απεφάνθη ότι ο Kerviel γνώριζε ακριβώς τι έκανε, υπερβαίνοντας τις αρμοδιότητες του ως trader, καθώς και ότι προσπάθησε να κρύψει τις κινήσεις του. Ο πρόεδρος του δικαστηρίου έκρινε τον Kerviel ένοχο για τρεις κατηγορίες: κατάχρηση εμπιστοσύνης, πλαστογραφία και χρήση πλαστών εγγράφων καθώς επίσης και δόλια εισαγωγή δεδομένων σε σύστημα πληροφορικής. Λέγεται μάλιστα ότι παραβίασε πέντε επίπεδα ελέγχου του πληροφοριακού συστήματος της τράπεζας.

Ο Ζερόμ Κερβιέλ δήλωσε, ωστόσο, ενώπιον της εισαγγελίας του Παρισιού ότι *«Δεν μπορώ να πιστέψω πως δεν είχαν αντιληφθεί τίποτα από το ύψος των συναλλαγών που πραγματοποιούσα εδώ και τόσο καιρό»*. Αυτό το ερώτημα δεν προβληματίζει μόνο τον 31χρονο μυστηριώδη αντικριστή της Societe Generale, ο οποίος φέρεται υπεύθυνος για την τρύπα των 4,9 δις ευρώ ή 7 δις δολαρίων στην τράπεζα, προκαλώντας το μεγαλύτερο σκάνδαλο στον ευρωπαϊκό τραπεζικό κλάδο. Πόσο μάλλον εάν αναλογιστεί κανείς πως ο Kerviel εργαζόταν στη μονάδα χαμηλού κινδύνου Delta One, με ετήσια έσοδα μόνον 20 εκατ. ευρώ. Η συνολική αξία των ακάλυπτων θέσεων που ελάμβανε στο χρηματιστήριο των μετοχικών παραγώγων ανερχόταν στα 40 με 50 δις ευρώ. Από τα τέλη του 2005, που ξεκίνησε αυτό το δαιμόνιο εγχείρημα, ο Kerviel δεν είχε γίνει αντιληπτός ούτε από τα συστήματα της τράπεζας ούτε από τους προϊσταμένους του. Τα ερωτήματα που προκύπτουν από αυτήν την υπόθεση αφορούν περισσότερο την αξιοπιστία των τραπεζικών συστημάτων, τους χειρισμούς της διοίκησης αλλά και της κεντρικής τράπεζας της χώρας. Αν και δεν ευνοούν τον Kerviel, επιβαρύνουν ταυτόχρονα τη θέση του προέδρου της Societe Generale, Ντανιέλ Μπουτόν.

Ένα από τα θολά σημεία της υπόθεσης είναι η καθυστέρηση της διοίκησης να αντιδράσει στις πρώτες ενδείξεις πως κάτι ύποπτο συνέβαινε στις αίθουσες συναλλαγών μετοχικών παραγώγων. Από τα τέλη του 2007, οι εποπτικές αρχές του χρηματιστηρίου στο Παρίσι είχαν προειδοποιήσει για τη διεξαγωγή παράτυπων συναλλαγών. Όμως, η διοίκηση ανακάλυψε το σκάνδαλο μέσα από τον εσωτερικό έλεγχο της 18ης Ιανουαρίου, δηλαδή λίγα εικοσιτετράωρα πριν από την ανακοίνωση διαγραφών 2 δισ. ευρώ σε τίτλους συνδεδεμένους με την αμερικανική αγορά των στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης (subprime loans). Αυτό είναι ένα από τα επιχειρήματα των συνηγόρων του Kerviel, οι οποίοι υποστηρίζουν πως ο πελάτης τους χρησιμοποιήθηκε ως αποδιοπομπαίος τράγος για να επισκιαστούν οι εν λόγω απομειώσεις. Απαλλαγμένος από την άσκηση δίωξης για απάτη ο Kerviel είχε υποτιμήσει το μέγεθος της κρίσης στην αμερικανική αγορά στεγαστικής πίστης. Στοιχημάτιζε στην άνοδο των χρηματιστηριακών δεικτών, δίχως να αντισταθμίζει τον κίνδυνο με αντίθετες θέσεις για την κάλυψη πιθανών απωλειών (hedging). Αντί αυτού ελάμβανε πλασματικές θέσεις στο πλαίσιο των «διμερών» προθεσμιακών συμβολαίων (forward contracts), τα οποία συνάπτονται μεταξύ τράπεζας και πελατών και δεν απαιτούν την εξ αρχής δέσμευση ενός μικρού ποσοστού επί του ύψους της συναλλαγής, όπως γίνεται στην αγορά των παραγώγων.

Ο Kerviel προωθούσε forward contracts με πλαστά έγγραφα, όπου ο πελάτης «φαινομενικά» έδινε την έγκρισή του. Πριν από κάθε εσωτερικό έλεγχο έκλεινε τις πλασματικές θέσεις για να τις αντικαταστήσει στη συνέχεια με νέες, ενώ τις ακύρωνε προτού ζητηθεί τελική επικύρωση των συμβολαίων από τους πελάτες.

Ο Jerome Kerviel ενορχήστρωσε τη μεγαλύτερη απάτη στην ιστορία των αγορών, ξεγελώντας επί έναν ολόκληρο χρόνο το σύστημα ελέγχων και εκκαθάρισης συναλλαγών της Societe Generale. Δεν προκάλεσε μόνον απώλειες 4,9 δισ. ευρώ στη δεύτερη μεγαλύτερη τράπεζα της Γαλλίας, αλλά φέρεται να είναι υπεύθυνος και για την ελεύθερη πτώση των γενικών ευρωπαϊκών δεικτών στη συνεδρίαση της «μαύρης Δεύτερας». «*Διάνοια της ηλεκτρονικής απάτης*» τον χαρακτήρισε ο διοικητής της Τράπεζας της Γαλλίας, Κριστιάν Νουαγιέ. Ο πρόεδρος της χώρας, Νικολά Σαρκοζί, αναφέρθηκε στην υπόθεση ως μια «τεράστιας κλίμακας απάτη», που περιορίζεται, όμως, στους κύκλους της τράπεζας.

Η τράπεζα τον έχει χαρακτηρίσει ως «οικονομικό τρομοκράτη» και «αδιοφυΐα στην απάτη». Άνθρωποι που τον έχουν γνωρίσει, κάνουν λόγο για έναν μοναχικό αλλά φιλόδοξο άτομο που παθιαζόταν με το σύστημα των ηλεκτρονικών συναλλαγών και ήθελε να δοκιμάσει τις αντοχές του. Τέλος, στο βιβλίο του με τίτλο “Trapped in a Spiral: Memoirs of a Trader”, το οποίο εκδόθηκε στις 5/5/2010, χαρακτηρίζει τον εαυτό του «κρατούμενο ενός οικονομικού συστήματος που οδηγήθηκε στην τρέλα» και τους χρηματιστές «εκδιδόμενες γυναίκες σε ένα μεγάλο τραπεζικό όργιο». Υποστηρίζει, επίσης, ότι οι προϊστάμενοί του γνώριζαν τα πάντα για τις ανορθόδοξες αγοραπωλησίες τοξικών παραγώγων σε αμερικανικά στεγαστικά κι ότι ο ίδιος αποτελούσε ένα γρανάζι του διεφθαρμένου και παρανοϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος.⁸

Πέρα από τις οικονομικές ζημιές που προκάλεσαν στις χρηματαγορές και στο ευρύτερο χρηματοπιστωτικό σύστημα οι παραπάνω traders, αξίζει να σημειωθεί ότι όταν κάποιος επενδυτής που αναζητά εξαιρετικά υψηλές αποδόσεις θα πρέπει να γνωρίζει και τον κίνδυνο που αναλαμβάνει, καθώς μεγάλη απόδοση συνεπάγεται και μεγάλο κίνδυνο. Έτσι, δεν υπάρχει κάποιο μαγικό τέχνασμα που να μπορεί να αλλάξει αυτή την πραγματικότητα. Οπότε, ο επενδυτής οφείλει να γνωρίζει τον κίνδυνο της επενδυτικής κίνησης που πρόκειται να επιχειρήσει καθώς και το σημείο εκείνο που πρέπει να σταματήσει και να ρευστοποιήσει τις μετοχές του.

Πίσω από τα παραπάνω παραδείγματα κρύβεται η αλαζονεία και η ύβρις. Όταν οι επενδυτές αισθάνονται ότι μπορούν να κερδίσουν πολλά χρήματα από κάποιο επενδυτικό σχέδιο, τότε λαμβάνουν αποφάσεις που πιθανόν οδηγούν σε σοβαρές απώλειες. Έτσι, στην προσπάθειά τους να καλύψουν τη ζημιά που προκλήθηκε στο επενδυτικό τους χαρτοφυλάκιο, αναζητούν τρόπους για να μεγεθύνουν τα στοιχήματά τους και να εξοικονομήσουν όσο το δυνατόν περισσότερα χρήματα.

⁸ www.capital.gr (5/10/2010), www.ethnos.gr (8/5/2010), www.imerisia.gr (5/10/2010), www.kathimerini.gr (27/1/2008), (3/2/2008), www.tanea.gr (6/5/2010), www.tovima.gr (13/6/2010), www.xrimaonline.gr (1/11/2011)

Πριν πραγματοποιηθεί πώληση ή αγορά ενός τίτλου, ένας ορθολογικός και συνάμα αμερόληπτος επενδυτής πρέπει να αναρωτηθεί τι θα συμβεί αν η απόφαση του αποδειχθεί λανθασμένη. Στο σημείο αυτό ας θυμηθούμε τα λόγια του Seth Klarman (ίδρυσε τη Baupost Group το 1982 και έγραψε το βιβλίο “Margin of Safety: Risk Averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor”) ο οποίος θεωρεί ότι η επένδυση αποτελεί το σημείο τομής μεταξύ της οικονομίας και της ψυχολογίας:⁹

“Η επένδυση θεωρείται μια αλαζονική πράξη. Όταν ένας επενδυτής αγοράζει ένα τίτλο, θεωρεί πως γνωρίζει περισσότερα από τον πωλητή ή τα ίδια σε σχέση με τους υπόλοιπους υποψήφιους αγοραστές.”

“Ο σωστός επενδυτής πρέπει να βρει το σημείο ισορροπίας μεταξύ αλαζονείας και ταπεινότητας.”

Αν σκεφτούμε τον κύκλο των συναισθημάτων των επενδυτών θα δούμε πως η έντονη ευφορία που αισθάνονται όταν οι αγορές κινούνται ανοδικά τους αναγκάζει να θέτουν υψηλότερους στόχους σε σχέση με αυτούς που μπορεί να υποστηρίξει το επενδυτικό τους χαρτοφυλάκιο, με αποτέλεσμα να χάνουν σημαντικά ποσά. Πρέπει να αναρωτηθούν γιατί την στιγμή που αγοράζουν μια μετοχή, ένας άλλος επενδυτής την πουλά. Θα πρέπει να είναι βέβαιοι ότι κάθε επενδυτική τους επιλογή εντάσσεται στο χρηματοοικονομικό τους σχέδιο και βασίζεται σε αντικειμενικά χρηματοοικονομικά στοιχεία.

⁹en.wikipedia.org, www.safalniveshak.com (17/1/2012), www.santangelsreview.com (18/11/2011)

3.3.3 Αποδιοργάνωση

Η αποδιοργάνωση είναι ένα χαρακτηριστικό επενδυτών που εφαρμόζουν αντικρουόμενες επενδυτικές στρατηγικές και έχουν πολλούς επενδυτικούς λογαριασμούς. Σύμφωνα με τον Φίλιππα (2010) τέτοιου είδους επενδυτές προσκολλούν σε μετοχικούς τίτλους που είχαν σημειώσει υψηλές αποδόσεις κατά το παρελθόν και σε συνδυασμό με την υπερβολική στάθμιση σε αξιόγραφα που επίσης είχαν μια ανοδική πορεία, αυξάνεται σημαντικά ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου και η πιθανότητα καταγραφής σοβαρών απωλειών μακροπρόθεσμα. Επομένως, ένας ορθολογικός επενδυτής πριν μεταβεί από μια επένδυση σε κάποια άλλη θα πρέπει να προσδιορίσει εκ νέου την επενδυτική στρατηγική που θα ακολουθήσει σε συνδυασμό με τους τροποποιημένους ή μη επενδυτικούς στόχους, ώστε να επιτύχει υψηλές αποδόσεις εξασφαλίζοντας έτσι ένα κερδοφόρο χαρτοφυλάκιο. Στην πορεία αυτή θα συμβάλλει και η τακτική αναθεώρηση και αναδιάρθρωση του επενδυτικού χαρτοφυλακίου προσανατολισμένη πάντοτε στους στόχους που έχουν τεθεί. Είναι γνωστό άλλωστε σε όλο το χρηματοοικονομικό κόσμο ότι οι χρηματαγορές διέπονται από έναν δυναμικό χαρακτήρα και μεταβάλλονται έντονα από συνθήκες και γεγονότα του εξωτερικού περιβάλλοντος.

Ουσιαστικά, η προσκόλληση σε μετοχές που σημείωσαν άνοδο στο πρόσφατο παρελθόν οφείλεται στην υπερβολική εμπιστοσύνη των επενδυτών στις ικανότητές τους, στην υπεραισιοδοξία που αισθάνονται και στην πεποίθηση ότι η άνοδος θα συνεχιστεί, με αποτέλεσμα να καταγραφθούν σημαντικά κέρδη στο χαρτοφυλάκιο τους. Κάτι αντίστοιχο συνέβη κατά τη δεκαετία του 1990, τότε που η εξέλιξη της τεχνολογίας κι η ανάπτυξη του διαδικτύου ώθησε αρκετούς επενδυτές στην επένδυση σημαντικών κεφαλαίων σε μετοχές εταιριών που δραστηριοποιούνταν στον παγκόσμιο ιστό. Οι μετοχές σημείωναν διπλάσιες αποδόσεις από τις εκτιμώμενες γεγονός που οδήγησε στην εμφάνιση μιας νέας “οικονομίας”, αυτή του διαδικτύου. Ωστόσο, όταν η φούσκα έσκασε, οι επενδυτές είδαν τις τιμές των μετοχών να καταρρέουν και να σημειώνουν διπλάσιες απώλειες. Ως αποτέλεσμα, τα επενδυτικά χαρτοφυλάκια υπέστησαν σοβαρές ζημιές.

Παρόμοιο παράδειγμα είναι και η περίπτωση του Bill Miller, διευθυντή της Legg Mason Value Trust, ο οποίος για 15 συναπτά έτη κατάφερε να νικήσει το δείκτη S&P 500. Ξεκίνησε να εργάζεται στη Value Trust το 1981, τη στιγμή που η χρηματιστηριακή αγορά άνθιζε. Στην ουσία στοιχημάτιζε σημαντικό μέρος του κεφαλαίου του σε μετοχές εταιριών που είχαν αναπτύξει ισχυρή επιχειρηματική δραστηριότητα και είχαν αγνοηθεί από τον υπόλοιπο κόσμο των επενδυτών. Στα μέσα της δεκαετίας του 1990 αγόρασε μερίδια της εταιρίας America Online καθώς και εταιριών κατασκευής ηλεκτρονικών υπολογιστών. Κατά την περίοδο 1991 – 2005 σημείωσαν άνοδο, αλλά μέσα σε πέντε χρόνια άρχισαν να εμφανίζονται τα πρώτα “ρήγματα” στο χαρτοφυλάκιο του ύστερα από την καθοδική πορεία που κατέγραψαν οι μετοχές το 2008 λόγω της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Δύο ήταν τα λάθη που οδήγησαν στην κατάρρευση του χαρτοφυλακίου του. Το πρώτο ήταν ότι παραμέλησε την έκταση της στεγαστικής φούσκας και την επιρροή που είχε σε εταιρίες που είχαν επωφεληθεί από την έκρηξη των ακινήτων. Το 2005 οδήγησε προς την ανάκαμψη αρκετές μετοχές εταιριών του κλάδου των ακινήτων μεταξύ των οποίων και οι: PulteGroup Inc., Home Depot Inc. και η Countrywide Financial Corp. Το 2007 ο Bill Miller ανέφερε πως η έκταση στην οποία βρέθηκαν εκτεθειμένες οι παραπάνω εταιρίες για υποθήκες χαμηλότερης ποιότητας υπερεκτιμήθηκε από τους επενδυτές. Το δεύτερο παραπάτημά του συνέβη τη στιγμή της χρηματοπιστωτικής κρίσης όταν επένδυσε ένα σημαντικό κεφάλαιο σε εταιρίες όπως οι Wachovia Corp., Bear Stearns Cos. και Freddie Mac, ενώ συνέχισε να κρατά μετοχές των εταιριών American International Group Inc. και Citigroup Inc. επομένως, όταν οι τιμές των μετοχών έπεσαν κατακόρυφα, υποστήριξε ότι οι επενδυτές στο σύνολο τους είχαν αντιδράσει υπερβολικά και συνέχισαν να αγοράζουν μετοχικούς τίτλους.¹⁰

¹⁰ Online.wsj.com, 18/11/2011

Η υπερβολική εμπιστοσύνη που επιδεικνύει ένας επενδυτής στις ικανότητες του σχετίζεται ως ένα βαθμό με την υπερεκτίμηση της ακρίβειας τόσο των αποφάσεων που καλείται να λάβει όσο και των γνώσεων που κατέχει. Η υπερεμπιστοσύνη αποτελεί ένα χαρακτηριστικό που έχει παρατηρηθεί σε αρκετούς επαγγελματίες όπως είναι οι επιχειρηματίες (Cooper *et al.* 1988), τα διευθυντικά στελέχη (Russo and Schoemaker 1992) κι οι τραπεζίτες που αναπτύσσουν επενδυτική δραστηριότητα (Stael von Holstein 1972).¹¹ Εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει ότι οι επενδυτές υπερεκτιμούν συστηματικά το μέσο ποσοστό της απόδοσης των περιουσιακών τους στοιχείων, ενώ υποτιμούν την αβεβαιότητα που συνδέεται με την απόδοση αυτή. Περίφημο παράδειγμα αποτελεί η έρευνα που διεξήχθη από τους Taylor and Brown's και έδειξε ότι μόνο τα καταθλιπτικά άτομα μπορούν να έχουν λιγότερη αυτοπεποίθηση και να είναι περισσότερο ρεαλιστές ακόμα και σε δραστηριότητες όπως η επένδυση. Οι Barber and Odean σε μια μελέτη που έγινε το 2001 σε ένα δείγμα 15.000 μεμονωμένων επενδυτών, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι ανάμεσα στα δύο φύλα διαμορφώνονται διαφορετικά επίπεδα υπερεμπιστοσύνης, καθώς οι άνδρες έχουν μεγαλύτερη αυτοπεποίθηση σε σχέση με τις γυναίκες για δεδομένο επίπεδο γνώσης. Συγκεκριμένα, ο ανδρικός πληθυσμός εκτιμά την απόδοση μιας επενδυτικής ενέργειας κατά περίπου 3 ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερα σε σχέση με το μέσο όρο, ενώ ο γυναικείος πληθυσμός μόλις 2 ποσοστιαίες μονάδες. Επίσης, ένα ακόμη στοιχείο που αποκαλύπτει την υπερβολική εμπιστοσύνη των επενδυτών στις ατομικές τους δεξιότητες αποτελεί μια δημοσκόπηση που πραγματοποιήθηκε το 2001 από την εταιρία Gallup Organization η οποία έδειξε ότι ακόμη και μετά την έκρηξη μιας χρηματιστηριακής φούσκας, οι επενδυτές διακατέχονται από υψηλή αυτοπεποίθηση κι αναμένουν να χτυπήσουν την αγορά με περισσότερες από 1,5 ποσοστιαίες μονάδες (Fisher and Statman, 2002).

¹¹ www.cesinfo-group.de, “Overconfidence in investment decisions: An experimental approach”, 12/2001

Επιπροσθέτως, μια ακόμη έρευνα που πραγματοποιήθηκε από τους Deaves, Luders, and Schroder το 2005 σε δείγμα 350 αναλυτών των χρηματαγορών απέδειξε ότι ακόμα και άτομα που ειδικεύονται στην ανάλυση χρηματοοικονομικών δεδομένων επιδεικνύουν υπερβολική αυτοπεποίθηση τόσο στις γνώσεις όσο και στις ικανότητες του η οποία αυξάνεται ανάλογα με τη μακροβιότητα τους.¹²

Οι επενδυτές πρέπει να γίνουν πιο ρεαλιστικοί, να εκμεταλλεύονται τις γνώσεις, τις ατομικές τους δεξιότητες, τα όποια χαρίσματα διαθέτουν, να θέτουν στόχους που συνάδουν με την επενδυτική τους στρατηγική και ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα και να διαφοροποιούν το χαρτοφυλάκιο τους για να μειώσουν τον κίνδυνο σοβαρών απωλειών λόγω ριζοκίνδυνων ή εσφαλμένων επενδυτικών ενεργειών.

Η διαφοροποίηση αποτελεί μια τεχνική διαχείρισης του κινδύνου που συνδυάζει ένα ευρύ φάσμα επενδύσεων σε ένα χαρτοφυλάκιο, προκειμένου να ελαχιστοποιηθούν οι επιπτώσεις που μπορεί να έχει η καθεμιά απ’ αυτές στην συνολική απόδοση του χαρτοφυλακίου. Με άλλα λόγια, όταν οι κεφαλαιαγορές χαρακτηρίζονται από έντονες διακυμάνσεις, τότε ο καλύτερος τρόπος να μειώσεις την πιθανότητα καταγραφής ζημιών στο επενδυτικό σου χαρτοφυλάκιο είναι η διαφοροποίηση. Η παραπάνω θεώρηση γίνεται απόλυτα κατανοητή αν λάβουμε υπόψη το παράδειγμα που ακολουθεί:

Ας υποθέσουμε ότι βρισκόμαστε σε ένα νησί του οποίου η οικονομία βασίζεται σε δύο πυλώνες: σε μια εταιρία που πουλάει ομπρέλες και σε μια άλλη που πουλάει αντηλιακά. Εάν κάποιο άτομο έχει επενδύσει το διαθέσιμο κεφάλαιο του στην εταιρία που εμπορεύεται ομπρέλες, τότε την περίοδο έντονων βροχοπτώσεων θα σημειώνει υψηλές αποδόσεις στο χαρτοφυλάκιο του, ενώ σε περιόδους ηλιοφάνειας σοβαρές απώλειες. Το αντίστροφο συμβαίνει με εκείνο το άτομο που έχει επενδύσει σημαντικό μέρος του κεφαλαίου του στην εταιρία των αντηλιακών. Επομένως, τίθεται το ερώτημα αν υπάρχει μια εναλλακτική επένδυση. Η λύση είναι να επενδύσει το άτομο 50% του κεφαλαίου του στη μια εταιρία και το υπόλοιπο 50% στην άλλη.

¹² www.philadelphiafed.org, “Overconfidence in financial markets and consumption over the life cycle”, 2007

www.ssrn.com, “Overconfidence in psychology and finance: An interdisciplinary literature review”, 9/2008

Με αυτό τον τρόπο δε θα επηρεάζεται από τις διακυμάνσεις της εποχής και των αντίστοιχων καιρικών φαινομένων.¹³

Γενικά, υπάρχουν τρεις πρακτικές που συντελούν στη βέλτιστη διαφοροποίηση ενός επενδυτικού χαρτοφυλακίου. Αυτές είναι οι εξής:

- Διαμόρφωση ενός χαρτοφυλακίου από ποικίλες επενδυτικές επιλογές (μετρητά, μετοχές, ομόλογα, αμοιβαία κεφάλαια ή κάποια ακίνητη περιουσία).
- Επιλογή επενδυτικών ενεργειών με διαφορετικά επίπεδα ρίσκου, ώστε να αντισταθμίζονται ενδεχόμενες απώλειες.
- Διαμόρφωση ενός φάσματος μετοχικών τίτλων εταιριών που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικούς κλάδους, ώστε να ελαχιστοποιηθεί ο αντίκτυπος ενός ενδεχόμενου κινδύνου.

Ουσιαστικά, η διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου είναι η διαδικασία που προβαίνει ένας επενδυτής όταν θέλει να μειώσει τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου του, προσθέτοντας σε αυτό χρεόγραφα των οποίων οι αποδόσεις δεν σχετίζονται πλήρως θετικά μεταξύ τους. Ας υποθέσουμε ότι ένα επενδυτικό χαρτοφυλάκιο αποτελείται μόνο από μετοχές αεροπορικών εταιριών. Τότε, μπορούμε εύκολα να διαπιστώσουμε ότι ένα τέτοιο χαρτοφυλάκιο περικλείεται από έντονο κίνδυνο σε περίπτωση που σημειώσουν πτώση οι μετοχές που το απαρτίζουν. Μετά από κάποιο χρονικό διάστημα ανακοινώνεται δημοσίως ότι οι υπάλληλοι των αεροπορικών εταιριών ξεκινούν απεργιακές κινητοποιήσεις.

Αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα την ολική καταστροφή του χαρτοφυλακίου, καθώς η ζημιά που θα σημειωθεί θα είναι πολύ μεγαλύτερη απ’ ότι περίμενε ο επενδυτής. Αν, όμως, οι παραπάνω μετοχές είχαν αντισταθμιστεί με έναν αριθμό μετοχών σιδηροδρομικών εταιριών, τότε δε θα σημειώνονταν σοβαρές ζημιές. Ωστόσο, επειδή το σύνολο των μετοχών ανήκουν στον κλάδο των μεταφορών και υπάρχει μια ισχυρή συσχέτιση μεταξύ τους είναι πιθανό ένα γεγονός να επηρεάσει τις μετοχές προς την ίδια κατεύθυνση. Έτσι, το χαρτοφυλάκιο διατρέχει πάλι τον κίνδυνο να υποστεί ζημιές.

¹³ www.investopedia.com, “Financial Concepts: Diversification”

Επομένως, θα ήταν αρκετά πιο εποικοδομητικό αν η διαφοροποίηση πραγματοποιούνταν όχι μόνο σε επίπεδο εταιριών αλλά και σε επίπεδο κλάδων. Όσο περισσότερες μετοχές διαφορετικών κλάδων δραστηριότητας διαθέτει ένας επενδυτής, τόσο μεγαλύτερες είναι οι πιθανότητες για κέρδη. Όπως αναφέρθηκε καινωρίτερα, είναι εξίσου σημαντικό να γίνεται διαφοροποίηση μεταξύ των διάφορων κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων (ομόλογα, μετοχές κ.α.), ώστε να αποφεύγεται ο κοινός τρόπος αντίδρασης τους σε ένα ανεπιθύμητο συμβάν του εξωτερικού περιβάλλοντος. Ο συνδυασμός των περιουσιακών στοιχείων θα μειώσει ουσιαστικά την ευαισθησία του χαρτοφυλακίου στις ταλαντώσεις και τυχόν απότομες διακυμάνσεις της αγοράς. Γενικά, οι αγορές ομολόγων και μετοχών κινούνται προς αντίθετες κατευθύνσεις. Οπότε, εάν το επενδυτικό χαρτοφυλάκιο διαφοροποιείται ως προς τις δύο αυτές περιοχές, δυσάρεστες κινήσεις σε μία απ’ αυτές θα αντισταθμιστούν από θετικά αποτελέσματα στην άλλη.

Δυστυχώς, ακόμη κι αν έχουμε διεξάγει μια διεξοδική ανάλυση τόσο της εταιρίας όσο και των οικονομικών της καταστάσεων, δεν αποτελεί εγγύηση ότι η συγκεκριμένη επένδυση θα είναι πετυχημένη. Η διαφοροποίηση του επενδυτικού χαρτοφυλακίου δε θα αποτρέψει την απώλεια, αλλά μπορεί να μειώσει τις επιπτώσεις της κακής πληροφόρησης σε αυτό. Συντελεί να μεν στην καλύτερη διαχείριση του κινδύνου και στη μείωση της μεταβλητότητας των κινήσεων των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, αλλά δεν εξαλείφει πλήρως τον κίνδυνο γιατί οι κίνδυνοι που ελλοχεύουν στις χρηματαγορές επηρεάζουν την κάθε μετοχή ακόμη κι αν αυτές ανήκουν σε διαφορετικούς κλάδους. Επομένως, το κλειδί της υπόθεσης είναι να βρει ο κάθε επενδυτής ένα μέσο επίπεδο μεταξύ κινδύνου και απόδοσης, ώστε να εξασφαλιστεί η επιτυχία κι η ολοκλήρωση των οικονομικών του στόχων.¹⁴

¹⁴ www.investopedia.com, “The importance of Diversification”

3.3.4 Μυωπία

Η επένδυση αποτελεί μια μακροχρόνια διαδικασία που αποτελείται από διάφορα προβλήματα και εμπόδια τα οποία πρέπει να ανιχνευθούν και να αντιμετωπιστούν, έτσι ώστε η επενδυτική στρατηγική να μην παρεκκλίνει από τους επιθυμητούς στόχους. Ένα από αυτά τα προβλήματα είναι η μυωπία.

Είναι ευρέως γνωστό ότι η μυωπία αφορά ουσιαστικά μια πάθηση του ματιού όπου ο ασθενής αδυνατεί να αναγνωρίσει αντικείμενα που βρίσκονται σε μακρινή απόσταση. Αυτή είναι η ιατρική σημασία του όρου. Μεταφορικά, όμως, θα μπορούσε κι η συμπεριφορά ενός επενδυτή να χαρακτηριστεί από μυωπία, με την έννοια ότι ο τρόπος με τον οποίο σκέπτεται, λαμβάνει αποφάσεις και δρα βασίζεται σε πρόσφατα γεγονότα και δεδομένα. Ο επενδυτής επικεντρώνεται σε βραχυπρόθεσμες εξελίξεις κι αγνοεί τις μακροπρόθεσμες επιπτώσεις των ενεργειών του. Η μυωπία αποτελεί κι αυτή ένα “αμάρτημα” των μικροεπενδυτών και εκδηλώνεται μέσα από την τάση που έχουν να επενδύουν μέρος του διαθέσιμου κεφαλαίου τους αγνοώντας τις μακροπρόθεσμες τάσεις της αγοράς. Βασίζονται στις πρόσφατες εξελίξεις, όπως για παράδειγμα μια απότομη άνοδος των τιμών των μετοχών, χωρίς να λαμβάνουν υπόψη βασικά στοιχεία της χρηματοοικονομικής θεωρίας, με μοναδικό σκοπό την εξοικονόμηση κέρδους σε σύντομο χρονικό διάστημα. Ουσιαστικά, η μυωπία σε συνδυασμό με την έλλειψη διορατικότητας οδηγεί τόσο τους μεμονωμένους επενδυτές όσο και τους επαγγελματίες διαχειριστές χαρτοφυλακίου στην αδυναμία να εστιάσουν στη “μεγάλη εικόνα”. Στην πραγματικότητα, το πρόβλημα με τους επενδυτές των οποίων η συμπεριφορά χαρακτηρίζεται από μυωπία είναι ότι λαμβάνουν μη ορθολογικές αποφάσεις που είναι επιζήμιες για τους επενδυτικούς στόχους που θέλουν να επιτύχουν. Η χρηματοοικονομική ανάλυση ενός σωστού επενδυτή πρέπει να επικεντρώνεται στη μελλοντική πορεία της αγοράς, έτσι ώστε να θέτει στόχους, να λαμβάνει αποφάσεις και να αναπτύσσει προσδοκίες που ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα.

Πολύ χαρακτηριστική είναι η δήλωση στο πρακτορείο Bloomberg του αντιπροέδρου της Τράπεζας της Κίνας, Zhu Min, ότι αρκετοί τραπεζίτες στη Wall Street δείχνουν όχι μόνο υψηλή αυτοπεποίθηση στις ικανότητές τους αλλά επίσης εμφανίζουν μυωπική συμπεριφορά καθώς αδυνατούν να εκτιμήσουν την εξέλιξη των χρηματοοικονομικών δεδομένων, ειδικότερα, μάλιστα, εν όψει της συνεχιζόμενης χρηματοπιστωτικής κρίσης.¹⁵ Αυτό που πραγματικά συμβαίνει είναι ότι πολλοί επενδυτές αφοσιώνονται κυρίως στη βραχυπρόθεσμη μεταβλητότητα των χαρτοφυλακίων τους, με αποτέλεσμα όταν μια μετοχή κυμανθεί είτε ανοδικά είτε καθοδικά να μην αντιδρούν ευνοϊκά σε αυτές τις αλλαγές.¹⁶

Σύμφωνα με τη μελέτη του Gordon Clark (2011) η μυωπία αποτελεί εγγενές χαρακτηριστικό της ανθρώπινης φύσης και μπορεί να πάρει ποικίλες μορφές. Οι επενδυτές είναι προσανατολισμένοι στις βραχυπρόθεσμες εξελίξεις και εστιάζουν σε πληροφορίες του άμεσου χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος προκειμένου να προβούν σε εκτιμήσεις και λήψεις οικονομικών αποφάσεων. Με άλλα λόγια, προσδίδουν μεγαλύτερη αξία στο βραχυπρόθεσμο ορίζοντα παρά στο μακροπρόθεσμο, τοποθετώντας στο περιθώριο τις υφιστάμενες πληροφορίες που μπορεί να σχετίζονται με την αξιολόγηση των αποτελεσμάτων των επενδυτικών τους κινήσεων. Παρόλα αυτά, η μυωπία μπορεί να αντισταθμιστεί σε μεγάλο βαθμό υπό τις σωστές συνθήκες, όταν:¹⁷

- Οι αγορές είναι σχετικά σταθερές χωρίς ιδιαίτερες διακυμάνσεις.
- Οι αγορές χαρακτηρίζονται από κοινές μετρήσεις της αξίας.
- Η γνώση των επενδυτών δεν είναι περιορισμένη.

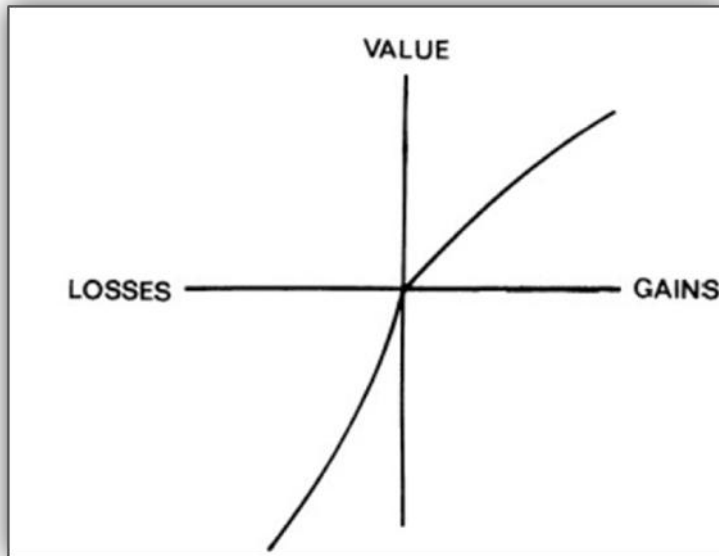
Η μυωπική συμπεριφορά των επενδυτών μπορεί να επιδεινωθεί ακόμη περισσότερο όταν συνδυαστεί με ένα άλλο συναισθηματικό σφάλμα, το οποίο καλείται αποστροφή της ζημιάς (risk aversion) ή του κινδύνου μιας επενδυτικής ενέργειας. Η έννοια αυτή αποτελεί βασικό συστατικό της θεωρίας της προοπτικής (prospect theory) η οποία αναπτύχθηκε από τους Daniel Kahneman και Amos Tversky (1979).

¹⁵ www.bloomberg.com, 10/9/2009

¹⁶ www.investopedia.com, “Behavioral Finance: Anomalies”

¹⁷ www.sagepublications.com, “Myopia and the global financial crisis: Context – specific reasoning, market structure, and institutional governance”

Κεντρικό θέμα της παραπάνω θεωρίας είναι ο τρόπος με τον οποίο οι επενδυτές λαμβάνουν αποφάσεις σε καταστάσεις υψηλού ρίσκου και έντονης αβεβαιότητας. Ο μεμονωμένος επενδυτής αποδίδει μεγαλύτερη βαρύτητα στις πιθανές ζημιές που μπορεί να υποστεί απ’ ότι στα πιθανά κέρδη που μπορεί να αποκομίσει. Αυτό που υποστηρίζει η θεωρία της προοπτικής φαίνεται διαγραμματικά ως εξής:



Διάγραμμα 9: Η αξία που προσδίδουν οι επενδυτές στις ζημιές και στα κέρδη (βλ. “*Prospect Theory: An analysis of decision under risk*”, www.princeton.edu, 3/1979)

Σύμφωνα με το παραπάνω διάγραμμα παρατηρείται ότι η συνάρτηση αξίας είναι κυρτή στην περιοχή των ζημιών και κοίλη σε αυτή των κερδών. Οι Kahneman και Tversky απέδειξαν ότι τα άτομα διαμορφώνουν ένα είδος «πνευματικής τιμωρίας» στο μυαλό τους για το ενδεχόμενο πραγματοποίησης ζημιών το οποίο είναι μεγαλύτερο από την «πνευματική επιβράβευση» για το ενδεχόμενο αποκόμισης κερδών. Έτσι, στην προσπάθεια τους να ποσοτικοποιήσουν τη διαφορά αυτή, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η πιθανότητα ζημιών έχει δύο φορές μεγαλύτερο αντίκτυπο σε κάποιον επενδυτή από την πιθανότητα πραγματοποίησης κερδών. Το παράδειγμα που ακολουθεί επιβεβαιώνει τα παραπάνω και δείχνει ότι οι άνθρωποι αποστρέφονται τον κίνδυνο περισσότερο σε περιβάλλον κερδών απ’ ότι σε περιβάλλον ζημιών. Υπάρχουν δύο εναλλακτικές προτάσεις με δύο εναλλακτικά σενάρια αντίστοιχα:

1. A) Σίγουρο κέρδος \$7.500.

B) Κέρδος \$10.000 με πιθανότητα 80% και κέρδος 0 με πιθανότητα 20%.

2. A) Σίγουρη ζημιά \$7.500.

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

Οι ερωτηθέντες κλήθηκαν να επιλέξουν ένα από τα δύο εναλλακτικά σενάρια στις παραπάνω προτάσεις. Η πλειοψηφία, όσον αφορά την πρώτη πρόταση, επέλεξε το σίγουρο κέρδος αποφεύγοντας το ρίσκο σε περιβάλλον κερδών. Ενώ, στη δεύτερη πρόταση αποστρέφονται από τη βέβαιη ζημιά επιλέγοντας να ρισκάρουν προκειμένου να την αποφύγουν ακόμη και αν οι πιθανότητες είναι εναντίον τους. Επομένως, είναι ξεκάθαρο ότι σε καταστάσεις που περικλείονται από ενδεχόμενες ζημιές οι άνθρωποι ρισκάρουν περισσότερο, παρακινούμενοι από την ίδια την αποστροφή της ζημιάς.

Η αποστροφή της ζημιάς (risk aversion) αποτελεί κυρίαρχο στοιχείο στην ψυχολογία του επενδυτή. Κατόπιν μιας αποτυχημένης επενδυτικής πράξης, η συνειδητοποίηση της ζημιάς γεννά δυσάρεστα συναισθήματα όπως είναι η μετάνοια και η αμφισβήτηση της επενδυτικής επιλογής και πολύ περισσότερο του «εγώ». Οι επενδυτές που είδαν να σημειώνονται σοβαρές απώλειες στο χαρτοφυλάκιο τους διακρίνονται από επιφυλακτικότητα και συντηρητισμό για τις μετέπειτα επενδυτικές τους επιλογές και κινήσεις γιατί αποσκοπούν στην αποφυγή οποιουδήποτε κινδύνου ο οποίος μπορεί να οδηγήσει σε παρόμοια αποτελέσματα. Ωστόσο, η επιφυλακτικότητα μπορεί να αποτρέψει έναν επενδυτή από την εκμετάλλευση μιας πραγματικής ευκαιρίας επηρεαζόμενος από αρνητικές και ζημιογόνες καταστάσεις του παρελθόντος. Το συναίσθημα της μετάνοιας μπορεί να πυροδοτήσει μια σειρά από μη ορθολογικές ενέργειες όπως είναι, πολύ χαρακτηριστικά, η αναβολή της ρευστοποίησης μετοχών των οποίων οι τιμές πέφτουν και επιτάχυνση πώλησης μετοχών που οι τιμές τους ανεβαίνουν (Shefrin and Statman 1985).

Η αποφυγή της ρευστοποίησης οφείλεται στο γεγονός ότι οι επενδυτές αρνούνται να παραδεχτούν ότι η επενδυτική τους επιλογή ήταν λανθασμένη. Ενώ όταν οι τιμές των μετοχών ανεβαίνουν τις πωλούν καθώς βρίσκονται αντιμέτωποι με το φόβο μιας πιθανής απώλειας αν οι τιμές σημειώσουν πτώση μελλοντικά.

Παρατηρούμε, δηλαδή, ότι η ζημιά δημιουργεί αρνητικά συναισθήματα, όπως είναι η απογοήτευση, τα οποία κλονίζουν την αυτοπεποίθηση των επενδυτών. Ο Shefrin (2001) υποστήριξε ότι η αποστροφή της ζημιάς μπορεί να μετριασθεί από τον πανικό στον οποίο μπορεί να βρεθεί ο επενδυτής και τον ωθεί σε επιταχυνόμενες πωλήσεις τίτλων όταν αρχίζει να χάνει μεγάλα ποσά. Σύμφωνα με τον Rabin και Thaler (2001) οι επενδυτές αποφεύγουν τον κίνδυνο σε μεγαλύτερο βαθμό ιδιαίτερα όταν αντιμετωπίζουν διλήμματα που κρύβουν μεγάλα χρηματικά ποσά.

Η μυωπική αποστροφή της ζημιάς χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερη ευαισθησία στις απώλειες παρά στα κέρδη. Οι επενδυτές έχουν την τάση να αποτιμούν τις επενδύσεις τους σε άτακτα χρονικά διαστήματα. Η συμπεριφορά τους θεωρείται μυωπική γιατί αγνοούν τις πιθανές εξελίξεις που μπορούν να συμβούν μετά το πέρας του επενδυτικού ορίζοντα στον οποίο οριοθετούνται οι επενδυτικές τους κινήσεις. Ασκούν ιδιαίτερο βάρος στα βραχυχρόνια κέρδη και ζημιές χωρίς να λαμβάνουν υπόψη τα μακροπρόθεσμα αποτελέσματα που συνεπάγονται από τις επιλογές τους. Η ζημιά προσπερνά το κέρδος στο μυαλό του επενδυτή και λειτουργεί ως κινητήριος δύναμη για τις αποφάσεις που λαμβάνει.

Λαμβάνοντας υπόψη όλα όσα έχουν αναφερθεί στην ανωτέρω παράγραφο συμπεραίνουμε ότι οι επενδυτές που αποστρέφονται τη ζημιά μπορούν να επηρεάσουν την πορεία των τιμών των περιουσιακών τίτλων. Όμως, μια μελέτη των David Easley και Liyan Yang (2011) καταρρίπτει την παραπάνω θεώρηση. Η έρευνα που πραγματοποίησαν απέδειξε ότι αν η μόνη ειδοποιός διαφορά μεταξύ των προτιμήσεων των επενδυτών είναι η αποστροφή της ζημιάς (risk aversion), τότε όσοι διακρίνονται από αυτό το χαρακτηριστικό οδηγούνται εκτός αγοράς με αποτέλεσμα να μην ασκούν ιδιαίτερη επιρροή στη διαμόρφωση των τιμών των περιουσιακών τίτλων.¹⁸

¹⁸ www.economics.cornell.edu, (2011), “Loss aversion, survival and asset prices”

3.3.5 Ανυπομονησία

“Lethargy, bordering on sloth should remain the cornerstone of an investment style”

Warren Buffet

“The stock market is a device for transferring money from the impatient to the patient”

Warren Buffet

Η ανυπομονησία αποτελεί ένα χαρακτηριστικό που παρατηρείται τόσο στην καθημερινή ζωή ενός ατόμου όσο και στον κόσμο των επενδύσεων. Σύμφωνα με τον Warren Buffet, η αγορά διακρίνεται από έναν αποτελεσματικό τρόπο να μεταφέρει χρήματα από τους ανυπόμονους στους υπομονετικούς επενδυτές. Οι επενδυτές στην προσπάθεια τους να αποκομίσουν γρήγορα κέρδη, αναζητούν επενδύσεις οι οποίες θα τους προσφέρουν την απόλυτη ικανοποίηση σε σύντομο χρονικό διάστημα, με αποτέλεσμα να οδηγούνται σε λανθασμένες αποφάσεις και βεβιασμένες κινήσεις που τελικά ζημιώνουν το χαρτοφυλάκιο τους. Στην προκειμένη περίπτωση, η προτεινόμενη στρατηγική είναι η αγορά και διακράτηση για τον λόγο ότι η μακροπρόθεσμη απόδοση είναι ενδεικτική για την πορεία της μετοχής που δεν επηρεάζεται από περιοδικές κρίσεις. Η στρατηγική που συμπεριλαμβάνει συχνές συναλλαγές εστιάζει στις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις και παράλληλα αυξάνει τα έξοδα συναλλαγών. Ένας ορθολογικός επενδυτής πρέπει να διακρίνεται από υπομονή, να εστιάζει στην ευρύτερη εικόνα των επενδυτικών στόχων κι ολόκληρου του χαρτοφυλακίου του και να βεβαιωθεί ότι η κάθε επενδυτική του επιλογή εντάσσεται στο ευρύτερο χρηματοοικονομικό του σχέδιο.

Η υπομονή αποτελεί τη μεγαλύτερη αρετή και τον καλύτερο σύμμαχο για ένα επενδυτή που λαμβάνει ορθές αποφάσεις και συνυπολογίζει όλες τις πιθανές παραμέτρους που ενδεχομένως να προκαλέσουν σοβαρές απώλειες στο χαρτοφυλάκιο του. Στο σημείο αυτό, αξίζει να σημειωθεί ότι η υπομονή δε σημαίνει ότι ο επενδυτής πρέπει να είναι ληθαργικός και να μη προβαίνει σε καμία ενέργεια. Κάθε άλλο, μάλιστα, πρέπει να βρίσκεται σε επαγρύπνηση και να παρατηρεί με προσοχή όλες τις εξελίξεις του χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος. Μεγάλη σημασία έχει η εντατική παρακολούθηση του χαρτοφυλακίου του, η πορεία των προϊόντων που εμπεριέχονται σε αυτό και ο επαναπροσδιορισμός των επενδυτικών στόχων.

«Καθώς οι αγορές κινούνται και τα δεδομένα αλλάζουν πρέπει ο επενδυτής να είναι έτοιμος να κάνει αλλαγές όταν είναι απαραίτητο. Παράγοντες που είναι πιθανό να αλλάξουν με την πάροδο του χρόνου είναι η τρέχουσα οικονομική κατάσταση του, οι μελλοντικές ανάγκες και η ανοχή του κινδύνου που επιδεικνύει. Για παράδειγμα, εάν η ανοχή κινδύνου του έχει μειωθεί, θα πρέπει να μειώσει την έκθεσή του σε προϊόντα ανάπτυξης (μετοχές) και να δώσει μεγαλύτερη βαρύτητα σε ομόλογα ή άλλα προϊόντα εισοδήματος. Ενώ αν είναι έτοιμος να πάρει μεγαλύτερα ρίσκα μπορεί να διαθέσει ένα μεγαλύτερο μέρος του χαρτοφυλακίου του σε επενδύσεις ανάπτυξης με έκθεση σε κλάδους ανάπτυξης ή μετοχές εταιριών μικρών κεφαλαιοποιήσεων που έχουν μεγαλύτερα περιθώρια ανόδου αλλά και αυξημένο ρίσκο».¹⁹

Επιπροσθέτως, ένας ανυπόμονος επενδυτής βρίσκεται αρκετά συχνά σε σύγχυση καθώς δε γνωρίζει ποια είναι η κατάλληλη στιγμή για να επενδύσει σε μια μετοχή, με αποτέλεσμα να πουλά τις μετοχές του στο σημείο που ισορροπεί η αγορά, όπου δηλαδή δεν παρατηρούνται ούτε κέρδη ούτε ζημιές.²⁰ Αυτό μπορεί να συμβαίνει για δύο λόγους είτε γιατί θεωρεί ότι υπάρχουν καλύτερες ευκαιρίες επενδύσεων είτε απλά λόγω πλήξης επιδιώκοντας επενδύσεις σε διαφορετικούς κλάδους. Οι επενδυτές που χαρακτηρίζονται από ανυπομονησία θέλουν να δουν τα αποτελέσματα του επενδυτικού τους σχεδίου να υλοποιούνται σε άμεσο χρονικό διάστημα, επιθυμούν το γρήγορο κέρδος χωρίς να αναλύουν και να μελετούν διεξοδικά όλα τα γεγονότα του εξωτερικού περιβάλλοντος και το πώς αυτά μπορεί να επιδράσουν στο χαρτοφυλάκιο τους.

¹⁹ www.eurobank.gr, “Οδηγίες για τις επενδύσεις σας”

²⁰ www.americanchronicle.com, “Stock Market Investing: Why impatience can seriously damage your wealth”, Wooley James, 13/5/2010

3.3.6 Δειλία

Στον αντίποδα της υπεροψίας και της υπερβολικής αυτοπεποίθησης βρίσκεται η δειλία, η οποία σε συνδυασμό με την έλλειψη εμπιστοσύνης στον εαυτό μας ωθεί τον επενδυτή σε εσφαλμένες και μη κερδοφόρες αποφάσεις. Όπως έχει υπογραμμιστεί από τον Φίλιππα (2010) τα δύο αυτά στοιχεία υποκινούνται από το φόβο ή μπορούν να θεωρηθούν αποτέλεσμα παρελθουσών αποτυχημένων επενδυτικών επιλογών. Σε αυτή την περίπτωση δημιουργείται πρόβλημα καθώς οι επενδυτές αποφεύγουν την ανάληψη λελογισμένου κινδύνου και όπως είναι αυτονόητο δε θα επιτύχουν τις ανάλογες αποδόσεις. Για παράδειγμα, αν κατά το παρελθόν έχουν καταγραφεί αρκετές ζημιές στο χαρτοφυλάκιο ενός επενδυτή, τότε γίνεται πιο επιφυλακτικός και εγκρατής όσον αφορά τις επόμενες επενδυτικές του κινήσεις, δεδομένου ότι μπορεί να σημειωθούν αντίστοιχες ζημιές. Παρόλα αυτά, η συμπεριφορά αυτή μπορεί να τον αποτρέψει από την ανάληψη ενός επενδυτικού σχεδίου, το οποίο ενδεχομένως να αποτελεί ευκαιρία για κέρδη. Επιπρόσθετα, η δειλία των επενδυτών να προβούν σε κινήσεις που εμπεριέχουν κίνδυνο μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι δε διαθέτουν όλη την απαραίτητη πληροφορία προκειμένου να λάβουν αποφάσεις. Επενδυτές τέτοιου τύπου έρχονται σε αντίθεση με όσους θεωρούν ότι μπορούν να επιτύχουν σε οτιδήποτε καταπιαστούν αγνοώντας τις βασικές αρχές της χρηματοοικονομικής θεωρίας και τα δεδομένα του εξωτερικού περιβάλλοντος. Η δειλία μπορεί να “σώσει” το χαρτοφυλάκιο ενός επενδυτή από την καταστροφή, αλλά συγχρόνως τον απομακρύνει από πραγματικά κερδοφόρες ευκαιρίες.

Σκόπιμο θα ήταν κάθε επενδυτής που ενδιαφέρεται να τηρεί μακροπρόθεσμα ένα κερδοφόρο χαρτοφυλάκιο, να διαμορφώσει μια επενδυτική στρατηγική σύμφωνα με την οποία ο κίνδυνος οποιασδήποτε επενδυτικής κίνησης θα τηρείται σε λογικά επίπεδα έτσι ώστε να υπάρχει μεγαλύτερη πιθανότητα επίτευξης των επενδυτικών στόχων στο μακροχρόνιο ορίζοντα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο: Θόρυβος στις χρηματαγορές

“If my conclusions are not accepted, I will blame it on noise!!!”

Fischer Black

4.1 Εισαγωγή

Από όσα έχουν αναφερθεί στα δύο προηγούμενα κεφαλαία της παρούσας εργασίας, παρατηρείται ότι η ψυχολογία του επενδυτή αποτελεί βασικό θεμέλιο για την ερμηνεία ακραίων φαινομένων της αγοράς τα οποία μέχρι πρότινος δεν μπορούσαν να εξηγηθούν από τις θεωρίες της χρηματοοικονομικής επιστήμης.

Στην πράξη αποδεικνύεται ότι οι επενδυτές δε δρουν με απόλυτα ορθολογικό τρόπο. Συμπεριφορές με συστηματικά και μεροληπτικά σφάλματα αποτελούν συχνό φαινόμενο τα τελευταία χρόνια στις διεθνείς αγορές. Τέτοιες καταστάσεις επηρεάζονται σημαντικά από τη διαθέσιμη πληροφορία και το κατά πόσο είναι έγκυρη και μη παραποιημένη.

Η έννοια του “θορύβου” αποτελεί σημαντικό παράγοντα στην αγορά των μετοχών καθώς μπορεί να προκαλέσει σοβαρές διακυμάνσεις στην αγορά, έντονη μεταβλητότητα στις τιμές των μετοχών και τελικά να οδηγήσει έναν επενδυτή σε εσφαλμένη αξιολόγηση των επενδυτικών του κινήσεων. Από τη μια πλευρά, υπάρχει μια ομάδα επενδυτών, οι ορθολογικοί, οι οποίοι κρίνουν τα γεγονότα γύρω τους με τρόπο αντικειμενικό και αμερόληπτο. Από την άλλη πλευρά, όμως, έχουμε την ομάδα των αμήτητων επενδυτών (noise traders) οι οποίοι χαρακτηρίζονται από ασύμμετρη πληροφόρηση, λειτουργούν συχνά ως αγέλη και προκαλούν διαστρέβλωση των τιμών των μετοχών με αποτέλεσμα αυτές να αποκλίνουν σημαντικά από τις πραγματικές.

4.2 Η έννοια του θορύβου και ο ρόλος του στις χρηματαγορές

Η έννοια του θορύβου αντιμετωπίζεται με δυσπιστία από αρκετούς οικονομολόγους καθώς δεν έχει αναπτυχθεί ιδιαίτερα, παρόλο που έχει παρατηρηθεί στις αγορές τα τελευταία χρόνια.

Η ερμηνεία της λέξης “θόρυβος” και της σημασίας της στις χρηματαγορές δόθηκε από τον Fischer Black (1986) στο ομώνυμο άρθρο “*Noise*”, όπου αναφέρει χαρακτηριστικά ότι ο θόρυβος αποτελεί εκείνο τον παράγοντα που προκαλεί αλλαγή, παραποίηση ή παρερμηνεία ενός μηνύματος ή μιας πληροφορίας με αποτέλεσμα να εμποδίζει τη λήψη ορθολογικών αποφάσεων και να δημιουργεί διακυμάνσεις στις χρηματιστηριακές τιμές.

Οι επενδυτές αντλούν πληροφορίες από διάφορες πηγές όπως οι ισολογισμοί εταιρειών που δημοσιεύονται σε οικονομικές εφημερίδες, η πορεία της εγχώριας και διεθνούς αγοράς, τα μέτρα κι οι αποφάσεις που λαμβάνουν τα θεσμικά όργανα των χρηματαγορών καθώς και άλλα οικονομικά στοιχεία που θεωρούν κατά την κρίση τους απαραίτητα για την πραγματοποίηση μιας επενδυτικής κίνησης. Ωστόσο, οι noise traders βασίζονται σε λανθασμένες πληροφορίες έχοντας την ψευδαίσθηση ότι είναι σωστές και ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα, με αποτέλεσμα οι αποφάσεις που λαμβάνουν να μην στηρίζονται σε θεμελιώδη στοιχεία, αλλά στη διαρροή πληροφοριών και ως εκ τούτου το χαρτοφυλάκιο τους να σημειώνει ζημιές. Σύμφωνα με τον Fischer Black (1986), η μετάδοση ψευδών πληροφοριών πραγματοποιείται συνήθως εσκεμμένα εξυπηρετώντας έτσι κερδοσκοπικά συμφέροντα ορισμένων επενδυτών οι οποίοι με τη σειρά τους επιθυμούν να μεταβάλλουν την τιμή μιας μετοχής, ώστε να την αγοράσουν σε χαμηλότερη τιμή και στη συνέχεια να την πουλήσουν σε υψηλότερη διαδίδοντας θετικές και αισιόδοξες ειδήσεις για την πορεία της συγκεκριμένης μετοχής. Σε περιόδους όπου οι αγορές σημειώνουν άνοδο, οι noise traders χαρακτηρίζονται από έντονη αισιοδοξία, αναλαμβάνουν μεγαλύτερο ρίσκο και επιχειρούν αγορά μετοχών γεγονός που οδηγεί σε αύξηση των τιμών. Αντίθετα, σε περιόδους όπου παρατηρείται πτώση, απαισιοδοξούν για τη μελλοντική πορεία των μετοχικών τους τίτλων και τελικά πωλούν ένα μεγάλο αριθμό μετοχών, με αποτέλεσμα οι τιμές να ακολουθούν καθοδική πορεία.

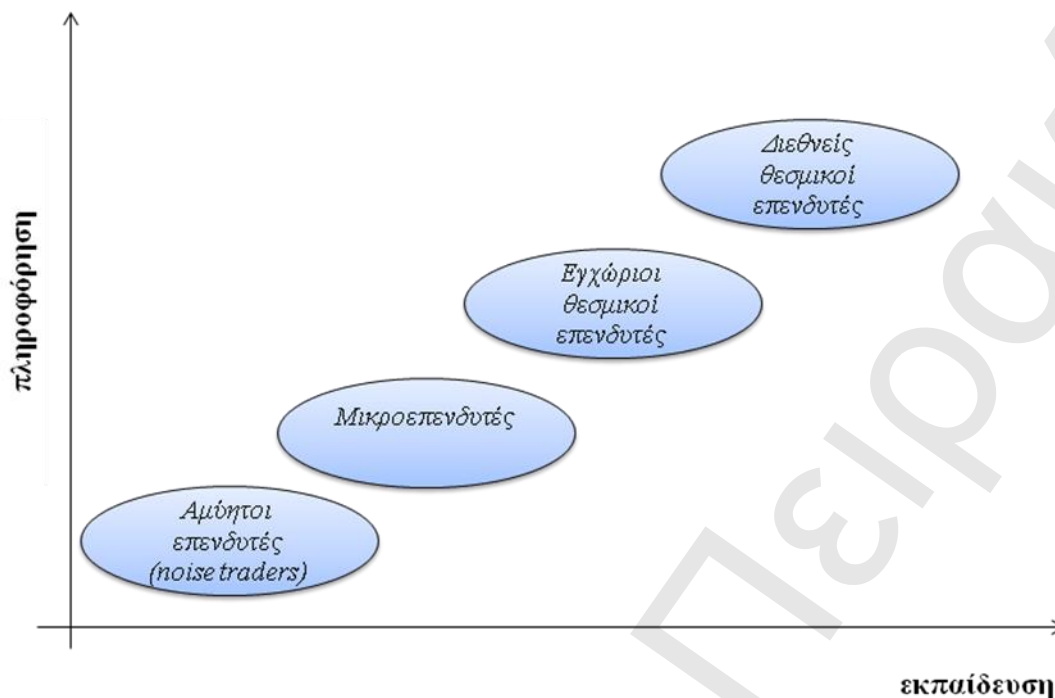
Με τις παραπάνω κινήσεις προκαλούν αποσταθεροποίηση της αγοράς και δημιουργούν διακυμάνσεις στις χρηματιστηριακές τιμές σε βαθμό μεγαλύτερο απ’ ότι τα πραγματικά γεγονότα (F.Black 1986). Στο άρθρο “*The noise trader approach to Finance*” των Shleifer και Summers (1990), υποστηρίζεται η άποψη ότι οι αλλαγές στις τιμές των μετοχών οφείλονται κυρίως στις προσδοκίες των επενδυτών και πως αυτές εναλλάσσονται με τις εκάστοτε πληροφορίες που κυριαρχούν στην αγορά. Στο συγκεκριμένο άρθρο, γίνεται ένας διαχωρισμός των επενδυτών σε δύο βασικές κατηγορίες. Η μία αποτελείται από τους “arbitrageurs” ή διαφορετικά “smart money”, ενώ η άλλη περιλαμβάνει τους “noise traders” ή “liquidity traders”. Η πρώτη κατηγορία διαμορφώνει προσδοκίες για τις αποδόσεις των μετοχών σε λογικά πλαίσια και δίνει έμφαση στην ανάλυση θεμελιωδών μεγεθών, ενώ ο δεύτερος τύπος επενδυτών βασίζεται σε συστηματικές προκαταλήψεις και ανακριβείς ιδέες οι οποίες απορρίφθηκαν από τους ορθολογικούς επενδυτές ως θορύβους.

Οι De Long *et al.* (1990) στο άρθρο “*Noise trader risk in financial markets*” ορίζουν τους noise traders ως μια ομάδα μικροεπενδυτών των οποίων η συμπεριφορά διακρίνεται από μη ορθολογικότητα όσον αφορά τις επενδυτικές τους κινήσεις και η συμμετοχή τους σε καθημερινές συναλλαγές εμφανίζει έντονες εναλλαγές. Αυτό το σύνολο των επενδυτών διαπραγματεύεται το θόρυβο σαν να ήταν πληροφόρηση. Επομένως, οι επενδυτικές τους κινήσεις που πραγματοποιούνται βάσει θορύβου δημιουργούν λανθασμένα στατιστικά στοιχεία τα οποία προκαλούν στρέβλωση των τιμών των μετοχών, αναταραχή στην αρένα των επενδύσεων κι ένα ασταθές χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Σε τέτοιες καταστάσεις, η αγορά χαρακτηρίζεται από αναποτελεσματικότητα και τότε είναι η κατάλληλη χρονική στιγμή που οι ορθολογικοί επενδυτές πρέπει να δράσουν, έτσι ώστε να επέλθει η ισορροπία στο προσκήνιο. Η σωστή πολιτική που πρέπει να ακολουθήσει ο ορθολογικός επενδυτής είναι να λάβει αντίθετη θέση από αυτή των noise traders. Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, αν οι noise traders είναι υπερβολικά αισιόδοξοι για την πορεία μιας μετοχής, τότε θα σπεύσουν να αγοράσουν όσο το δυνατόν περισσότερα τεμάχια της συγκεκριμένης μετοχής, με αποτέλεσμα η τιμή της να φτάσει στα ύψη. Σε αυτήν την περίπτωση, ο ορθολογικός επενδυτής θα πουλήσει τεμάχια αυτής της μετοχής.

Παρόλα αυτά, εξαιτίας των θετικών προσδοκιών των noise traders, η τιμή της συγκεκριμένης μετοχής θα παρουσιάσει ακόμη μεγαλύτερη άνοδο με αποτέλεσμα το χαρτοφυλάκιο ενός ορθολογικού επενδυτή να σημειώσει σοβαρές απώλειες. Ο Milton Friedman (1953) στο άρθρο του με τίτλο “*The case for flexible exchange rates*” αναφέρει χαρακτηριστικά πώς «σε μικρές κυρίως αγορές οι επαγγελματίες επενδυτές (οι οποίοι λειτουργούν βάσει εξακριβωμένων πληροφοριών – “information traders”) έχουν περισσότερες πιθανότητες να κερδίσουν χρήματα όταν οι ερασιτέχνες (οι οποίοι λειτουργούν βάσει θορύβου – “noise traders”) επενδυτές χάνουν μεγάλα ποσά χρημάτων.»

Στο άρθρο, όμως, του Palomino (1996), “*Noise trading in small markets*” ανατρέπεται η παραπάνω άποψη του Friedman. Ο Palomino εστιάζει κυρίως στο ρόλο των θεσμικών επενδυτών ως noise traders εξετάζοντας παράλληλα το ύφος των προθέσεων τους. Πολλές φορές, οι προθέσεις τους παρασύρουν απλούς επενδυτές, αλλά κι οι ίδιοι μπορεί να παρασυρθούν από παρορμητικούς επενδυτές προκαλώντας αναταραχή στο οικονομικό περιβάλλον εξαιτίας των μη ορθολογικών επιλογών μετοχών. Ο Palomino υπογραμμίζει ότι σε μια αγορά που κυριαρχεί ο ατελής ανταγωνισμός και οι επενδυτές αποστρέφονται τον κίνδυνο, αν η γνώμη κι η επιθυμία των απλών επενδυτών είναι απρόβλεπτη, τότε μπορούν να αποκτήσουν μεγαλύτερη χρησιμότητα σε σχέση με τους θεσμικούς επενδυτές. Αυτό σημαίνει ότι οι noise traders σημειώνουν περισσότερα κέρδη. Αυτό συμβαίνει, διότι, η επιρροή τους στη χρηματαγορά είναι μεγάλη, με αποτέλεσμα να συμπαρασύρουν κι άλλους επενδυτές να πράξουν ανάλογα.

Στο διάγραμμα που ακολουθεί παρουσιάζονται οι διάφοροι τύποι επενδυτών που συμμετέχουν στη χρηματιστηριακή αγορά. Ο διαχωρισμός τους στις διάφορες κατηγορίες πραγματοποιήθηκε βάσει δύο κριτηρίων: α) της πληροφόρησης και β) της εκπαίδευσης. Είναι εμφανές ότι οι noise traders καταλαμβάνουν τη χαμηλότερη θέση η οποία χαρακτηρίζεται από χαμηλό επίπεδο εκπαίδευσης και πληροφόρησης. Στην υψηλότερη θέση τοποθετούνται οι διεθνείς θεσμικοί επενδυτές οι οποίοι κατέχουν ισχυρή πληροφόρηση και διακρίνονται για το υψηλό επίπεδο εκπαίδευσής τους, ενώ οι εγχώριοι θεσμικοί επενδυτές αποτελούν μια κατηγορία που συνδυάζει σχετικά υψηλή εκπαίδευση και αξιόπιστη πληροφόρηση.



Διάγραμμα 10: Οι συμμετέχοντες στη χρηματιστηριακή αγορά

Οι ορθολογικοί επενδυτές λαμβάνουν αποφάσεις οι οποίες βασίζονται σε πληροφορίες που αντικατοπτρίζουν την πραγματική κατάσταση των χρηματαγορών (ειδήσεις, γεγονότα, προβλέψεις) ενώ οι noise traders παίρνουν αποφάσεις που μπορεί να στηρίζονται σε διάφορα άλλα στοιχεία και δεδομένα που ενδεχομένως να είναι ανακριβή. Επιπρόσθετα, οι ορθολογικοί επενδυτές επενδύουν στηριζόμενοι στις πληροφορίες αφού προηγηθεί ανάλυση κι αξιολόγηση της αγοράς, έτσι ώστε να αποκομίσουν το αναμενόμενο κέρδος από την επένδυσή τους. Από την άλλη μεριά όμως, υπάρχει αυτή η ομάδα των επενδυτών που επισημάνθηκε και παραπάνω η οποία επενδύει και με θόρυβο, θεωρώντας τον ως πληροφορία. Οι noise traders δεν κατέχουν συγκεκριμένες πληροφορίες για τις μετοχές που διαπραγματεύονται. Στην περίπτωση αυτή η απόδοση και τα κέρδη της επενδυτικής τους κίνησης δε θα είναι τα αναμενόμενα.

Ωστόσο, πολλοί είναι αυτοί που αναρωτιούνται γιατί ορισμένοι επενδυτές επενδύουν βάσει θορύβου. Οι βασικοί λόγοι είναι δύο, όπως επισημαίνονται στο άρθρο του Fischer Black (1986). Ο ένας λόγος είναι ότι οι ίδιοι το επιθυμούν και πράττουν ανάλογα. Ο άλλος λόγος είναι ότι υπάρχει τόσος πολύς θόρυβος στην χρηματαγορά που δεν καταλαβαίνουν ότι εμπορεύονται με θόρυβο και συνεχίζουν να επενδύουν αμερόληπτα χωρίς να κρίνουν αντικειμενικά τα γεγονότα που διαδραματίζονται γύρω τους.

Παρόλα αυτά, υπάρχουν περιπτώσεις που μια πληροφορία μπορεί να έχει ενσωματωθεί στην τιμή μιας μετοχής εκ των προτέρων και οι συμβαλλόμενοι να θεωρούν πως κατέχουν την κατάλληλη πληροφορία για την πραγματοποίηση της επενδυτικής τους κίνησης, ενώ στην πραγματικότητα οι πράξεις τους στηρίζονται στο θόρυβο και αντιτίθενται σε βασικά θεμελιώδη στοιχεία.

Σύμφωνα με τους Shleifer και Summers (1990), σημαντικός παράγοντας για την αποκόμιση κερδών ενός noise trader είναι ο χρονικός ορίζοντας της επένδυσής του. Αν αυτός είναι μακροπρόθεσμος, τότε οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι μικρότερες απ’ αυτές που προσδοκούσαν, καθώς οι επενδυτικές τους κινήσεις δεν έγιναν με απόλυτα ορθολογικό τρόπο. Εντούτοις, υπό την σκιά των noise traders, οι ορθολογικοί επενδυτές καταφέρνουν να αποκρύψουν από το ευρύτερο επενδυτικό κοινό ιδιωτικές πληροφορίες τους και να αποκομίσουν κέρδη από τις συναλλακτικές τους δραστηριότητες.

Η ύπαρξη των noise traders θα λέγαμε ότι αποτελεί συγχρόνως ευκαιρία αλλά και απειλή σε μια οικονομία. Ευκαιρία αποτελούν όταν οι ορθολογικοί επενδυτές εκμεταλλεύονται κερδοφόρα τους noise traders και επαναφέρουν την ισορροπία στην αγορά, ενώ απειλή όταν οι παραγωγικές επενδύσεις καθίστανται μη επικερδείς και βασίζονται σε συστηματικές προκαταλήψεις και ανακριβείς ιδέες. Συμπερασματικά, η ύπαρξη του θορύβου έχει σοβαρές επιπτώσεις στην ομαλή λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς προάγει την ύπαρξη κερδοσκοπικών συναλλαγών, αποδεικνύει την αναποτελεσματικότητα της αγοράς, διαστρεβλώνει τις αξιολογήσεις των επενδυτών κι επιτρέπει την ύπαρξη ακραίων τάσεων (μεγάλη πτώση ή άνοδο των τιμών) στην αγορά.

4.3. Η συμπεριφορά της αγέλης

Η συμπεριφορά της αγέλης αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα συμπεριφορικά σφάλματα των επενδυτών το οποίο παρατηρείται όταν επικρατούν ακραίες οικονομικές καταστάσεις στην αγορά. Ουσιαστικά, το φαινόμενο αυτό αναφέρεται στην άκριτη αντιγραφή ή αλλιώς στην αμοιβαία μίμηση των επενδυτικών επιλογών, η οποία μπορεί να οδηγήσει τελικά σε σύγκλιση δράσεων.²¹

Η μελέτη αυτού του φαινομένου έχει κεντρίσει το ενδιαφέρον κορυφαίων οικονομικών ερευνητών καθώς οι επιπτώσεις του μπορεί να είναι δυσοίωνες για την πορεία των χρηματαγορών. Συγκεκριμένα, το σύνολο των συσχετισμένων συναλλαγών των επενδυτών μπορεί να θέσει σε κίνδυνο την εύρυθμη λειτουργία των αγορών, τη σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος,²² τον πλούτο των επενδυτών²³ και την κοινωνική ευημερία των εθνών.

Σε περιόδους ακραίων πτωτικών ή ανοδικών τάσεων της αγοράς, όπως είναι για παράδειγμα η περίοδος της σημερινής χρηματοπιστωτικής κρίσης, λόγω της μεγάλης σύγχυσης που επικρατεί, ένας μεγάλος αριθμός επενδυτών παραβλέπει τις προσωπικές του εκτιμήσεις, τη διαθέσιμη πληροφορία κι ακολουθεί την τάση της μάζας, της αγοράς.²⁴

Πειράματα έχουν δείξει ότι οι άνθρωποι λαμβάνουν λανθασμένες αποφάσεις όταν δρουν σε συλλογικό επίπεδο απ’ ότι αν δρούσαν ατομικά. Η μίμηση του όχλου δεν αποτελεί πάντα διέξοδο σε ένα πρόβλημα που απαιτεί διαδοχικές αποφάσεις χωρίς να χρησιμοποιεί ο επενδυτής ιδιωτικές πληροφορίες. Ακολουθώντας το ρεύμα, υπάρχει μια τάση να παρασύρονται ή απλά να μην θέλουν να διαφοροποιηθούν από την ομάδα στην οποία εντάσσονται, ακόμη κι αν γνωρίζουν ποιες είναι οι σωστές αποφάσεις για μια συγκεκριμένη επενδυτική κίνηση.

²¹ Welsch, 2000, Hirshleifer and Teoh, 2003

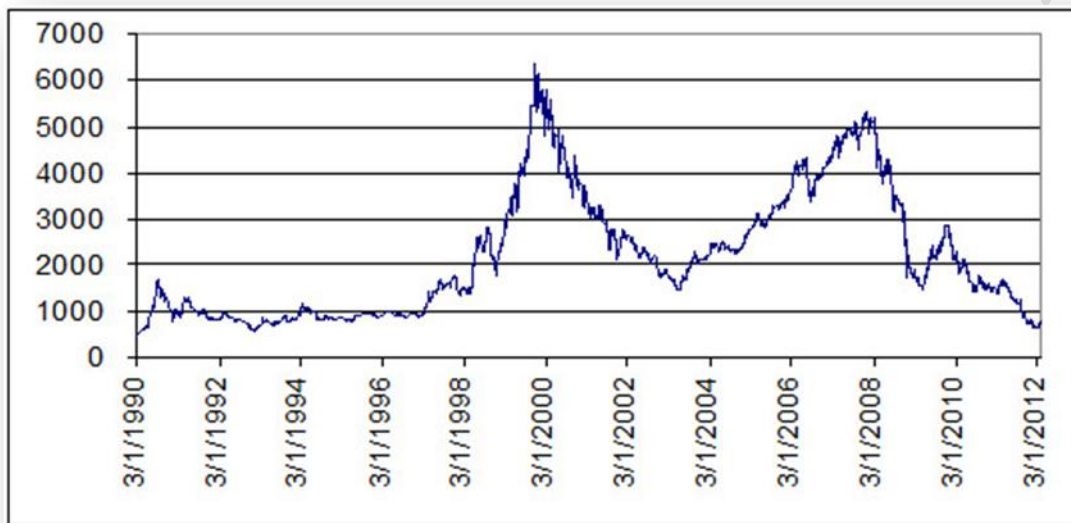
²² Demirer and Kutan, 2006

²³ Bikhchandani *et al.* 1992

²⁴ Φίλιππας, 2011

Το αγελαίο ένστικτο των επενδυτών ξυπνά σε περιόδους έντονης μεταβλητότητας των τιμών των μετοχών κι αβεβαιότητας για τις πληροφορίες που έχουν στη διάθεσή τους, όπου αναζητούν ασφάλεια, την οποία τελικά βρίσκουν κατά την ένταξή τους σε μια ομάδα με κοινές πεποιθήσεις κι απόψεις. Αξίζει να σημειωθεί ότι η συμπεριφορά αυτή παρατηρείται όχι μόνο στους ιδιώτες μικροεπενδυτές, αλλά και στους χρηματοοικονομικούς αναλυτές, θεσμικούς επενδυτές και επαγγελματίες διαχειριστές χαρτοφυλακίων. Αν και σε ατομικό επίπεδο η συμπεριφορά της αγέλης μπορεί να εξυπηρετεί συγκεκριμένους ψυχολογικούς ή πρακτικούς σκοπούς σε επίπεδο αγοράς η συμπεριφορά αυτή είναι αναποτελεσματική και όπως αναφέρθηκε και παραπάνω αποσταθεροποιεί την αγορά.

Εξαιρετικό παράδειγμα αγελαίας συμπεριφοράς αποτελεί η φούσκα του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών το 1999, όπου μεγάλος αριθμός επενδυτών έδειξε αυξημένο ενδιαφέρον για μετοχές χαμηλής κεφαλαιοποίησης. Η εντυπωσιακή άνοδος του χρηματιστηρίου προσέλκυσε χιλιάδες νέους εγχώριους επενδυτές με ελλιπή πληροφόρηση, οι οποίοι επιχείρησαν μαζικές αγορές, ωθώντας τις τιμές των μετοχών στα ύψη. Η μεταστροφή αυτή στη συμπεριφορά των επενδυτών οφείλεται στις μεταρρυθμίσεις του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος, στην έντονη παρουσία διεθνών θεσμικών επενδυτών αλλά και στην απουσία εγχώριων θεσμικών επενδυτών οι οποίοι ενσωμάτωσαν θόρυβο στις τιμές των μετοχών, με αποτέλεσμα να σημειωθεί εξαιρετική άνοδος του δείκτη τιμών. Στο παρακάτω διάγραμμα αναπαρίστανται η εκρηκτική άνοδος του Γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών κατά την περίοδο 1997 – 1999. Συγκεκριμένα, κατά τη διάρκεια της περιόδου 1/1/1998 – 17/9/1999 ο Γενικός δείκτης κατέγραψε άνοδο της τάξεως του 332,69%, ενώ κατά τη χρονιά 2003 έφτασε στο χαμηλότερο επίπεδο των 1467,30 μονάδων καταγράφοντας απώλειες 77,88%.



Διάγραμμα 11: Η πορεία του Γενικού δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (www.Bloomberg.com)

Αυτή η απότομη και ακραία εναλλαγή της πορείας του δείκτη τιμών των μετοχών είχε σοβαρότατες οικονομικές επιπτώσεις, κυρίως στους μικροεπενδυτές, καθώς η επενδυτική δραστηριότητα κλονίστηκε λόγω έλλειψης εμπιστοσύνης. Οι επενδυτές ήταν επιφυλακτικοί απέναντι στη χρηματιστηριακή αγορά, σημειώνοντας υπέρογκες ζημιές.

Εν κατακλείδι, η ύπαρξη της αγελαίας συμπεριφοράς δημιουργεί σοβαρά προβλήματα σε μια αγορά. Περιορίζει σε μεγάλο βαθμό τα οφέλη της διαφοροποίησης, αφού παρατηρείται παράλληλη κίνηση των αποδόσεων των αξιογράφων, με αποτέλεσμα να απαιτείται μεγαλύτερος αριθμός αξιογράφων για την επίτευξη του ίδιου βαθμού διαφοροποίησης σε σχέση με μία αγορά που λειτουργεί αποτελεσματικά. Επιπρόσθετα, δεν είναι εφικτή η μείωση του κινδύνου για τα χαρτοφυλάκια των επενδυτών (Economou *et al.* (2011)) και παράλληλα ενισχύουν ένα ασταθές χρηματοοικονομικό περιβάλλον.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο : Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική και Νευροοικονομία

5.1. Ψευδαίσθηση του χρήματος

Ένα ακόμη συμπεριφορικό σφάλμα, το οποίο έχει οδηγήσει σε σημαντικές εσφαλμένες επενδυτικές και επιχειρηματικές επιλογές, είναι η ψευδαίσθηση του χρήματος (money illusion). Το σφάλμα αυτό αναφέρεται στην τάση των ατόμων να σκέφτονται σε ονομαστικούς και όχι σε πραγματικούς όρους, αγνοώντας την πραγματική αξία του χρήματος αλλά και τις αρνητικές συνέπειες του πληθωρισμού²⁵. Η ψευδαίσθηση του χρήματος, λοιπόν, αφορά στην αδυναμία των ατόμων να κατανοήσουν ότι μια χρηματική μονάδα μέσα στον χρόνο μπορεί να αυξάνει ή και να χάνει την αξία της.²⁶

Η ψευδαίσθηση του χρήματος αφορά φυσικά σε όλες τις οικονομικές μεταβλητές, ιδιαίτερα όταν εξετάζονται διαχρονικά - όπως είναι οι πωλήσεις αλλά και τα κέρδη των επιχειρήσεων μέσα στον χρόνο, οι μισθοί, οι συντάξεις, ο χρυσός, το πετρέλαιο αλλά και τα ακίνητα. Συγκεκριμένα, ο καθηγητής Shiller θεωρεί ότι η ψευδαίσθηση του χρήματος συνέβαλε καθοριστικά στη φούσκα των ακινήτων στις ΗΠΑ: "Οι άνθρωποι είναι πιθανό να θυμούνται το χρηματικό ποσό που πλήρωσαν για την απόκτηση της κατοικίας τους όσα χρόνια και να έχουν περάσει, ενώ δεν θυμούνται τις τιμές άλλων προϊόντων και έχουν την εσφαλμένη εντύπωση ότι οι εγχώριες τιμές των ακινήτων έχουν αυξηθεί περισσότερο από τις υπόλοιπες τιμές, διαμορφώνοντας μια λανθασμένη εκτίμηση για την απόδοση της επένδυσης σε ακίνητα".

Η σημαντικότερη αρνητική επίδραση του πληθωρισμού αφορά στη συνταξιοδότηση των ατόμων. Για τους νέους, η περίοδος της συνταξιοδότησης είναι μια μακρινή πραγματικότητα, με αποτέλεσμα να αδυνατούν να συνειδητοποιήσουν ότι ακόμα και χαμηλοί ρυθμοί πληθωρισμού είναι δυνατόν να έχουν σημαντικότερες επιπτώσεις στο πραγματικό βιοτικό επίπεδο του μέλλοντός τους και ως εκ τούτου στη μελλοντική ποιότητα της ζωής τους. Έχει υπολογιστεί ότι ακόμη και ένα χαμηλό επίπεδο πληθωρισμού της τάξης του 4% ετησίως, σε ορίζοντα 30 ετών οδηγεί σε μείωση της πραγματικής αξίας του χρήματος κατά 70%.

²⁵ Shafir *et al.* 1997

²⁶ Fischer, 1928

5.2 Η πλάνη του ορθολογισμού

Οι απόψεις περί συμπεριφορισμού που κερδίζουν σήμερα την ολοένα αυξανόμενη προσοχή αντιτίθενται σε κάποιες κεντρικές ιδέες της σύγχρονης οικονομικής θεωρίας, όπως την άποψη ότι κάθε αγοραστής και πωλητής αποτελούν ένα παράδειγμα του Homo Economicus, ενός καθαρά ορθολογικού ατόμου που έχει ως κίνητρο το προσωπικό όφελος. Σύμφωνα με τον Peter Bernstein (1996), ο άνθρωπος, όπως υποστηρίζεται και στην κλασική Οικονομική θεωρία, είναι ένα αυτόματο ον που έχει την ικανότητα να σκέφτεται και να κρίνει αντικειμενικά.

Κεντρικό αξίωμα του ορθολογισμού αποτελεί η Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς (efficient market hypothesis), σύμφωνα με την οποία όλες οι περασμένες και τρέχουσες πληροφορίες αναφορικά με ένα αγαθό ενσωματώνονται πλήρως στην τιμή του και η αγορά φτάνει σε ισορροπία στο σημείο τομής της καμπύλης προσφοράς με την καμπύλη ζήτησης για δεδομένη ζητούμενη ποσότητα και τιμή. Το μοναδικό πράγμα που μπορεί να διαταράξει αυτή την ισορροπία μεταξύ προσφοράς και ζήτησης είναι ένα αναπάντεχο κι απρόβλεπτο εξωτερικό γεγονός, όπως μια απρόσμενη τιμή που μπορεί να τεθεί από ένα καρτέλ πετρελαίου. Η κλασική θεωρία υπαγορεύει πως η εσωτερική δυναμική της αγοράς δεν μπορεί να οδηγήσει σε έναν κύκλο ανάδρασης στον οποίο μια τιμή ανεβαίνει προκαλώντας την άνοδο κάποιας άλλης τιμής, δημιουργώντας μια φούσκα και στη συνέχεια την αντιστροφή του κύκλου που υποδαυλίζει μια επερχόμενη αποσταθεροποίηση της οικονομίας.

Μια αυστηρή ερμηνεία της Υπόθεσης της Αποτελεσματικής Αγοράς θα υπαινισσόταν πως τα ρίσκα για την έκρηξη μιας φούσκας θα αντικατοπτρίζονταν στις υπάρχουσες τιμές της αγοράς. Αλλά εάν αυτό ίσχυε και οι αγορές ήταν τόσο αποδοτικές πως θα μπορούσαν οι τιμές να πέσουν με τέτοια ορμή; Η κατάπληξη σχετικά με την αποτυχία της συμβατικής θεωρίας εκφράστηκε ακόμα και από τον πρώην επικεφαλής του Federal Reserve Board, τον Alan Greenspan. Ως υποστηρικτής της θεωρίας περί αποτελεσματικών αγορών, δήλωσε σε μια επιτροπή του Κογκρέσου τον Οκτώβριο του 2008: «Όσοι από εμάς βλέπαμε προς την κατεύθυνση του ατομικού συμφέροντος των δανειστικών ιδρυμάτων για την προστασία της μετοχικής αμεροληψίας, ιδιαίτερα εγώ ο ίδιος, βρισκόμαστε σε μια κατάσταση σοκαρισμένης δυσπιστίας».

5.3 Ζωώδη ένστικτα

Οι οικονομολόγοι της συμπεριφοράς που προσπαθούν να σκιαγραφήσουν τους ψυχολογικούς παράγοντες που οδηγούν σε σοβαρές ανισορροπίες της αγοράς αποτελούν τους πνευματικούς διαδόχους των ψυχολόγων Amos Tversky και Daniel Kahneman, που ξεκίνησαν έρευνες τη δεκαετία του 1970 οι οποίες αντικρούονταν στην ιδέα των οικονομικών πρακτόρων ως ορθολογικά ρομπότ. Ο Kahneman κέρδισε το βραβείο Nobel στα Οικονομικά το 2002 για τη δουλειά του και ο Tversky θα το είχε επίσης κερδίσει εάν ήταν ακόμα εν ζωή. Η πρωτοποριακή τους δουλειά απευθυνόταν στην πλάνη των χρημάτων και σε άλλες ψυχολογικές αδυναμίες, όπως η τάση μας να νιώθουμε πιο θλιμμένοι όταν χάνουμε, ας πούμε 1000€, από όσο νιώθουμε χαρούμενοι όταν κερδίζουμε το ίδιο ποσό.

Ένα κοινό θέμα της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής είναι οι συχνά παράλογες ψυχολογικές παρορμήσεις που αναπτύσσονται κατά τη διάρκεια οικονομικών φουσκών και σοβαρών καταρρεύσεων. Ο Shiller, που είναι ηγετική φυσιογνωμία στο συγκεκριμένο πεδίο, αναφέρεται στα ζωώδη ένστικτα, μια φράση που αρχικά χρησιμοποιήθηκε από τον οικονομολόγο John Maynard Keynes. Ο επιχειρησιακός κύκλος, οι κανονικές υφέσεις και κορυφές της οικονομικής δραστηριότητας, εξαρτάται από μια βασική έννοια εμπιστοσύνης μεταξύ των επιχειρήσεων και των καταναλωτών στις καθημερινές οικονομικές συμφωνίες με τις οποίες αλληλοσυμπλέκονται. Η βάση για την εμπιστοσύνη, ωστόσο, δε δομείται πάντα σε ορθολογικές αξιολογήσεις. Τα ζωώδη ένστικτα, η ενδόμυχη αίσθηση ότι τώρα είναι η στιγμή για την αγορά ενός σπιτιού ή ενός ξεχασμένου στοκ εμπορευμάτων, οδηγούν τους ανθρώπους σε υπερβολική σιγουριά και απερίσκεπτες αποφάσεις που λαμβάνονται σε μια περίοδο ραγδαίας αύξησης των οικονομικών δράσεων. Αυτές οι αισθήσεις μπορούν γρήγορα να μεταλλαχθούν σε πανικό καθώς αυξάνεται το άγχος και η αγορά κατευθύνεται προς την αντίθετη πορεία από αυτή στην οποία είχαν επενδύσει. Η λήψη αποφάσεων με την επίδραση του συναισθήματος συμπληρώνει τις γνωσιακές προκαταλήψεις, όπως για παράδειγμα την αποτυχία λόγω πλάνης των χρημάτων να ληφθεί υπόψη ο πληθωρισμός, οδηγώντας σε φτωχή επενδυτική λογική.

Η σημασία των συναισθηματικών και γνωσιακών προκαταλήψεων στην εξήγηση της παγκόσμιας κρίσης μπορεί να καταμαρτυρηθεί μέσα από την αλληλουχία γεγονότων που, εδώ και μια δεκαετία, άφησαν το οικονομικό σύστημα να παραπαίει. Τα ζώδια ένστικτα προώθησαν τις μετοχές Internet σε αδικαιολόγητα ύψη κατά τη διάρκεια της φούσκας των εταιριών διαδικτύου και οδήγησαν τις αξίες τους στον πυθμένα μόνο λίγα χρόνια αργότερα. Επέδρασαν επίσης όταν ριψοκίνδυνοι δανειστές εκμεταλλεύτηκαν τα χαμηλά επιτόκια για να προσφέρουν υποθήκες προσαρμοζόμενου επιτοκίου σε ριψοκίνδυνους και όχι πρώτης κλάσεως δανειζόμενους. Ένα φαινόμενο όπως η πλάνη των χρημάτων θριάμβευσε. Οι δανειζόμενοι αυτών των υποθηκών απέτυχαν να υπολογίσουν τι θα συνέβαινε εάν ανέβαιναν τα επιτόκια, που ήταν ακριβώς αυτό που έγινε κατά το μέσο της δεκαετίας, προκαλώντας μαζικούς αριθμούς κατασχέσεων και αθετήσεων. Οι εγγυητικές υποθήκες, χρεωμένες από εκατοντάδες ως χιλιάδες ιδιοκτήτες σπιτιών, μετατράπηκαν σε χρεόγραφα και στη συνέχεια πουλήθηκαν σε άλλους και έχασαν το μεγαλύτερο μέρος της αξίας τους. Οι τράπεζες είδαν το δανειστικό τους κεφάλαιο να συρρικνώνεται. Η πίστωση, ο ζωτικός χυμός του καπιταλισμού, εξαφανίστηκε αφήνοντας στη θέση του μια παγκόσμια κρίση.

5.4 Ο ρόλος της νευροοικονομίας στη λήψη αποφάσεων

“Science does not know its dept to imagination”

Ralph Waldo Emerson

Η νευροοικονομία (neuroeconomics) αποτελεί ανερχόμενο πεδίο επιστημονικού ενδιαφέροντος το οποίο επικεντρώνεται στη νευρική φύση των αποφάσεων που λαμβάνουν οι επενδυτές. Συνδυάζει εργαλεία από επιστήμες, όπως η νευροεπιστήμη (f MRI – functional Magnetic Resonance Imaging, TCS – Transcranial Cortex Stimulation, Ηλεκτροφυσιολογία), η ψυχολογία και τα πειραματικά οικονομικά. Στην πράξη, ωστόσο, η νευροοικονομία έρχεται να γεφυρώσει το χάσμα μεταξύ της επιστήμης του εγκεφάλου και της οικονομικής θεωρίας, έτσι ώστε να κατανοηθούν οι αποφάσεις κι οι ενέργειες των ατόμων σε θέματα που σχετίζονται με χρήμα. Πώς, παραδείγματος χάριν, το συναίσθημα επηρεάζει τη λήψη χρηματοοικονομικών αποφάσεων; Ο κίνδυνος επηρεάζει την κρίση των ατόμων; Πώς οι άνθρωποι αντιλαμβάνονται την αβεβαιότητα; Τέτοιου είδους ερωτήσεις αποτελούν θέματα προς απάντηση.

Προεξέχουσα εργασία στον τομέα της νευροοικονομικής αποτελεί το έργο του Paul Glimcher, “Decisions, uncertainty and the brain: The science of Neuroeconomics”, όπου δίνει έμφαση στα νευρικά γεγονότα που κρύβονται πίσω από τις συμπεριφοριστικές αποφάσεις που λαμβάνει ένας επενδυτής. Επιπροσθέτως, σημαντικός λίθος στην εξέλιξη αυτού του κλάδου είναι και το άρθρο (2005) των Colin Camerer (California Institute of Technology), George Loewenstein (Carnegie Mellon University), και Drazen Prelec (Massachusetts Institute of Technology) με τίτλο: “Neuroeconomics: How Neuroscience can inform Economics”. Επίσης, ο Jason Zweig, αρθρογράφος του περιοδικού, “Money” παρατήρησε τη σύνδεση που υπάρχει μεταξύ της λειτουργίας του εγκεφάλου και της συμπεριφοράς ενός επενδυτή.

Οι οικονομολόγοι έχουν διαφωνήσει για δεκαετίες αναφορικά με το εάν η πλάνη των χρημάτων και, πιο γενικά, η επίδραση του παραλογισμού στις οικονομικές συναλλαγές είναι από μόνες τους ψευδαισθησιακής φύσεως. Ο Milton Friedman, ο φημισμένος θεωρητικός των χρημάτων, υπέθεσε πως οι καταναλωτές και οι εργοδότες παραμένουν έξω από την πλάνη και ως λογικά όντα λαμβάνουν υπόψη τους τον πληθωρισμό όταν κάνουν αγορές ή όταν πληρώνουν αμοιβές. Με άλλα λόγια, είναι καλοί κριτές της πραγματικής αξίας ενός αγαθού.

Αλλά οι απόψεις των οικονομολόγων που επικροτούν τη θεωρία της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής και μελετούν το ρόλο της ψυχολογίας στη λήψη οικονομικών αποφάσεων, κερδίζουν ολοένα και μεγαλύτερη προσοχή σήμερα, καθώς επιστήμονες από πολλές ειδικότητες πασχίζουν να καταλάβουν γιατί η παγκόσμια οικονομία κατέρρευσε τόσο άσχημα και τόσο γρήγορα. Και οι απόψεις τους ενισχύονται από τους νευροεπιστήμονες που παίρνουν εικόνες από το εσωτερικό του κρανίου για περιοχές όπως η VMPFC ή άλλες περιοχές. Αξίζει να σημειωθεί ένα πείραμα που αναφέρθηκε τον περασμένο Μάρτιο στα Πρακτικά της Εθνικής Ακαδημίας Επιστημών των ΗΠΑ (Proceedings of the National Academy of Sciences USA) που διενεργήθηκε από ερευνητές του Πανεπιστημίου της Βόννης της Γερμανίας και του Ινστιτούτου Τεχνολογίας της Καλιφόρνια (CALTECH). Στο πείραμα αυτό αποδείχθηκε, μέσα από εικόνες που πάρθηκαν από εγκεφαλικό σαρωτή, ότι κάποιες από τις αποφάσεις που λαμβάνονται στα κυκλώματα λήψεως αποφάσεων του εγκεφάλου εμφανίζουν δείγματα της πλάνης των χρημάτων. Τμήμα της περιοχής VMPFC εμφανίστηκε περισσότερο ενεργοποιημένο σε υποκείμενα που είχαν να κάνουν με μεγαλύτερα χρηματικά ποσά, ακόμα κι αν η σχετική αγοραστική δύναμη αυτών των ποσών δεν είχε αλλάξει, γιατί είχαν μεταβληθεί ανάλογα και οι τιμές.

Η έντονη φωτεινότητα (στις απεικονίσεις) ενός σημείου που βρίσκεται πίσω από το μέτωπο και που είναι υπεύθυνο για τις παρανοήσεις σχετικά με τα χρήματα σηματοδοτεί μονάχα ένα παράδειγμα της ολοένα αυξανόμενης εγκυρότητας μιας ερευνητικής γραμμής που ήδη έχει αποκαλύψει εγκεφαλικά κέντρα που εμπλέκονται με τα πιο πρωτόγονα κίνητρα των επενδυτών όπως είναι ο φόβος (στην αμυγδαλή) και η απληστία (στον επικλινή πυρήνα ή αλλιώς λοφίδιο του κερκοφόρου πυρήνα).

Μια νέα σύνθεση των νευροαπεικονιστικών τεχνικών με την ψυχολογία της συμπεριφοράς και την επιστήμη των οικονομικών έχει αρχίσει να μας παρέχει στοιχεία σχετικά με το πώς τα άτομα και αθροιστικά σε μεγαλύτερη κλίμακα ολόκληρες οικονομίες μπορεί να βγαίνουν εκτός ελέγχου. Στην συνέχεια, θα παρουσιαστούν ορισμένοι νευροβιολογικοί παράγοντες και θα αναλυθεί η επιρροή τους στη λήψη αποφάσεων.

- *Ντοπαμίνη*

Η ντοπαμίνη αποτελεί μια χημική ουσία που παράγεται από τον ανθρώπινο οργανισμό. Στον εγκέφαλο, λειτουργεί, ως επί το πλείστον, σαν νευροδιαβιβαστής και χρησιμοποιείται από τα νευρικά κύτταρα για να επικοινωνούν μεταξύ τους. Συνδέεται με το νευρικό σύστημα ευχαρίστησης. Εκκρίνεται από τον οργανισμό σε μεγαλύτερες δόσεις, όταν το άτομο βρεθεί αντιμέτωπο με ένα ευχάριστο κι απρόσμενο γεγονός απ’ ότι αν δεχόταν απλά ένα προσδοκώμενο βραβείο. Σε γενικές γραμμές, το σύστημα της ντοπαμίνης ενεργοποιείται σε στιγμές απόλαυσης και καλής διάθεσης. Ωστόσο, η έκκριση της ντοπαμίνης σταματά όταν ένα δυσάρεστο συμβάν λάβει χώρα. Τότε, το άτομο βυθίζεται σε κατάθλιψη. Στην ουσία, το άτομο προτιμά την προοπτική ενός αναπάντεχου κέρδους από ένα προβλέψιμο κέρδος ίσου μεγέθους. Όσον αφορά, τους επενδυτές, η ντοπαμίνη επηρεάζει σημαντικά τη λήψη αποφάσεων. Τα επιθυμητά αποτελέσματα της ντοπαμίνης είναι αυτά που ωθούν κάποιον να επενδύσει σημαντικά κεφάλαια, ώστε να διατηρήσει ένα επικερδές επενδυτικό χαρτοφυλάκιο. Η ντοπαμίνη, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, μεταφέρει το άτομο σε μια κατάσταση ευφορίας, με αποτέλεσμα ο επενδυτής να μην συνειδητοποιεί ότι οι πραγματικές πιθανότητες να σημειώσει κέρδη είναι πολύ μικρότερες απ’ αυτές που πραγματικά αναμένει. Παρόλα αυτά, υπάρχει και η αρνητική πτυχή της ουσίας αυτής. Όταν ένα αναμενόμενο κέρδος μετατρέπεται σε απώλεια, τότε η έκκριση ντοπαμίνης σταματά κι ο επενδυτής νιώθει έντονη απογοήτευση και “δυσφορία” από την απρόσμενη έκβαση. Επομένως, μπορούμε να πούμε ότι η ντοπαμίνη συμβάλλει στην εμφάνιση συμπεριφορών όπως είναι η υπερ-εμπιστοσύνη (overconfidence), η αισιοδοξία και η αλαζονεία, με αποτέλεσμα οι επενδυτές να οδηγούνται σε αλληπάλληλα σφάλματα. Ο ορθολογικός επενδυτής πρέπει να κρίνει αντικειμενικά πριν προβεί σε οποιαδήποτε απόφαση, να εκτιμά όλους τους πιθανούς κινδύνους των ενεργειών του και να έχει στο πίσω μέρος του μυαλού το ενδεχόμενο της μη πραγματοποίησης των όσων αναμένει.²⁷

²⁷ Pompian, (2006)

- *Σεροτονίνη*

Ιατρικά, η σεροτονίνη είναι κι αυτή νευροδιαβιβαστής που παράγεται στο κεντρικό νευρικό σύστημα και την πεπτικό οδό. Η σεροτονίνη διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στη βιοχημεία της κατάθλιψης και της ανησυχίας και επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό την ψυχική διάθεση του ατόμου. Μείωση της σεροτονίνης, οδηγεί στην εμφάνιση προβλημάτων που σχετίζονται έντονα με την ψυχική υγεία του ατόμου, όπως είναι η κατάθλιψη, η ανησυχία και η οξυθυμία. Από την πλευρά των επενδυτών, η διακοπή έκκρισης σεροτονίνης δημιουργεί ανησυχία και κατάθλιψη, με αποτέλεσμα να μην μπορούν να αξιολογήσουν ορθά τις πιθανές απώλειες μιας επενδυτικής κίνησης και να βασίζονται σε μη ενδεδειγμένες στρατηγικές επενδύσεων προκειμένου να αντισταθμίσουν τη ζημιά και να υπερνικήσουν το αίσθημα δυσαρέσκειας. Η αποστροφή της ζημιάς που αναφέρθηκε σε προηγούμενο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας, θα λέγαμε ότι αποτελεί άμεσο αποτέλεσμα των χαμηλών (καταθλιπτικών) επιπέδων σεροτονίνης. Η αποστροφή της ζημιάς είναι αιτία που ωθεί έναν επενδυτή να διατηρεί μετοχικούς τίτλους στο χαρτοφυλάκιο του που σημειώνουν απώλειες κι αντίστροφα, να πωλούν μετοχές με κερδοφόρα πορεία φοβούμενοι ότι η τύχη τους δε θα διαρκέσει για μεγάλο χρονικό διάστημα. Οι επενδυτές οφείλουν να ακολουθούν τους κανόνες που διέπουν τις επενδύσεις, να αξιολογούν με ακρίβεια τα γεγονότα του εξωτερικού περιβάλλοντος και να μην κρίνουν μόνο βάσει τιμής και επιφανειακών ενδείξεων.²⁸

²⁸ Pompian, (2006)

- Αμυγδαλή

Ο ανθρώπινος εγκέφαλος χρειάζεται ένα σύστημα συναγερμού προκειμένου να ειδοποιεί το άτομο για τους κινδύνους. Εξελεγκτικά αυτό το σύστημα συναγερμού είναι η αμυγδαλή, η οποία αποτελεί ένα από τους αρχαιότερους εγκεφαλικούς σχηματισμούς στο κέντρο του εγκεφάλου. Ο ρόλος της αμυγδαλής παίζει μια κεντρική λειτουργία στη γένεση του φόβου και στην αυτόματη διέγερση του εξελεγκτικού και ελεγκτικού μηχανισμού του φόβου. Η αμυγδαλή είναι ευαίσθητη σε ερεθίσματα που έχουν συναισθηματική χροιά και παίρνει αποφάσεις για αντίδραση σε διλήμματα όπως «μάχη ή φυγή», ελέγχοντας και την έκλυση ορμονών με σκοπό την κατάσταση ετοιμότητας του σώματος σε τέτοιες κρίσιμες καταστάσεις.²⁹ Πέρα από την ιατρική σκοπιά της αμυγδαλής, στις επενδύσεις όταν επικρατούν ακραίες οικονομικές καταστάσεις στην αγορά με έντονες αυξομειώσεις τιμών, οι επενδυτές νιώθουν ανασφάλεια, διακρίνονται από αβεβαιότητα για τη μελλοντική απόδοση των επενδύσεων τους και πανικοβάλλονται. Το αίσθημα του φόβου αντί να τους προστατέψει, όπως άλλωστε ενεργοποιείται από το σύστημα συναγερμού-αντίδρασης της αμυγδαλής απέναντι σε ένα απρόσμενο γεγονός, τους αναγκάζει να λάβουν βεβιασμένες κινήσεις και τελικά αντί για κέρδη συσσωρεύουν ζημιές. Ένας ορθολογικός και αμερόληπτος επενδυτής πρέπει να μάθει να διαχειρίζεται το αίσθημα του φόβου και να προσπαθεί να κρατά τα συναισθήματά του μακριά από τη διαδικασία λήψης αποφάσεων.³⁰

²⁹ www.en.wikipedia.org

³⁰ Pompian, (2006)

- *Προμετωπιαίος φλοιός*

Ο προμετωπιαίος φλοιός αποτελεί τη συνειρμική περιοχή του μετωπιαίου λοβού στην οποία συγκεντρώνονται όλες οι πληροφορίες που λαμβάνει ο εγκέφαλος. Διαμεσολαβεί για τις λειτουργίες της προσοχής, της κίνησης, της αντίληψης, της διάθεσης και του συναισθήματος και τις οργανώνει για την επίτευξη ενός συγκεκριμένου στόχου ή σχεδίου. Ο προμετωπιαίος φλοιός επιτρέπει την αποθήκευση μηνυμάτων και δεδομένων, έτσι ώστε ο εγκέφαλος να ανιχνεύσει τις λύσεις απέναντι σε προβλήματα που καλείται να αντιμετωπίσει. Με απλά λόγια, μπορούμε να φανταστούμε τον προμετωπιαίο φλοιό ως το κέντρο λήψης αποφάσεων, εκτελεστικών λειτουργιών κι άλλων σύνθετων νοητικών λειτουργιών (αφηρημένη σκέψη, νοητική ικανότητα). Η σύνδεση του προμετωπιαίου φλοιού με τις επενδύσεις έγκειται στην ύπαρξη διανοητικών και συναισθηματικών σφαλμάτων, γεγονός που οφείλεται στην έλλειψη όλων των απαραίτητων στοιχείων, ώστε οι αποφάσεις ενός επενδυτή να είναι απόλυτα ισορροπημένες και ενημερωμένες. Επίσης, αν προκληθεί κάποια βλάβη, ενδεχομένως από κάποιο ατύχημα λόγω γήρανσης, στον προμετωπιαίο φλοιό, τότε το άτομο εμφανίζει μυωπική συμπεριφορά. Επιστημονικές μελέτες έχουν δείξει ότι άτομα με κατεστραμμένους φλοιούς καταδεικνύουν χαμηλή σκέψη που δε βασίζεται σε ανάλυση όλων των διαθέσιμων πληροφοριών κι αδυνατούν να σχεδιάσουν ένα μακροχρόνιο πλάνο. Λύση στην αποφυγή γνωστικών σφαλμάτων αποτελεί η συνεχής ενημέρωση και εκπαίδευση ή ακόμη και η καθοδήγηση από κάποιον ειδικό-σύμβουλο επενδύσεων.³¹

³¹ Pompian, (2006)

Συμπεράσματα

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική είναι σχετικά νέο παρακλάδι της χρηματοοικονομικής επιστήμης και ως επί το πλείστον δεν έχει αποδοθεί ένας γενικά αποδεκτός ορισμός στην ευρύτερη επιστημονική κοινότητα. Ωστόσο, λαμβάνοντας υπόψη όλα όσα έχουν παρατεθεί στην παρούσα διπλωματική εργασία θα μπορούσαμε να περιγράψουμε τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική ως ένα επιστημονικό πεδίο στο οποίο ενσωματώνονται η κλασική οικονομική θεωρία και η χρηματοοικονομική με την ψυχολογία. Μέσα απ’ αυτόν τον ανερχόμενο κλάδο, επίσης, δίνεται έμφαση στην ερμηνεία και εξήγηση των ανωμαλιών που παρατηρούνται στις χρηματαγορές και πώς αυτές σχετίζονται με τις αποφάσεις των επενδυτών.³²

Η ψυχοσύνθεση του επενδυτή κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων όταν στην αγορά επικρατούν ακραίες οικονομικές καταστάσεις, έντονη αβεβαιότητα και μεταβλητότητα τιμών αναδεικνύεται μέσα από τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική ως ο κύριος παράγοντας που παρεμβαίνει στην κατανόηση των συμμετεχόντων στις αγορές και των σφαλμάτων που σημειώνονται από το σύνολο των μικροεπενδυτών.

Μέσα από την ανάλυση που προηγήθηκε διαπιστώνουμε ότι η συμπεριφορική χρηματοοικονομική προσθέτει στοιχεία και από άλλους κλάδους, πέρα απ’ αυτόν της ψυχολογίας, όπως αυτός της κοινωνιολογίας καθώς και άλλων κοινωνικών επιστημών, τα οποία είναι κρίσιμα για την κατανόηση της πραγματικότητας του οικονομικού περιβάλλοντος. Επίσης, είναι γενικά αποδεκτό ότι οι ιδιαιτερότητες της προσωπικότητας του κάθε επενδυτή καθώς και τα γνωστικά και άλλα συναισθηματικά ή μεροληπτικά σφάλματα των συμμετεχόντων στις αγορές διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση τιμών. Από την άλλη μεριά η επίδραση αυτή είναι αμφίδρομη, αφού οι χρηματιστηριακοί κύκλοι επηρεάζουν με τη σειρά τους την ψυχολογία των επενδυτών.

Τα επτά “θανάσιμα αμαρτήματα” στα οποία υποκύπτουν οι επενδυτές αποδεικνύουν την ευαισθησία τους απέναντι στις εναλλαγές του οικονομικού περιβάλλοντος και το πόσο ευάλωτοι φαίνονται στις οποιοσδήποτε αλλαγές, καθώς αδυνατούν να κρίνουν αντικειμενικά και αμερόληπτα τα γεγονότα που εξελίσσονται γύρω τους.

³² Fuller, (1998)

Αποτελούν βασικά χαρακτηριστικά στοιχεία που περιγράφουν τη συμπεριφορά του επενδυτή τόσο όταν επικρατούν κανονικές συνθήκες στις χρηματαγορές, όσο κι όταν ο επενδυτής βιώνει μια ακραία οικονομική κατάσταση όπου τότε ξεφεύγουν από το μέτρο της λογικής και λαμβάνουν μεγαλύτερη ένταση. Σε τέτοιες περιπτώσεις, το επενδυτικό χαρτοφυλάκιο καταρρέει. Συγκεκριμένα, ο φόβος και η αλαζονεία είναι τα δύο πιο συχνά παρατηρούμενα αμαρτήματα. Όπως σημειώθηκε άλλωστε και στο σχετικό κεφάλαιο, η μόνη συγκυρία όπου η πλειοψηφία των επενδυτών προχωρά σε ρευστοποιήσεις είναι όταν η αγορά υποχωρεί ή καταρρέει και ο φόβος γίνεται, τότε, το κυρίαρχο στοιχείο. Στον αντίποδα, όταν όλοι θεωρούν ότι οι τιμές των μετοχών θα συνεχίζουν να ανεβαίνουν, είναι σημάδι ότι οι τιμές των μετοχών θα υποχωρήσουν στο μέλλον καθώς οι επενδυτές έχουν πλήρως τοποθετηθεί. Οι μελέτες έχουν δείξει ότι, ο κύκλος της αγοράς τυπικά ορίζεται ότι διαρκεί πέντε χρόνια, διάστημα το οποίο περιλαμβάνει ένα ράλι, μια υποχώρηση και μια ανάκαμψη. Από την άλλη πλευρά, οι επενδυτές δε μένουν ποτέ στην αγορά αρκετό καιρό ώστε να επωφεληθούν από τη δύναμη των κύκλων αυτών της αγοράς και όπως είναι γνωστό τείνουν να πωλούν μετοχές στον “πάτο” και να αγοράζουν στην “κορυφή”.

Από τις αναλύσεις των πραγματικών οικονομικών περιστατικών και τις αναφορές των ερευνητών προκύπτει αβίαστα το συμπέρασμα ότι η συντέλεση ή μη των επτά θανάσιμων αμαρτημάτων επηρεάζει αποφασιστικά το μέλλον του επενδυτή. Το βάρος του καθενός αμαρτήματος στη συνολική έκβαση δεν φαίνεται να έχει προσδιοριστεί. Έτσι η ιεράρχησή τους με κριτήριο τη σοβαρότητα της αστοχίας που προκαλούν είναι ανοικτό θέμα. Επειδή η πρόληψη της συντέλεσης ενός ή περισσότερων αμαρτημάτων είναι απόλυτα αναγκαία είναι επιθυμητό να υπάρχουν αμερόληπτοι μηχανισμοί διάγνωσης ενός εν δυνάμει «αμαρτάνοντος» επενδυτή ώστε τουλάχιστον να ενημερώνεται ο ίδιος αλλά και το περιβάλλον του.

Εν κατακλείδι, θα ήθελα να θυμίσω τα λόγια του Warren Buffet, ο οποίος είχε αναφέρει ότι «για να επενδύει κανείς με επιτυχία σε όλη του τη ζωή, δεν χρειάζεται να έχει πολύ υψηλό IQ, ασυνήθιστες επιχειρηματικές ιδέες ή εσωτερική πληροφόρηση. Αυτό που χρειάζεται είναι ένα σωστό πνευματικό υπόβαθρο για την λήψη αποφάσεων και την ικανότητα να αποτρέπει τα συναισθήματά του από το να διαβρώνουν το πλαίσιο αυτό».

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

- **ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ**

Akerlof, A. G. and Shiller, J. R. (2009) “*Animal Spirits*”, Princeton University Press, pp.41-50

Allport G. W. and Postman, L. (1947) “*The psychology of rumor*”, New York: Henry Holt, pp.247

Baker, M. and Wurgler, J. (2006) “*Investor sentiment in the stock market*”, Journal of Economic Perspectives, pp.1-37

Barberis, N. and Thaler, R. (2003) “*A survey of behavioral finance*”, Handbook of the Economics of Finance, Elsevier Science, Vol.1, pp.1053-1128

Becker, S.G. (1968) “*Crime and Punishment: an economic approach*”, Journal of Political Economy, Columbia University, pp.169-217

Bernstein, P. (1996) “*Against the Gods: The remarkable story of risk*”, John Wiley and Sons, New York

Bikhchandani, S., Hirshleifer, D. and Welsch, I. (1992) “*A theory of fads, fashion, custom and cultural change as informational cascades*”, Journal of Political Economy, Vol. 100, No5, pp.992-1026

Black, F. (1986) “*Noise*”, Journal of Finance, Vol. 41, No3, pp.529-543

Caliendo, F. and Huang, X. D. K. (2007) “*Overconfidence in financial markets and consumption over the life cycle*”, Working Paper No07-3
(<http://www.philadelphiafed.org/econ/wps/index.html>)

Camerer, C., Loewenstein, G. and Prelec, D. (2005) “*Neuroeconomics: How Neuroscience Can Inform Economics*”, Journal of Economic Literature, Vol. XLIII, pp.9-64

De Bondt, F. M., Thaler, H.R. and Werner, G. (1995) “*Financial decision-making in markets and firms: A behavioral perspective*”, R. Jarrow et al., Eds., Handbooks in OR & MS, Chapter 13, Vol. 9, pp. 385-410

De Long, J. B., Bradford, J., and Summers, A. (1990) “*Noise trader risk in financial markets*”, Journal of Political Economy, Vol. 98, No4, pp.703-738

Demirer, R. and Kutan, A.M. (2006) “*Does herding behavior exist in Chinese stock markets*”, Journal of International Financial Markets, Institutions & Money, Vol. 16, pp.123-142

Dittrich, D., Guth, W. and Maciejovsky, B. (12/2001) “*Overconfidence in investment decisions: An experimental approach*” (http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/DocB...-12/cesifo_wp626.pdf)

Easley, D. and Yang, L. (2011) “*Loss aversion, survival and asset prices*” (www.economics.cornell.edu)

- Economou, F., Kostakis, A., and Filippas, N. (2011) “*Cross-country effects in herding behavior: Evidence from four South-European markets*”, Journal of International Financial Markets, Institutions & Money, Vol. 21, pp. 443-460
- Edwards, W. (1954) “*The theory of decision making*”, Psychological Bulletin, Vol.51, No4, pp.380-417
- Fama, F.E. (1998) “*Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance*”, Journal of Financial Economics, Vol.59, pp.283-306
- Festinger, L., Riecken, H., and Schachter, S. (1956) “*When Prophecy Falls*”, Harper-Torchbooks
- Fischer, L. and Statman, M. (2002) “*Bubble expectations*”, Journal of Wealth Management, pp.17-22
- Fischer I. (1928) “*The money Illusion*”, New York: Adelphi Company
- Friedman, M. (1953) “*Essays in Positive Economics – The case for flexible exchange rates*”, Chicago: University of Chicago Press, pp.157-203
- Fuller, J. R. (1998) “*Behavioral Finance and the sources of alpha*”, Journal of Pension Plan Investing, Vol. 2, No3, pp.1-21
- Gervais, S and Odean, T. (2001) “*Learning to be overconfident*”, The review of financial studies, 14, pp.1-27
- Goedhart, M., Koller, T. and Wessels, D. (2005) “*Do fundamentals – or emotions – drive the stock market?*”, The McKinsey Quarterly, pp.1-6
- Gordon, L. C. (2011) “*Myopia and the global financial crisis: Context – specific reasoning, market structure, and institutional governance*”, Dialogues in Human Geography, Vol. 1, No1, pp.4-25
- Hargunani, Rajiv, (2011) “*How fear & greed can impact your bottom line*” (www.pravasiherald.com)
- Hirshleifer, D., Kent, D. and Subrahmanyam, A. (1998) “*Investor psychology and security market under and over-reaction*”, Journal of Finance, Vol.53, pp.1839-1885
- Hirshleifer, D. and Teoh, S. H. (2003) “*Herd behavior and Cascading in capital markets: A review and synthesis*”, European Financial Management, Vol. 9, No1, pp.25-66
- Kahneman, D., Slovic, P. and Tversky, A. (1982) “*Judgement under uncertainty: Heuristics and Biases*”, Cambridge and New York: Cambridge University Press
- Kahneman, D. and Tversky, A. (1979) “*Prospect theory: An analysis of decision under risk*”, Econometrics, pp.263-291
- Kahneman, D. and Tversky, A. (1981) “*The framing of decisions and the psychology of choice*”, Science, New Series, Vol. 211, pp.453-458

- Kahneman, D and Tversky, A. (1986) “*Rational choice and the framing of decisions*”, The Journal of Business, Vol.59, No4, pp.251-278
- Kahneman, D. and Riepe, W. M. (1998) “*Aspects of investor psychology*”, Journal of Portfolio Management, Vol. 24, No4, pp.1-22
- Kent, D. and Titman, S. (2000) “*Market efficiency in an irrational world*”, National Bureau of Economic Research, Working Paper No7489
- Kimmel, J. A. (2004) “*Rumors and the financial marketplace*”, The Journal of Behavioral Finance, Vol.5, No3, pp.134-141
- Langer, E. (1975) “*The illusion of control*”, Journal of Personality and Social Psychology, Vol. 32, pp.311-328
- Light, J and Lauricella, T. (18/11/2011) “*A star exists after value falls*”, The Wall Street Journal, www.online.wsj.com
- MacKay, C. (1980) “*Extraordinary popular delusions and the madness of crowds*”, New York, NY: Crown Publishing Group
- Murgea, A. (2008) “*Investor’s psychology cycle on the Romanian capital market*”, University of Timisoara, pp.111-119 (http://anale.feaa.uaic.ro/anale/resurse/013_F05_Murgea.pdf)
- Oskamp, S. (1982) “*Overconfidence in case study judgement*”, Daniel Kahneman, Paul Slovic, AOS Tversky, “*Judgement under uncertainty: Heuristics and Biases*”, Cambridge and New York: Cambridge University Press, pp.287-293
- Palomino, F. (1996) “*Noise trading in small markets*”, Journal of Finance, Vol. 51, No4, pp.1537-1550
- Pankin, M. (2005) “*Stock market perspective: Seven deadly sins of investing*”
- Pankin, M. (2005) “*The seven worst enemies of traders and investors*”
- Plutchik, R. (1980) “*A general psychoevolutionary theory of emotion*”, In Plutchik, R., & H. Kellerman (Eds.), “*Emotion: Theory, research, and experience: Theories of emotion*”, Vol. 1, New York: Academic Press, pp. 3-33
- Pompian, M. (2006) “*Behavioral Finance and Wealth Management-How to build optimal portfolios that account for investor biases*”, Wiley Finance, pp.1-315
- Rabin, M. and Thaler, H. R. (2001) “*Anomalies: Risk aversion*”, Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, No1, pp.219-232
- Ricciardi, V. and Simon, K. H. (2000) “*What is Behavioral Finance?*”, Business Education and Technology Journal, Vol. 2, No1, pp.1-9
- Rose, C. (18/11/2011) “*You need to balance arrogance and humility*”, www.santangelsreview.com
- Rosnow, R. L., Yost, J. H. and Eposito, J. L. (1986) “*Belief in rumor and likelihood of rumor transmission*”, Language and Communication, pp. 189-194

Schinder, P. M. (2003) “*Rumors in financial markets: Survey on how they evolve, spread and are traded on*”, Institute for Empirical Research in Economics, University of Zurich, Vol. 159, pp. 1-73

Schindler, P. M. (2007) “*Rumors in financial markets: Insights into behavioral finance*”, Wiley Finance

Shafir, E., Diamond, P.A. and Tversky, A. (1997) “*On money illusion*”, Quarterly Journal of Economics, Vol. 112, No2, pp. 341-374

Shefrin, H. (2000) “*Beyond greed and fear*”, Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press

Shefrin, H. (2001) “*Introduction to behavioral finance*”, UK: Edward Elgar Publishing Inc

Shefrin, H. and Statman, M. (1985) “*The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and Evidence*”, Journal of Finance, Vol. 40, No3, pp.777-790

Shiller, R. J. (2003) “*From efficient markets theory to behavioral finance*”, Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No1, pp.83-104

Shleifer, A. and Summers, H. L. (1990) “*The noise trader approach to finance*”, Journal of Economic Perspectives, Vol. 4, No2, pp.19-33

Simkins, B. and Ramirez, A. S. (2007) “*Enterprise-Wide Risk Management and Corporate Governance*”, Law Journal Library, pp.575

Simon, A. H. (1991) “*Bounded rationality and organizational learning*”, Organization Science, USA, Vol. 2, No1, pp.125-134

Smith, A. (1759) “*The theory of moral sentiments*”, A. Millar, London, 6th edition, pp.1-436

Statman, M. and Shefrin, H. (2000) “*Behavioral portfolio theory*”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 35, pp. 127-151

Thaler, H. R. (2002) “*Advances in behavioral finance*”, New York, NY: Russell Sage Foundation

Vishal, Khandelwal, (17/1/2012) “*What I learnt from the world’s most arrogant investor*”, www.safalniveshak.com

Walker, J. C. and Beckerle, C. A. (1987) “*The effect of anxiety on rumor transmission*”, Journal of Social Behavior and Personality, pp.353-360

Watson, J. B. (1930) “*Behaviorism*”, Chicago: University of Chicago Press.

Weintraub, R. (2007) “*Neoclassical Economics*”, The Concise Encyclopedia of Economics (<http://www.econlib.org/library/Enc1/NeoclassicalEconomics.html>)

Welsch, I. (2000) “*Herding among security analysts*”, Journal of Financial Economics, Vol. 58, pp.369-396

Wooley, J. (13/5/2010) “*Stock Market Investing: Why impatience can seriously damage your wealth*” (<http://www.americanchronicle.com>)

“*Risky games*”, Capital, 8/1/2011

“*Financial Concepts: Diversification*”, Investopedia

“*The importance of Diversification*”, Investopedia

“*Behavioral Finance: Anomalies*”, Investopedia

“*Stock market downturn of 2002*”, Investopedia

- **ΕΛΛΗΝΙΚΗ**

- Αραμπατζή Άννα, “Οι insiders που λήστεψαν το «σπίτι» τους”, 1/11/2011, www.xrimaonline.gr
- Διακογιάννης, Γιώργος, “Πώς το κύκλωμα του φόβου επηρεάζει τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων”, Ναυτεμπορική, 24/12/2011
- Ζολότα Ζωρζέτ, “Ο Γάλλος αντικριστής της Societe Generale προκάλεσε και τη «μαύρη Δευτέρα» των αγορών”, Καθημερινή, 27/1/2008
- Ζολότα Ζωρζέτ, “Ένα e-mail πρόδωσε τον Ζερόμ Κερβιέλ”, Καθημερινή, 3/2/2008
- Μαντικίδης Τάσος, “Η ύβρις, η Νέμεσις, η Κάθαρσις και ο...πόνος”, Το Βήμα, 6/6/2011
- Οικονόμου Φωτεινή, “Τα συνηθισμένα σφάλματα συμπεριφοράς των επενδυτών”, Κέρδος, 10/3/2009
- Οικονόμου, Αθ. Κωνσταντίνος, “Η Απληστία”, Ελευθερία, 16/7/2012
- Τσατσάνης Δ., “Συμπεριφορικά Χρηματοοικονομικά: η συνάντηση ψυχολογίας και οικονομικής επιστήμης”, Καθημερινή, 13/6/2004
- Φίλιππας Νικόλαος, “Επενδύσεις”, Εκδόσεις Πανεπιστημιακό, 2005
- Φίλιππας Νικόλαος, “Η κρίση και η αγέλη των ... PIGS”, Euro2day, 9/11/2011
- Φίλιππας Νικόλαος, “Κυβέρνηση σε ... γνωστική ασυμφωνία”, Euro2day, 8/6/2011
- Φίλιππας Νικόλαος, “Η επίδραση του φόβου στις επενδύσεις”, Euro2day, 17/9/2010
- Φίλιππας Νικόλαος, “Επενδυτικά σφάλματα & Behavioral Finance”, Euro2day, 14/4/2010
- Φίλιππας Νικόλαος, “Τα επτά «θανάσιμα αμρτήματα των επενδύσεων»”, Euro2day, 23/8/2010
- Φίλιππας Νικόλαος, “Το συναίσθημα του επενδυτή στη χρηματιστηριακή αγορά”, Κέρδος, 23/4/2009
- Φίλιππας Νικόλαος, “Μεταξύ απληστίας και φόβου”, Κέρδος, 6/1/2009
- Φράγκος Σπύρος, “Ζερόμ Κερβιέλ: «Ο κ. Τίποτα» που άνοιξε μαύρη τρύπα 4,9 δις €”, Το Βήμα, 13/6/2010
- “Ζερόμ Κερβιέλ”, Έθνος, 8/5/2010
- “Societe Generale: Σε 5 έτη φυλάκιση καδικάστηκε ο πρώην trader Ζερόμ Κερβιέλ”, Ημερησία, 5/10/2010
- “Οι μεγάλες απάτες με απώλειες δισεκατομμυρίων”, Καθημερινή, 25/1/2008
- “Η κατάρρευση της βρετανικής τράπεζας Barings”, Το Βήμα, 25/1/2008
- Dixon, Hugo, “Ο καπιταλισμός μπορεί να είναι υγιής”, Καθημερινή, 30/10/2012

Doyle, Dara and Ludden, James, “*O Nick Leeson και οι θαυμαστές του*”, Το Βήμα, 8/3/2007

“*Φυλάκιση 5 ετών στον ex – trader Jerome Kerviel*”, Capital, 5/10/2010

“*Ζερόμ Κερβιέλ: «Το μεγάλο τραπεζικό όργιο»*”, Τα Νέα, 6/5/2010

“*Το φαινόμενο της χρηματιστηριακής φούσκας – Μέρος Α*”, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Κύπρου, 3/8/2009 (www.cysec.gov.cy)

“*Το φαινόμενο της χρηματιστηριακής φούσκας – Μέρος Β*”, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Κύπρου, 2/9/2009 (www.cysec.gov.cy)

“*Οδηγίες για τις επενδύσεις σας*”, Τράπεζα Eurobank

“*Επενδύσεις σε περιόδους αβεβαιότητας*”, Alpha Trust, Investor, Τεύχος 43^ο

- **ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ**

www.behavioralfinance.net
www.Bloomberg.com
www.capital.gr
www.cysec.gov.cy
www.econlib.org
www.en.wikipedia.org
www.escholarship.org
www.ethe.org.gr
www.ethnos.gr
www.euro2day.gr
www.eurobank.gr
www.imerisia.gr
www.imf.org
www.investopedia.com
www.iraj.gr
www.kathimerini.gr
www.kerdos.gr
www.naftemporiki.gr
www.nickleeson.com
www.online.wsj.com
www.pankin.com
www.princeton.edu
www.safalniveshak.com
www.sagepublications.com
www.santangelsreview.com
www.ssrn.com
www.tanea.gr
www.tovima.gr