

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής
Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα στην Χρηματοοικονομική
& Τραπεζική Διοικητική

Οι Τύποι & ο Ορθολογισμός
του Έλληνα Επενδυτή

Θεοδώρου Μαρίνα

Τριμελής Επιτροπή

Α. Αντζουλάτος

Ν. Πιττής

Ε. Τοιριτάκης

Ιούνιος 2002

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο	
Εισαγωγή	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο	
Λάθη Κρίσης.....	4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο	
Λάθη Προτίμησης.....	27
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο	
Η Συμπεριφορά των Ατόμων κάτω από Συνθήκες Αβεβαιότητας και η Θεωρία Προσδοκιών.....	41
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο	
Οι Τύποι των Επενδυτών.....	58
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^ο	
Μεθοδολογία.....	76
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7^ο	
Παρουσίαση των Αποτελεσμάτων	96
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8^ο	
Συμπεράσματα.....	125
Αρθρογραφία.....	127
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	133

✖ ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1°

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η οικονομική θεωρία βασίζεται στην ιδέα ότι οι όλοι επενδυτές σε οποιαδήποτε αγορά είναι ορθολογικοί και συναλλάσσονται με τέτοιο τρόπο ώστε να μεγιστοποιούν την αναμενόμενη χρησιμότητά τους. Αποφασίζουν σύμφωνα με τα αξιώματα της αναμενόμενης χρησιμότητας και σχηματίζουν αμερόληπτες προβλέψεις για το μέλλον. Επιπλέον λαμβάνουν υπόψη τους όλη την διαθέσιμη πληροφόρηση και την εξεργάζονται γρήγορά και σωστά. Η ανταγωνιστική φύση της αγοράς και ο ορθολογισμός των επενδυτών εγγυώνται ότι όλη η πληροφόρηση αυτή ενσωματώνεται στην τιμή των χρεογράφων που αντανακλούν τις προοπτικές κάθε εταιρίας. Επιπλέον ότι η τιμή αυτών ισούται με την εσωτερική τους αξία και το κεφάλαιο τελικά κατανέμεται μεταξύ των πιο παραγωγικών και κερδοφόρων εταιριών.

Δυστυχώς όμως ερευνητές έχουν αποδείξει ότι κάτω από ορισμένες συνθήκες η αγορά δεν είναι αποτελεσματική οι τιμές των χρεογράφων αποκλίνουν από αυτές της ισορροπίας και οι επενδυτές δεν συμπεριφέρονται πάντα ορθολογικά και διαπράττουν συστηματικά λάθη. Η παραδοσιακή οικονομική θεωρία αδυνατεί να εξηγήσει φαινόμενα όπως ο υπερβολικός όγκος συναλλαγών οι διακυμάνσεις των τιμών των χρεογράφων που δεν στηρίζονται στην εμφάνιση μιας νέας πληροφορίας το e y p e p l e το o e στην επιλογή των χρεογράφων.

Κάτω από αυτό το πλαίσιο εμφανίστηκε μια νέα και συνεχώς εξελισσόμενη επιστήμη ονομαζόμενη χρηματοοικονομικά της συμπεριφοράς (e o l e) που υποστηρίζει ότι κάποια οικονομικά φαινόμενα μπορούν να εξηγηθούν χρησιμοποιώντας μοντέλα που οι επενδυτές δεν είναι απόλυτα ορθολογικοί.

Συγκεκριμένα τα χρηματοοικονομικά της συμπεριφοράς στηρίζονται σε δύο βασικές υποθέσεις (l e f e (2))

1. Κάποιοι επενδυτές δεν είναι εντελώς ορθολογικοί και για αυτό και οι επιλογές που κάνουν δεν είναι πάντα οι καλύτερες δυνατές. Μπορεί να αντιδράσουν σε άσχετες πληροφορίες ή να τις επεξεργαστούν λανθασμένα αντιδρώντας υπερβολικά σε αυτές ή να τις παραβλέψουν. Επιπλέον μπορεί να αφήσουν τα συναισθήματα τους να τους παρασύρουν και τελικά να οδηγηθούν σε μη αποτελεσματικές επενδύσεις. Οι αποκλίσεις αυτές από την βέλτιστη επενδυτική συμπεριφορά είναι συστηματικές και για αυτό μπορεί να επηρεάσουν τις τιμές ισορροπίας των χρεογράφων.

2. Το *ge* στην πραγματικότητα είναι μια ριψοκίνδυνη διαδικασία και για αυτό έχει περιορισμένη αποτελεσματικότητα. Οι *ge* δεν μπορούν πάντα να αντισταθμίσουν τις ενέργειες των μη ορθολογικών επενδυτών και για αυτό οι τιμές κάποιων χρεογράφων αποκλίνουν από τις τιμές ισορροπίας τους για αρκετά μεγάλα χρονικά διαστήματα.

Αν λοιπόν συντρέχουν ταυτόχρονα οι δύο αυτές υποθέσεις η αγορά δεν είναι αποτελεσματική. Αν όλοι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί ή αν αποκλίνουν από τις αρχές της οικονομικής θεωρία με τυχαίο τρόπο οι συναλλαγές που κάνουν εξουδετερώνουν η μια την άλλη και η αγορά παραμένει αποτελεσματική. Μόνο όταν αποκλίνουν οι επενδυτές από τον ορθολογισμό με παρόμοιο και συστηματικό τρόπο υπάρχει ανάγκη για *ge*. Αν όμως υπάρχουν περιορισμοί σε αυτό τότε η αγορά δεν είναι πια αποτελεσματική και υπάρχουν περιθώρια υπερκανονικών κερδών.

Τα χρηματοοικονομικά της συμπεριφοράς λοιπόν είναι

1. Η ενοποίηση των κλασικών οικονομικών και χρηματοοικονομικών με την ψυχολογία και τις επιστήμες λήψης αποφάσεων.
2. Η προσπάθεια να εξηγηθούν οι αιτίες των ανωμαλιών που έχουν αναφερθεί στην χρηματοοικονομική βιβλιογραφία.
3. Η μελέτη του πώς οι επενδυτές διαπράττουν συστηματικά διανοητικά λάθη (*Ile* (2)).

Σκοπός

Η εργασία αυτή έχει ως σκοπό αφού πρώτα παρουσιάσει τα ψυχικά χαρακτηριστικά και τα συστηματικά λάθη που διαπράττουν οι επενδυτές σύμφωνα με τα χρηματοοικονομικά της συμπεριφοράς να εξετάσει κατά πόσο ο Έλληνας επενδυτής διαπράττει τα ίδια λάθη και έχει παρόμοια χαρακτηριστικά με αυτά που παρουσιάζονται στην διεθνή βιβλιογραφία.

Επιπλέον επιχειρείται περαιτέρω μια σύνδεση των χαρακτηριστικών αυτών με συγκεκριμένους τύπους επενδυτών και η εύρεση των επικρατέστερων τύπων επενδυτικής συμπεριφοράς στην περίπτωση των Ελλήνων.

Μια τέτοια κατάταξη των Ελλήνων επενδυτών σε τύπους δεν έχει γίνει μέχρι τώρα από όσο τουλάχιστον γνωρίζουμε ενώ ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει και η εξέταση του ψυχισμού των Ελλήνων επενδυτών και του πώς επηρεάστηκαν από το αρνητικό κλίμα που επικρατεί στην χρηματιστηριακή αγορά.

Επιπλέον η εύρεση των επικρατέστερων τύπων μπορεί να βοηθήσει τις εταιρίες παροχής επενδυτικών συμβουλών να προτείνουν επενδύσεις ανάλογες με τον τύπο των πελατών τους ενώ οι επενδυτές θα μπορέσουν να εντοπίσουν και να κατανοήσουν τα συστηματικά λάθη που διαπράττουν ώστε να μπορέσουν να τα θέσουν υπό έλεγχο.

Περιορισμοί

Κατά την διεξαγωγή της εργασίας αυτής προέκυψαν οι παρακάτω περιορισμοί

1. Τα χρησιμοποιούμενα ποσοστά για την κατανομή του πληθυσμού των επενδυτών ανάλογα με το φύλο και την ηλικία τους προέκυψαν αποκλειστικά για τους επενδυτές συγκεκριμένης χρηματιστηριακής και για την περίοδο 1999-2002.
2. Η ταξινόμηση των ψυχικών χαρακτηριστικών σε κατηγορίες είναι υποκειμενική δεδομένου ότι δεν υπάρχει συγκεκριμένη κατηγοριοποίηση τους στην διεθνή βιβλιογραφία
3. Μπορεί να υπάρχει και κάποιος άλλος τύπος επενδυτή τον οποίο παραλείψαμε
4. Εξετάσαμε στο ερωτηματολόγιο ορισμένα μόνο χαρακτηριστικά και τύπους από αυτά που αναφέρονται στην θεωρία
5. Το δείγμα της έρευνας αφορά τους επενδυτές μόνο της G.A.X.E.Π.Ε.Υ.
6. Δεν είναι δυνατό να γνωρίζουμε από ποιον τελικά συμπληρώθηκαν τα ερωτηματολόγια που λάβαμε

Η Δομή της Εργασίας

Στα τρία πρώτα κεφάλαια που ακολουθούν παρουσιάζονται οι διανοητικές και ψυχικές αδυναμίες των επενδυτών οι οποίες χωρίζονται σε τρεις κατηγορίες τα λάθη κρίσης (Κεφάλαιο 2) τα λάθη προτίμησης (Κεφάλαιο 3) και την συμπεριφορά των ατόμων κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας (Κεφάλαιο 4).

Επιπλέον στο 5^ο κεφάλαιο παρουσιάζεται και το θεωρητικό μοντέλο που ενσωματώνει τα αναφερόμενα στα κεφάλαια 2-3 και είναι σύμφωνο με τα ευρήματα των πειραμάτων των ψυχολόγων ή θεωρία των προσδοκιών.

Στο 6^ο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι τύποι των επενδυτών και συνδέονται με τα ψυχικά χαρακτηριστικά και τα λάθη τους.

Στο 6^ο κεφάλαιο ακολουθεί η περιγραφή της μεθοδολογίας που υιοθετήθηκε στο 7^ο κεφάλαιο γίνεται η παρουσίαση των αποτελεσμάτων που προέκυψαν από τα ερωτηματολόγια ενώ στο 8^ο κεφάλαιο αναφέρονται συνοπτικά τα συμπεράσματα από την έρευνα αυτή.

✖ ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2°

ΔΙΑΝΟΗΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΣΥΝΑΙΣΘΗΜΑΤΙΚΕΣ ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ (Α')

"In the world of perception an optical illusion is to what a fallacy is to reasoning: an argument that is not true but has the appearance of being so. There is always some truth in any illusion; there is always some persuasion in a fallacy. Our business is to distinguish between angels and devils".

Piatelli-Palmarini (1994)

Τα οικονομικά της συμπεριφοράς υποστηρίζουν ότι οι επενδυτές δεν αποφασίζουν πάντα ορθολογικά με βάση τις πληροφορίες που έχουν αλλά επηρεάζονται από πλήθος ψυχικών χαρακτηριστικών (αδυναμιών) και διανοητικών λαθών. Αυτά τα χαρακτηριστικά και τα λάθη μπορούν να εξηγήσουν αντιδράσεις της αγοράς που θεωρούνται ότι είναι παράλογες και παραβιάζουν την οικονομική θεωρία όπως είναι ο υπερβολικός όγκος συναλλαγών οι φούσκες και οι συνεχείς διακυμάνσεις των τιμών των χρεογράφων.

Τα χαρακτηριστικά και λάθη αυτά των επενδυτών (e) που σχετίζονται με την λήψη των οικονομικών τους αποφάσεων μπορούν να χωριστούν στις εξής κατηγορίες προκειμένου να διευκολυνθεί η διερεύνηση τους μεροληψίες που σχετίζεται με την κρίση των επενδυτών (f of j g e) μεροληψίες που σχετίζονται με τις προτιμήσεις τους (r of e e) και μεροληψίες που σχετίζονται τον λανθασμένο τρόπο σκέψης κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας (f $||$ o g e e y). Το σύνολο τους ονομάζεται γνωστικές αυταπάτες (og e $||$ o).

Τα αρνητικά αυτά χαρακτηριστικά που εναντιώνονται στα χαρακτηριστικά του επιτυχημένου επενδυτή απομακρύνουν τους επενδυτές από τους βέλτιστους συνδυασμούς της καμπύλης αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων και τους οδηγούν συνήθως σε κατώτερες επενδυτικές επιλογές. Αυτός είναι και ο βασικός λόγος που πρέπει να γίνουν κατανοητά από τους επενδυτές ώστε να πετύχουν υψηλότερες αποδόσεις.

Οι επενδυτές πρέπει να προσπαθήσουν να απαλλαγούν από τον λανθασμένο τρόπο σκέψης που συνήθως ακολουθούν και να αποκτήσουν ένα είδος ψυχικής ισορροπίας θέτοντας τα υπό έλεγχο. Μόνο έτσι θα γίνουν επιτυχημένοι. Για να γίνει όμως αυτό πρέπει να τα γνωρίσουν και να τα κατανοήσουν. Το να μάθουν απλά για τις διανοητικές αυταπάτες δεν αρκεί για να τις αποφύγουν. Πρέπει να είναι συνεχώς σε ετοιμότητα ώστε να αναγνωρίζουν οποιαδήποτε κατάσταση που θα μπορούσε να οδηγήσει σε λανθασμένες αντιλήψεις.

Στο κεφάλαιο αυτό γίνεται προσπάθεια να εξεταστούν τα ψυχικά χαρακτηριστικά των επενδυτών που σχετίζονται με την κρίση τους και να αναφερθούν οι κυριότερες συνέπειες τους αναφορικά με την αποτελεσματικότητα των αποφάσεων που λαμβάνουν. Τα χαρακτηριστικά που εξετάζονται είναι τα εξής η υπερεμπιστοσύνη η αισιοδοξία η εκ των υστέρων γνώση η επιθυμία για ασφάλεια η αντιπροσωπευτικότητα η διανοητική διαφωνία τα αντικρουόμενα συναισθήματα η αρνητική άμιλλα και η επιρρέπεια στην επιρροή.

Επιπλέον γίνεται και διαγραμματική παρουσίαση των επιπτώσεων που έχουν πάνω στους επενδυτές και σύγκριση με την συμπεριφορά ενός ορθολογικού επενδυτή που ενεργώντας με στόχο την μεγιστοποίηση των αναμενόμενων αποδόσεων του επιλέγει συνδυασμούς μόνο πάνω στην καμπύλη αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων.

Λάθη Κρίσης (Biases of Judgment)

Οι οικονομικές αποφάσεις των επενδυτών συνήθως λαμβάνονται κάτω από καθεστώς αβεβαιότητας και πολυπλοκότητας όπου οι κανόνες της κλασικής οικονομικής θεωρίας είναι δύσκολο να εφαρμοστούν. Κυρίαρχο ρόλο στην διαδικασία λήψεως αποφάσεων καταλαμβάνει το ένστικτο τους που όμως είναι πολύ πιθανό να τους οδηγήσει σε λανθασμένες ενέργειες λόγω των αδυναμιών και των λαθών που διαπράττουν. Οι επενδυτές τείνουν να αναλαμβάνουν κινδύνους που δεν συνειδητοποιούν να κάνουν άσκοπες συναλλαγές να υπερτιμούν τις δυνατότητες τους να αρνούνται να αποδειχθούν την πραγματικότητα και τελικά να βιώνουν αποτελέσματα που δεν είχαν καν διανοηθεί.

Τα λάθη και οι αδυναμίες που σχετίζονται με την κρίση είναι

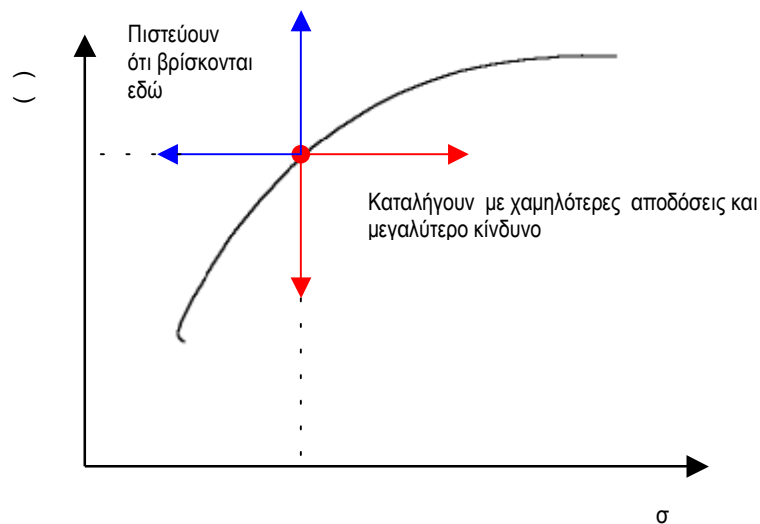
2.1. Η Υπερεμπιστοσύνη (Overconfidence)

Οι επενδυτές έχουν συνήθως μεγάλη εμπιστοσύνη για τις ικανότητες τους για την θετική μελλοντική έκβαση των ενεργειών τους και για την ακρίβεια των πληροφοριών που αποκτούν (Ipe και ff (1982) off lo και e e (1977)).

Επιπλέον η υπερεμπιστοσύνη έχει πολύ μεγαλύτερη ένταση όταν πρόκειται για δύσκολα καθήκοντα και για προβλέψεις ή εγχειρήματα για τα οποία δεν υπάρχει άμεση πληροφόρηση (off lo και e e (1977) e e off και P llp (1982) e (199) G ff και e y (1992)). Η επιλογή μετοχών που θα ξεπεράσουν την αγορά ανήκει στην κατηγορία εγχειρημάτων στην οποία οι άνθρωποι δείχνουν μέγιστη υπερεμπιστοσύνη. Η ικανότητα πρόβλεψης είναι χαμηλή και ο όγκος της πληροφόρησης πολύ μεγάλος.

Η υπερβολική αυτή εμπιστοσύνη δεν φαίνεται όμως να συναρτάται θετικά με την επιτυχία. Συνέπειες της είναι ο υπερβολικός όγκος συναλλαγών η υποτίμηση του κινδύνου και της κρίσης των άλλων επενδυτών οι μειωμένες

αποδόσεις η μεγάλη ετερογένεια στις απόψεις των επενδυτών οι μειωμένες αντιδράσεις στις νέες πληροφορίες και η υπερτίμηση των ικανοτήτων των επενδυτών.



Οι G e και e (1999) ανέπτυξαν ένα μοντέλο αγοράς για πολλές περιόδους περιγράφοντας την διαδικασία με την οποία οι επενδυτές ανακαλύπτουν τις ικανότητες τους και πως οδηγούνται λόγω της μεροληψίας τους στην υπερεμπιστοσύνη. Αρχικά οι επενδυτές όταν μπαίνουν για πρώτη φορά στην αγορά δεν γνωρίζουν τις ικανότητες τους ούτε εμφανίζουν υπερεμπιστοσύνη. Οι Grenais και Odean απέδειξαν ότι η υπερεμπιστοσύνη προέρχεται από την τάση των επενδυτών να αξιολογούν τις ικανότητές τους με βάση τις επιτυχίες και τις αποτυχίες τους. Όμως επειδή δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα στις επιτυχίες τους καταλήγουν να έχουν υπερβολική εμπιστοσύνη.

Σύμφωνα και με τον Ile Jo P lo (199) τα άτομα έχουν μια έντονη τάση να φιλτράρουν τις αποτυχίες και να επικεντρώνονται στις επιτυχίες τους. Καμαρώνουν για τις επιτυχίες αυτές και ξεχνούν τις αποτυχίες με αποτέλεσμα να αναπτύσσουν συνεχώς την υπερεμπιστοσύνη στις ικανότητες τους.

Ο βαθμός υπερεμπιστοσύνης του κάθε ατόμου αλλάζει δυναμικά ανάλογα με τις επιτυχίες τις αποτυχίες και το χρόνο που ο επενδυτής είναι στην αγορά (G e και e (1999)). Οι επενδυτές έχουν μεγαλύτερο βαθμό υπερεμπιστοσύνης όταν αρχίζουν να συναλλάσσονται και έχουν τις πρώτες επενδυτικές επιτυχίες τους. Καθώς όμως αποκτούν μεγαλύτερη εμπειρία και μεγαλώνουν γίνονται πιο ρεαλιστές και η υπερεμπιστοσύνη τους μειώνεται. Οι e και e (1999) βρήκαν ότι οι νεότεροι σε ηλικία επενδυτές συναλλάσσονται περισσότερο από τους μεγαλύτερους και έχουν μικρότερες αποδόσεις από ότι αν δεν συναλλάσσονταν καθόλου λόγω της υπερεμπιστοσύνης.

Επιπλέον οι e x και (1977) οι Mee και e o (1986) και η eye (199) βρήκαν ότι η τάση των συχνών συναλλαγών είναι μεγαλύτερη στους άνδρες από ότι στις γυναίκες καθώς οι άνδρες εμφανίζουν μεγαλύτερη εμπιστοσύνη από ότι οι γυναίκες.

Η υπερεμπιστοσύνη είναι επιπλέον υπεύθυνη για τις υπερβολικές και δαπανηρές συναλλαγές. Ένα ορθολογικό μοντέλο επένδυσης θα πρόβλεπε μικρό όγκο των συναλλαγών καθώς ένας επενδυτής θα δίσταζε να αγοράσει αν κάποιος άλλος ήταν πολύ πρόθυμος να πουλήσει. Όμως πολλοί επενδυτές πιστεύουν ότι παίρνουν ορθολογικές αποφάσεις ενώ οι υπόλοιποι όχι και συναλλάσσονται με βάση τις πληροφορίες που θεωρούν ανώτερες και αποκλειστικές ενώ στην πραγματικότητα η αγορά έχει ήδη ενσωματώσει στις τιμές αυτή την πληροφόρηση. Το αποτέλεσμα είναι ο υπερβολικός όγκος συναλλαγών που θεωρείται μυστήριο από πολλούς ερευνητές. Από την μια πλευρά της αγοράς είναι ο επενδυτής που πουλά τις μετοχές του επειδή πιστεύει στις πληροφορίες του ότι θα μειωθεί η τιμή τους και από την άλλη αυτός που τις αγοράζει γιατί οι δικές του πληροφορίες λένε ότι θα αυξηθούν. Όμως δεν γίνεται να έχουν και οι δύο δίκιο.

Ο e (1998) βρήκε ότι οι επενδυτές υπερτιμούν την πιθανότητα οι προσωπικές εκτιμήσεις τους για την μελλοντική τιμή ενός χρεογράφου να είναι περισσότερο ακριβείς από των υπόλοιπων επενδυτών. Η υπερεμπιστοσύνη τους παρακινεί να πιστεύουν υπερβολικά στην κρίση τους και να υποτιμούν αυτή των άλλων επενδυτών. Το αποτέλεσμα είναι η μεγάλη ετερογένεια στις απόψεις τους και ο υπερβολικός όγκος συναλλαγών.

Η ετερογένεια αυτή όπως επισήμαναν και οι και (1993) και ο (1989) οδηγεί σε αυξημένο όγκο συναλλαγών. Επιπλέον οι επενδυτές που εμφανίζουν υπερεμπιστοσύνη τείνουν να πιστεύουν ότι οι ενέργειες τους είναι λιγότερο ρισοκίνδυνες από ότι είναι στην πραγματικότητα.

Η υπερεμπιστοσύνη όπως αναφέρθηκε παραπάνω συνεπάγεται για τους επενδυτές χαμηλότερες αποδόσεις. Σε μια αγορά όπου υπάρχουν κόστη συναλλαγών θα ήταν αναμενόμενο οι ορθολογικοί επενδυτές που συναλλάσσονται με σκοπό την μεγιστοποίηση των αναμενόμενων αποδόσεων τους να πετυχαίνουν αποδόσεις που κατά μέσο όρο τουλάχιστον να καλύπτουν τα κόστη συναλλαγών. Τα χρεόγραφα που αγοράζουν θα έπρεπε να έχουν μεγαλύτερη απόδοση από αυτά που πουλάνε τουλάχιστον τόσο μεγαλύτερη ώστε να καλύπτει τα κόστη συναλλαγών.

Αν οι επενδυτές αυτοί είναι πληροφορημένοι αλλά υπερτιμούν την ακρίβεια των πληροφοριών που έχουν τότε τα χρεόγραφα που αγοράζουν (κατά μέσο όρο) θα ξεπερνούν σε απόδοση αυτά που πουλάνε αλλά όχι τόσο ώστε να καλύπτονται τα κόστη συναλλαγών. Αν αυτοί οι επενδυτές πιστεύουν ότι έχουν κάποιες πληροφορίες ενώ στην ουσία δεν έχουν καμιά οι μετοχές που αγοράζουν θα έχουν κατά μέσο όρο τις ίδιες αποδόσεις με αυτές που πουλούν χωρίς να λαμβάνονται υπόψη τα κόστη συναλλαγών. Η υπερεμπιστοσύνη για την ακρίβεια των πληροφοριών δεν προκαλεί από μόνη της ζημιές μεγαλύτερες από την απώλεια του κόστους συναλλαγών.

Αν όμως οι επενδυτές εμφανίζουν υπερεμπιστοσύνη όχι μόνο για ακρίβεια των πληροφοριών που κατέχουν αλλά και για την ικανότητα τους να ερμηνεύουν αυτές τις πληροφορίες μπορεί να έχουν ζημιές μεγαλύτερες από τα κόστη συναλλαγών. Έστω ότι οι επενδυτές λαμβάνουν χρήσιμες πληροφορίες αλλά συστηματικά τις παρερμηνεύουν. Αν πιστεύουν ότι

ερμηνεύουν σωστά τις πληροφορίες που παρερμηνεύουν μπορεί να αγοράσουν ή να πουλήσουν χρεόγραφα που υπό από άλλες συνθήκες δεν θα το έκαναν. Μπορεί ακόμα να αγοράσουν χρεόγραφα που κατά μέσο όρο και χωρίς να ληφθούν υπόψη τα κόστη συναλλαγών έχουν χαμηλότερες αποδόσεις από αυτά που πουλάνε.

O *e* (1999) προκειμένου να ελέγξει την εμπιστοσύνη των επενδυτών για την ακρίβεια και την ερμηνεία των πληροφοριών τους πήρε 1 . τυχαίους λογαριασμούς μεγάλης χρηματιστηριακής από 1 1987 έως 12 1993. Αναφορικά με την ακρίβεια των πληροφοριών έλεγξε αν η μέση απόδοση των μετοχών που αγόρασαν οι επενδυτές μείον την μέση απόδοση των μετοχών που πούλησαν είναι μεγαλύτερη από 9 (μέσο κόστος συναλλαγών για αγορά ενός χρεογράφου και πώληση ενός άλλου). Η υπόθεση αυτή απορρίφθηκε. Αναφορικά με τον τρόπο ερμηνείας της πληροφορίας από τους επενδυτές εξέτασε την υπόθεση ότι η μέση απόδοση των μετοχών που αγόρασαν είναι μεγαλύτερη ή ίση από την μέση απόδοση των μετοχών που πούλησαν (αγνοώντας τα κόστη συναλλαγών). Η υπόθεση αυτή απορρίφθηκε όπως ήταν αναμενόμενο από την θεωρία.

O *e* στην έρευνα αυτή βρήκε επίσης ότι οι επενδυτές που εξέτασε δεν κάνουν κερδοφόρες συναλλαγές και ο όγκος συναλλαγών τους είναι υπερβολικός. Φυσικά οι επενδυτές συναλλάσσονται και για άλλους λόγους και όχι μόνο για να αυξήσουν τα κέρδη τους. Μπορεί να συναλλάσσονται επειδή χρειάζονται ρευστά θέλουν να κάνουν αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου τους ή για φορολογικούς λόγους. Όταν έλαβε υπόψη του και τους λόγους αυτούς και τους εξάλειψε από το δείγμα τα αποτελέσματα ήταν ακόμα πιο απογοητευτικά. Επιπλέον οι χαμηλότερες αυτές αποδόσεις δεν οφείλονται ούτε στην επιλογή λάθους χρονικής στιγμής εκ μέρους των επενδυτών για να κάνουν συναλλαγές.

O *e* (1998) έδειξε ότι *οι επενδυτές που εμφανίζουν υπερεμπιστοσύνη συναλλάσσονται πολύ συχνότερα από τους ορθολογικούς επενδυτές και έτσι μειώνουν την αναμενόμενη χρησιμότητα τους*. Υψηλά επίπεδα υπερεμπιστοσύνης οδηγούν σε υπερβολικό όγκο συναλλαγών. Οι επενδυτές έχουν επίσης μη ρεαλιστικές προσδοκίες αναφορικά με το ύψος των αποδόσεων τους και την ακρίβεια με την οποία μπορούν να τις προβλέψουν και έτσι σπαταλούν χρόνο και χρήμα για να συγκεντρώσουν την πληροφόρηση που θεωρούν απαραίτητη για τις εκτιμήσεις τους. Επιπλέον έχουν πιο ριψοκίνδυνα χαρτοφυλάκια σε σχέση με ορθολογικούς επενδυτές που έχουν τον ίδιο βαθμό αποστροφής του κινδύνου.

Oι *e* και *e* (2) πήραν στοιχεία για 66. 6 οικογένειες από χρηματιστηριακή μεταξύ 1 1991 12 1996 και έλεγξαν αν ο υπερβολικός όγκος συναλλαγών μειώνει την απόδοση των επενδυτών που επενδύουν το μεγαλύτερο μέρος του χαρτοφυλακίου τους σε μετοχές (πάνω από το 6 της αγοραίας αξίας του χαρτοφυλακίου τους) και συναλλάσσονται χωρίς τις συμβουλές του χρηματιστή τους. Βρήκαν τελικά ότι οι συνολικές αποδόσεις του μέσου νοικοκυριού δεν διαφέρουν σημαντικά από αυτές της αγοράς. Οι καθαρές αποδόσεις όμως (αφού ληφθεί υπόψη το κόστος συναλλαγών) δεν είναι τόσο ικανοποιητικές. Ο μέσος επενδυτής έχει 1 1 ετήσιες αποδόσεις

χαμηλότερες από τον χρηματιστηριακό δείκτη. Οι επενδυτές θα είχαν μεγαλύτερες αποδόσεις αν δεν συναλλάσσονταν καθόλου.

Για τον υπολογισμό των υπερκανονικών αποδόσεων χρησιμοποιήθηκαν διαφορετικά σημεία αναφοράς η απόδοση του χαρτοφυλακίου κάθε επενδύτη αν δεν συναλλάσσόταν καθόλου από την αρχή του χρόνου το PM η απόδοση του M και τριπαραγοντικό μοντέλο των και e (1993). Αν επιπλέον ληφθεί υπόψη ότι ο μέσος επενδυτής δείχνει προτίμηση σε μετοχές μικρών εταιρειών με $\beta = 1$ και ακόμα αν και σε μικρότερο βαθμό σε μετοχές με μεγάλο M που την περίοδο αυτή είχαν καλές αποδόσεις ο μέσος επενδυτής έχει 37 χαμηλότερες αποδόσεις.

Χωρίζοντας το δείγμα σε επενδυτές που συναλλάσσονται περισσότερο και λιγότερο βρήκαν ότι οι επενδυτές που συναλλάσσονται περισσότερο έχουν και τις χαμηλότερες αποδόσεις. Επιπλέον δείχνουν μεγαλύτερη προτίμηση σε μικρές επικίνδυνες αναπτυξιακές μετοχές και έχουν μικρότερους λογαριασμούς. Επίσης το μέσο νοικοκυριό του δείγματος εμπορεύεται πάνω από το 7 των μετοχών του χαρτοφυλακίου του. Ο υπερβολικός όγκος συναλλαγών και οι μειωμένες αποδόσεις καταλήγουν ότι οφείλονται κυρίως στην υπερεμπιστοσύνη αφού ληφθούν υπόψη άλλοι πιθανοί λόγοι.

Σε άλλες έρευνες που έγιναν για την υπερεμπιστοσύνη από τους e και epe (1998) ζητήθηκε από τους συμμετέχοντες να δημιουργήσουν για την αναμενόμενη τιμή μιας μεταβλητής ένα 98 υποκειμενικό διάστημα εμπιστοσύνης. Οι συμμετέχοντες έπρεπε να διαλέξουν μια τιμή που κατά 99 θα ήταν σίγουροι ότι η πραγματική τιμή της μεταβλητής θα ήταν χαμηλότερη από αυτήν και μια άλλη όπου θα ήταν 99 σίγουροι ότι η πραγματική τιμή δεν θα ξεπερνούσε αυτή τους την εκτίμηση. Οι έρευνες έδειξαν ότι το εύρος του διαστήματος ήταν πάρα πολύ μικρό. Ενώ το ποσοστό των τιμών εκτός του διαστήματος αναμενόταν γύρω στο 2 αν οι επενδυτές απαντούσαν αντικειμενικά το ποσοστό αυτό στις περισσότερες έρευνες ανήλθε σε 1 2 φανερώνοντας τα υψηλά επίπεδα εμπιστοσύνης των ερωτηθέντων.

Η Υπερεμπιστοσύνη σε σχέση με το Γένος

Έχει βρεθεί όπως ήδη αναφέρθηκε παραπάνω ότι οι άντρες έχουν μεγαλύτερη εμπιστοσύνη στις ικανότητες και την κρίση τους από ότι οι γυναίκες (Deegan και Pao (1999)). Οι διαφορές αυτές στο επίπεδο εμπιστοσύνης εξαρτώνται επιπλέον από το είδος της εργασίας. Η υπερεμπιστοσύνη των ανδρών στις ικανότητες τους είναι μεγαλύτερη όταν πρόκειται για εργασίες που χρειάζονται μυϊκή δύναμη (Dechow και Lel (1977), Dechow (1977), Dechow και O'Connell (1977)) και στον τομέα των οικονομικών (Pao (1993)). Η παρουσία των ανδρών στον τομέα αυτό είναι δυσανάλογη σε σχέση με αυτή των γυναικών και οι άνδρες έχουν μεγαλύτερη εμπιστοσύνη στην ικανότητα τους να παίρνουν οικονομικές αποφάσεις.

Οι επενδυτές που εμφανίζουν υπερεμπιστοσύνη συναλλάσσονται υπερβολικά σύμφωνα με την θεωρία. Άρα και οι άντρες που εμφανίζουν μεγαλύτερη εμπιστοσύνη θα πρέπει να συναλλάσσονται πολύ περισσότερο σε σχέση με τις γυναίκες και η απόδοσή τους να είναι μικρότερη λόγω των υπερβολικών συναλλαγών. Οι Dechow και Lel (1999) έλεγξαν την υπόθεση αυτή χρησιμοποιώντας πάνω από 3.000 λογαριασμούς πελατών μεγάλης χρηματιστηριακής (2/1991 - 1/1997) και χωρίζοντάς τους σε λογαριασμούς που ανοίχτηκαν από άντρες και σε λογαριασμούς που ανοίχτηκαν από γυναίκες. Επαληθεύοντας την θεωρία βρήκαν ότι οι άνδρες συναλλάσσονται περισσότερο σε σχέση με τις γυναίκες. Το γεγονός αυτό μειώνει τις καθαρές αποδόσεις των ανδρών κατά 9% περισσότερο το χρόνο σε σχέση με αυτές των γυναικών. Οι διαφορές είναι ακόμα μεγαλύτερες μεταξύ ανύπαντρων ανδρών και γυναικών. Οι ανύπαντροι άνδρες εμπορεύονται 67% περισσότερο από τις ανύπαντρες γυναίκες και οι αποδόσεις τους είναι μειωμένες κατά 1% το χρόνο περισσότερο από τις αντίστοιχες των γυναικών.

Οι Dechow, Lel και O'Connell (1977) βρήκαν ότι οι άνδρες ξοδεύουν περισσότερο χρόνο και χρήμα για την ανάλυση χρεογράφων στηρίζονται λιγότερο στην γνώμη του χρηματιστή τους κάνουν περισσότερες συναλλαγές πιστεύουν ότι οι αποδόσεις είναι σε μεγάλο βαθμό προβλέψιμες και προσδοκούν υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με τις γυναίκες.

Το Gillingham και Pao έκανε 1 έρευνες από 6/1998 - 1/2002. Μεταξύ των υπόλοιπων ερωτήσεων οι συμμετέχοντες ρωτήθηκαν ποια απόδοση περίμεναν από τα χαρτοφυλάκια τους επόμενους 12 μήνες και ποια θα είναι η απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς το ίδιο διάστημα. Κατά μέσο όρο και τα δύο φύλα περίμεναν η απόδοση του χαρτοφυλακίου τους να ξεπεράσει αυτή της αγοράς (δείγμα υπερεμπιστοσύνης). Οι άνδρες περίμεναν να το ξεπεράσουν κατά 2,8% ενώ οι γυναίκες κατά 2,1%.

2.2. Η Αισιοδοξία (Optimism)

Οι αντιλήψεις πολλών ατόμων είναι μεροληπτικές λόγω της αισιοδοξίας τους. Τείνουν να υπερτιμούν την ικανότητα τους να αποδώσουν σε διάφορες εργασίες και μάλιστα η τάση αυτή αυξάνεται ανάλογα με την σπουδαιότητα που έχει η εργασία για αυτούς ((193)) πιστεύουν ότι είναι πάνω από τον μέσο όρο υπερτιμούν την ικανότητα τους να ελέγχουν καταστάσεις και την πιθανότητα θετικής έκβασης των επιλογών τους υποτιμούν τον κίνδυνο και τον παράγοντα τύχη και επιλέγουν ριψοκίνδυνους συνδυασμούς λόγω αυτής της αυταπάτης ελέγχου.

Τα αισιόδοξα άτομα πάσχουν από αυταπάτη ελέγχου. Υποτιμούν την πιθανότητα να τους συμβούν δυσάρεστα γεγονότα για τα οποία δεν έχουν τον έλεγχο και υπερτιμούν την ικανότητα τους να επηρεάσουν θετικά το μέλλον. Έχει βρεθεί (e και ere (1998)) ότι πολλοί φοιτητές πιστεύουν ότι έχουν λιγότερες πιθανότητες από τους συγκατοίκους τους να εμφανίσουν καρκίνο ή να πάθουν καρδιακή προσβολή στη ηλικία των πενήντα.

Επιπλέον υπερτιμούν το βαθμό που μπορούν να επηρεάσουν την τύχη τους και είναι παράλογα αισιόδοξοι ακόμα και για καθαρά θέματα τύχης (M (19 1) (19 3) ge και ο (197)). Υποτιμούν τον ρόλο της τύχης στην καθημερινή ζωή τους και αντιλαμβάνονται λανθασμένα τα παιχνίδια τύχης ως παιχνίδια ικανοτήτων. Πιστεύουν επίσης ότι θα ευνοηθούν από την τύχη περισσότερο από τους συναδέλφους τους (e e (198) (1987)).

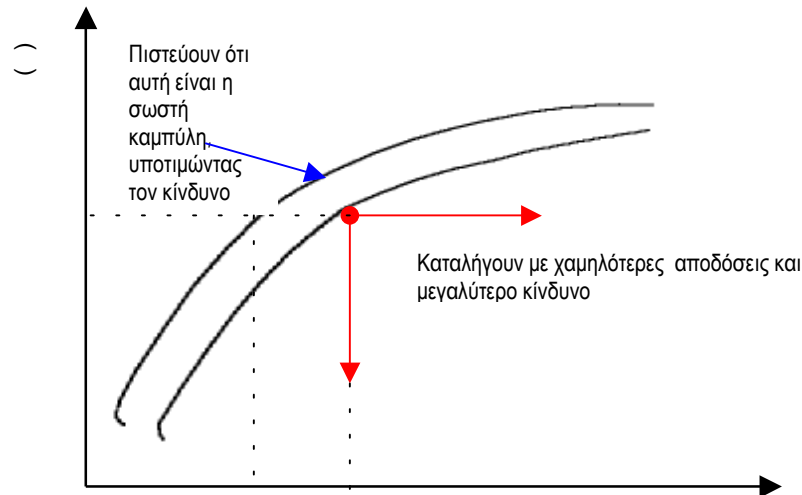
Οι οπτιμιστές έχουν επίσης την τάση να αξιολογούν πολύ θετικά τον εαυτό τους (G ee l (198)). Θεωρούν τον εαυτό τους καλύτερο από τον μέσο όρο και καλύτερο από ό,τι τον βλέπουν οι άλλοι (ylo και ο (1988)). Αξιολογούν τις ικανότητες και τις προοπτικές τους ως ανώτερες από των άλλων.

Όταν σε ένα δείγμα φοιτητών στην Αμερική (με μέση ηλικία 22 ετών) ζητήθηκε να αξιολογήσουν την οδική τους ασφάλεια το 82 αυτών θεωρούσε ότι ήταν στο ανώτερο 3 επίπεδο ασφάλειας (e o (1981)). Οι e και ere (1998) βρήκαν επιπρόσθετα ότι το 8 των ερωτηθέντων σε έρευνα που έκαναν πιστεύει ότι η ικανότητα του ως οδηγού είναι πάνω από τον μέσο όρο. Επιπλέον το 81 από 2.99 νέους επιχειρηματίες πιστεύουν ότι η επιχείρησή τους έχει πάνω από 7 πιθανότητα να επιτύχει και μόνο το 39 πιστεύει ότι η επιχείρησή τους έχει τις ίδιες πιθανότητες επιτυχίας με άλλες παρόμοιες.

Επίσης βρέθηκε ότι πάνω από το 9 των ερωτηθέντων σε μια άλλη έρευνα (e και le (2 1)) πιστεύει ότι είναι πάνω από τον μέσο όρο αναφορικά με την ικανότητα οδήγησης επικοινωνίας και αίσθησης του χιούμορ και έχουν την τάση να πιστεύουν ότι εργασίες που πρέπει να κάνουν θα τελειώσουν γρηγορότερα από ότι συμβαίνει στην πραγματικότητα.

2.3. Η Εκ των Υστέρων Γνώση (Hindsight)

Είναι η τάση των ατόμων να τροποποιούν την πιθανότητα (να την μεγεθύνουν) που πίστευαν ότι ένα γεγονός θα συμβεί αφού αυτό έχει ήδη συμβεί. Συνέπειες της είναι η υπερτίμηση της συμβολής τους σε θετικά παρελθοντικά γεγονότα η πίστη ότι αβέβαια γεγονότα είναι περισσότερο προβλέψιμα από ότι στην πραγματικότητα και η υποτίμηση του κινδύνου.



Ο ^σoff (1982) έγραψε χαρακτηριστικά ότι τα άτομα θυμούνται λανθασμένα τις ίδιες τους τις εκτιμήσεις έτσι ώστε μεγεθύνουν εκ των υστέρων ότι είχαν εκτιμήσει εκ των προτέρων. Όταν επίσης περιμένουν να συμβεί ένα βέβαιο γεγονός και αυτό συμβεί τείνουν να μεγαλοποιούν το βαθμό στον οποίο συντέλεσαν στην επίτευξη του (M lle και ο (197)).

Ο ^σoff (197) προκειμένου να μελετήσει το φαινόμενο της εκ των υστέρων γνώσης ζήτησε από τους συμμετέχοντες σε πείραμα να απαντήσουν σε ερωτήσεις γενικών γνώσεων. Έπειτα τους έδωσε τις σωστές απαντήσεις και τους ζήτησε να θυμηθούν τι είχαν απαντήσει. Ο ^σoff βρήκε ότι γενικά τα άτομα υπερτιμούν την ποιότητα των αρχικών γνώσεων τους και τείνουν να ξεχνούν τα αρχικά τους λάθη.

Μια άλλη περίπτωση εκ των υστέρων μεροληψίας είναι όταν γεγονότα που ακόμα και οι ειδικοί δεν μπόρεσαν να προβλέψουν εμφανίζονται αφού συμβούν ως αναπόφευκτα. Μόλις η χρηματιστηριακή αγορά κλείσει οι ειδικοί εξηγούν με μεγάλη εμπιστοσύνη γιατί συμπεριφέρθηκε με αυτό τον τρόπο. Αυτός που τους ακούει μπορεί να βγάλει το λανθασμένο συμπέρασμα ότι η συμπεριφορά αυτή ήταν τόσο λογική που εύκολα μπορούσε να προβλεφτεί νωρίτερα κατά την διάρκεια της ημέρας. Έτσι τα άτομα παρουσιάζουν την τάση να πιστεύουν ότι τα ιστορικά γεγονότα μπορούσαν να είχαν προβλεφθεί (Io o y (1969)). Όμως αν πραγματικά αυτή η συμπεριφορά ήταν προβλέψιμη τότε αρκετοί θα δρούσαν διαφορετικά και τελικά και η αγορά θα συμπεριφερόταν διαφορετικά από τα αναμενόμενα.

Τα άτομα έχουν δηλ. την τάση να βλέπουν τις συγκυρίες που οδήγησαν σε ένα ιστορικό γεγονός ως αναπόφευκτες σαν να μην υπήρχε καθόλου ο παράγοντας της τύχης και της αβεβαιότητας σχετικά με την έκβαση τους. Ο Poole (1999) έγραψε χαρακτηριστικά ότι τα γεγονότα ασκούν μεγάλη επιρροή στις ερμηνείες που δίνουν τα άτομα. Εκ των υστέρων γκάφες με θετική έκβαση θεωρούνται έξυπνες κινήσεις ενώ αποφάσεις σωστά τεκμηριωμένες με βάση την διαθέσιμη πληροφόρηση που όμως δεν είχαν ικανοποιητική έκβαση θεωρούνται ως ανόητες κινήσεις που μπορούσαν να αποφευχθούν.

Ο Hoff (1977) προσπάθησε να αποδείξει την τάση αυτή του ιστορικού νπιτερμινισμού παρουσιάζοντας στους συμμετέχοντες σε πείραμα του ιστορικά γεγονότα που έλειπε το τέλος τους και τους ζήτησε να βάλουν την αντίστοιχη πιθανότητα να συμβεί μια από τις εκδοχές που τους έδινε. Τα γεγονότα ήταν τέτοια που τα άτομα δεν γνώριζαν την πραγματική έκβαση τους. Στο ένα από τα δύο γκρουπ είπε την μια από τις εκδοχές που συνέβη πραγματικά. Η πιθανότητα που δόθηκε στην πραγματική έκβαση ήταν 1 υψηλότερη στο γκρουπ που του είπε ποιο ήταν το πραγματικό αποτέλεσμα.

Η τάση αυτή του ιστορικού νπιτερμινισμού ενθαρρύνει τους ανθρώπους να πιστεύουν ότι παρελθοντικά συμβάντα όπως η κρίση του '29 οι παγκόσμιοι πόλεμοι ήταν γνωστά ότι θα συμβούν εκ των προτέρων ή τουλάχιστον υπήρχαν ενδείξεις που έπρεπε να κάνουν τους ανθρώπους να υποψιαστούν τι θα συμβεί.

Οι Hoff και Hoff (2001) προκείμενου να εξετάσουν την εκ των προτέρων και την εκ των υστέρων γνώση των ατόμων αντί να κάνουν μια σειρά από γκάλοπ όπου θα σύγκριναν τι γνώριζαν οι επενδυτές εκ των προτέρων με το τι έγινε πραγματικά εκ των υστέρων αποφάσισαν να χρησιμοποιήσουν τις τιμές της μετοχής της e e y από το 196 μέχρι το 2000. Μια μετοχή της e e y στις 1/1/196 όταν δηλ. ο e e y πήρέ τον έλεγχο της εταιρίας κόστιζε 18. Η τιμή αυτή μπορεί να θεωρηθεί ότι είναι η εκ των προτέρων αξία της μετοχής αφού η αξία της είναι το άθροισμα των προεξοφλημένων μελλοντικών χρηματοροών της ανάλογα με το πώς αντιλαμβάνονται οι επενδυτές το μέλλον της εταιρίας. Έστω ότι τότε εναλλακτικά οι επενδυτές μπορούσαν να επενδύσουν στον δείκτη P . Η εκ των υστέρων αξία της μετοχής αυτής στις 1/1/196 αποδείχτηκε ότι ήταν 1383 σχεδόν 77 φορές πιο μεγάλη. Οι επενδυτές που αγόρασαν τότε (1/1/196) μετοχές της εταιρίας στις 31/12/2000 είχαν μετοχές που άξιζαν 71. Για να έχουν το ίδιο ποσό στις 31/12/2000 θα έπρεπε να επενδύσουν 1383 στον δείκτη P .

Ελάχιστοι ήταν όμως οι επενδυτές που είχαν πραγματικά αντιληφθεί εκ των προτέρων την λαμπρή πορεία της μετοχής αυτής. Ο λόγος που η αγορά δεν κατάφερε να προεξοφλήσει τις ικανότητες του e e y ήταν ότι ο ίδιος γνώριζε πώς να χειρίζεται τις προσδοκίες που σχηματίζουν οι επενδυτές και να τις αποθαρρύνει με τα λόγια και την συμπεριφορά του δίνοντας έμφαση στα αρνητικά σημεία και εκπλήσσοντας μετά την αγορά. Ακόμα και στο τέλος του 2000 το P της e e y παρόλο που είναι υψηλότερο από

αυτό του δείκτη P η διαφορά του δεν είναι μεγαλύτερη από ότι στο παρελθόν. Το P είναι χαμηλότερο από του δείκτη παρόλο που η τιμή της μετοχής δεν είναι πια κάτω από την ονομαστική. Ακόμα και το 2 που η τιμή της ήταν 71. Οι επενδυτές δεν μπορούσαν να γνωρίζουν αν ήταν ευκαιρία να την αγοράσουν ή ήταν απλά φούσκα.

2.4. Η Επιθυμία για Ανακούφιση (Desiring Comfort)

Οι άνθρωποι έχουν την τάση να αναζητούν ή να δημιουργούν ένα μέρος όπου αισθάνονται άνεση, σιγουριά και προστασία. Η τάση τους αυτή εξηγεί και το γεγονός ότι προτιμούν να συναναστρέφονται με άτομα που έχουν κάποια κοινά στοιχεία με αυτούς, όπως κοινά χαρακτηριστικά στην εμφάνιση ή παρόμοιους στόχους και προσδοκίες.

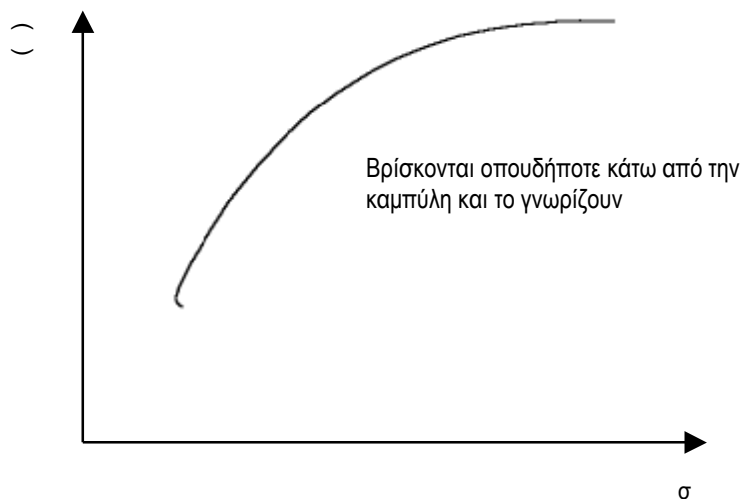
Η επιθυμία τους αυτή για ασφάλεια δεν πραγματοποιείται όμως μόνο με την βοήθεια εξωτερικών παραγόντων. Προκειμένου οι άνθρωποι να αντιμετωπίσουν διάφορες καταστάσεις αναπτύσσουν δικούς τους ψυχικούς μηχανισμούς. Είναι η παρηγοριά τους όταν τα πράγματα δεν εξελίσσονται όπως τα περιμένουν ή η ανταμοιβή τους όταν επιτυγχάνουν. Άτομα που αισθάνονται μειονεκτικά σε σχέση με τον κοινωνικό τους περίγυρο νιώθουν ανασφάλεια και ζήλια προσπαθούν να καλυφθούν παρουσιάζοντας μια τελείως διαφορετική εικόνα για το άτομο τους. Εξυψώνουν τον εαυτό τους και μειώνουν συνεχώς τους άλλους. Ο ψυχικός αυτός μηχανισμός είναι γνωστός ως κόμπλεξ ανωτερότητας.

Κάτι παρόμοιο κάνουν και πολλοί επενδυτές παρατηρώντας άλλους επιτυχημένους επενδυτές. Προκειμένου να παρηγορηθούν επειδή αυτοί δεν έχουν κάνει κερδοφόρες επενδύσεις τείνουν να πιστεύουν ότι η επιτυχία των άλλων οφείλεται απλά στην τύχη και αγνοούν το γεγονός ότι η επιτυχία τους οφείλεται στην ανάπτυξη επενδυτικών ικανοτήτων και γνώσεων.

Υπάρχει μια ποικιλία ψυχικών μηχανισμών που αναπτύσσουν οι επενδυτές προκειμένου να δικαιολογήσουν την συμπεριφορά τους να απομακρύνουν τους ενδοιασμούς και τις ενοχές που νιώθουν επειδή κατά βάθος γνωρίζουν ότι η επενδυτική κίνηση που έκαναν δεν είναι σωστή. Υπάρχουν άτομα που υιοθετούν μια αμυντική τακτική και πείθουν τον εαυτό τους ότι η επιλογή τους είναι σωστή εφόσον πλήρωσαν για αυτή ή ακολούθησαν την συμβουλή του καλύτερου τους φίλου. Άλλοι πάλι επαναπαύονται σκεπτόμενοι ότι έκαναν ότι μπορούσαν και σε τελική ανάλυση οι αποδόσεις τους δεν ήταν τόσο απογοητευτικές ή ότι θα ασχοληθούν με τις επενδύσεις τους κάποια στιγμή στο μέλλον. Ένα ποσοστό επίσης των επενδυτών πιστεύει ότι είναι οι καλύτεροι και ικανότεροι επενδυτές και η αποτυχία τους οφείλεται απλά σε κακοτυχία.

Η έντονη λοιπόν επιθυμία για ανακούφιση και η ανάπτυξη μηχανισμών εφησυχασμού εκ μέρους των επενδυτών προκειμένου να δικαιολογήσουν τις μη ικανοποιητικές αποδόσεις τους οδηγεί σε αποφυγή της αναδιάρθρωσης του χαρτοφυλακίου τους προκειμένου να βρεθούν πάλι πάνω στην καμπύλη

αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων. Αν όμως κάποιος θέλει να πετύχει πραγματικά ως επενδυτής πρέπει να αναζητήσει το μηχανισμό εφησυχασμού του που τον οδηγεί σε λανθασμένη ή παράλογη επενδυτική συμπεριφορά και να τον εγκαταλείψει.



Η επιθυμία αυτή για ανακούφιση αποτελεί επιπλέον και την επικρατέστερη εξήγηση του $\sigma < \rho$.

Home Equity Bias

Σύμφωνα με την θεωρία του χαρτοφυλακίου οι επενδυτές προκειμένου να μεγιστοποιήσουν την αναμενόμενη απόδοση και να ελαχιστοποιήσουν τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν υπολογίζουν το ποσοστό των χρημάτων που πρέπει να επενδύσουν σε κάθε χώρα ώστε να απολαύσουν τα μέγιστα οφέλη της διαφοροποίησης που προκύπτουν από την απόκτηση χρεογράφων που δεν έχουν τέλεια θετική συσχέτιση με τα υπόλοιπα του χαρτοφυλακίου τους. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα για επενδυτές χωρών μικρών με όχι τόσο αναπτυγμένες χρηματαγορές και με περιορισμένο αριθμό κλάδων και εταιριών. Οι αλλοδαπές μετοχές αποτελούν την ιδανική λύση καθώς η συσχέτιση που υπάρχει μεταξύ των αποδόσεων των διαφόρων χωρών είναι μικρή. Τα οφέλη της διαφοροποίησης υπάρχουν ακόμα και όταν οι διαφορές αγορές είναι ενοποιημένες και για το ίδιο κίνδυνο προσφέρουν το ίδιο ποσοστό απόδοσης. Όταν ο επενδυτής αποστρέφεται τον κίνδυνο οι διεθνείς χρηματαγορές του προσφέρουν μια ευκαιρία να τον μειώσει με δεδομένη την απόδοσή του.

Ένας άλλος λόγος για επενδύσεις στο εξωτερικό είναι η ύπαρξη μη αποτελεσματικών αγορών όπου τα ξένα χρεόγραφα δεν έχουν ενσωματώσει στην τιμή τους όλη την διαθέσιμη πληροφόρηση. Οι επενδυτές που ανακαλύπτουν αυτές τις ευκαιρίες μπορούν να βγάλουν μεγάλο κέρδος. Άλλος λόγος είναι ότι οι αγορές δεν είναι ενοποιημένες λόγω γεωγραφικών πολιτικών εμποδίων και για το ίδιο κίνδυνο κάποιες δίνουν μεγαλύτερη απόδοση. Μια μικρή χώρα με έλλειψη κεφαλαίου προκειμένου να προσελκύσει επενδύσεις μπορεί να προσφέρει υψηλότερες αποδόσεις για τον ίδιο κίνδυνο σε σχέση με άλλες χώρες.

Όμως αντίθετα με την θεωρία οι επενδυτές δείχνουν μεγάλη προτίμηση να επενδύουν αν όχι όλο το μεγαλύτερο ποσοστό του κεφαλαίου τους σε εγχώρια χρεόγραφα. Η τάση αυτή γνώστη ως ο e ο y αποτέλεσε αντικείμενο εκτεταμένων μελετών. Πολλοί υποστήριξαν ότι το φαινόμενο αυτό οφείλεται στα αυξημένα κόστη συναλλαγών που συνεπάγονται οι επενδύσεις σε ξένες χώρες στους φόρους και στις διαφορές στην ώρα και στην γλώσσα. Όμως οι τεχνολογικές εξελίξεις έχουν υπερνικήσει τα τεχνητά αυτά εμπόδια για τις διεθνείς επενδύσεις.

Άλλοι πάλι υποστηρίζουν ότι ο λόγος βρίσκεται στον επιπλέον κίνδυνο που συνεπάγονται οι ξένες επενδύσεις λόγω της συναλλαγματικής ισοτιμίας και των πολιτικών κινδύνων όπως ο μερικός ή καθόλου επαναπατρισμός των κερδών και οι συναλλαγματικοί έλεγχοι. Όμως όπως η θεωρία χαρτοφυλακίου προβλέπει και οι εμπειρικές μελέτες επιβεβαιώνουν ο κίνδυνος μιας μεμονωμένης αγοράς είναι μικρός σε σχέση με το συνολικό μέγεθος του χαρτοφυλακίου του επενδυτή.

Η πιο επικρατέστερη εξήγηση για την τάση των επενδυτών να προτιμούν τα εγχώρια χρεόγραφα από τα ξένα αλλά και την τάση μεταξύ των εγχώριων χρεογράφων να προτιμούν αυτά που είναι πιο κοντά στην περιοχή τους δίνεται από την επιστήμη των οικονομικών της συμπεριφοράς.

Η ασφάλεια του γνώριμου παρακινεί τους επενδυτές να κάνουν επενδύσεις σε τοπικές ή εγχώριες εταιρίες και σχετίζεται με την αποστροφή της αμφιβολίας. Μπορεί να επιλέξουν να επενδύσουν τα χρήματά τους σε μια εταιρία που βρίσκεται κοντά τους έχουν ακούσει πολλά για αυτή περνούν από έξω καθημερινά ή καταναλώνουν τα προϊόντα της. Ακόμα και αν δεν γνωρίζουν τίποτα παραπάνω για αυτήν από μια ξένη του ίδιου κλάδου νιώθουν πιο κοντά συναισθηματικά στην εγχώρια εταιρεία. Το γεγονός και μόνο ότι είναι κοντά τους γεωγραφικά τους κάνει να ανησυχούν λιγότερο για τα χρήματά τους και να πιστεύουν ότι η απόφαση τους ήταν σωστή και λογική.

Οι e και $Po e$ (1991) αναφέρουν ότι οι επενδυτές στην Αμερική στην Ιαπωνία και στην Αγγλία κατανέμουν το 93 98 και το 82 του χαρτοφυλακίου τους σε εγχώρια χρεόγραφα.

Επιπλέον έχει βρεθεί (ο $I Mo$ ο (2)) ότι μεταξύ εγχώριων χρεογράφων προτιμούνται αυτά που είναι πιο κοντά γεωγραφικά. Οι διαχειριστές επενδύσεων στην Αμερική δείχνουν μεγάλη προτίμηση για μετοχές εταιριών όπου η διοίκηση τους είναι κοντά σε αυτούς γεωγραφικά ιδιαίτερα μικρών. Η ασυμμετρία πληροφοριών μεταξύ τοπικών και μη επενδυτών οδηγεί σε προτιμήσεις που βασίζονται στην γεωγραφική εγγύτητα της εταιρίας.

e (1999) επισημαίνει αυτός ότι οι επενδυτές προτιμούν να επενδύουν σε μετοχές τοπικών εταιριών που γνωρίζουν καλύτερα. Είναι περισσότερο πιθανό να πάρουν μετοχές της τοπικής τους ell ο $p y$ παρά άλλων τοπικών ell εταιριών (ο e ο e).

Οι G I και elo j (1999) βρήκαν ότι στην Φιλανδία οι επενδυτές είναι πιο πιθανό να αγοράσουν και να εμπορεύονται μετοχές φιλανδικών εταιριών που είναι κοντά τους γεωγραφικά χρησιμοποιούν την ίδια με αυτούς γλώσσα στα έγγραφα και στις αναφορές τους και ο διευθυντής τους έχει το ίδιο πολιτισμικό υπόβαθρό με αυτούς.

Έλλειψη Διαφοροποίησης του Κινδύνου

Μελέτες για τα 1() συνταξιοδοτικά προγράμματα βρήκαν τάση των εργαζομένων να κρατούν μετοχές της εταιρίας που εργάζονται (e (2)).

Αξίζει να αναφερθεί ότι όταν τα άτομα κάνουν διαφοροποίηση του κινδύνου το κάνουν απλοϊκά. Στα 1 (κ) σχέδια οι περισσότεροι άνθρωποι κατανέμουν 1 v των αποταμιεύσεων τους σε κάθε μια από τις v εναλλακτικές επενδυτικές επιλογές (e και le (2 1)).

Σε περιβάλλον εργαστηρίου οι e και le ζήτησαν από τα άτομα να κάνουν κατανομή των αποταμιεύσεων τους μεταξύ : **1.** Ομολογιακού και Μετοχικού Αμοιβαίου **2.** Μετοχικού και Ισορροπημένου Αμοιβαίου (σε μετοχές και σε ομόλογα) **3.** Ομολογιακού και Ισορροπημένου Αμοιβαίου. Η πιο δημοφιλής επιλογή ήταν και στις τρεις περιπτώσεις. Η μέση κατανομή σε μετοχές σε κάθε μια από τις τρεις επιλογές ήταν 73 3 αντίστοιχα.

2.5. Η Αντιπροσωπευτικότητα (Representativeness Heuristic)

Η αντιπροσωπευτικότητα είναι ένα εύρημα του ανθρώπινου νου προκειμένου να ταξινομεί γρήγορα διάφορες καταστάσεις. Συγκεκριμένα αντικείμενα άνθρωποι μετοχές που παρουσιάζουν ομοιότητες αναφορικά με μερικά χαρακτηριστικά υποθέτει ότι είναι πανομοιότυπα παρόλο που στην πραγματικότητα μπορεί να είναι διαφορετικά.

Η αντιπροσωπευτικότητα βοηθά το μυαλό να οργανώνει και να επεξεργάζεται γρήγορα μεγάλες ποσότητες δεδομένων. Οι e και e y (1972) υποστήριξαν ότι τα άτομα συχνά υπολογίζουν την πιθανότητα ενός αβέβαιου γεγονότος ή δείγματος με βάση το βαθμό που το γεγονός αυτό έχει (i) παρόμοιες ιδιότητες με τον πληθυσμό από τον οποίο προέρχεται ή (ii) τα ίδια βασικά χαρακτηριστικά με την διαδικασία από την οποία γεννήθηκε. Τα άτομα μπορεί δηλ. να θεωρήσουν ένα γεγονός περισσότερο πιθανό (χωρίς να είναι) σε σχέση με ένα άλλο επειδή είναι περισσότερο σύμφωνο με τον τρόπο που αυτοί φαντάζονται κάποια γεγονότα.

Προκειμένου να γίνει κατανοητή η έννοια της αντιπροσωπευτικότητας παρατίθεται το εξής χαρακτηριστικό πείραμα που αναφέρουν οι e και e y (1982α)

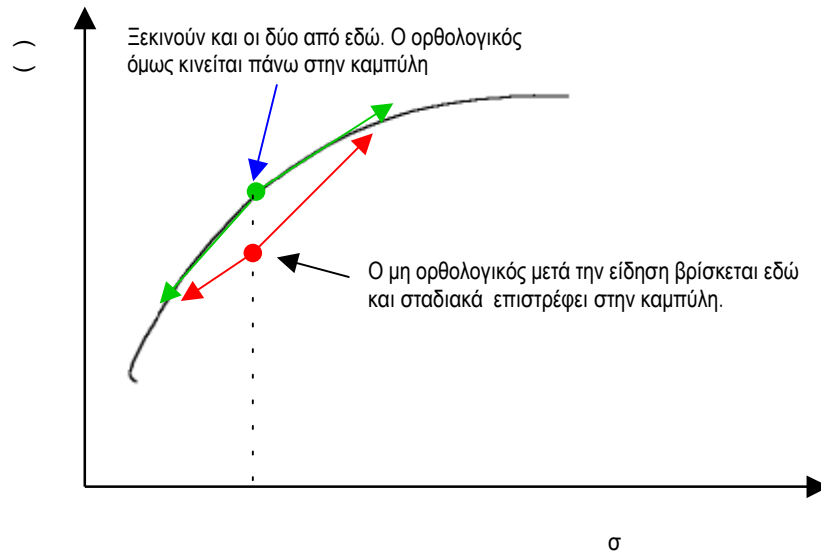
Ο Bill είναι 34 χρονών, έξυπνος αλλά πεζός. Στο σχολείο ήταν καλός στα μαθηματικά αλλά υστερούσε στα φιλολογικά μαθήματα. Τι είναι πιθανότερο από τις έξης εναλλακτικές περιπτώσεις;

1. Ο Bill είναι λογιστής
2. Ο Bill παίζει jazz ως χόμπι
3. Ο Bill είναι λογιστής που παίζει jazz ως χόμπι

Η 3^η επιλογή προτιμήθηκε ως περισσότερο πιθανή από το 92 των συμμετεχόντων. Η 3^η απάντηση όμως είναι λανθασμένη γιατί παραβιάζει τον κανόνα της ένωσης (ο j ο le) της θεωρία πιθανοτήτων. Η από κοινού πιθανότητα ο ll είναι λογιστής και να παίζει j ως χόμπι δεν μπορεί να είναι μεγαλύτερη από την πιθανότητα κάθε ενδεχομένου χωριστά. Επιπλέον είναι πιο πιθανό ο ll να είναι λογιστής παρά να παίζει j που δεν ταιριάζει καθόλου με την περιγραφή του.

Τα άτομα έχουν την τάση να θεωρούν ότι είναι πιο πιθανό να συμβούν δύο γεγονότα ταυτόχρονα από ότι ισχύει επειδή καθώς μια εναλλακτική επιλογή γίνεται πιο λεπτομερής η πιθανότητα να συμβεί μειώνεται μεν αλλά η αντιπροσωπευτικότητά της και αυξάνεται. Δεν συνειδητοποιούν συνήθως ότι τυχαίοι παράγοντες μπορεί να εμποδίσουν την ταυτόχρονη πραγματοποίηση των δύο γεγονότων ακόμα και αν κάθε ένα χωριστά είναι πολύ πιθανό. Υπερτιμούν την πιθανότητα να συμβεί το σύνθετο γεγονός και υποτιμούν αυτή των ξεχωριστών.

Η αντιπροσωπευτικότητα μπορεί να οδηγήσει τους επενδυτές να κάνουν λάθη στην χρηματοοικονομική αγορά καθώς έχει ως συνέπεια την υπερβολική αντίδραση στις παρελθοντικές πληροφορίες. Για παράδειγμα αν μια εταιρεία έχει μη ικανοποιητικές επιδόσεις κατά επανάληψη οι επενδυτές μπορεί να απογοητευτούν από αυτή. Στο μυαλό τους η εταιρεία έχει τα χαρακτηριστικά μιας μη επιτυχημένης εταιρείας που θα συνεχίσει να συμπεριφέρεται με αυτόν τον τρόπο. Οι επενδυτές αν η εταιρεία αρχίσει να βελτιώνει τις επιδόσεις της είναι πιθανό να αντιδράσουν υπερβολικά στην αρνητική παρελθοντική πληροφόρηση και να αγνοήσουν τις ενθαρρυντικές ειδήσεις. Το αποτέλεσμα είναι ότι παρόλο που η εταιρεία παρουσιάζει σημάδια βελτίωσης η μετοχή της για ένα διάστημα είναι υποτιμημένη και οι επενδυτές να αποφεύγουν να την αγοράσουν παρόλο που θα ήταν μια ιδιαίτερα ελκυστική επένδυση. Ωστόσο αν η θετική πορεία συνεχιστεί οι επενδυτές ξεπερνούν την αντιπροσωπευτικότητα και αποτιμήσουν σωστά την μετοχή.



Η αντιπροσωπευτικότητα σχετίζεται επίσης με τριών ειδών προκαταλήψεις την παραμέληση της αρχικής υπόθεσης (**base rate neglect**) και την παραμέληση του μεγέθους του δείγματος (**sample size neglect**) και την παρανόηση της τυχαιότητας.

Η Παραμέληση της Αρχικής Υπόθεσης

Οι e και e y (1982β) ανακάλυψαν ότι τα άτομα τείνουν να παραβιάζουν τον νόμο του ye καθώς υποτιμούν ή αγνοούν εντελώς την βασική υπόθεση και αντιδρούν υπερβολικά στις νέες πληροφορίες. Προκειμένου να διασαφηνίσουν την έννοια αυτή αναφέρουν το εξής πείραμα που έκαναν

Ένα ταξί είχε ένα ατύχημα την νύχτα. Στην πόλη υπάρχουν μόνο δύο εταιρίες με ταξί: αυτή που έχει μόνο μπλε και αυτή που έχει μόνο πράσινα. Επιπλέον γνωρίζεται ότι :

1. 85% των ταξί στην πόλη είναι πράσινα και 15% μπλε
2. Ένας μάρτυρας υποστήριξε ότι το ταξί ήταν μπλε. Το δικαστήριο ελέγχοντας την αξιοπιστία της μαρτυρίας κάτω από τις ίδιες συνθήκες με αυτές του ατυχήματος συμπέρανε ότι ο μάρτυρας αναγνωρίζει σωστά το χρώμα σε 80% των περιπτώσεων.

Ποια είναι η πιθανότητα το ταξί αυτό να είναι μπλε και όχι πράσινο;

Η πλειοψηφία των ατόμων που συμμετείχαν στο πείραμα υποστήριξε ότι η πιθανότητα είναι 8 δηλ ίση με την αξιοπιστία του μάρτυρα. Τα άτομα αγνόησαν εντελώς την βασική υπόθεση (πληροφορία) ότι μόνο 1 των ταξί είναι πράσινα. Η σωστή απάντηση με βάση των νόμο του ye είναι

$$\frac{p\left(\frac{\text{Μπλε}}{\text{Μαρτυρία}}\right)}{\left(\frac{\text{Μπλε}}{\text{Μαρτυρία}}\right) + \left(\frac{\text{Μπλε}}{\text{Μαρτυρία}}\right)} = \frac{p \text{ Μπλε } \text{Μαρτυρία}}{p \text{ Μαρτυρία}} = 1$$

Τα άτομα αγνοούν την βασική υπόθεση που είναι το ποσοστό των ταξί που είναι πράσινα και το ποσοστό που είναι μπλε και δίνουν μεγάλη έμφαση στην νέα πληροφορία που δίνεται από τον μάρτυρα.

Η Παραμέληση του Μεγέθους του Δείγματος

Η άλλη μεροληψία για την οποία ευθύνεται η αντιπροσωπευτικότητα είναι η παραμέληση του μεγέθους του δείγματος. Όταν τα άτομα εξετάζουν τη πιθανότητα ένα σύνολο δεδομένων να προήλθε από ένα συγκεκριμένο μοντέλο τείνουν να πιστεύουν ότι ένα μικρό δείγμα είναι το ίδιο αντιπροσωπευτικό με ένα μεγάλο.

Το γεγονός αυτό έχει ως συνέπεια ότι όταν τα άτομα δεν γνωρίζουν την γενεσιουργό ανέλιξη από την οποία προήλθαν τα δεδομένα τείνουν πολύ γρήγορα να βγάζουν συμπεράσματα με βάση μόνο μερικά σημεία της. Ένας π.χ. χρηματιστηριακός αναλυτής που σωστά πρότεινε τέσσερις κερδοφόρες μετοχές κατά επανάληψη έχει πραγματικά ταλέντο γιατί ένας μη ικανός αναλυτής δεν θα είχε τέτοια επιτυχία. Η πίστη αυτή ότι ακόμα και μικρά δείγματα έχουν τα ίδια βασικά χαρακτηριστικά όπως ο πληθυσμός από τον οποίο προήλθαν (είναι δηλ. το ίδιο αντιπροσωπευτικά όπως ένα μεγάλο δείγμα) είναι γνώστη ως νόμος των μικρών αριθμών (2 1)).

Ακόμα και όταν οι άνθρωποι ξέρουν τον μηχανισμό που γέννησε τα δεδομένα, ο νόμος των μικρών αριθμών οδηγεί σε λάθος εκτιμήσεις. Αν γίνει ρίψη ενός νομίσματος και έρθουν φορές γράμματα στην σειρά τα άτομα θα τείνουν να περιμένουν ότι πρέπει μετά να έρθει κορώνα επειδή πιστεύουν ότι ακόμα και ένα μικρό δείγμα είναι αντιπροσωπευτικό ενός αμερόληπτου νομίσματος και πρέπει να εμφανιστούν περισσότερες κορώνες για να αντισταθμίσουν τον μεγάλο αριθμό των γραμμάτων.

Ο Ρ eil Ρ I (199) αναφέρει προκειμένου να κάνει κατανοητή την έννοια της αντιπροσωπευτικότητας το παρακάτω πείραμα. Κάποιος ρίχνει ένα νόμισμα 7 φορές και καταγράφει το αποτέλεσμα κορώνα ή γράμματα. Στην συνέχεια ζητάει από τους συμμετέχοντες να στοιχηματίσουν ποια από τις τρεις παρακάτω ακολουθίες είναι η αληθινή. Οι άλλες δύο είναι γραμμένες χωρίς πραγματικά να γίνει ρίψη του νομίσματος.

1. ΚΚΚΚΓΓΓ
2. ΓΚΚΓΚΓΓ
3. ΚΚΚΚΚΚΚ

Αν κερδίσουν παίρνουν 3 ενώ αν χάσουν πληρώνουν 1 . Οι τρεις επιλογές είναι ισοπίθανες εφόσον η ρίψη του νομίσματος αποτελεί ένα τυχαίο

πείραμα και κάθε ενδεχόμενο Κ ή Γ έχει πιθανότητα να συμβεί . Οι συμμετέχοντες όμως επιλέγουν κατά σειρά μεγαλύτερης προτίμησης τις ακολουθίες 2 1 3. Μόνο μια ακολουθία φαίνεται τυχαία ενώ οι άλλες δύο φαίνονται πιο συστηματικές. *Ο ανθρώπινος νους τείνει συνήθως αστραπιαία να υποθέτει ότι οτιδήποτε είναι εύλογο (τυπικό) είναι και περισσότερο πιθανό να συμβεί.*

Λόγω της αντιπροσωπευτικότητας τα άτομα μπορεί να κάνουν παραλληλισμούς μεταξύ παρελθοντικών γεγονότων και τωρινών και να ψάχνουν για κάποια κοινά σημεία. Πριν την χρηματιστηριακή κρίση του 1987 στην Αμερική γίνονταν παραλληλισμοί με την περίοδο πριν την κρίση του 1929. Οι εφημερίδες το πρωί της 19 1 1987 παρουσίαζαν διαγράμματα που έδειχναν της τιμές των μετοχών τότε και αυτές πριν την κρίση του 1929. Ιστορικά γεγονότα θεωρούνται έτσι σχετικά αλλά αυτό δεν είναι μια συστηματική ανάλυση (I le).

Η Παρανόηση της Τυχειότητας

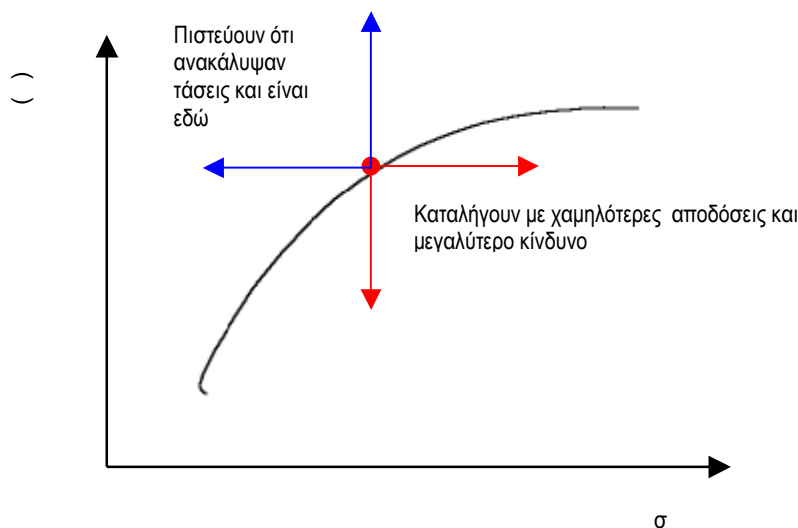
Μια ακόμα συνέπεια της αντιπροσωπευτικότητας είναι ότι τα άτομα τείνουν να χαρακτηρίζουν τυχαία γεγονότα ως συστηματικά και να αντιδρούν υπερβολικά στις πρόσφατες τάσεις που είναι σε σύγκρουση με τους μακροχρόνιους μέσους όρους. Επιπλέον τείνουν να βλέπουν τάξη ακόμα και αν δεν υπάρχει και τυχαίες επιτυχίες πιστεύουν ότι οφείλονται στις ικανότητές τους.

Ο e y έδειξε στατιστικά ότι πολλά γεγονότα είναι αποτέλεσμα απλά τύχης. Το πιο χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η απόδειξη του e y ο και G lo (198) στην κλασική τους έρευνα για τους επαγγελματίες μπασκετμπολίστες. Ένας μπασκετμπολίστας που έβαλε καλάθι δεν σημαίνει ότι έχει περισσότερες πιθανότητες να ξαναβάλει καλάθι σε αυτόν τον αγώνα από ότι σε οποιοδήποτε άλλο αγώνα. Οι παίκτες και το κοινό πιστεύουν ότι οι παίκτες κάποια στιγμή είναι πάνω από τον μακροχρόνιο μέσο όρο των επιδόσεων τους και κάποια άλλη κάτω από αυτόν. Οι τρεις ερευνητές ανέλυσαν τα αποτελέσματα των βολών των παικτών σε εκατοντάδες παιχνίδια και δεν βρήκαν αποκλίσεις από τον μακροχρόνιο μέσο όρο των επιδόσεων του παίκτη παραπάνω από ότι θα δικαιολογούσε η τύχη. Πολλοί άνθρωποι όμως δύσκολα δέχονται κάποια γεγονότα (e e e o) ακόμα και αν υπάρχουν αδιάσειστες στατιστικές και μαθηματικές αποδείξεις.

Η τάση των ατόμων να βρίσκουν ένα πρότυπο σε τυχαίες διακυμάνσεις των τιμών οδηγεί τους επενδυτές να αντιδρούν υπερβολικά σε οποιαδήποτε πληροφορία ακούσουν. Η μεροληψία αυτή υπάρχει και στο παράδειγμα με το μπάσκετ. Οι προπονητές υπερτιμούν παίκτες που πρόσφατα έριξαν αρκετές επιτυχημένες βολές και κατευθύνουν το παιχνίδι προς αυτούς ή υποτιμούν άλλους που δεν είχαν παρόμοια επιτυχία στο συγκεκριμένο παιχνίδι και τους βγάζουν εκτός.

Έτσι και κάποιοι επενδυτές βλέπουν τάσεις ενώ δεν υπάρχουν και δρουν με βάση αυτές τις λανθασμένες εντυπώσεις γιατί δεν κατανοούν την

επιστροφή προς τον μέσο όρο. Υπερτιμούν μετοχές που πρόσφατα είχαν καλές αποδόσεις δίνοντας μεγάλη βαρύτητα στις πρόσφατες επιδόσεις τους και υποτιμούν μετοχές που είχαν πρόσφατα χαμηλές αποδόσεις.



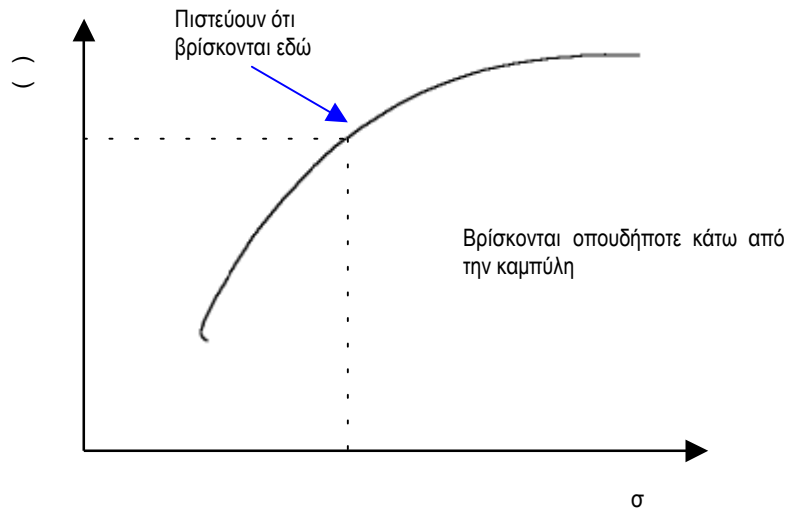
Όταν επίσης η αγορά ανεβαίνει γίνονται ακόμα πιο αισιόδοξοι ενώ όταν σημειώνει πτώση γίνονται πιο πεσιμιστές. Ο He (1997) βρήκε ότι όταν η ιαπωνική αγορά ήταν στο υψηλότερο σημείο ανόδου της μόνο 1 των Ιαπώνων επενδυτών ανέμεναν την πτώση. Μετά την πτώση όμως 32 περίμεναν περαιτέρω μείωση.

Ο e (1998) σε ανάλυση χιλιάδων συναλλαγών που έγιναν από μια χρηματιστηριακή εταιρία αναφέρει ότι όταν πολλοί επενδυτές πούλησαν μια μετοχή και γρήγορα πήραν μια άλλη η μετοχή που πούλησαν ξεπέρασε σε αποδόσεις αυτήν που πήραν κατά 3 τον πρώτο χρόνο κατά μέσο όρο (χωρίς τα κόστη συναλλαγών). Οι δαπανηρές και υπερβολικές αυτές συναλλαγές οφείλονται στο γεγονός ότι οι επενδυτές βλέπουν τάσεις ενώ δεν υπάρχουν και πιστεύουν υπερβολικά στην ικανότητα τους να αξιολογούν αβέβαιες καταστάσεις.

2.5. Η Διανοητική Διαφωνία (Cognitive Dissonance)

Οι άνθρωποι έχουν την τάση όταν έχουν ήδη πάρει μια απόφαση να αγνοούν οποιαδήποτε πληροφορία είναι ενάντια στις διαμορφωμένες αντιλήψεις τους ή να την παρερμηνεύουν έτσι ώστε να τις ενισχύουν. Συνεχίζουν να πιστεύουν την αρχική τους υπόθεση παρόλο που υπάρχουν νέα δεδομένα που την καταρρίπτουν (e ge (1977)).

Ενώ λοιπόν ο ορθολογικός επενδυτής χρησιμοποιώντας την διαθέσιμη πληροφόρηση προβαίνει σε αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου του επιλέγοντας ένα αποδοτικό συνδυασμό της καμπύλη αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων ο μη ορθολογικός επενδυτής εμμένει στην αρχική του επιλογή παρόλο που δεν είναι πια αποδοτική (ή δεν υπήρξε πότε) απορρίπτοντας οποιαδήποτε πληροφορία υποδηλώνει το λάθος του.



Η διανοητική διαφωνία είναι η νοητική σύγκρουση που βιώνουν τα άτομα όταν παρουσιάζονται αποδείξεις ότι οι υποθέσεις ή οι αποφάσεις τους είναι λανθασμένες. Προέρχεται από την έντονη επιθυμία του επενδυτή να αποφύγει την δύσκολη κατάσταση κατά την οποία καλείται να αξιολογήσει αντικρουόμενες πληροφορίες. Αν κάποιος πιστεύει ότι μια μετοχή είναι σωστή επιλογή επειδή ερεύνησε καιρό για αυτή ή νιώθει κάποιου άλλου είδους δέσιμο το μυαλό του θα τείνει να απορρίπτει οποιαδήποτε πληροφορία αντίκειται στα πιστεύω του και να ψάχνει για άλλες που την υποστηρίζουν.

Υπάρχουν επενδυτές που από την στιγμή που πάρουν μια απόφαση και επενδύσουν κάπου τα χρήματά τους παραβλέπουν ή προσπαθούν να καταρρίψουν οποιαδήποτε υποδηλώνει ότι η επένδυσή τους ήταν λάθος. Προσπαθούν να πείσουν τον εαυτό τους ότι δεν υπάρχει λόγος να ρευστοποιήσουν την επένδυσή τους γιατί είναι καλοί επενδυτές και συνεπώς αποκλείεται να πήραν μια λανθασμένη απόφαση. Επενδυτικές επιτυχίες που πιθανόν να είχαν στο παρελθόν ενισχύουν την αυταπάτη τους και κάνουν πιο δύσκολη την αποδοχή του λάθους. Όσο αυξάνονται οι επιτυχίες τους τόσο πιο ικανοί νιώθουν και τόσο πιο ριψοκίνδυνοι γίνονται.

Οι I G ore και M II (19 7) έδειξαν ότι οι αγοραστές νέων αυτοκινήτων μετά την αγορά τους αποφεύγουν να διαβάζουν διαφημίσεις για αυτοκίνητα που δεν επέλεξαν και προσελκύονται από διαφημίσεις του αμαξιού που πήραν.

Οι Goe και Pele (1993) υποστήριξαν ότι η θεωρία αυτή εξηγεί το φαινόμενο ότι οι επενδυτές επενδύουν σε αμοιβαία κεφάλαια που είχαν καλές αποδόσεις πολύ γρηγορότερα από ότι ρευστοποιούν όταν αυτές είναι απογοητευτικές. Οι επενδυτές στα ζημιογόνα αμοιβαία αρνούνται να αποδεχτούν τις αποδείξεις ότι έκαναν μια λανθασμένη επιλογή.

2.7. Η Αρνητική Άμιλλα (Negative Emulation)

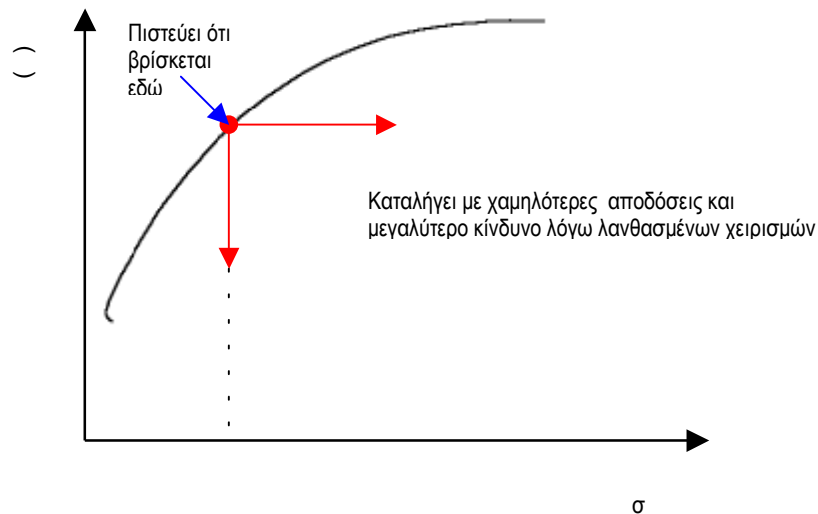
Πολλοί άνθρωποι ιδιαίτερα στην εφηβεία ψάχνουν για κάποιο πρότυπο και προσπαθούν να του μοιάσουν. Αυτό συμβαίνει ιδιαίτερα κατά την διάρκεια της αναζήτησης της ταυτότητας τους. Θαυμάζουν και αντιγράφουν το πρότυπό τους χωρίς όμως να συνειδητοποιούν ότι η δημόσια εικόνα που βλέπουν είναι προϊόν μάρκετινγκ και καμία σχέση δεν έχει συνήθως με την προσωπικότητα του προτύπου τους.

Κάτι παρόμοιο κάνουν και πολλοί επενδυτές. Θέτουν ως πρότυπο επιτυχημένους επενδυτές και προσπαθούν να μιμηθούν τον τρόπο ζωής τους ή την συμπεριφορά τους. Έτσι πιστεύουν ότι θα δείξουν στους άλλους ότι είναι και αυτοί πλούσιοι και επιτυχημένοι. Όμως με το να μιμείται κάποιος απλά την επενδυτική συμπεριφορά ενός επιτυχημένου επενδυτή χωρίς να προσπαθήσει να ανακαλύψει ποια είναι τα χαρακτηριστικά που τον οδήγησαν στην επιτυχία και τι γνώσεις έχει και να προσπαθήσει να τις αποκτήσει είναι χαρακτηριστική περίπτωση αρνητικής άμιλλας ή αλλιώς μιμητισμού. Δεν υπάρχει καμιά βάση πίσω από τις επενδύσεις του μόνο ζήλια απληστία και αυταπάτη.

Ο αρνητικός μιμητισμός ενισχύεται από την κατοχή χρηματικών ποσών που ο επενδυτής δεν μόχθησε για την απόκτηση τους. Τα χρήματα αυτά εύκολα αναλώνονται με ευκολία σε μια επένδυση που την έχει κάνει και κάποιος άλλος για διαφορετικούς όμως λόγους. Η αποτυχία ωστόσο δεν έχει μεγάλη βαρύτητα αφού πρόκειται για εύκολο χρήμα. Το χρήμα που εύκολα αποκτιέται ακόμα πιο εύκολα εξανεμίζεται για αυτό ο επενδυτής πρέπει να μάθει να το σέβεται άσχετα με το πώς το απέκτησε και να προσπαθεί να το αξιοποιεί στο έπακρο.

Όταν κάποιος αποφασίζει να αγοράσει ή να πουλήσει στο χρηματιστήριο πρέπει να ελέγχει απόλυτα τα συναισθήματα του τις σκέψεις του και τις αντιδράσεις του. Η διαύγεια σκέψης και ο ρεαλισμός είναι απαραίτητα συστατικά για την επιτυχία και την αποφυγή συστηματικών λαθών.

Όπως είναι φυσικό εφόσον ο επενδυτής κάνει επενδύσεις που δεν γνωρίζει πώς να χειριστεί ούτε είναι σύμφωνες με το επενδυτικό του σκοπό αλλά με αυτό του προτύπου αυτές αντιστοιχούν σε συνδυασμούς κάτω από την καμπύλη αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων ενώ αυτός πιστεύει ότι είναι πάνω σε αυτήν (Mye (1999)).



2.8. Επιρρέπεια στην Επιρροή (Susceptibility to Influence)

Οι επενδυτές έχουν την τάση να παίρνουν αποφάσεις με βάση την εμπειρία τους το ένστικτο τους την συμπεριφορά της πλειοψηφίας των υπολοίπων επενδυτών τις φήμες που ακούγονται και να δίνουν λιγότερη βαρύτητα στα στατιστικά στοιχεία και στην διεξαγωγή διεξοδικής έρευνας προτού επενδύσουν. Τείνουν να παρασύρονται από τις ιστορίες που θεωρούν πολύ πιο ενδιαφέρουσες και κατανοητές από την ανάλυση στατιστικών στοιχείων και να αγοράζουν μετοχές που είναι στο επίκεντρο της δημοσιότητας.

Η σπανιότητα επίσης της επένδυσης αποτελεί από πολλούς σημαντικό κίνητρο που τους παρασύρει να επενδύσουν. Μπορεί ο χρηματιστής να υποστηρίξει ότι μια μετοχή είναι μοναδική ευκαιρία να την αγοράσει ο επενδυτής τώρα εμπορεύεται σε χαμηλή τιμή ή να στέλνει στους πελάτες του φυλλάδια που διαφημίζουν νέα επενδυτικά προϊόντα γράφοντας ότι η ευκαιρία αυτή είναι μόνο από για τους καλούς πελάτες. Ο πελάτης είναι λογικό να κολακευτεί από την προνομιακή μεταχείριση και το καλά σχεδιασμένο φυλλάδιο και να θέλει να προβεί στην επένδυση. Όμως πρέπει να κάνει την δική του έρευνα πρώτα. Άλλες εταιρίες μπορεί να προσφέρουν τα ίδια προϊόντα σε καλύτερη τιμή τα αναμενόμενα κέρδη να μην είναι τόσο υψηλά όσο παρουσιάζονται ή η επίσημη ημερομηνία υποβολής να διαφέρει από αυτή της χρηματιστηριακής.

Το φυλλάδιο είναι ειδικά σχεδιασμένο ώστε να δώσει απάντηση σε όλες τις ανησυχίες του επενδυτή. Για να προβεί στην επένδυση πρέπει αρχικά να πείσει τον εαυτό του ότι είναι μια έξυπνη κίνηση. Ο χρηματιστής μιλάει για μια μοναδική ευκαιρία και με φανταχτερά χρώματα παρουσιάζει τις αποδόσεις. Οι εταιρίες αυτές ξέρουν περίπου τις επιθυμίες και τις ανάγκες του κάθε επενδυτή και τον ενημερώνουν με τέτοιο τρόπο ώστε να πιστεύει ότι έχει αρκετή πληροφόρηση για να αποφασίσει.

Μετά από λίγες μέρες από την παραλαβή του φυλλαδίου ο χρηματιστής τηλεφωνεί για να σιγουρευτεί ότι δεν έχασε ο επενδυτής αυτή την πολύτιμη ενημέρωση. Προσπαθεί να τον κάνει να πιστέψει ότι έχει μια περιορισμένη χρονικά ευκαιρία. Ουσιαστικά πρόκειται για μια χάρη που του κάνουν επειδή είναι καλός πελάτης. Ταράζουν την ψυχική αρμονία του τον κάνουν να νιώθει αναγκασμένος να αποφασίσει το συντομότερο. Έτσι αποφασίζει όχι με βάση το αν η επένδυση είναι συμφέρουσα αλλά για να αποκαταστήσει την ψυχική του γαλήνη (Mye (1999)).

Λόγω της επιρρέπειας αυτής στις διαφορές επιρροές οι επενδυτές νομίζουν ότι παίρνουν ορθές αποφάσεις και είναι πάνω στην καμπύλη αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων ή ακόμα και πάνω από αυτήν ενώ τελικά καταλήγουν συνήθως σε κάποιο μη αποδοτικό συνδυασμό.

Παρόλο που είναι δύσκολο να μην παρασυρθεί κάποιος επενδυτής θα πρέπει να θυμάται ότι επιτυχημένοι επενδυτές ήταν αυτοί που ενώ είχαν την ίδια πληροφόρηση με τους άλλους την αξιολόγησαν και την ανέλυσαν ορθολογικά πριν από αυτούς. Χαρακτηριστικό τους ο αυτοέλεγχος και η κατανόηση της αγοράς και των αντιδράσεων της.

Ο John (χρηματιστής και ψυχίατρος (1997)) εξέτασε επιτυχημένους επενδυτές προκειμένου να ανακαλύψει τι κοινό είχαν. Αυτό που βρήκε ήταν η αυτοπεποίθηση. Η αυτοπεποίθηση σχετίζεται στενά με την ανατροφή σε ένα φιλικό και ζεστό περιβάλλον. Οποίος δεν την έχει ήδη μπορεί να την αναπτύξει ανακαλύπτοντας τους συναισθηματικούς λόγους που δεν την αφήνουν να αναπτυχθεί και να τους διορθώσει. Έτσι θα πάψει να φοβάται τις διακυμάνσεις της αγοράς και να παρασύρεται.

✖ ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

ΔΙΑΝΟΗΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΣΥΝΑΙΣΘΗΜΑΤΙΚΕΣ ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ (B')

Όπως οι οφθαλμαπάτες ξεγελούν τα μάτια των ανθρώπων έτσι και οι διανοητικές αυταπάτες ξεγελούν το μυαλό τους. Είναι λάθη που κάνουν χωρίς να το συνειδητοποιούν λάθη που υπερασπίζονται σφοδρά και αλλοιώνουν την κρίση τους. Εκτός από τα λάθη και τις συναισθηματικές αδυναμίες που σχετίζονται με την κρίση των επενδυτών οι επενδυτές διαπράττουν λάθη που σχετίζονται με τις προτιμήσεις τους και τον λανθασμένο τρόπο σκέψης κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας. Στο κεφάλαιο αυτό θα εξεταστούν τα λάθη που είναι γνωστά ως

Λάθη Προτίμησης (Errors of Preference)

Οι μεροληψίες προτίμησης σχετίζονται κυρίως με τον τρόπο που τα άτομα χρησιμοποιούν τις πιθανότητες που έχουν στην διάθεση τους προκειμένου να αξιολογήσουν διαφορές αβέβαιες εναλλακτικές επιλογές και να επιλέξουν τις διαφορετικές αντιδράσεις τους ανάλογα με τον τρόπο διατύπωσης του προβλήματος και την τάση να μην αναλύουν σωστά τις πληροφορίες. Συγκεκριμένα θα αναφερθούμε στο περιορισμένο πλαίσιο ανάλυσης των ατόμων την αποστροφή της αμφιβολίας το αγκυροβόλημα στην τιμή αγοράς ως σημείο αναφοράς και στο αποτέλεσμα της διάθεσης.

3.1. Το Περιορισμένο Πλαίσιο (Narrow Framing)

Το περιορισμένο πλαίσιο είναι η τάση των ανθρώπων να επηρεάζονται από τον τρόπο που διατυπώνεται ένα πρόβλημα να δημιουργούν νοητούς λογαριασμούς να εξετάζουν το κάθε στοιχείο (την κάθε χρηματοοικονομική απόφαση που πρέπει να πάρουν) ξεχωριστά και να δίνουν έμφαση στις μεταβολές του πλούτου τους και όχι στον τελικό πλούτο με τον οποίο καταλήγουν. Ενδεικτικά αναφέρονται παρακάτω δύο έρευνες προκειμένου να διασαφηνιστεί η έννοια αυτή.

I e και epe (1998) εξετάζοντας το πρόβλημα του περιορισμένου πλαισίου έθεσαν το εξής πρόβλημα

Διάλεξε μεταξύ :

1. **A.** Σίγουρου κέρδους \$2.400
B. 25% πιθανότητας να κερδίσεις \$10.000 και 75% τίποτα.

Διάλεξε μεταξύ :

2. **Γ.** Σίγουρης ζημιάς \$7.500

Δ. 75% πιθανότητας να χάσεις \$10.000 και 25% πιθανότητας τίποτα.

Οι περισσότεροι άνθρωποι διάλεξαν το 1.Α και 2.Δ .

Αν το πρόβλημα όμως διατυπωθεί ως

Διάλεξε μεταξύ :

3. Ε. 25% πιθανότητας να κερδίσεις \$2400 και 75% πιθανότητας να χάσεις \$7600.

ΣΤ. 25% πιθανότητας να κερδίσεις \$2500 και 75% πιθανότητας να χάσεις \$7500.

τότε η απάντηση στην ερώτηση 3 είναι εύκολη. Όλοι προτιμούν την επιλογή ΣΤ. Όμως η επιλογή Ε είναι ένας συνδυασμός των 1.Α και 2.Δ ενώ η επιλογή ΣΤ είναι ο συνδυασμός των Β και Γ που οι επενδυτές είχαν απορρίψει.

Ένας ορθολογικός επενδυτής θα υιοθετούσε μια σύνθετη επιλογή διαλέγοντας 1. Β και 2.Γ δίνοντας σημασία στο τελικό πλούτο που θα είχε από τον συνδυασμό των επιλογών. Όμως σύμφωνα με τον *le* (198 και 198) τα άτομα αντιλαμβάνονται τις διάφορες καταστάσεις σε όρους της συνάρτησης προσδοκιών των *e* και *e y* (1979) και αποφασίζουν με βάση αυτήν και όχι με βάση την συνάρτηση αναμενόμενης χρησιμότητας.

Οι επενδυτές τείνουν να εξετάζουν τις επενδυτικές τους επιλογές χωριστά και όχι από μια πιο σύνθετη σκοπιά. Έτσι χάνουν την ευκαιρία να διαφοροποιήσουν τον κίνδυνο ή να πάρουν αντίθετες θέσεις για να τον μειώσουν. Συγκεκριμένα όταν πρέπει να αποφασίσουν αν θα βάλουν ένα στοίχημα το αξιολογούν σαν να ήταν μοναδικό παρά σε σχέση με τα στοιχήματα που έχουν βάλει ως τώρα και τον μέχρι τώρα πλούτο τους για να δουν αν τους συμφέρει.

Οι *e y* και *e* σε έρευνά τους για το περιορισμένο πλαίσιο θεώρησης των ατόμων (1981) έθεσαν το εξής ερώτημα

Έστω ότι θέλετε να αγοράσετε ένα μπουφάν (υπολογιστή τσέπης) που κοστίζει \$125 (\$15). Ο πωλητής σας πληροφορεί ότι το προϊόν αυτό είναι σε προσφορά στο άλλο κατάστημα, που απέχει 20 λεπτά με το αυτοκίνητο και κοστίζει \$120 (\$10). Θα πηγαίνατε στο άλλο κατάστημα;

Όταν δόθηκαν οι δύο εκδοχές του προβλήματος μια με τις παρενθέσεις και μια χωρίς οι περισσότεροι απάντησαν ότι θα πήγαιναν στο άλλο κατάστημα για να εξοικονομήσουν όταν το προϊόν κόστιζε 1 αλλά όχι όταν κόστιζε 12 . Τα φαίνεται να αποτελούν σημαντική εξοικονόμηση χρημάτων σε μια αγορά 1 αλλά όχι σε μια 12 .

Λόγω του περιορισμένου πλαισίου λοιπόν οι επενδυτές πιστεύουν ότι συμπεριφέρονται σύμφωνα με τις αρχές της οικονομικής θεωρίας και συνεπώς επιλέγουν συνδυασμούς της αποδοτικής καμπύλης ενώ λόγω της ελλείψεως σύνθετης σκέψης καταλήγουν κάτω από αυτή.

Οι κυριότερες επιπτώσεις του περιορισμένου πλαισίου στον τρόπο σκέψης των ατόμων αναλυτικά είναι οι εξής

Το Αποτέλεσμα της Διατύπωσης **(Framing Effect)**

Το αποτέλεσμα της διατύπωσης (**framing effect**) αναφέρεται στον τρόπο που ένα πρόβλημα παρουσιάζεται σε κάποιον που πρέπει να πάρει μια απόφαση και έρχεται σε αντίθεση με ορθολογική αρχή ότι η απόφαση πρέπει να είναι ανεξάρτητη από τον τρόπο που παρουσιάζεται το πρόβλημα.

Ο τρόπος που κάθε πληροφορία παρουσιάζεται καθορίζει την αντίδραση του ατόμου σε αυτή υποστηρίζει όμως το αποτέλεσμα της διατύπωσης και η διαφορά του από το αποτέλεσμα της σκέψης (**reflection effect**), που αναφέρεται παρακάτω είναι ότι στο αποτέλεσμα της διατύπωσης το ίδιο ακριβώς αποτέλεσμα εμφανίζεται με διαφορετικό τρόπο. Μια ζημιά 2 μπορεί να διατυπώνεται έτσι ώστε να μοιάζει με κέρδος αλλά παραμένει ζημιά.

Ο Ιταλός P ell P I (199) αναφέρει μια πραγματική έρευνα που διεξήχθη στον τομέα της ιατρικής που κάνει απόλυτα κατανοητή την έννοια του αποτελέσματος της διατύπωσης. Δύο διαφορετικές ομάδες ιατρών πληροφορούνται ότι για μια σοβαρή ασθένεια βρέθηκε θεραπεία που είναι μια εγχείρηση. Στους ιατρούς της ομάδας A λένε ότι το ποσοστό θνησιμότητας είναι 7 μέσα σε χρόνια από την εγχείρηση ενώ στους ιατρούς της ομάδας B λένε ότι το ποσοστό επιτυχίας είναι 93 μέσα σε χρόνια από την εγχείρηση. Σύμφωνα πάντα με πραγματικά στοιχεία οι γιατροί της ομάδας A δίστασαν να προτείνουν την θεραπεία ενώ οι γιατροί της ομάδας B όχι παρόλο που καμιά διαφορά δεν υπήρχε στη θεραπεία που θα εφαρμόζαν οι δύο ομάδες.

Οι γιατροί έπεσαν θύματα της διανοητικής αυταπάτης γνωστής ως πρόβλημα διατύπωσης (**framing**). Είναι χαρακτηριστικό της ανθρώπινης φύσης να προσπαθεί να μην αποκλίνει από την βάση το στόχο της που εδώ είναι η υγεία. Στους ιατρούς της ομάδας A παρουσιάζεται μια κατάσταση που τους ενθαρρύνει να αποκλίνουν από την υγεία κατά 7 (ποσοστό θνησιμότητας).

Πολλοί επενδυτές πέφτουν θύματα της διατύπωσης του προβλήματος αγοράζοντας π.χ. αμοιβαία πιστεύοντας ότι ο στόχος τους είναι μια συγκεκριμένη απόδοση και όχι η απόδοση που έχει περίπου η αγορά. Έτσι είναι ευχαριστημένοι αν πετύχουν αυτή την απόδοση έστω και αν είναι μικρότερη της αγοράς. Όμως εύκολα θα μπορούσαν να πετύχουν την απόδοση της αγοράς επενδύοντας σε αμοιβαία που ακολουθούν την απόδοση του δείκτη ($ex f$).

Reflection Effect

Οι Kahneman και Tversky (1979) ύστερα από έρευνες ανακάλυψαν ότι τα άτομα αντιδρούν διαφορετικά σε ισοδύναμες καταστάσεις ανάλογα με το πώς παρουσιάζεται η κάθε κατάσταση. Εξαρτάται αν δίνεται έμφαση στο κέρδος ή στην ζημιά.

Σε δύο γκρουπ το A και το B έθεσαν τις εξής επιλογές αντίστοιχα

A. Επιπλέον των χρημάτων που είχαν τα άτομα της ομάδας A, τους έδωσαν 1000\$ και τους ζήτησαν να διαλέξουν ανάμεσα σε:

1. Σίγουρου κέρδους 500\$
2. Πιθανότητας 50% να κερδίσουν 1000\$ και 50% να πάρουν τίποτα

B. Επιπλέον των χρημάτων που είχαν τα άτομα της ομάδας B, τους έδωσαν 2000\$ και τους ζήτησαν να διαλέξουν μεταξύ:

1. Σίγουρης ζημιάς 500\$
2. Πιθανότητας 50% να χάσουν 1000 και 50% να χάσουν τίποτα

Το πρώτο γκρουπ με ποσοστό 80% διάλεξε την επιλογή 1 ενώ το δεύτερο με ποσοστό 69% διάλεξε την επιλογή 2. Τα δύο προβλήματα ήταν ίδια όσον αφορά το χρηματικό ποσό που τελικά θα είχαν τα άτομα και στα δύο γκρουπ. Θα κατέληγαν με 1000\$ συν όσα χρήματα είχαν από πριν, ότι και αν διάλεγαν (ίδιος πλούτος). Αυτό που τους παραπλάνησε και ερμήνευσαν διαφορετικά τα δύο προβλήματα ήταν η διατύπωση τους. Το παραπάνω πρόβλημα είναι γνωστό ως το αποτέλεσμα της σκέψης (**reflection effect**) και οφείλεται στο στενό πλαίσιο σκέψης που υιοθετούν τα άτομα.

Το αποτέλεσμα της σκέψης συμβαίνει όταν τα άτομα έχουν αντίθετες προτιμήσεις για πιθανά αποτελέσματα (κέρδος ή ζημιά) που διαφέρουν μόνο ως προς το πρόσημο και όχι το μέγεθος. Οι περισσότεροι άνθρωποι διαλέγουν το σίγουρο κέρδος των 500\$ από την 50% πιθανότητα να κερδίσουν 1000\$ αλλά διαλέγουν 50% πιθανότητα να χάσουν 1000\$ (και 50% να μην χάσουν τίποτα) από μια σίγουρη ζημιά 500\$. Το αποτέλεσμα των δύο προβλημάτων διαφέρουν μόνο ως προς το πρόσημο (κέρδος έναντι ζημιάς).

Επιπλέον φαίνεται και η τάση των ανθρώπων να δίνουν μικρή σημασία στο γεγονός ότι γίνονται αρχικά πλουσιότεροι κατά ένα ορισμένο ποσό και να πιστεύουν ότι τα δύο προβλήματα είναι πολύ διαφορετικά. Λίγοι επενδυτές πρόσθεσαν τον επιπλέον πλούτο στο αποτέλεσμα της κάθε επιλογής. Οι περισσότεροι παρέβλεψαν την πληροφορία για τον επιπλέον πλούτο που τους δόθηκε γιατί πίστευαν ότι η αλλαγή αυτή του πλούτου τους δεν θα επηρέαζε τις επιλογές που θα έκαναν. Αυτό όμως που έχει σημασία σε μια

ορθολογική απόφαση είναι το με πόσα χρήματα θα καταλήξουν στο τέλος τα άτομα και όχι τα ενδιάμεσα κέρδη ή ζημιές. *Οι άνθρωποι παγκοσμίως έχουν την τάση να απλοποιούν την διαδικασία λήψης αποφάσεων, κοιτώντας μόνο τα κέρδη ή τις ζημιές που αφορούν την συγκεκριμένη επιλογή που έχουν να κάνουν.*

Είναι λοιπόν πιθανό το ίδιο πρόβλημα να διατυπωθεί σε ευρύτερο πλαίσιο (πλούτος) ή σε στενότερο (κέρδη και ζημιές). Το κάθε πλαίσιο οδηγεί σε διαφορετικές προτιμήσεις. *Ο ορθολογισμός ευνοείται από το ευρύτερο πλαίσιο και από την έμφαση στις καταστάσεις (πλούτος) παρά στις αλλαγές (κέρδη ή ζημιές).*

Νοητική Λογιστική (Mental Accounting)

Σε κάποιες περιπτώσεις το περιορισμένο πλαίσιο θεώρησης των καταστάσεων συνεπάγεται την δημιουργία ενός πλήθους νοητών λογαριασμών φαινόμενο γνωστό ως νοητική λογιστική (e l o g le (1999)). Η νοητική λογιστική είναι το σύνολο των διανοητικών λειτουργιών που χρησιμοποιούν τα άτομα προκειμένου να οργανώσουν να αξιολογήσουν και να αρχειοθετήσουν τις οικονομικές τους δραστηριότητες. Επιπλέον πρέπει να σημειωθεί ότι τα χρήματα που τοποθετούνται στους νοητούς λογαριασμούς δεν είναι τέλεια υποκατάστατα μεταξύ τους.

Σχετικά με την νοητική λογιστική των ατόμων έχουν διεξαχθεί διαφορά πειράματα μερικά από τα οποία αναφέρονται αμέσως παρακάτω

Οι e και e y (198) βρήκαν ότι τα άτομα είναι λιγότερο πρόθυμα να αγοράσουν ένα θεατρικό εισιτήριο αν το έχουν χάσει προηγουμένως παρά αν έχουν χάσει το ίδιο ποσό που κοστίζει το εισιτήριο. Αποφεύγουν να αγοράσουν δεύτερο εισιτήριο γιατί το κόστος του θα συμπεριληφθεί στον ίδιο νοητό λογαριασμό που αφορά την θεατρική έξοδο ενώ η απώλεια του χρηματικού ποσού αφορά άλλο λογαριασμό.

Παρόμοια οι e και oll (1996) ρώτησαν τους συμμετέχοντες σε ένα πείραμα αν ήταν διατεθειμένοι να αγοράσουν ένα θεατρικό εισιτήριο. Το ένα γκρουπ υποτίθεται ότι είχε ξοδέψει για να πάει σε ένα αγώνα μπάσκετ (ίδιος λογαριασμός) ενώ το άλλο είχε πάρει πρόστιμο για παράνομο παρκάρισμα (άλλος λογαριασμός). Βρήκαν όπως ήταν αναμενόμενο ότι αυτοί που είχαν πάει στον αγώνα ήταν λιγότερο πρόθυμοι να αγοράσουν το θεατρικό εισιτήριο αφού τα χρήματα ξοδεύονταν από τον ίδιο νοητό λογαριασμό..

Οι Jo o και le (199) εξέτασαν πως τα προηγούμενα αποτελέσματα επηρεάζουν επόμενες ριψοκίνδυνες επιλογές. Οι συμμετέχοντες ήταν φοιτητές MBA που στοιχημάτιζαν με πραγματικά χρήματα. Τα προβλήματα που τέθηκαν ήταν τα εξής ενώ μέσα στις παρενθέσεις δίνονται τα αντίστοιχα ποσοστά των απαντήσεων

Πρόβλημα1 Έστω ότι μόλις κερδίσατε \$30. Στην συνέχεια διαλέξτε μεταξύ:

- (α) Πιθανότητας 50% να κερδίσετε \$9 και 50% να χάσετε \$9 [70%]
(β) Κανένα επιπλέον κέρδος ή ζημιά [30%]

Πρόβλημα 2 Έστω ότι μόλις χάσατε \$30. Στην συνέχεια διαλέξετε μεταξύ:

- (α) Πιθανότητας 50% να κερδίσετε \$9 και 50% να χάσετε \$9 [40%]
(β) Κανένα επιπλέον κέρδος ή ζημιά [60%]

Πρόβλημα 3 Έστω ότι μόλις χάσατε \$30. Στην συνέχεια διαλέξετε μεταξύ:

- (α) Πιθανότητας 33% να κερδίσετε \$30 και 67% τίποτα [60%]
(β) Κανένα επιπλέον κέρδος ή ζημιά [40%]

Όπως φαίνεται από το πρόβλημα 1 τα προηγούμενα κέρδη παρακινούν τα άτομα να ρισκάρουν στον ίδιο λογαριασμό. Το φαινόμενο αυτό το ονόμασαν **house money effect**. Συνήθως αυτοί που κερδίζουν χρήματα στο καζίνο ή σε άλλα μέρη με τυχερά παιχνίδια τοποθετούν τα χρήματα αυτά σε διαφορετικό λογαριασμό από τα δικά τους και είναι περισσότερο πρόθυμοι να ρισκάρουν με τα χρήματα αυτά. Όπως φαίνεται από το 2^ο και 3^ο πρόβλημα οι προηγούμενες ζημιές δεν προτρέπουν τα άτομα να ρισκάρουν έκτος και αν τους δίνεται η ευκαιρία να αντισταθμίσουν την ζημιά τους.

Οι οροιογ και Ροε (1989) βρήκαν επίσης ότι ενώ τα κεφαλαιακά κέρδη στην χρηματιστηριακή αγορά έχουν μικρή επίδραση στην κατανάλωση των ατόμων οι εξαγορές που αποφέρουν κέρδη στους μετόχους της εξαγοραζόμενης εταιρίας επηρεάζουν θετικά την κατανάλωση. Είναι το λεγόμενο **mailbox effect**. Τα χρήματα αυτά είναι απροσδόκητο κέρδος που τα άτομα τείνουν να ξοδεύουν ευκολότερα.

Οι άνθρωποι γενικά τείνουν να μαζεύουν χρήματα για διακοπές σε άλλο λογαριασμό και σε άλλον για τις σπουδές των παιδιών τους. Η στάση τους απέναντι στον κίνδυνο την κατανάλωση και την αποταμίευση διαφέρει ανάλογα με τον λογαριασμό. Αποταμιεύουν για σπουδές των παιδιών και δανείζονται να αγοράσουν νέο αυτοκίνητο. Κάνουν ριψοκίνδυνες επενδύσεις αν τα χρήματα προέρχονται από ξαφνικά κέρδη αλλά όχι αν προέρχονται από χρήματα που μαζεύουν για τα γεράματα τους.

3.2. Η Αποστροφή της Αμφιβολίας (Ambiguity Aversion)

Ο Ιλλεγ (1961) έθεσε στους συμμετέχοντες σε ένα πείραμα το εξής πρόβλημα

Έστω δύο δοχεία το 1 και το 2. Το 2^ο περιέχει 1 μπάλες κόκκινες και 1 μπλε. Το δοχείο 1^ο περιέχει και αυτό 1 μπάλες κόκκινες και 1 μπλε αλλά η αναλογία τους δεν είναι γνωστή. Οι συμμετέχοντες μπορούσαν να διαλέξουν

1. Μια μπάλα τυχαία από το δοχείο 1 και να κερδίσουν 1 αν είναι κόκκινη ή τίποτα αν είναι μπλε (A_1) ή
2. Μια μπάλα τυχαία από το δοχείο 2 και να κερδίσουν 1 αν είναι κόκκινη ή τίποτα αν είναι μπλε (A_2).

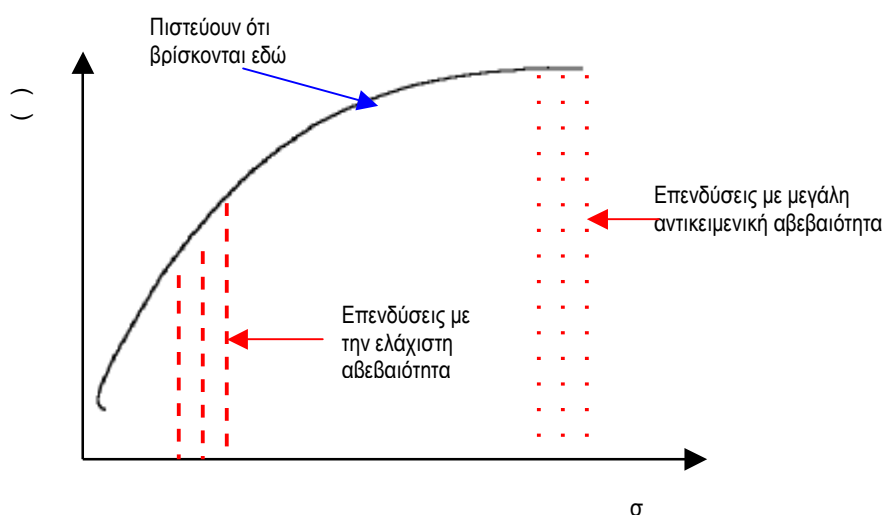
Έπειτα τους ζητήθηκε να διαλέξουν

1. Μια μπάλα τυχαία από το δοχείο 1 και να κερδίσουν 1 αν είναι μπλε ή τίποτα αν είναι κόκκινη (B_1) ή
2. Μια μπάλα τυχαία από το δοχείο 2 και να κερδίσουν 1 αν είναι μπλε ή τίποτα αν είναι κόκκινη (B_2).

Οι συμμετέχοντες προτιμούν το A_2 από το A_1 και το B_2 σε σχέση με το B_1 . Η επιλογή του A_2 υποδηλώνει ότι τα άτομα πιστεύουν ότι λιγότερο από το (υποκειμενική πιθανότητα που σχηματίζει το κάθε άτομο) από τις μπάλες στο δοχείο 1 είναι κόκκινες ενώ η επιλογή B_2 υποδηλώνει το αντίθετο.

Το πείραμα αυτό φανερώνει ότι οι άνθρωποι τείνουν να αποστρέφονται την υποκειμενική αβεβαιότητα περισσότερο από την αντικειμενική. Το φαινόμενο αυτό ονομάζεται αποστροφή της αμφιβολίας (**ambiguity aversion**). Αμφιβολία ορίζεται ως η κατάσταση όπου ενώ μια πληροφορία μπορούσε να είναι γνωστή δεν είναι.

Οι επενδυτές που αποστρέφονται την αμφιβολία πιστεύουν ότι δρουν ορθολογικά. Όμως οι επιλογές τους επηρεάζονται από την αποστροφή αυτή και τείνουν να επιλέγουν επενδύσεις που συνεπάγονται τον μικρότερο βαθμό υποκειμενικής αβεβαιότητας (επενδύσεις χαμηλού κινδύνου) ή με μεγάλο βαθμό αντικειμενικής αβεβαιότητας (επενδύσεις υψηλού κινδύνου) ώστε να μην νοιώθουν ότι είναι λιγότερο ενημερωμένοι σε σχέση με τους υπόλοιπους επενδυτές. Οι επιλογές όμως αυτές συνήθως δεν είναι αποδοτικές αφού δεν στοχεύουν στην μεγιστοποίηση της αναμενόμενης απόδοσης με τον μικρότερο δυνατό κίνδυνο.



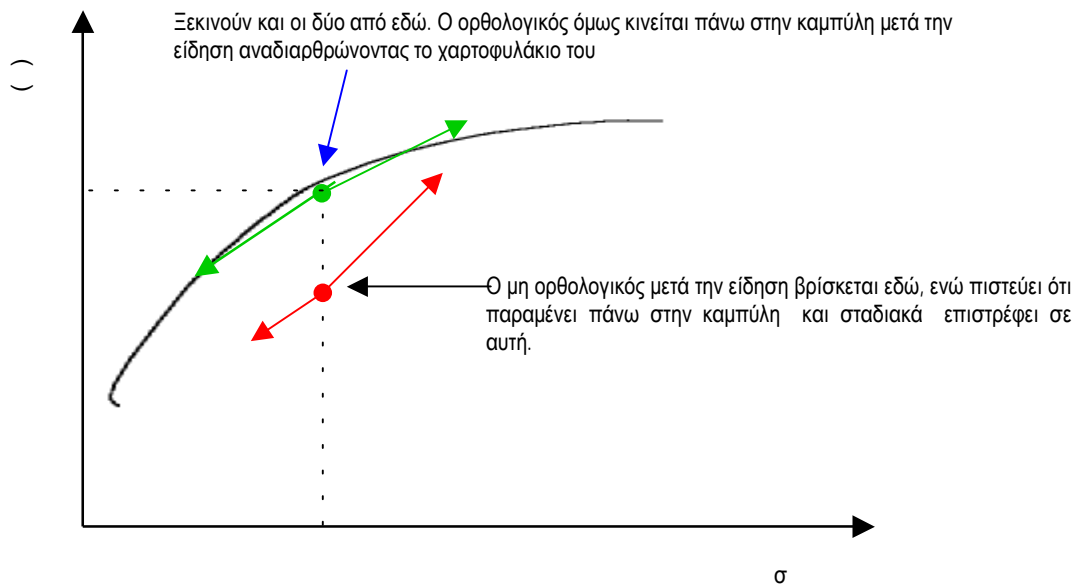
Περαιτέρω έρευνες έδειξαν ότι η αποστροφή της αμφιβολίας είναι μεγαλύτερη σε καταστάσεις όπου τα άτομα νιώθουν ότι η ικανότητα τους να εκτιμήσουν την πιθανότητα για κάτι είναι περιορισμένη (e e y (1991)). Το αποτέλεσμα αυτό ενισχύεται περισσότερο αν υπενθυμίσουν στους συμμετέχοντες στο πείραμα την ανικανότητα τους αυτή μέσω της σύγκρισης με άλλες καταστάσεις όπου έχουν μεγαλύτερη ικανότητα και εμπειρία ή συγκρίνοντας τους με άλλους ανθρώπους που είναι περισσότερο ικανοί να αξιολογήσουν την κατάλληλη πιθανότητα (ox e y (199)).

3.3 Το Αγκυροβόλημα (Anchoring)

Το αγκυροβόλημα αναφέρεται στην τάση των ανθρώπων να αφήνουν το μυαλό τους να αδρανεί. Ο επενδυτής ξεκινά από ένα σημείο αναφοράς (άγκυρα) που τις περισσότερες φορές είναι αυθαίρετο και κάνει μικρές αλλαγές καθώς αποκτά πρόσθετη πληροφόρηση φτάνοντας σταδιακά στην σωστή απάντηση. Έτσι λύνει το πρόβλημα του να αξιολογεί αντικειμενικά κάθε νέα πληροφορία και απλά αναθεωρεί τα συμπεράσματα του καθώς λαμβάνει τις ειδήσεις. Τις πιο πολλές φορές όμως οι αλλαγές που κάνει λόγω των νέων δεδομένων που αποκτά είναι ανεπαρκείς. Το μυαλό του αγκυροβολεί στις αρχικές επιλογές του και προσπαθεί να μην απομακρυνθεί από αυτές.

Το αγκυροβόλημα είναι η μεροληψία που ο ίδιος ο επενδυτής επιβάλλει στις πληροφορίες. Το ανθρώπινο μυαλό χάνει την ικανότητα του να αξιολογεί αμερόληπτα τις πληροφορίες και δίνει βαρύτητα στον τρόπο που είναι ήδη προδιατεθειμένος ο επενδυτής να δει κάτι σε αντίθεση με το πώς πραγματικά είναι.

Το αγκυροβόλημα θεωρείται υπεύθυνο για την μειωμένη αντίδραση των επενδυτών στις νέες πληροφορίες που λαμβάνουν για μια εταιρία και οδηγεί σε λανθασμένη τιμολόγηση των χρεογράφων. Αν π.χ. μια εταιρία ξαφνικά ανακοινώσει μεγάλη αύξηση των κερδών της η αντίδραση της αγοράς είναι μειωμένη. Παρόλο που τα κέρδη της εταιρίας αυξήθηκαν η μετοχή της δεν αυξάνεται αμέσως γιατί οι επενδυτές θεωρούν την μεταβολή παροδική. Παραμένουν αγκυροβολημένοι στις προηγούμενες εκτιμήσεις τους για τα κέρδη της εταιρίας υποαντιδρούν στην νέα θετική πληροφόρηση και με αργό ρυθμό τείνουν στην σωστή απάντηση καθώς λαμβάνουν περισσότερη πληροφόρηση με το πέρασμα του χρόνου. Τελικά όπως και με την αντιπροσωπευτικότητα υπερνικούν το διανοητικό αυτό λάθος και αξιολογούν σωστά την μετοχή.



Σε ένα πείραμα που έγινε για την διαπίστωση της ύπαρξης αυτού του διανοητικού λάθους (e y και e (197)) δόθηκαν στους συμμετέχοντες απλές ερωτήσεις που οι απαντήσεις τους ήταν σε ποσοστά όπως το ποσοστό των αφρικανικών εθνών στην Αμερική. Ένας τροχός τύχης με αριθμούς από 1 γύριναγε μπροστά τους. Προφανώς ο αριθμός που σταματούσε ο τροχός δεν είχε καμία σχέση με την σωστή απάντηση. Στην συνέχεια τους ρωτούσαν αν η απάντησή τους ήταν μεγαλύτερη ή μικρότερη από τον αριθμό αυτό και τους ζητούσαν να απαντήσουν. Η τελική τους απάντηση επηρεάστηκε από τον αρχικό τυχαίο αριθμό. Αυτοί οι οποίοι τους ζητήθηκε να συγκρίνουν την εκτίμησή τους με τον τυχαίο αριθμό 1 έδωσαν τελική εκτίμηση 2 ενώ αυτοί που τους ζητήθηκε να συγκρίνουν την εκτίμηση τους με το 6 έδωσαν τελική τιμή .

Το αγκυροβόλημα όμως επηρεάζει και τις αξιολογήσεις μεταξύ ειδικών όπως απέδειξαν οι o f και e le (1987) στην περίπτωση των ακινήτων. Οι συμμετέχοντες είχαν 2 λεπτά στην διάθεση τους να επιθεωρήσουν ένα σπίτι που ήταν για πούλημα ενώ επιπλέον τους έδιναν ένα πακέτο με πληροφορίες για άλλα σπίτια στην περιοχή αναφέροντας τα τ.μ. την τιμή τους και αλλά χαρακτηριστικά τους. Το ίδιο πακέτο δόθηκε σε όλους με την διαφορά ότι η αναγραφόμενη τιμή για το σπίτι ήταν διαφορετική και τους ζητούσαν την γνώμη τους για την αξία του σπιτιού την τιμή αγοράς και την χαμηλότερη τιμή που θα δέχονταν ως πωλητές. Σε αυτούς που δόθηκε τιμή 119.9 έδωσαν τις εξής μέσες τιμές αποτίμησης 11.2 αγοράς 111. και χαμηλότερη πώλησης 111.136. Αυτοί που τους δόθηκε τιμή 1 9.9 έδωσαν τις εξής τιμές αποτίμησης 128. αγοράς 127.318 και χαμηλότερη πώλησης 123.818. Παρόμοια αποτελέσματα παρουσιάστηκαν και όταν οι συμμετέχοντες δεν ήταν ειδικοί.

Όταν ζητήθηκε αργότερα από τα άτομα να πούνε ποια πληροφορία επηρέασε περισσότερο την απόφασή τους μόνο 8 από τους ειδικούς και 9 από τους απλούς συμμετέχοντες ανέφεραν ως καθοριστική την τιμή του σπιτιού που τους δόθηκε αρχικά.

O P ell P I επίσης παρουσιάζει το εξής πείραμα στο βιβλίο του (199) Κάποιος δίνει σε δύο ομάδες να υπολογίσουν μέσα σε πέντε δευτερόλεπτα δύο γινόμενα που διαφέρουν μόνο ως προς την διάταξη των αριθμών. Το πρώτο γινόμενο είναι $2 \cdot 3 \cdot 4 \cdot 5 \cdot 6 \cdot 7 \cdot 8$. Το πιθανότερο είναι μέσα σε πέντε δευτερόλεπτα κάποιος να φτάσει μέχρι το $2 \cdot 2 \cdot 3$ και να μαντέψει το υπόλοιπο αποτέλεσμα.

Το δεύτερο γινόμενο είναι $8 \cdot 7 \cdot 6 \cdot 5 \cdot 4 \cdot 3 \cdot 2$ όποτε κάποιος το πιθανότερο είναι να υπολογίσει μέχρι το 3 και να μαντέψει το υπόλοιπο. Πραγματικά τα άτομα και στις δύο ομάδες προσπάθησαν να μείνουν κοντά στον αρχικό υπολογισμό τους. Για αυτό και τα άτομα της δεύτερης ομάδας που υπολόγισαν το δεύτερο γινόμενο έδωσαν μεγαλύτερη τιμή.

Το αγκυροβόλημα χρησιμοποιήθηκε επιπλέον ως εξήγηση από τους G e G y (1993) για το γεγονός ότι τα f_o e δεν μπορούν να προβλέψουν σωστά τις μελλοντικές τιμές της συναλλαγματικής ισοτιμίας καθώς οι παλιές τιμές λαμβάνονται υπόψη στην πρόβλεψη των μελλοντικών σε μεγάλο βαθμό.

Επενδυτές που έχουν ζήσει μια χρηματιστηριακή κρίση τείνουν να δείχνουν προτίμηση προς τα ομόλογα και όχι τόσο προς τις μετοχές. Θεωρούν την χρηματιστηριακή αγορά επικίνδυνη και πιστεύουν ότι η κρίση θα συμβεί ξανά. Με βάση την εμπειρία της χρηματιστηριακής κρίσης (άγκυρα) αξιολογούν όλες τις νέες πληροφορίες και θεωρώντας περισσότερο πιθανές τις αρνητικές αποδόσεις είναι πολύ συντηρητικοί.

Αν αντίθετα κάποιος τα πρώτα χρόνια που μπήκε στην χρηματιστηριακή αγορά είχε υψηλές αποδόσεις τείνει να την θεωρεί δυνατή και αποδοτική. Πιστεύει ότι οι μετοχές ανεβαίνουν συχνότερα από ότι πέφτουν και ότι οι κρίσεις είναι παροδικές. Με βάση αυτή την άγκυρα τείνει να αξιολογεί τις επενδυτικές ευκαιρίες στηριζόμενος πιθανόν σε υπεραισιόδοξες προσδοκίες.

3.4. Η Τιμή Αγοράς ως σημείο Αναφοράς

Ο επενδυτής A έχει αγοράσει την μετοχή X στην τιμή 100\$. Ο επενδυτής B έχει αγοράσει την μετοχή X στην τιμή 200\$. Η τιμή της μετοχής χθες ήταν 160\$ και σήμερα έπεσε στα 150\$. Ποιος από τους δύο επενδυτές θα είναι πιο αναστατωμένος;

Οι e και epe (1998) όταν έθεσαν το παραπάνω ερώτημα όπως ήταν αναμενόμενο βρήκαν ότι η πλειοψηφία των ερωτηθέντων πίστευε ότι ο B θα είναι πιο ανήσυχος. Ο επενδυτής A θα αντιληφθεί την πτώση ως μείωση των κερδών του ενώ ο B ως μια μεγάλη ζημιά. Η διαφορά των 1 στην τιμή της μετοχής έχει μεγαλύτερη σημασία για τον B από ότι για τον A. Οι επενδυτές λαμβάνουν υπόψη την τιμή αγοράς μιας επένδυσης και για ένα μεγάλο διάστημα την χρησιμοποιούν ως σημείο αναφοράς. Έτσι η αρχική τιμή αγοράς καθορίζει το κέρδος ή την ζημιά του επενδυτή.

O e (1998α) μελετώντας το αρχείο συναλλαγών για 1 άτομα βρήκε ότι οι επενδυτές συνήθως πουλάνε τις μετοχές που ανέβηκαν. Ο (198) υποστηρίζει και αυτός ότι οι επενδυτές επηρεάζονται από την τιμή αγοράς σε σχέση με την τρέχουσα. Αποφεύγουν να πουλήσουν μετοχές με τιμή κάτω από της αγοράς για να αποφύγουν τον πόνο που συνεπάγεται η παραδοχή ότι έκαναν λάθος. Ντρέπονται να αναφέρουν τις ζημιές στους λογιστές ή στους φίλους τους πράγμα που τους παρακινεί να μην πουλήσουν.

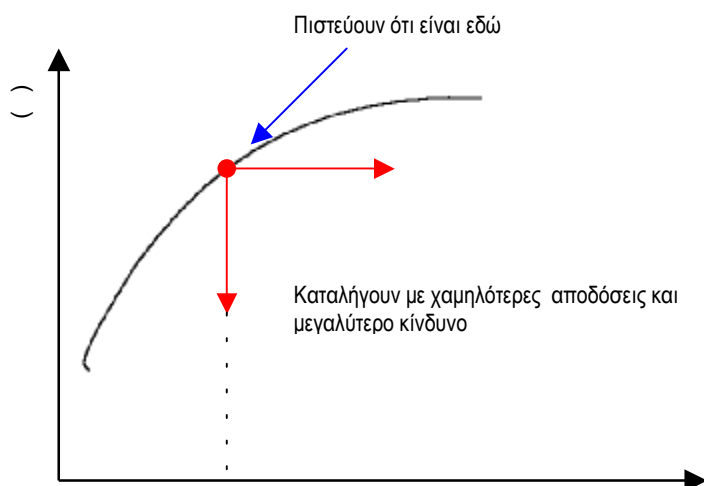
Η χρησιμοποίηση της τιμής αγοράς ως σημείου αξιολόγησης της απόδοσης μιας μετοχής αποτελεί και την αιτία για το αποτέλεσμα της διάθεσης που εξετάζεται παρακάτω.

Το Αποτέλεσμα της Διάθεσης **(Disposition Effect)**

Το αποτέλεσμα της διάθεσης είναι η τάση των επενδυτών να κρατούν τις ζημιογόνες επενδύσεις για μεγάλο χρονικό διάστημα και να ρευστοποιούν τις κερδοφόρες σε σύντομο χρονικό διάστημα (και ef (198)) και σχετίζεται με το περιορισμένο πλαίσιο.

i ef και (198) υποστήριξαν ότι το αποτέλεσμα της διάθεσης οφείλεται στο γεγονός ότι οι επενδυτές αποφεύγουν να πουλήσουν τις ζημιογόνες μετοχές για να μην νιώσουν τον πόνο της μετάνοιας για την λάθος επένδυση τους ενώ πουλάνε αυτές τις μετοχές που ανέβηκαν για να μην μετανιώσουν αργότερα που δεν το έκαναν σε περίπτωση που η τιμή τους πέσει.

Η συμπεριφορά αυτή πιστεύουν οι επενδυτές ότι τους οδηγεί σε αποδοτικούς συνδυασμούς πάνω στην καμπύλη των αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων ενώ το πιθανότερο είναι να καταλήξουν κάτω από αυτήν αφού πουλάνε μετοχές με προοπτικές εξέλιξης και κρατούν τις ζημιογόνες που έχουν πιθανόν μεγαλύτερο κίνδυνο.



Υπάρχει πληθώρα λόγων για τους οποίους οι επενδυτές επιδεικνύουν αυτή την τάση. Οι λόγοι που σχετίζονται με την συμπεριφορά είναι οι εξής (α) Μπορεί λανθασμένα να πιστεύουν ότι οι τιμές έχουν την τάση να επιστρέφουν σε κάποιο μέσο ($e = e$ (1988)) (β) Μπορεί η συνάρτηση χρησιμότητας τους να είναι σαν αυτή που περιγράφει η θεωρία προσδοκιών (e και $e = y$ (1979)) κοίλη στο μέρος των κερδών κυρτή στο μέρος των ζημιών και πιο απότομη για τις ζημιές πράγμα που υποδηλώνει ότι οι επενδυτές γενικά αποστρέφονται τον κίνδυνο.

Οι λόγοι που σχετίζονται με τον ορθολογισμό είναι (α) Οι επενδυτές που δεν έχουν ένα χαρτοφυλάκιο αντιπροσωπευτικό της αγοράς μπορεί καθώς οι τιμές σημειώνουν άνοδο να πουλήσουν τις ανατιμημένες μετοχές ώστε να αποκαταστήσουν την διαφοροποίηση στα χαρτοφυλάκια τους (σ και σ (1986)) (β) Οι επενδυτές που αγοράζουν μια μετοχή λόγω κάποιας ευνοϊκής πληροφορίας που τυχαίνει να έχουν ορθολογικά την πουλούν αν η τιμή της ανέβει γιατί πιστεύουν ότι η πληροφορία που είχαν ενσωματώθηκε στην τιμή ενώ αν δεν ανέβει λογικά την κρατούν γιατί πιστεύουν ότι η πληροφορία τους δεν έχει ακόμα αφομοιωθεί (σ και σ (1986)) (γ) Επειδή το κόστος συναλλαγών είναι υψηλότερο για μετοχές με χαμηλή τιμή και οι ζημιογόνες επενδύσεις είναι αυτές που συνήθως έχουν χαμηλή τιμή σε σχέση με τις κερδοφόρες οι επενδυτές μπορεί να μην πουλάνε ζημιογόνες μετοχές για να αποφύγουν αυτά τα κόστη ((1988)).

e (1998α) έλεγξε το αποτέλεσμα της διάθεσης αναλύοντας για 1 . λογαριασμούς μεγάλης χρηματιστηριακής τις συναλλαγές που έγιναν από 1 1987 έως 12 1993. Λαμβάνοντας υπόψη όλους τους παραπάνω ορθολογικούς λόγους έλεγξε την υπόθεση ότι η αναλογία των κερδών που πραγματοποιούνται (P/G) είναι μικρότερη από την αναλογία των ζημιών που πραγματοποιούνται (P) ολόκληρο τον χρόνο [P or σ of G $Re\ e\ e\ e\ e\ G$ ($e\ e\ e\ G\ P\ re\ G$) και P or σ of $Lo\ e\ Re\ e\ e\ e\ e\ o\ e$ ($e\ e\ e\ o\ e\ P\ re\ o\ e$) όπου $re\ g\ o\ lo\ e$ είναι το κέρδος ή η ζημιά του επενδυτή αν πουλούσε τις μετοχές που κράτησε]. Απορρίπτοντας την υπόθεση αυτή βρήκε ότι ο επενδυτές συνεχίζουν να προτιμούν την πώληση κερδοφόρων μετοχών και την διακράτηση των ζημιογόνων.

Η αναλογία των κερδοφόρων μετοχών που ρευστοποιούνται είναι μεγαλύτερη από αυτήν των ζημιογόνων καθόλη την διάρκεια του χρόνου. Η συμπεριφορά αυτή είναι συνεπής με την θεωρία των προσδοκιών. Παρόμοια οι $e\ e$ και $e\ e$ (199) βρήκαν ότι μια μετοχή που είναι σε άνοδο είναι πιο πιθανό να πουληθεί σε σχέση με μια που είναι σε πτώση.

$O\ e$ στην ίδια μελέτη βρήκε ότι οι επενδυτές που πουλούν κερδοφόρες μετοχές επειδή πιστεύουν ότι στο μέλλον οι ζημιογόνες θα ξεπεράσουν την απόδοση των πρώτων είναι κατά μέσο όρο λανθασμένοι. Οι αποδόσεις των μετοχών που πουλιούνται είναι κατά την διάρκεια του επόμενου χρόνου 3 υψηλότερες σε σχέση με αυτές των ζημιογόνων που δεν πουλιούνται.

Οι e και $e(2)$ πήραν στοιχεία για 78. οικογένειες από την ίδια χρηματιστηριακή με τον e (1998α) από το 1 1991 12 1996 και βρήκαν ότι το PG ανήλθε σε 1 2 ενώ το P ήταν 863. Επίσης κατά την διάρκεια της ίδιας περιόδου οι μετοχές που είχαν σημειώσει άνοδο ήταν 6 πιο πιθανό να πουληθούν από αυτές που είχαν σημειώσει κάθοδο.

Επιπλέον οι επενδυτές θα ήταν αναμενόμενο για φορολογικούς λόγους να αναβάλουν την πώληση κερδοφόρων επενδύσεων και να πουλάνε τις ζημιογόνες σε αντίθεση με το αποτέλεσμα της διάθεσης. Ο o e (198) βρήκε ότι όταν υπάρχουν κόστη συναλλαγών και δεν γίνεται διάκριση μεταξύ βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων φορολογικών συντελεστών οι επενδυτές σταδιακά αυξάνουν τις πωλήσεις ζημιογόνων μετοχών για φορολογικούς λόγους όσο ζυγώνουν προς τον Δεκέμβριο. Οι yl (1977) και οι o o και (1986) αναφέρουν αποδείξεις ότι οι επενδυτές πουλάνε περισσότερες ζημιογόνες επενδύσεις προς το τέλος του χρόνου.

Οι ef και (198) βρήκαν και αυτοί ότι οι επενδυτές πουλάνε τις μετοχές που σημειώνουν ζημιές τον Δεκέμβρη. Είναι μεν διστακτικοί οι επενδυτές να πουλήσουν με ζημιά αλλά αναγνωρίζουν και τα φορολογικά οφέλη. Το τέλος του χρόνου είναι η τελική προθεσμία για να ρευστοποιήσουν τις ζημιογόνες επενδύσεις τους. Έτσι αναβάλουν την ρευστοποίηση μέχρι τον Δεκέμβρη όπου πρέπει να πουλήσουν προτού περάσει η προθεσμία και χάσουν τα οφέλη.

Ο e (1998α) έλεγξε την υπόθεση ότι η διαφορά P PG το Δεκέμβρη είναι μικρότερη ή ίση από την διαφορά αυτή από τον Ιανουάριο έως τον Δεκέμβριο. Η υπόθεση αυτή απορρίπτεται με μεγάλο βαθμό στατιστικής σημαντικότητας. Βρήκε ότι πολλοί επενδυτές αυξάνουν τις πωλήσεις μετοχών για φορολογικούς λόγους όσο ζυγώνουν προς το Δεκέμβρη. Στο ίδιο συμπέρασμα έφτασαν και οι e $elle$ (1991).

Η πορεία των Αποδόσεων των Μετοχών μετά την Αγορά ή την Πώληση τους

Ο e (1999) εξέτασε την πορεία των αποδόσεων των μετοχών πριν και μετά την αγορά ή την πώληση τους για τους επενδυτές συγκεκριμένης χρηματιστηριακής μεταξύ 1987 1993 για 1 . λογαριασμούς και βρήκε ότι οι επενδυτές αγοράζουν μετοχές που έχουν σημειώσει μεγάλες μεταβολές στην τιμή τους (θετικές ή αρνητικές) δύο χρόνια πριν την αγορά τους. Αγοράζουν περίπου τον ίδιο αριθμό κερδοφόρων και ζημιογόνων μετοχών αλλά πουλάνε περισσότερο τις κερδοφόρες. Συνήθως πουλάνε αυτές που έχουν αυξηθεί απότομα λίγες βδομάδες πριν την πώληση (κερδοφόρες ή μη).

Όταν οι επενδυτές ψάχνουν μετοχές για να επενδύσουν είναι δύσκολο να αξιολογήσουν και να συγκρίνουν όλες όσες είναι διαθέσιμες και έτσι εξετάζουν μόνο αυτές για τις οποίες έχουν ακούσει ή διαβάσει πρόσφατα και σχηματίζουν προσδοκίες για τις μελλοντικές τους αποδόσεις. Οι μετοχές που έχουν ασυνήθιστα θετικές ή αρνητικές αποδόσεις αποτελούν συνήθως

αντικείμενο συζητήσεων και είναι πιθανότερο να αγοραστούν. Επίσης οι επενδυτές του δείγματος δεν έχουν την ίδια πιθανότητα να αγοράσουν πρώην κερδοφόρες ή μη μετοχές. Αυτοί που αγοράζουν κερδοφόρες το πιθανότερο είναι ότι πιστεύουν ότι υπάρχει κάποια τάση προς τα πάνω και θα συνεχιστεί ενώ αυτοί που αγοράζουν ζημιογόνες πιστεύουν ότι θα τείνουν στην πραγματική τους τιμή.

Όταν είναι να πουλήσουν έχουν να εξετάσουν ένα περιορισμένο αριθμό χρεογράφων (συνήθως δεν κάνουν sell) και λαμβάνουν υπόψη τους κυρίως τις παρελθοντικές αποδόσεις τους και όχι τις προσδοκώμενες.

Οι επενδυτές κατά μέσο όρο αγοράζουν και πουλάνε μετοχές που έχουν ξεπεράσει την απόδοση της αγοράς δύο χρόνια πριν την συναλλαγή αυτή. Ο όγκος συναλλαγών σχετίζεται θετικά με τις μεταβολές των τιμών. Οι αγοραζόμενες μετοχές ανεβαίνουν σταθερά κατά την διάρκεια των προηγούμενων δύο χρόνων και ξεπερνούν την αγορά κατά 6% ενώ οι πωλούμενες άρχισαν να αυξάνονται περίπου τους 12 τελευταίους μήνες πριν την πώληση και ξεπερνούν την αγορά κατά 12%. Αυτές που αγοράζουν τείνουν το επόμενο χρόνο μετά την αγορά να συμπεριφέρονται χειρότερα από την αγορά κατά 12% ενώ αυτές που πουλάνε την ξεπερνούν κατά 3%. Τα χρεόγραφα που πουλάνε έχουν μεγαλύτερες αποδόσεις από αυτά που αγοράζουν.

✖ ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

Η ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΩΝ ΑΤΟΜΩΝ ΚΑΤΩ ΑΠΟ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ & Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ ΠΡΟΣΔΟΚΙΩΝ

*“ A person who has not made peace with his losses is likely to accept gambles that would be unacceptable to him otherwise”
(Kahneman and Tversky (1979))*

Οι επενδυτικές αποφάσεις έχουν τόσο οικονομικές όσο και ψυχολογικές συνέπειες πάνω στον επενδυτή. Πολλοί επενδυτές αγχώνονται πανικοβάλλονται και παίρνουν λάθος αποφάσεις. Αυτό συμβαίνει γιατί έχουν αμφιβολίες για τις ικανότητες τους και κρίση τους. Αναρωτιούνται μήπως έβαλαν παραπάνω λεφτά σε μια επένδυση ή αν η επένδυση αυτή ήταν η καλύτερη μεταξύ των εναλλακτικών επιλογών τους. Δεν κατανοούν τις επενδύσεις που έκαναν τους τρομάζουν οι διακυμάνσεις της αγοράς πανικοβάλλονται στην σκέψη ότι μπορεί να έχουν ζημιές και νιώθουν ότι χάνουν τον έλεγχο.

Ο κάθε επενδυτής αντιλαμβάνεται διαφορετικά τον κίνδυνο. Κίνδυνος μπορεί να σημαίνει για αυτόν ότι χάνει τα χρήματα του ότι δεν κερδίζει ότι μια μετοχή του χαρτοφυλακίου του πέφτει ότι ολόκληρο το χαρτοφυλάκιο σημειώνει πτώση ότι όσο αυξάνονται οι τιμές των μετοχών του αυξάνεται και η πιθανή ζημιά ότι όσο περισσότερο κρατάει τις μετοχές του τόσο αυξάνεται η πιθανότητα να χάσει.

Επίσης ο επενδυτής μπορεί να μεγαλοποιεί τον κίνδυνο. Αν είχε κάνει μια επένδυση στο παρελθόν και είχε ζημιές τείνει να πιστεύει ότι αυτού του είδους οι επενδύσεις είναι επικίνδυνες παρόλο που η αποτυχία του μπορεί να οφείλεται σε γεγονότα που δεν ευθύνεται ούτε μπορούσε να προβλέψει όπως πολιτικές αναταραχές.

Στο κεφάλαιο αυτό αναλύονται οι μεροληψίες που σχετίζονται τον λανθασμένο τρόπο σκέψης κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας (f l l o g e e y). Γίνεται προσπάθεια να εξεταστεί πως συμπεριφέρονται τα άτομα όταν πρέπει να λάβουν αποφάσεις σε καθεστώς αβεβαιότητας και αναφέρονται κάποια από τα πειράματα των ψυχολόγων που αποδεικνύουν ότι τα άτομα δεν αντιδρούν ορθολογικά απέναντι στον κίνδυνο και την πιθανότητα ζημιάς και οδηγούνται τελικά σε αποφάσεις που εναντιώνονται στο συμφέρον τους.

Επιπλέον αναλύεται το θεωρητικό μοντέλο που περιγράφει τα ψυχικά χαρακτηριστικά και λάθη των ατόμων που παρουσιάζονται στα κεφάλαια 2 3 και είναι σύμφωνο με τα αποτελέσματα των μελετών και των ευρημάτων

των ψυχολόγων. Συγκεκριμένα παρουσιάζονται στο κεφάλαιο αυτό η αποστροφή της μετάνοιας η αποστροφή της ζημιάς η μυωπική αποστροφή της ζημιάς και η θεωρία των προσδοκιών.

4.1. Η Αποστροφή της Μετάνοιας

Πολλοί επενδυτές θεωρούν ότι είναι ευκολότερο συναισθηματικά να ακολουθούν το πλήθος και να αγοράζουν δημοφιλείς μετοχές ή μετοχές μεγάλων και σίγουρων εταιριών. Έτσι αποφεύγουν τον πόνο της μετάνοιας. Αν η τιμή τους σημειώσει πτώση παρηγορούνται βλέποντας ότι ζημιώθηκαν και τόσοι άλλοι επενδυτές μαζί με αυτούς. Επιπλέον πιστεύουν ότι η ζημιά δεν οφείλεται σε δική τους λάθος επιλογή αλλά απλώς σε μια κακοτυχία. Έτσι δεν υπάρχει λόγος να νιώθουν ενοχές και να μετανιώνουν. Έκαναν μια έξυπνη αλλά άτυχη επένδυση ((198)).

Ο φόβος όμως της μετάνοιας δεν επηρεάζει μόνο την απόφαση τους να αγοράσουν κάποια μετοχή αλλά και αυτήν που αφορά την ρευστοποίηση της. Αξιολογώντας τις επενδύσεις τους κοιτούν τόσο την μέχρι τώρα πορεία τους όσο και την πιθανότητα ζημιάς. Αλλαγή της μέχρι τώρα πορείας των αποδόσεων τους δημιουργεί αβεβαιότητα. Όσο αυξάνεται η αβεβαιότητα τόσο ο φόβος κυριαρχεί στις αποφάσεις τους και όχι ο ορθολογισμός. Λόγο του φόβου αυτού οι επενδυτές μπορεί να οδηγηθούν σε λάθος αποφάσεις που δεν συμβάλουν στην μεγιστοποίηση των κερδών τους.

Όταν αυξάνεται η τιμή της μετοχής που κατέχει ο επενδυτής αυξάνεται και το μέγεθος της πιθανής ζημιάς αν σημειωθεί πτώση αργότερα και φυσικά και η νευρικότητα του. Παρακινούμενος από την επιθυμία του να αποφύγει την πιθανή ζημιά και τα συναισθήματα μετάνοιας λόγω του ότι δεν έδρασε έγκαιρα ρευστοποιεί ακόμα και αν ήταν προς συμφέρον του να παραμείνει στην αγορά.

Όταν η τιμή της μετοχής σημειώνει πτώση ο φόβος της μετάνοιας κυριαρχεί και πάλι στις αποφάσεις του. Προσπαθεί να αναβάλει την ρευστοποίηση γιατί πιστεύει ότι εφόσον δεν πουλά η ζημιά που έχει είναι δυνητική όχι πραγματική. Πιστεύει ότι τα πράγματα θα καλυτερεύσουν και έτσι συνεχίζει να κρατά ζημιογόνες επενδύσεις αποφεύγοντας την απογοήτευση ότι έκανε μια λάθος επένδυση.

Λόγω λοιπόν του φόβου της μετάνοιας κάποιοι επενδυτές οδηγούνται σε μη αποδοτικούς επενδυτικούς συνδυασμούς κάτω από την καμπύλη αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων ενώ πιστεύουν ότι είναι πάνω σε αυτήν. Δεν προσπαθούν να μεγιστοποιήσουν την αναμενόμενη απόδοση τους όπως θα έκανε ένας ορθολογικός επενδυτής αλλά προσπαθούν να αποφύγουν το αίσθημα της μετάνοιας.

Οι e και epe (1998) προκειμένου να ερευνήσουν το φαινόμενο της μετάνοιας των επενδυτών τόσο για πράγματα που έκαναν όσο και για πράγματα που δεν έκαναν αναφέρουν το εξής παράδειγμα

Ο Paul είχε μετοχές της εταιρίας A. Τον περασμένο χρόνο σκέφτηκε να αγοράσει μετοχές της εταιρίας B, αλλά τελικά δεν το έκανε. Αν είχε επενδύσει στην B τώρα θα ήταν πλουσιότερος κατά 20.000\$. Ο George είχε μετοχές της B, αλλά πέρσι τις πούλησε και πήρε της A. Αν τις είχε κρατήσει τώρα θα ήταν πλουσιότερος κατά 20.000\$. Ποιος πρέπει να είναι περισσότερο αναστατωμένος κατά την γνώμη σας;

Παρόλο που και οι δυο έχασαν 2 . ο George σύμφωνα με τους περισσότερους ερωτηθέντες θα είναι περισσότερο αναστατωμένος. Η σημαντική διαφορά είναι ότι ο George υποφέρει από μετάνοια για κάτι που έκανε ενώ ο Paul βιώνει την λιγότερο επώδυνη μετάνοια για κάτι που δεν έκανε κάτι που θα τον έκανε πλουσιότερο. Η διαφορά αυτή έχει να κάνει με την διαφορά ανάμεσα σε πραγματικές ζημιές ή κέρδη και δυνητικά τα οποία προκαλούν λιγότερο πόνο αν δεν πραγματοποιηθούν.

Γενικά οι άνθρωποι έχουν την τάση να σκέφτονται συνεχώς για τις ασυνήθιστες καταστάσεις που τους οδήγησαν σε ζημιές και να μετανοούν κυρίως για τα απρόσμενα γεγονότα. Συνήθως μετανιώνουν περισσότερο για κάτι που έκαναν ή δεν έκαναν που πιστεύουν ότι δεν ήταν μέρος των συνηθισμένων αντιδράσεων τους. Αν ξέφυγαν από την συνηθισμένη συμπεριφορά τους εξαιτίας της καθοδήγησης κάποιου άλλου τότε η μετάνοια τους γίνεται θυμός προς το άτομο που τους παρέσυρε.

Παρόλο όμως που ο κανόνας είναι ότι οι άνθρωποι μετανιώνουν για πράγματα που έκαναν περισσότερο από ότι για αυτά που δεν έκαναν, υπάρχουν και εξαιρέσεις ιδιαίτερα στον τομέα των επενδύσεων.

Οι Le και Le σε αδημοσίευτη έρευνα ρώτησαν πάνω από εκατό πλούσιους επενδυτές να θυμηθούν την οικονομική τους απόφαση για την οποία μετάνιωσαν περισσότερο και να διευκρινίσουν αν η απόφαση αφορούσε κάτι που έκαναν ή κάτι που δεν έκαναν. Όπως και ήταν αναμενόμενο οι περισσότεροι επενδυτές δήλωσαν μετάνοια για μια πράξη που έκαναν. Η μειοψηφία που ανέφερε μετάνοια για κάτι που δεν έκανε ήταν άτομα με μεγάλο ποσοστό μετοχών στο χαρτοφυλάκιο τους. Η έρευνα έδειξε ότι αυτοί που μετανιώνουν για κάτι που δεν έκαναν ρισκάρουν περισσότερο σε σχέση με αυτούς που μετανιώνουν για κάτι που έκαναν.

Οι ερωτηθέντες επιπλέον ζητήθηκαν να απαντήσουν για το βαθμό που πίστευαν ότι κάποια αποτελέσματα οφείλονται στην τύχη ένα για το οποίο ήταν περήφανοι και ένα για το οποίο μετάνιωσαν. Οι επενδυτές που έπαιρναν ρίσκο έδωσαν μικρή σημασία στην τύχη ως αιτία και για τα δύο αποτελέσματα. *Η αυταπάτη του ελέγχου βοηθάει τα άτομα να παίρνουν ρίσκο και να μπορούν να το ανεχθούν.*

4.2. Η Αποστροφή της Ζημιάς

Οι *e y* και *e* (1979) βρήκαν ύστερα από πειράματα που έκαναν ότι τα άτομα αποστρέφονται τον κίνδυνο σε περιβάλλον κερδών ενώ τον επιζητούν σε περιβάλλον ζημιών. Όταν δηλ. οι επενδυτές έχουν την επιλογή του σίγουρου κέρδους αποστρέφονται τον κίνδυνο, ενώ όταν η μια επιλογή τους είναι σίγουρη ζημιά είναι πρόθυμοι να ρισκάρουν προκειμένου να την αποφύγουν.

Ένα από τα πειράματα που αναφέρουν είναι το εξής

(Μέσα σε παρενθέσεις είναι τα ποσοστά των συμμετεχόντων στο πείραμα που διάλεξαν την κάθε επιλογή)

1. Διαλέξτε μεταξύ :

- A. Σίγουρου κέρδους 3.000\$. (80%)
- B. Πιθανότητας 80% να κερδίσετε 4.000\$ και 20% τίποτα. (20%)

2. Διαλέξτε μεταξύ :

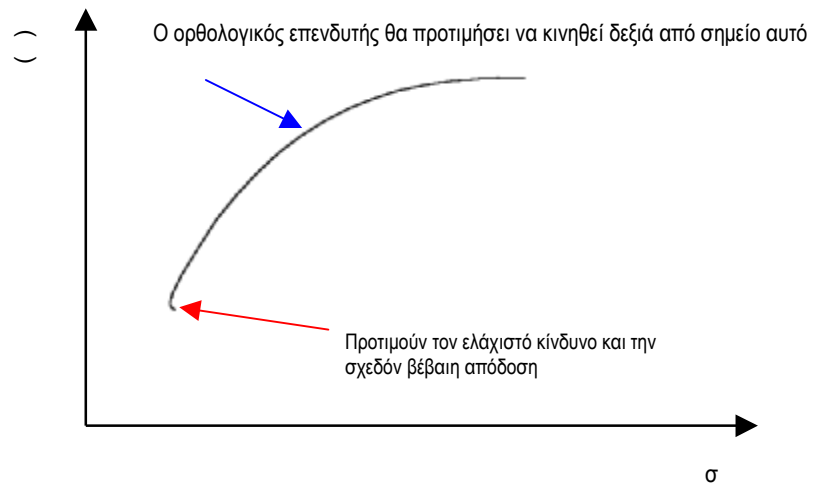
- Γ. Σίγουρης ζημιάς 3.000\$. (20%)
- Δ. Πιθανότητας 80% να χάσετε 4.000\$ και 20% τίποτα. (80%)

Η πλειοψηφία των συμμετεχόντων στο 1^ο πείραμα διαλέγουν την Α επιλογή (σίγουρο κέρδος 3.000\$) παρόλο που το αναμενόμενο κέρδος στην Β είναι 3.200\$. Τα άτομα φαίνεται ότι όταν έχουν την επιλογή του σίγουρου κέρδους αποστρέφονται τον κίνδυνο και προτιμούν το σίγουρο κέρδος. Έστω και αν υπάρχει μια μικρή πιθανότητα να χάσουν χρήματα οι πιο πολλοί επενδυτές θα άφηναν ανεκμετάλλευτες επενδυτικές ευκαιρίες επειδή απλά τις αντιλαμβάνονται ως πιο επικίνδυνες.

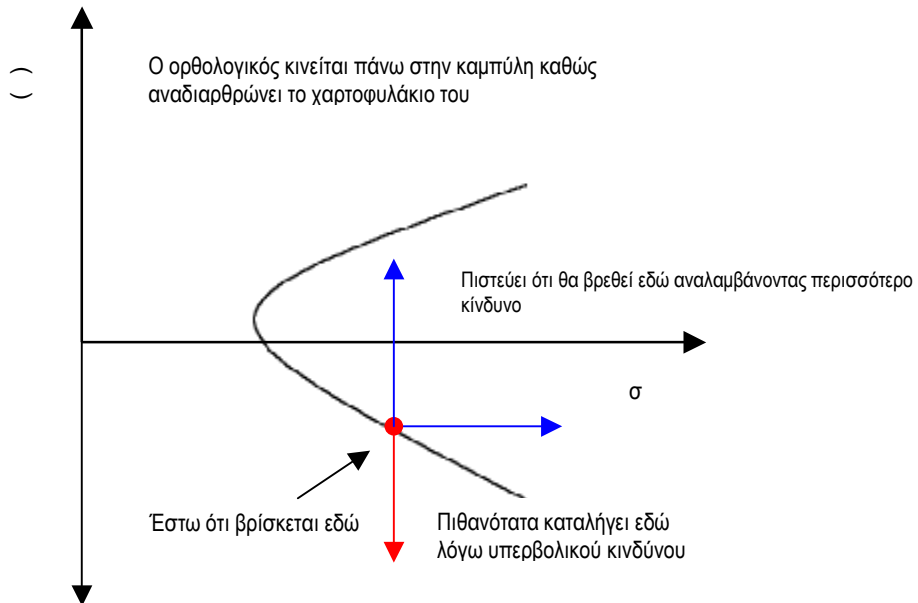
Όταν οι επενδυτές είναι αντιμέτωποι με μια βέβαιη ζημιά όμως είναι πρόθυμοι να ρισκάρουν προκειμένου να την μειώσουν όπως φαίνεται από το 2^ο πρόβλημα. Οι ίδιοι συμμετέχοντες φαίνεται να επιζητούν τον κίνδυνο και επιλέγουν στην πλειοψηφία τους την επιλογή Δ (αναμενόμενη ζημιά 3.200\$) παρόλο που η επιλογή Γ (σίγουρη ζημιά 3.000\$) έχει μεγαλύτερη αναμενόμενη χρησιμότητα.

Είναι φανερό ότι οι επενδυτές δεν συμπεριφέρονται διαρκώς σύμφωνα τα όσα ορίζει η θεωρία της αναμενόμενης χρησιμότητας. Δεν προσπαθούν πάντα να μεγιστοποιήσουν την αναμενόμενη χρησιμότητα των χαρτοφυλακίων τους και φυσικά το αναμενόμενο κέρδος τους. Απεχθάνονται την ζημιά περισσότερο από τον κίνδυνο για αυτό και προκειμένου να αποφύγουν την σίγουρη ζημιά προτιμούν να ρισκάρουν. Η επιλογή του επενδυτή οδηγείται από την αποστροφή της ζημιάς και όχι τόσο του κινδύνου.

Σε περιβάλλον κερδών αποστρέφονται τον κίνδυνο και προτιμούν το σχεδόν σίγουρο κέρδος



Σε περιβάλλον ζημιών επιζητούν τον κίνδυνο προκειμένου να τις ελαττώσουν



Τα Προκαταβεβλημένα Κόστη (Sunk Costs)

Η τάση των ανθρώπων να αποφεύγουν την ζημιά παίρνοντας παραπάνω ρίσκο είναι χαρακτηριστική και στην περίπτωση που έχουν προπληρώσει για κάτι και δεν μπορούν να πάρουν τα χρήματα τους πίσω (**sunk cost**). Από την στιγμή που πλήρωσαν δεν θέλουν να χάσουν τα χρήματα τους. Η πιθανότητα ζημιάς τους παρακινεί να ρισκάρουν.

Ο *Le* (198) αναφέρει το εξής παράδειγμα προκειμένου να σκιαγραφήσει την συμπεριφορά των ατόμων απέναντι στα προκαταβεβλημένα κόστη

Έστω ότι κάποιος έχει προαγοράσει δύο εισιτήρια για ένα αγώνα μπάσκετ που θα γίνει σε ένα μήνα. Την στιγμή της αγοράς ο καταναλωτής έχει ανοίξει ένα λογαριασμό με αρνητικό υπόλοιπο 1. Ο λογαριασμός αυτός θα κλείσει όταν παρακολουθήσει τον αγώνα. Αν όμως κάτι συμβεί π.χ. αρρωστήσει και δεν μπορέσει να πάει ο λογαριασμός θα κλείσει με ζημιά 1. Η αρρώστια ή οτιδήποτε άλλο τον εμποδίζει να πάει στον αγώνα θα μετατρέψει το κόστος του εισιτηρίου σε ζημιά την οποία ο καταναλωτής αποστρέφεται. Τι είναι πιο πιθανό να κάνει το άτομο αυτό

Το πιθανότερο σύμφωνα με τον *Le* είναι ο καταναλωτής να πάει στον αγώνα αγνοώντας τις όποιες αντίξοες συνθήκες. Πηγαίνοντας στον αγώνα ο καταναλωτής θα βάλει το κόστος του εισιτηρίου πίσω στα κανονικά έξοδα και έτσι δεν θα έχει ζημιά ενώ το επιπλέον κόστος λόγω του κινδύνου που αναλαμβάνει δεν είναι νομισματικό και για αυτό δεν το λαμβάνει ρητά υπόψη.

Αντίθετα το άτομο που έχει αναπτύξει τον ψυχοοικονομικό ορθολογισμό του προτού προβεί σε οποιαδήποτε ενέργεια θα λάμβανε υπόψη τόσο το χρηματικό όσο και το μη νομισματικό κόστος που συνεπάγεται η απόφαση του και θα έπραττε με τρόπο που να μεγιστοποιείται η συνολική του ωφέλεια (θα αποδεχόταν την ζημιά και δεν θα διακινδύνευε την υγεία του).

Παρόλο που τα κόστη αυτού του είδους επηρεάζουν τις αποφάσεις των ατόμων η επίδραση τους μετά από ένα ορισμένο χρονικό διάστημα αρχίζει να εξασθενίζει. Οι *e* και *l e* (198) έκαναν ένα πείραμα χωρίζοντας τα άτομα που αγόραζαν προκαταβολικά εποχιακά εισιτήρια σε πανεπιστημιακές θεατρικές παραστάσεις σε τρεις κατηγορίες αυτούς που πλήρωναν ολόκληρο εισιτήριο αυτούς που είχαν μικρή έκπτωση (13%) και σε αυτούς που είχαν μεγάλη (7%). Στο πρώτο μισό της εποχιακής περιόδου αυτοί που πλήρωναν όλη την τιμή παρακολουθούσαν περισσότερες παραστάσεις σε σχέση με αυτούς που είχαν έκπτωση. Όμως στο δεύτερο μισό δεν υπήρχε διαφορά στην παρακολούθηση. Τελικά τα άτομα αγνόησαν το αρχικό κόστος (0%).

Η σταδιακή μείωση της σημασίας των προκαταβεβλημένων εξόδων ονομάστηκε απόσβεση της πληρωμής από τους *Go l e* και *o* (1998). Αυτοί συγκέντρωσαν στοιχεία σχετικά με τις επισκέψεις μελών σε ένα γυμναστήριο οι οποίοι πλήρωναν δύο φορές το χρόνο. Αυτό που βρήκαν ήταν ότι η παρακολούθηση είναι μεγαλύτερη τον μήνα όπου πλήρωναν και

στην συνέχεια μειώνεται τους επόμενους πέντε μήνες. Έπειτα αυξάνεται πάλι κατά την επόμενη πληρωμή.

4.3. Η Μυωπική Αποστροφή της Ζημιάς

Σύμφωνα με τους *Le* και *e* (199) η μυωπική αποστροφή της ζημιάς προέρχεται από ένα συνδυασμό συμπεριφορών. Η αποστροφή της ζημιάς αναφέρεται στην παρατηρούμενη τάση των ατόμων να δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα στις ζημιές από ότι στα κέρδη (*e* *y* και *e* (1979)). Η μείωση του πλούτου τους σταθμίζεται περισσότερο σε σχέση με ανάλογη αύξηση του. Τα άτομα στεναχωριούνται περισσότερο αν χάσουν 1 από ότι χαίρονται αν κερδίσουν 1 . Επιπλέον στεναχωριούνται περισσότερο για τις πιθανές ζημιές από ότι χαίρονται για τα πιθανά κέρδη. Το επίθετο μυωπική αναφέρεται στην τάση ακόμα και επενδυτών με μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα να δίνουν μεγάλη έμφαση στα βραχυπρόθεσμα κέρδη ή ζημιές από τις επενδύσεις τους.

Έστω για παράδειγμα ένας επενδυτής που επενδύει σε μετοχές μια φορά το μήνα με βάση την εμπειρία του από τον προηγούμενο μήνα και τις προσδοκίες του για το άμεσο μέλλον. Έστω επίσης ότι οι μετοχές είχαν κέρδος σε 62 από τους μήνες στο διάστημα των τελευταίων 71 χρόνων και η μέση ζημιά ήταν 97 του μέσου κέρδους. Ένας επενδυτής που αποστρέφεται τον κίνδυνο με επενδυτικό ορίζοντα ενός μήνα θα έβαζε τα χρήματα του κάθε μήνα σε ένα πιο ασφαλή περιουσιακό στοιχείο και όχι σε μετοχές με βάση την παραπάνω πορεία.

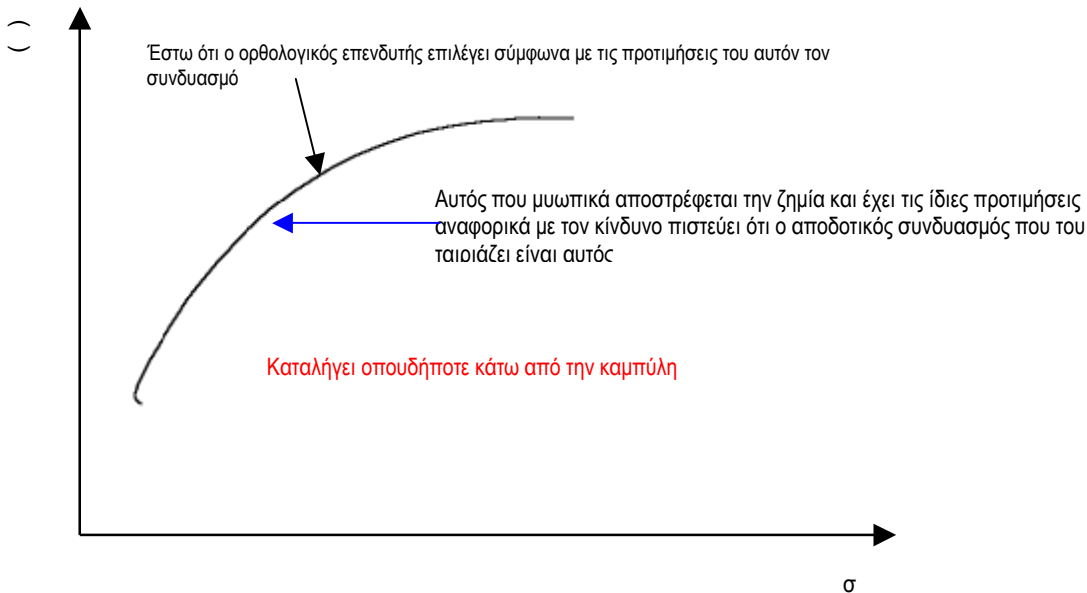
Αν ένας επενδυτής όμως αποφασίσει να επενδύσει για πέντε χρόνια η πορεία των 71 χρόνων θα ήταν ιδιαίτερα ελκυστική για αυτόν. Οι μετοχές του θα κέρδιζαν στο 9 των χρόνων και η μέση ζημιά θα ήταν 63 του μέσου κέρδους. Ακόμα και ένας επενδυτής που απεχθάνεται τον κίνδυνο θα επένδυε αν ήταν διατεθειμένος να έχει ένα μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα.

Οι *Le* και *e* (199) υποστήριξαν ότι η συχνότητα που οι επενδυτές αξιολογούν την πορεία των επενδύσεων τους αντανάκλα την εμπειρία τους στην αγορά και επηρεάζει τις προτιμήσεις τους για τον κίνδυνο. Οι επενδυτές με τον μεγαλύτερο επενδυτικό ορίζοντα είναι πρόθυμοι να πάρουν ρίσκο που οι επενδυτές που μυωπικά αποστρέφονται τον κίνδυνο απορρίπτουν ακόμα και αν η αποστροφή για τον κίνδυνο είναι και στους δύο του ίδιου βαθμού.

Ο *Le* (1997) έκανε ένα πείραμα που αποδεικνύει ότι η συχνότητα αξιολόγησης των επενδύσεων επηρεάζει την στάση των ατόμων απέναντι στον κίνδυνο. Οι συμμετέχοντες έπρεπε να αποφασίσουν αν θα επενδύσουν σε μετοχές ή ομόλογα με συχνότητα αξιολόγησης των επενδύσεων τους οκτώ φορές το χρόνο μια φορά το χρόνο ή μια φορά στα πέντε χρόνια. Οι συμμετέχοντες που δεν αξιολογούσαν συχνά τις επενδύσεις τους επένδυσαν τα 2/3 από το κεφάλαιο τους σε μετοχές ενώ αυτοί που τις αξιολογούσαν

συχνά επένδυσαν το 9 σε ομόλογα. Όσο πιο συχνά λοιπόν αξιολογούν τα άτομα τις επενδύσεις τους η αποστροφή της ζημιάς αυξάνεται.

Οι επενδυτές επιπλέον φαίνεται να δίνουν μεγαλύτερη έμφαση στις πιθανές ζημίες κατά την διάρκεια ενός χρόνου και να παραβλέπουν το μακροχρόνιο κέρδος. Βραχυχρόνια οι τιμές των μετοχών αυξομειώνονται συνεχώς και παρατηρώντας τις η αποστροφή της ζημιάς αυξάνεται. Μακροχρόνια όμως η απόδοση τους ξεπερνά συνήθως αυτή των ομολόγων αλλά οι επενδυτές αφήνουν τον φόβο της ζημιάς να τους στερήσει τα πιθανά κέρδη που είναι ορατά μόνο αν δουν τις επενδύσεις τους μακροχρόνια.



Οι Ie και e (1999) παρουσίασαν τρία πειράματα που αποδεικνύουν την μωπική αποστροφή της ζημιάς.

Οι συμμετέχοντες στο πρώτο πείραμα ήταν 36 προπτυχιακοί φοιτητές του πανεπιστημίου της Νότιας Καλιφόρνιας 62 πελάτες μιας καφετέριας στο e so και 6 MBA φοιτητές του πανεπιστημίου του Σικάγο ώστε να ληφθούν διαφορές στην μάρφωση και το εισόδημα. Στις δύο πρώτες ομάδες πρόσφεραν το στοίχημα 2 κέρδος ή 1 ζημιά με πιθανότητα . Στην τρίτη πρόσφεραν ένα παρόμοιο στοίχημα με μεγαλύτερα ποσά.

Έπειτα ζήτησαν από τις τρεις ομάδες να απαντήσουν αν δέχονται να παίξουν το στοίχημα μια φορά. Στην συνέχεια τους ρώτησαν αν δέχονται να το παίξουν 1 φορές και έπειτα αφού τους έδειξαν μια κατανομή των πιθανών αποτελεσμάτων (χειρότερη από την πραγματική) τους ρώτησαν αν άλλαξαν γνώμη. Η πλειοψηφία των ατόμων στα τρία γκρουπ ήταν διατεθειμένη να παίξει το στοίχημα μια φορά. Στα δύο πρώτα γκρουπ όμως λιγότεροι ήθελαν να παίξουν το πολλαπλό από ότι το μονό στοίχημα αντίθετα με τους συμμετέχοντες στο τρίτο γκρουπ που ήταν πιο μορφωμένοι. Όταν ωστόσο τους έδειξαν την πραγματική κατανομή η πλειοψηφία και στα τρία γκρουπ (83 9) ήθελε να παίξει το πολλαπλό στοίχημα.

Το δεύτερο πείραμα διεξήχθη στο Πανεπιστήμιο του ρe σε προπτυχιακούς φοιτητές των οικονομικών. Οι ερευνητές τόνισαν στους συμμετέχοντες ότι 1 τυχαίοι από αυτούς θα είχαν την ευκαιρία να στοιχηματίσουν πραγματικά ανάλογα με τις απαντήσεις τους. Αρχικά τους ζήτησαν να επιλέξουν μεταξύ ενός βέβαιου ποσού και ενός επαναλαμβανόμενου στοιχήματος με θετική αναμενόμενη απόδοση. Υπήρχαν τρεις ερωτήσεις και το στοίχημα κάθε ερώτησης είχε την ίδια κατανομή αποτελεσμάτων αλλά διέφερε το ποσό της ζημιάς σε μια μόνο δοκιμή (μικρή μέτρια μεγάλη). Η αναλογία των ατόμων που διάλεξαν το επαναλαμβανόμενο στοίχημα αυξανόταν καθώς το ποσό της ζημιάς μειωνόταν δείχνοντας μωπική αποστροφή της ζημιάς.

Ακόμα και όταν τους ζητήθηκε να επιλέξουν μεταξύ 1 φορών του στοιχήματος

- A. 9 πιθανότητα να κερδίσουν 1 και 1 να χάσουν 3 ή
B. 1 πιθανότητα να κερδίσουν και 9 να χάσουν

το 9 διάλεξε το B καθώς δεν θα έχαναν τίποτα σε μια δοκιμή. Το A στοίχημα όμως είχε και μεγαλύτερο μέσο και μικρότερη διακύμανση και πιθανότητα ζημιάς μόνο 1.

Η αποστροφή αυτή στις βραχυπρόθεσμες ζημιές μπορεί να αποφευχθεί αν τα άτομα δουν την πραγματική κατανομή των αποτελεσμάτων. Το 9 των συμμετεχόντων προτίμησαν το επαναλαμβανόμενο στοίχημα από το βέβαιο πόσό όταν τους παρουσίασαν την πραγματική κατανομή των αποτελεσμάτων.

Το τρίτο πείραμα που έκαναν αφορούσε την κατανομή των συνταξιοδοτικών εισφορών του προσωπικού του Πανεπιστημίου της Νότιας Καλιφόρνιας μεταξύ μετοχών και ομολόγων. Οι ιστορικές αποδόσεις από κάθε μορφή επένδυσης παρουσιάστηκαν με τρεις διαφορετικούς τρόπους ετήσιες 3 ετής και με βάση το ποσό της σύνταξης που θα έπαιρναν ως ποσοστό του τελικού μισθού που θα είχαν όταν συνταξιοδοτηθούν. Η μέση κατανομή των εισφορών σε μετοχές για αυτούς που είδαν τις ετήσιες αποδόσεις ήταν 1 ενώ σε αυτούς που είδαν τις άλλες δύο εκδοχές ήταν 7 και 82 . Παρόμοια ήταν τα αποτελέσματα όταν το πείραμα έγινε με τους καθηγητές του Πανεπιστημίου αν και το ποσοστό κατανομής σε μετοχές ήταν μεγαλύτερο και στις τρεις περιπτώσεις.

Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι η μωπική αποστροφή της ζημιάς αποτελεί μια από τις πιο πιθανές εξηγήσεις για το $y p e \rho l e$.

Equity Premium Puzzle

Σύμφωνα με τον Merton (1990) το equity premium στην Αμερική σε σχέση με τα βραχυπρόθεσμα κρατικά ομόλογα ήταν περίπου 6% το χρόνο από το 1926-1992. Επιπλέον δεν υπάρχει καμία 3 ετία στην Αμερική από το 1871 όπου ένα χαρτοφυλάκιο ομολόγων να ξεπέρασε αυτό των μετοχών σε αποδόσεις (equity premium).

Μια πρώτη εξήγηση που δόθηκε στην ανωμαλία αυτή ήταν ότι οι επενδυτές θεωρούν τις μετοχές πολύ περισσότερο επικίνδυνες από τα ομόλογα γιατί οι τιμές των μετοχών σημειώνουν μεγαλύτερες διακυμάνσεις. Για να δεχθούν να αναλάβουν περισσότερο κίνδυνο θέλουν να αποζημιωθούν με μεγαλύτερες αναμενόμενες αποδόσεις για αυτό και η μέση ιστορική απόδοση των μετοχών είναι μεγαλύτερη από των ομολόγων.

Όμως η αποστροφή αυτή του κινδύνου δεν επαρκεί για να εξηγήσει τις μεγάλες διαφορές στις αποδόσεις (Merton και Peled (1988)). Καθώς περισσότεροι επενδυτές υιοθετούν μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα τα ομόλογα εμφανίζονται να είναι στην πραγματικότητα πιο επικίνδυνα από τις μετοχές καθώς οι αποδόσεις τους είναι ονομαστικές.

Oi Peled και Merton (1990) ερεύνησαν και αυτοί τον ρόλο της αποστροφής του κινδύνου στην τιμολόγηση των μετοχών και των ομολόγων. Παρατήρησαν ότι οι μέσες ετήσιες πραγματικές αποδόσεις στις μετοχές ήταν 7% ενώ στα ομόλογα λιγότερο από 1%. Η αγορά όμως για τις δύο αυτές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων ήταν σε ισορροπία παρόλες τις διαφορές στις αποδόσεις τους.

Υποθέτοντας ότι οι επενδυτές συμπεριφέρονται σύμφωνα με την θεωρία των προσδοκιών και χρησιμοποιώντας την παρατηρούμενη διαφορά στις αποδόσεις των μετοχών και των ομολόγων προσπάθησαν να βρουν τον επενδυτικό ορίζοντα όπου τα δύο είδη επενδύσεων θα ήταν εξίσου ελκυστικά. Βρήκαν τελικά ότι αν τα άτομα αξιολογούν τις αλλαγές στα χαρτοφυλάκια τους κάθε 13 μήνες είναι αδιάφορα αναφορικά με την ιστορική κατανομή των αποδόσεων των δύο ειδών επενδύσεων. Το αποτέλεσμα αυτό υπονοεί ότι αν οι επενδυτές αξιολογούν τις επενδύσεις τους μια φορά το χρόνο κυρίως το παράδοξο αυτό φαινόμενο λύνεται.

Συγκεκριμένα η εξήγηση τους για το equity premium ήταν ότι τα άτομα λαμβάνοντας υπόψη τους τις κατανομές πιθανότητας των ετήσιων αποδόσεων για τα δύο είδη επενδύσεων δίνουν στις πιθανές ζημιές 2 φορές περισσότερη βαρύτητα από ότι στα πιθανά κέρδη (αποστροφή της ζημιάς). Η πιθανότητα ζημιάς είναι μεγαλύτερη για τις μετοχές και η παραπάνω στάθμιση των πιθανών ζημιών απαιτεί υψηλότερες αποδόσεις ώστε να είναι εξίσου ελκυστικές οι μετοχές με τα ομόλογα.

Επιπλέον η συχνή αξιολόγηση των επενδύσεων τους εμποδίζει τους επενδυτές να υιοθετήσουν στρατηγικές που θα ήταν κατάλληλες κατά την διάρκεια ενός μακροχρόνιου επενδυτικού ορίζοντα. Τείνουν να αξιολογούν τις αποδόσεις τους βραχυπρόθεσμα δίνοντας μεγαλύτερη έμφαση στις ζημιές και

παραβλέποντας το μακροπρόθεσμο κέρδος. Κοιτούν πως μεμονωμένα γεγονότα επηρεάζουν χωριστά μια μετοχή και όχι στα πλαίσια του χαρτοφυλακίου τους. Για αυτό οι επενδύσεις σε μετοχές φαίνονται τόσο αβέβαιες και ευμετάβλητες.

4.4. Η Παραδοσιακή Θεωρία & Θεωρία των Προσδοκιών

Η πλειοψηφία των οικονομικών μοντέλων υποθέτει ότι οι επενδυτές συμπεριφέρονται ορθολογικά και αξιολογούν τις εναλλακτικές επιλογές που έχουν κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας χρησιμοποιώντας την θεωρία της αναμενόμενης χρησιμότητας όπως ορίστηκε από τους $Johansen$ και $Morgan$ το 1977 που θεωρείται η πιο διαδεδομένη.

Όμως ύστερα από την διεξαγωγή διαφόρων πειραμάτων αποδείχθηκε ότι τα άτομα δεν συμπεριφέρονται σύμφωνα με τα αξιώματα της θεωρίας αυτής και συστηματικά τα παραβιάζουν όταν λαμβάνουν αποφάσεις σε καθεστώς αβεβαιότητας.

Το παράδοξο του $Ellsberg$ (1931) ήταν το πρώτο που αμφισβήτησε την παραδοσιακή συνάρτηση χρησιμότητας των $U(x)$ και $M(x)$ παραβιάζοντας την αρχή ότι η επιλογή μεταξύ δύο εναλλακτικών επιλογών πρέπει να επηρεάζεται μόνο από τις πληροφορίες εκείνες που έχουν ως συνέπεια οι δύο επιλογές να έχουν διαφορετικά αποτελέσματα και όχι από αυτές που είναι κοινές και στις δύο επιλογές. Οι κοινοί παράγοντες πρέπει να μην λαμβάνονται υπόψη κατά την διαδικασία λήψεως αποφάσεων ενός ορθολογικού επενδυτή (**Cancellation Principle**).

Το Παράδοξο του Allais

1. Διαλέξτε μεταξύ
 - A. Σίγουρου κέρδους 1. και
 - B. 1 πιθανότητας να κερδίσετε 89 πιθανότητας να κερδίσετε 1. και 1 πιθανότητας να κερδίσετε

2. Διαλέξτε μεταξύ
 - Γ. 11 πιθανότητας να κερδίσετε 1. και 89 πιθανότητας να κερδίσετε
 - Δ. 1 πιθανότητας να κερδίσετε και 9 πιθανότητας να κερδίσετε

Οι περισσότεροι συμμετέχοντες διάλεξαν την επιλογή A στο 1^ο πρόβλημα που είναι το σίγουρο κέρδος παρόλο που η επιλογή B έχει μεγαλύτερη αναμενόμενη χρησιμότητα $A.X.(A) = 1 \cdot 1 = 1$ $A.X.(B) = 1 \cdot 1 + 0.89 \cdot 1 = 0.89$ $1 > 0.89$ $1 > 1.39$

Αντίθετα στο δεύτερο πρόβλημα επιλέγουν το Δ καθώς πιστεύουν ότι δεν υπάρχει μεγάλη διαφορά μεταξύ 1 πιθανότητας κέρδους και 11 αλλά η διαφορά είναι τεράστια μεταξύ 1. και Επιπλέον η επιλογή Δ έχει και την μεγαλύτερη αναμενόμενη χρησιμότητα καθώς A.X.(Γ) 11 A.X.(Δ)

Η επιλογή του A στο 1^ο πρόβλημα υπονοεί ότι (1.)
 1 89 (1.) 1 () ⇒ 11 (1.)
 1 (.). Αντίθετα η επιλογή Δ στο 2^ο πρόβλημα υπονοεί ότι
 11 (1.) 1 (.).

Η επιλογή A είναι επιπλέον όμοια με την Γ με μόνη διαφορά ότι η πιθανότητα κέρδους 1. μειώθηκε κατά 89 . Ομοίως η επιλογή B είναι όμοια με την Δ με μόνη διαφορά την εξάλειψη του ενδεχόμενου κέρδους 1. με πιθανότητα 89 . Έτσι αυτοί που διάλεξαν το A έπρεπε στο 2^ο πρόβλημα να διαλέξουν το Γ αλλιώς η αρχή της διαγραφής παραβιάζεται καθώς η εξάλειψη της 89 πιθανότητας κέρδους και στα δύο προβλήματα είναι κοινή και δεν θα έπρεπε να επηρεάσει την κρίση ενός ορθολογικού επενδυτή (Το αξίωμα αυτό είναι που επιτρέπει την απεικόνιση των προτιμήσεων κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας ως γραμμική συνάρτηση της χρησιμότητας των βασικών αποτελεσμάτων).

Οι e y και e (1979) έκαναν παρόμοια πειράματα επιβεβαιώνοντας το παραπάνω παράδοξο.

1. Διαλέξτε μεταξύ:

- Της λοταρίας Λ1 που υπόσχεται σίγουρο κέρδος 3.000\$ (80%)
- Της λοταρίας Λ2 που προσφέρει 80% πιθανότητα κέρδους 4.000\$ και 20% μηδενικού (20%)

2. Διαλέξτε μεταξύ:

- Της λοταρίας K1 που προσφέρει πιθανότητα 25% κέρδους 3.000\$ (35%)
- Της λοταρίας K2 που προσφέρει 20% πιθανότητα κέρδους 4.000\$ (65%)

Οι συμμετέχοντες στο πείραμα στο 1^ο πρόβλημα προτίμησαν την επιλογή του σίγουρου κέρδους με ποσοστό 8 ενώ στο 2^ο πρόβλημα προτίμησαν την δεύτερη επιλογή με ποσοστό 6 . Η λοταρία K2 προτιμάται στο 2^ο πρόβλημα παρόλο που διαφέρει από το 1^ο μόνο στο ότι η πιθανότητα κέρδους μειώνεται κατά / στις λοταρίες K1 και K2 σε σχέση με τις Λ1 και Λ2.

Σύμφωνα με την συνάρτηση χρησιμότητας των o e και Mo ge e τα άτομα προτιμούν την λοταρία που έχει την μεγαλύτερη αναμενόμενη χρησιμότητα. Η αναμενόμενη χρησιμότητα κάθε λοταρίας είναι το συνολικό άθροισμα των γινομένων των βασικών αποτελεσμάτων επί την πιθανότητα τους να συμβούν.

Στην περίπτωση A η προτίμηση της Λ1 σε σχέση με την Λ2 υποδηλώνει ότι η αναμενόμενη χρησιμότητα της Λ1 σε σχέση με της Λ2 είναι $(3 - 8)$ ενώ η προτίμηση της Κ2 σε σχέση με την Κ1 υποδηλώνει ότι η αναμενόμενη χρησιμότητα της Κ2 έναντι της Κ1 (στην περίπτωση B) είναι $-(3 - 8)$.
 $(3 - 8) - () \Rightarrow (3 - 8) - () \Rightarrow (3 - 8) - 8$
 $()$.

Στην περίπτωση A η Λ2 διαφέρει από την Λ1 κατά 2 πιθανότητα κέρδους $(1 - 8)$ όσο ακριβώς στην περίπτωση B η Κ2 διαφέρει από την Κ1 $(2 - 2)$. Η μείωση κατά μια σταθερή αναλογία της πιθανότητας κέρδους $(1 - 2 \cdot 8 - 2)$ έχει μεγαλύτερο νοητικό αποτέλεσμα στην λοταρία οπού το κέρδος ήταν αρχικά βέβαιο από ότι σε αυτήν που ήταν αβέβαιο ούτως ή άλλως.

Συμφωνά με την θεωρία της αναμενόμενης χρησιμότητας μια αύξηση ή μείωση κατά π.χ. 1 της πιθανότητας να συμβεί ένα ενδεχόμενο έπρεπε να είχε το ίδιο αποτέλεσμα στην χρησιμότητα που δίνεται στο ενδεχόμενο αυτό άσχετα αν η αρχική πιθανότητα του ήταν 1 ή 99 (Γραμμική συνάρτηση).

Το παράδοξο αυτό εξηγείται με βάση το αποτέλεσμα της βεβαιότητας (e y effe) σύμφωνα με το οποίο η μείωση της πιθανότητας ενός αποτελέσματος κατά ένα σταθερό ποσοστό έχει μεγαλύτερο αντίκτυπο όταν το αποτέλεσμα είναι αρχικά βέβαιο και μετά γίνεται απλά πιθανό.

Ως αποτέλεσμα των συστηματικών παραβιάσεων των αξιωμάτων της θεωρίας της αναμενόμενης χρησιμότητας αναπτύχθηκαν νέες θεωρίες που προσπαθούσαν να εναρμονιστούν με τα αποτελέσματα της έρευνας των ψυχολόγων. Μερικά από τα πιο γνωστά μοντέλα είναι η θεωρία της σταθμισμένης χρησιμότητας (e και M o (1979) e (1983)) η αποστροφή της απογοήτευσης (G I (1991)) και η θεωρία των προσδοκιών (e και e y (1979)).

Από τις θεωρίες αυτές η επικρατέστερη είναι η θεωρία των προσδοκιών καθώς καταφέρνει να συμπεριλάβει τα αποτελέσματα των ψυχολογικών πειραμάτων και για αυτό εξετάζεται αναλυτικά παρακάτω. Οι περισσότερες θεωρίες μη αναμενόμενης χρησιμότητας προσπαθούν να συμπεριλάβουν κάποιες από τις αποδείξεις των ψυχολογικών πειραμάτων χαλαρώνοντας κάποια από τα αξιώματα της θεωρίας της αναμενόμενης χρησιμότητας. Αντίθετα η θεωρία των προσδοκιών απλά προσπαθεί να περιγράψει την στάση των ατόμων σε καθεστώς αβεβαιότητας και είναι σύμφωνη με τα λάθη και τα χαρακτηριστικά των ατόμων που εξετάστηκαν ως τώρα.

Η Θεωρία των Προσδοκιών

Η θεωρία των προσδοκιών που αναπτύχθηκε από τους e και e y το 1979 αντικατάστησε την έννοια της χρησιμότητας με αυτήν της αξίας. Συγκεκριμένα η θεωρία αυτή αναφέρεται σε μια συνάρτηση αξίας και όχι χρησιμότητας με τις εξής ιδιότητες (f g e 1)

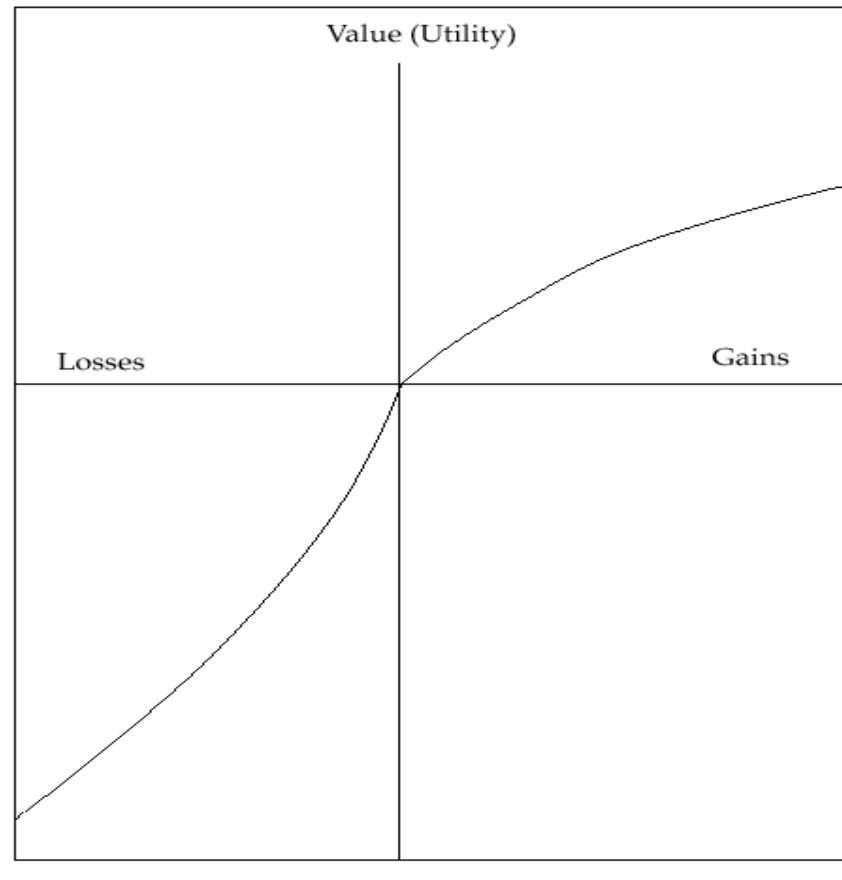
1. Η συνάρτηση αξίας ορίζεται με σχέση με το με τα κέρδη ή τις ζημιές και όχι σε σχέση με τον τελικό πλούτο των ατόμων. Η έμφαση δίνεται στις αλλαγές του πλούτου (κέρδος ή ζημιά) και όχι στο τελικό του μέγεθος. Οι συναλλαγές των ατόμων αξιολογούνται μια κάθε φορά και όχι σε σχέση με τις μέχρι τώρα ενέργειές τους.
2. Η μορφή της συνάρτησης αξίας είναι σε σχήμα \ln . Συγκεκριμένα είναι κοίλη στο μέρος των κερδών και κυρτή στην πλευρά που ορίζονται οι ζημιές. Το γεγονός αυτό αντανακλά την βασική ψυχολογική αρχή (e e e e l) ότι η διαφορά μεταξύ 1 και 2 φαίνεται μεγαλύτερη από την διαφορά μεταξύ 1 και 1 1 ανεξάρτητα από το πρόσημο. Στην πλευρά των κερδών τα άτομα αποστρέφονται τον κίνδυνο ενώ τον επιζητούν στην πλευρά των ζημιών.
3. Η συνάρτηση αυτή είναι περισσότερο απότομη στο μέρος των ζημιών. Το χαρακτηριστικό αυτό υποδηλώνει μεγαλύτερη ευαισθησία στις ζημιές από ότι στα κέρδη (αποστροφή της ζημιάς). Η χαρά που νιώθει κάποιος όταν κερδίζει ένα πόσο χρημάτων είναι μικρότερη από την απογοήτευση που νιώθει αν χάσει το ίδιο πόσο χρημάτων.
4. Η συνάρτηση παρουσιάζει μια ασυνέχεια στην κλίση της στο σημείο αναφοράς (e e e e po). Η κλίση της αλλάζει απότομα προς τα κάτω στο σημείο αυτό. Η θέση του σημείου αυτού αναφοράς καθορίζεται υποκειμενικά από κάθε άτομο. Είναι το μέτρο σύγκρισης που χρησιμοποιείται για να μετρηθούν το κέρδος ή η ζημιά του ατόμου. Συνήθως είναι το o

Σύμφωνα με την θεωρία των προσδοκιών τα άτομα αξιολογούν τις εναλλακτικές επιλογές τους πολλαπλασιάζοντας την αξία κάθε επιλογής όπως καθορίζεται από την συνάρτηση αξίας με ένα βάρος (e o e g) που είναι η υποκειμενική ή εμπειρική πιθανότητα και δεν ταυτίζεται πάντα με την πραγματική στατιστική έννοια της πιθανότητας.

Τα βάρη καθορίζονται από μια συνάρτηση πραγματικών πιθανοτήτων η οποία δίνει μηδενικό βάρος στις υπερβολικά μικρές πιθανότητες και μοναδιαίο στις υπερβολικά μεγάλες. Τα άτομα συμπεριφέρονται σαν να θεωρούν υπερβολικά απίθανα αποτελέσματα ως εντελώς απίθανα και τα υπερβολικά πιθανά ως βέβαια. Σε γεγονότα που είναι απλά πολύ απίθανα δίνεται μεγάλο βάρος ενώ σε αυτά που είναι πολύ πιθανά μικρό. Ανάμεσα στις πολύ μικρές

και πολύ μεγάλες πιθανότητες η συνάρτηση αυτή έχει κλίση μικρότερη της μονάδας.

Figure 1. Prospect Theory Value Function



4.5. Έρευνες για την Αποστροφή της Ζημιάς και του Κινδύνου

Ο μαθηματικός Joel P. O'Keefe (1996) προκειμένου να εξετάσει την αποστροφή των ανθρώπων ως προς τον κίνδυνο και την ζημιά έκανε το εξής πείραμα. Μπαίνοντας στην τάξη είπε στους μαθητές του ότι στο εξής όποιος τσεκάριζε ένα κουτί που υπήρχε στο φύλλο του διαγωνίσματος θα έπαιρνε 1 βαθμούς επιπλέον σε ότι έγραφε έκτος και αν πάνω από το μισό της τάξης τσεκάριζε το κουτί. Τότε 1 βαθμοί θα αφαιρούνταν από το βαθμό που θα έγραφαν.

Στο πρώτο διαγώνισμα πολύ λίγοι μαθητές τσεκάρισαν το κουτί. Οι περισσότεροι αποστρέφονταν το ρίσκο και δεν ήθελαν να διακινδυνεύσουν τον σίγουρο βαθμό τους. Ήταν καλά διαβασμένοι και ήξεραν ότι θα έγραφαν για Α οπότε ποιος ο λόγος να ρισκάρουν να πάρουν Β. Για τους περισσότερους μαθητές ο κίνδυνος της ζημιάς επισκίαζε το πιθανό κέρδος.

Όμως οι μαθητές ενδιαφέρονταν να έχουν επίσης μεγαλύτερη βαθμολογία από τους υπόλοιπους και έτσι και αυτοί που δεν ήθελαν να ρισκάρουν κοιτούσαν τι έκαναν οι υπόλοιποι προκειμένου να αποφασίσουν αν θα τσέκαραν το κουτί. Η επιτυχία των συμμαθητών τους που τσέκαραν το κουτί στο πρώτο διαγώνισμα τους παρακινούσε να τσεκάρουν και αυτοί. Μαθητές μέτριοι πήραν υψηλότερους βαθμούς από καλούς που δεν τσέκαραν.

Στο δεύτερο διαγώνισμα πολλοί δεν τσέκαραν πάλι το κουτί πιστεύοντας ότι η επιτυχία της τακτικής αυτής δεν θα κρατούσε πολύ. Καθώς όμως συνέχιζαν αυτοί που τσέκαραν το κουτί να παίρνουν 1 βαθμούς παραπάνω όλο και περισσότεροι μαθητές άρχισαν να τσεκάρουν. Κάποια μέρα πάνω από τα μισό της τάξης τσέκαρε το κουτί και τιμωρήθηκαν με 1 βαθμούς κάτω. Ύστερα από αυτό πολύ λίγοι μαθητές το έκαναν ξανά.

Το παράδειγμα αυτό είναι μια ενδιαφέρουσα εφαρμογή της αρχής ότι ο πόνος της ζημιάς είναι τριπλάσιος από την χαρά του κέρδους. Το να έχει κάποιος απόδοση 1 στις μετοχές του προσφέρει πολύ μικρότερη ικανοποίηση σε σχέση με τον πόνο αν χάσει 1 παρόλο που το χρηματικό ποσό είναι ίδιο. Για αυτό και πολύ λίγοι μαθητές τσέκαραν αρχικά το κουτί. Καθώς όμως περνούσε ο χρόνος και έβλεπαν τους άλλους να κερδίζουν η αποστροφή του κινδύνου μειώνεται και ήταν διατεθειμένοι να ρισκάρουν. Έτσι περισσότεροι άρχισαν να κερδίζουν. Όμως όταν πάρα πολλοί έκαναν το ίδιο έχασαν και ξαναγύρισαν στην αρχική κατάσταση αποστροφής του κινδύνου που δεν τσέκαραν το κουτί.

Στο χρηματιστήριο αυτοί που τσεκάρουν το κουτί είναι αυτοί που αγοράζουν μετοχές. Στην αρχή οι επενδυτές είναι διστακτικοί να αναλάβουν ρίσκο. Όμως καθώς βλέπουν τους γνωστούς τους να κερδίζουν σκέφτονται και αυτοί να μπουν στη αγορά ακολουθώντας το παράδειγμα τους και κάνοντας παρόμοιες επενδύσεις. Παρόλο που αρχικά κάποιοι μπορεί να επένδυσαν σε μια καλή μετοχή που τους απέφερε κέρδη ζηλεύοντας το κέρδος τους και άλλοι επενδυτές κάνουν το ίδιο ώσπου τελικά η μετοχή γίνεται φούσκα. Κάποια στιγμή σκάει και όλοι οι επενδυτές τιμωρούνται που τσέκαραν το κουτί.

Ο e και le (g exe e) σε ομάδα χρηματοοικονομικών συμβούλων ζήτησαν να προτείνουν που θα έπρεπε να επενδύσει μια πλούσια οικογένεια με περιουσία 3 εκατ. και ετήσια έξοδα 2 . Σε μια άλλη ομάδα συμβούλων ζήτησαν την γνώμη τους για μια οικογένεια με περιουσία 6εκατ. και έξοδα 12 . ετησίως. Η αναλογία των χρημάτων που οι δύο ομάδες πρότειναν να επενδυθούν σε μετοχές ήταν σχεδόν η ίδια και για τις δύο περιπτώσεις 66 για την πλουσιότερη οικογένεια και 6 για την άλλη. Όταν ζητήθηκε από τις δύο ομάδες συμβούλων να προτείνουν λαμβάνοντας υπόψη και τις δύο οικογένειες η πλειοψηφία πρότεινε η πλουσιότερη οικογένεια να επενδύσει μεγαλύτερη αναλογία της περιουσίας της σε μετοχές. Το φαινόμενο αυτό είναι γνωστό ως αναλογική στάση απέναντι στον κίνδυνο (e p o r o l y o f e).

Συμπέρασμα

Για να μπορέσει ο επενδυτής να αντιμετωπίσει το αίσθημα του κινδύνου που νιώθει και να τον δει στις πραγματικές του διαστάσεις πρέπει να έρθει αντιμέτωπος με όποιου είδους αβεβαιότητα ανησυχία ή φόβο νιώθει και να μάθει όσο περισσότερα μπορεί για τις επενδύσεις του. Έτσι σε συνδυασμό με την εμπειρία που αποκτά θα μπορέσει να αντιδράσει λογικά όταν βρεθεί σε μια κατάσταση με αυξημένα επίπεδα κινδύνου.

Υπάρχουν επενδυτές που γνωρίζουν πόσο κίνδυνο μπορούν να αντέξουν και συνειδητά αποφασίζουν να τον αυξήσουν. Επεκτείνουν τα όρια ανοχής του κινδύνου τους αποφασίζοντας να προβούν σε πιο επικίνδυνες επενδυτικές επιλογές. Αυτή η κατηγορία επενδυτών ενεργεί λογικά ξέρι τι κάνει και τι να περιμένει. Υπάρχουν όμως και άλλοι επενδυτές που παρασύρονται από την επιθυμία τους για μεγαλύτερες αποδόσεις από γνωστούς που έκαναν ριψοκίνδυνες επενδύσεις ή από διαφημίσεις και οδηγούνται σε απερίσκεπτες ριψοκίνδυνες επενδύσεις χωρίς να είναι προετοιμασμένοι ψυχολογικά να δεχθούν τον επιπλέον κίνδυνο.

Ο κάθε επενδυτής πρέπει πρώτα να εξοικειωθεί με την ιδέα του κινδύνου να επεκτείνει τα όρια της ανοχής του και ύστερα να προβεί σε τέτοιου είδους επενδύσεις. Πρέπει να βρει μια ισορροπία ανάμεσα στην ασφάλεια που επιθυμεί να νιώθει και τον κίνδυνο που μπορεί να αναλάβει για να πετύχει τις αποδόσεις που θέλει.

Πρέπει να μην πανικοβάλλεται και να κάνει σπασμωδικές κινήσεις. Ακόμα και μια έξυπνη επενδυτική επιλογή είναι άχρηστη σε ένα επενδυτή που δεν μπορεί να συμβιβαστεί με τον κίνδυνο που συνεπάγεται ή που θα την ρευστοποιήσει σε λάθος χρόνο. Παρόλο που κανείς δεν θέλει να χάνει η μετάνοια κάνει τον επενδυτή να λυπάται ακόμα περισσότερο. Ο επενδυτής που πιστεύει ότι έπρεπε να είχε προβλέψει το δυσάρεστο αποτέλεσμα αισθάνεται πολύ πιο άσχημα από αυτόν που πιστεύει ότι δεν μπορούσε να κάνει τίποτα.

✘ ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5°

ΟΙ ΤΥΠΟΙ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ

Οι τύποι επενδυτικής συμπεριφοράς που υπάρχουν είναι περιορισμένοι. Ο κάθε επενδυτής ανάλογα με τις κινήσεις της αγοράς έχει να αποφασίσει αν θα αγοράσει θα πουλήσει ή δεν θα μεταβάλει καθόλου τις επενδυτικές του επιλογές. Στο κεφάλαιο αυτό γίνεται προσπάθεια να συνδυαστούν τα ψυχικά χαρακτηριστικά και τα λάθη που διαπράττουν οι επενδυτές και αναλύθηκαν στα τρία προηγούμενα κεφάλαια με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της προσωπικότητας κάθε επενδυτή και να παρουσιαστούν οι κυριότεροι κατά την κρίση μας τύποι επενδυτών.

Μέσα σε αυτό το πλαίσιο παρουσιάζονται οι εξής τύποι επενδυτών ο επιφυλακτικός ο συναισθηματικός ο τεχνικός ο πολυάσχολος ο ανέμελος ο πληροφορημένος ο ψυχαναγκαστικός αυτός που επιζητά την ασφάλεια ο αγχώδης ο παρορμητικός αυτός που θέλει να εντυπωσιάσει ο τζογαδόρος ο κληρονόμος ο οικολόγος και ο αντιδραστικός. Επιπλέον παρουσιάζεται και ο ορθολογικός επενδυτής που δρα σύμφωνα με τα όσα ορίζει η οικονομική θεωρία και δεν διαπράττει συστηματικά λάθη.

Ένας επενδυτής μπορεί να ανήκει σε ένα συγκεκριμένο τύπο ή συνδυασμό αυτών. Ανακαλύπτοντας που ανήκει θα τον βοηθήσει να αποφύγει τα συστηματικά λάθη. Έχοντας επίγνωση της συμπεριφοράς του μπορεί να καταπολεμήσει τα αντιπαραγωγικά συναισθήματα και να αναπτύξει τα χαρακτηριστικά αυτά που συμβάλλουν στις επιτυχημένες επενδύσεις. Επίσης αν ο επενδυτής γνωρίζει ότι μπορεί να ελέγξει την δυσλειτουργική του συμπεριφορά αντιμετωπίζει την αγορά με αυτοπεποίθηση γεγονός που αυξάνει τις πιθανότητες επιτυχίας του. Επιπλέον είναι θετικό να βρει κάποιος ότι ανήκει σε ένα συνδυασμό τύπων. Αυτό σημαίνει ότι αντιδρά διαφορετικά ανάλογα με την κατάσταση και έχει ένα ευέλικτο επενδυτικό προφίλ.

Δεν υπάρχει αποτελεσματικός ή μη τύπος επενδυτή. Η κατηγοριοποίηση των επενδυτών στοχεύει να κάνει τους επενδυτές να γνωρίσουν καλύτερα τον εαυτό τους να διορθώσουν κάποια επιζήμια χαρακτηριστικά να αναπτύξουν τα εποικοδομητικά και να κάνουν μελετημένες και ποιοτικές επενδυτικές κινήσεις.

Ο επενδυτής αφού βρει τον τύπο του θα πρέπει ανεξάρτητα από την κατηγορία στην οποία ανήκει να σκεφτεί πόσο ριψοκίνδυνος είναι. Ο βαθμός ανοχής του κινδύνου δεν είναι απαραίτητα χαρακτηριστικό ενός συγκεκριμένου τύπου. Οι επενδυτές έχουν διαφορετικό χαρακτήρα εμπειρίες τρόπο σκέψης και υποχρεώσεις. Όλα αυτά επηρεάζουν την ανοχή τους στον κίνδυνο. Μπορεί κάποιος να είναι συναισθηματικός επενδυτής και ταυτόχρονα ριψοκίνδυνος ενώ ένας άλλος να απεχθάνεται τον κίνδυνο. Ο τύπος του επενδυτή σε συνδυασμό με τον κίνδυνο προσδιορίζουν τα είδη των

επενδύσεων που ταιριάζουν στον καθένα. Ποτέ κάποιος όμως δεν πρέπει να παίρνει μεγαλύτερο κίνδυνο από αυτό που μπορεί να αντέξει και ποτέ να μην επενδύει περισσότερο από όσα είναι διατεθειμένος να χάσει.

5.1. Επιφυλακτικός Επενδυτής (Cautious Investor)

Ο επιφυλακτικός επενδυτής ανήκει στην κατηγορία των επενδυτών που αποστρέφονται έντονα την ζημιά. Δεν θέλει να χάσει ούτε έστω ένα μικρό ποσό χρημάτων από τις επενδύσεις του για αυτό και ερευνά διεξοδικά προτού προβεί σε οποιαδήποτε ενέργεια και λαμβάνει υπόψη του ακόμα και την πιο μικρή πιθανότητα να έχει ζημιά. Εκτιμά την αξία των χρημάτων για τα οποία δούλεψε ή αποταμίευσε για μεγάλο χρονικό διάστημα και αποφεύγει να τα διακινδυνεύσει.

Δεν επενδύει απερίσκεπτα αλλά αντίθετα χρειάζεται χρόνο για να ερευνήσει και να αποφασίσει για τις επενδύσεις του είτε αυτές είναι μακροχρόνιες είτε βραχυχρόνιες. Δεν παρασύρεται από την γενικότερη ψυχολογία της αγοράς και τις συμβουλές των επαγγελματιών. Στηρίζεται στα αποτελέσματα της δικής του έρευνας. Ακόμα και αν αποφασίσει ότι χρειάζεται τις συμβουλές τους θα αφιερώσει πολύ χρόνο για να βρει τον καταλληλότερο σύμβουλο.

Απεχθάνεται τα διακυμάνσεις της αγοράς και αποφεύγει τον κίνδυνο. Ακόμα και επενδύσεις μέτριου κινδύνου μπορεί να τις θεωρήσει ριψοκίνδυνες. Προτιμά τις επενδύσεις που ακόμα και αν επιφέρουν ζημιές είναι παροδικού τύπου. Συνήθως έλκεται από τις μετοχές μεγάλων και σίγουρων εταιριών (I e p) ομόλογα καταθέσεις και αποφεύγει τις ριψοκίνδυνες μετοχές και τα παράγωγα.

Χρονοτριβεί όμως να πάρει μια απόφαση καθώς θέλει να είναι η σωστή γεγονός που οδηγεί στην απώλεια οικονομικών ευκαιριών. Δύσκολα αποφασίζει να επενδύσει αλλά και όταν το κάνει διστάζει να πουλήσει όταν οι επενδύσεις του σημειώνουν άνοδο ή πτώση.

Η συμπεριφορά του αυτή μπορεί να οφείλεται στο χαρακτήρα του αλλά συνήθως η αιτία της είναι η έλλειψη εμπιστοσύνης στις επενδυτικές του γνώσεις ή ικανότητες ή η έλλειψη ενημέρωσης (Mye (1999)).

5.2. Συναισθηματικός Επενδυτής (Emotional Investor)

Ο συναισθηματικός επενδυτής βασίζει τις επενδυτικές του επιλογές στις προσωπικές του αντιλήψεις στο ένστικτο του και σε συμβουλές που τυχαίνει να ακούσει. Παρασύρεται εύκολα από την ψυχολογία της αγέλης και συνήθως δεν λαμβάνει υπόψη του τον αντίκτυπο πολιτικών και οικονομικών αλλαγών στις επενδύσεις του. Ακόμα και αν έχει την σωστή πληροφόρηση είναι αμφίβολο αν θα την χρησιμοποιήσει.

Ένας συναισθηματικός επενδυτής μπορεί να επενδύσει στις μετοχές μιας εταιρίας μόνο και μόνο επειδή του αρέσουν τα προϊόντα της ή τα κτίρια της. Μπορεί αφιερώνοντας χρόνο σε μια επικείμενη επένδυση να δεθεί συναισθηματικά μαζί της και να προχωρήσει στην πραγματοποίησή της. Προτιμά δημοφιλείς μετοχές ενώ δεν ενδιαφέρεται για τις διακυμάνσεις των τιμών.

Είναι αισιόδοξος και τείνει να ξεχνά τις αποτυχίες του και θυμάται μόνο τις επιτυχίες. Πιστεύει ότι δεν χρειάζεται να παρακολουθεί συχνά την πορεία των επενδύσεων του αφού τελικά η τύχη θα τον ευνοήσει και τα σχέδια του θα επιτύχουν.

Ο τύπος αυτός δένεται με τις επενδύσεις του και δεν θέλει να τις ρευστοποιήσει. Ακόμα και αν αυτές είναι ζημιογόνες θα καθυστερήσει να τις πουλήσει με την ελπίδα ότι θα ανακάμψουν μέχρι να φτάσουν σε ένα κατώτατο σημείο με αποτέλεσμα η ζημία που θα έχει να είναι ακόμα μεγαλύτερη.

Ο όρος της *Mergle e M ge e* περιγράφει το φαινόμενο αυτό ως **touchy-feely syndrome**. Είναι η τάση των ανθρώπων να υπερτιμούν πράγματα που έχουν αγγίξει ή επιλέξει προσωπικά. Σε ένα πείραμα έδωσαν σε κάποιους συμμετέχοντες μια κάρτα ενώ σε άλλους είπαν να διαλέξουν μόνοι τους μια. Αυτοί που διάλεξαν μόνοι τους δεν ήθελαν να την πουλήσουν ή ζητούσαν τετραπλάσια τιμή σε σχέση με αυτούς που τους δόθηκε η κάρτα. Ανάλογα και πολλοί επενδυτές επιλέγουν μόνοι τους μια μετοχή δεν θέλουν μετά να την πουλήσουν.

Ίσως όμως οι επενδύσεις του να επηρεαστούν θετικά από τα συναισθήματα του σε κάποιες περιπτώσεις. Ένας επενδυτής μπορεί να εκδηλώσει μεγάλο ενδιαφέρον για μια εταιρία όπως την αγαπημένη του εταιρία αθλητικών ειδών. Μπορεί να θέλει να βάλει τα λεφτά του σε αυτήν για να υποστηρίξει την αγαπημένη μάρκα ενός προϊόντος και να μάθει όσα μπορεί περισσότερα για την μέχρι τώρα πορεία της την στρατηγική της το μάντζμεντ και γενικά παράγοντες που επηρεάζουν τις επιδόσεις της. Οι γνώσεις που αποκτά για αυτήν αφομοιώνονται ασυναίσθητα και ακολουθώντας το ένστικτο και την εμπειρία του η επιλογή του μπορεί να αποδειχθεί πολύ σωστή (Mye (1999)).

5.3.Τεχνικός Επενδυτής (Technical Investor)

Ο τεχνικός επενδυτής πιστεύει ότι οι αριθμοί δεν λένε ποτέ ψέματα και προσπαθεί να συγκεντρώσει όλη την διαθέσιμη στατιστική πληροφόρηση. Ξοδεύει ώρες μπροστά στην οθόνη του υπολογιστή επιδιώκει όσο το δυνατόν αμεσότερη ενημέρωση για τις εξελίξεις της αγοράς και χρησιμοποιεί μηχανήματα προηγμένης τεχνολογίας.

Πιστεύει ότι όσο πιο γρήγορα αποκτήσει και επεξεργαστεί τις πληροφορίες τόσο αυξάνονται οι πιθανότητες κέρδους του. Ελέγχει συνεχώς την πορεία των επενδύσεων του συναλλάσσεται συχνά δεν των τρομάζουν οι διακυμάνσεις της αγοράς και συνήθως κάνει ριψοκίνδυνες επενδύσεις. Επενδύει κυρίως σε παράγωγα και ριψοκίνδυνες μετοχές που χρειάζονται παρακολούθηση και γρήγορες κινήσεις.

Έχει εμπιστοσύνη στην ικανότητα του να αναλύει τις πληροφορίες που λαμβάνει και πιστεύει ότι η κρίση του και οι γνώσεις του είναι ανώτερες από των άλλων επενδυτών. Είναι σχεδόν βέβαιος ότι τα μελλοντικά του σχέδια θα επιτύχουν ενώ σε περίπτωση που έχει ζημιές τι πιθανότερο είναι να τις αποκρύψει γιατί θίγονται οι ικανότητες του ως αναλυτή.

Ένας συγκεκριμένος τύπος αυτής της κατηγορίας είναι ο τεχνικός αναλυτής που προσπαθεί επεξεργαζόμενος χρονοσειρές στοιχείων να βρει μια επαναλαμβανόμενη τάση σε αυτά και με βάση αυτήν να προβλέψει μελλοντικά κινήσεις των τιμών.

Αν και η ηλεκτρονική ανάλυση των διακυμάνσεων των τιμών και των διαφόρων γεγονότων που συμβαίνουν σε μια συγκεκριμένη επιχείρηση ή σε ολόκληρη την οικονομία δίνει χρήσιμες πληροφορίες δεν μπορεί κάποιος να καταφέρει να έχει συνεχώς υπερκανονικές αποδόσεις νικώντας την αγορά. Οι πληροφορίες του παρελθόντος καθώς και όλη η τρέχουσα πληροφόρηση από περιοδικά εφημερίδες έχουν ήδη ενσωματωθεί στις τρέχουσες τιμές. Σε μια αποτελεσματική αγορά μπορεί να καταφέρει κάποιος να έχει υπερκανονικά κέρδη αλλά όχι συνεχώς. Ακόμα και αν βγάλει τέτοιου είδους κέρδος αυτό θα είναι τυχαίο ή αποτέλεσμα εσωτερικών πληροφοριών που τυχαίνει να έχει. Αυτό που κάποιος προσδοκά όταν επενδύει είναι να βγάλει μια απόδοση ανάλογη με τον κίνδυνο που έχει. Από την στιγμή που κάποιος εφαρμόζει μια γνώστη μέθοδο τεχνικής ανάλυσης υπάρχει και ένα πλήθος άλλων που την χρησιμοποιεί με αποτέλεσμα οποιαδήποτε πληροφορία να αντανακλάται άμεσα στις τιμές ιδιαίτερα σήμερα που εφαρμόζεται το ηλεκτρονικό σύστημα συναλλαγών (Mye (1999)).

5.4. Πολυάσχολος Επενδυτής (Busy Investor)

Ο επενδυτής αυτός επενδύει κυρίως για την συγκίνηση και την αγωνία που προσφέρουν οι επενδύσεις ενώ το κέρδος έχει δευτερεύουσα σημασία για αυτόν. Έχει εμπιστοσύνη στις επενδυτικές του ικανότητες και την κρίση του. Τον συναρπάζει να συναλλάσσεται συχνά και παρακολουθεί καθημερινά την πορεία των επενδύσεων του.

Συνεχώς κοιτά τις διακυμάνσεις των τιμών και αναζητά παντού ειδήσεις. Έχει συνδρομή σε οικονομικά περιοδικά και έχει περισσότερους από ένα χρηματιστές. Οι κινήσεις του όμως δεν είναι ορθολογικές αλλά βασίζονται σε φήμες σε περιορισμένες πληροφορίες ή στο ένστικτο του.

Επίσης προτιμά τις βραχυχρόνιες και άμεσα ρευστοποιήσιμες επενδύσεις. Θέλει συνεχώς να αγοράζει και να πουλά μετοχές συνάλλαγμα ή οτιδήποτε άλλο είδος επένδυσης που έχει επιλέξει και αντιδρά με βάση της διακυμάνσεις των τιμών. Χάνει γρήγορα το επενδυτικό του ενδιαφέρον και αναζητά μια άλλη κατηγορία επενδύσεων που θα του προσφέρει προσωρινά συγκινήσεις (Mye (1999)).

5.5. Ανέμελος Επενδυτής (Casual Investor)

Ο ανέμελος επενδυτής κάνει συνήθως μακροπρόθεσμες επενδύσεις είναι ευκατάστατος και δουλεύει πολύ. Έχει την νοοτροπία ότι τα χρήματα γίνονται με σκληρή δουλειά και όχι με τις επενδύσεις. Υποτιμά τις επενδυτικές του γνώσεις και ικανότητες ενώ παρουσιάζει μια τάση αισιοδοξίας.

Δεν τον ενοχλούν οι διακυμάνσεις των τιμών και δεν ελέγχει σχεδόν καθόλου την πορεία που ακολουθούν οι επενδύσεις του. Πιστεύει ότι είναι καλύτερο να αφήσει τις επενδύσεις του αμετάβλητες και κάποια στιγμή θα αποδώσουν. Μετά από ένα χρονικό διάστημα τείνει όμως να ξεχνά ότι κάποτε είχε επενδύσει κάπου τα χρήματά του.

Το πώς πήρε την απόφαση να επενδύσει δεν φαίνεται να επηρεάζει αυτή του την στάση. Μπορεί να επένδυσε σε κάποιο χρηματοοικονομικό προϊόν παρακινούμενος από γνωστούς ή από δική του πρωτοβουλία. Αργότερα όμως λόγω φόρτου εργασίας ή οικογενειακών προβλημάτων αρχίζει να παραμελεί την επένδυση του. Αυτό μπορεί να συμβεί με τα συνταξιοδοτικά προγράμματα που είναι χαμηλού κίνδυνου. Ξεχνώντας τα μπορεί μηχανικά να πληρώνει τις εισφορές ή ακόμα μπορεί να αφήσει να συσσωρεύονται μεγάλα χρηματικά ποσά σε καταθέσεις και να τις αφήνει ανεκμετάλλευτες.

Όταν επενδύει με την βοήθεια ενός επαγγελματία τείνει να πιστεύει ότι αφού πλήρωσε για τις συμβουλές θα είναι και καλές. Πιστεύει ότι δεν έχει τις γνώσεις για να ελέγξει τις επενδύσεις του και κάποια στιγμή διαβεβαιώνει τον εαυτό του ότι θα ασχοληθεί μαζί τους.

Ο τύπος αυτός του επενδυτή πρέπει να συνειδητοποιήσει ότι εφόσον έκανε μια επένδυση είναι κρίμα να την εγκαταλείψει. Αν δεν θέλει να ασχοληθεί μπορεί να προσλάβει ένα επαγγελματία να την διαχειρίζεται να τον ενημερώνει τακτικά για την πορεία της και να τον συμβουλεύει (Mye (1999)).

5.6. Πληροφορημένος Επενδυτής (Informed Investor)

Ο πληροφορημένος επενδυτής ξέρει που να αναζητήσει πληροφορίες και πώς να τις χρησιμοποιήσει σωστά. Τις πληροφορίες του μπορεί να τις αντλήσει από περιοδικά εφημερίδες στατιστικές βάσεις δεδομένων δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές αναλύσεις φήμες καθημερινές ή τυχαίες επαφές που έχει με διάφορους ανθρώπους. Παρακολουθεί συνεχώς τις εξελίξεις στις επενδύσεις του στην αγορά και στην οικονομία γενικότερα και προσαρμόζει τις κινήσεις του ανάλογα με αυτές. Μπορεί να είναι τόσο βραχυχρόνιος όσο και μακροχρόνιος επενδυτής.

Προτού επενδύσει κάνει διεξοδική έρευνα και δεν παρασύρεται από την ψυχολογία που επικρατεί στην αγορά. Ελέγχει συχνά τις επενδύσεις και οι διακυμάνσεις τους δεν τον τρομάζουν. Συγκεντρώνοντας την διαθέσιμη πληροφόρηση δεν διστάζει να κινηθεί ενάντια στην κοινή γνώμη αν το κρίνει απαραίτητο και πιστεύει στις επενδυτικές του ικανότητες.

Όλες αυτές οι πληροφορίες όμως που συγκεντρώνει μπορεί να πάρουν χρόνο για να τις αναλύσει και να του κοστίσουν επενδυτικές ευκαιρίες. Επιπλέον μπορεί να συλλέξει αντικρουόμενες πληροφορίες από διάφορες πηγές και να μην ξέρει τελικά πώς να δράσει. Έχοντας ωστόσο μεγαλύτερη πίστη στην προσωπική του κρίση μπορεί να ξεπεράσει το παραπάνω πρόβλημα καθώς δεν σημαίνει ότι η γνώμη των ειδικών είναι και σωστή πάντα (Mye (1999)).

5.7. Ψυχαναγκαστικός Επενδυτής (Obsessional Investor)

Ο ψυχαναγκαστικός επενδυτής έχει εμμονή με τις επενδύσεις του. Είναι αδύνατον για αυτόν να σκεφτεί οτιδήποτε άλλο δεν έχει σχέση με αυτές. Αφιερώνει όσο το δυνατόν περισσότερο χρόνο να παρακολουθεί τις κινήσεις των τιμών και την πορεία των επενδυτικών του επιλογών και φυσικά προτού επενδύσει συγκεντρώνει όλη την διαθέσιμη πληροφόρηση και ερευνά διεξοδικά.

Έχει εμπιστοσύνη στις ικανότητες του και τις γνώσεις του και πιστεύει ότι όπου να είναι θα βγάλει πολλά χρήματα. Ψάχνει για τάσεις στην αγορά θεωρεί ότι τυχόν ζημιές που έχει είναι προσωρινές και τελικά η τύχη θα τον ευνοήσει. Θυμάται μόνο τις επιτυχίες του και θεωρεί τον εαυτό του ανώτερο από τους υπόλοιπους επενδυτές.

Τίποτε άλλο δεν έχει ενδιαφέρον για αυτόν. Παραμελεί τον εαυτό του την οικογένειά του και τους φίλους του. Μιλά συνεχώς για το αγαπημένο του θέμα (τις επενδύσεις του) και γίνεται βαρετός. Αναφέρεται συνεχώς στις επιτυχημένες επενδυτικές του επιλογές και αποκρύπτει τις ζημιές του.

Όμως η εμμονή αυτή δεν είναι ευχάριστη και για αυτόν που την έχει. Πιέζει ψυχαναγκαστικά τον εαυτό του να σκεφτεί ή να δράσει με αποτέλεσμα μετά από λίγο να μην μπορεί να προσέξει τις χρήσιμες πληροφορίες και να διακρίνει μεταξύ έξυπνων και μη επενδύσεων.

Ο τύπος αυτός του επενδυτή πρέπει να συνειδητοποιήσει ότι με το να είναι μονοδιάστατος και να αφοσιώνεται αποκλειστικά σε κάτι παραμελώντας την υπόλοιπη ζωή του δεν είναι η σωστή τακτική. Πρέπει κάποιος να ασχολείται με διάφορα πράγματα να έχει ποικίλλα ενδιαφέροντα να μαζεύει διάφορες πληροφορίες να διατηρεί μια ισορροπία ανάμεσα στην προσωπική κοινωνική και επαγγελματική ζωή. Αυτοί που έχουν την ψυχική υγεία και αρμονία επιτυγχάνουν στους διάφορους τομείς της ζωής τους (Mye (1999)).

5.8. Επενδυτής που Επιζητά την Ασφάλεια (Seeking Certainty Investor)

Ο επενδυτής που επιζητά την ασφάλεια αποστρέφεται ακόμα και τον πιο μικρό κίνδυνο και φυσικά τις διακυμάνσεις της χρηματιστηριακής αγοράς. Συνήθως έχει υποφέρει από κάποιου είδους απώλεια κάποια στιγμή στην ζωή τους όπως ο θάνατος ενός αγαπημένου προσώπου και δεν θέλει να βιώσει πάλι αυτή την εμπειρία και τον πόνο της απώλειας που συνεπάγεται. Θέλει να επενδύουν στο χρηματιστήριο αλλά φοβάται.

Προτού κάνει οποιαδήποτε επένδυση ερευνά για αυτή και παρακολουθεί τακτικά την πορεία της. Υποτιμά όμως τις επενδυτικές του ικανότητες και γνώσεις και δεν παίρνει εύκολα κάποια απόφαση. Προτιμά να αποφασίζει με την βοήθεια κάποιου ειδικού ή ακόμα και κάποιου προσώπου που εμπιστεύεται παρά να έχει εξολοκλήρου την ευθύνη της απόφασης του.

Ο παιδοψυχολόγος ο είχε χαρακτηριστικά πει ότι μια μητέρα δεν χρειάζεται να είναι τέλεια για να μεγαλώσει το παιδί της επιτυχημένα αρκεί να είναι αρκετά καλή μητέρα δηλ. ικανή και στοργική. Έτσι και ο τύπος αυτός επενδυτή πρέπει να συνειδητοποιήσει ότι δεν χρειάζεται να είναι αλάνθαστος για να επιτύχει στις επενδύσεις του. Αρκεί απλά να είναι αρκετά καλός επενδυτής που είναι γενικά ικανός αλλά όχι τέλειος.

Αντί να ψάχνει την ασφάλεια και να τοποθετεί τα χρήματά του αποκλειστικά σε κρατικά ομόλογα ή τραπεζικές καταθέσεις καλό θα ήταν να δημιουργήσει ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο με την βοήθεια ενός επαγγελματία επενδύοντας σε μετοχές ομόλογα και αμοιβαία. Επίσης ο επενδυτής αυτός θα πρέπει να αποκτήσει εμπιστοσύνη στις ικανότητές του να μην στηρίζεται υπερβολικά στην βοήθεια των άλλων και να σταματήσει τις

υπεργενικεύσεις π.χ. αν μια επένδυση δεν αποδώσει τα αναμενόμενα δεν σημαίνει ότι αυτό θα συμβεί και με όλες τις άλλες επενδύσεις. (ο (1997)).

5.9. Αγχώδης Επενδυτής (Anxious Investor)

Ο επενδυτής αυτός είναι συνήθως δραστήριος και δουλεύει πολύ. Δεν όμως έχει εμπιστοσύνη στην κρίση του τις επενδυτικές του γνώσεις και ικανότητες. Οι διακυμάνσεις της αγοράς τον πανικοβάλλουν και τον παρακινούν να δράσει σπασμωδικά. Πιστεύει ότι οποιαδήποτε απόφαση παίρνει πρέπει να είναι σωστή για αυτό και ανησυχεί συνεχώς αν έπραξε σωστά.

Ο αγχώδης επενδυτής είναι γεμάτος αμφιβολίες φοβάται πολύ για το μέλλον και ελέγχει πολύ συχνά τις επενδύσεις του. Αγωνιά όταν οι μετοχές του ανεβαίνουν και κριτικάρει έντονα τον εαυτό του όταν σημειώσουν πτώση. Οι έμμονες αυτές ανησυχίες του μπορεί να τον οδηγήσουν σε εσπευσμένες ενέργειες που είναι ενάντια στο συμφέρον του. Συνήθως ο αγχώδης επενδυτής πουλά απερίσκεπτα όταν η τιμή αυξάνεται και κρατάει τις μετοχές του όταν πέφτει η τιμή τους ελπίζοντας ότι θα αλλάξει δραματικά η κατάσταση.

Αυτό που θα μπορούσε να κάνει για να μειώσει τις έμμονες ανησυχίες του είναι να πάρει αρχικά τις σημαντικές επενδυτικές αποφάσεις του και έπειτα να κάνει μικρές τροποποιήσεις. Θα μπορούσε αγοράζοντας μετοχές να καταγράψει τις προσδοκίες του από αυτές τον λόγω της αγοράς και να προσδιορίσει την τιμή που θα ήταν διατεθειμένος να πουλήσει στην άνοδο ή πτώση και να ενημερώσει τον χρηματιστή του. Έτσι παύει να έχει τόσο άγχος και να ασχολείται συνεχώς με αυτές. Πρέπει να προσπαθήσει να μειώσει το άγχος του που θολώνει την σκέψη και τον καταβάλλει ψυχικά και να αντιμετωπίσει με ψυχραιμία τις επενδύσεις του (ο (1997)).

5.10. Παρορμητικός Επενδυτής (Impulsive Investor)

Ο παρορμητικός επενδυτής ακολουθεί το ένστικτο και την διαίσθηση του. Προσελκύεται κυρίως από μετοχές μεγάλων εταιριών ή εταιριών που είναι στην επικαιρότητα. Δρα απερίσκεπτα και παρασύρεται από την ψυχολογία της αγέλης των επενδυτών. Αδιαφορεί για τις διακυμάνσεις των τιμών και κάνει άσκοπες συναλλαγές.

Η συναισθηματική του κατάσταση μεταβάλλεται πολύ γρήγορα και δεν μένει σταθερός στις επενδυτικές επιλογές του. Ενθουσιάζεται με μια μετοχή και την αγοράζει αμέσως. Όμως σε σύντομο χρονικό διάστημα χάνει το επενδυτικό του ενδιαφέρον και θέλει να την πουλήσει το γρηγορότερο έστω και με ζημιά.

Ο επενδυτής αυτός πρέπει να αφήσει να περάσει κάποιο χρονικό διάστημα από την στιγμή που θα ανακαλύψει την μετοχή που τον γοήτευσε

μέχρι να την αγοράσει για να απομακρυνθεί συναισθηματικά από αυτή. Πρέπει να ερευνήσει για την μετοχή της εταιρίας που ενδιαφέρεται και να σκεφτεί λογικά προτού προβεί σε οποιαδήποτε ενέργεια. Αν παρόλα αυτά θέλει ακόμα την μετοχή που τον ενθουσίασε τότε αν την αγοράσει θα προς το συμφέρον του να καταγράψει τις προσδοκίες που έχει από αυτή και τις προϋποθέσεις κάτω από τις οποίες θα την πουλήσει. Έτσι αποφεύγει να πουλήσει σε μια προσωρινή πτώση της τιμής της ή εάν δεν απέδωσε τα αναμενόμενα άμεσα. Μια μακροχρόνια επενδυτική στρατηγική και η πιστή ακολούθηση της θα ήταν ιδανική για αυτόν.

5.11.Επενδυτής που Θέλει να Εντυπωσιάσει (Power Player)

Ο επενδυτής αυτός αναζητά την εκτίμηση και την δύναμη στην καριέρα στην οικογένεια του και φυσικά και στις επενδύσεις του. Έχει μεγάλη ενεργητικότητα αγαπά το κίνδυνο και τα πάει καλά όταν η αγορά ευημερεί. Συνήθως όμως κάνει ριψοκίνδυνες και κερδοσκοπικές επενδύσεις για αυτό και όταν η αγορά σημειώνει πτώση έχει μεγαλύτερες ζημιές αναλογικά με τους υπόλοιπους επενδυτές. Επιπλέον υποφέρει περισσότερο και συναισθηματικά όταν πέφτουν οι μετοχές του γιατί μαζί μειώνεται και η αυτοεκτίμηση του που τόσο πολύ επιζητά.

Κατά βάθος δεν έχει εμπιστοσύνη στον εαυτό του και αυτός είναι και ο λόγος που επιζητά επιβεβαίωση των ικανοτήτων του και της αξίας του από την χρηματιστηριακή αγορά. Δίνει μεγάλη βαρύτητα στις επενδυτικές του επιτυχίες γιατί έτσι τονώνεται η αυτοπεποίθηση του πουλά αμέσως μόλις οι επενδύσεις του σημειώσουν άνοδο και πιστεύει ότι τυχόν ζημιές που έχει είναι προσωρινές. Πολλές φορές αποφεύγει να πουλήσει ενώ θα έπρεπε γιατί είναι σαν να παραδέχεται ότι έκανε λάθος πράγμα που βλάπτει την αυτοεκτίμηση που τόσο επιζητά. Επιπλέον τείνει να κρύβει τις ζημιές του γιατί τον μειώνουν ως επενδυτή. Αποφεύγει επίσης να αξιολογεί τακτικά την πορεία των επενδύσεων του γιατί πιστεύει ότι είναι ένα είδος αυτοκριτικής σε περίπτωση που δεν απέδωσαν τα αναμενόμενα.

Ο επενδυτής αυτός όμως δεν πρέπει να όμως επιδιώκει τον αυτοσεβασμό στην χρηματιστηριακή αγορά αλλά σε άλλους τομείς της ζωής του. Όπως και με τον παρορμητικό επενδυτή θα πρέπει να αξιολογεί περιοδικά τις επενδύσεις του και να βλέπει αν ανταποκρίνονται στις προσδοκίες που είχε όταν τις αγόρασε.

Ως κανόνα πρέπει να έχει κατά νου ότι όσο λιγότερο προσπαθεί να γίνει ισχυρός στην χρηματιστηριακή αγορά τόσο πιο επιτυχημένες θα είναι οι επιλογές του αφού θα μπορεί να σκεφτεί ορθολογικά και να απομακρυνθεί συναισθηματικά από αυτές. Ένα ισορροπημένο χαρτοφυλάκιο που θα αποφεύγει τις κερδοσκοπικές επιλογές και θα επενδύει σε ποιοτικές μετοχές θα ήταν η ιδανική λύση (ο (1997)).

5.12. Τζογαδόρος Επενδυτής (Market Gambler)

Ενεργεί σύμφωνα με το ένστικτο και την διαίσθηση του και συνήθως στοιχηματίζει ότι ένα ορισμένο αποτέλεσμα θα πραγματοποιηθεί εντός ορισμένου χρόνου. Έχει μεγάλη εμπιστοσύνη στις επενδυτικές του ικανότητες και μάλιστα πιστεύει ότι υπερέχει έναντι των άλλων επενδυτών. Στηρίζεται υπερβολικά στην τύχη του και είναι αισιόδοξος. Πιστεύει ότι η τύχη του θα αλλάξει ακόμα και όταν χάνει και ότι θα κερδίσει την εύνοια της αν πετύχει ένα συγκεκριμένο στόχο που θέτει.

Απολαμβάνει την συγκίνηση του να παίζει στην χρηματιστηριακή αγορά και την αγωνία που συνεπάγονται οι επενδύσεις του. Αγαπά τον κίνδυνο και δεν τον τρομάζουν οι διακυμάνσεις της αγοράς. Θέλει οι επενδύσεις του να είναι άμεσα ρευστοποιήσιμες και συναλλάσσεται συχνά. Όμως χάνει ακόμα και όταν υπάρχει ευφορία στην αγορά γιατί παίρνει ριψοκίνδυνες θέσεις και δεν τις καλύπτει. Προτιμά να επενδύει κυρίως σε παράγωγα. Πιστεύει ότι οι ζημιές που έχει είναι προσωρινές και οφείλονται σε κακοτυχία. Όταν χάνει το κρύβει από τα αγαπημένα του πρόσωπα.

Ο τζογαδόρος πρέπει να αλλάξει τις επενδυτικές του επιλογές να υιοθετήσει ένα μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα και να δημιουργήσει χαρτοφυλάκια που όσο και να το θέλει είναι δαπανηρό ή χρονοβόρο να αλλάξει όπως επενδύσεις σε ακίνητα.

Ο τζόγος καταλήγει σε εθισμό και για αυτό όταν προσπαθήσει να σταματήσει θα αντιμετωπίσει κάποια ψυχικά προβλήματα. Εγκαταλείποντας την αναζήτηση της συγκίνησης και τα σχέδια του για την απόκτηση μιας μεγάλης περιουσίας που τον γεμίζουν ευφορία μπορεί να νιώσει αποτυχημένος. Επιπλέον δεν θα ξέρει που να διοχετεύσει την ενέργεια του αφού τώρα δεν στοιχηματίζει στην αγορά για αυτό είναι προτεινόμενο να κάνει ένα ριψοκίνδυνο άθλημα ή να βρει ένα παιχνίδι με ελεγχόμενο κίνδυνο (ο (1997)).

5.13. Κληρονόμος Επενδυτής (Inheritor Investor)

Ο κληρονόμος επενδυτής συνήθως βρίσκεται σε συναισθηματική σύγχυση. Νιώθει λύπη ενοχές ντροπή ανικανότητα και έχει μεγάλη δυσκολία να διαχειριστεί σωστά τα χρήματα ή το χαρτοφυλάκιο που κληρονόμησε. Όσο πιο πολύ ήθελε τα λεφτά όσο περισσότερο βεβαρημένη ήταν η σχέση του με αυτόν που κληρονόμησε ή όσο περισσότερα χρήματα πήρε σε σχέση με τους άλλους κληρονόμους τόσο πιο πολλές ενοχές και αναστολές έχει για να διαχειριστεί τα χρήματα αυτά.

Ένα άλλο πρόβλημα που αντιμετωπίζει είναι ότι διστάζει να κάνει οτιδήποτε αλλαγή στο χαρτοφυλάκιο ή να σκεφτεί να επενδύσει τα μετρητά που απόκτησε γιατί πιστεύει ότι προσβάλλει αυτόν που του άφησε την

κληρονομιά και είναι ένα είδος απιστίας προς το άτομο του και αμφισβήτησης της ορθότητας των επιλογών του. Επιπλέον λόγω των ενοχών που νοιώθει έχει την τάση να επιθυμεί να δωρίσει μέρος των χρημάτων αυτών για φιλανθρωπικούς σκοπούς ή σε μετοχές εταιριών με κοινωνικό προσανατολισμό όπως αυτές που είναι φιλικές προς το περιβάλλον.

Είναι φυσικά δύσκολο να πουλήσει μετοχές που είχε επιλέξει αυτός που πέθανε όμως τα χαρτοφυλάκια θα πρέπει να ανταποκρίνονται στις ανάγκες και τους στόχους του νέου κατόχου τους. Ένας τρόπος για να ανακουφιστεί από τις ενοχές είναι να συνειδητοποιήσει ότι είναι καθήκον του να φροντίσει τον πλούτο που κληρονόμησε. Πρέπει να ασχοληθεί με αυτόν και να προσπαθήσει να τον επενδύσει όσο καλύτερα μπορεί (ο (1997)).

5.14. Οικολόγος Επενδυτής (Cruelty-Free Investor)

Ο οικολόγος επενδυτής αποφεύγει να επενδύει σε εταιρίες που κάνουν πειράματα πάνω σε ζώα ή τα κάνουν να υποφέρουν με οποιαδήποτε τρόπο. Αναζητά επιχειρήσεις που σέβονται τα δικαιώματα των ζώων και είναι φιλικές προς το περιβάλλον έχουν τεχνολογία που δεν το μολύνει και εξοικονομούν ενέργεια και φυσικούς πόρους.

Υπάρχουν τριών ειδών οικολόγων επενδυτών

1. Αυτοί που αποφεύγουν να επενδύουν σε εταιρίες που βλάπτουν τα ζώα.
2. Αυτοί που αγοράζουν μόνο μετοχές εταιριών που σέβονται τα δικαιώματα των ζώων.
3. Αυτοί που επενδύουν σε μετοχές εταιριών που δεν θεωρούνται ότι προστατεύουν τα ζώα με σκοπό να αποκτήσουν δικαιώματα ψήφου στις γενικές συνελεύσεις τους και να αλλάξουν την πολιτική τους. Είναι ακτιβιστές και όσο πιο ακατάλληλη είναι μια εταιρία τόσο περισσότερο την θέλουν.

Ο επενδυτής αυτός που απεχθάνεται την βιαιότητα (**Cruelty-Free Investor**) αφιερώνει πολύ χρόνο για να αποφασίσει που θα επενδύσει. Το βασικό κριτήριο που θέτει είναι αν η εταιρία κάνει πειράματα στα ζώα ή μολύνει το περιβάλλον. Άλλοι όμως θέλουν όχι μόνο η εταιρία αλλά ούτε οι προμηθευτές ή οι αγοραστές της να μην πειραματίζονται ή να κακοποιούν τα ζώα.

Άλλοι πάλι θέτουν ως βασικό κριτήριο επενδύσεως τους οι εταιρίες να μην παραβιάζουν νόμους που προστατεύουν τα ζώα όπως είναι ο νόμος για την ευημερία των ζώων στην Αμερική (**Animal Welfare Act**). Οι νόμοι όμως συνήθως θέτουν τις ελάχιστες συνθήκες που πρέπει να πληρούνται. Ακόμα και αν μια εταιρία τις πληρεί δεν σημαίνει ότι είναι και φιλική προς τα ζώα.

Μια άλλη ιδιαίτερη κατηγορία αυτών των επενδυτών είναι αυτοί που αποφεύγουν τις επενδύσεις εντελώς με την δικαιολογία ότι δεν μπορούν να βρουν 1 κατάλληλες εταιρίες. Ακόμα και βρεθεί κάποια αν αυτή αργότερα

αλλάξει στρατηγική είναι δύσκολο να βρουν μια άλλη. Θεωρούν ότι οι επενδυτές είναι άπληστοι και καπιταλιστές.

Η κατηγορία αυτή όμως είναι ακραία και για αυτό θα έπρεπε να γίνουν λίγο πιο ελαστικοί στις επιλογές τους. Αν τα χρήματά τους τα αφήνουν σε τραπεζικούς λογαριασμούς γιατί αρνούνται να επενδύσουν πρέπει να αναρωτηθούν τι κάνει η τράπεζα με τα χρήματά τους. Είναι αμφίβολο αν κάνει οικολογικές επενδύσεις. Είναι καλύτερο να επενδύσουν σε ένα αμοιβαίο που πληρεί τις προϋποθέσεις παρά να μην επενδύσουν καθόλου.

Το 1997 έρευνα από το *Investment* που λεγόταν *Investment* έδειξε ότι 12τρις διαχειριζόμενων επενδύσεων είχαν επενδυθεί σε χαρτοφυλάκια κοινωνικής και περιβαλλοντικής κατεύθυνσης. Η ευημερία των ζώων κατείχε το 7 στην λίστα που αντιστοιχούσε σε ποσό 8 δις χωρίς να ληφθούν υπόψη αυτοί που αγοράζουν μετοχές απευθείας. Μεταξύ 1991-1997 τα αμοιβαία με οικολογικό και κοινωνικό προσανατολισμό σχεδόν τριπλασιάστηκαν από 1 και 2 από αυτά έχουν ως βασική στρατηγική αποκλειστικά την ευημερία των ζώων.

Επιπλέον τα αμοιβαία αυτού του είδους έχουν και καλές αποδόσεις σε σχέση με τα υπόλοιπα που δεν θέτουν τέτοια κριτήρια. Το *Millennium* και το *Investment* που λαμβάνουν υπόψη τους τα ζωικά ζητήματα ξεπέρασαν το 1998 την μέση απόδοση της αγοράς και του μέσου αμοιβαίου κεφαλαίου στην Αμερική. Το *Millennium* είχε απόδοση 39 το άλλο ενώ ο δείκτης *S&P* είχε μόνο 26.

5.15. Αντιδραστικός Επενδυτής (Contrarian Investor)

Ο αντιδραστικός επενδυτής θέλει να ξεχωρίζει. Αρνείται να αγοράσει δημοφιλείς μετοχές ακόμα και αν γνωρίζει ότι είναι προς συμφέρον του. Έχει μεγάλη εμπιστοσύνη στις επενδυτικές του ικανότητες και υποτιμά αυτές των άλλων επενδυτών. Έχει αυτόνομη σκέψη διορατικότητα υπομονή και συνήθως μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα. Εμπιστεύεται το ένστικτο του σκέφτεται πολύ αλλά υποτιμά τον κίνδυνο λόγω της συγκίνησης που προέρχεται από το γεγονός ότι είχε μια ιδέα που κανένας άλλος δεν είχε σκεφτεί προηγουμένως.

Πιστεύει ότι η αγορά δεν είναι αποτελεσματική ούτε καν με την ασθενή έννοια και έτσι είναι δυνατόν κάποιος να πετύχει υπερκανονικά κέρδη χρησιμοποιώντας την δημοσιευμένη πληροφόρηση. Αναζητά επενδυτικές ευκαιρίες στηριζόμενος στο γεγονός ότι η πλειοψηφία των επενδυτών δρα ως αγέλη. Συνήθως αγοράζει μετοχές εταιριών που αποφεύγουν οι υπόλοιποι επενδυτές καθώς πιστεύουν ότι είναι παράλογα επικίνδυνες ή σε τόσο δυσχερή οικονομική κατάσταση που δεν πρόκειται να ανακάμψουν.

Η τιμή πιστεύει ότι θα επιστρέψει σε κάποιο μέσο και έτσι θα κερδίσει. Αναζητά μετοχές εταιριών που η τιμή και τα κέρδη σημείωσαν μεγάλη πτώση λόγω ενός αναπάντεχου γεγονότος και η δημοτικότητα τους μειώθηκε ώστε μόλις η πορεία της μετοχής αποκατασταθεί να την πουλήσει. Όταν πρόκειται για κερδοφόρες μετοχές αγοράζει αυτές που η αγορά πιστεύει ότι η άνοδος δεν θα συνεχιστεί βασιζόμενος στο χαμηλό P και σε άλλους δείκτες.

Ο κυριότερος λόγος λοιπόν που αγοράζει μια μετοχή είναι επειδή πιστεύει ότι η αποτίμηση της μετοχής στην αγορά είναι λανθασμένη. Είναι επίμονος και παραμένει πιστός στις απόψεις του ακόμα και αν έχει ζημιές ώσπου η αγορά να συμφωνήσει μαζί του. Όσο πιο έξυπνη είναι η ιδέα του τόσο πιο πολύ χρόνο πρέπει να περιμένει. Για να κερδίσει πρέπει και άλλοι επενδυτές να έχουν μετά από αυτόν την ίδια ιδέα.

Είναι από τους πρώτους που αγοράζουν μια υποσχόμενη μετοχή και από τους πρώτους που την πουλάνε μόλις αρχίσει να σημειώνει άνοδο από φόβο μην καταλήξουν με μια δημοφιλή μετοχή παρόλο που η μετοχή έχει ακόμα μεγάλα περιθώρια ανόδου. Δεν πουλά με βάση το συμφέρον του αλλά λόγω ιδεολογίας.

Ο επενδύτης αυτός πρέπει να προσπαθήσει να κρατήσει λίγο παραπάνω τις επενδύσεις του από όσο θα ήθελε και να αρχίσει να αγοράζει μετοχές που μέχρι τώρα περιφρονούσε όπως μεγάλων και δημοφιλών εταιριών. Ακόμα και αν αγοράσει αυτές τις μετοχές μπορεί να παραμείνει ξεχωριστός συγκεντρώνοντας πληροφορίες για αυτές που οι άλλοι αγνοούν. Έτσι παρόλο που και οι άλλοι επενδυτές κερδίζουν δεν αξίζουν τα κέρδη όσο εκείνος (e e (1999)).

5.16. Ορθολογικός Επενδυτής (Rational Investor)

Ο ορθολογικός επενδυτής είναι ο τύπος του επενδύτη που περιγράφει η οικονομική θεωρία λαμβάνει τις αποφάσεις του σύμφωνα με τα αξιώματα της θεωρίας της αναμενόμενης χρησιμότητας και σχηματίζει αμερόληπτες προσδοκίες για το μέλλον. Έχει ρεαλισμό αυτοέλεγχο αυτοπεποίθηση αυτοεκτίμηση διαύγεια σκέψης και διορατικότητα. Εκτιμά τις επενδυτικές ικανότητες και την κρίση του χωρίς όμως να υπερτιμά παράλογα τον εαυτό του.

Θέτει συγκεκριμένους και πραγματοποιήσιμους επενδυτικούς στόχους και προσπαθεί να μην απομακρυνθεί από αυτούς καθώς λαμβάνει τις επενδυτικές του αποφάσεις. Αναλαμβάνει την ευθύνη των πράξεων του ανεξάρτητα από το αποτέλεσμα και δεν στηρίζεται στην τύχη του παρά μόνο σε μια καλά μελετημένη επενδυτική στρατηγική σύμφωνα με τον σκοπό του που είναι πρωταρχικά η μεγιστοποίηση του αναμενόμενου κέρδους του. Αποφεύγει τις άσκοπες συναλλαγές και ελέγχει περιοδικά την πορεία των επενδύσεων του.

Ερευνά προτού επενδύσει και λαμβάνει υπόψη του όλη την διαθέσιμη πληροφόρηση προσαρμόζοντας ανάλογα την επενδυτική του στρατηγική.

Θέλει να είναι σίγουρος για τις επενδυτικές του επιλογές και προσπαθεί να αντιμετωπίσει οποιαδήποτε αμφιβολία νιώθει έγκαιρα ώστε να αποφύγει σπασμωδικές κινήσεις λόγω πανικού ή ανασφάλειας. Δεν πανικοβάλλεται από τις διακυμάνσεις των τιμών των επενδύσεων του. Δεν πουλά απερίσκεπτα μόλις οι επενδύσεις του σημειώσουν άνοδο και δεν αναβάλλει την ρευστοποίηση των ζημιογόνων όταν κρίνει ότι είναι ορθό. Είναι αποφασισμένος να επιτύχει και έχει θετική στάση ζωής. Δεν επιτρέπει σε μια επενδυτική αποτυχία να τον καταβάλει ψυχικά αλλά ανασυγκροτείται και συνεχίζει σύμφωνα με την στρατηγική του.

Επιπλέον δεν παρασύρεται από το κλίμα που επικρατεί στην αγορά. Έχει την ψυχική δύναμη να πάει ενάντια στην ψυχολογία της αγέλης αν κρίνει ότι είναι σωστό και δεν παρασύρεται από τα συναισθήματά του. Όμως σε αντίθεση με τον αντιδραστικό επενδυτή η στάση αυτή είναι προϊόν ορθολογικής ανάλυσης της διαθέσιμης πληροφόρησης και αυτόνομης σκέψης και όχι της έντονης επιθυμίας να ξεχωρίζει.

5.17. Διαγραμματική Συσχέτιση Χαρακτηριστικών και Επενδυτικών Τύπων

Μετά την ολοκλήρωση της αναλυτικής παρουσίασης των ψυχικών χαρακτηριστικών των λαθών και των διαφόρων τύπων επενδυτικής συμπεριφοράς (και προτού προχωρήσουμε στην περιγραφή της μεθοδολογίας που ακολουθήθηκε) κρίνεται σκόπιμη η διαγραμματική παρουσίαση της συσχέτισης μεταξύ των χαρακτηριστικών και των τύπων των επενδυτών που εξετάζονται στην παρούσα έρευνα μέσω του ερωτηματολογίου.

Η απεικόνιση αυτή συντελεί στην καλύτερη κατανόηση τόσο του θεωρητικού υπόβαθρου όσο και του σκοπού της έρευνας αυτής που όπως έχει ήδη αναφερθεί είναι η εξέταση της ύπαρξης των χαρακτηριστικών αυτών στην περίπτωση του Έλληνα επενδυτή και η εύρεση του επικρατέστερου επενδυτικού τύπου.

Στον πίνακα που ακολουθεί σκόπιμα δεν περιλαμβάνεται ο τύπος του ορθολογικού επενδυτή αφού σύμφωνα με την οικονομική θεωρία ο επενδυτής αυτός δεν υπόκειται σε συστηματικά λάθη και συνεπώς δεν παρουσιάζει κανένα από τα εξεταζόμενα χαρακτηριστικά. Ωστόσο περιλαμβάνεται στους τύπους που εξετάζονται μέσω του ερωτηματολογίου καθώς η παράλειψή του θα συνεπαγόταν μεροληψία για τα αποτελέσματα της έρευνας αυτής.

Τύποι Χαρακτηριστικά	Cautious	Emotional	Technical	Busy	Casual	Obsessional	Seeking Certainty	Anxious	Impulsive	Power Player	Market Gambler	Contrarian
	Φόβος Μετάνοιας											
Διεξοδική έρευνα (1)	✘		✘			✘	✘	✘				✘
Ψυχολογία της αγέλης (2)										✘	✘	
Επιλογή μετοχών μεγάλων εταιριών(19)	✘						✘					
Επιλογή δημοφιλών μετοχών (42)										✘	✘	
Υπερεμπιστοσύνη												
Στις επενδυτικές γνώσεις (24)			✘	✘		✘					✘	✘
Επιτυχία-επενδυτικές ικανότητες (31)			✘			✘					✘	✘
Αποτυχία- τύχη (39)			✘			✘				✘	✘	✘
Διαίσθηση (40)		✘	✘	✘		✘			✘	✘	✘	✘
Ανωτερότητα ικανοτήτων σε σχέση με των άλλων επενδυτών (51)			✘	✘		✘					✘	✘
Εμμονή στις αρχικές επενδυτικές επιλογές (54)			✘			✘						✘
Αισιοδοξία												
Έμφαση στα θετικά γεγονότα (9)		✘	✘			✘			✘	✘	✘	

Τύποι	Cautious	Emotional	Technical	Busy	Casual	Obsessional	Seeking Certainty	Anxious	Impulsive	Power Player	Market Gambler	Contrarian
Χαρακτηριστικά												
Εύνοια τύχης (32)		✘	✘		✘	✘			✘	✘	✘	
Προσωρινές ζημιές (48)	✘	✘			✘	✘		✘		✘	✘	✘
Βεβαιότητα διεκπεραίωσης μελλοντικών σχεδίων (52)		✘	✘		✘	✘				✘	✘	✘
Μυωπική Αποστροφή της ζημιάς												
Αποφυγή βραχυχρόνιων διακυμάνσεων θυσιάζοντας μακρ. κέρδη (58)	✘						✘	✘				
Περίοδος Συναλλαγών												
Άντληση ευχαρίστησης (33)				✘							✘	
Αλλαγή της δομής του χαρτοφυλακίου (45)			✘	✘		✘		✘	✘	✘	✘	
Αποτέλεσμα της διάθεσης												
Πώληση κερδοφόρων επενδύσεων (47)				✘		✘	✘	✘		✘	✘	✘
Διακράτηση ζημιογόνων επενδύσεων (55)	✘	✘				✘	✘	✘		✘	✘	
Απόκρυψη Ζημιάς (18)			✘			✘				✘	✘	

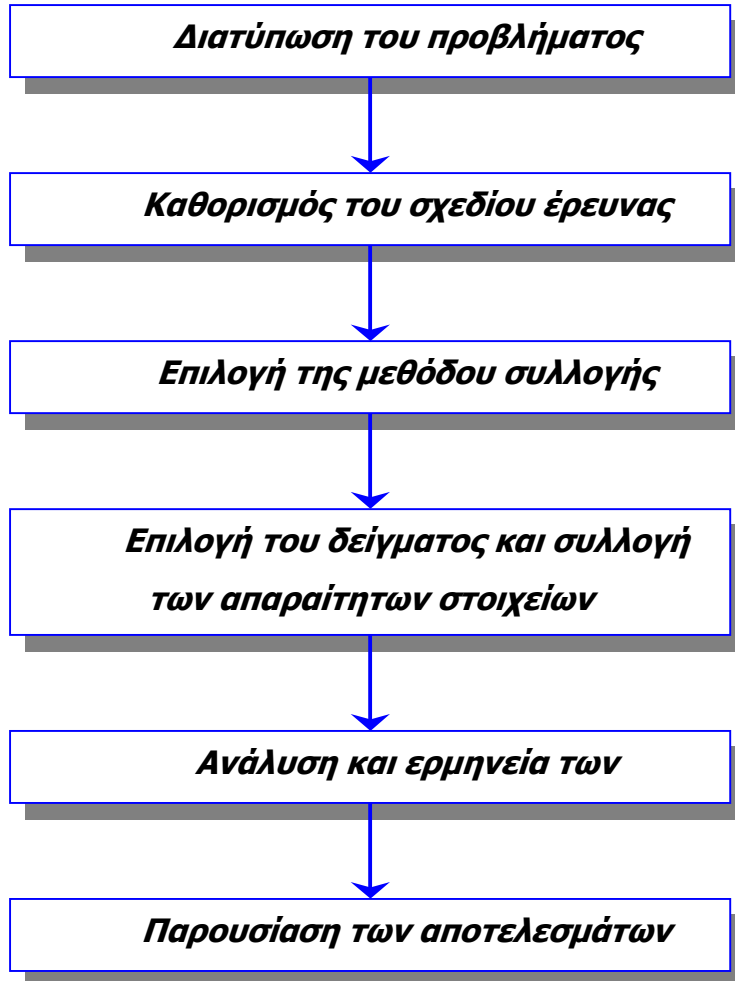
Τύποι Χαρακτηριστικά	Cautious	Emotional	Technical	Busy	Casual	Obsessional	Seeking Certainty	Anxious	Impulsive	Power Player	Market Gambler	Contrarian
Μέθοδοι Εφησυχασμού												
Ορθότητα επαγγελματικών συμβουλών (6)					✘		✘	✘				
Αποτυχία επενδύσεων λόγω κακοτυχίας (39)			✘			✘				✘	✘	
Προσωρινές ζημιές (48)	✘	✘			✘	✘		✘		✘	✘	
Περιορισμένες επενδυτικές γνώσεις (24)	✘				✘		✘	✘				
Επιρρέπεια στην Επιρροή												
Ψυχολογία της Αγέλης (2)		✘		✘					✘	✘	✘	
Δημοφιλείς μετοχές (42)		✘		✘					✘	✘	✘	
Κίνδυνος												
Αναζήτηση												
Αναλογική σχέση κέρδους-κινδύνου (10)			✘			✘			✘	✘	✘	✘
Προθυμία ρίσκου ολόκληρου του κεφαλαίου (13)											✘	
Κεφαλαιακή απόδοση μόνο (34)			✘	✘						✘	✘	

Τύποι	Cautious	Emotional	Technical	Busy	Casual	Obsessional	Seeking Certainty	Anxious	Impulsive	Power Player	Market Gambler	Contrarian
Χαρακτηριστικά												
Έμφαση στα παράγωγα (36)			✘	✘						✘	✘	
Αδιαφορία για τις διακυμάνσεις των τιμών (59)		✘	✘	✘	✘	✘			✘	✘	✘	✘
Απόλαυση της αγωνίας (38)				✘							✘	
Αποστροφή												
Προτίμηση μετοχών μεγάλων εταιριών (19)	✘								✘			
Προτίμηση σε ομόλογα(29)	✘						✘					
Αποστροφή διακυμάνσεων των τιμών (49)	✘						✘	✘				
Αποφυγή μετοχών (56)							✘					

✖ ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6°

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Η μεθοδολογία που υιοθετείται ακολουθεί τα τυπικά στάδια μιας έρευνας μάρκετινγκ. Τα στάδια αυτά συνοπτικά δίνονται από το παρακάτω διάγραμμα



Το πρώτο στάδιο της έρευνας είναι η **διατύπωση του προβλήματος**. Το πρόβλημα πρέπει να διατυπωθεί προσεκτικά και ο σκοπός της μελέτης πρέπει να καθορισθεί με ακρίβεια ώστε ολόκληρη η έρευνα να σχεδιαστεί κατάλληλα. Κατάλληλα σημαίνει να παράγει το είδος των απαντήσεων που χρειάζεται. Το πρόβλημα και οι σκοπός αυτής της μελέτης έχει ήδη διατυπωθεί. Είναι να ελεγχθεί κατά πόσο η συμπεριφορά του Έλληνα επενδυτή παρουσιάζει τα λάθη και τις αδυναμίες που αναφέρει η διεθνής βιβλιογραφία και η κατάταξη του σε τύπους.

Το δεύτερο στάδιο είναι ο **καθορισμός του σχεδίου έρευνας**. Σχέδιο έρευνας είναι ένα σχέδιο που θα χρησιμοποιηθεί ως οδηγός για την συλλογή και

την ανάλυση των δεδομένων. Το σχέδιο αυτό είναι χρήσιμο γιατί βοηθάει τον ερευνητή να μην αποκλίνει από το πρόβλημα και μειώνει το κόστος της έρευνας. Το σχέδιο της έρευνας και οι πηγές των πληροφοριών συνδέονται στενά καθώς και τα δυο εξαρτώνται από το βαθμό πληροφόρησης του ερευνητή αναφορικά με το πρόβλημα. Αν η πληροφόρηση είναι περιορισμένη τότε η εξερευνητική έρευνα είναι η κατάλληλη (exploratory). Αυτή στοχεύει στην εξοικείωση του ερευνητή με το πρόβλημα στην διασαφήνιση εννοιών στον καθορισμό προτεραιοτήτων μεταξύ εναλλακτικών ερμηνειών ενός φαινομένου στην ανακάλυψη και όχι στον έλεγχο υποθέσεων. Είναι ευέλικτη σπάνια χρησιμοποιεί λεπτομερή ερωτηματολόγια και ερευνητής συχνά αλλάζει μέθοδο ανάλυσης καθώς αποκτά μεγαλύτερη πληροφόρηση για το φαινόμενο. Η μέθοδος αυτή περιλαμβάνει έρευνα της υπάρχουσας πάνω στο ερευνούμενο θέμα βιβλιογραφίας (literature review) έρευνα αναφορικά με την εμπειρία άλλων που γνωρίζουν για το φαινόμενο (expert survey) και έρευνα εις βάθος επιλεγμένων περιπτώσεων του φαινομένου (case study).

Όταν το πρόβλημα είναι επαρκώς διατυπωμένο όπως συμβαίνει στην μελέτη αυτή τότε μπορεί να υιοθετηθεί η περιγραφική (descriptive) ή η αιτιολογική (causal) έρευνα όπου η συλλογή των δεδομένων δεν είναι ευέλικτη αλλά καθορίζεται αυστηρά.

Η αιτιολογική έρευνα προσπαθεί να βρει την σχέση αιτίου αποτελέσματος και διεξάγεται κυρίως με την βοήθεια πειραμάτων. Η περιγραφική έχει ως σκοπό να περιγράψει τα χαρακτηριστικά μιας συγκεκριμένης ομάδας να υπολογίσει την αναλογία των ατόμων σε ένα συγκεκριμένο πληθυσμό που συμπεριφέρεται με ένα συγκεκριμένο τρόπο και να κάνει προβλέψεις. Απαιτεί αυστηρό προσδιορισμό του ποιος τι πότε που γιατί και πώς της έρευνας.

Υπάρχουν δύο τύποι περιγραφικής έρευνας η μακροχρόνια (longitudinal) και η διαστρωματική (cross-sectional). Η πρώτη στηρίζεται σε ένα κατάλογο δεδομένων (panel). Ο κατάλογος αυτός είναι ένα προκαθορισμένο δείγμα ατόμων ή άλλων πραγμάτων στο οποίο γίνονται επαναλαμβανόμενες μετρήσεις.

Η διαστρωματική είναι η πιο χρησιμοποιούμενη μέθοδος. Χρησιμοποιεί ένα δείγμα από τον πληθυσμό και κάνει μετρήσεις σε μία δεδομένη χρονική στιγμή σε αντίθεση με την πρώτη που δίνει ένα σύνολο μετρήσεων σε διάφορες συγκεκριμένες χρονικές περιόδους.

Η μέθοδος αυτή διακρίνεται σε *field* και *panel*. Οι *field* εστιάζονται στην εις βάθος έρευνα μερικών επιλεγμένων περιπτώσεων και αφορά μικρά δείγματα. Είναι χρήσιμη όταν ένας αριθμός παραγόντων σχετίζονται με το συγκεκριμένο φαινόμενο και η κατανόηση του φαινομένου είναι δύσκολη χωρίς να ληφθεί υπόψη η αλληλεπίδραση των παραγόντων αυτών.

Η δειγματοληπτική (*panel*) είναι η διαστρωματική μεγάλου μεγέθους δείγματος μέθοδος. Αποσκοπεί στον καθορισμό ενός δείγματος με επιστημονικές μεθόδους που είναι αντιπροσωπευτικό του πληθυσμού ενδιαφέροντος. Μια τυπική δειγματοληπτική μελέτη περιλαμβάνει σύνοψη και γενίκευση των αποτελεσμάτων για τον πληθυσμό και την ταξινόμηση των αποτελεσμάτων σε κατηγορίες σε

κατάλληλους πίνακες που μετρούν την ταυτόχρονη εμφάνιση των μεταβλητών ενδιαφέροντος.

Από την σύντομή αυτή επισκόπηση των εναλλακτικών σχεδίων έρευνας γίνεται φανερό ότι το κατάλληλο για την μελέτη αυτή σχέδιο είναι το **περιγραφικό** αφού δίνει την δυνατότητα να προσδιοριστεί το προφίλ και ο τύπος του Έλληνα επενδυτή. Μεταξύ των διαφόρων μεθόδων της γίνεται χρήση της **διαστρωματικής** και συγκεκριμένα της **δειγματοληπτικής** αφού μας ενδιαφέρει η εύρεση ενός αντιπροσωπευτικού δείγματος και η γενίκευση των αποτελεσμάτων στον πληθυσμό.

Τα κύρια πλεονεκτήματα αυτής της μεθόδου είναι

1. Προσπαθεί το δείγμα να είναι αντιπροσωπευτικό του πληθυσμού
2. Επιτρέπει την ταξινόμηση των μεταβλητών σε πολλές κατηγορίες ταυτόχρονα

Έχει όμως και αρκετά μειονεκτήματα τα οποία είναι

1. Είναι επιφανειακή. Δίνει μια περιληπτική εικόνα του πλήθους των συλλεγόμενων στοιχείων για την περιγραφή του φαινομένου.
2. Είναι δαπανηρή από άποψη χρόνου και χρήματος. Η όλη διαδικασία από την διατύπωση του προβλήματος σχεδιασμός δείγματος συλλογή και επεξεργασία των στοιχείων μέχρι να αρχίσει ο ερευνητής να ελέγχει τις υποθέσεις μπορεί να πάρει μήνες.

Το τρίτο στάδιο αφορά την επιλογή της **μεθόδου συλλογής των στοιχείων**. Συνήθως οι ερευνητές προτιμούν την πρωτογενή συλλογή των στοιχείων τα οποία εξυπηρετούν ακριβώς τους σκοπούς της έρευνας. Όμως πρέπει πρώτα να εξεταστεί αν υπάρχουν δευτερογενή δεδομένα που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν καθώς έτσι εξοικονομείται χρόνος και χρήμα. Αν δεν υπάρχουν ή δεν εξυπηρετούν τους σκοπούς της έρευνας τότε ο ερευνητής στέφεται στην συλλογή πρωτογενών δεδομένων. Τα πρωτογενή δεδομένα αφορούν δημογραφικά χαρακτηριστικά ψυχολογικά γνώμες πληροφόρηση προθέσεις κίνητρα και συμπεριφορά ατόμων ή ομάδων. Δευτερογενή δεδομένα που να δίνουν τις απαιτούμενες πληροφορίες για την συμπεριφορά και τους τύπους του Έλληνα επενδυτή δεν υπάρχουν για αυτό η συλλογή τους γίνεται πρωτογενώς.

Υπάρχουν δύο μέθοδοι συλλογής πρωτογενών στοιχείων η επικοινωνιακή και η μέθοδος της παρατήρησης. Η επικοινωνιακή κάνει χρήση ερωτηματολογίων προκειμένου να συλλέξει την απαραίτητα πληροφόρηση. Οι ερωτήσεις μπορεί να είναι προφορικές ή γραπτές. Το ίδιο και οι απαντήσεις. Η μέθοδος της παρατήρησης δεν χρησιμοποιεί ερωτηματολόγια αλλά η υπόθεση που ενδιαφέρει τον ερευνητή ελέγχεται και σχετικά γεγονότα ενέργειες ή συμπεριφορές καταγράφονται.

Η παρούσα έρευνα διεξάγεται μέσω ερωτηματολογίων στα πλαίσια της **επικοινωνιακής μεθόδου** η οποία έχει τα εξής πλεονεκτήματα

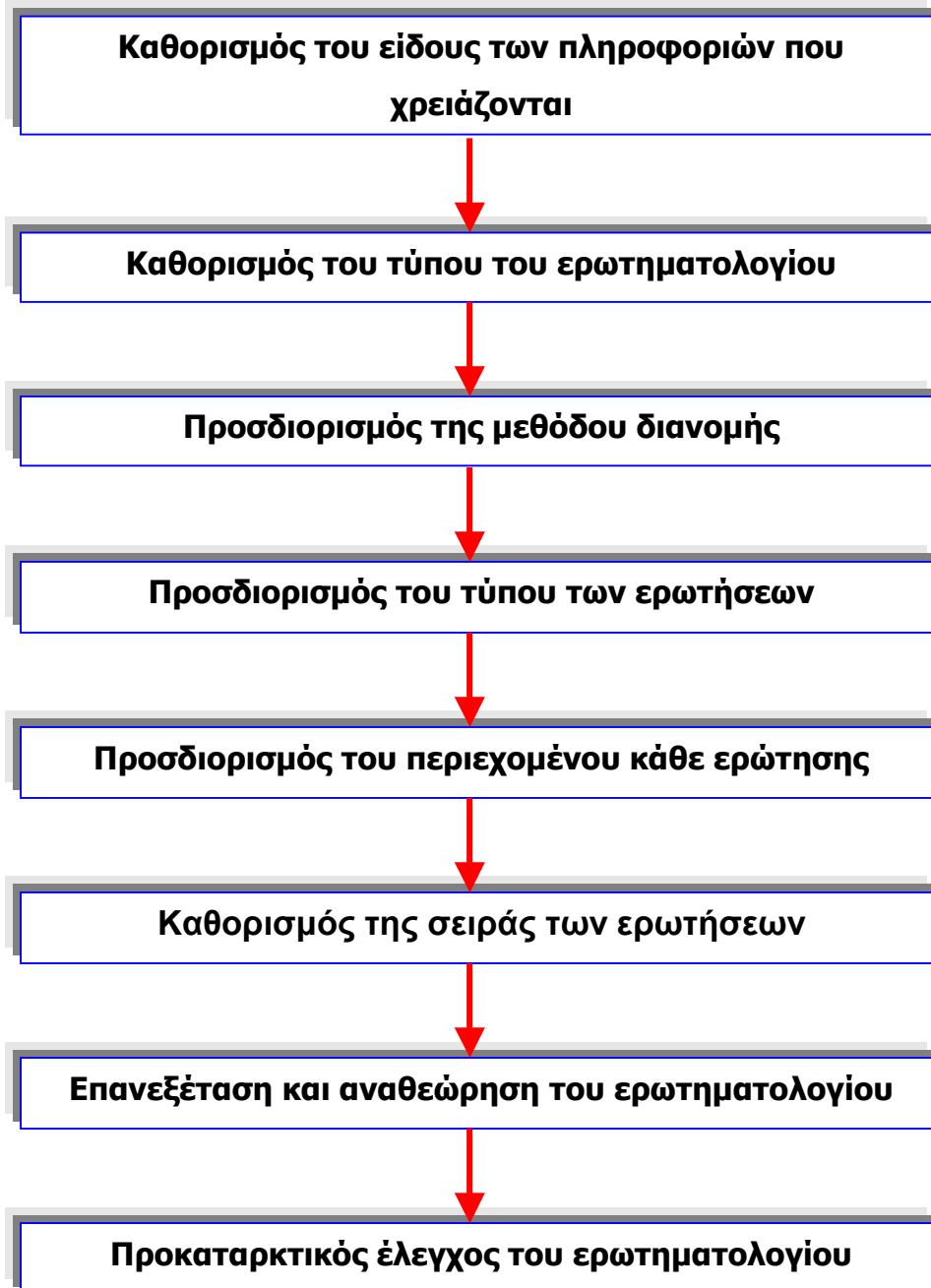
1. Πολλαπλή χρησιμότητα ($e \rightarrow y$).
Είναι η ικανότητα μας μεθόδου να συλλέγει πληροφορίες για ένα πλήθος πρωτογενών χαρακτηριστικών που ενδιαφέρουν τον ερευνητή.
2. Ταχύτητα και κόστος.

Η επικοινωνιακή μέθοδος προσφέρει μεγαλύτερο βαθμό ελέγχου αναφορικά με την συλλογή των δεδομένων. Ο ερευνητής δεν χρειάζεται να περιμένει πότε θα συμβεί το γεγονός που μελετά ώστε να το καταγράψει όπως στην μέθοδο της παρατήρησης.

Μειονέκτημα αυτής της μεθόδου αποτελεί το γεγονός ότι εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την προθυμία και την ικανότητα των ερωτηθέντων να δώσουν τις ζητούμενες πληροφορίες. Αυτοί μπορεί να διστάζουν να δώσουν απαντήσεις που θεωρούν υποτιμητικές τείνουν να ξεχνούν γεγονότα που τους έκαναν να αισθανθούν άσχημα ή απαντούν ανάλογα με αυτό που πιστεύουν ότι θέλει να ακούσει ο ερευνητής ή είναι κοινωνικά αποδεκτό.

6.1.Σχεδιασμός του Ερωτηματολογίου

Η διαδικασία σχεδιασμού του ερωτηματολογίου της μελέτης αυτής ακολούθησε τα παρακάτω στάδια



Οι υπάρχοντες τύποι ερωτηματολογίων είναι το δομημένο το μη δομημένο το μεταμφιεσμένο και το μη μεταμφιεσμένο.

Σε ένα δομημένο ερωτηματολόγιο που χρησιμοποιείται για να ελεγχθούν συγκεκριμένες υποθέσεις της περιγραφικής ή της αιτιολογικής έρευνας τόσο οι ερωτήσεις όσο και οι απαντήσεις είναι προκαθορισμένες. Στο μη δομημένο που χρησιμοποιείται στην εξερευνητική έρευνα οι ερωτήσεις δεν είναι αυστηρά

προκαθορισμένες και ο ερωτώμενος είναι ελεύθερος να απαντήσει με δικά του λόγια.

Η διαφάνεια αφορά το κατά πόσο οι ερωτώμενοι γνωρίζουν τον σκοπό της έρευνας. Το μεταμφιεσμένο ερωτηματολόγιο προσπαθεί να κρύψει τον σκοπό της έρευνας ενώ το μη μεταμφιεσμένο μέσω των ερωτήσεων κάνει σαφή τον σκοπό της έρευνας.

Το **δομημένο και μη μεταμφιεσμένο ερωτηματολόγιο** είναι το πιο διαδεδομένο στην έρευνα μάρκετινγκ και αυτό χρησιμοποιείται από την παρούσα μελέτη. Οι ίδιες ερωτήσεις και με την ίδια σειρά έγιναν σε όλους τους ερωτηθέντες ώστε οι απαντήσεις να είναι συγκρίσιμες. Οι ερωτήσεις και οι εναλλακτικές απαντήσεις που προσφέρθηκαν ήταν προκαθορισμένες.

Τα πλεονεκτήματα ενός τέτοιου τύπου ερωτηματολογίου είναι

1. Είναι εύκολο να διανεμηθεί
2. Είναι εύκολη η επεξεργασία και η ανάλυση του
3. Οι ερωτώμενοι δεν έχουν δυσκολία να απαντήσουν
4. Οι εναλλακτικές απαντήσεις βοηθούν να γίνει πιο κατανοητή η ερώτηση

Τα μειονεκτήματα του είναι

1. Οι προκαθορισμένες εναλλακτικές απαντήσεις μπορεί να κάνουν ένα άτομο που δεν έχει γνώμη για κάποιο θέμα να διαλέξει μια από τις εναλλακτικές απαντήσεις. Η εναλλακτική επιλογή Δεν εκφέρω γνώμη ή δεν ξέρω περιορίζει το πρόβλημα αλλά υπάρχει τάση από την πλευρά των ερωτηθέντων να την αποφεύγουν.
2. Μπορεί ο ερωτώμενος να έχει γνώμη πάνω στο θέμα αλλά οι εναλλακτικές επιλογές να μην τον εκφράζουν ακριβώς.
3. Μπορεί οι εναλλακτικές επιλογές να εισάγουν ένα είδος μεροληψίας. Αυτό συμβαίνει όταν μια κατάλληλη απάντηση παραλείπεται λόγω ελλείψεως έρευνας σχετικά με το ποιες πρέπει να είναι οι κατάλληλες απαντήσεις από την πλευρά του ερευνητή. Η μεροληψία αυτή περιορίζεται με την εναλλακτική επιλογή άλλη απάντηση. Όμως οι ερωτώμενοι τείνουν όμως να την αποφεύγουν.

Οι κύριες μέθοδοι διανομής ενός ερωτηματολογίου είναι η ταχυδρομική η τηλεφωνική και η προσωπική συνέντευξη. Η μέθοδος που χρησιμοποιείται εδώ είναι η **ταχυδρομική** στην οποία οι ερωτώμενοι έχουν άνεση χρόνου για να απαντήσουν. Εφόσον λόγω έλλειψης στοιχείων για το σύνολο του πληθυσμού των Ελλήνων επενδυτών η έρευνα επικεντρώνεται στους πελάτες της χρηματιστηριακής G τα ερωτηματολόγια αποστέλλονται για συμπλήρωση αποκλειστικά σε αυτούς ονομαστικά. Οι ερωτηθέντες έχουν περίπου είκοσι μέρες να τα συμπληρώσουν και να τα επιστρέψουν.

Το ερωτηματολόγιο στάλθηκε μαζί με εσώκλειστους φακέλους με αναγραμμένη την διεύθυνση αποστολής και κολλημένα τα γραμματόσημα για την επιστροφή του στο πανεπιστήμιο.

Το ερωτηματολόγιο συνοδεύεται από ένα γράμμα που πληροφορούσε τους συμμετέχοντες για τον σκοπό της έρευνας την σημασία της και για το πόσο απαραίτητη ήταν η συμπλήρωση του. Τονίζονταν επίσης ότι τα στοιχεία ήταν εμπιστευτικά και διαθέσιμα μετά την ολοκλήρωση της μελέτης.

Με την ταχυδρομική προσέγγιση αυξάνεται η πιθανότητα να απαντήσουν άτομα πολυάσχολα που δεν θα δέχονταν προσωπική συνέντευξη ή τηλεφωνική συμπλήρωση. Το μειονέκτημα της είναι ότι υπάρχει περίπτωση το ερωτηματολόγιο να συμπληρωθεί από κάποιο άλλο πρόσωπο ακατάλληλο για τους σκοπούς της έρευνας ή να συμπληρωθεί μόνο από αυτούς που τους ενδιαφέρει το θέμα ή να μην συμπληρωθεί καθόλου.

Προκειμένου να προσδιοριστεί το περιεχόμενο κάθε ερώτησης το ερωτηματολόγιο επανεξετάστηκε αρκετές φορές ώστε να είμαστε βέβαιοι ότι θα συγκεντρώσουμε τις πληροφορίες που χρειαζόμασταν. Ερωτήσεις που έδιναν πιθανά ενδιαφέροντα για την έρευνα στοιχεία αλλά όχι απαραίτητα παραλήφθηκαν καθώς και οι ερωτήσεις με παρόμοιο περιεχόμενο.

Για κάθε ερώτηση έπρεπε να απαντηθούν τα παρακάτω ερωτήματα

Είναι απαραίτητη αυτή η ερώτηση; Μας δίνει ακριβώς τις πληροφορίες που χρειαζόμαστε χωρίς περιττές λεπτομέρειες; Μήπως αντί μιας ερώτησης είναι προτιμότερο δύο ώστε να είναι πιο κατανοητές;

Έχουν οι ερωτώμενοι τις πληροφορίες που ζητάμε; Οι ερωτήσεις μπορεί να απαντηθούν αλλά το ζήτημα είναι να έχουν κάποιο νόημα για τον συμμετέχοντα και να μην απαντά τυχαία. Προσπαθήσαμε να δούμε τις ερωτήσεις από την πλευρά αυτού που καλείται να απαντήσει γιατί πληροφορίες που εμείς θεωρούμε σημαντικές μπορεί να μην είναι για αυτόν με συνέπεια να μην τις θυμάται.

Θα απαντήσουν οι ερωτώμενοι; Οι συμμετέχοντες μπορεί να έχουν τις πληροφορίες αλλά να μην θέλουν να απαντήσουν. Η προθυμία τους να συνεργαστούν εξαρτάται από το πόσο κατανοητές είναι οι ερωτήσεις πόσο ευαίσθητο είναι το θέμα και πόσο εύκολο είναι να απαντήσουν.

Κατά τον σχεδιασμό του ερωτηματολογίου τα ζητήματα αυτά λήφθηκαν υπόψη. Ερωτήσεις που πιθανόν να προβλημάτιζαν ή να ενοχλούσαν αποφεύχθηκαν γιατί αυξανόταν ο κίνδυνος μη συμπλήρωσης του ερωτηματολογίου.

Αφού καθορίστηκε το περιεχόμενο της κάθε ερώτησης έπρεπε να αποφασιστεί **ο τύπος της κάθε ερώτησης**. Οι πιθανοί τύποι ερωτήσεων που έπρεπε να εξεταστούν ήταν οι **διχότομες**, οι **κλιμακωτές** αλλά κυρίως οι **ερωτήσεις πολλαπλής επιλογής**. Για την διεξαγωγή της έρευνας αυτής προτιμήθηκαν οι ερωτήσεις πολλαπλής επιλογής. Το βασικό μειονέκτημα που έχουν οι ερωτήσεις πολλαπλής επιλογής είναι ότι υπάρχει το ενδεχόμενο καμία από τις εναλλακτικές απαντήσεις να μην εκφράζει τον ερωτώμενο για αυτό και ζητήθηκε από τους ερωτώμενους να δηλώσουν αν συμφωνούν ή όχι με μια δήλωση. Για να καλυφθεί η περίπτωση ο ερωτώμενος να μην γνωρίζει για κάποιο θέμα ή να μην έχει γνώμη δόθηκε η εναλλακτική απάντηση **Δεν με αφορά** ώστε

να το δηλώσει. Αν δεν δοθεί τέτοια επιλογή τότε τα αποτελέσματα θα είναι μεροληπτικά και η δυσκολία να απαντήσουν μπορεί να οδηγήσει σε μη συμπλήρωση.

Ιδιαίτερη προσοχή δόθηκε ώστε οι εναλλακτικές απαντήσεις να είναι αμοιβαία αποκλειόμενες για να μην προκαλείται σύγχυση καθώς και στον περιορισμό της μεροληψίας λόγω θέσης. Οι ερωτώμενοι έχουν την τάση να επιλέγουν την πρώτη ή την τελευταία απάντηση της λίστας με ιδιαίτερη προτίμηση στην πρώτη. Η λύση στο πρόβλημα αυτό ήταν να γίνουν έξι ειδών ερωτηματολόγια ίδιου αριθμού που διαφέρουν μόνο ως προς την θέση των εναλλακτικών απαντήσεων.

Οι οδηγίες για την συμπλήρωση του ερωτηματολογίου δίνονται στην αρχή και στην συνέχεια επιλέγεται από τις στήλες Συμφωνώ Διαφωνώ Δεν με αφορά η απάντηση που εκφράζει καλύτερα τον ερωτώμενο. Έτσι εξοικονομείτε χρόνο και χώρο.

Έμφαση δόθηκε επιπλέον στην διατύπωση κάθε ερώτησης. Μια ερώτηση που δεν είναι κατάλληλα διατυπωμένη μπορεί να παρακινήσει τον ερωτώμενο να μην απαντήσει ή να απαντήσει λανθασμένα επίτηδες ή λόγω ελλιπούς κατανόησης. Οι λέξεις που χρησιμοποιήθηκαν σε κάθε ερώτηση είναι απλές κατανοητές και σαφείς ώστε να μην δίνει ο κάθε ερωτώμενος την δική του ερμηνεία. Ερωτήσεις που καθοδηγούν τον ερωτώμενο για το πώς πρέπει να απαντήσει γενικεύσεις και υπολογισμοί δεν χρησιμοποιήθηκαν.

Αναφορικά με την σειρά των ερωτήσεων δόθηκε σημασία οι αρχικές ερωτήσεις να είναι εύκολο να απαντηθούν να είναι πιο γενικές να έχουν ενδιαφέρον και να μην θεωρηθούν ύποπτες και απειλητικές γιατί οι ερωτώμενοι θα αρνηθούν να συμπληρώσουν το ερωτηματολόγιο.

Οι ερωτήσεις δόθηκε προσοχή να έχουν λογική αλληλουχία και να μην γίνεται απότομη αλλαγή θέματος ή μεταπήδηση από το ένα στο άλλο θέμα. Οι ερωτήσεις που αφορούν το κυρίως θέμα προηγήθηκαν των δημογραφικών. Οι πρώτες είναι πιο σημαντικές και οι ερωτώμενοι δεν πρέπει απομακρυνθούν από το κυρίως θέμα με προσωπικές ερωτήσεις.

Αφού το ερωτηματολόγιο ολοκληρώθηκε δόθηκε έμφαση στην μορφολογία του. Τα φυσικά χαρακτηριστικά του ερωτηματολογίου μπορεί να επηρεάσουν και αυτά την ακρίβεια των απαντήσεων και την ανταπόκριση των ερωτώμενων. Αν το ερωτηματολόγιο δεν είναι προσεγμένο οι συμμετέχοντες θα πιστέψουν ότι η έρευνα δεν είναι σημαντική και θα αρνηθούν να απαντήσουν παρόλο που το εισαγωγικό γράμμα τονίζει την σπουδαιότητα της έρευνας.

Το ερωτηματολόγιο το ίδιο πρέπει να πείθει ότι η έρευνα είναι σημαντική. Για αυτό χρησιμοποιήθηκε χαρτί καλής ποιότητας και εκτυπώθηκαν αντί να φωτοτυπηθούν. Το όνομα του Πανεπιστημίου και της χρηματιστηριακής αναγράφηκαν στο εισαγωγικό γράμμα καθώς και ο τίτλος της έρευνας ώστε να αυξηθεί η αξιοπιστία της.

Οι ερωτήσεις είναι όλες αριθμημένες ώστε η επεξεργασία τους να είναι ευκολότερη ενώ τα ίδια τα ερωτηματολόγια όχι γιατί οι συμμετέχοντες τείνουν να

πιστεύουν ότι είναι ένα είδος εντοπισμού τους και δεν απαντούν καθόλου ή παραποιούν τις απαντήσεις τους.

Αρχικά σχεδιάστηκαν δύο ερωτηματολόγια ένα για τους τύπους και ένα για τον ορθολογισμό. Αργότερα κατά την επανεξέταση τους όμως θεωρήθηκε σκόπιμο να ενωθούν σε ένα και μόνο ερωτηματολόγιο και να συνδυαστούν τα χαρακτηριστικά που έχει βρεθεί ότι έχουν οι επενδυτές με τους αντιστοίχους τύπους τους.

Ένας τελευταίος **επανάλεγχος** έγινε ώστε να είμαστε σίγουροι ότι καμία ερώτηση ή λέξη δεν είναι προσβλητική δεν προκαλεί σύγχυση είναι δυσνόητη ή δύσκολο να απαντηθεί.

Κατά το τελευταίο στάδιο του προκαταρκτικού ελέγχου χρησιμοποιήθηκε η προσωπική συνέντευξη ώστε να δούμε αν οι ερωτώμενοι είναι σε θέση να απαντήσουν αν κάποιες ερωτήσεις προκαλούν σύγχυση ή δισταγμό να απαντηθούν ή αν έπρεπε να αλλαχθεί η σειρά τους.

Το εισαγωγικό γράμμα και το ερωτηματολόγιο που τελικά στάλθηκε στους επενδυτές παρουσιάζονται στο τέλος αυτού του κεφαλαίου.

6.2 Καθορισμός του Δείγματος

Το επόμενο στάδιο της έρευνας με ερωτηματολόγια είναι η επιλογή των ατόμων από τα οποία θα γίνει η συλλογή των απαιτούμενων πληροφοριών και στοιχείων. Ένας τρόπος για να γίνει αυτό είναι να συγκεντρωθούν στοιχεία από κάθε μέλος του πληθυσμού ενδιαφέροντος και να γίνει απογραφή. Ένας άλλος τρόπος είναι από ένα δείγμα του πληθυσμού να συγκεντρωθούν οι απαιτούμενες πληροφορίες και στη συνέχεια να βγουν συμπεράσματα για ολόκληρο τον πληθυσμό. Η ικανότητα αυτή εξαρτάται από την μέθοδο που επιλέχθηκαν τα άτομα που αποτελούν το δείγμα.

Η δειγματοληψία παρουσιάζει αρκετά πλεονεκτήματα έναντι της απογραφής τα κυριότερα εκ των οποίων είναι

1. Έχει χαμηλότερο κόστος σε όρους χρόνου και χρήματος
2. Οι πληροφορίες λόγω του μικρού χρονικού διαστήματος για την συλλογή τους ανταποκρίνονται στην τρέχουσα κατάσταση και δεν είναι απαρχιωμένες.
3. Πολλές φορές η απογραφή είναι αδύνατη
 - . Έχει μεγαλύτερη ακρίβεια.

Η διαδικασία που ακολουθείται προκειμένου να σχεδιαστεί το δείγμα είναι η ακόλουθη

Προσδιορισμός του πληθυσμού από τον οποίο θα προκύψουν τα συμπεράσματα. Ο πληθυσμός είναι το σύνολο των περιπτώσεων που πληρούν τις προδιαγραφές που έχει θέσει ο ερευνητής. Οι προϋποθέσεις αυτές καθορίζουν ποια στοιχεία ανήκουν στον πληθυσμό και ποια πρέπει να εξαιρεθούν. Όσα λιγότερο περιοριστικές είναι οι υποθέσεις αυτές τόσο πιο εύκολο και λιγότερο δαπανηρό είναι να βρεθεί το

κατάλληλο δείγμα. Ο πληθυσμός ενδιαφέροντας της παρούσας μελέτης είναι οι Έλληνες ιδιώτες επενδυτές.

Καθορισμός του δειγματικού πλαισίου το οποίο είναι ο κατάλογος των ατόμων του πληθυσμού από τα οποία θα επιλεγθεί το δείγμα. Καθώς δεν υπάρχουν στοιχεία για το ακριβές μέγεθος του πληθυσμού των ιδιωτών Ελλήνων επενδυτών και την κατανομή του ανάλογα με την ηλικία και το φύλλο τόσο το μέγεθος του πληθυσμού όσο και τα χαρακτηριστικά του προσδιορίστηκαν προσεγγιστικά με την βοήθεια των αρχείων της χρηματιστηριακής G

Πρέπει να τονιστεί ότι δεν υπήρχε βάση δεδομένων που να περιέχει την ηλικία των επενδυτών της εταιρίας. Για την εύρεση των απαραίτητων στοιχείων εξετάστηκαν οι φάκελοι 6 πελατών της από 1 9 1999 έως 31 1 2 2 από τα αρχεία της εταιρίας. Για την δημιουργία της δικής μας βάσης δεδομένων λήφθηκαν υπόψη μόνο οι πελάτες που είχαν στο φάκελο τους στοιχεία για την ηλικία τους και δεν ήταν διαγραμμένοι ή απενεργοποιημένοι την περίοδο της συλλογής των στοιχείων. Τελικά μετά από τρεις βδομάδες έρευνας βρέθηκαν 1992 πελάτες που πληρούσαν τις παραπάνω προϋποθέσεις.

Επιλογή της μεθόδου δειγματοληψίας. Το τρίτο στάδιο συνδέεται με το προηγούμενο και σχετίζεται με το αν το δείγμα είναι τυχαίο ή όχι. Το δείγμα που χρησιμοποιείται είναι μη πιθανοτικό σταθερού μεγέθους και δεν μπορεί να υπολογιστεί το δειγματικό σφάλμα της δειγματοληπτικής μεθόδου που υιοθετείται και συνεπώς να ελεγχθεί η ακρίβεια των αποτελεσμάτων. Η πιθανότητα που έχει κάθε στοιχείο του πληθυσμού να συμπεριληφθεί στο δείγμα δεν είναι δυνατό να προσδιοριστεί όπως συμβαίνει με τα τυχαία δείγματα. Τα μη πιθανοτικά δείγματα στηρίζονται στην προσωπική κρίση αυτού που κάνει την μελέτη αφού αυτός αποφασίζει ποια στοιχεία θα αποτελέσουν το δείγμα του.

Η δειγματοληπτική μέθοδος που χρησιμοποιείται σε αυτήν την μελέτη είναι αυτή της **αναλογικής δειγματοληψίας** (o ple). Στην μέθοδο αυτή επιλέγονται ορισμένα βασικά χαρακτηριστικά του πληθυσμού που μας ενδιαφέρουν και γίνεται προσπάθεια να εξασφαλιστεί ότι το δείγμα είναι αντιπροσωπευτικό του πληθυσμού από τον οποίο προέρχεται. Τα στοιχεία που αποτελούν το δείγμα επιλέγονται έτσι ώστε η αναλογία των ατόμων στο δείγμα με ένα συγκεκριμένο χαρακτηριστικό να είναι περίπου η ίδια με την αναλογία των ατόμων στον πληθυσμό που έχουν το χαρακτηριστικό αυτό.

Το δείγμα αυτό στηρίζεται σε υποκειμενικά κριτήρια και υπάρχει πάντα ο κίνδυνος ακόμα και αν οι αναλογίες συγκεκριμένων χαρακτηριστικών του δείγματος και του πληθυσμού είναι παρόμοιες το δείγμα να μην είναι αντιπροσωπευτικό. Μπορεί να έχει παραληφθεί κάποιο σημαντικό χαρακτηριστικό του πληθυσμού και να μην έχει υπολογιστεί αναλογία για αυτό. Όμως όσο αυξάνουν οι αναλογίες γίνεται όλο και πιο δύσκολο να βρεθεί το κατάλληλο δείγμα. Η σύγκριση των αναλογιών μπορεί να δώσει μόνο αρνητική ένδειξη για το αν το δείγμα είναι αντιπροσωπευτικό ή όχι.

Στην συγκεκριμένη μελέτη θεωρήθηκε ότι τα σημαντικότερα χαρακτηριστικά του πληθυσμού για τα οποία θα έπρεπε να τηρηθούν οι αναλογίες ήταν το φύλο και η ηλικία των επενδυτών. Η κατανομή του πληθυσμού των επενδυτών με αυτά τα χαρακτηριστικά προσδιορίστηκε με βάση τους πελάτες της G . Αυτοί προέρχονταν από όλη την Ελλάδα και ασκούσαν διάφορα επαγγέλματα. Οι αναλογίες που βρέθηκαν σε ποσοστά είναι οι ακόλουθες

Φύλο \ Ηλικία	Έως 30	31- 50	51 και άνω	Σύνολο
Άνδρες	11%	37%	20%	68%
Γυναίκες	7%	17%	8%	32%
Σύνολο	18%	54%	28%	100%

Πρέπει να τονιστεί ότι δεν τηρήθηκαν αναλογίες αναφορικά με την κατανομή των ατόμων σύμφωνα με το επάγγελμα και την περιοχή διαμονής τους καθώς όσο αυξάνεται ο αριθμός των χαρακτηριστικών αυξάνεται και η δυσκολία εύρεσης ενός τέτοιου αντιπροσωπευτικού δείγματος.

Όμως συμπεριλήφθηκαν στο δείγμα τα παρακάτω επαγγέλματα σε ποσοστά αγρότες 1 φοιτητές 2 8 ναυτιλιακά 1 οικιακά 6 στρατιωτικοί 2 6 συνταξιούχοι 6 τεχνικοί .8 τραπεζικοί υπάλληλοι 3 δημόσιοι υπάλληλοι 8 διακοσμητές γραφίστες 1 νομικοί 1 8 αστυνομικοί 1 6 σύμβουλοι επιχειρήσεων 1 ιδιωτικοί υπάλληλοι 2 2 ιατροί 3 μηχανολόγοι μηχανικοί 1 8 οικονομολόγοι 1 εργολάβοι οικοδομών 1 8 βιοτέχνες 1 εκπαιδευτικοί 6 2 εισοδηματίες 1 2 ελεύθεροι επαγγελματίες 1 6 έμποροι 6 επιχειρηματίες 3 αρχιτέκτονες πολιτικοί μηχανικοί 1 ηλεκτρολόγοι 2 ιχθυολόγοι 1 8 λογιστές 1 άλλα 9 6 .

Επίσης η αποστολή των ερωτηματολογίων δεν περιορίστηκε μόνο στην περιοχή των Αθηνών. Οι περιοχές που στάλθηκαν τα ερωτηματολόγια είναι οι εξής Αθήνα Άνω κάτω Πατήσια Περισσός Γαλάτσι Κυψέλη Νέα Σμύρνη Καλλιθέα Δάφνη Άγιος Δημήτριος Άλιμος Παλαιό Φάληρο Μοσχάτο Νίκαια Πειραιάς Γλυφάδα Ταύρος Κορυδαλλός Βάρη Βούλα Ελληνικό Κηφισιά Ν. Φιλαδέλφεια Ν. Ιωνία Δροσιά Πεύκη Ν. Ερυθραία Ν. Χαλκηδόνα Άγιοι Ανάργυροι Θρακομακεδόνες Ν. Ηράκλειο Καισαριανή Βύρωνας Ηλιούπολη Αργυρούπολη Χαλάνδρι Βριλήσσια Φιλοθέη Αγία Παρασκευή Ψυχικό Χολαργός Παπάγου Μαρούσι Μελίτσια Σεπόλια Ριζούπολη Καστοριά Φλώρινα Θεσσαλονίκη Αιγάλεω Χαϊδάρι Ίλιον Ανθούπολη Πετρούπολη Περιστερί Πιερράκι Γιαννιτσία Σέρρες Καβάλα Κοζάνη Πτολεμαίδα Νιγρίτα Δράμα Ξάνθη Κόρινθος Επίδαυρος Άργος Ναύπλιο Καλαμάτα Ρίο Πάτρας Αντίρριο Ναύπακτος Φωκίδα Ιτέα Χαλκίδα Λαμία Βόλος Ιωάννινα Ηγουμενίτσα Κοζάνη Χανιά Ρέθυμνο Σάμος Ρόδος Κάλυμνος Πέραμα Ασπρόπυργος Σαλαμίνα Μάνδρα Αττικής Σοφίλο Αγγελόκαστρο Άγιοι Θεόδωροι.

Καθορισμός του μεγέθους του δείγματος. Τα συγκεκριμένα άτομα που αποτέλεσαν το δείγμα επιλέχθηκαν τυχαία από τον πληθυσμό τηρούμενων των αναλογιών για την ηλικία και το φύλο. Επιπλέον δεδομένου ότι το δείγμα είναι μη τυχαίο δεν υπάρχει καμία συγκεκριμένη μέθοδος που να καθορίζει πιο είναι το κατάλληλο μέγεθος δείγματος. Γι αυτό το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε ήταν όσο το δυνατόν πιο μεγάλο περίπου άτομα (2 του πληθυσμού) ώστε ακόμα και αν αρκετοί από τους ερωτηθέντες αρνηθούν να απαντήσουν να μπορούν να προκύψουν αξιόπιστα συμπεράσματα. Η υιοθέτηση της μεθόδου της αναλογικής δειγματοληψίας συνεπάγεται την παρακάτω κατανομή του δείγματός σε απόλυτους αριθμούς

Το Αρχικό Δείγμα				
Ηλικία	Έως 30	31- 50	51 και άνω	Σύνολο
Φύλο				
Άνδρες	55	185	100	340
Γυναίκες	35	85	40	160
Σύνολο	90	270	140	500

Η επεξεργασία μεγαλύτερου δείγματος δεν ήταν δυνατή λόγω πίεσης χρόνου και ιδιαίτερα λόγω του υψηλού κόστους. Τα έξοδα αποστολής των ερωτηματολογίων επιβαρύνθηκε εξολοκλήρου το πανεπιστήμιο.

6.3 Συλλογή των Δεδομένων

Προκειμένου να συγκεντρωθεί ένας ικανοποιητικός αριθμός ερωτηματολογίων αποφασίσαμε να επικοινωνήσουμε τηλεφωνικά με τους παραλήπτες των ερωτηματολογίων ώστε να τους παρακινήσουμε να απαντήσουν. Τελικά με καθυστέρηση μιας επιπλέον εβδομάδας συγκεντρώθηκαν 111 ερωτηματολόγια (που αντιστοιχούν περίπου στο 2 του αρχικού δείγματος) γεγονός που ήταν αναμενόμενο λόγω της δυσχερούς κατάστασης που επικρατεί την τελευταία περίοδο στην χρηματιστηριακή αγορά. Πολλοί από τους επενδυτές μας είπαν ότι ένιωθάν τόσο απογοητευμένοι από τις επενδύσεις τους που δεν ήθελαν να ασχοληθούν με οτιδήποτε τις αφορά ενώ κάποιοι άλλοι δήλωσαν ότι δεν τους ενδιέφερε να συμμετάσχουν σε μία τέτοια έρευνα ότι δεν ήθελαν να δώσουν τέτοιου είδους πληροφορίες ότι δεν διαχειρίζονται οι ίδιοι τις επενδύσεις τους και συνεπώς θεωρούν τον εαυτό τους ακατάλληλο να απαντήσει ή ότι έχουν σταματήσει να συναλλάσσονται με την συγκεκριμένη χρηματιστηριακή.

Επίσης 8 ερωτηματολόγια επέστρεψαν στο πανεπιστήμιο καθώς ο παραλήπτης ήταν άγνωστος ή είχε μετακομίσει. Επιπλέον βρέθηκαν και 3 ασυμπλήρωτα που περιείχαν ποικίλα σχόλια από αγανακτισμένους επενδυτές μειώνοντας τον αριθμό των ερωτηματολογίων σε 1 8.

6.3 Επεξεργασία των Δεδομένων

Μετά την συλλογή των ερωτηματολογίων ακολουθεί η επεξεργασία τους που περιλαμβάνει την εξέταση κατηγοριοποίηση και κωδικοποίηση και τον τρόπο ερμηνείας των στοιχείων.

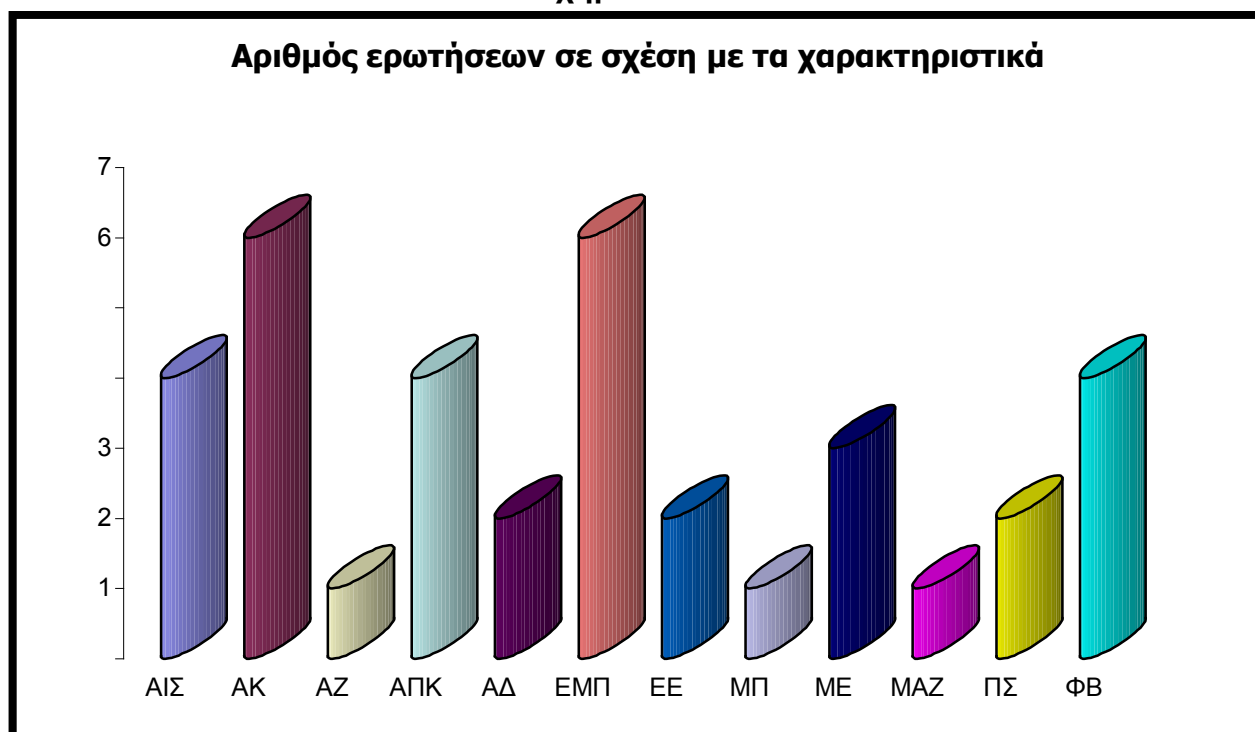
Η εξέταση των ερωτηματολογίων είναι απαραίτητη προκειμένου να εντοπιστούν τυχόν παραλείψεις (π.χ. ασυμπλήρωτες ερωτήσεις) ανακρίβειες (π.χ. λανθασμένες απαντήσεις) ή έλλειψη ενδιαφέροντος. Μετά από προσεκτική εξέταση των 18 ερωτηματολογίων βρέθηκε ένα άκυρο καθώς ήταν στην πλειοψηφία των ερωτήσεων συμπληρωμένες και δύο από τις τρεις στήλες και τέσσερα που φανέρωναν έλλειψη ενδιαφέροντος καθώς απάντησαν ότι δεν τους αφορά σε πάνω από το των ερωτήσεων. Επιπλέον στην περίπτωση που σε κάποια ερωτηματολόγια κάποια ερώτηση δεν είχε απαντηθεί θεωρήσαμε ως απάντηση το δεν με αφορά καθώς η στήλη αυτή ισοδυναμεί με άρνηση απαντήσεως.

Δεδομένου ότι ο σκοπός αυτής της εργασίας είναι όπως έχει αναφερθεί είναι η εξέταση των ψυχικών χαρακτηριστικών του Έλληνα επενδυτή και η εύρεση του επικρατέστερου τύπου επενδυτικής συμπεριφοράς παρουσιάζεται παρακάτω η ταξινόμηση των ερωτήσεων με βάση τα χαρακτηριστικά αυτά (Σχήμα και Πίνακας 6.1.) και με βάση τους τύπους (Σχήμα και Πίνακας 6.2.)

Πίνακας 6.1.

Ταξινόμηση των Ερωτήσεων με βάση τα Χαρακτηριστικά		
Ερωτήσεις	Αριθμός	Χαρακτηριστικά
9,32,48,52	4	Αισιοδοξία (ΑΙΣ)
10,13,34,36,38,59	6	Αναζήτηση Κινδύνου (ΑΚ)
18	1	Απόκρυψη Ζημιάς (ΑΖ)
19,28,29,49,56	5	Αποστροφή κινδύνου (ΑΠΚ)
47,55	2	Αποτέλεσμα της Διάθεσης (ΑΔ)
24,31,39,40,51,54	6	Εμπιστοσύνη (ΕΜΠ)
2,42	2	Επιρρέπεια στην Επιρροή (ΕΕ)
57	1	Μετάνοια Πράξης (ΜΠ)
6,39,48	3	Μηχανισμός Εφησυχασμού (ΜΕ)
58	2	Μυωπική αποστροφή της Ζημιάς (ΜΑΖ)
33,45	2	Περίοδος Συναλλαγών (ΠΣ)
1,2,19,42	4	Φόβος Μετάνοιας (ΦΒ)

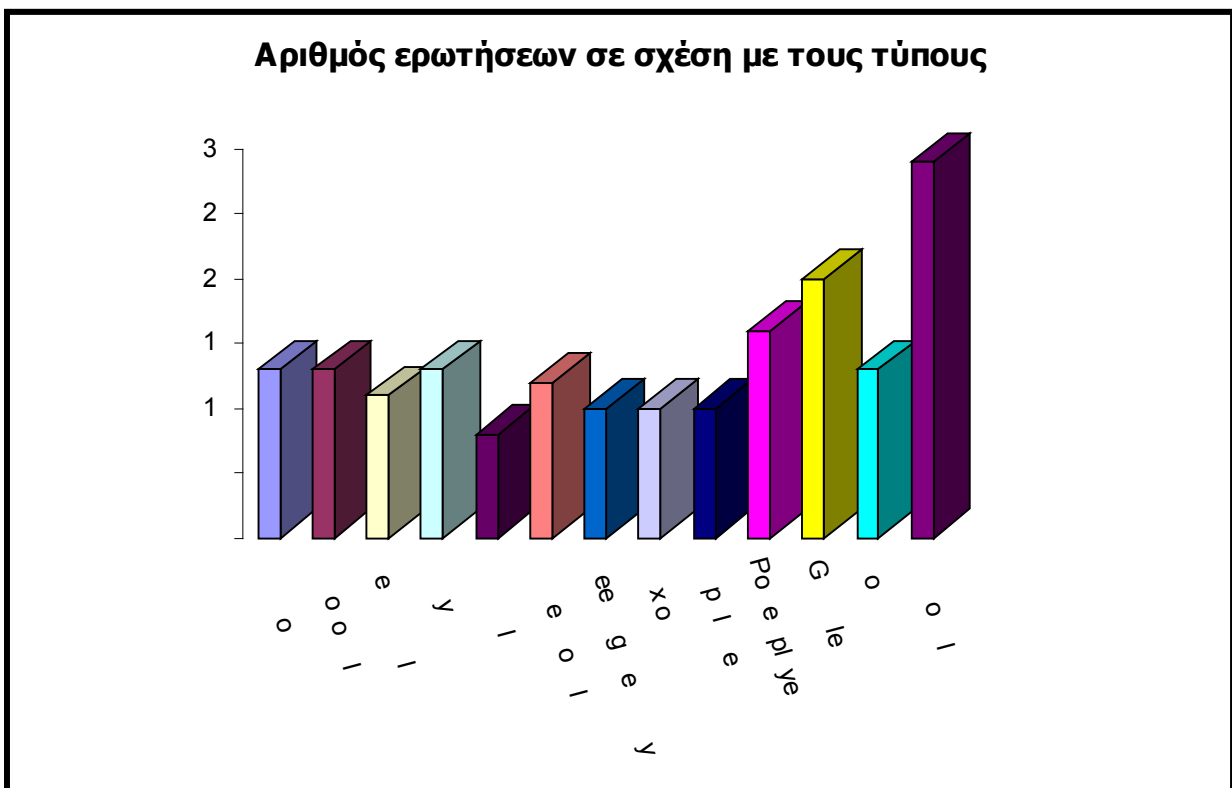
Σχήμα 6.1.



Πίνακας 6.2.

..... Ερωτήσεων με βάση τους Τύπους		
.....
Cautious	13	1,2-, 4,6-, 12,19,24,29,37,48,49,55,58
Emotional	13	2,7,8,9,23,32,37,40,42,48,52,53,55
Technical	11	11,12,15,20,23, 26,31,36,39,51,52
Busy	13	5,11,12,16,17,23, 28,33,38,40,43,45,59
Casual	8	3,5,6,21,22,23,24,32
Obsessional	12	9,12,18,23-, 25,27,31,32, 35,39,40,51
Seeking Certainty	10	1,6,22,24,28,29,49,55,56,58
Anxious	10	5,16,23-,24,46,47,49,50,55,60
Impulsive	10	2,7,11,17,40,42,43,44,45,59
Power Player	16	9,10,18,27,30,31,32,34,36,40,41,47,48,55,59
Gambler	20	9,10,11,13,17,18,23-, 28,31,32,34,36,38,39,40,45,48,51,52,59
Contrarian	13	2-,4,14,19-,20,23-,31,40,42-,51,52,54,61
Rational	29	1,2,6,7,8,9,13,14,15,18,23,24,30,33,35,38, 39,40,41,43,46,47,49,51,53,55,56,58,61(Αρνητικά)

Σχήμα 6.2.



Μετά την ταξινόμηση των ερωτήσεων ακολούθησε η κωδικοποίηση των απαντήσεων προκειμένου να μετατραπούν σε ηλεκτρονική μορφή και να αρχίσει η επεξεργασία τους. Αναφορικά με τον τρόπο ερμηνείας τους θεωρήθηκε ότι κάποιο άτομο κατέχει κάποιο από τα εξεταζόμενα χαρακτηριστικά αν έχει απαντήσει θετικά τουλάχιστον στο των ερωτήσεων που αφορούν την συγκεκριμένη κατηγορία.

Συγκεκριμένα για την αισιοδοξία και την εμπιστοσύνη υιοθετήθηκε επιπλέον η εξής κλίμακά μέτρησής τους ανάλογα με το αριθμό των ερωτήσεων που απαντήθηκαν θετικά

Εμπιστοσύνη

Μικρή έως καθόλου	Μέτρια	Μεγάλη
0-2	3-4	5-6

Αισιοδοξία

Μικρή έως καθόλου	Μέτρια	Μεγάλη
0-1	2-3	4

Επίσης κάποιος θεωρήσαμε ότι ανήκει σε ένα συγκεκριμένο τύπο αν απαντήσει τουλάχιστον το 6 των ερωτήσεων του συγκεκριμένου τύπου καθώς το όριο του εμπειρείχε τον κίνδυνο να υπάρχει κάποια ερώτηση που να μην σκιαγραφεί σωστά το συγκεκριμένο τύπο. Επιπλέον κάποιος ανήκει σε ένα καθαρό τύπο μόνο αν απαντήσει το 9 των ερωτήσεων του τύπου.

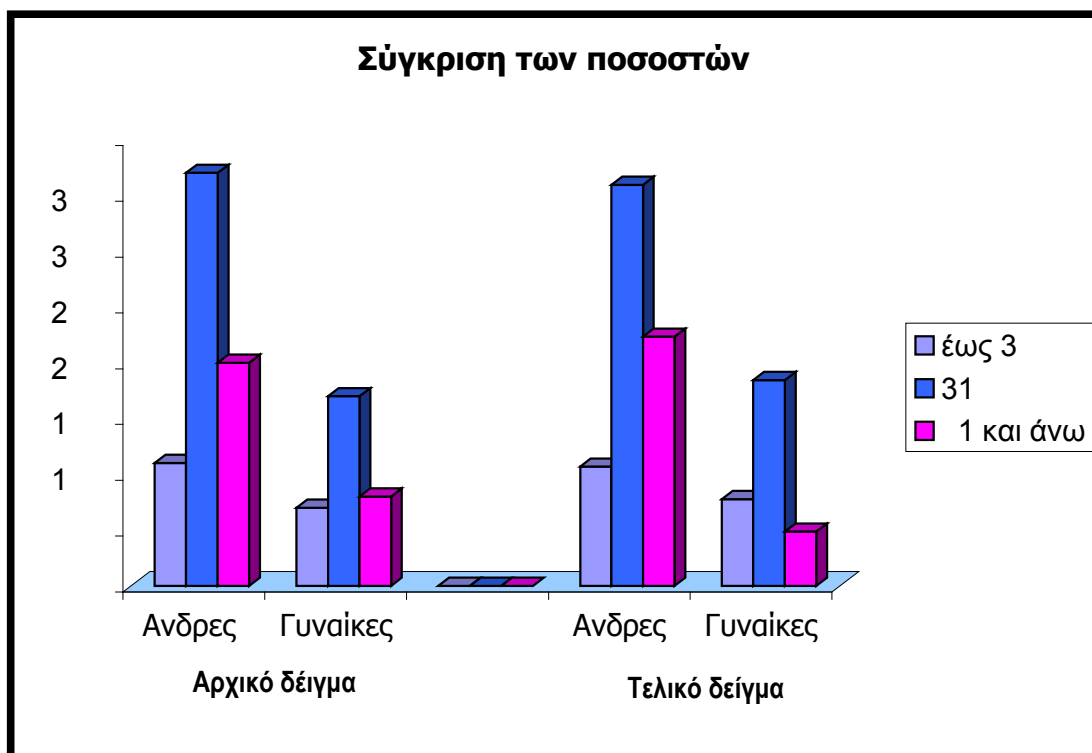
Στο επόμενο κεφάλαιο ακολουθεί η παρουσίαση των αποτελεσμάτων αναλυτικά για κάθε μια από τις κατηγορίες του ερωτηματολόγιου καθώς και συσχετισμοί των χαρακτηριστικών και των επικρατέστερων τύπων με το φύλο και την ηλικία των ερωτηθέντων ώστε να σκιαγραφηθεί το προφίλ του Έλληνα επενδυτή μετά το αρνητικό χρηματιστηριακό κλίμα που ακόμα επικρατεί. Επιπλέον εξετάζεται κατά πόσο οι αναλογίες του αναφορικά με το φύλο και την ηλικία του πληθυσμού των επενδυτών δεν αποκλίνουν από τις αρχικές και επεξηγούνται τυχόν διαφορές.

✖ ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7°

ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

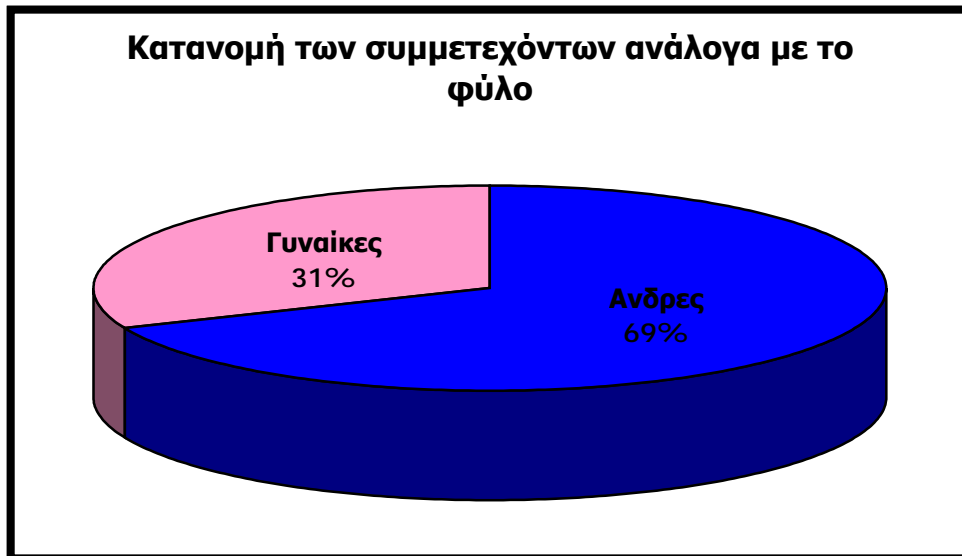
Το δείγμα των 13 χρήσιμων απαντήσεων που τελικά συγκεντρώθηκε (19 του αρχικού δείγματος) φαίνεται να είναι αντιπροσωπευτικό του αρχικού δείγματος που επιλέχθηκε καθώς τα ποσοστά αναφορικά με την κατανομή ανάλογα με το φύλο και την ηλικία τηρήθηκαν με μικρές αλλά δικαιολογημένες αποκλίσεις. Το πρόβλημα της απόκλισης των ποσοστών εστιάζεται στην ηλικιακή κατηγορία 1 και άνω για τις γυναίκες. Μια τέτοια απόκλιση όμως ήταν αναμενόμενη καθώς από την τηλεφωνική επικοινωνία που είχαμε μαζί τους οι περισσότερες δήλωσαν ότι δεν ασχολούνται οι ίδιες με τις επενδύσεις τους αλλά κάποιο συγγενικό τους πρόσωπο και για αυτό δεν συμπλήρωσαν το ερωτηματολόγιο.

Συγκρίνοντας τα αρχικά ποσοστά με αυτά του τελικού δείγματος μπορούμε να συμπεράνουμε ότι οι γυναίκες στις άλλες δύο ηλικιακές κατηγορίες έδειξαν ιδιαίτερο ενδιαφέρον να συμμετάσχουν στην έρευνα αφού τα τελικά ποσοστά ξεπερνούν τα αρχικά. Επίσης οι άνδρες στην κατηγορία 31 έδειξαν μικρότερη ανταπόκριση (37 αρχικό έναντι 36 που συγκεντρώθηκε) ενώ το αντίθετο συμβαίνει στις άλλες δύο ηλικιακές κατηγορίες.



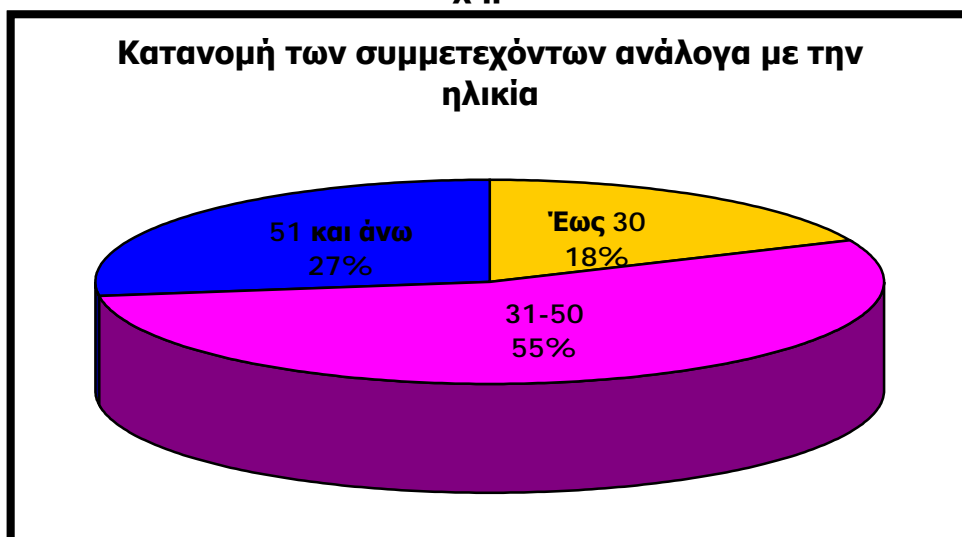
Το τελικό δείγμα σε απόλυτους αριθμούς αποτελείται από 71 άνδρες και 32 γυναίκες (Σχήμα 7.1.).

Σχήμα 7.1.



Επίσης το δείγμα αποτελείται από 19 άτομα στην ηλικιακή κατηγορία έως και 3 ετών 6 στην κατηγορία 31 και 28 στην κατηγορία 1 και άνω (Σχήμα 7.2.).

Σχήμα 7.2.

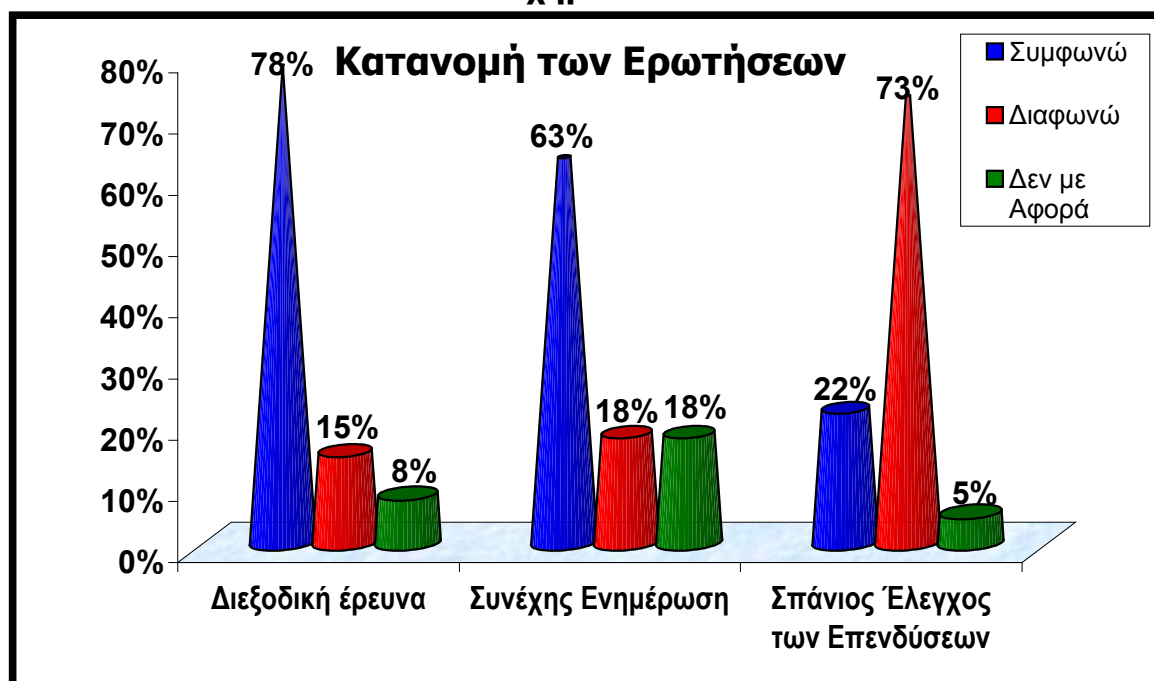


Στην συνέχεια αφού ολοκληρώθηκε η δημογραφική περιγραφή του δείγματος ακολουθεί η περιγραφή των ψυχικών χαρακτηριστικών και λαθών των Ελλήνων επενδυτών όπως προέκυψε από το εξεταζόμενο δείγμα και η κατάταξή τους σε τύπους επενδυτικής συμπεριφοράς.

7.1. Τα Χαρακτηριστικά των Επενδυτών

Με μια πρώτη ματιά οι Έλληνες επενδυτές εμφανίζονται ορθολογικοί αναφορικά με την λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Η συντριπτική πλειοψηφία του δείγματος (78) δηλώνει ότι ερευνα διεξοδικά προτού προβεί σε μια επένδυση θέλει να είναι συνεχώς ενημερωμένη για τις εξελίξεις της χρηματιστηριακής αγοράς (63) και ελέγχει την πορεία των επενδύσεων της (73).

Σχήμα 7.3.

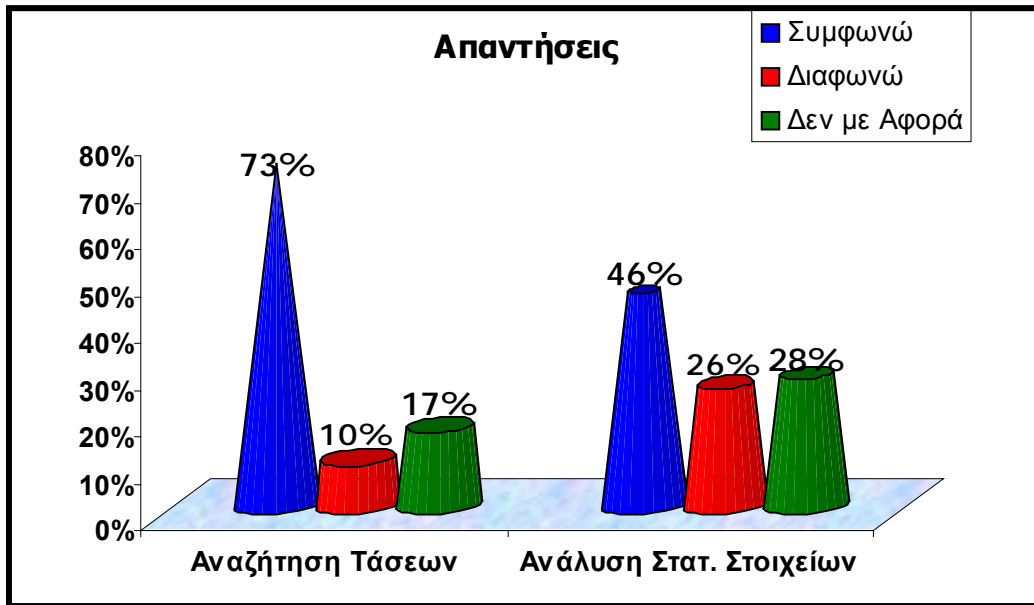


Ωστόσο ένα μεγάλο ποσοστό επενδυτών παραδέχεται ότι επηρεάζεται από την συμπεριφορά της πλειοψηφίας των επενδυτών (6) ότι πολλές φορές ενεργεί αυθόρμητα (23) και αγοράζει μετοχές που είναι στο επίκεντρο της δημοσιότητας (2) υποδηλώνοντας ότι τελικά η έρευνα των επενδυτών δεν είναι όσο διεξοδική όσο δηλώνουν.

Πραγματικά από τους επενδυτές που ερευνούν διεξοδικά προτού επενδύσουν παραδέχονται σε ποσοστό ότι επηρεάζονται από την συμπεριφορά της αγέλης των επενδυτών ενώ ένα 2 αγοράζει δημοφιλείς μετοχές. Μόνο 2 επενδυτές παρουσιάζουν συνέπεια στις απαντήσεις τους δηλώνοντας αποκλειστικά ότι ερευνούν διεξοδικά (2).

Οι επενδυτές επιπλέον φαίνεται ότι συνεχίζουν να αναζητούν τάσεις στην χρηματιστηριακή αγορά (73) καθώς και να προσπαθούν να αναλύσουν στατιστικά στοιχεία (6 Σχήμα 7.).

Σχήμα 7.4.



Η πλειονότητα των επενδυτών ενώ μπορεί να πάρει γρήγορα αποφάσεις αμφιβάλει αν τελικά έπραξε σωστά. Συγκεκριμένα το 1 δηλώνει ότι μπορεί να πάρει γρήγορα αποφάσεις έναντι του 3 που διαφωνεί. Επίσης το συχνά αμφιβάλει αν πήρε την σωστή απόφαση ενώ το όχι. Το 6 των επενδυτών παραδέχεται ότι το μυαλό τους αναζητά συνεχώς πιθανά προβλήματα φανερώνοντας το άγχος των επενδυτών ενώ ένα ποσοστό μόνο 29 διαφωνεί.

Περαιτέρω το σύνολο των επενδυτών δηλώνει ότι δεν έχουν βραχυχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα (6) ότι δεν χάνει εύκολα το επενδυτικό του ενδιαφέρον (9) και ότι έχει υπομονή (81). Επίσης προτιμούν επενδύσεις άμεσα ρευστοποιήσιμες (67) αν και ένα μεγάλο ποσοστό δηλώνει ότι δεν θέλει να ρευστοποιεί τις επενδύσεις του (8 έναντι του που διαφωνεί) πιθανόν γιατί δένεται συναισθηματικά μαζί τους.

Αξίζει επιπλέον να αναφερθεί ότι ενώ οι μικρές διακυμάνσεις των τιμών δεν ανησυχούν τους επενδυτές (6) σε περιόδους έντονων διακυμάνσεων υπάρχει αρχικά έντονη διχογνωμία. Το υποστηρίζει ότι δεν φοβάται και συνεχίζει να συναλλάσσεται έναντι του που διαφωνεί. Όμως το 3 των επενδυτών που συνεχίζουν να συναλλάσσονται παρά τις έντονες διακυμάνσεις των τιμών δηλώνει ταυτόχρονα ότι ακόμα και μικρές διακυμάνσεις του προκαλούν εκνευρισμό παρουσιάζοντας ασυνέπεια στις απαντήσεις του. Μη λαμβανομένου υπόψη των επενδυτών αυτών μόνο το 19 δεν πτοείται από τις έντονες διακυμάνσεις.

Μια ακόμα ασυνέπεια παρατηρείται στις απαντήσεις των επενδυτών. Ενώ η συντριπτική πλειοψηφία δεν αναγνωρίζει την κακοτυχία ως το κύριο αίτιο των αποτυχημένων επενδυτικών κινήσεων τους (72) μόνο το πιστεύει ότι αν οι αποδόσεις από τις επενδύσεις τους δεν είναι ικανοποιητικές οφείλεται σε δικό τους λάθος καθώς πιθανόν διστάζει να ομολογήσει την ευθύνη των επενδυτικών του επιλογών αν και την αναγνωρίζει.

Αμέσως παρακάτω ακολουθεί μετά από μια γενική περιγραφή της συμπεριφοράς των επενδυτών η ανάλυση των επιμέρους χαρακτηριστικών.

Η Εμπιστοσύνη

Η εμπιστοσύνη των Ελλήνων επενδυτών αναφορικά με τις επενδυτικές τους ικανότητες και την κρίση τους φαίνεται να έχει υποστεί μεγάλο πλήγμα από την παρατεταμένη πτώση που παρατηρείται στην χρηματιστηριακή αγορά τα τελευταία τρία περίπου χρόνια. Η πλειονότητα των επενδυτών θεωρεί ότι οι επενδυτικές της γνώσεις δεν είναι επαρκείς ενώ φαίνεται να αναγνωρίζει την ευθύνη που έχει για τα αποτελέσματα των επενδυτικών της επιλογών και να μην υπερτιμά τον παράγοντα της τύχης.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει όμως ότι ένα αρκετά μεγάλο ποσοστό συνεχίζει ακόμα να βασίζει τις επενδυτικές του αποφάσεις στην διαίσθηση του ενώ η πλειοψηφία των επενδυτών δήλωσε ότι εμμένει στις αρχικές επενδυτικές του αποφάσεις μέχρι να αποδεκτούν σωστές.

Συγκεκριμένα μόνο 32 (33 από τα 13) των ατόμων που ερωτήθηκαν απάντησαν θετικά τουλάχιστον στις τρεις από τις έξι ερωτήσεις που αφορούσαν την εμπιστοσύνη. Το 62 των επενδυτών θεωρεί ότι οι επενδυτικές του γνώσεις σχετικά με την φύση των διαφόρων επενδυτικών προϊόντων είναι περιορισμένες ενώ μόνο το 32 έχει αντίθετη άποψη. Επιπλέον η συντριπτική πλειοψηφία των επενδυτών (78) θεωρεί ότι οι επενδυτικές του ικανότητες δεν είναι ανώτερες από των άλλων επενδυτών και μόνο το 7 συμφωνεί.

Αξίζει να αναφερθεί ότι όταν οι επενδυτές ρωτήθηκαν αν οι επιτυχημένες επενδυτικές τους κινήσεις οφείλονται κυρίως στις ικανότητες τους μόνο το 38 συμφώνησε με την άποψη αυτή το διαφώνησε ενώ το 12 αρνήθηκε να απαντήσει. Σε ανάλογη ερώτηση αναφορικά με το αν οι μη επιτυχημένες επενδυτικές τους κινήσεις οφείλονται κυρίως σε κακοτυχία το 72 των συμμετεχόντων διαφώνησε το 8 αρνήθηκε να απαντήσει και μόνο το 2 δήλωσε ότι συμφωνεί.

Όταν ζητήθηκε από του επενδυτές να απαντήσουν αν επενδύουν βασιζόμενοι στο ένστικτο και την διαίσθηση τους το 7 δήλωσε ότι έχει εμπιστοσύνη στην διαίσθηση του ενώ το ίδιο ακριβώς ακριβώς ποσοστό δήλωσε ότι διαφωνεί.

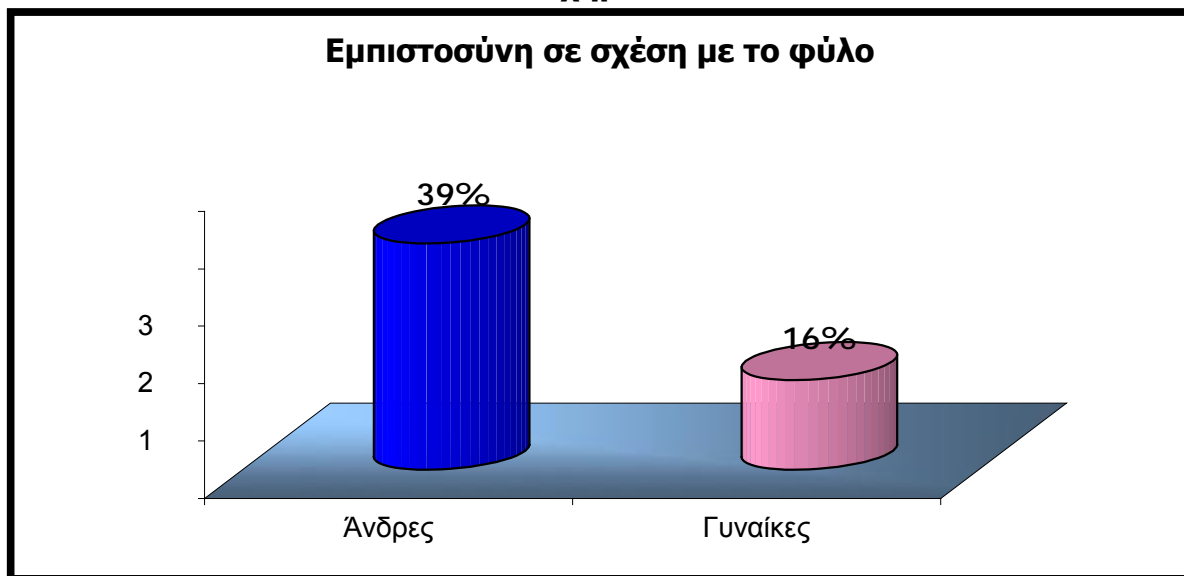
Σημαντική απόκλιση παρουσιάζουν όμως οι απόψεις τους αναφορικά με το κατά πόσο υποστηρίζουν τις αρχικές τους επενδυτικές επιλογές μέχρι να αποδεκτούν σωστές. Το 9 υποστηρίζει ότι ακολουθεί αυτή την τακτική και μόνο το 27 έχει αντίθετη άποψη. Το αποτέλεσμα όμως αυτό δεν οφείλεται μόνο στην εμπιστοσύνη των επενδυτών αλλά πιθανότατα και στην τάση που έχει βρεθεί ότι έχουν τα άτομα να απορρίπτουν οποιαδήποτε πληροφορία αντίκειται στις ήδη διαμορφωμένες επιλογές τους προκειμένου να μην παραδεχθούν ότι έκαναν λάθος και να αποφύγουν τον πόνο της μετάνοιας.

Σε γενικές γραμμές τα αποτελέσματα αυτά φαίνεται να αντιτίθενται στις θεωρίες που υποστηρίζουν ότι οι επενδυτές εμφανίζουν εμπιστοσύνη στις ικανότητες τους αλλά θα πρέπει να λάβουμε υπόψη προτού συμπεράνουμε κάτι τέτοιο και την απογοήτευση που έχει κυριαρχήσει στην επενδυτική συνείδηση των μετόχων τα τελευταία χρόνια. Το πιθανότερο είναι αν παρόμοια έρευνα διεξαχθεί σε περίοδο χρηματιστηριακής ανόδου τα αποτελέσματα να είναι πολύ διαφορετικά.

Η Εμπιστοσύνη σε σχέση με το Φύλο και την Ηλικία των Επενδυτών

Από τα 33 άτομα που βρέθηκε ότι εμφανίζουν εμπιστοσύνη στις ικανότητες και την κρίση τους τα 28 είναι άνδρες (8 των ατόμων που εμφανίζουν εμπιστοσύνη) και μόνο τα γυναίκες (1). Αναλυτικά το 72 του συνόλου των ανδρών στο δείγμα έχει εμπιστοσύνη ενώ το αντίστοιχο ποσοστό στις γυναίκες του δείγματος είναι μόνο το 28 επιβεβαιώνοντας τα συμπεράσματα των μελετητών σε άλλες χώρες ότι οι άνδρες εμφανίζουν μεγαλύτερη εμπιστοσύνη από ότι οι γυναίκες (Lundeberg, Fox και Puncchar, (1994), Lewellen, Lease και Schlarbaum (1977)).

Σχήμα 7.5.

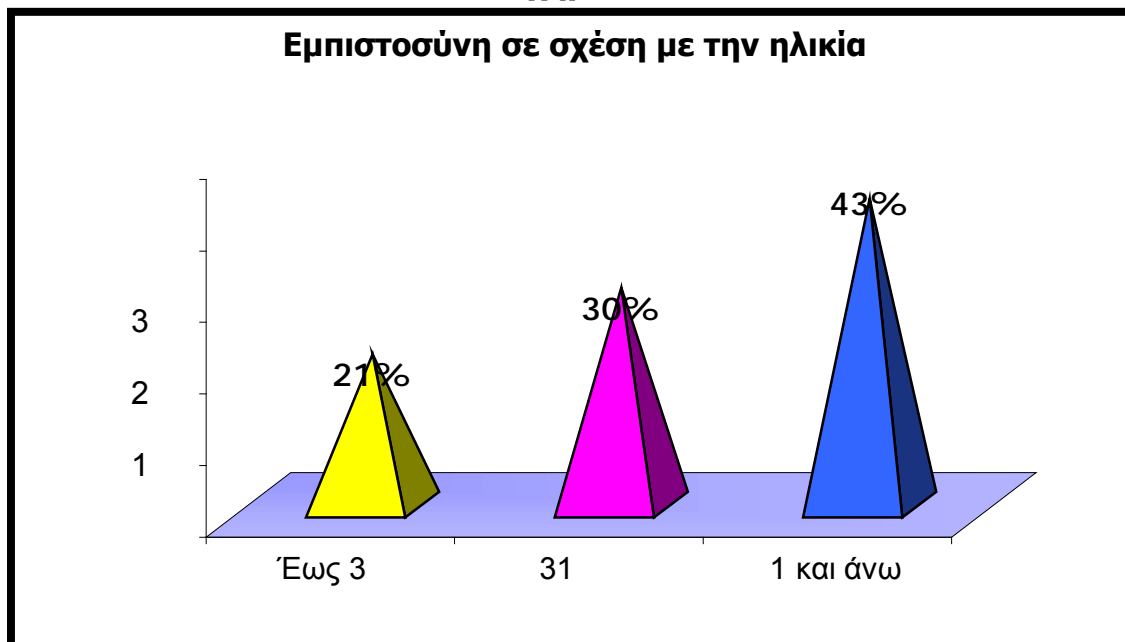


Αν επιπλέον εξεταστεί το φαινόμενο της εμπιστοσύνης σε σχέση με την ηλικία των επενδυτών παρατηρούμε ότι μόνο άτομα στην κατηγορία μέχρι και 3 ετών εμφανίζουν εμπιστοσύνη. Στην ηλικιακή κατηγορία 31 ο αριθμός αυξάνεται (17 άτομα) για να μειωθεί στην αμέσως επόμενη κατηγορία 1 και άνω (12 άτομα). Στο σχήμα 7. . δίνονται τα ποσοστά επί του συνόλου των ατόμων κάθε ηλικιακής κατηγορίας.

Το αποτέλεσμα αυτό έρχεται σε αντίθεση με το μοντέλο που ανέπτυξαν οι Ge και e (1999). Σύμφωνα με αυτό η εμπιστοσύνη είναι ένα φαινόμενο που εξελίσσεται δυναμικά ανάλογα με τους εμπειρίες και το χρόνο που οι επενδυτές βρίσκονται στην αγορά. Στην αρχή όταν τα άτομα αρχίζουν να συναλλάσσονται δεν εμφανίζουν εμπιστοσύνη ενώ ύστερα από τις πρώτες επενδυτικές επιτυχίες αρχίζουν να αναπτύσσουν την εμπιστοσύνη στις ικανότητές τους. Καθώς όμως τους αποκτούν μεγαλύτερη εμπειρία και μεγαλώνουν γίνονται πιο ρεαλιστές και η υπερεμπιστοσύνη τους μειώνεται.

Ωστόσο όπως προκύπτει από το σχήμα η εμπιστοσύνη των ατόμων στις ικανότητες τους φαίνεται να αυξάνεται με την ηλικία. Μια πιθανή εξήγηση του γεγονότος αυτού είναι ότι στην Ελλάδα ο θεσμός του χρηματιστηρίου άρχισε να αναπτύσσεται την τελευταία 1 ετία. Προφανώς οι επενδυτές δεν έχουν ακόμα αποκτήσει μεγάλη εμπειρία στην χρηματιστηριακή αγορά ώστε να παρατηρηθεί και εδώ ανάλογη πορεία της εμπιστοσύνης.

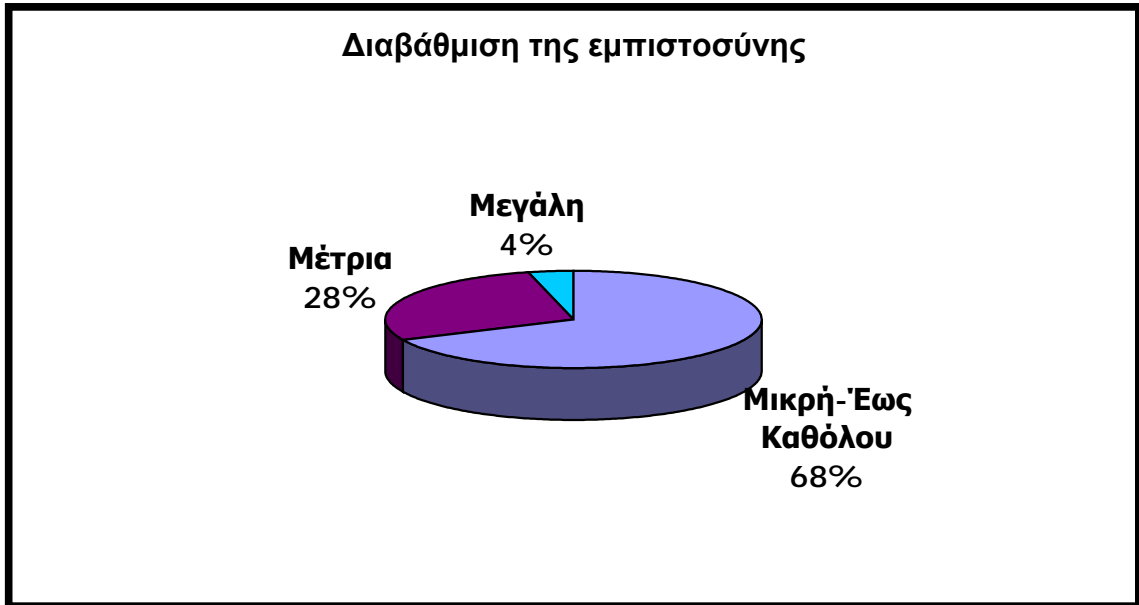
Σχήμα 7.6.



Η Διαβάθμιση της Εμπιστοσύνης

Ο βαθμός εμπιστοσύνης των επενδυτών μπορεί να ταξινομηθεί σε τρεις κατηγορίες ως εξής (Σχήμα 7.7.)

Σχήμα 7.7.



Επιπλέον παρατηρούμαι ότι (Πίνακας 7.1.)

Μικρή έως καθόλου εμπιστοσύνη εμφανίζουν 6 από τους άνδρες του δείγματός μας και το 8 των γυναικών.

Μέτρια εμπιστοσύνη εμφανίζει το 3 του συνόλου των ανδρών και μόνο το 1 των γυναικών

Μεγάλη εμπιστοσύνη εμφανίζουν αποκλειστικά οι άνδρες σε ποσοστό 6

Πίνακας 7.1.

Διαβάθμιση	Φύλο		
	Άνδρες	Γυναίκες	Σύνολο
Μικρή - Καθόλου	43	27	70
Μέτρια	24	5	29
Μεγάλη	4	0	4
Σύνολο	71	32	103

Ο Όγκος των Συναλλαγών

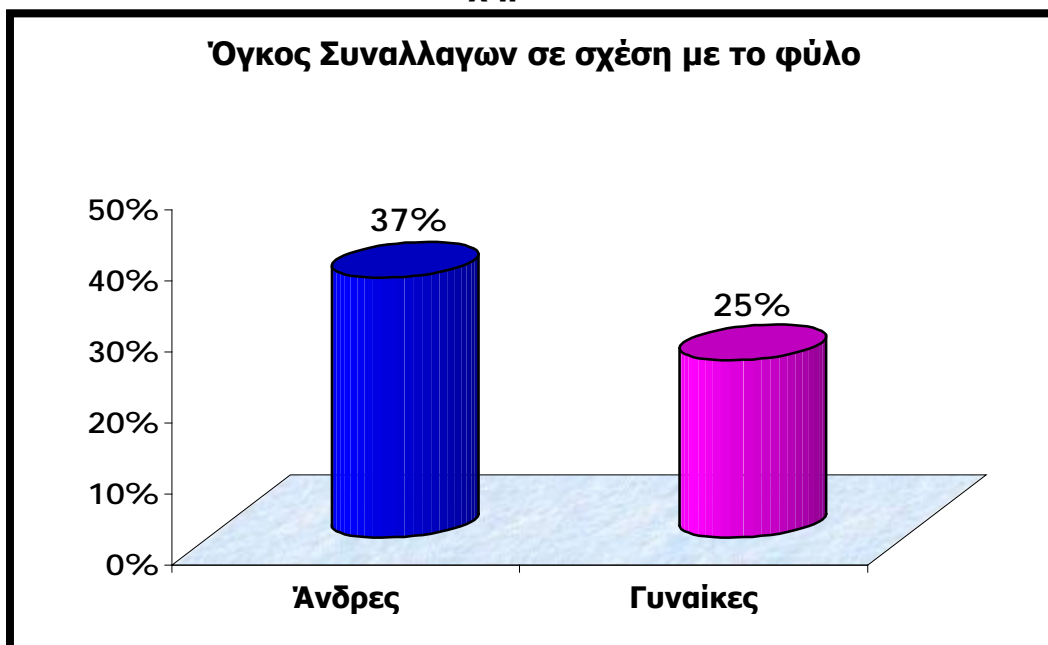
Όπως ήταν αναμενόμενο λόγω των συνθηκών που επικρατούν στο χρηματιστήριο μόνο το 33 των επενδυτών (3 επενδυτές) δήλωσε ότι συναλλάσσεται συχνά απαντώντας θετικά τουλάχιστον σε μια από τις δύο ερωτήσεις. Μόνο το 1 δήλωσε ότι αλλάζει τακτικά την δομή του χαρτοφυλακίου του το 71 είχε αντίθετη άποψη ενώ το 16 δεν θέλησε να απαντήσει. Επιπρόσθετα στην ερώτηση αν οι επενδυτές αντλούν κάποιο είδος ευχαρίστησης από τις συχνές συναλλαγές το 27 μόνο συμφώνησε το 16 διαφώνησε και το 22 δεν απάντησε.

Εξετάζοντας περαιτέρω τα δεδομένα παρατηρείται ότι 26 άνδρες και μόνο 8 γυναίκες από τους 3 επενδυτές συναλλάσσονται συχνά (Σχήμα 7.8.). Το γεγονός αυτό έρχεται σε πλήρη συμφωνία με τα ευρήματα των μελετητών (Odean και Barber (1999), Deaux και Farris (1977), Meehan και Overton (1986), Beyer (1990) και των Lewellen, Lease και Schlarbaum (1977)) ότι οι άνδρες συναλλάσσονται περισσότερο σε σχέση με τις γυναίκες.

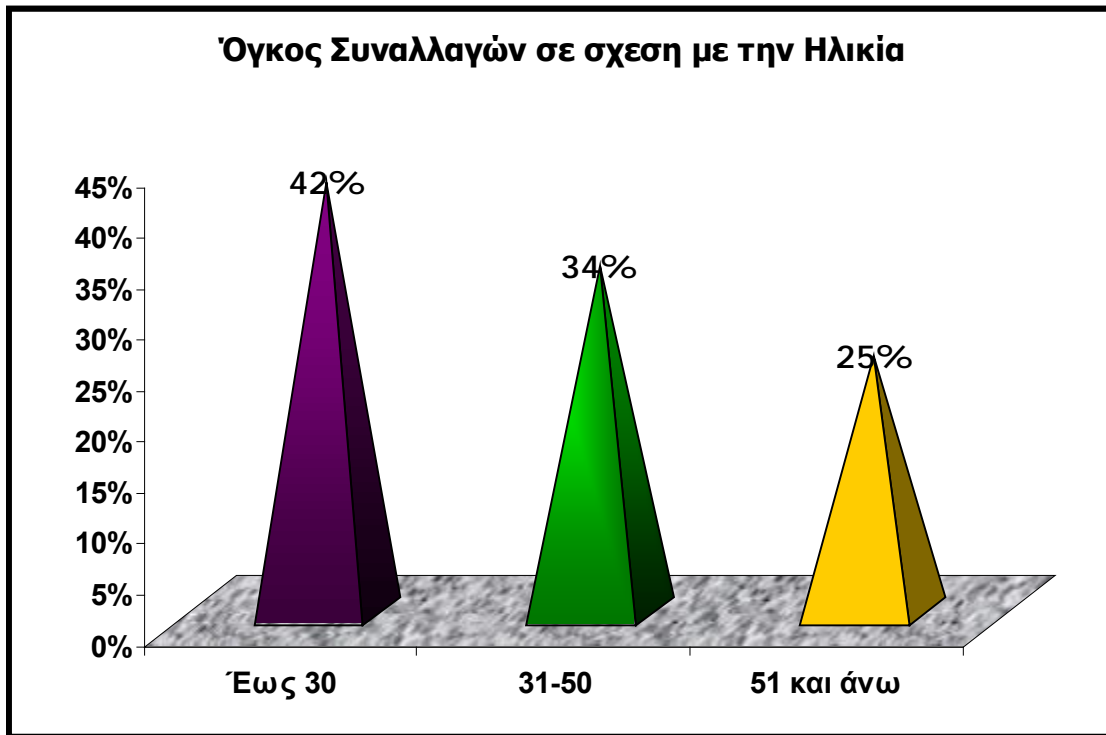
Επίσης οι Odean και Barber (1999) βρήκαν ότι οι νεότεροι σε ηλικία επενδυτές συναλλάσσονται περισσότερο από τους μεγαλύτερους που φαίνεται να επιβεβαιώνεται από τα εμπειρικά μας δεδομένα (Σχήμα 7.9.). Από τους 3 επενδυτές 8 είναι έως και 3 ετών 19 μεταξύ 31 έως και 39 ετών και 7 άνω των 40 ετών.

Όμως η ηλικιακή αυτή κατηγορία εμφανίζει και την μικρότερη εμπιστοσύνη οπότε προφανώς οι επενδυτές της κατηγορίας αυτής συναλλάσσονται για άλλους κυρίως λόγους και όχι λόγω εμπιστοσύνης.

Σχήμα 7.8.



Σχήμα 7.9.



Η Αισιοδοξία

Οι Έλληνες επενδυτές φαίνεται να διατηρούν την αισιοδοξία τους (7) καθώς στην πλειοψηφία τους πιστεύουν ότι οι ζημιές τους είναι προσωρινές και τα σχέδια τους τελικά θα επιτευχθούν. Επιπλέον θετικό είναι ότι δεν ξεχνούν τις επενδυτικές τους αποτυχίες και δεν στηρίζονται πλέον στην εύνοια της τύχης.

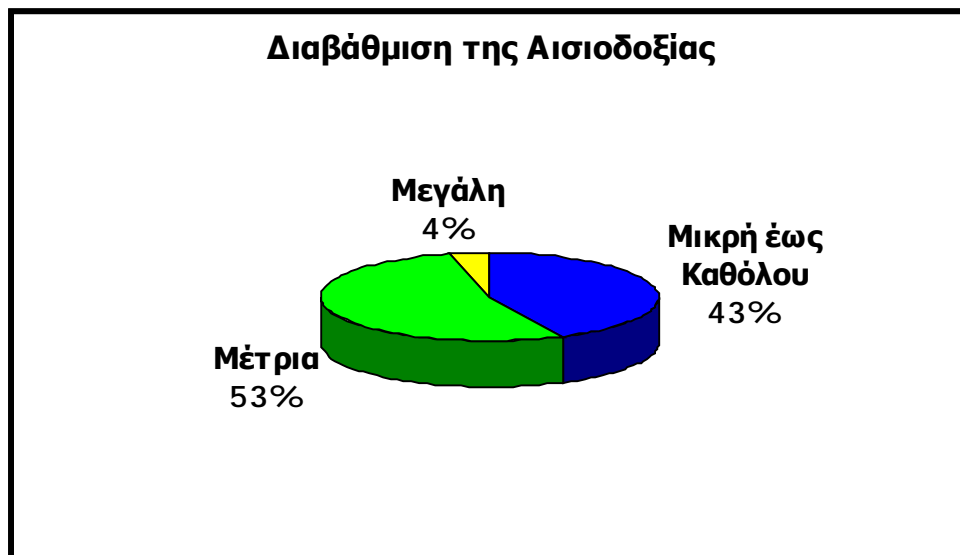
Συγκεκριμένα 9 άτομα απάντησαν θετικά τουλάχιστον σε δύο από τις τέσσερις ερωτήσεις που αφορούν την αισιοδοξία. Από αυτούς οι 37 ήταν άνδρες (2 του συνόλου των ανδρών) και 22 γυναίκες (68 του συνόλου των γυναικών στο δείγμα). Επιπλέον όπως και στην περίπτωση της εμπιστοσύνης η ηλικιακή κατηγορία που συγκεντρώνει τους περισσότερους επενδυτές που εμφανίζουν αισιοδοξία είναι αυτή των 1 και άνω με 2 επενδυτές (71 από τον πληθυσμό των επενδυτών στην αντίστοιχη ηλικιακή κατηγορία) ενώ οι άλλες δύο κατηγορίες έως 3 και 31 εμπίπτουν 1 (2) και 29 (2) επενδυτές αντίστοιχα.

Η συντριπτική πλειοψηφία του επενδυτικού κοινού (78) στην ερώτηση αν θυμάται μόνο τις επιτυχημένες επενδυτικές του ενέργειες και τείνει να ξεχνά τις αποτυχημένες διαφώνησε και μόνο το 18 το αποδέχθηκε. Επιπλέον το του επενδυτικού πληθυσμού δήλωσε ότι δεν πιστεύει ότι τελικά θα ευνοηθεί από την τύχη ενώ μόνο το 3 είχε αντίθετη άποψη.

Μεγάλη διάσταση απόψεων παρατηρείται αναφορικά με το κατά πόσο οι τυχόν ζημιές που έχουν από τις μέχρι τώρα επενδύσεις τους είναι προσωρινές. Το 62% πιστεύει ότι οι ζημιές είναι προσωρινές και το μόνο 3% πως όχι. Επίσης αναφορικά με την διεκπεραίωση των μελλοντικών τους σχεδίων το 6% δήλωσε ότι όταν κάνει σχέδια είναι σχεδόν βέβαιο ότι θα πετύχουν ενώ το 39% είχε αντίθετη άποψη.

Όπως και με την εμπιστοσύνη των επενδυτών ο βαθμός αισιοδοξίας τους είναι δυνατόν να ταξινομηθεί σε τρεις κατηγορίες ως ποσοστό του συνόλου του δείγματος (Σχήμα 7.10 .)

Σχήμα 7.10.



Η Αναζήτηση του Κινδύνου

Σε γενικές γραμμές οι επενδυτές δεν φαίνεται να αγαπούν τον κίνδυνο. Από το σύνολο των 13 επενδυτών οι 28 εμφάνισαν μια τάση προτίμησης προς ριψοκίνδυνες επενδύσεις (27%) απαντώντας θετικά σε τρεις τουλάχιστον ερωτήσεις που αφορούσαν αυξημένα επίπεδα κινδύνου.

Μόνο το 7% των ερωτηθέντων επενδύει κυρίως σε παράγωγα το 6% διαφωνεί ενώ το 37% δεν απάντησε πιθανότατα μη γνωρίζοντας τι ακριβώς είναι. Το 28% απολαμβάνει την αγωνία που συνεπάγονται οι επενδύσεις του αντίθετα με το 9% που έχει αντίθετη άποψη ενώ το 79% δεν είναι πρόθυμο να χάσει ακόμα και ολόκληρο το κεφάλαιο του αν υπάρχει πιθανότητα να διπλασιάσει την επένδυσή του έναντι του 17% που συμφωνεί.

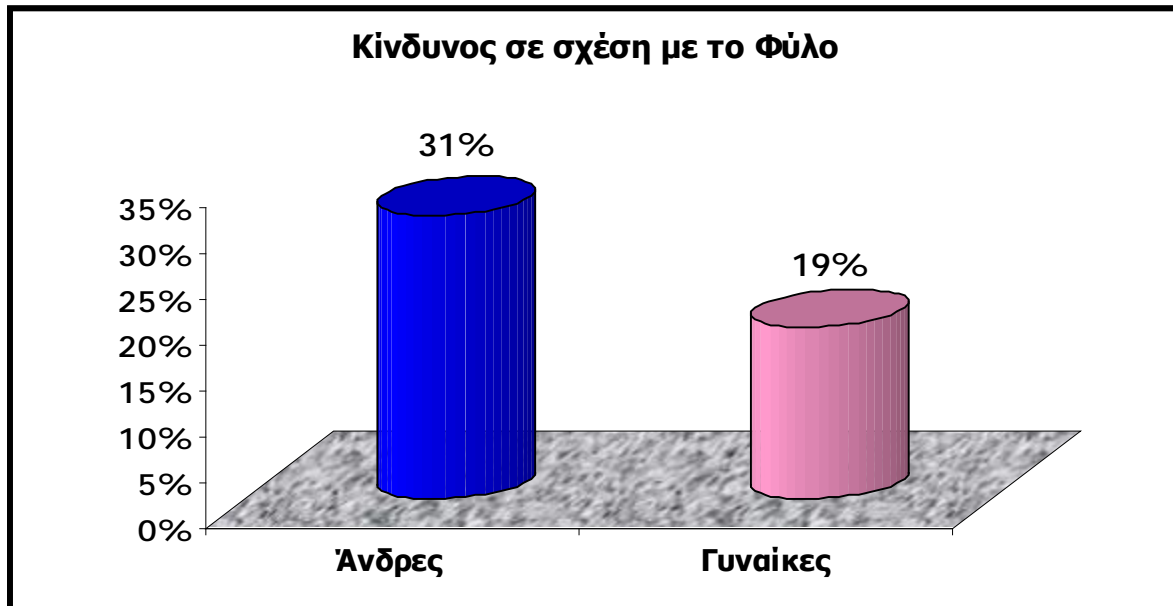
Όστόσο η πλειονότητα των 13 επενδυτών του δείγματος στοχεύει στην επίτευξη κεφαλαιακών αποδόσεων πιστεύει ότι μόνο ρισκάροντας επιτυγχάνεται το κέρδος ενώ ένα αρκετά μεγάλο ποσοστό δεν προείται από τις διακυμάνσεις των τιμών και συνεχίζει τις συναλλαγές του.

Συγκεκριμένα οι επενδυτές με ποσοστό 1 πιστεύουν ότι ο μόνος τρόπος να κερδίσεις επενδύοντας είναι να ρισκάρεις ενώ ένα εξίσου υψηλό ποσοστό ανερχόμενο σε έχει αντίθετη γνώμη. Ανάλογη διχογνωμία εμφανίζεται και στην ερώτηση αν τους ενδιαφέρει μόνο η κεφαλαιακή απόδοση από τις επενδύσεις τους και σχεδόν καθόλου η μερισματική με το 7 να συμφωνεί το 32 να αντιτίθεται και το 21 να μην εκφέρει άποψη επί του θέματος.

Παρόμοια εικόνα παρουσιάζεται επίσης και στην περίπτωση που οι συμμετέχοντες ερωτήθηκαν αν σε περιόδους έντονων διακυμάνσεων στην χρηματιστηριακή αγορά δεν φοβούνται και συνεχίζουν να συναλλάσσονται καθώς το απάντησε θετικά και το αρνητικά.

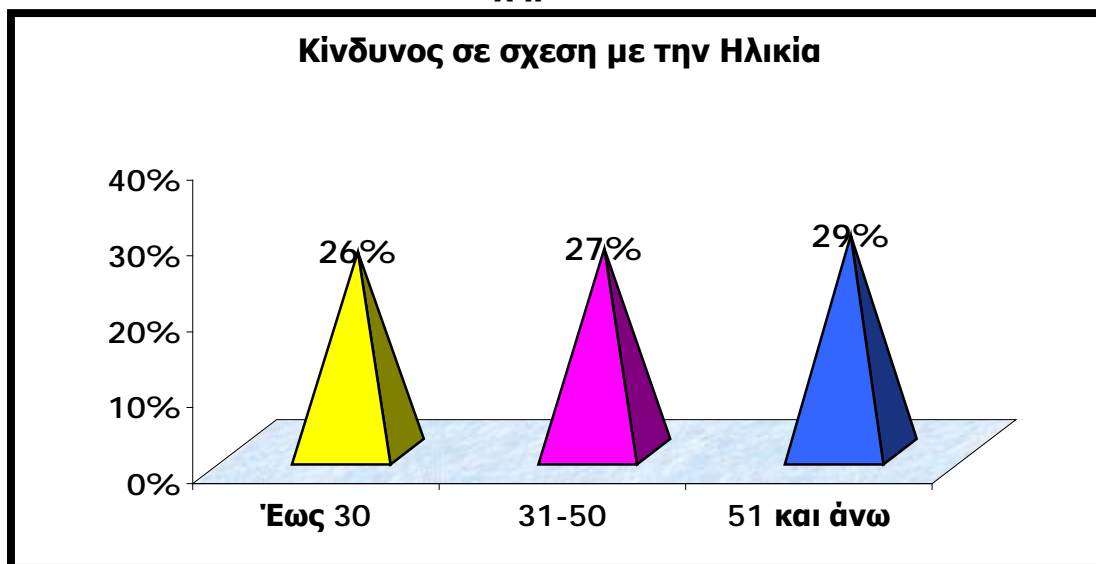
Λαμβάνοντας υπόψη το φύλλο των επενδυτών οι άνδρες εμφανίζουν μεγαλύτερη τάση για ριψοκίνδυνες επενδύσεις έναντι των γυναικών (Σχήμα 7.11).

Σχήμα 7.11.



Η ηλικία όμως δεν φαίνεται να επηρεάζει τις προτιμήσεις των επενδυτών για ριψοκίνδυνες επενδύσεις αφού παρατηρείται μια σχεδόν ίση κατανομή των ποσοστών στις τρεις ηλικιακές κατηγορίες (Σχήμα 7.12.).

Σχήμα 7.12.



Συσχέτιση της Εμπιστοσύνης με τα παραπάνω Εξεταζόμενα Χαρακτηριστικά

Σύμφωνα με του ερευνητές οι εμπιστοσύνη θεωρείται υπεύθυνη για τον υπερβολικό όγκο συναλλαγών (Varian (1989), Harris και Ravin (1993), Odean (1998b), Odean (1999)) και την υποτίμηση του κινδύνου ενώ η αισιοδοξία τείνει να την ενισχύει.

Εξετάζοντας αν υπάρχει κάποια σχέση μεταξύ της εμπιστοσύνης και των παραπάνω χαρακτηριστικών παρατηρούμαι (Πίνακας 7.2.) ότι η πλειοψηφία από αυτούς που έχουν εμπιστοσύνη είναι και αισιόδοξοι ενώ κατά ένα μεγάλο ποσοστό συναλλάσσονται συχνά και αγαπούν τον κίνδυνο.

Πίνακας 7.2.

Χαρακτηριστικά	Αριθμός επενδυτών	% από τους 33
Αισιοδοξία	18	55%
Όγκος Συναλλαγών	14	42%
Αναζήτηση Κινδύνου	12	36%

Αποστροφή της Ζημιάς και του Κινδύνου

Ένα αρκετά υψηλό ποσοστό επενδυτών αποστρέφεται τον κίνδυνο προτιμά να επενδύει σε μετοχές μεγάλων εταιριών οι μικρές διακυμάνσεις των τιμών στο χρηματιστήριο το ανησυχούν ενώ οι επενδύσεις του αφορούν κυρίως ομολογιακά αμοιβαία κρατικά ομόλογα και τραπεζικές καταθέσεις και κάποιοι αποφεύγουν να επενδύουν ολοσχερώς σε μετοχές.

Από τους 13 επενδυτές οι (39) απάντησαν θετικά σε δύο τουλάχιστον από τις ερωτήσεις που δήλωναν αποστροφή προς τον κίνδυνο. Από αυτούς οι 16 ήταν γυναίκες (των γυναικών) και οι 2 άνδρες (3). Οι γυναίκες φαίνεται ότι αποστρέφονται τον κίνδυνο περισσότερο από τους άνδρες ενώ η ηλικιακή κατηγορία επενδυτών που συγκεντρώνει το υψηλότερο ποσοστό () είναι αυτή των 1 και άνω.

Αναλυτικότερα το 2 των επενδυτών δηλώνει ότι αποφεύγει να επενδύει σε μετοχές με το 71 να υποστηρίζει το αντίθετο. Το 3 παραδέχτηκε ότι οι επενδυτικές του εμπειρίες αφορούν κυρίως τραπεζικές καταθέσεις κρατικά ομόλογα και ομολογιακά αμοιβαία ενώ το διαφώνησε. Το 32 των ερωτηθέντων συμφώνησε με την δήλωση ότι ακόμα και μικρές διακυμάνσεις των τιμών μου προκαλούν εκνευρισμό έναντι του 6 που διαφώνησε.

Όμως διάσταση απόψεων εμφανίστηκε στην ερώτηση αν προτιμούν να επενδύουν σε μετοχές μεγάλων και σίγουρων εταιριών και όχι σε μικρών αλλά αναπτυσσόμενων με το 9 να συμφωνεί και το να διαφωνεί.

Αναφορικά με την αποστροφή της ζημιάς 33 επενδυτές αποστρέφονται μωπικά την ζημιά (Thaler και Benartzi (1995)) δίνοντας μεγαλύτερη έμφαση στις πιθανές βραχυχρόνιες ζημιές και παραβλέποντας το μακροχρόνιο κέρδος. Αναλυτικότερα το 32 παραδέχθηκε ότι είναι διατεθειμένο να θυσιάσει πιθανά μακροπρόθεσμα κέρδη προκειμένου να αποφύγει βραχυχρόνιες διακυμάνσεις στις επενδύσεις του το 6 διαφώνησε ενώ το 12 δεν είχε άποψη. Από αυτούς το 3 είναι άνδρες και το 28 γυναίκες ενώ οι νέοι έως και 3 ετών συγκεντρώνουν το υψηλότερο με ποσοστό 7. Επίσης 1 επενδυτές αποστρέφονται τον κίνδυνο και την ζημιά (3 αυτών που αποστρέφονται τον κίνδυνο).

Επιρρέπεια στην Επιρροή και η Μετάνοια

Οι επενδυτές επηρεάζονται από την ψυχολογία που επικρατεί στην αγορά και θεωρούν ευκολότερο συναισθηματικά να ακολουθούν το πλήθος αγοράζοντας δημοφιλείς μετοχές ή μετοχές μεγάλων και σίγουρων εταιριών. Έτσι αποφεύγουν τον πόνο της μετάνοιας σε περίπτωση που η επιλογή τους δεν ήταν σωστή αφού και τόσοι άλλοι επενδυτές βρίσκονται σε παρόμοια κατάσταση (Statman (1985)).

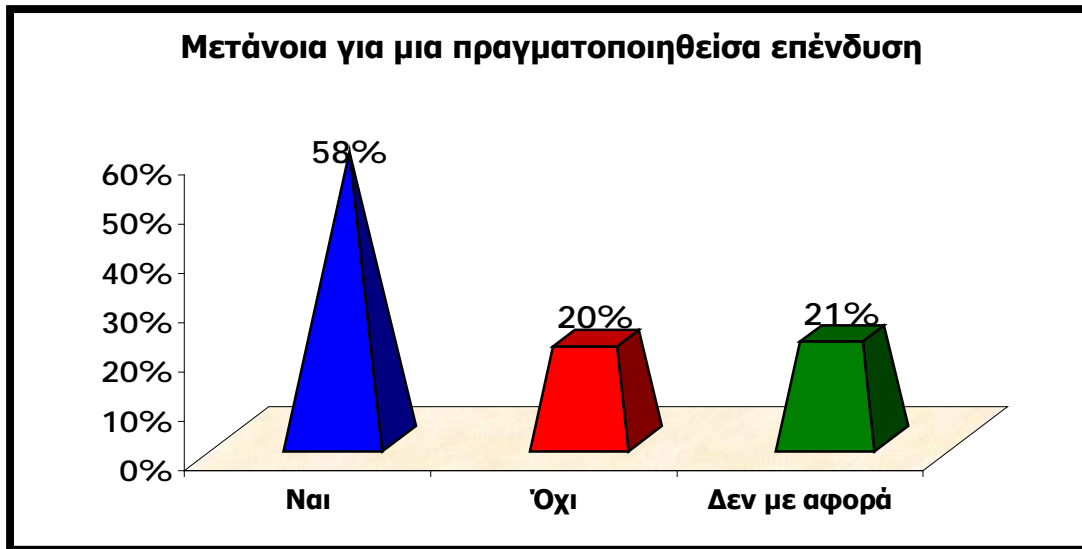
Από το συνολικό πληθυσμό του δείγματος οι () απάντησαν θετικά σε μία τουλάχιστον από τις δύο ερωτήσεις που φανέρωναν τάση επηρεασμού. Το 6 παραδέχτηκε ότι επηρεάζεται από την συμπεριφορά τις πλειοψηφίας των επενδυτών το διαφώνησε και το 1 δεν απάντησε. Σε παρόμοια ερώτηση για το αν αγοράζουν μετοχές που είναι στο επίκεντρο της δημοσιότητας όμως μόνο το 2 συμφώνησε έναντι του που ήταν αντίθετο και του 29 που δεν θέλησε να εκφράσει την γνώμη του.

Οι παραπάνω ερωτήσεις σχετίζονται άμεσα με τον φόβο της μετάνοιας που παρακινεί τα άτομα να επηρεάζονται από την συμπεριφορά των υπολοίπων επενδυτών. Από τις ερωτήσεις που αφορούν την μετάνοια συμπεριλαμβανομένων και των παραπάνω δύο 6 επενδυτές απάντησαν θετικά σε τουλάχιστον 2 από αυτές (62). Το 76 δήλωσε ότι προτού προβεί σε οποιαδήποτε επένδυση ερεύνα διεξοδικά για αυτήν πιθανότατα επειδή θέλει να ελαχιστοποιήσει το ενδεχόμενο η επένδυση του να μην είναι σωστή και να μετανιώσει για την κίνηση του αργότερα ενώ μόνο το 1 διαφώνησε. Επίσης το 9 δηλώνει όπως ήδη αναφέρθηκε προτίμηση σε μετοχές μεγάλων εταιριών έναντι που διαφωνεί.

Οι επενδυτές μετανιώνουν περισσότερο για επενδυτικές κινήσεις που έκαναν παρά για αυτές που δεν πραγματοποίησαν τελικά με ποσοστό 8 επαληθεύοντας τα όσα υποστηρίζουν οι e και epe (1998). Συγκεκριμένα 6 από τους 1 3 επενδυτές πιστεύουν ότι η επενδυτική απόφαση για την οποία μετάνιωσαν περισσότερο αφορά κάτι που έκαναν 21 διαφώνησαν ενώ 22 δεν απάντησαν (Σχήμα 7.13.).

Από τους επενδυτές που συμφώνησαν το μεγαλύτερο ποσοστό είναι άνδρες (9 των ανδρών στο δείγμα) και μόνο το 2 γυναίκες. Επιπλέον η συντριπτική πλειοψηφία από άποψη ηλικίας εμπίπτει στην κατηγορία 1 και άνω.

Σχήμα 7.13.



Η θεωρία υποστηρίζει ότι αυτοί που μετανιώνουν για μια επενδυτική κίνηση που έκαναν είναι άτομα με χαμηλά επίπεδα ανοχής κινδύνου ενώ αυτοί που κάνουν ριψοκίνδυνες επενδύσεις μετανιώνουν κυρίως για επενδύσεις που δεν έκαναν. Εξετάζοντας περαιτέρω την μετάνοια για μια πραγματοποιηθείσα επενδυτική απόφαση σχέση με το επίπεδο ανοχής του κινδύνου παρατηρούμαι ότι το 63% αυτών που αποστρέφονται τον κίνδυνο μετανιώνουν για κάτι που έκαναν έναντι του 20% αυτών που αναζητούν τον κίνδυνο. Ωστόσο παρατηρείται μικρή διαφορά μεταξύ αυτών που μετανιώνουν για κάτι που δεν έκαναν. Το 21% δηλώνει μετάνοια για μη πραγματοποιηθείσα πράξη από αυτούς που αγαπούν τον κίνδυνο ενώ το ίδιο περίπου ποσοστό δεν απαντά (20%). Παρόμοια από αυτούς που αποστρέφονται το κίνδυνο το 18% δηλώνει μετάνοια για μη πραγματοποιηθείσα πράξη ενώ το 20% δεν απαντά.

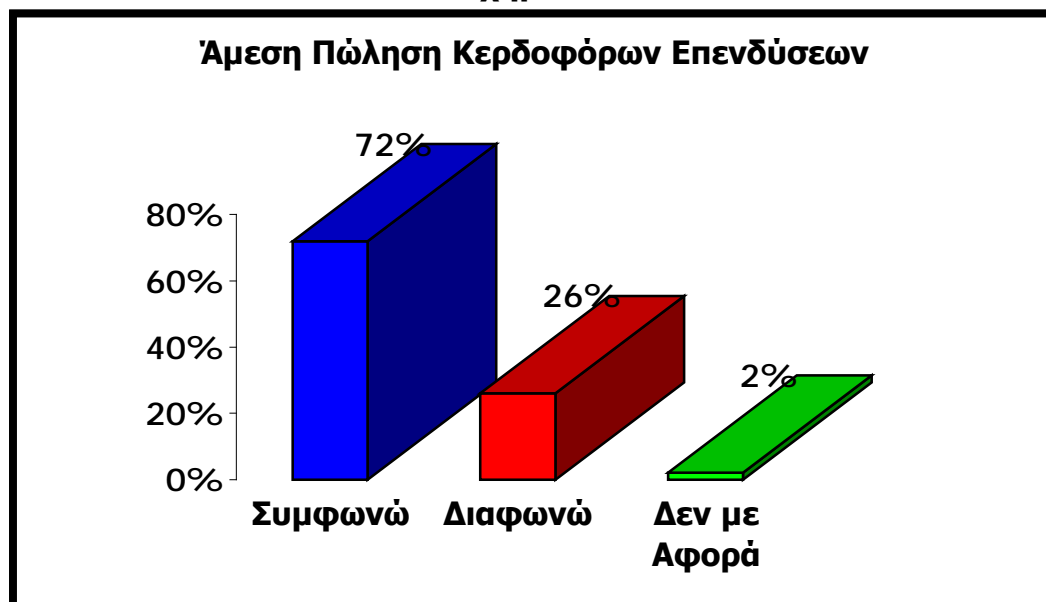
Το Αποτέλεσμα της Διάθεσης και η Απόκρυψη της Ζημιάς

Το 1 των επενδυτών εμφανίζει μια τάση να κρατά τις ζημιογόνες επενδύσεις για μεγάλο χρονικό διάστημα και να ρευστοποιεί τις κερδοφόρες σε σύντομο χρονικό διάστημα επαληθεύοντας μελέτες του εξωτερικού (Disposition effect, Statman και Shefrin,(1985), Odean (1998a)).

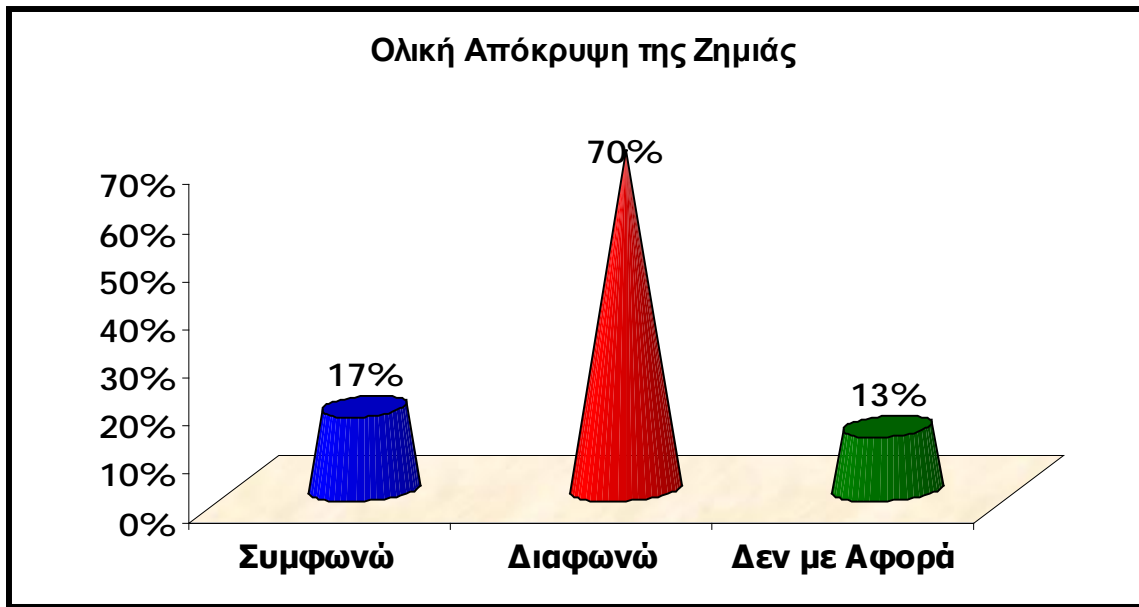
Το αποτέλεσμα της διάθεσης οφείλεται σύμφωνα με τους ef και (198) στο γεγονός ότι οι επενδυτές αποφεύγουν να πουλήσουν τις ζημιογόνες μετοχές για να μην νιώσουν τον πόνο της μετάνοιας για την λάθος επένδυση τους ενώ πουλάνε αυτές τις μετοχές που ανέβηκαν για να μην μετανιώσουν αργότερα που δεν το έκαναν σε περίπτωση που η τιμή τους πέσει.

Από το δείγμα μας 3 επενδυτές απάντησαν θετικά και στις δύο ερωτήσεις που αφορούν το αποτέλεσμα της διάθεσης. Στην συντριπτική πλειοψηφία δηλώσαν ότι αν μια επένδυση τους ανέβει σημαντικά θα την πουλήσουν αμέσως προτού σημειώσει πτώση (72) ενώ δεν πουλάνε εύκολα μετοχές που σημείωσαν πτώση με την ελπίδα ότι θα ανακάμψουν (7). Η κατανομή των απαντήσεων δίνεται αμέσως παρακάτω (Σχήμα 7.1 . και 7.1).

Σχήμα 7.14.



Σχήμα 7.16.



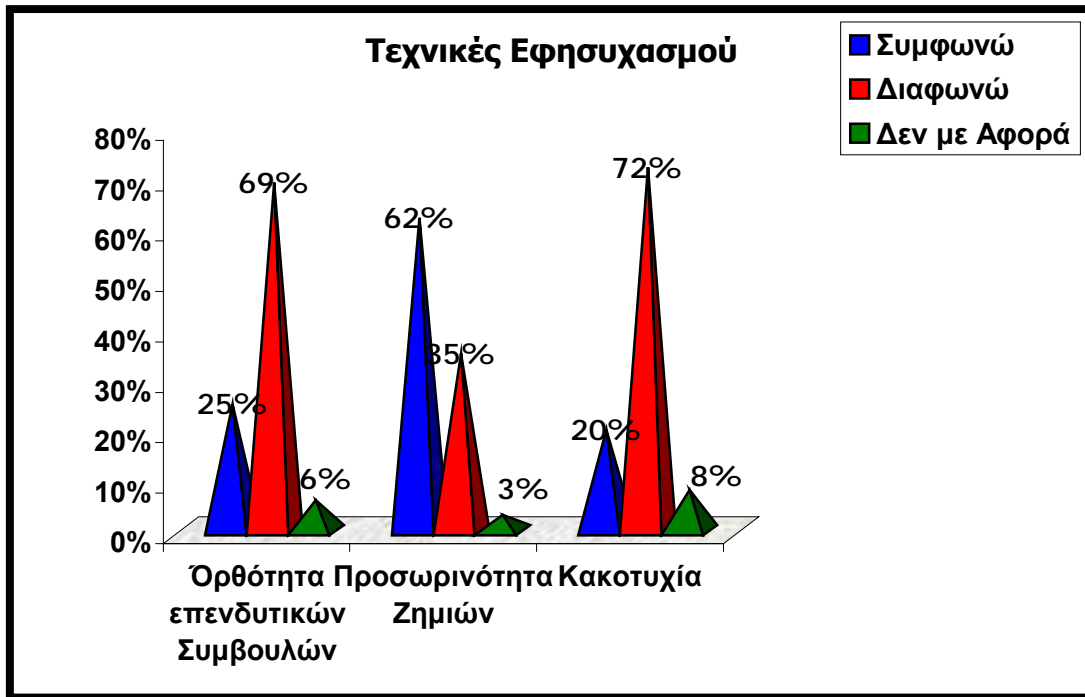
Η απόκρυψη της ζημιάς δεν φαίνεται να σχετίζεται ιδιαίτερα με τον βαθμό ανοχής του κινδύνου καθώς το 2 των επενδυτών που αγαπούν τον κίνδυνο κρύβουν τις ζημιές τους και ενώ το ποσοστό για αυτούς που τον αποστρέφονται είναι 2 . Επίσης από αυτούς που εμφανίζουν εμπιστοσύνη το 2 δεν αποκαλύπτει τις ζημιές του πουθενά.

Οι Τεχνικές Εφησυχασμού

Η πλειοψηφία των επενδυτών του δείγματος (77) εφαρμόζει τουλάχιστον μια τεχνική εφησυχασμού προκειμένου να δικαιολογήσουν την συμπεριφορά τους και να απομακρύνουν τους ενδοιασμούς και τις ενοχές που πιθανόν νιώθουν αν η επενδυτική κίνηση που έκαναν δεν αποδώσει τα αναμενόμενα. Επαναπαύονται στην γνώμη των ειδικών δεν αναγνωρίζουν την ευθύνη τους σε περίπτωση αποτυχίας των επενδυτικών τους κινήσεων και φυσικά παρηγορούνται πιστεύοντας ότι οι ζημιές τους είναι προσωρινές.

Συγκεκριμένα οι επενδυτές πιστεύουν ότι εφόσον πλήρωσαν για μια επενδυτική συμβουλή αυτή θα είναι και σωστή (2) ότι οι αποτυχημένες επενδυτικές τους ενέργειες οφείλονται κυρίως σε κακοτυχία (2) και οι τυχόν ζημιές από τις επενδύσεις τους είναι προσωρινής φύσης (62). Η κατανομή των απαντήσεων δίνεται αμέσως παρακάτω (Σχήμα 7.17.).

Σχήμα 7.17.



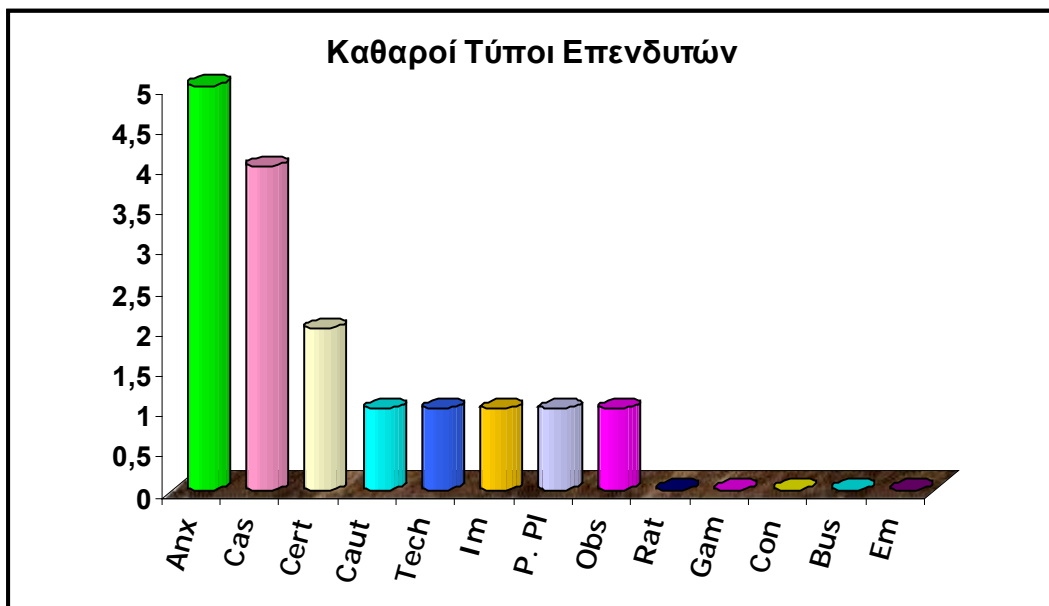
7.2. Οι Τύποι των Επενδυτών

Οι Καθαροί Τύποι

Εξετάζοντας την ύπαρξη καθαρών τύπων στο δείγμα των ερωτηθέντων επενδυτών παρατηρούμε ότι ελάχιστοι είναι αυτοί που ανήκουν σε ένα συγκεκριμένο τύπο επενδυτή και όχι σε ένα συνδυασμό αυτών. Όπως φαίνεται και από το σχήμα 7.18. πέντε από τους δεκατρείς τύπους δεν εμπεριέχουν κανένα επενδύτη ενώ οι υπόλοιποι περιλαμβάνουν κάτω των πέντε ατόμων με το μέγιστο αριθμό (5 άτομα) να συγκεντρώνεται στον αγχώδη επενδυτή.

Το γεγονός αυτός είναι θετικό και υποδηλώνει ότι τα άτομα που ερωτήθηκαν δεν αντιδρούν μονοδιάστατα αλλά η στάση τους αλλάζει ανάλογα με τις καταστάσεις που έχουν να αντιμετωπίσουν κάθε φορά.

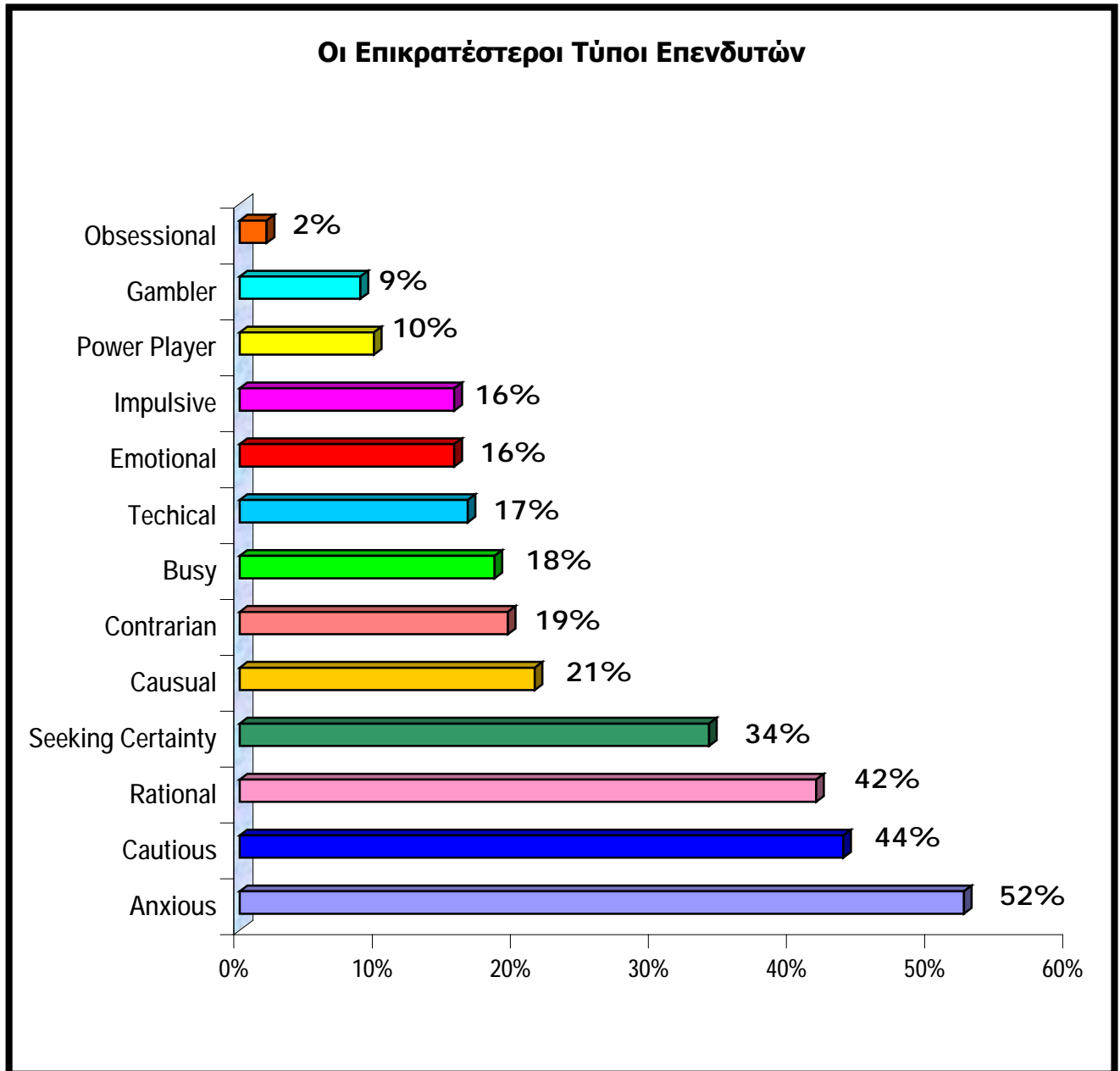
Σχήμα 7.18.



Οι Επικρατέστεροι Τύποι

Ο επικρατέστερος τύπος επενδυτή την περίοδο διεξαγωγής της έρευνας βρέθηκε ότι είναι ο αγχώδης ενώ ακολουθούν με μικρή διαφορά μεταξύ τους ο επιφυλακτικός και ο ορθολογικός (Σχήμα 7.19.).

Σχήμα 7.19.



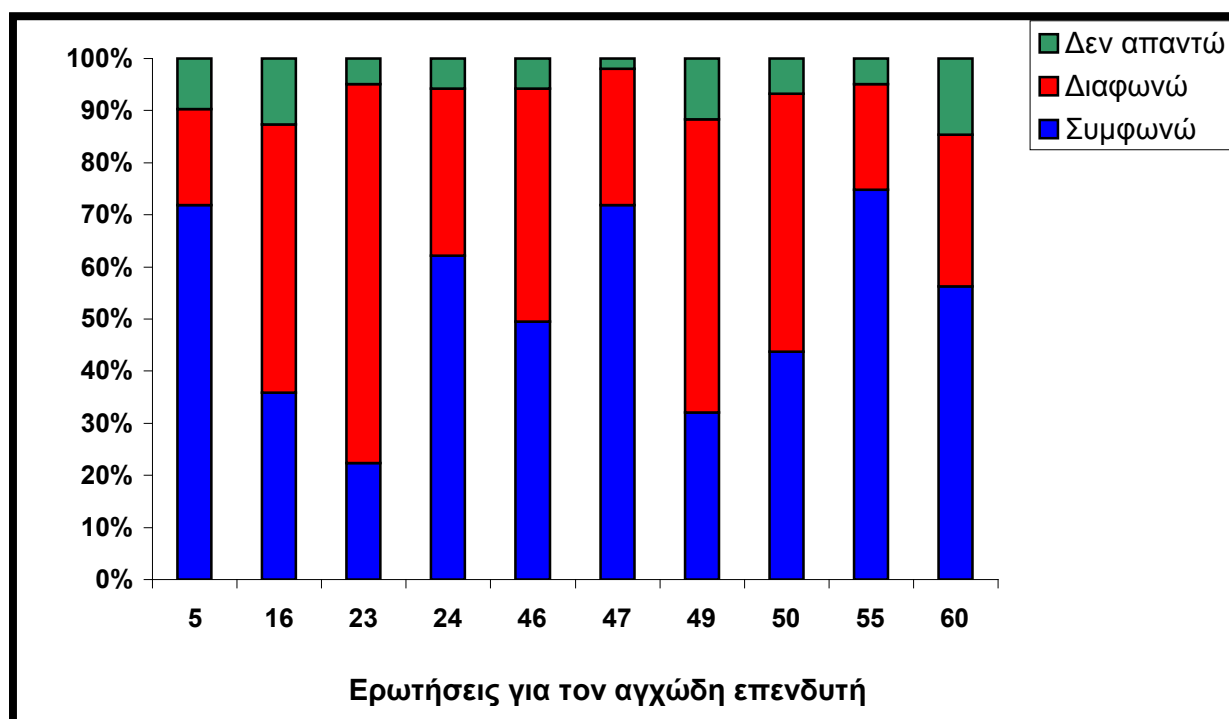
Ο Αγχώδης Επενδυτής

Οι Έλληνες επενδυτές φανερά επηρεασμένοι από την απογοητευτική πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς τα τελευταία χρόνια φαίνεται στην πλειονότητα τους να διακατέχονται από αισθήματα άγχους δεν εμπιστεύονται πια την κρίση και τις επενδυτικές τους γνώσεις και αμφιβάλουν αν πήραν την σωστή απόφαση. Ελέγχούν τακτικά την πορεία των επενδύσεων αλλά λόγω του άγχους και των αμφιβολιών τους μπορεί να οδηγηθούν σε σπασμωδικές κινήσεις.

Από τους 13 επενδυτές που συμμετείχαν οι απάντησαν θετικά τουλάχιστον σε 6 από τις 1 ερωτήσεις που αφορούσαν τον τύπο αυτό (2). Η πλειοψηφία αυτών είναι άνδρες 9 (έναντι 38 των γυναικών) ενώ η ηλικιακή κατηγορία των 1 και άνω συγκεντρώνει το 61 των ατόμων ως ποσοστό του συνόλου της κατηγορίας αυτής.

Συγκεκριμένα το 36 του δείγματος δήλωσε ότι προτιμά να κάνει πράγματα που τελειώνουν γρήγορα έναντι του 1 που διαφωνεί το 62 πιστεύει ότι οι επενδυτικές του γνώσεις είναι περιορισμένες το 73 απάντησε αρνητικά στην ερώτηση ότι σπάνια ελέγχει την πορεία των επενδύσεων του το 32 παραδέχθηκε ότι ακόμα και μικρές διακυμάνσεις των τιμών του προκαλούν εκνευρισμό.

Επιπλέον το αμφιβάλλει αν πήρε την σωστή απόφαση το 6 παραδέχεται ότι το μυαλό του αναζητά συνεχώς προβλήματα το θεωρεί ότι μη ικανοποιητική πορεία των επενδύσεων του οφείλεται σε δικό του λάθος ενώ η πλειοψηφία τους εμφανίζει την τάση να πουλά κερδοφόρες επενδύσεις (72) και να κρατά ζημιογόνες (7).



Ο Επιφυλακτικός Επενδυτής

Το των ερωτηθέντων είναι ιδιαίτερα επιφυλακτικοί αναφορικά με την λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Από αυτούς το είναι γυναίκες και το 1 άνδρες.

Οι επενδυτές του τύπου αυτού ερευνούν διεξοδικά προτού επενδύσουν (78) ενημερώνονται για τις οικονομικές εξελίξεις (63) και αποστρέφονται τις διακυμάνσεις των τιμών (32) και την πιθανότητα ζημιάς (32). Χρονοτριβούν όμως να πάρουν κάποια απόφαση (62) και διστάζουν να πουλήσουν κάτω από την τιμή αγοράς (62). Επιπλέον δεν παρασύρονται από την ψυχολογία της αγοράς () και τις συμβουλές των επαγγελματιών (69). Έλκονται από μετοχές μεγάλων εταιριών (9) καθώς και από επενδύσεις σε ομόλογα και καταθέσεις (3).

Ο Ορθολογικός Επενδυτής

Με πολύ μικρή διαφορά ακολουθεί ο τύπος του ορθολογικού επενδυτή (2) που συγκεντρώνει τα χαρακτηριστικά αυτά που η οικονομική θεωρία αποδίδει στους επενδυτές. Συγκεκριμένα δεν υποτιμά τις επενδυτικές του γνώσεις (32) ελέγχει περιοδικά τις επενδύσεις του (73) ερευνά προτού επενδύσει (78) λαμβάνει υπόψη του την διαθέσιμη πληροφόρηση (63) και είναι σίγουρος για τις επενδυτικές του επιλογές (). Επιπλέον δεν παρασύρεται από τους υπόλοιπους επενδυτές () και δεν πανικοβάλλεται από μικρές διακυμάνσεις της αγοράς (6).

Δεδομένου ότι η δομή του ερωτηματολογίου ήταν τέτοια ώστε να βρεθούν οι τύποι μη ορθολογικής συμπεριφοράς προκειμένου να ανήκει κάποιος στον ορθολογικό τύπο θα έπρεπε να διαφωνήσει με τουλάχιστον 17 από τις 29 ερωτήσεις που ανήκαν στον τύπο αυτό.

Ο Επενδυτής που Αναζητά την Ασφάλεια

Ένα αρκετά μεγάλο ποσοστό επενδυτών (3) εμπίπτει στον τύπο του επενδυτή που αποστρέφεται ακόμα και τον πιο μικρό κίνδυνο πιθανότατα λόγω των ζημιών που έχουν βιώσει ως τώρα οι επενδυτές.

Ο τύπος αυτός δεν έχει εμπιστοσύνη στις ικανότητες του (62) και επαναπαύεται στις συμβουλές ειδικών σε επενδύσεις (2). Προτιμά να επενδύει σε ομόλογα καταθέσεις και ομολογιακά αμοιβαία (3) αποφεύγει τις μετοχές (2) θέλει να μπορεί άμεσα να ρευστοποιεί τις επενδύσεις του (67) και ταραζεται ακόμα και με τις πιο μικρές διακυμάνσεις των τιμών (32). Επιπλέον πιστεύει ότι τα χρήματα αποκτώνται με πολύ δουλειά και όχι με επενδύσεις ().

Οι Υπόλοιποι Τύποι Επενδυτών

Ο Ανέμελος Επενδυτής

Το 21 των επενδυτών εμπίπτει στον τύπο του ανέμελου επενδυτή που βασικό χαρακτηριστικό του είναι η αδιαφορία για τις επενδύσεις που έχει κάνει και ο φόρτος εργασίας (72).

Ο τύπος αυτός έχει την νοοτροπία ότι τα χρήματα αποκτώνται με πολύ δουλειά και όχι με επενδύσεις () υποτιμά τις επενδυτικές του γνώσεις (62) ενώ παρουσιάζει μια τάση αισιοδοξίας (3) πιστεύοντας ότι οι επενδύσεις του τελικά θα αποδώσουν. Υποστηρίζει ότι οι επενδύσεις δεν χρειάζονται παρακολούθηση (22) και διαβεβαιώνει τον εαυτό του ότι κάποια στιγμή θα ασχοληθεί με αυτές. Επίσης τείνει να πιστεύει ότι εφόσον πλήρωσε για μια επενδυτική συμβουλή είναι και σωστή (2) αναβάλλει συχνά κάτι που πρέπει να κάνει (29) και ξέχνα εύκολα πράγματα (29).

Ο Αντιδραστικός Επενδυτής

Ενδιαφέρον παρουσιάζει ότι ένα σημαντικό ποσοστό επενδυτών (19) παρουσιάζει χαρακτηριστικά που το κατατάσσουν στον τύπο του αντιδραστικού επενδυτή. Τα άτομα αυτά είναι πιθανό να είναι επηρεασμένα από τις μη επιτυχημένες επενδυτικές επιλογές που έκαναν βασιζόμενοι σε φήμες γνώμες και στην συμπεριφορά της πλειοψηφίας των επενδυτών και τώρα να στρέφονται στο άλλο άκρο.

Οι επενδυτές αυτοί αποφεύγουν να επενδύουν σε μετοχές μεγάλων και σίγουρων εταιριών () και δεν επηρεάζονται από την ψυχολογία της αγοράς (). Προτιμούν χρεόγραφα που αποφεύγουν οι υπόλοιποι επενδυτές (7) και αρνούνται να αγοράσουν ή να κρατήσουν δημοφιλείς μετοχές (23).

Έχουν μεγάλη εμπιστοσύνη στις επενδυτικές τους ικανότητες που πιστεύουν ότι είναι ανώτερες από των άλλων επενδυτών (7) και εμπιστεύονται το ένστικτό τους (7). Εμμένουν στις επενδυτικές τους επιλογές μέχρι να αποδεκτούν σωστές (9) έχουν υπομονή (81) και όταν κάνουν σχέδια είναι σχεδόν σίγουροι ότι θα πετύχουν (6).

Ο Πολυάσχολος Επενδυτής

Με μικρή διαφορά από τον προηγούμενο τύπο ακολουθεί ο πολυάσχολος επενδυτής με ποσοστό 18 . Τα περισσότερα άτομα που ανήκουν στον τύπο αυτό είναι κάτω των 3 ετών (26) και η πλειοψηφία του άνδρες (2 έναντι 9 των γυναικών). Οι κατηγορίες αυτές όπως έχει ήδη βρεθεί συναλλάσσονται και συχνότερα.

Οι επενδυτές της κατηγορίας αυτής προτιμούν βραχυχρόνιες (31) και άμεσα ρευστοποιήσιμες (67) επενδύσεις είναι ανυπόμονοι (36) και χάνουν εύκολα το επενδυτικό τους ενδιαφέρον (36). Επενδύουν για την αγωνία που συνδέεται με τις επενδύσεις τους (28) την συγκίνηση των συχνών συναλλαγών (27) και μπορούν να παίρνουν γρήγορα αποφάσεις (1).

Επιπλέον δεν ταραζονται ακόμα και από τις μεγάλες διακυμάνσεις των τιμών () και είναι ενημερωμένοι για τις οικονομικές εξελίξεις (63).

Ο Τεχνικός Επενδυτής

Από το σύνολο των ερωτηθέντων επενδυτών 17 παρουσιάζουν τα χαρακτηριστικά του τεχνικού επενδυτή. Συγκεκριμένα στις πιο αντιπροσωπευτικές ερωτήσεις του τύπου αυτού το 6 δήλωσε ότι του αρέσει να ασχολείται με αριθμούς και την ανάλυση στατιστικών στοιχείων το 73 πιστεύει ότι υπάρχουν τάσεις στην αγορά και προσπαθεί να τις προβλέψει το ασχολείται πολλές ώρες με τον ΗΥ του το 1 μπορεί να παίρνει γρήγορα αποφάσεις το 63 είναι συνεχώς ενημερωμένο για τις οικονομικές εξελίξεις και το 7 επενδύει κυρίως σε παράγωγα

Ο Συναισθηματικός και ο Παρορμητικός Επενδυτής

Με ποσοστό 16 ακολουθούν δύο παρόμοιοι τύποι επενδυτών ο συναισθηματικός και ο παρορμητικός.

Το βασικό του χαρακτηριστικό του συναισθηματικού επενδυτή είναι ότι δένεται συναισθηματικά με τις επενδύσεις του και δεν θέλει να τις ρευστοποιεί (8). Παρασύρεται από την ψυχολογία της αγοράς (6) βασίζεται στο ένστικτό του (7) και πολλές φορές δρα αυθόρμητα (23). Επενδύει σε μετοχές εταιριών που είναι στο επίκεντρο της δημοσιότητας (2) ή του αρέσουν τα προϊόντα ή οι εγκαταστάσεις τους (23).

Επιπλέον είναι αισιόδοξος και τείνει να θυμάται μόνο τις επιτυχίες του (18). Δεν παρακολουθεί συχνά τις επενδύσεις του (22) αφού τελικά η τύχη θα τον ευνοήσει (3) και τα σχέδια του θα επιτύχουν (6).

Ο παρορμητικός επενδυτής παρασύρεται και αυτός από την ψυχολογία της αγοράς (6) βασίζεται στο ένστικτό του (7) πολλές φορές δρα αυθόρμητα (23) και επενδύει σε μετοχές εταιριών που είναι στο επίκεντρο της δημοσιότητας (2).

Όμως σε αντίθεση με τον συναισθηματικό επενδυτή έχει βραχυχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα (31) αλλάζει γρήγορα γνώμη (17) χάνει εύκολα το επενδυτικό του ενδιαφέρον (36) αλλάζει τακτικά την δομή του χαρτοφυλακίου του (1) και μπορεί να πάρει γρήγορα αποφάσεις (1).

Ο Επενδυτής που Θέλει να Εντυπωσιάσει

Ένα ποσοστό της τάξεως του 1 εμπήπτει στον τύπο αυτό επενδυτή. Το βασικό τους χαρακτηριστικό είναι ότι επιζητούν την επιβεβαίωση της αξίας και των ικανοτήτων τους μέσα από την χρηματιστηριακή αγορά (1) και τον θαυμασμό του κοινωνικού τους περιγύρου (3). Δίνουν μεγάλη βαρύτητα στις επενδυτικές τους επιτυχίες και ξεχνούν τις αποτυχίες (18) πιστεύουν ότι οι ζημιές τους είναι προσωρινές (62) και αποφεύγουν να πουλήσουν με ζημιά (7) γιατί είναι σαν να παραδέχονται ότι έκαναν λάθος και πλήττεται η αυτοεκτίμηση τους.

Επιπλέον τείνουν να κρύβουν τις ζημιές τους από όλους (17) καθώς μειώνουν την ικανότητα τους ως επενδυτές δίνουν έμφαση στην κεφαλαιακή απόδοση (3) πιστεύουν ότι μόνο ρισκάροντας μπορείς να κερδίσεις (1) και δεν πτοούνται από τις έντονες διακυμάνσεις των τιμών ().

Ο Τζογαδόρος Επενδυτής

Οι Έλληνες επενδυτές επηρεασμένοι από τις απογοητευτικές αποδόσεις και τις ζημιές των τελευταίων χρόνων φαίνεται να έχουν αλλάξει νοοτροπία αφού μόνο το 9 δηλώνει τζογαδόρος.

Ο τύπος αυτός επενδυτή βασίζεται στην διαίσθηση του (7) στηρίζεται στην εύνοια της τύχης (3) πιστεύει ότι υπερέχει έναντι των άλλων επενδυτών (7) και θυμάται μόνο επιτυχημένες επενδυτικές αποφάσεις (18)

Έχει βραχυχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα (31) οι διακυμάνσεις των τιμών δεν τον πτοούν () και απολαμβάνει την αγωνία που συνεπάγονται οι επενδύσεις του (28). Θέλει οι επενδύσεις του να είναι άμεσα ρευστοποιήσιμες (67) είναι πρόθυμος να ρισκάρει ακόμα και ολόκληρο το κεφάλαιο του αν υπάρχει πιθανότητα να το διπλασιάσει (17) και τον ενδιαφέρει η κεφαλαιακή απόδοση (7). Πιστεύει ότι οι ζημιές του είναι προσωρινές (62) ότι οφείλονται σε κακοτυχία (2) και τείνει να τις κρύβει (17).

Ο Ψυχαναγκαστικός Επενδυτής

Ο τύπος αυτός παρουσιάζει έντονη εμμονή με τις επενδύσεις του είναι ακραίος και μόνο το 2 ανήκει σε αυτόν. Είναι συνεχώς ενημερωμένος για τις εξελίξεις της χρηματιστηριακής αγοράς (63) μιλά συνεχώς για τις επιτυχημένες επενδυτικές του επιλογές (13) παραμελεί τον εαυτό του (18) και σκέφτεται διαρκώς μόνο τις επενδύσεις του όπου και αν πάει και ότι και αν κάνει (9).

Επιπλέον έχει εμπιστοσύνη στις ικανότητες του στις οποίες αποδίδει τις επιτυχημένες επενδυτικές του ενέργειες (38) και πιστεύει ότι θα ευνοηθεί από την τύχη (3).

Οι Συνδυασμοί Τύπων

Όπως φαίνεται από τον πίνακα 7.3. οι περισσότεροι επενδυτές φαίνεται να ανήκουν ταυτόχρονα σε περισσότερο από ένα τύπους επενδυτικής συμπεριφοράς.

Συγκεκριμένα το 26 του δείγματος ανήκει ταυτόχρονα στον τύπο του αγχώδη και του επιφυλακτικού επενδυτή το 19 στον αγχώδη και σε αυτόν που αναζητά την ασφάλεια και το 1 στον αγχώδη ορθολογικό. Από αυτούς που ανήκουν στον τύπο του επιφυλακτικού επενδυτή ένα μεγάλο μέρος τους είναι ταυτόχρονα και ορθολογικοί (18) και αναζητούν την ασφάλεια (28).

Επίσης από αυτούς που κατατάσσονται στον τύπο του ανέμελου επενδυτή οι περισσότεροι είναι και αγχώδεις και επιφυλακτικοί η πλειοψηφία των αντιδραστικών επενδυτών παρουσιάζει χαρακτηριστικά τεχνικού επενδυτή αυτοί που ανήκουν στον τύπο του πολυάσχολου επενδυτή φαίνεται ότι διακατέχονται από μεγάλο άγχος οι συναισθηματικοί επενδυτές είναι ταυτόχρονα και επιφυλακτικοί και αγχώδεις ενώ οι παρορμητικοί είναι συναισθηματικοί και αγχώδεις αυτοί που θέλουν να εντυπωσιάσουν είναι ταυτόχρονα αντιδραστικοί και τεχνικοί οι τζογαδόροι είναι και πολυάσχολοι και αγχώδεις ενώ οι ψυχαναγκαστικοί είναι ταυτόχρονα επενδυτές που θέλουν να εντυπωσιάσουν τεχνικοί και αντιδραστικοί.

Πίνακας 7.3.

	Anxious	Cautious	Rational	Seeking Certainty	Casual	Contrarian	Busy	Technical	Emotional	Impulsive	Power Player	Gambler	Obsessional
Anxious	54	27	16	2	12	1	1	1	1	11	6	8	1
Cautious	27	45	19	29	12		2	9	12		3	2	1
Rational	16	19	43	8		9		7	3	3		2	
Seeking Certainty	2	29	8	35	12				8	6	2	1	
Casual	12	12		12	22	2	3	1	7			2	
Contrarian	1		9		2	20	6	12	3	3	6		2
Busy	1	2			3	6	19	8	6	9		7	1
Technical	1	9	7		1	12	8	17	2	2	6		2
Emotional	1	12	3	8	7	3	6	2	16	8			1
Impulsive	11		3	6		3	9	2	8	16	2		
Power Player	6			2		6		6		2	10		2
Gambler	8	2	2	1	2		7					9	1
Obsessional	1	1				2	1	2	1		2	1	2

✖ ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8°

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Όπως προέκυψε από την ανάλυση των απαντήσεων των ερωτηματολογίων της έρευνας αυτής οι Έλληνες επενδυτές είναι φανερά επηρεασμένοι από την παρατεταμένη πτώση της χρηματιστηριακής αγοράς.

Η εμπιστοσύνη στις ικανότητες και την κρίση τους φαίνεται να έχει υποστεί το μεγαλύτερο πλήγμα. Η πλειοψηφία τους πιστεύει ότι οι επενδυτικές τους γνώσεις είναι περιορισμένες οι επενδυτικές τους ικανότητες δεν είναι ανώτερες από αυτές των άλλων επενδυτών και δεν υπερτιμούν τον ρόλο της τύχης αναφορικά με τις μη επιτυχημένες κινήσεις τους. Αν και δεν χρονοτριβούν να πάρουν κάποια απόφαση δεν είναι σίγουροι ότι έπραξαν σωστά αναζητούν συνεχώς πιθανά προβλήματα και δεν εμπιστεύονται το ένστικτό τους.

Όταν επενδύουν δηλώνουν στην πλειοψηφία τους ότι ερευνούν διεξοδικά ελέγχουν την πορεία της επένδυσής τους είναι συνεχώς ενημερωμένοι για τις οικονομικές εξελίξεις και οι μικρές διακυμάνσεις των τιμών δεν τους ενοχλούν. Αν και θέλουν οι επενδύσεις τους να είναι άμεσα ρευστοποιήσιμες αποφεύγουν τις συχνές συναλλαγές έχουν υπομονή και δεν χάνουν εύκολα το επενδυτικό τους ενδιαφέρον.

Παρόλο που πιστεύουν ότι ο μόνος τρόπος για να κερδίσεις είναι να ρισκάρεις δεν φαίνεται να αγαπούν τον κίνδυνο. Ένα μεγάλο ποσοστό δείχνει προτίμηση προς μετοχές μεγάλων και σίγουρων εταιριών και όχι μικρών και αναπτυσσόμενων προτιμά τα ομόλογα και τα αμοιβαία κεφάλαια και αποστρέφεται μωπικά την ζημιά.

Ωστόσο παρά τις δηλώσεις τους ότι ερευνούν διεξοδικά προτού προβούν σε μια επένδυση η πλειοψηφία τους παραδέχτηκε ότι επηρεάζεται από την ψυχολογία που επικρατεί στην αγορά και συνεπώς θεωρεί ευκολότερο συναισθηματικά να ακολουθεί το πλήθος των επενδυτών καθώς φοβάται τον πόνο της μετάνοιας. Επιπλέον το σύνολο των επενδυτών δηλώνει μετάνοια για μια πραγματοποιηθείσα πράξη.

Η πλειονότητα των επενδυτών επίσης εμφανίζουν την τάση να κρατά τις ζημιογόνες επενδύσεις για μεγάλο χρονικό διάστημα για να μην νιώσουν τον πόνο της μετάνοιας για την λάθος επένδυση τους και να ρευστοποιεί τις κερδοφόρες σε σύντομο χρονικό διάστημα για να μην μετανιώσουν αργότερα αν η τιμή τους σημειώσει πτώση.

Ο πόνος αυτός της μετάνοιας θεωρείται όμως υπεύθυνος και για το γεγονός ότι κάποιοι από τους επενδυτές δεν φανερώνουν τις ζημιές τους σε κανένα καθώς είναι σαν να παραδέχονται ότι έκαναν λάθος με το μεγαλύτερο ποσοστό αυτών να είναι άνδρες.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός ότι η συντριπτική πλειοψηφία των επενδυτών προκειμένου να απομακρύνουν τις ενοχές που νιώθουν αν οι επενδύσεις τους δεν απέδωσαν τα αναμενόμενα εφαρμόζουν τουλάχιστον μια τεχνική εφησυχασμού. Εμπιστεύονται τυφλά την γνώμη ειδικών δεν αναγνωρίζουν την ευθύνη τους ή πιστεύουν ότι οι ζημιές τους είναι παροδικές.

Ωστόσο παρόλες τις αρνητικές εξελίξεις των τελευταίων χρόνων στο χρηματιστήριο οι επενδυτές διατηρούν την αισιοδοξία τους με την μεγαλύτερη πλειοψηφία τους να είναι γυναίκες. Πιστεύουν ότι τυχόν ζημιές που έχουν είναι προσωρινής φύσεως ότι η τύχη θα τους ευνοήσει και τα σχέδια τους τελικά θα επιτευχθούν.

Η παραπάνω σκιαγράφηση του προφίλ του Έλληνα επενδυτή είναι απόλυτα σύμφωνη με τα αποτελέσματα της έρευνας αναφορικά με τους τύπους επενδυτικής συμπεριφοράς. Δεν υπάρχει κάποιος καθαρός τύπος επενδυτή που να συγκεντρώνει πάνω από το των ερωτηθέντων καθώς όπως φαίνεται από τις απαντήσεις σε πολλές ερωτήσεις υπάρχει έντονη διάσταση απόψεων ενώ σε κάποιες άλλες οι επενδυτές απαντούν αντιφατικά. Αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές ανήκουν ταυτόχρονα σε περισσότερο από ένα τύπο και η συμπεριφορά τους δεν είναι αμετάβλητη αλλά προσαρμόζεται σύμφωνα με τις καταστάσεις.

Από τους δεκατρείς τύπου που εξετάζονται ο επικρατέστερος είναι αυτός του αγχώδη επενδυτή ενώ ακολουθεί ο επιφυλακτικός και ο ορθολογικός τύπος. Αξίζει να τονιστεί ότι ο τζογαδόρος επενδυτής κατέχει την προτελευταία θέση στην κατάταξη των τύπων καθώς όπως φαίνεται από τα αποτελέσματα της έρευνας οι πρόσφατες ζημιές των επενδυτών έχουν συμβάλει στον ορθολογισμό τους.

Αρθρογραφία

Constantinides George, 1984, Optimal Stock Trading with Personal Taxes: Implications for Prices and the Abnormal January Returns, *Journal of Financial Economics* (Βλέπε Odean (1998a), σελ 12)

Gruen, Gizycki, 1993, Explaining Forward Discount Bias: Is it Anchoring? *Princeton University Woodrow Wilson School Discussion Paper in Economics 164* (βλέπε Shiller Robert)

Irwin, Francis, 1953, Stated Expectations as Functions of Probability and Desirability of Outcomes, *Journal of Personality* (βλέπε Barber & Odean (1999), σελ 7)

Greenwald Anthony, 1980, The Totalitarian Ego: Fabrication and Revision of Personal History, *American Psychologist* (βλέπε Barber & Odean (1999))

Allen John Paulos, 1996, A Mathematician Reads the Newspaper

Allen John Paulos, 1990, Innumeracy: Mathematical Illiteracy and its Consequences

Andreassen Paul, 1988, Explaining the Price-Volume Relationship: The Difference between Price Changes and the Changing Prices, *Organizational Behavior and human decision processes* (Βλέπε Odean (1998a), σελ 4)

Arkes H.R. and Blumer C., 1985, The Psychology of Sunk Cost, *Organizational Behavior and Human Decision Processes* (Βλέπε Thaler (1999), σελ 191)

Barber Brad, Odean Terrance, 2000, Trading is Hazardous to your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors, *The Journal of Finance*

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

Barber Brad, Odean Terrance, 1999, The Courage of Misguided Convictions, *Financial Analysts Journal*

Barber Bradis, Thaler Richard, 2001, A Survey of Behavioral Finance

Benartzi Shlomo, 2001, Excessive Extrapolation and the Allocation of 401(K) Accounts to Company Stock, *Journal of Finance*

Benartzi Shlomo, Thaler Richard, 1999, Risk Aversion or Myopia? Choices in Repeated Gambles and Retirement, *Management Science/Vol 45*

Benartzi Shlomo, Thaler Richard, 1995, Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle, *Quarterly Journal of Economics*

Benartzi Shlomo, Thaler Richard, 1998, Naïve Diversification Strategies in Defined Contribution Savings Plans, *UCLA*

Beyer Sylvia, 1990, Gender Differences in the Accuracy of the Self-Evaluations of Performance, *Journal of Personality and Social Psychology* (βλέπε Barber & Odean, (2001), σελ 265)

Beyer Sylvia, Bowden Edward, 1997, Gender Differences in the Self-Perceptions: Convergent Evidence from Three Measures of Accuracy and Bias, *Personality and Social Psychology Bulletin* (βλέπε Barber & Odean, (2001), σελ 264)

Beyer Sylvia, 1990, Gender Differences in the Accuracy of the Self-Evaluations of Performance, *Journal of Personality and Social Psychology*

Churchill Gilbert, 1987, *Marketing Research: Methodological Foundations*

Conal, Moskowitz, 2000, Home bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios, *Journal of Finance*

Deaux Kay, Emswiller Tim, 1974, Explanations of Successful Performance on Sex-linked Tasks: What is Skill for the Male is Luck for the Female, *Journal of Personality and Social Psychology* (βλέπε Barber & Odean, (2001), σελ 264)

Deaux Kay, Farris Elizabeth, 1977, Attributing Causes for one's Own Performance: The Effects of Sex, Norms, and Outcome, *Journal of Research in the Personality* (βλέπε Barber & Odean, (2001), σελ 264)

Dyl Edward, 1977, Capital Gains Taxation and the Year-end Stock Market Behavior, *Journal of Finance* (βλέπε Odean (1998a), σελ 4)

Ellsberg, 1961, Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms, *Quarterly Journal of Economics* (βλέπε Barberis, Thaler (2001), σελ 21)

Festinger, 1957, *A Theory of Cognitive Dissonance*, Stanford University Press

Fischhoff, Baruch, Slovic, Lichtenstein, 1977, Knowing with Certainty: The Appropriateness of Extreme Confidence, *Journal of Experimental Psychology* (βλέπε Barber & Odean, (2001), σελ 262)

Fischhoff, Baruch, 1982, For Those Condemned to Study the Past: Heuristics and Biases in Hindsight, *Cambridge University Press* (βλέπε Barber & Odean (1999))

Florovsky, 1969, The Study of the Past, *Ideas of History*, vol.2 New York: Dutton (βλέπε Shiller Robert)

Fox, Craig, Tversky Amos, Ambiguity Aversion and the Comparative Ignorance, *Quarterly Journal of Economics*

Frank Jerome, 1935, Some Psychological Determinants of the Level of Aspiration, *American Journal of Psychology* (βλέπε Barber & Odean (1999), σελ 7)

French, Poterba, 1991, Investor Diversification and International Equity Markets, *American Economic Review* (βλέπε Barber & Odean (1999))

Fuller Russell, 2000, Behavioral Finance and the Sources of Alpha, *Journal of Pension Plan Investing*

Grevais Simon, Odean Terrance, 2001, Learning to Be Overconfident, *The Review of Financial Studies*

Grevais Simon, Tversky Amos, 1993, The Weighing of Evidence and the Determinants of Confidence, *Cognitive Psychology*

Gilovitch Tom, Vallone Robert, Tversky Amos, 1985, The Hot Hand in Basketball: On the Misperception of the Random Sequences, *Cognitive Psychology*

Goetzman, Peles, 1993, Cognitive Dissonance and the Mutual Fund Investors, *Yale School of Management (βλέπε Shiller Robert)*

Gourville J.T. and Soman D., 1998, Payment Depreciation: The Effects of Temporally Separating Payments from Consumption, *Journal of Consumer Research (βλέπε Thaler (1999), σελ 191)*

Griffin Dale, Tversky Amos, 1992, The Weighting Evidence and the Determinants of Confidence, *Cognitive Psychology*

Grinblatt, Keloharju, 1999, How Distance, Language, and Culture Influence Stockholdings and Trades, *Journal of Finance (βλέπε Barber & Odean (1999))*

Harris Lawrence, 1988, Discussion of Predicting Contemporary Volume with Historic Volume at Differential Price Levels: Evidence Supporting the Disposition Effect, *Journal of Finance (βλέπε Odean (1998a), σελ 4)*

Harris Lawrence, Ravin Arthur, 1993, Differences of Opinion Make a Horse Race, *Review of Financial Studies (βλέπε Barber & Odean, (2001), σελ 262)*

Hatsopoulos G. N., Krugman P.R., Poterba J.M., 1998, Over consumption: The Challenge to U.S. Economic Policy, *American Business Conference (βλέπε Thaler (1999), σελ 197)*

Heath C., Soll J.B., 1996, Mental Accounting and Consumer Decisions, *Journal of Consumer Research (βλέπε Thaler (1999), σελ 190)*

Huberman, 1999, Familiarity Breeds Investment, *Columbia University*

Introduction to Behavioral Finance, 1999, Undiscovered Managers, www.undiscoveredmanagers.com

Irwin, Francis, 1953, Stated Expectations as Functions of Probability and Desirability of Outcomes, *Journal of Personality*

Kahneman D. and Tversky A., 1972, Subjective probability: A judgment of representativeness, *Cognitive psychology*

Kahneman Daniel, Tversky Amos, 1984, Choices, Values, and Frames, *The American Psychologist (βλέπε Thaler (1999), σελ 188)*

Kahneman Daniel, Riepe, 1998, Aspects of Investor Psychology, *Journal of Portfolio Management*

Kahneman Daniel, Tversky Amos, 1979, Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, *Econometrica*

Kahneman Daniel, Tversky Amos, 1974, Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases, *Science*

Kindleberger Charles, Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises

Kunda, Ziva, 1987, Motivated Inference: Self-serving Generation and Evaluation of Causal Theories, *Journal of Personality and Social Psychology* (βλέπε Barber & Odean (1999), σελ 7)

Lakonishok Josef, Seymour Smidt, 1986, Volume for Winners and the Losers: Taxation and the other Motives for Stock Trading, *Journal of Finance* (βλέπε Odean (1998a), σελ 4)

Langer, Roth, 1975, Heads I Win, Tails It's Chance: Illusion of Control as a Function of Sequence of Outcomes in a Purely Chance Task, *Journal of Personality and Social Psychology* (βλέπε Barber & Odean (1999), σελ 7)

Langer, 1975, The Illusion Control, *Journal of Personality and Social Psychology*

Lenney Ellen, 1977, Women's Self-Confidence in Achievement Settings, *Psychological Bulletin* (βλέπε Barber & Odean, (2001), σελ 264)

Lewellen Wilbert, Lease Ronald, Schlarbaum Gary, 1977, Patterns of Investment Strategy and Behavior among Individual Investors, *Journal of Business* (βλέπε Barber & Odean, (2001), σελ 265)

Lichtenstein, Fischhoff, Phillips, 1982, Calibration of Probabilities: The State of the Art to 1980, *Cambridge Press* (βλέπε Barber & Odean, (2001), σελ 262)

Lundeberg, Fox, Puncchohar, 1994, Highly Confident but Wrong: Gender Differences and Similarities in Confidence Judgments, *Journal of Educational Psychology* (βλέπε Barber & Odean, (2001), σελ 264)

Marks, Rose, 1951, The Effect of Probability, Desirability and Privilege on the Stated Expectations of Children, *Journal of Personality* (βλέπε Barber & Odean (1999), σελ 7)

Meehan Anita, Overton Willis, 1986, Gender Differences in the Expectancies for Success and the Performance on Patagonian Spatial Tasks, *Merrill-Palmer Quarterly* (βλέπε Barber & Odean, (2001), σελ 265)

Mehra R. and Prescott E.C., 1985, The Equity Premium: a Puzzle, *Journal of Monetary Economics* (βλέπε Thaler (1999), σελ 200)

Milgrom, Stokey, 1982, Information, Trade and Common Knowledge, *Econometrica*

Miller, Dale, Ross, 1975, Self-Serving Biases in Attribution of Causality: Fact or Fiction? *Psychological Bulletin* (βλέπε Shiller Robert)

Myers Jonathan, 1999, Profits without Panic, *Nicholas Brealey Publishing Limited*

Niederman Derrick, The Inner Game of Investing: Access the Power of Your Investment Personality (Wiley Investment)

Northcraft G. B., Neale M.A., 1987, Experts, Amateurs, and the Real Estate: An Anchoring -and-Adjustment Perspective on Property Pricing Decisions, *Organizational Behavior and Human Decision Processes* (βλέπε Shiller Robert)

Odean Terrance, 1998b, Volume, Volatility, Price, and Profit when all Traders are above Average, *Journal of Finance*

Odean Terrance, 1998a, Are Investors Reluctant to Realize Their Losses? *Journal of Finance*

Odean Terrance, 1999, Do Investors Trade too Much, *American Economic Review*

Piatelli-Palmarini Massimo, 1994, Inevitable Illusions: How Mistakes of Reason Rule Our Minds

Prince Melvin, 1993, Women, Men and the Money Styles, *Journal of Economic Psychology* (βλέπε Barber & Odean, (2001), σελ 265)

Rabin Matthew, Thaler Richard, 2001, Risk Aversion, *Journal of Economics Perspectives*

Schott John, Arbeiter Jean, 1997, Mind over Money

Shefrin Hersh, Statman Meir, 1985, The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence, *Journal of Finance*

Shiller Robert, Human Behavior and the Efficiency of the Financial System, www.econ.yale.edu

Shleifer, A. (2000) "Inefficient Markets: An introduction to Behavioral Finance". Oxford University Press

Siegel, 1994, Stock for the Long-run, *New York: Irwin* (βλέπε Shiller Robert)

Statman Meir, Scheid, 2001, Buffet in Foresight and Hindsight

Svenson, Ola, 1981, Are We All Less Risky and More Skillful Than Our Fellow Drivers? *Acta Psychologica* (βλέπε Barber & Odean (1999))

Taylor, Shelley, Brown, 1988, Illusion and Well-Being Social Psychological Perspective on Mental Health, *Psychological Bulletin* (βλέπε Barber & Odean (1999))

Thaler Richard, 1980, Toward a Positive Theory of Consumer Choice, *Journal of Economic Behavior and Organization* (Βλέπε Thaler (1999), σελ 190)

Thaler Richard, 1999, Mental Accounting Matters, *Journal of Behavioral Decision Making*

Thaler Richard, 1985, Mental Accounting and the Consumer Choice, *Marketing Science*

Thaler Richard, 1999, The End of Behavioral Finance, *Association for Investment Management and Research*

Thaler Richard, Tversky Amos, Kahneman Daniel, Schwartz, The Effect of Myopia and Loss Aversion on Risk Taking: An Experimental Test, *Quarterly Journal of Economics*

Tversky Amos and Kahneman Daniel, 1982a, Judgments of and by Representativeness, In D. Kahneman, P. Slovic and A. Tversky (eds.), "Judgment under uncertainty: Heuristics and biases"

Tversky Amos, Kahneman D., 1981, The Framing of Decisions and the Rationality of Choice, *Science* (Βλέπε Thaler (1999), σελ 186)

Tversky Amos, Kahneman D., 1981, The Framing of Decisions and the Rationality of Choice, *Science* (Βλέπε Thaler (1999), σελ 190)

Tversky Amos, Kahneman Daniel, 1986, Rational Choice and the Framing of Decisions, *Journal of Business*

Tversky, Amos and Kahneman, Daniel, 1982b, Evidential Impact of Base – Rate, In D. Kahneman, P. Slovic and A. Tversky (eds.), "Judgment under uncertainty: Heuristics and biases"

Varian Hal, 1989, Differences of Opinion in Financial Markets (βλέπε Barber & Odean, (2001), σελ 263)

Weber Martin, Camerer Colin, 1988, The Disposition Effect in Securities Trading: An Experimental Analysis, *Journal of Economic Behavior and Organization* (Βλέπε Odean (1998a), σελ 12)

Weinstein, Neil, 1980, Unrealistic Optimism about Future Life Events, *Journal of Personality and Social Psychology* (βλέπε Barber & Odean (1999))

Yates, 1990, Judgment and Decision Making, *Englewood Cliffs, Prentice-Hall*. (βλέπε Barber & Odean, (2001), σελ 263)

Zikmund William, 1988, Business Research Methods

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Απαντήσεις Επενδυτών

Αμέσως παρακάτω παρατίθενται μερικές από τις απαντήσεις που βρέθηκαν μέσα στα ερωτηματολόγια και παρουσιάζουν ενδιαφέρον.

Ένα γαϊμό τραγούδι γέει:

..... μας πήρε ο ματήφορος και τέρμα σου θα βρούμε.....

Δυστυχώς δεν έχω τη δύναμη και το κουράγιο ν' απαντήσω στις ερωτήσεις σας.

Δεχθείτε συλλογικά τη ευγνωμία μου.

3/3

12-04-02

HT

Δεν έχω πραγματοποιήσει ουδέμια συναλλαγές
επομένως είμαι αναρμόδιος ν' απαντήσω
στο ερωτηματολόγιό σας

Β. Δημογραφικά χαρακτηριστικά

Συμπληρώστε με ένα X

Φύλο: α. Άνδρας β. Γυναίκα Ι.Θ. Μέτριο
Ηλικία: α. Έως και 30 β. 31-50 γ. 51 και άνω

Σας ευχαριστούμε για την ανταπόκρισή σας

Με αγάπη @ σεβασμό σας δημοσιοποιούμε
οτι λάβαμε τα σχόλιά σας @
τα δίνουμε εστω @ το κατάβητο.

Καραολή & Δημητρίου 80 - 185 34 Πειραιάς
Τηλ. 41 42 323 - Fax. 41 42 341
Email: grad.fin.@unipi.gr



Νοτίξω ότι το έρωτηματολόγιο που σου σταύραρε
δεν έχει ρουφα, αν δεν μου άπαντιέστε πρώτα
στο δικό του έρωτηματολόγιο που καμιά φορά στέφρα
δεν έχει άπαντιέση:

1. Ποιοί και πόσοι δίδωρασαν την υπό Μεγάλη
Πυλεια (Χρηματοπιστήριο) του κόσμου από ύπαρξης του
ανθρώπου στη Γη! (Πυλεια σου του Ελλην. Λαού)
και την υπό Τεργουμηνή, γιατί δεν άγμεσαν "ήχνη"
για οικονομική διωξη.

2. Πού, σε πόσες "τέδες" άγμεσαν τα χαρτονομίσματα
των 36 τρις και 1.200.000 άνθρωποι (Κωδικικοί)
έγμεσαν από τό βόλι τους και τα κατέδωσαν;
και έωι ένω τα ΧΑΡΤΟΝΟΜΙΣΜΑΤΑ, όχι οι τιχίς
των μετοχών, σε πόσους φοιράβτικαν;

3. Γνωρίζου να σου άπτε σε ποιο χώρο, στην
Ελλάδα, όπου "κινούνται" τεργουμηνή χρηματικά
άλλα (Βυρογια έργα, έργαβόι, Υγιεία, ^{ποδοσφαιρα}..... ΕΤΙ)
της κανόνας του "ωαφινιδίου" δεν της "ρυθίφου"
οι "έωιταβίοι κοφωναβόροι";

Γιατί στο Ελληνικό Χρηματοπιστήριο είναι
όλα τιχίαβωαδάρη;

Γιατί οι έχμεβόροι (ενας, δύο, .. δέντε) της
ιδιότυπης οικονομικής Μαγίας, δά "ά διαφοροβόαν" για
τόν "χώρο" που "ισνώνται" δευάδες δισ την ήφίερα και
δά τον άγμεσαν "αυβίεχτο"; ΓΙΑΤΙ; ΓΙΑΤΙ; ΓΙΑΤΙ;

Η άπια άπάρτηβή βας
δά ήταν ή τεργουμηνή έως
έωι ένω στην ήφίερα
φίλικά

Οι Απαντήσεις των Επενδυτών σε Ποσοτά

Ερωτήσεις	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
Συμφωνώ	78	6	29	81	72	2	23	23	18	1	1	63	17	7	73	36	31	17	9	6	29		22	62	18
Διαφωνώ	1		7	18	18	69	7	63	72		3	18	79	6	1	1	6	7		26	62		73	32	7
Δεν με αφορά	8	1	1	1	1	6	7	1	1		6	18		28	17	13	9	13	12	28	9	1		6	8

Ερωτήσεις	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50
Συμφωνώ		13	67	3	1	38	3	27	7	9	7	62	28	2	7	3	2	36	17	1		72	62	32	
Διαφωνώ	37	6	2		69				32	82	6	3	9	72	7	3		9	72	71		26	3	6	
Δεν με αφορά	23	22	8	11	17	12	2	22	21	1	37	8	13	8	7	36	29	16	12	16	6	2	3	12	7

Ερωτήσεις	51	52	53	54	55	56	57	58	59	60	61
Συμφωνώ	7	6	8	9	7	2	8	32		6	23
Διαφωνώ	78	39		27	2	71	2	6		29	7
Δεν με αφορά	16		8	1			21	12	6	1	19

Οι Απαντήσεις των Επενδυτών σε Απόλυτους Αριθμούς

Ερωτήσεις	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
Συμφωνώ	78	6	29	81	72	2	23	23	18	1	1	63	17	7	73	36	31	17	9	6	29		22	62	18
Διαφωνώ	1		7	18	18	69	7	63	72		3	18	79	6	1	1	6	7		26	62		73	32	7
Δεν με αφορά	8	1	1	1	1	6	7	1	1		6	18		28	17	13	9	13	12	28	9	1		6	8

Ερωτήσεις	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50
Συμφωνώ		13	67	3	1	38	3	27	7	9	7	62	28	2	7	3	2	36	17	1		72	62	32	
Διαφωνώ	37	6	2		69				32	82	6	3	9	72	7	3		9	72	71		26	3	6	
Δεν με αφορά	23	22	8	11	17	12	2	22	21	1	37	8	13	8	7	36	29	16	12	16	6	2	3	12	7

Ερωτήσεις	51	52	53	54	55	56	57	58	59	60	61
Συμφωνώ	7	6	8	9	7	2	8	32		6	23
Διαφωνώ	78	39		27	2	71	2	6		29	7
Δεν με αφορά	16		8	1			21	12	6	1	19

A. ΟΙ ΤΥΠΟΙ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Συμπληρώστε την απάντηση που σας εκφράζει περισσότερο με ένα X

Ερωτήσεις	Συμφωνώ	Διαφωνώ	Δεν με αφορά
1 Προτού κάνω μια επένδυση ερευνώ διεξοδικά για αυτήν			
Επηρεάζομαι από την συμπεριφορά της πλειοψηφίας των επενδυτών			
Ξεχνάω εύκολα πράγματα			
Είμαι υπομονετικό άτομο			
Εργάζομαι πολλές ώρες			
Εφόσον πλήρωσα για μια επενδυτική συμβουλή θεωρώ ότι είναι και σωστή			
Πολλές φορές κάνω πράγματα χωρίς να σκεφτώ			
8 Συνήθως επενδύω σε μετοχές εταιριών που μου αρέσουν τα προϊόντα ή οι εγκαταστάσεις τους			
Θυμάμαι μόνο τις επιτυχημένες επενδυτικές μου ενέργειες και τείνω να ξεχνώ τις αποτυχημένες			
1 Ο μόνος τρόπος να κερδίσεις επενδύοντας είναι να ρισκάρεις			
11 Μπορώ να παίρνω γρήγορα αποφάσεις			
1 Θέλω να είμαι συνεχώς ενημερωμένος για τις εξελίξεις της χρηματιστηριακής αγοράς			
1 Είμαι πρόθυμος να χάσω ακόμα και ολόκληρο το κεφάλαιο μου αν υπάρχει πιθανότητα να διπλασιάσω την επένδυσή μου			
1 Αγοράζω χρεόγραφα που αποφεύγουν οι υπόλοιποι επενδυτές			
1 Υπάρχουν τάσεις στην αγορά και προσπαθώ να τις προβλέψω			
1 Προτιμώ να κάνω πράγματα που τελειώνουν γρήγορα			
1 Ο επενδυτικός μου ορίζοντας είναι βραχυχρόνιος			
18 Όταν χάνω δεν το λέω σε κανένα			
1 Προτιμώ να επενδύω σε μετοχές μεγάλων και σίγουρων εταιριών και όχι σε μικρών αλλά αναπτυσσόμενων εταιριών			
Μου αρέσει να ασχολούμαι με αριθμούς και την ανάλυση στατιστικών στοιχείων			
1 Συχνά αναβάλω κάτι που πρέπει να κάνω			
Τα χρήματα αποκτώνται με πολύ δουλειά όχι με επενδύσεις			
Σπάνια ελέγχω την πορεία των επενδύσεων μου			
Οι επενδυτικές μου γνώσεις σχετικά με την φύση των διαφόρων χρηματοοικονομικών προϊόντων είναι περιορισμένες			
Παραμελώ τον εαυτό μου			

Ερωτήσεις	Συμφωνώ	Διαφωνώ	Δεν με αφορά
Ασχολούμαι πολλές ώρες με τον Η Υ			
Μου αρέσει συνεχώς να μιλάω για τις επιτυχημένες επενδυτικές μου επιλογές			
8 Με ενδιαφέρει οι επενδύσεις μου να είναι άμεσα ρευστοποιήσιμες			
Οι επενδυτικές μου εμπειρίες αφορούν κυρίως επενδύσεις σε τραπεζικές καταθέσεις κρατικά ομόλογα ομολογιακά αμοιβαία			
Επενδύω για να τονώσω τον αυτοσεβασμό και την αυτοπεποίθησή μου			
1 Οι επιτυχημένες επενδυτικές κινήσεις μου οφείλονται κυρίως στις ικανότητές μου			
Πιστεύω ότι τελικά θα ευνοηθώ από την τύχη			
Με συναρπάζει να συναλλάσσομαι συχνά			
Με ενδιαφέρει η κεφαλαιακή απόδοση και καθόλου η μερισματική			
Σκέφτομαι συνεχώς μόνο τις επενδύσεις μου όπου και αν πάω και ότι και αν κάνω			
Επενδύω κυρίως σε παράγωγα			
Δύσκολα πετώ πράγματα ακόμα και αν δεν τα χρειάζομαι			
8 Απολαμβάνω την αγωνία που συνδέεται με τις επενδύσεις μου			
Οι μη επιτυχημένες επενδυτικές κινήσεις μου οφείλονται κυρίως σε κακοτυχία			
Επενδύω βασισμένος στο ένστικτο και την διαίσθησή μου			
1 Θέλω ο κοινωνικός περίγυρος να με θαυμάζει και να με θεωρεί επιτυχημένο			
Αγοράζω μετοχές που είναι στο επίκεντρο της δημοσιότητας			
Χάνω γρήγορα το επενδυτικό μου ενδιαφέρον			
Αλλάζω γρήγορα γνώμη			
Αλλάζω τακτικά την δομή του χαρτοφυλακίου μου			
Συχνά αμφιβάλω αν πήρα την σωστή απόφαση			
Αν μια επένδυση μου ανέβει σημαντικά θα την πουλήσω αμέσως ώστε να κερδίσω προτού σημειώσει πτώση			
8 Οι τυχόν ζημιές από τις επενδύσεις μου πιστεύω ότι είναι προσωρινές			
Ακόμα και μικρές διακυμάνσεις στις επενδύσεις μου μου προκαλούν εκνευρισμό			

Ερωτήσεις	Συμφωνώ	Διαφωνώ	Δεν με αφορά
Αν οι αποδόσεις μου δεν είναι ικανοποιητικές θεωρώ ότι οφείλεται σε δικό μου λάθος			
1 Οι επενδυτικές μου ικανότητες είναι ανώτερες από αυτές των άλλων επενδυτών			
Όταν κάνω σχέδια είμαι σχεδόν σίγουρος ότι θα πετύχουν			
Δεν θέλω να ρευστοποιώ τις επενδύσεις μου			
Υποστηρίζω τις επενδυτικές μου επιλογές μέχρι να αποδεκτούν σωστές			
Δεν πουλάω εύκολα μετοχές που σημείωσαν πτώση με την ελπίδα ότι θα ανακάμψουν			
Αποφεύγω να επενδύω σε μετοχές			
Η επενδυτική απόφαση για την οποία μετάνιωσα περισσότερο αφορά κάτι που έκανα			
8 Είμαι διατεθειμένος να θυσιάσω πιθανά μακροπρόθεσμα κέρδη προκειμένου να αποφύγω βραχυχρόνιες διακυμάνσεις στις επενδύσεις μου			
Σε περιόδους έντονων διακυμάνσεων των τιμών στην χρηματιστηριακή αγορά δεν φοβάμαι και συνεχίζω να συναλλάσσομαι			
Το μυαλό μου αναζητά συνεχώς πιθανά προβλήματα			
1 Αρνούμαι να αγοράσω ή να κρατήσω δημοφιλείς μετοχές			

B. Δημογραφικά χαρακτηριστικά

Συμπληρώστε με ένα X

Φύλο **α** Άνδρας

β Γυναίκα

Ηλικία: **α** Έως και

β **γ** και άνω

Σας ευχαριστούμε για την ανταπόκριση σας

Το Μεταπτυχιακό Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιά σε συνεργασία με την GENESIS A.X.E.Π.Ε.Υ. διεξάγει έρευνα μέσω ερωτηματολογίων με τίτλο «Οι Τύποι και ο Ορθολογισμός του Έλληνα Επενδυτή».

Το ερωτηματολόγιο που επισυνάπτεται σχεδιάστηκε προκειμένου να καταταχθούν οι Έλληνες επενδυτές σε τύπους και να βρεθεί ο επικρατέστερος. Τα αποτελέσματα θα χρησιμοποιηθούν από την GENESIS A.X.E.Π.Ε.Υ. για να προτείνει στους επενδυτές της κατάλληλες συμβουλές και επενδύσεις ανάλογα με το επενδυτικό τους προφίλ.

Δεν υπάρχουν σωστές ή λάθος απαντήσεις και οι πληροφορίες που θα μας δώσετε είναι αυστηρά εμπιστευτικές και θα χρησιμοποιηθούν αποκλειστικά για τον σκοπό της έρευνας αυτής. Για την συμπλήρωση του ερωτηματολογίου θα χρειαστούν περίπου δεκαπέντε λεπτά.

Δεδομένου ότι δεν υπάρχει άλλος τρόπος συλλογής των απαραίτητων στοιχείων σας παρακαλούμε να απαντήσετε προσεκτικά ώστε τα συμπεράσματα που θα προκύψουν να είναι έγκυρα. Χωρίς την βοήθεια σας η συνέχιση της έρευνας καθίσταται αδύνατη.

Προκειμένου να ολοκληρωθεί η έρευνα εντός του απαιτούμενου χρόνου, σας παρακαλούμε να επιστρέψετε το ερωτηματολόγιο μέχρι τις **20 Απριλίου** χρησιμοποιώντας τον φάκελο που σας αποστέλλουμε. Τα αποτελέσματα θα είναι διαθέσιμα, εφόσον ζητηθούν.

Σας ευχαριστούμε εκ των προτέρων για την ανταπόκριση σας

Καθηγητής Γ. Διακογιάννης

Αντιπρύτανης Ακαδημαϊκών Υποθέσεων και Προσωπικού