



ΑΝΩΤΑΤΟ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ  
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ  
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

---

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ**

**ΚΑΙ**

**ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ**



**ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ:**

κ. Νεκτάριος Γαβριλάκης

**ΟΝΟΜΑ ΦΟΙΤΗΤΡΙΑΣ:**

Αναστασία Κούρτογλου (6386)

ΕΤΟΣ 2014

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

<i>Εισαγωγή</i>	4
<i>Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup> Συμπεριφορική χρηματοοικονομική</i>	5
1.1. Η έννοια της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής	5
1.2 Σκοπός και περιεχόμενο της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής	9
1.3 Ιστορική εξέλιξη της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής	10
1.4 Σφάλματα στη συμπεριφορά των επενδυτών	12
1.5 Κριτική που ασκήθηκε στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική	15
<i>Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup> Η Θεωρία των αποτελεσματικών αγορών</i>	17
2.1 Εισαγωγή στις αποτελεσματικές αγορές	17
2.2 Ορισμός της Αποτελεσματικής αγοράς	19
2.3 Αποτελεσματικότητα της αγοράς και Ανωμαλίες	21
<i>Κεφάλαιο 3<sup>ο</sup> Αντικείμενα μελέτης της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής</i>	25
3.1 Πεποιθήσεις	26
3.1.1 Υπέρ-αυτοπεποίθηση	26
3.1.2 Αντιπροσωπευτικότητα (Representativeness)	27
3.1.3 Συντηρητισμός (Conservatism)	28
3.1.4 Προσκόλληση- Αγκίστρωση (Anchoring)	29
3.1.5 Μεροληψία Διαθεσιμότητας (Availability Biases)	30
3.2. Το Λάθος του Τζογαδόρου (Gambler's Fallacy)	31
3.3. Η Συμπεριφορά της Αγέλης (Herding)	32
3.4. Αισιοδοξία/Θετική Σκέψη (Optimism/Wishful Thinking)	33
3.5. Προσκόλληση στις Πεποιθήσεις (Belief Perseverance)	33
3.6. Προτιμήσεις	33

3.6.1. Η Θεωρία της Προοπτικής (Prospect Theory)	33
<b>3.8. Αποστροφή Ζημίας (Loss Aversion)</b>	<b>36</b>
<b>3.9.Αποστροφή Μετανοίας (Regret Aversion)</b>	<b>37</b>
<b>3.10. Πλαισίωση -διατύπωση (Framing)</b>	<b>39</b>
<b>3.11. Νοητική Λογιστική (Mental Accounting)</b>	<b>39</b>
<b>3.12. Φήμες και Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική</b>	<b>40</b>
3.13. Κρίση και Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική	43
<i><b>Επίλογος</b></i>	<b>45</b>
<i><b>Βιβλιογραφία</b></i>	<b>45</b>

## Εισαγωγή

Η παρούσα μελέτη πρόκειται να ασχοληθεί με τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική και θα ολοκληρωθεί μέσα από τρία κεφάλαια. Πιο αναλυτικά, το πρώτο θα κάνει λόγο για την έννοια, το σκοπό, το περιεχόμενο, την ιστορική εξέλιξη καθώς και την κριτική που ασκήθηκε στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική. Στη συνέχεια το δεύτερο κεφάλαιο θα εστιάσει στη θεωρία των αποτελεσματικών αγορών και τις ανωμαλίες που προκύπτουν.

Το τρίτο και τελευταίο κεφάλαιο θα εστιάσει σε αντικείμενα μελέτης της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής. Θα αναφερθούν θεωρίες για πεποιθήσεις, για το λάθος του τζογαδόρου και τη συμπεριφορά της αγέλης. Θα τονιστεί η θετική σκέψη και η προσκόλληση σε πεποιθήσεις και φήμες. Η εργασία θα κλείσει με τον επίλογο.

## **Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup> Συμπεριφορική χρηματοοικονομική**

### ***1.1. Η έννοια της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής***

Σύμφωνα με τους Barberis και Shleifer (1998), «*Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική ως επιστήμη θεωρείται μια συνδυαστική εφαρμογή η οποία βασίζεται σε άλλες όχι συγγενείς επιστήμες όπως είναι η κοινωνιολογία, η ψυχολογία και η ανθρωπολογία*» (Barberis και Shleifer, 1998)

Στόχος της σύμφωνα με τους ίδιους συγγραφείς είναι να κατανοήσει πως η ανθρώπινη συμπεριφορά είναι ικανή να επηρεάσει τη λειτουργία των χρηματοοικονομικών αγορών να καθορίσει τις χρηματοοικονομικές κρίσεις και τέλος να επηρεάσει τις αποφάσεις σε επίπεδο επενδύσεων (Φίλιππας, 2010).

Το άτομο γενικότερα επηρεάζεται από ψυχολογικές και συναισθηματικές δράσεις που τις περισσότερες φορές καθορίζουν τη συμπεριφορά του σε όλα τα επίπεδα ενώ επηρεάζουν και τη κρίση του (Cunningham, 2002)

Σε επίπεδο χρηματοοικονομικής συμπεριφοράς, το άτομο φιλτράρει τις πληροφορίες που λαμβάνει από το περιβάλλον βάση της ψυχολογικής του κατάστασης και μέσα από αυτή αλλά και με βάση τον τρόπο που έχει αντιληφθεί τις πληροφορίες οδηγεί στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων (Cunningham, 2002)

Συνήθως με βάση τον Cunningham (2002) όταν το άτομο επηρεάζεται από ψυχολογικούς παράγοντες οδηγείται σε λανθασμένες επενδυτικές αποφάσεις μια και αυτές δεν απορρέουν από μια λογική και καλά δομημένη διαδικασία σκέψης, αλλά από παρορμητισμό, ψυχολογική αστάθεια και γενικότερα από μια ευρύτερη μη φυσιολογική κατάσταση στην οποία βρίσκεται το άτομο τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή.

Τα συναισθήματα τα οποία μπλοκάρουν και επηρεάζουν τη σωστή και

καθαρή σκέψη του ατόμου είναι ο φόβος, η απληστία, η σύγχυση συναισθημάτων κ.λ.π. Με βάση τα παραπάνω γίνεται κατανοητό ότι η συμπεριφορική χρηματοοικονομική ως επιστήμη, δεν έχει δική της ταυτότητα απλά είναι το αποτέλεσμα συνδυασμού άλλων επιστημονικών περιοχών οι οποίες μέσα από τη σωστή διερεύνηση μπορεί αν γίνουν κατανοητές οι επενδυτικές αποφάσεις σε σχέση με το περιεχόμενο και το στόχο τους (Φίλιππας, 1999).

Οι οικονομολόγοι αποδέχονται στις μελέτες τις οποίες κάνουν, ότι οι επενδυτές οφείλουν να εστιάζουν σε ορθολογικά στοιχεία για να πάρουν τις αποφάσεις τους. Τα στοιχεία αυτά σύμφωνα με Thaler (1998), οι επενδυτές οι οποίοι βασίζονται σε ορθολογικά στοιχεία παίρνουν τις αποφάσεις τους πάντα με βάση θεμελιώδη στοιχεία για την εταιρία που επενδύουν αλλά και για το περιβάλλον στο οποίο δρουν και αναπτύσσονται οι εταιρίες (Thaler, 1999)

Η συμπεριφορική οικονομική για την οποία έγινε μια σύντομη αναφορά παραπάνω σε σχέση με το περιεχόμενο της, τις λειτουργίες της αλλά και τον ορισμό της, γεννήθηκε λόγω της ανάγκης ανάλυσης των μη ορθολογικών επενδυτών, οι οποίοι αποφασίζουν χωρίς λογική σε σχέση με τις αποφάσεις που παίρνουν, επηρεάζοντας με αυτό τον τρόπο την ισορροπία της αγοράς. Το φαινόμενο αυτό που επηρέαζε τη πορεία των αγορών, ήταν αδύνατο να εξηγηθεί και να μελετηθεί από τη χρηματοοικονομική θεωρία, με αποτέλεσμα να γεννηθεί η συμπεριφορική η οποία μελετάτε στη παρούσα μελέτη (Thaler, and Johnson, 1990)

Η συμπεριφορική αποτελεί σήμερα έναν συνεχώς αναπτυσσόμενο κλάδο, ο οποίος συνδυάζει από τη μια την οικονομική και χρηματοοικονομική ανάλυση και από την άλλη την έρευνα των συμπεριφορών, των συναισθημάτων, των εναλλαγών στις αντιδράσεις των επενδυτών, οι οποίοι παίρνουν τις τελικές αποφάσεις και μπορεί ακόμα και να επηρεάσουν την ισορροπία και αποτελεσματικότητα της εξωτερικής αγοράς (Αλεξιάκης, 2003).

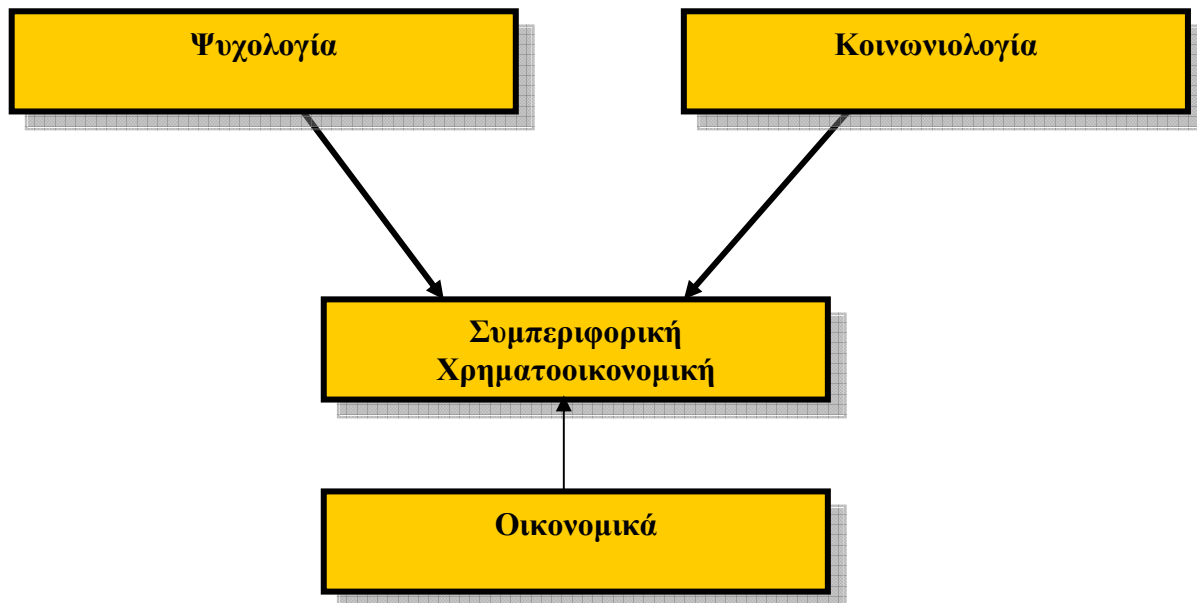
Πολλές φορές με βάση τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική, ακόμα και σωστά στοιχεία να έχει ένας επενδυτής υπάρχουν φορές που οδηγείται βάση του ενστίκτου και των συναισθημάτων παραβλέπει τις πληροφορίες και παίρνει άλλες διαφορετικές αποφάσεις, οι οποίες πολλές φορές τον οδηγούν σε αδιέξοδο . (Αλεξιάκης, 2003).

Σύμφωνα με τον ίδιο συγγραφέα η συμπεριφορική χρηματοοικονομική εστιάζει στα ακόλουθα τρία στοιχεία : 1. Οι επενδυτές δεν αποφασίζουν βάση ορθολογικών στοιχείων αλλά βάση του συναισθήματος και της ψυχολογίας είναι στην εκάστοτε χρονική στιγμή, 2. Η μη ορθολογική διαχείριση των επενδύσεων έχει ως αποτέλεσμα τη μη καλά προγραμματισμένη στρατηγική διαχείριση άρα και το μη επηρεασμό των τελικών τιμών, 3. Το arbitrage ενέχει κόστος και μεγάλο κίνδυνο, αυτό έρχεται σε αντίθεση με τη παραδοσιακή θεωρία η οποία πιστεύει ότι το arbitrage καλύπτει οικονομικά τις λανθασμένες καταστάσεις που προκαλούν η μη ορθολογιστές (Αλεξιάκης, 2003).

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική παίζει μεγάλο ρόλο στη σύγχρονη διαχείριση των επενδυτικών αποφάσεων, μια και σε αντίθεση με τη παραδοσιακή λαμβάνει υπόψη της παράγοντες όπως το συναίσθημα πράγμα που η παραδοσιακή ουδέποτε έκανε με αποτέλεσμα να αδυνατεί να κατανοήσει το πώς κάποιες επενδυτικές αποφάσεις παίρνονται αλλά και γιατί επιλέχτηκαν από τον επενδυτή ενώ γνώριζε ότι είχαν μεγάλο βαθμό επισφάλειας (Ritter,2002)

Σύμφωνα με τον Tilson (2005), η συμπεριφορική χρηματοοικονομική καλείται να μελετήσει και δώσει εξηγήσεις σε σχέση με τα συναισθήματα, τις συμπεριφορές και ευρύτερα τη φιλοσοφία των επενδυτών, οι οποίες επηρεάζουν τις αποφάσεις τους και σε κάποιες περιπτώσεις οδηγούν σε αδιέξοδα και σε ανωμαλίες στην αγορά. Σύμφωνα με τον ίδιο επιτυχημένος επενδυτής είναι αυτός που αποφασίζει βάση των στοιχείων και όχι του συναισθήματος είναι αυτός που διαχειρίζεται τις ορμές του μη μπαίνοντας σε «μπελάδες» που μπαίνουν άλλοι επενδυτές (Tilson, 2005) Στο σχήμα 1

αναλύεται η φύση και φιλοσοφία της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής



Σχήμα 1- Οι κλάδοι που ορίζουν και επηρεάζουν τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική

Πηγή: Ricciardi V.,Simon H (2000), “What is Behavioural Finance?”, *Business Education & Technology Journal*,p.2

Αναλύοντας το σχήμα και σύμφωνα με τους Ricciardi and Simon (2000, p.3), οι παραπάνω κλάδοι επίδρασης στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική αναλύονται ως εξής (Ricciardi and Simon,2000, p.3):

1. **Ψυχολογία:** Η ψυχολογία αποτελεί την μελέτη με βάση επιστημονικά κριτήρια της συμπεριφοράς αλλά και των νοητικών διεργασιών, αναλύοντας πως οι συγκεκριμένες δράσεις καθορίζονται μέσα από τη φυσική και νοητική αντίληψη των ατόμων, δράσεις προερχόμενες κυρίως από το εξωτερικό περιβάλλον.

2. **Κοινωνιολογία:** Αποτελεί τη συστηματική μελέτη των κοινωνικών αντιδράσεων και συμπεριφορών των ατόμων αλλά και ολόκληρων ομάδων. Αναφέρεται στο πως το κοινωνικό περιβάλλον μπορεί να επηρεάσει και να



καθορίσει τη συμπεριφορά του ατόμου.

3. Χρηματοοικονομική: Είναι ο κλάδος που εστιάζει στην ενασχόληση με το καθορισμό της αξίας και της λήψης των αποφάσεων.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική αποτελεί την επιστήμη, η οποία έρχεται να δώσει εξηγήσεις σε διάφορες ανωμαλίες του χρηματιστηρίου όπως τις φούσκες, τη χρηματοοικονομική κρίση κ.λ.π. Επειδή όλες αυτές οι καταστάσεις κρίθηκαν απόρροια της ανθρώπινης συμπεριφοράς, κάποιοι ερευνητές (Camerer, 1997, Andreoni, 2008, David, 2013), θεώρησαν πρόπον να μελετήσουν τη συμπεριφορά των μη ορθολογικών επενδυτών των λεγόμενων “noise trader”, θεωρώντας αυτούς ως υπαίτιους της κατάστασης αυτής. Αυτό οδήγησε στη δημιουργία της συγκεκριμένης επιστήμης η οποία ονομάστηκε συμπεριφορική χρηματοοικονομική και η οποία για πρώτη φορά μελέτησε το ψυχολογικό προφίλ του επενδυτή, αλλά και την επίδραση των κοινωνικών φαινομένων σε αυτών.

## ***1.2 Σκοπός και περιεχόμενο της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής***

Σκοπός της διαδικασίας μελέτης της παρούσας θεωρητικής περιοχής, θεωρήθηκε η ανάγκη μελέτης των διανοητικών και συναισθηματικών παραγόντων που οδηγούν σε διάφορα σφάλματα τους επενδυτές και τα οικονομικά αδυνατούν να δώσουν εξηγήσεις και να τους προσδιορίσουν (Αλεξάκης, Ξανθάκης, 2008)

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική έρχεται να καλύψει το κενό που δημιουργήθηκε μεταξύ της θεωρίας και της πράξης μια και μέσα στα χρόνια διαπιστώθηκε ότι σε πολλές περιπτώσεις ο επενδυτής δεν επενδύει με βάση τα οικονομικά δεδομένα και τις χρηματοοικονομικές αναλύσεις αλλά με βάση το συναίσθημα και διάφορα ψυχολογικά και κοινωνιολογικά κριτήρια.

Ουσιαστικά αφήνει σε δεύτερα μοίρα τα οικονομικά δεδομένα και

εστιάζει μόνο σε κριτήρια που σχετίζονται με το χαρακτήρα και γενικότερα με το περιβάλλον του. Ο επενδυτής μελετά το παρελθόν και τα δεδομένα μέσα από ψυχολογικά κριτήρια παρά μέσα από ορθολογικές σκέψεις και αναλύσεις (Αλεξιάκης, 2003).

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική μπορεί από τη μια να βοηθήσει τους ερευνητές να κατανοήσουν το διαφορετικό τρόπο σκέψης των ερευνητών και τους ερευνητές να αναγνωρίσουν τα λάθη τους και να κατανοήσουν πως ο παράγον ψυχολογία και συμπεριφορά μπορεί και καθορίζει τη σκέψη του αλλά και τις αποφάσεις του (Colin, 1997)

### ***1.3 Ιστορική εξέλιξη της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής***

Γυρνώντας πολλά χρόνια πριν μπορεί να διαπιστωθεί ότι η ψυχολογία αποτελούσε αναπόσπαστο κομμάτι των οικονομικών. Αυτό για διάφορους λόγους και μέχρι τα μέσα του 20<sup>ου</sup>, οδήγησε τη ψυχολογία ως επιστημονικό τομέα να εξαφανιστεί από τη μελέτη των χρηματοοικονομικών αποφάσεων. ο πιο σοβαρός λόγος αυτής της αλλαγής ήταν ότι οι ερευνητές θέλανε να μελετούν τις επενδύσεις μόνο με βάση ορθολογικά στοιχεία και όχι με τη προσθήκη άλλων δεδομένων που σύμφωνα με τους τότε ερευνητές θα τους αποπροσανατόλιζε από το στόχο τους (Statman, 1999)

Μέσα στη δεκαετία του 1990, και με τη συνεχή ενασχόληση των απλών ανθρώπων με τις μετοχές τα μερίσματα και ευρύτερα το χρηματιστήριο, άρχισε να γεννιέται και πάλι η ανάγκη για την ένταξη της ψυχολογίας στις επενδυτικές αποφάσεις, η ένταξη αυτή έγινε με κριτήριο μη λογικές αποφάσεις των επενδυτών αλλά και πολλά διαφυγόντα κέρδη που ήταν απόρροια των αποφάσεων αυτών.

Η ψυχολογία ανθούσε εκείνη τη περίοδο ως επιστήμη με αποτέλεσμα να κινήσει το ενδιαφέρον των οικονομολόγων, οι οποίοι αποφάσισαν να ανατρέξουν σε αυτή μήπως και βρουν απαντήσεις σε καταστάσεις ξένες και μη διαχειρίσιμες από αυτούς.

Ένα ακόμα υποστηρικτικό στοιχείο ήταν η ενασχόληση με τον ανθρώπινο εγκέφαλο και με τις λειτουργίες του, η οποία μελέτη έδωσε επιπρόσθετες πληροφορίες σε σχέση με το τρόπο που ένας επενδυτής επηρεάζεται από ψυχολογικούς και άλλους παράγοντες (Αλεξιάκης, 2003).

Σύμφωνα με τον Schwert (2002) τη περίοδο αυτή στην οποία αναφέρεται η συγγραφέας πολλοί ψυχολόγοι ξεκίνησαν να αναπτύσσουν συγκεκριμένα γνωστικά πρότυπα επιδιώκοντας να μελετήσουν την ανθρώπινο παράγοντα σε συνδυασμό με τον οικονομική κίνδυνο και να αποδείξουν ότι η πρώτη επηρεάζει τις αποφάσεις του επενδυτή άρα τον θέτει σε κίνδυνο σε σχέση με τις οικονομικές και λοιπές αποφάσεις του.

Μέσα στα χρόνια η συμπεριφορική χρηματοοικονομική εξελίχθηκε εμπλουτίστηκε και εντάχθηκαν σε αυτή θεωρίες όπως η θεωρία της προοπτικής, θεωρία η οποία μέσα από γνωστικές και ψυχολογικές τεχνικές δίνει συγκεκριμένες εξηγήσεις σε σχέση με τις οικονομικές αποφάσεις, όπως η θεωρία της υπεραυτοπεποίθησης αλλά και η θεωρία της περιορισμένης προσοχής (Mahajan, 1992) Αυτές οι θεωρίες αλλά και αργότερα η πρόσθετη μελέτη του πανεπιστημίου του Σικάγο το 1997, αλλά και η μελέτη του Daniel Kahneman (1991), η οποία του έδωσε και το βραβείο Νόμπελ το 2002 για το συνδυασμό της μελέτης των οικονομικών με τις ψυχολογικές σκέψεις και αντιλήψεις, καθόρισαν τη φιλοσοφία και το περιεχόμενο των συμπεριφορικών οικονομικών.

Ιστορικά πριν από τους παραπάνω υπήρξαν και παλαιότεροι οικονομολόγοι, στους οποίους βασίστηκαν οι μεταγενέστεροι και μελέτησαν τη συγκεκριμένη θεωρία για παράδειγμα μπορούν να αναφερθούν ο Adam Smith, ο οποίος έγραψε τη θεωρία των «ηθικών συναισθημάτων» αλλά και ο Jeremy Bentham που ανέπτυξε τη χρησιμότητα των ψυχολογικών υποστηρίξεων κ.λπ (Faruk, 2008) Σήμερα οι οικονομολόγοι σε μόνιμη βάση μελετούν και αξιολογούν τα λάθη του χρηματιστηρίου σε σχέση με τη συμπεριφορά και την ηθική των επενδυτών αλλά και το ευρύτερο κοινωνικό τους και όχι μόνο προφίλ (Φίλιππας, 2010)

#### **1.4 Σφάλματα στη συμπεριφορά των επενδυτών**

Προτού γίνει η ανάλυση των σφαλμάτων που εντοπίζονται στη συμπεριφορά των επενδυτών, θα γίνει μια σύντομη αναφορά στον ορισμό και την οριοθέτηση της έννοιας συναίσθημα. Όταν γίνεται αναφορά στη λέξη «συναίσθημα» εννοείτε το αίσθημα που προκαλείται σε κάποιο άνθρωπο και συνοδεύεται από ψυχολογικές και βιολογικές καταστάσεις, οι οποίες προκαλούνται από αυτό (Goleman, 2001)

Υπάρχει αρκετά μεγάλη διαφωνία σχετικά με ποια συναισθήματα είναι πρωταρχικά και ποια δευτερεύοντα. Παρόλο ότι δεν υπάρχει πλήρης ομοφωνία, μία προτεινόμενη ομαδοποίηση των συναισθημάτων είναι η εξής (Goleman, 2001):

1. **Θυμός:** Ο θυμός μπορεί να εκφραστεί μέσα από συναισθήματα όπως είναι η οργή, η αγανάκτηση, η απόγνωση και σε κάποιες πιο ακραίες καταστάσεις η βία και η επιθετικότητα.
2. **Θλίψη:** Η θλίψη μετουσιώνεται μέσα από συναισθήματα όπως η λύπη, η πίκρα, η απελπισία και, σε παθολογικό βαθμό, σοβαρή κατάθλιψη.
3. **Φόβος:** Ο φόβος είναι ένα συναίσθημα που επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό έναν επενδυτή οδηγώντας τον σε αδιέξοδα και σε λανθασμένες αποφάσεις και απόψεις. Ο φόβος μπορεί να εκφραστεί μέσα από το άγχος, τη νευρικότητα, και σε ποιο έντονη μορφή μέσα από τις φοβίες και το πανικό.
4. **Απόλαυση:** Το αίσθημα αυτό ευεξίας το οποίο μπορεί να οδηγήσει στην υπεραισιοδοξία για την οποία θα γίνει αναφορά παρακάτω είναι η χαρά, η ικανοποίηση ο και στην ακραία της μορφή στη μανία.
5. **Αγάπη:** Το αίσθημα της αγάπης συνδέεται με όρους όπως η εμπιστοσύνη, η ευγένεια, η αφοσίωση κ.λ.π, οι όροι αυτοί μπορούν να αποπροσανατολίσουν τον επενδυτή ειδικά όταν κάποιους που εμπιστεύονται τους δώσεις λάθος στοιχεία.

6. Έκπληξη: Η έκπληξη εκφράζεται κυρίως μέσα από τη κατάπληξη και το θαυμασμό.

7. Αποστροφή: Η έννοια της αποστροφής δεν παρατηρείτε στους επενδυτές αποτελούν όμως για τους ψυχολόγους ένα έντονο συναίσθημα που επηρεάζει τον άνθρωπο και εκφράζεται μέσα από τη δυσφορία, την απέχθεια κ.λπ.

8. Ντροπή: Το συγκεκριμένο συναίσθημα σε πολλές περιπτώσεις εκφράζεται μέσα από την ενοχή και την απογοήτευση εμποδίζοντας το άτομο να σκεφτεί λογικά

Η παραπάνω ομαδοποίηση είναι σχετικά ελλιπής. Υπάρχουν και άλλες αρετές και ελαττώματα που γεννιούνται από τα συναισθήματα και δεν εμπεριέχονται μέσα.

Στις επόμενες παραγράφους θα συνδεθεί το συναίσθημα με τις επενδυτικές αποφάσεις κυρίως η διαπίστωση του είδους των συναισθημάτων που μπορούν να καθορίσουν και να επηρεάσουν τις αποφάσεις των επενδυτών αλλά και τους κινδύνους που μπορούν να τους οδηγήσουν.

Σύμφωνα με τους Jo and Kim (2008), *«Οι άνθρωποι δεν είναι πάντα ορθολογικά όντα, ένας επενδυτής μπορεί να θέλει να βελτιώσει τις αποφάσεις που παίρνει σε επενδυτικό επίπεδο, όμως τα συναισθήματα, οι προκαταλήψεις οι ψυχολογικές και λοιπές αντιλήψεις του όμως δεν τον αφήνουν τον εμποδίζουν και πολλές φορές των αποπροσανατολίζουν»* (Jo and Kim,2008)

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική έρχεται να προσδιορίσει και να δώσει εξηγήσεις σε σχέση με τα συναισθήματα τα οποία καθορίζουν και επηρεάζουν τις αποφάσεις των ανθρώπων σε σχέση με την επιλογή επενδύσεων και διαχείρισης χαρτοφυλακίου. Ουσιαστικά τα συναισθήματα «τυφλώνουν» τον επενδυτή εμποδίζοντας τον να δει τη πραγματικότητα (Φίλιππας, 2010).

Σύμφωνα με τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική τα σφάλματα τα οποία αναγνωρίζονται είναι από τη μια τα γνωστικά τα οποία βασίζονται σε

κακή διαχείριση πληροφοριών και κακή ανάγνωση των αριθμών και από την άλλη τα συναισθηματικά τα οποία σχετίζονται με την αδυναμία του επενδυτή να μελετήσει σωστά τα δεδομένα διότι επηρεάζεται από συναισθηματικούς και όχι μόνο παράγοντες.

Σύμφωνα με τον Καραθανάση (1996) ένα από τα βασικά σφάλματα, που αναφέρονται στο γνωστικό πεδίο είναι το σφάλμα διατύπωσης, το οποίο καθορίζει τη συμπεριφορά των ανθρώπων με βάση τον τρόπο που διατυπώνεται μια κατάσταση αλλά και με βάση τον τρόπο με τον οποίο την αντιλαμβάνονται (Καραθανάσης, 1996)

Η συγκεκριμένη συμπεριφορά είναι άκρως επικίνδυνη δεδομένου ότι οι επενδυτές μπορεί μέσα από τη λανθασμένη διατύπωση μιας κατάστασης να αποπροσανατολιστούν και να οδηγηθούν σε λανθασμένα συμπεράσματα, κάνοντας δηλαδή της λάθος ερωτήσεις να πάρουν τις λάθος απαντήσεις οδηγούμενοι σε λάθος μονοπάτια με αποτέλεσμα για παράδειγμα ένας επιθετικός επενδυτής να γίνει συντηρητικός και το αντίθετο.

Ένα από τα βασικά συναισθηματικά σφάλματα είναι η υπεραισιοδοξία, δηλαδή η τάση του επενδυτή να αναλύει λόγω της αισιοδοξίας που τον διακατέχει τα δεδομένα πράγμα που τον βάζει σε κινδύνους αρνούμενος να κατανοήσει τους επερχόμενους κινδύνους αλλά και τη στάση που οφείλει να αναπτύξει για να τους αντιμετωπίσει. Οι αισιόδοξοι επενδυτές έχουν δυο χαρακτηριστικά από τη μια υποβαθμίζουν το κίνδυνο και από την άλλη παραβλέπουν τις αρνητικές πληροφορίες (Φίλιππας, 1999).

Οι αισιόδοξοι επενδύουν με κριτήριο την αίσθηση που έχουν ότι θα κερδίσουν πολλά χρήματα με αποτέλεσμα να οδηγούνται σε μεγάλες απώλειες. Οι σύμβουλοι οφείλουν να μελετούν και να αναγνωρίζουν τους δυο αυτούς παράγοντες για να μειώνουν το κίνδυνο και να βοηθούν τους επενδυτές να επενδύουν με λιγότερο ρίσκο έχοντας περισσότερες πιθανότητες κέρδους.

## ***1.5 Κριτική που ασκήθηκε στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική***

Οι λεγόμενοι ορθολογιστές οι οποίοι ήσαν και είναι πολέμιοι της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής ανέπτυξαν δυο βασικά επιχειρήματα, τα οποία βασίστηκαν στις απόψεις δυο μεγάλων οικονομολόγων.

Ο πρώτος ήταν ο Friedman (1953), ο οποίος εξέφρασε την άποψη ότι: *«Οι θεωρίες δεν πρέπει να αξιολογούνται βάση των υποθέσεων τους αλλά με βάση τα αποτελέσματα που έχουν»*. Ο δεύτερος ήταν ο Fama που σε συνεργασία με τον Friedman διατύπωσε την άποψη ότι: *«Δεδομένου του arbitrage η μη ορθολογιστές πρέπει να αποβάλλονται από την αγορά»* (Fama, 1970 σπ.αν. Barberis & Thaler, 2003).

Οι απόψεις αυτές αντικρούουν τις θέσεις της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, έχοντας ως βάση την άποψη ότι οι μη ορθολογικοί επενδυτές δεν μπορούν να επηρεάσουν την αγορά γιατί είναι πάντα οι πιο λίγοι, όλοι οι έμπειροι επενδυτές δεν επενδύουν αν δεν μελετήσουν αν δεν ακολουθήσουν μια λογική πορεία βασιζόμενοι σε ορθολογικά κριτήρια.

Ουσιαστικά αναφέρουν ότι είναι ανούσια η ενασχόληση με το συναίσθημα διότι ακόμα και αν υπάρχει σε κάποιους δεν αποτελεί κίνδυνο για την αγορά. Συγχρόνως θεωρούν ότι η συμπεριφορική χρηματοοικονομική έχει σχέση μόνο με τη λήψη αποφάσεων και τα συναισθήματα αλλά και εξωγενής παράγοντες παίζουν πολύ μικρό ρόλο μια και η βάση της τελικής απόφασης είναι τα στοιχεία που συλλέγονται.

Οι μελετητές της αποτελεσματικής αγοράς που θα αναπτυχθεί στο δεύτερο κεφάλαιο αναφέρουν ότι η συμπεριφορική χρηματοοικονομική είναι απλά μια θεωρία που ασχολείται με τη συλλογή και αξιολόγηση των ανωμαλιών χωρίς η ίδια να μπορεί να καθορίσει τη λειτουργία της αγοράς ή να αλλάξει το προσανατολισμό της. Σύμφωνα με τους Dybvig και Ross, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική είναι ελλειμματική γιατί βασίζεται σε μεμονωμένα γεγονότα χωρίς να έχει συνολική εικόνα εστιάζει στο δέντρο και δεν έχει καμία εικόνα για το δάσος.

Μια άλλη κριτική αναφέρεται στη μελέτη πειραματικών τάσεων που δεν έχουν ακόμα αποσαφηνιστεί και γίνει αποδεκτές από την αγορά. Οι εκφραστές απαντούν στη κριτική μέσα από συνεχείς έρευνες οι οποίες αποδεικνύουν ότι υπάρχει σχέση συμπεριφοράς και επενδύσεων και είναι απαραίτητη η σύνδεση λόγω και του αβέβαιο παρόντος εξωτερικού περιβάλλοντος (Barberis & Thaler, 2003).



## **Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup> Η Θεωρία των αποτελεσματικών αγορών**

### **2.1 Εισαγωγή στις αποτελεσματικές αγορές**

Στις αρχές του 1970, υπήρχε η διαπίστωση ότι όλες οι χρηματοοικονομικές αγορές λειτουργούν σύμφωνα με τις αρχές της αποτελεσματικής αγοράς.

Ιστορικά ο πρώτος οικονομολόγος που μπήκε στη διαδικασία να ορίσει τη σχέση ήταν ο Gibson (1889), ο οποίος αναφέρει ότι: *«Οι μετοχές όταν γνωστοποιούνται στο ευρύ κοινό, η αξία τους μετριέται κυρίως με τις πληροφορίες που μπορούν να δώσουν παρά με το χρήμα»*. Το 1900, ο Bachelier, αναφέρει ότι: *«Τα παλαιά τα τωρινά και μελλοντικά γεγονότα καθορίζουν τις αποφάσεις για επενδύσεις και γιαυτό θα πρέπει να μελετώνται από τους επενδυτές»*.

Η δεύτερη άποψη επαναμελετήθηκε το 1965 από τον Samuelson καθώς και από το Πανεπιστήμιο του Σικάγο αλλά και από τον Fama. Η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών συνδέεται με θεωρίες όπως οι ορθολογικές προσδοκίες αλλά και η υπόθεση του τυχαίου περιπάτου (Αλεξάκης και Ξανθάκης, 2008)

Η θεωρία των ορθολογικών προσδοκιών, αναλύει το πώς οι οικονομικοί παράγοντες καθορίζουν και επηρεάζουν τις προσδοκίες αλλά και βοηθούν να γίνουν προβλέψεις για το μέλλον.

Η συγκεκριμένη θεωρία αναφέρει ότι οι διάφορες προβλέψεις βοηθούν στην ισορροπία της αγοράς, τη καθορίζουν και την οριοθετούν.

Η θεωρία του τυχαίου περιπάτου αναφέρεται στη τάση που έχει το άτομο όταν κινείται ανορθόδοξα να καταλήγει πολλές φορές στο σημείο από όπου ξεκίνησε (Φίλιπας, 2005)

Η θεωρία έδειξε ότι μέσα από τυχαία επιλογή μετοχών δεν είναι απαραίτητο ότι θα υπάρχει θετικό ή αρνητικό αποτέλεσμα αλλά και ότι θα

επηρεαστεί η πορεία της αγοράς. Οι θεωρίες αυτές έδειξαν ότι η αποτελεσματικότητα της αγοράς επηρεάζεται από τη διαδικασία των αποφάσεων και από τη μελέτη των στοιχείων, συγχρόνως έδειξαν ότι ακόμα και η τυχαία κίνηση μέσα στην αγορά όταν αυτή είναι ισορροπημένη δεν μπορεί να τις προκαλέσει ζημιές ή να την αποπροσανατολίσει.

Ο τυχαίος περίπατος ως όρος για πρώτη φορά χρησιμοποιήθηκε από τον Pearson, κατά τη διάρκεια ανταλλαγής αλληλογραφίας το 1905 με το περιοδικό Nature. Εξηγώντας τη θεωρία του έδωσε το παράδειγμα του μεθυσμένου, αναφέροντας ότι το καλύτερο σημείο για την ανεύρεση ενός μεθυσμένου ο οποίος αφέθηκε στη μέση ενός χωραφιού, είναι το σημείο εκκίνησης του, μια και ο τελευταίος λόγω του ότι θα περπατά με τυχαίο τρόπο θα καταλήξει και πάλι στο σημείο εκκίνησης του (Andrew, Craig, MacKinlay, 2001)

Αρχικά η επιστήμη της φυσικής υιοθέτησε το μοντέλο του τυχαίου περιπάτου, προκειμένου να περιγράψει τις κινήσεις των σωματιδίων. Για οικονομικούς λόγους, πρώτος ο Cowel (1933), χρησιμοποίησε το μοντέλο, ο οποίος μελετώντας τυχαίες μετοχές από διάφορους επενδυτές, κατέληξε με βάση τη θεωρία του τυχαίου περιπάτου, στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχουν ενδείξεις για το ποιος από τους επενδυτές θα έχει το καλύτερο αντίκρισμα κερδίζοντας την αγορά.

Με τη βοήθεια των νέων τεχνολογιών και ειδικά με τη χρήση στατιστικών προγραμμάτων, ο Kendall (1953), μελέτησε τις τιμές για 22 μετοχές και εμπορεύματα, από τη Μεγάλη Βρετανία, καταλήγοντας ότι έχουν σχεδόν μηδενική γραμμική συσχέτιση. Μέσα από τις διάφορες έρευνες που έγιναν διαπιστώθηκε ότι ο τυχαίος περίπατος αποτελείται από δυο υποθέσεις (Shleifer, 2000):

1. Οι γραμμικές μεταβολές των μετοχών έχουν ανεξάρτητη γραμμική σχέση η μια από την άλλη. Αυτή σημαίνει ότι είναι ανούσια η γνώση προγενέστερων τιμών των μετοχών και δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για μελλοντικές ποιο υψηλές αποδόσεις.

2. Οι κατανομές των πιθανοτήτων των μεταβολή είναι σταθερές μέσα στο χρόνο. Ο έλεγχος των πιθανοτήτων βοηθά στην αποτελεσματική διαχείριση του κινδύνου.

Η μελέτη της αποτελεσματικής αγοράς, δεν συνδέθηκε από την αρχή με το τυχαίο περίπατο στη πορεία που υπήρξε σύνδεση αυτή ήταν μόνο με την ασθενή του μορφή. Η διαφορά μεταξύ τους εστιάστηκε στα ακόλουθα (Aggarwal and Rivoli, 1989):

1. Η ασθενής αποτελεσματικότητα δίνει τη δυνατότητα στον επενδυτή να χρησιμοποιήσει τις παλαιότερες αποδόσεις, τις θεωρεί αξιόπιστες και ότι μπορούν να δώσουν ικανά στοιχεία ώστε ο τελευταίος να καταλήξει σε συμπεράσματα για μελλοντικές αποδόσεις, χωρίς όμως να αποφεύγει το κίνδυνο, δηλαδή δεν έχει τη δυνατότητα να χρησιμοποιήσει τη πληροφόρηση αυτή για να επιτύχει αποδόσεις μεγαλύτερες του κινδύνου που ανέλαβε με την επένδυση του.

2. Ο τυχαίος περίπατος είναι πιο περιοριστικός από την ασθενής αποτελεσματική αγορά, δηλαδή δεν θεωρεί ότι μπορεί αν υπάρξει η σχέση παλαιότερων με νεότερα στοιχεία και να του δίνεται ένα θετικό αποτέλεσμα.

## **2.2 Ορισμός της Αποτελεσματικής αγοράς**

Η αποτελεσματική αγορά μπορεί να εκφραστεί μέσα από πολλούς διαφορετικούς τρόπους, οι οποίοι δεν έχουν απόλυτη ισοδυναμία μεταξύ τους. Οι πιο γνωστοί ορισμοί για την αποτελεσματική αγορά είναι οι ακόλουθοι (Sewell, 2010):

1. Σήμερα η ροή των επενδυτικών ειδήσεων είναι τυχαία και άγνωστη στους επενδυτές.

2. Με βάση τις χρηματιστηριακές ειδήσεις, καθορίζονται αμερόληπτες δράσεις για το μέλλον και με δεδομένες αυτές τις δράσεις οι επενδυτές αντιδρούν όσο πιο γρήγορα γίνεται.

3. Οι συναλλασσόμενοι με τις χρηματιστηριακές αγορές και σε σχέση με τις τιμές, εφόσον έχουν την άποψη ότι θα διογκωθεί η μελλοντική αξία του χαρτοφυλακίου τους λειτουργούν ως επενδυτές που αναμένουν την αύξηση του πλούτου. Στη περίπτωση αυτή η αγορά θεωρείται αποτελεσματική, αφού οι τιμές των χρεογράφων είναι ίσες με την αναμενόμενη αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών αναμένοντας και το κίνδυνο.

Η άνωθεν διατύπωση αποτελεί έναν ουσιαστικό ορισμό της αποτελεσματικής αγοράς καθορίζοντας το ότι δεν υπάρχουν κόστη πληροφόρησης και συναλλαγής (Αλεξιάκης, Ξανθάκης, 2008) Ένας εναλλακτικός ορισμός, αναπτύχθηκε από τον Jensen (1978), ο οποίος αναφέρει ότι: «*Η αγορά είναι αποτελεσματική με βάση τις πληροφορίες που παρέχει αλλά και αν δίνει τη δυνατότητα να υπάρξουν κέρδη από διάφορες συναλλαγές πάντα με δεδομένη τη πληροφόρηση που παρέχει*». Η αποτελεσματική αγορά αναπτύσσεται μέσα από τις ακόλουθες μορφές (Ritter, 2002):

1. Ασθενή μορφή η οποία εμπεριέχει μόνο πληροφορίες με το ιστορικό των τιμών.

2. Ημί-ισχυρή μορφή όπου εμπεριέχονται όλες οι πληροφορίες οι οποίες αναφέρονται στους συμμετέχοντες της αγοράς, εμπεριέχοντας και όλες τις δημοσιεύσεις και τις ιστορικές μετοχές.

3. Ισχυρή μορφή όπου εμπεριέχονται, **ακόμα και μη-δημοσιευμένες πληροφορίες** (π.χ. πληροφορίες που έχουν άτομα μέσα από μία εταιρεία και δεν έχουν δημοσιευτεί ακόμα) και δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τους επενδυτές για να προβλέψουν μελλοντικές τιμές και να πετύχουν υπεραποδόσεις

Κλείνοντας την ενότητα διαπιστώθηκε ότι σε μια ασθενή μορφή αποτελεσματικότητας ο επενδυτής δε μπορεί να βασιστεί σε οπτικά μεγέθη όπως γραφήματα αλλά μόνο στη χρήση δημοσιεύσεων ή εσωτερικής πληροφόρησης. Στην ημί-ισχυρή μορφή δεν μπορεί να κάνει κάτι ο επενδυτής αν δεν έχει εσωτερική πληροφόρηση, ενώ στην ισχυρή, ούτε με τη χρήση εσωτερικής πληροφόρησης μπορεί να πετύχει τους στόχους της (Statman, 1999)

### ***2.3 Αποτελεσματικότητα της αγοράς και Ανωμαλίες***

Οι έρευνες που πραγματοποιήθηκαν μέχρι και το 1977 αποδέχτηκαν πλήρως τη λειτουργία της αποτελεσματικής αγοράς, οι μεταγενέστερες όμως έρευνες μετά τη προαναφερόμενη ημερομηνία την απέρριψαν. Η εμπειρική έρευνα σε σχέση με την αποτελεσματικότητα των αγορών παρουσίασε κάποιες δυσκολίες σε σχέση με τους αναλαμβανόμενους κινδύνους αποδόσεων.

Προκειμένου να βρεθούν οι μη κανονικές αποδόσεις, πρέπει να είναι γνωστές οι κανονικές. Ο υπολογισμός τους γίνεται με τη χρήση του υποδείγματος αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων όπως είναι για παράδειγμα το CAMP. Ο έλεγχος μπορεί να αποτύχει σε περίπτωση που δεν λειτουργήσουν αποτελεσματικά οι υπολογισμοί είτε αστοχίας της αποτελεσματικής αγοράς είτε του CAMP, είτε και των δυο. Αυτό σημαίνει ότι τα πιθανά λάθη που μπορεί να προκύψουν μπορεί να προέλθουν από αδυναμίες του μοντέλου υπολογισμού και όχι από αστοχίες της αγοράς. Σε σχέση με τις ανωμαλίες ανακύπτουν τρεις ενδιαφέρουσες παρατηρήσεις (Ritter, 2002):

1. Κάποιες ανωμαλίες της αγοράς δεν εμφανίζονται όταν αλλάξει ο χρόνος λήψης του δείγματος. Δηλαδή οι αλλαγές σε λήψη των μετοχών δεν επιφέρουν δεδομένες ανωμαλίες και λειώσεις.
2. Κάποιες από τις ανωμαλίες εξαφανίζονται μετά τη δημοσίευση τους όπως

είναι για παράδειγμα το size effect, το weekend effect, και το January effect.

3. Η αποτελεσματικότητα της αγοράς επιτυγχάνεται μέσα από τη δυνατότητα ανάπτυξης κερδοφόρων συναλλαγών.

Η εμπειρική έρευνα σε σχέση με την αποτελεσματικότητα των αγορών με βάση τη κλασσική κατηγοριοποίηση αναπτύσσεται ως εξής:

1. Έρευνες επί της ασθενούς μορφής: Σχετίζεται με το πόσο ικανοποιητικά μπορούν οι παρελθούσες αποδόσεις και τα παρελθόντα δεδομένα να προβλέψουν τις μελλοντικές τιμές. Η ανάλυση ιστορικών τιμών με τη χρήση οποιασδήποτε μεθόδου δεν μπορεί στις ασθενούς μορφές αγορές να αποφέρει μεγάλο κέρδος. Η παρούσα τιμή ενός αξιόγραφο, έχει τη δυνατότητα να οδηγήσει στην αποτελεσματικότερη εκτίμηση της τιμής των μετοχών, να δείξει τις προοπτικές μιας εταιρίας αλλά και σε συνδυασμό με πληροφορίες που μπορούν να προκύψουν στη πορεία να έχει ένα ακόμα καλύτερο αποτέλεσμα σε σχέση με την εκτίμηση των μετοχών.

2. Έρευνες επί της ημι-ισχυρής μορφής: Η αγορά, θεωρείται ως αποτελεσματική στην ημι-ισχυρή της μορφή όταν οι τιμές των μετοχών καθορίζονται από όλες τις δημοσιευμένες πληροφορίες και μπορούν να δώσουν αξιόλογα στοιχεία για την εθνικής και διεθνή οικονομία.

3. Έρευνες επί της ισχυρής μορφής. Η μορφή αυτή της αποτελεσματικότητας, δείχνει ότι είναι αναγκαίο για τον επενδυτή προκειμένου να πάρει τη καλύτερη δυνατή απόφαση να έχει το σύνολο των πληροφοριών στη διάθεση του δηλαδή τη συνολική λειτουργία του χρηματοοικονομικού κυκλώματος.

Οι τρεις αυτές μορφές συνδέονται μεταξύ τους έχουν κοινό στόχο και όταν χρησιμοποιούνται συνδυαστικά οδηγούν στα καλύτερα δυνατά αποτελέσματα. Για παράδειγμα όταν η μορφή είναι αποτελεσματική στην ισχυρή της μορφή θα πρέπει να είναι και στις άλλες δυο. Οι μορφές αυτές βοηθούν στη μείωση του κινδύνου στη μείωση της αβεβαιότητας και

ευρύτερα στη βελτίωση της απόδοσης των επιλεγμένων μετοχών από τη πλευρά του επενδυτή.

Για παράδειγμα, ας υποθεθεί ότι ένας επενδυτής έχει να επιλέξει μεταξύ δυο εναλλακτικών επενδύσεων: η πρώτη δίνει σίγουρη ταμειακή ροή €50 και η δεύτερη €100 με πιθανότητα 50% και τίποτα με πιθανότητα 50%. Η αναμενόμενη ταμειακή ροή και των δυο επενδύσεων είναι €50, με την μόνη διαφορά ότι η πρώτη είναι βέβαιη και η δεύτερη αβέβαιη. Η στάση του λοιπόν έναντι του κινδύνου εξαρτάται από τι επιλέξει: την πρώτη επένδυση, την δεύτερη, ή θα είναι αδιάφορος μεταξύ των δυο επενδύσεων, τα στοιχεία που θα του έχουν δοθεί θα τον βοηθήσουν στη διαμόρφωση της τελικής του απόφασης.

Εάν λοιπόν επιλεγεί η δεύτερη επιλογή, τότε λέγεται ότι «αγαπά» τον κίνδυνο, καθώς επιλέγει την επένδυση με μια αβέβαιη έκβαση, απορρίπτοντας την επένδυση με την αυτή εγγυημένη έκβαση (Ritter, 2002)

Συνεπώς, λαμβάνει περισσότερη «τη χρησιμότητα» από την αβεβαιότητα που συνδέεται με την αβέβαιη επένδυση. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να τονιστεί όσο περισσότερο αγαπά ο επενδυτής τον κίνδυνο, τόσο περισσότερο θα είναι πρόθυμος να επιλέξει μια αβέβαιη επένδυση με αναμενόμενη απόδοση. Πράγματι, αρκετοί άνθρωποι αγοράζουν λαχεία, την στιγμή κατά την οποία η προσδοκώμενη αξία τους είναι πολύ χαμηλότερη του κόστους τους

Εάν τώρα κάποιος είναι αδιάφορος μεταξύ των δυο επενδυτικών επιλογών, τότε είναι ουδέτερος ως προς τον κίνδυνο. Η ουδετερότητα ως προς τον κίνδυνο σημαίνει ότι ο επενδυτής νοιάζεται μόνο για την απόδοση και όχι για τον κίνδυνο, και ως εκ τούτου επενδύσεις με υψηλότερη προσδοκώμενη απόδοση είναι ελκυστικότερες ακόμα κι αν αυτές ενέχουν ένα υψηλότερο επίπεδο κινδύνου. Η συμπεριφορά πολλών επενδυτών παρουσιάζει χαρακτηριστικά ουδετερότητας ως προς τον κίνδυνο όταν τα προς επένδυση κεφάλαια αντιπροσωπεύουν ένα μικρό μέρος του πλούτου τους (Φίλιππας, 2010).

Εάν τέλος επιλεγεί η πρώτη επένδυση, τότε λέγεται ότι υπάρχει αποστροφή προς τον κίνδυνο, καθώς δεν επιθυμούμε να διακινδυνεύσουμε στο τέλος να βρεθούμε με τίποτα. Ανάλογα με το επίπεδο αποστροφής προς τον κίνδυνο, ένας επενδυτής μπορεί να είναι πρόθυμος επιλέξει μια εγγυημένη επένδυση αξίας €45 αντί μιας αβέβαιης επένδυσης αλλά με προσδοκώμενη αξία €50.

Γενικά, οι επενδυτές είναι πιθανό να αποφύγουν επικίνδυνες επενδύσεις για επενδύσεις με χαμηλότερη, αλλά εγγυημένη απόδοση. Γι' αυτό επιθυμούν να ελαχιστοποιούν τον κίνδυνό για ένα δεδομένα επίπεδο απόδοσης, και να μεγιστοποιήσουν την απόδοσή τους για ένα συγκεκριμένο επίπεδο. Στο Πίνακα 1 παρουσιάζονται οι κυριότερες ανωμαλίες της αγοράς.

#### ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Μορφή αποτελεσματικότητας αγοράς	Σύνολο πληροφοριών αντικατοπτριζόμενο στις τιμές	Έλεγχος
Ασθενής μορφή (weak form)	Παρελθούσες τιμές	Οι παρελθούσες τιμές προβλέπουν τις μελλοντικές τιμές των μετοχών.
Ημι-ισχυρή μορφή (semi strong form)	Διαθέσιμη κάθε δημόσια Πληροφόρηση	Η ταχύτητα που οι τιμές των μετοχών ανταποκρίνονται στις δημοσιοποιημένες ειδήσεις)
Ισχυρή μορφή (strong form)	Κάθε πληροφορία δημόσια και ιδιωτική	Έλεγχος ιδιωτικής πληροφόρησης



## **Κεφάλαιο 3<sup>ο</sup> Αντικείμενα μελέτης της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής**

Με βάση τους Barberis και Thaler (2003) η συμπεριφορική ενέχει δυο βασικούς τομείς: τους περιορισμούς στο arbitrage, βάση των οποίων είναι δύσκολο για τους επενδυτές να μειώσουν τα λάθη που προήλθαν από τις δράσεις των λιγότερων λογικών επενδυτών και τη γνωσιακή ψυχολογία η οποία κατηγοριοποιεί τους τομείς από τη πλευρά της πλήρους ορθολογικότητας.

Με βάση το πρώτο τομέα, η ένσταση που υπάρχει από διάφορους ερευνητές όπως τους Shleifer & Vishny (1997), αναφέρετε στο γεγονός ότι το arbitrage θα πρέπει να έχει όρια και δεν μπορεί να αναπτύσσεται με τον ίδιο τρόπο . Οι μη ορθολογοί επιδρούν στις τιμές των χρεογράφων, πράγμα που είναι γνωστό στη βιβλιογραφία ως περιορισμοί στο arbitrage.

Με βάση τους Barberis και Thaler (2003) το arbitrage έχει και κόστος και κίνδυνο. Έχει κόστος εφαρμογής της στρατηγικής αλλά και δυο βασικούς τύπους κινδύνου, το θεμελιώδη κίνδυνο και τον κίνδυνο που προέρχεται από την παρουσία μη ορθολογικών επενδυτών.

Η απαγόρευση που υφίσταται σε κάποιες χώρες σε σχέση με την ανοιχτή πώληση, δημιουργεί και άλλα προβλήματα. Όταν η αγορά χαρακτηρίζεται από μεγάλη ρευστότητα, ο arbitrageur, πιθανόν να μη μπορέσει να κλείσει την ανοιχτή θέση, όταν αυτός το θελήσει. Η ανοιχτή πώληση δεν επιτρέπεται σε όλες τις χώρες (Σπύρου, 2009)

Οι κίνδυνοι που προέρχονται από την άγνοια των μη ορθολογιστών επενδυτών, μπορεί να καταστεί ευκαιρία για τους ορθολογιστές. Για

παράδειγμα στη περίπτωση που οι μη ορθολογιστές είναι απαισιόδοξοι για μια μετοχή και τη πιέσουν πτωτικά οδηγώντας την στην υποτίμηση, ο ορθολογικός επενδυτής θα την αγοράσει αναμένοντας την επερχόμενη άνοδο της τιμής της, ώστε να κερδίσει από τη διαφορά. Ένας διαχειριστής για να είναι αποτελεσματικός σε σχέση με το έργο του θα πρέπει πάντα να λαμβάνει υπόψη του τις αποφάσεις των μη ορθολογικών επενδυτών.

Ο δεύτερος άξονας συζήτησης είναι η ψυχολογία. Η ψυχολογία αποτελεί έναν τομέα ειδικού ενδιαφέροντος για τους χρηματοοικονομικούς επειδή βάση αυτής αναπτύσσεται η μη ορθολογικότητα, η οποία επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό τις επενδυτικές αποφάσεις.

Με βάση αυτό τον άξονα, το άτομο λαμβάνει αποφάσεις με βάση κάποιους κανόνες, οι οποίοι ονομάζονται ευριστικοί κανόνες ενώ πρέπει να μελετά και τη φύση του προβλήματος που επηρεάζει τις αποφάσεις.

Οι ευριστικοί κανόνες οδηγούν σε ευριστικά λάθη, τα οποία είναι δύσκολο να ξεπεραστούν, καθώς οι εγκεφαλικές διεργασίες αποτελούν στοιχείο της ανθρώπινης ύπαρξης. Σύμφωνα με τους Barberis και Thaler (2003) υπάρχουν δυο μεγάλες κατηγορίες κανόνων αυτοί που βασίζονται στις πεποιθήσεις και αυτοί που βασίζονται στις προτιμήσεις.

### **3.1 Πεποιθήσεις**

Οι πεποιθήσεις αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι του κάθε υπολογιστικού υποδείγματος, αφού μελετά τις αγορές χρήματος και καθορίζει τις αποφάσεις των επενδυτών, αλλά και τα πιστεύω τους για το μέλλον.

#### **3.1.1 Υπέρ-αυτοπεποίθηση**

Τα άτομα έχουν τη λανθασμένη αίσθηση ότι μπορούν να προβλέψουν με επιτυχία την ανάπτυξη συγκεκριμένων επενδύσεων, χαρακτηρίζονται από

υπέρ-αυτοπεποίθηση. Ο Mahajan (1992), αναφέρει ότι η υπέρ-αυτοπεποίθηση αποτελεί τη διαδικασία υπερεκτίμησης για τις πιθανότητες για ένα σύνολο γεγονότων.

Η διαδικασία αυτή υφίσταται όταν ο επενδυτής αγνοεί σημαίνοντα γεγονότα, βασίζεται στις γνώσεις και τις ικανότητες του, αλλά και στο προαίσθημα, οδηγούμενος σε αδιέξοδα. Οι επενδυτές που υπερεκτιμούν τις δυνατότητες τους θεωρούν τον εαυτό τους ειδικό χωρίς πραγματικά να είναι.

Η υπέρ-αυτοπεποίθηση, μπορεί να επηρεάζεται και από δυο άλλους παράγοντες: κατάκτηση υψηλών αποδόσεων στο παρελθόν και εσωτερική πληροφόρηση (Grinblatt & Keloharju, 2001).

Συγκεκριμένα σύμφωνα με το πρώτο οι επενδυτές καθοδηγούνται από επιτυχίες του παρελθόντος θεωρώντας ότι θα έχουν και στο μέλλον παρόμοιες επιτυχίες (Grinblatt & Keloharju, 2001)

Με βάση το δεύτερο τα άτομα υπερεκτιμούν τις γνωριμίες που έχουν και θεωρούν ότι θα επηρεάσουν τα γεγονότα, τις περισσότερες φορές κάνουν λάθος και οδηγούνται σε αδιέξοδα.

Σύμφωνα με τον Pompian (2006), η υπέρ-εμπιστοσύνη χωρίζεται στην υπέρ-εμπιστοσύνη για το μέλλον και στην υπέρ-εμπιστοσύνη σιγουριάς. Οι δυο αυτές τάσεις επηρεάζουν τους επενδυτές που τις αποδέχονται και τις υιοθετούν, μια και τους αποπροσανατολίζει και τους οδηγεί σε αστοχίες.

### **3.1.2 Αντιπροσωπευτικότητα (Representativeness)**

Σύμφωνα με τους Kahneman και Tversky (1974), όταν τα άτομα προσπαθούν να ορίσουν τις πιθανότητες για ένα σύνολο A προκειμένου να προκύψει από ένα σύνολο B ή το A να ανήκει στο B αναπτύσσουν τον κανόνα της αντιπροσωπευτικότητας.

Βάση αυτού αξιολογούν τη πιθανότητα με βάση το βαθμό που το Α αντανακλά τα συστατικά του Β. Στη κατηγορία αυτή ανήκουν οι άνθρωποι που έχουν την ικανότητα να ερμηνεύουν τυχαία γεγονότα ως κομμάτι ή αντιπροσωπευτικά συγκεκριμένων καταστάσεων, όπως το να ξεχωρίσουν και να αντιληφθούν μια σειρά γεγονότων ως επαναλαμβανόμενα γεγονότα που πιθανότατα να μην ισχύσουν (Grinblatt & Keloharju, 2001).

Πολλοί επενδυτές είναι της άποψης να επιλέγουν μετοχές που στο παρελθόν ήταν κερδοφόρες θεωρώντας ότι θα έχουν και θετικά αποτελέσματα και στο μέλλον.

Στις περισσότερες περιπτώσεις, η αντιπροσωπευτικότητα αποτελεί μια πολύ διαδεδομένη μέθοδο. Το πρόβλημα που παρουσιάζει είναι ότι πολλές φορές οι επενδυτές αμελούν το πόσο συχνά συμβαίνει ένα γεγονός και αν θα μπορεί αν συμβεί και στο μέλλον (Pompian,2006)

### **3.1.3 Συντηρητισμός (Conservatism)**

Οι επενδυτές που διακατέχονται από συντηρητισμό συνήθως δε παίρνουν εύκολα αποφάσεις, δεν μελετούν, αδυνατούν να αλλάξουν εύκολα απόψεις και αποφάσεις ακόμα και αν έχουν νέα πληροφόρηση. Ο συντηρητισμός επηρεάζει το άτομο το καθιστά πολλές φορές ανίκανο να προβεί σε κινήσεις ακόμα και αν αυτές θα έχουν ικανοποιητικά γιαυτό αποτελέσματα. Ο συντηρητισμός επηρεάζει κάθε κίνηση του ατόμου, επηρεάζει ευρύτερα τη προσωπικότητα του και σε σχέση με τους επενδυτές τους καθιστά ανίσχυρους να πάρουν αποφάσεις που ενέχουν ακόμα και το μικρότερο δυνατό ρίσκο.

Σύμφωνα με τον (Slovic,1972) ο λόγος που ισχύει το παρόν φαινόμενο σχετίζεται με την ανικανότητα του ατόμου να συνδυάσει πληροφορίες και να οδηγηθεί σε αποφάσεις. Ο συντηρητισμός σχετίζεται με το φόβο των ατόμων για το άγνωστο, φόβος που τα πηγαίνει πίσω αντί να τα πηγαίνει μπροστά.

### 3.1.4 Προσκόλληση- Αγκίστρωση (Anchoring)

Η προσκόλληση ή αλλιώς αγκίστρωση αφορά μία πνευματική διεργασία συντόμευσης με στόχο την απλοποίηση δύσκολων προβλημάτων αναφορικά με τη λήψη αποφάσεων. Υπάρχουν άτομα τα οποία αγκιστρώνονται σε μια συγκεκριμένη πληροφορία ή το σημείο αναφοράς οπότε από αυτή τη διαδικασία συμβαίνουν πολλές φορές και σφάλματα.

Αυτό εξηγείται λόγω του ότι ορισμένα άτομα επηρεάζονται από συγκεκριμένα μέτρα αναφοράς στη διάρκεια της διαδικασίας αξιολόγησης

Τα άτομα σχηματίζουν απόψεις και εκτιμήσεις πολλές φορές ξεκινούν με αυθαίρετη τιμή και στη συνέχεια υιοθετούν καθορισμένη διαδικασία προσαρμογής. Μέσα από μελέτες που έχουν γίνει μελέτες έχουν αποδείξει ότι αυτή η προσαρμογή είναι συνήθως ανεπαρκής. Όταν τα άτομα δεν πληροφορούνται επαρκώς για ένα μέγεθος τότε μπορεί να προσκολληθούν σε τυχαία γεγονότα. Σύμφωνα με τους Mussweiler και Schneller (2003), οι προηγούμενες τιμές ενός περιουσιακού στοιχείου μπορεί να θεωρηθεί ως σημείο αναφοράς για μελλοντικές αποφάσεις σε θέματα επενδύσεων. Το φαινόμενο της προσκόλλησης μπορεί σε κάποιες περιπτώσεις να εμποδίσει τα άτομα που προβαίνουν σε επενδύσεις να αναπροσαρμόσουν έγκαιρα τις αντιλήψεις τους, ούτως ώστε να αντιδρούν κατά κάποιο τρόπο σε νέα δεδομένα αναφορικά με τη θεμελιώδη αξία μιας μετοχής.

Άξιο αναφοράς είναι ότι όσο περισσότερο διαφορούμενη είναι η τιμή ενός πράγματος, τόσο και πιο έντονη θα είναι η προσκόλληση στην απόφαση για την καινούρια τιμή.

Εφόσον δεν εμφανίζονται νέες πληροφορίες, οι παλαιότερες τιμές είναι καθοριστικές για τη λήψη αποφάσεων.

Όσον αφορά τη μνήμη από ιστορικές τιμές οι οποίες πολλές φορές παρουσιάζουν εικόνα ως αγκυροβόλια είναι δυνατό να φανερώσουν την

τάση των χρηματιστηριακών τιμών να αντιστρέφονται γύρω από ένα μέσο όρο.

Οπότε, οι μεταβολές κάποιων μετοχών μπορεί να προσκολλώνται στις μεταβολές των τιμών άλλων μετοχών και να προσκολλώνται σε δείκτες άλλων εταιριών. Κάτι τέτοιο εξηγεί γιατί μετοχές τείνουν να κινούνται μαζί, σε ποικίλους κλάδους στην ίδια χώρα, με παρόμοιες κινήσεις περισσότερο από τον τόπο εγκατάστασής της (Griffin & Karolyi, 1998)

### **3.1.5 Μεροληψία Διαθεσιμότητας (Availability Biases)**

Σε περιπτώσεις που τα άτομα ελέγχουν το ενδεχόμενο πραγμάτωσης ενός συμβάντος, πολλές φορές γίνεται προσπάθεια για θύμηση των εμπειριών τους από παρόμοια γεγονότα του παρελθόντος για αντίστοιχες πληροφορίες. Βέβαια ακόμα κι αν κάτι τέτοιο αποτελεί λογική διαδικασία, οδηγεί πολλές φορές σε λάθος εκτιμήσεις.

Η Μεροληψία Διαθεσιμότητας καλείται και ως τάση των ατόμων να δίνουν μεγαλύτερες πιθανότητες από όσο θα έπρεπε στο ήδη έντονο συναισθηματικά φορτισμένο ενδεχόμενο.

Η εκάστοτε πληροφορία κρίνεται ως μεροληπτική εφόσον περιλαμβάνει χαρακτηριστικά που δημιουργούν διασυνδέσεις που θυμούνται τα άτομα τα οποία πολλές φορές προβαίνουν σε μεροληπτικές κρίσεις αναφορικά με το ενδεχόμενο πραγμάτωσης ενός συμβάντος σχετικά με την ευκολία που μπορούν να ανακαλέσουν στην μνήμη τους αντίστοιχα συμβάντα.

Κάτι τέτοιο προξενεί πιο μεγάλη βαρύτητα σε θέματα που ανακαλούνται από τη μνήμη τους που έχουν κάνει εντύπωση δηλαδή η αναγνωσιμότητα και η διαθεσιμότητα αντικαθιστούν την ακρίβεια της πληροφόρησης, και η επανάληψη μιας συγκεκριμένης πληροφορίας δύναται να την ορίσει ως διαθέσιμη στην μνήμη των επενδυτών και κατά λάθος να θεωρηθεί ως σωστή

Σχετικά με αναφορές του M. Pompiian (2006), εμφανίζονται ποικίλοι τύποι μεροληπιών διαθεσιμότητας που αναφέρονται στη συνέχεια:

1. Η ανάκτηση (retrievability)
2. Η κατηγοριοποίηση (categorization)
3. Η περιορισμένη εμπειρία (narrow range of experience)
4. Η απήχηση (Reasonance)

Αναφορικά με την ανάκτηση, υποστηρίζεται ότι ιδέες που ανακτώνται πολύ εύκολα τείνουν να θεωρούνται και οι πιο αξιόπιστες.

Σύμφωνα με τους Tversky, & Kahneman (1991) σε σχετικό πείραμα όπου αναγνώστηκαν ονόματα από συγκεκριμένη λίστα σε συγκεκριμένα άτομα που αποτελούσαν ομάδα και έπειτα τέθηκαν ερωτήσεις για το αν αναφέρθηκαν πιο πολλά γυναικεία ή αντρικά ονόματα.

Στην ουσία, η αλήθεια είναι ότι στη πλειοψηφία ήταν γυναικεία, αλλά αναγνώστηκαν περισσότερα αντρικά ονόματα διάσημων ατόμων (π.χ. Richard Nixon) Η ομάδα έδωσε λανθασμένη απάντηση με τάση να κατηγοριοποιούν πληροφορίες που ταιριάζουν.

Σε περίπτωση που ένα άτομο έχει μία συγκεκριμένη μικρή γκάμα πηγών από την οποία διαμορφώνει αντικειμενικές εκτιμήσεις, τότε δημιουργούνται πολλές φορές λάθη εξαιτίας της μικρής εμπειρίας του εκάστοτε ατόμου. Σε κάποιες περιπτώσεις τα άτομα επηρεάζονται ως προς την κρίση τους και από το μέγεθος των καταστάσεων .

### **3.2. Το Λάθος του Τζογαδόρου (*Gambler's Fallacy*)**

Πρόκειται για τη μεροληψία που σχετίζεται άμεσα με την αντιπροσωπευτικότητα και αυτό γίνεται όταν το άτομο θεωρεί ότι μια απόκλιση από αυτό που συνήθως συμβαίνει, θα βελτιωθεί στο άμεσο μέλλον.

Στο χρηματιστηριακό κλάδο «το λάθος του τζογαδόρου» συμβαίνει τη στιγμή που τα άτομα θεωρούν ότι θα είναι αναστρεφόμενη μια κατάσταση.

Χαρακτηριστικά τέτοιας συμπεριφοράς παρουσιάζουν οι τζογαδόροι, που θεωρούν ότι η κακή τους τύχη θα αλλάξει.

Πολλές φορές λάθη που συμβαίνουν, αφορούν τη πεποίθηση ότι τυχαία συμβάντα είναι πιο πιθανό να συμβούν εξαιτίας του ότι δεν έχουν γίνει για ένα μεγάλο διάστημα ή ότι τυχαία γεγονότα μπορεί να συμβούν επειδή συνέβησαν πρόσφατα ή ότι τυχαία γεγονότα είναι λιγότερο πιθανά να συμβούν επειδή συνέβησαν πρόσφατα (Σπύρου 2009)

### **3.3. Η Συμπεριφορά της Αγέλης (Herding)**

Πρόκειται για έναν χαρακτήρα συμπεριφοράς που στηρίζεται σε εμπειρικούς κανόνες, θεωρώντας ότι τα άτομα έχουν τη τάση να προσαρμόζονται με την πλειοψηφία όσων παίρνουν αποφάσεις στο ίδιο περιβάλλον. Αφορά την άκριτη αντιγραφή επενδυτικών επιλογών που οδηγεί σε σύγκλιση δράσεων (Hirshleifer & Teoh, 2003)

Πολλοί υποστηρίζουν ότι η συμπεριφορά της αγέλης αποτελεί μία ψυχολογική τάση, που βασίζεται στην κοινωνική πίεση που ασκείται στα άτομα για συμβιβασμό.

Ο Shiller (2001), υποστηρίζει αυτό συμβαίνει γιατί το άτομο φοβάται να εκφράσει άποψη διαφορετική από αυτή του πλήθους. Ο κανόνας διαμορφώθηκε από τη διαδικασία της εξέλιξης, ενώ η συμπεριφορά της αγέλης οδηγεί πολλές φορές το κοινό σε παραλογισμό, βέβαια κάποιες φορές μπορεί να είναι και ορθολογικοποιημένη.

Αυτά τα άτομα νιώθουν ότι δεν θα έχουν κέρδος αν ταχθούν κατά της αγέλης. Μια ακόμα παράμετρος της συμπεριφοράς της αγέλης αφορά την προφορική επικοινωνία των ατόμων τα οποία επηρεάζονται από τον κοινωνικό τους περίγυρο. Η μόδα θεωρείται έκφανση του φαινομένου της συμπεριφοράς της αγέλης (Rabin, 2000).

Μεγάλο μέρος της πρόσφατης επιστημονικής αρθρογραφίας ελέγχει τη συμπεριφορά της αγέλης. Κυρίως σε περιόδους σημαντικών μεταβολών,



όπως η οικονομική κρίση, η αγελαία συμπεριφορά παρουσιάζεται έντονα στην χρηματιστηριακή αγορά (Rabin, 2000).

Για μια συγκεκριμένη χρηματιστηριακή αγορά η συμπεριφορά της αγέλης έχει κάποιες από τις επιπτώσεις που παρουσιάζονται παρακάτω (Grinblatt & Keloharju, 2001):

- Χρειάζεται μεγάλος αριθμός μετοχών
- Η τιμολόγηση των αξιογράφων είναι λανθασμένη
- Η ύπαρξή της προκαλεί αστάθεια στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

### **3.4. Αισιοδοξία/Θετική Σκέψη (*Optimism/Wishful Thinking*)**

Τα πιο πολλά άτομα έχουν έγκυρες απόψεις για τις τις προοπτικές πραγματοποίησης γεγονότων. Σύμφωνα με έρευνες που έχουν γίνει πάνω στο θέμα οι περισσότεροι υπέθεταν ότι οι εργασίες τους θα τελειώσουν γρηγορότερα από ότι υπολόγιζαν (Buehler, Griffin και Ross, 1994) (M.Pompian ,2006)

Σύμφωνα με τους Kahneman, Tversky (1991) ορίζεται η αισιοδοξία ως μία προδιάθεση των επενδυτών να τονίσουν εσωτερικές απόψεις στη λήψη μιας απόφασης οι οποίες στηρίζονται σε τρέχουσες καταστάσεις και αντικατοπτρίζουν προσωπική ανάμειξη. ( Buehler et all, 1994)

### **3.5. Προσκόλληση στις Πεποιθήσεις (*Belief Perseverance*)**

Από τότε που τα άτομα έχουν μία συγκεκριμένη άποψη, μπορεί να επιμείνουν σε αυτήν για πολύ καιρό. Τα άτομα δεν είναι συνήθως πρόθυμα να ψάξουν για στοιχεία που έρχονται σε αντίθεση με τα πιστεύω τους

### **3.6. Προτιμήσεις**

#### **3.6.1. Η Θεωρία της Προοπτικής (*Prospect Theory*)**

Τα πιο πολλά από τα υποδείγματα υποθέτουν ότι οι επενδυτές κάνουν επενδύσεις αναφορικά με την υπόθεση της προσδοκώμενης χρησιμότητας Τη

χρονιά του 1979, σύμφωνα με τον ψυχολόγο Daniel Kahneman (1991) και τον οικονομολόγο Amos Tversky, κρίνεται σημαντική η δημιουργία μίας θεωρίας που θα εξηγούσε τις παραβιάσεις της θεωρίας της προσδοκώμενης χρησιμότητας (Αλεξιάκης, 2008)

Σύμφωνα με τους Kahneman και Tversky (1991), οι προτιμήσεις των ατόμων συχνά παραβιάζουν την συγκεκριμένη αρχή. Αποδείχτηκε ότι τα άτομα δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα σε γεγονότα τα οποία θεωρούν σίγουρα, παρά στα πιθανά (Certainty effect)

Σύμφωνα με πειράματα προτάθηκε μία συνάρτηση αξίας προσδιορισμένη από τα κέρδη και τις ζημίες σε σχέση με ένα σημείο αναφοράς και όχι αναφορικά με ένα επίπεδο ευημερίας και έτσι θεμελιώθηκε η θεωρία της προοπτικής (Prospect theory) Αυτό αποτέλεσε μια σημαντική μελέτη γύρω από τη γνωστική ψυχολογία που αποτελεί, μία περιγραφική θεωρία της διαδικασίας λήψης αποφάσεων

Η βασική ιδέα της θεωρίας της προοπτικής είναι η αποδοχή της υπόθεσης ότι τα άτομα δεν συμπεριφέρονται πάντα ορθολογικά γεγονός που αποδεικνύουν ότι συμβαίνουν συχνά λάθη σε σχέση με ψυχολογικούς παράγοντες. Οι προτιμήσεις θεωρούνται ως συνάρτηση «βαρών απόφασης» ενώ η θεωρία της προοπτικής προτείνει ότι η βαρύτητα βασίζεται σε μικρές πιθανότητες (Ricciardi & Simon, 2000)

Θεωρώντας ότι υπάρχουν 2 επενδυτικές επιλογές:

Επιλογή 1: σίγουρο κέρδος 5.000 \$

Επιλογή 2: πιθανότητα 80% κέρδους 7.000\$ και 20% μηδενικό κέρδος

Ποια επιλογή θα ήταν η καλύτερη για μεγιστοποίηση κερδών; Οι πιο πολλοί επενδυτές επιλέγουν την 1η ενώ, σύμφωνα με τους Tversky και Kahneman (1991), βρέθηκε ότι τα πιο πολλά άτομα δεν θέλουν να είναι αντιμέτωποι με τον κίνδυνο στη προσδοκία ενός κέρδους.

Οπότε, οι επενδυτές επιλέγουν την πρώτη επιλογή, που τους εξασφαλίζει ένα βέβαιο κέρδος κάτι το οποίο αποτελεί ορθολογική επιλογή. Η θεωρία της προοπτικής ξεχωρίζει την φάση της επεξεργασίας (editing) και τη φάση της αξιολόγησης (evaluation) Η πρώτη αφορά μία προκαταρκτική ανάλυση των προσφερόμενων προοπτικών ενώ στη δεύτερη φάση της αξιολόγησης αξιολογούνται οι επεξεργασμένες προοπτικές όπου και επιλέγεται η προοπτική με τη μεγαλύτερη αξία (Mahajan, 1992)

Στη φάση της επεξεργασίας υπάρχουν βασικές αρχές που διέπουν τη λειτουργία του στάδιο όπως η κωδικοποίηση (coding), ο συνδυασμός (combination), ο διαχωρισμός (segregation) και η ακύρωση (cancellation)

Σχετικά με την κωδικοποίηση αναφέρεται ότι τα άτομα αντιλαμβάνονται το παιχνίδι ως κέρδη και ζημίες που ορίζονται σύμφωνα με ένα ουδέτερο σημείο αναφοράς όπως πχ., η τρέχουσα οικονομική κατάσταση

Η εν λόγω θέση μπορεί να επηρεαστεί από την παρουσίαση και τη διατύπωση των προσφερόμενων προοπτικών και των προσδοκιών του ατόμου που λαμβάνει τις αποφάσεις.

Ο συνδυασμός έχει να κάνει με την απλοποίηση προοπτικών με τις πιθανότητες ίδιων αποτελεσμάτων. (Σπύρου 2009) Ο διαχωρισμός έχει να κάνει με το διαχωρισμό του ακίνδυνου στοιχείου όπως για παράδειγμα η προοπτική  $(300, 0,80/200, 0,20)$  μπορεί να διαχωριστεί σε ένα σίγουρο κέρδος 200 και μία προοπτική  $(100, 0,80)$

Η επεξεργασία συμβαίνει με την ακύρωση που έχει να κάνει με την απόρριψη των κοινών στοιχείων σχετικά με προοπτικές, για παράδειγμα η επιλογή ανάμεσα σε  $(200, 0,20/100, 0,50/-50, 0,30)$  και  $(200, 0,20/150, 0,50/-100, 0,30)$  μπορεί να είναι περιορισμένη με το χειρισμό της ακύρωσης σε μία επιλογή μεταξύ  $(100, 0,50/-50, 0,30)$  και  $(150,0,50/-100, 0,30)$

Αναφέρονται ακόμη ως λειτουργίες η απλοποίηση και η ανίχνευση της υπεροχής Αρχικά η απλοποίηση εστιάζει στην στρογγυλοποίηση των αποτελεσμάτων προκειμένου να απλοποιηθεί η διαδικασία. Αντίθετα η

ανίχνευση της υπεροχής εστιάζει στην εξέταση των προοπτικών και στην απόρριψη αυτών που κυριαρχούνται από άλλες (Mussweiler, and Schneller, 2003)

Η θεωρία της προοπτικής, θεωρείται ως μία από τις πιο υποσχόμενες θεωρίες, με βασικό πλεονέκτημα ότι μπορεί να εξηγήσει το λόγο που τα άτομα πραγματοποίησαν τελικά κάποια επένδυση (Barberis και Thaler 2003)

### **3.8. Αποστροφή Ζημίας (*Loss Aversion*)**

Η συνάρτηση χρησιμότητας σύμφωνα με τους Kahneman και Tversky (1991) φανερώνει ασυμμετρία μεταξύ των χρησιμοτήτων που τα άτομα ενσωματώνουν στα κέρδη και στις ζημίες η οποία λέγεται και αποστροφή ζημίας αναφερόμενη στο ότι η πιθανότητα ζημίας έχει διπλάσια δυναμικότητα σαν κινητήριο δύναμη από ότι η πιθανότητα κέρδους ίδιας αναλογίας.

"Σύμφωνα με τους Thaler R.H., Kahneman D., Tversky A., Schwartz, 1997, τα άτομα σταθμίζουν όλα τα ενδεχόμενα κέρδη ή ζημίες σε σχέση με κάποιο σημείο αναφοράς (Arieli, 1990)

Ο Shefrin (2001) υποστήριξε ότι η αποστροφή ζημίας μπορεί να μετριαστεί από τον πανικό στον οποίο μπορεί να βρεθεί ο επενδυτής οδηγώντας σε απεμπόληση των μετοχών τη δεδομένη στιγμή που θα συνειδητοποιήσει πρόκειται να χάσει. "

Ο Rabin (2000) δήλωσε ότι οι επενδυτές αποφεύγουν πολύ τον κίνδυνο και τα διλήμματα που περιέχουν μεγάλα ποσά ενσωματώνοντας μη συμμετρικά τις χρησιμότητες των κερδών ζημιών. Μελέτες υποστηρίζουν ότι η ζημία ενός ποσού X είναι δυο φορές πιο οδυνηρή από την ευχαρίστηση του να κερδίζει κάποιος ένα ποσό X.

Σε συσχέτιση με την αποστροφή ζημίας υπάρχει η τάση των ανθρώπων να αποτιμούν τις επενδυτικές τους στρατηγικές σποραδικά

αγνοώντας συμβάντα που μπορεί να γίνουν έπειτα από τη λήξη του επενδυτικού ορίζοντα λέγεται μυωπική αποστροφή ζημίας

"Εφόσον οι επενδυτές παρουσιάσουν αντίστοιχη συμπεριφορά τότε θα κάθε επένδυση μυωπικά και μοναδικά αντί να την ελέγχουν σφαιρικά σαν ταυτόχρονη επενδυτική στρατηγική, θα αγνοούν δηλαδή τα οφέλη της διαφοροποίησης" (Bernartzi και Thaler, 1995) Σύμφωνα με αυτό το φαινόμενο οι Bernartzi & Thaler προσπαθήσουν να λύσουν το γρίφο του πριμ των μετοχών (equity premium puzzle) ( Banerjee, 1992)

### **3.9.Αποστροφή Μετανοίας (Regret Aversion)**

Η μετάνοια κάνει αναφορά στην ευθύνη που προέρχεται από το ότι έπρεπε να γίνει κάτι και δεν έγινε. Η μετάνοια δίνει βάση στα λάθη. Τα άτομα προσπαθούν να μηδενίσουν τα ποσοστά της μετάνοιας μέσα από την επιβεβαίωση πληροφοριών, ότι και άλλοι πήραν την ίδια απόφαση.

Μέσα από της μετάνοια το άτομο μπορεί να μάθει από λάθη που έχουν γίνει παλιότερα και δεν περιέχει μόνο τον πόνο της οικονομικής ζημίας αλλά και το αίσθημα ευθύνης για την επιλογή αυτή (Rabin, 2000).

Η αποστροφή αυτού του συναισθήματος είναι η αιτία της αναβλητικότητας των ατόμων να πουλάνε μετοχές που παρουσιάζουν αρνητικές αποδόσεις

Σύμφωνα με τον Bell (1982), η αποστροφή μετάνοιας παρομοιάστηκε ως συναίσθημα που προκύπτει σε σχέση με μία συγκεκριμένη κατάσταση συμβάντων κάποιας επιλογής που πρόκειται να γίνει. Όταν φερπείν κάποιος καταναλωτής επιλέγει μεταξύ σε μίας μάρκα που δεν την ξέρει και μία που τη γνωρίζει, μπορεί να σκεφτεί τη μετάνοια που θα νοιώσει αν η μη-γνωστή αποδώσει πιο λίγο από την γνωστή οπότε είναι πιθανότερο να επιλέξει την οικεία μάρκα (Inman and McAlister, 1994)

Σύμφωνα με έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί έχει αποδειχθεί ότι η μετάνοια είναι ισχυρότερη όποτε τα άτομα κάνουν λάθος κινήσεις με άσχημα αποτελέσματα παρά όταν δεν κάνουν καθόλου κινήσεις μιας και η μη κίνηση οδηγεί σε άσχημα αποτελέσματα έτσι κι αλλιώς

Πολλοί άνθρωποι για να αποφύγουν αυτό το συναίσθημα πολλές φορές παίρνουν μη ορθολογικές αποφάσεις. Η θεωρία της μετάνοιας έχει εφαρμοστεί και στο κομμάτι της ψυχολογίας του επενδυτή εντός χρηματιστηρίου. Ο επενδυτής δύνανται να αποφεύγει τη πώληση μετοχών που πέφτουν σε αξία για να μην μετανιώσει εν γνώση του ότι έκανε μία όχι καλή επιλογή και αισθανθεί άσχημα αναφέροντας την απώλεια (Ricciardi & Simon, 2000)

Μεταξύ των ετών 1998-1999, στο χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών πολλές χιλιάδες επενδυτών αγόρασαν ακριβές μετοχές και δεν ήθελαν να τις πουλήσουν οπότε όταν οι τιμές τους άρχισαν να πέφτουν εγκλωβίστηκαν σε πολύ υψηλές τιμές (Σπύρου 2009)

Όταν κάποιος βρίσκεται σε πανικό ισορροπεί μεταξύ μετάνοιας και συμπεριφοράς αγέλης. Προκειμένου να ελαχιστοποιηθεί η απώλεια, ακολουθείται η συμπεριφορά του πλήθους και κατά συνέπεια συμβαίνουν κινήσεις πανικού πράγμα που οδηγεί σε πτώση τιμών και γενικότερα αρνητικό κλίμα όπως και έγινε το τέταρτο τρίμηνο του 2008 (Rizzi, 2010)

Ως λάθος μετάνοιας καλείται το φαινόμενο του «διαθέσιμου χρήματος» (house money effect) σύμφωνα με το οποίο οι άνθρωποι καταλαβαίνουν έναν κίνδυνο με διαφορετικό τρόπο όταν υπάρχουν διαθέσιμα χρήματα από ότι όταν δεν υπάρχουν. Η μετάνοια είναι λιγότερη όταν έχουν επενδύσει χρήματα από κέρδη παρά από το αρχικό κεφάλαιο.

Σύμφωνα με τους Barberis, Santos & Huang (2001) αποδείχτηκε ότι το φαινόμενο αυτό σε σχέση με την αποστροφή μετάνοιας επεξηγούν το equity premium puzzle και την προβλεπτικότητα των αποδόσεων των

χρεογράφων με τη χαμηλότερη συχνότητα, φαινόμενα τα οποία δύσκολα επεξηγούνται με την παραδοσιακή προσέγγιση.

Ολοκληρώνοντας, η θεωρία της μετάνοιας προωθεί την άποψη ότι ο πλούτος οδηγεί σε διαφορετικά επίπεδα ανάληψης κινδύνου. Μεγάλες επιχειρήσεις έχουν φυσικά και μεγαλύτερα επίπεδα κινδύνου από τις πιο μικρές. Η πιο μεγάλη ανεκτικότητα ως προς τον κίνδυνο μειώνει την «ευαισθησία» κυρίως σε υπερτιμημένες αγορές, όποτε τα επίπεδα εισοδήματος είναι υψηλά. Άρα, η διάθεση ανάληψης κινδύνου μειώνεται ανάλογα με το επίπεδο του πλούτου (Barberis & Thaler, 2003).

### **3.10. Πλαισίωση -διατύπωση (*Framing*)**

Το φαινόμενο της διατύπωσης έχει να κάνει με την τάση των ατόμων στη διαδικασία που λαμβάνουν μια απόφαση να ανταποκρίνονται βασιζόμενοι στον τρόπο όπου μία επιλογή διατυπώνεται. Οπότε και ο τρόπος που διατυπώνεται ένα θέμα, επηρεάζει τις πιθανές αντιδράσεις των ατόμων.

Το εν λόγω πρόβλημα θεωρείται ως βασικό θέμα συζήτησης πολλών αναλυτών παραβιάζοντας την παραδοσιακή προοπτική της ορθολογικής επιλογής. Υπάρχουν συστηματικές αλλαγές στις προτιμήσεις όποτε παρόμοιο πρόβλημα παρουσιάζεται με άλλο τρόπο ( Shiller, 2001)

### **3.11. Νοητική Λογιστική (*Mental Accounting*)**

Η νοητική λογιστική ως έννοια πρωτοχρησιμοποιήθηκε ώστε να επεξηγήσει την προτίμηση των επενδυτών για μερίσματα. Αρχικά η ιδέα στηρίχθηκε στο ότι οι άνθρωποι αντιμετωπίζουν προβλήματα εσωτερικής πειθαρχίας. Έπειτα με το πώς οι άνθρωποι αντιλαμβάνονται τη χρησιμότητα.

Σύμφωνα με τον Thaler (1985) η νοητική λογιστική περιγράφηκε ως μία τάση των ατόμων για κωδικοποίηση, και αξιολόγηση οικονομικών εκροών σε έναν αριθμητικό νούμερο νοητικών λογαριασμών. Η νοητική λογιστική είναι τμήμα της θεωρίας των προσδοκιών περιγράφοντας την

διαδικασία κατά την οποία τα άτομα τοποθετούν κάποια γεγονότα σε συγκεκριμένους λογαριασμούς που δημιουργούνται με βάση συγκεκριμένα χαρακτηριστικά. Οι λήπτες αποφάσεων συνήθως θέτουν τους τύπους επενδυτικών κινδύνων εφαρμόζοντας τους κανόνες των αποφάσεων της θεωρίας των προσδοκιών σε κάθε λογαριασμό χωρίς να υπολογίζουν τις αλληλεπιδράσεις που μπορεί να γίνει μεταξύ τους (Thaler 1985, 1999)

Σύμφωνα με τους Shefrin και Thaler (1988), υπάρχει ότι η άποψη ότι τα άτομα δημιουργούν νοητικά λογιστικά συστήματα που λειτουργούν όπως οι επιχειρήσεις. Αναφορικά με τη θεωρία τους, τα άτομα αντί να βελτιστοποιούν τις καταναλωτικές τους επιλογές με μακροπρόθεσμο ορίζοντα, λαμβάνουν αποφάσεις με ορίζοντα μικρότερης χρονικής διάρκειας χρησιμοποιώντας νοητικούς λογαριασμούς προκειμένου να ελέγξουν προβλήματα εσωτερικής πειθαρχίας.

Η ιδέα της νοητικής λογιστικής εξηγεί γιατί αρκετοί προσπαθούν να εκμεταλλευτούν ευκαιρίες από πράγματα που δεν χρειάζονται. Όταν κάτι είναι προς πώληση χαμηλότερα από τη νοητική αξία που του έχουμε δώσει, η ευκαιρία κυριαρχεί στην πραγματική χρησιμότητά του πράγματος (Σπύρου 2009)

### ***3.12. Φήμες και Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική***

Ο τρόπος σύμφωνα με τον οποίο οι νέες πληροφορίες επηρεάζουν την κατανομή των κεφαλαίων σε ένα χαρτοφυλάκιο είναι μία από τις βασικές αρχές της χρηματοοικονομικής. Εφόσον οι φήμες είναι μία συγκεκριμένη μορφή πληροφορίας, είναι αναγκαίο να αναλυθούν από μία χρηματοοικονομική πλευρά.

Οι φήμες περιέχουν ένα κοινωνικό στοιχείο, ενώ η ψυχολογία έχει σημαντικό ρόλο όταν οι φήμες αναπτύσσονται, σε συναισθήματα φόβου και άγχους. Σε αντίστοιχες καταστάσεις τα άτομα δεν είναι σε θέση να λάβουν



ορθολογικές αποφάσεις κάτι που καθιστά απαραίτητη τη μελέτη τους μιας και εμπεριέχουν στοιχεία από όλες τις επιστήμες που προαναφέρθηκαν.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική αναλύει το θέμα από δύο οπτικές γωνίες. Η πρώτη έχει στόχο το ατομικό επίπεδο, και η δεύτερη στο σύνολο της αγοράς.

Οι κεφαλαιαγορές από πάντα είχαν μία τάση στις φήμες, μιας και το σύνολο των συναλλαγών στηρίζονται στα νέα. Η κατοχή προνομιακών πληροφοριών οδηγεί τους συμμετέχοντες στην αγορά σε υπέρογκα κέρδη ενώ στις κεφαλαιαγορές οι φήμες αντιμετωπίζονται σαν υποκατάστατο της πληροφορίας. Αναφέρεται ένα νούμερο παραγόντων που κάνει τις χρηματαγορές πολύ «ευαίσθητες» στις φήμες.:

1. Ο αριθμός των συμμετεχόντων είναι περιορισμένος.
2. Οι επενδυτές είναι επαγγελματίες στον τομέα τους και έχουν ένα υψηλό επίπεδο αξιοπιστίας
3. Οι επενδυτές βρίσκονται κάτω από συνεχή πίεση
4. Οι φήμες που αναφέρονται στις κεφαλαιαγορές, περιλαμβάνουν ένα χρηματοοικονομικό κίνδυνο.
5. Οι κεφαλαιαγορές είναι ένας χώρος όπου αυτοί που λαμβάνουν αποφάσεις διαχέονται από πληροφορίες.

Υπάρχουν οι παρακάτω 6 κατηγορίες φήμης που μπορούν να κατηγοριοποιηθούν ανάλογα με την πηγή και την εμφάνιση:

1. Όταν το κοινό δεν λαμβάνει γρήγορες και σαφείς απαντήσεις σε ανοιχτά ερωτήματα.
2. Μπορεί οι φήμες να έχουν εξαπλωθεί επίτηδες με σκοπό το κέρδος από ένα συγκεκριμένο γεγονός.
3. Το κοινό αντιδρά αυτόματα και με ένα υπερβολικό τρόπο σε μία πληροφορία που είναι δύσκολο να παρατηρηθεί

4. Διαδίδονται ερμηνείες πληροφοριών επίτηδες .
5. Αβέβαιη προέλευσης της φήμης.
6. Η φαντασία δημιουργεί φήμες που είναι πιο πιθανό να δημιουργούνται επίτηδες.

Οι αυθόρμητες φήμες προκύπτουν από ένα συμβάν θεωρείται ότι αφορούν την πλειοψηφία των φημών στις χρηματαγορές Μπορεί κάποιες φορές φήμες να διαδίδονται επίτηδες στην αγορά. Οι φήμες κατηγοριοποιούνται σε δυο διαστάσεις και 4 κατηγορίες.

1. Γενικές φήμες δημόσιου χαρακτήρα
2. Συγκεκριμένες φήμες δημόσιου χαρακτήρα (Για παράδειγμα, ο ΟΠΕΚ σύναψε συμφωνία για αύξηση της παραγωγής πετρελαίου)
3. Γενικές φήμες της αγοράς
4. Συγκεκριμένες φήμες της αγοράς

Μέσα από διάφορες μελέτες σύμφωνα με την επίδραση που έχει μία φήμη στο χρηματιστήριο. Για παράδειγμα μπορεί να αναφερθεί η μελέτη του Rose (1951) που ανέλυσε την βραχυπρόθεσμη επίδραση της φήμης στις τιμές των μετοχών σε ένα δείγμα από μετοχές των Η.Π.Α. μεταξύ 1937 - 1938 και 1948-1949.

Εκμεταλλεύομενος έναν «άκαμπτο» παράγοντα, φανερώνει ότι αν μία φήμη επηρεάζει τις τιμές των μετοχών για πολλές μέρες, άρα και θα συνεχίζει να το κάνει δημιουργώντας μία έμμεση τάση στις τιμές των μετοχών. Έμμεση είναι η τιμή η οποία θα κινηθεί προς μια κατεύθυνση για μία σύντομη χρονική περίοδο.

Σύμφωνα με τους Pound & Zeckhauser (1990), εξετάστηκαν οι επιδράσεις φημών για εξαγορές στις τιμές μετοχών όπου μέσα από δημοσίευση στη στήλη του Wall Street Journal «Heard on the Street (HOTS)», σε ημερήσια βάση για τη χρονική περίοδο 1983-1985, απέδειξαν ότι:

Αρχικά, η αγορά αντιδρά αποτελεσματικά σε δημοσιευμένες φήμες για εξαγορές και δεύτερον, την περίοδο πριν τη δημοσίευση της φήμης για εξαγορά στην εφημερίδα, σημειώθηκε μία μεγάλη αύξηση τιμής της μετοχής, χωρίς να υπάρχει αντίδραση στη φήμη την ημέρα της δημοσίευσης. Τέλος, οι φήμες δεν προβλέπουν συχνά επικείμενες προσφορές εξαγοράς.

Ο Gorodinsky (2003), έκανε έρευνα για το Γερμανικό χρηματιστήριο, βασισμένος σε μία βάση δεδομένων από το VWD-Newswire, οποία έχει να κάνει με πληροφορίες για σημαντικές φήμες. Βρέθηκε ότι η ημερήσια απόδοση από τις μετοχές που εκτίθενται σε φήμες είναι 2,8% με τυπική απόκλιση 6,4%.

Έχουν αναφερθεί πολλές υπάρχουν έρευνες που δείχνουν την επίδραση της φήμης στις χρηματιστηριακές τιμές. αποτελώντας κατάλληλο θεωρητικό υπόβαθρο για να εξηγήσει αυτό το φαινόμενο, προσφέροντας το κατάλληλο θεωρητικό υπόβαθρο στους επενδυτές και διαχειριστές χαρτοφυλακίων.

### **3.13. Κρίση και Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική**

Δεδομένης της οικονομικής κρίσης ο οικονομικός κόσμος, έχει κλονιστεί πολύ μιας και απέδειξε ότι θεωρίες και υποδείγματα που θεωρούσαν την αγορά σταθερή δεν ισχύουν

Ο B.Eichengreen, υποστήριξε ότι η μεγάλη πιστωτική κρίση έβαλε σε αμφιβολία όλα όσα γνώριζε ο κόσμος. Θεωρίες σχετικά με χρηματοοικονομικά ζητήματα είχαν σταθεροποιήσει τη λανθασμένη πεποίθηση σχετικά με τη σταθερότητα των αγορών.

Πέρα από την γρήγορη ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού κλάδου το 1990, οι επιχειρήσεις υπέφεραν από τρομερές απώλειες.

Το πρόβλημα εντοπίζεται στα άτομα. Ο G.Soros, δήλωσε ότι το Κραχ του '08 κλόνησε τον τρόπο προσέγγισης των χρηματοοικονομικών αγορών, Η

κρίση δεν ξέσπασε από κάποιον εξωγενή παράγοντα, αλλά από το ίδιο το χρηματοοικονομικό σύστημα.

Σύμφωνα με τον Friedman (1953), οι ορθολογικοί επενδυτές θα αντιδράσουν γρήγορα όταν παρατηρηθούν ανωμαλίες στην αγορά και θα τις διορθώσουν. Βέβαια, υπάρχουν περιστατικά όπου υπάρχουν έντονα ανοδικά φαινόμενα στην αγορά κάτι που δεν μπορεί να εξηγηθεί σύμφωνα με την ορθολογική συμπεριφορά

Το κύριο ερώτημα σύμφωνα με τα προαναφερθέντα είναι το εξής: «Είναι οι χρηματιστηριακές κρίσεις αναπόφευκτες;». Σύμφωνα με έρευνες η μελέτη της συμπεριφορικής από τους διαχειριστές χαρτοφυλακίων, τους συμμετέχοντες στην αγορά ακόμη και τους καταναλωτές μπορεί να αποτρέψει τη δημιουργία χρηματιστηριακής κρίσης γεγονός που αποτελεί ζήτημα μεγάλης έρευνας (Grinblatt & Keloharju, 2001).

## ***Επίλογος - Συμπεράσματα***

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική, σύμφωνα και με τα προαναφερθέντα, δεν θεωρείται μόνο τομέας της χρηματοοικονομικής για την εξήγηση ανωμαλιών στα χρηματιστήρια διεθνώς, αλλά και νέο υπόδειγμα, ισάξιο της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών του Fama. Βέβαια, κάτι ανάλογο με τα σημερινά υπάρχοντα στοιχεία δεν είναι δυνατόν να διατυπωθεί σαφώς γιατί σύμφωνα και με τον Kuhn, δεν έχει ακόμη καταγραφεί ένα μοντέλο γενικής ισορροπίας από τους υποστηρικτές της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής. Σύμφωνα με τους Barberis, Thaler κ.α. έγινε προσπάθεια να μοντελοποιηθούν μόνο κάποιες συμπεριφορές του επενδυτικού κοινού, δίχως να μπορέσουν να τις αποδείξουν πέραν του χρονικού δείγματος όπου διάλεξαν, και επομένως δεν γίνεται να αποτελέσουν γενικευμένη παραδοχή.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική αποτέλεσε, επανάσταση στον τομέα της χρηματοοικονομικής, αποδεικνύοντας την σημασία και την αξία της συμπεριφορικής ως κλάδος της χρηματοοικονομικής.

Βέβαια, είναι άξιο αναφοράς ότι δεν έχει φτάσει ακόμη στο σημείο να μπορεί να υποκαταστήσει την θεωρία των αποτελεσματικών αγορών. Όμως πολλές έρευνες δίνουν ουσιαστικές εξηγήσεις για φαινόμενα που απλά χαρακτηρίζονταν ως «ανώμαλα» από την κλασική χρηματοοικονομική. Ο υπό μελέτη κλάδος θεωρείται μία ενδιαφέρουσα προσέγγιση προκειμένου να γίνουν κατανοητοί οι ελλοχεύοντες λόγοι που οδηγούν στην ύπαρξη αυτού του φαινομένου.

Τέλος, πρέπει να τονιστεί ότι η συμπεριφορική, μπορεί να βοηθήσει στην κατανόηση των αναγκών των καταναλωτών, τι καταναλώνουν, με ποιον τρόπο, τι τους οδηγεί στην επιλογή αυτών των προϊόντων και πώς επηρεάζει αυτό την αγορά. Συμπεραίνεται, ότι η συμπεριφορική είναι ένας πολυδιάστατος κλάδος, που εξηγεί πολυάριθμα φαινόμενα που ενδιαφέρουν

το ακαδημαϊκό κοινό, αποτελώντας πολλές εφαρμογές κερδίζοντας όλο και περισσότερους υποστηρικτές κάθε μέρα.

## Βιβλιογραφία

- Ariel, R. (1990), “High stock returns before holidays”, *Journal of Finance*, Vol. XLV, No 5, pp.1611-1629.
- Barberis, N.C., and Thaler, R. H. (2003). A Survey of Behavioral Finance. In: Constantinides, G. M. and Harris, M. and Stulz, R. M. (eds). *Handbook of the Economics of Finance: Volume 1B*, Financial Markets and Asset Pricing. Elsevier North Holland, Chapter 18, pp. 1053{1128.
- Buehler, R., Griffin, D. and Ross, M. (1994), “Exploring the “Planning fallacy»: Why People Underestimate Their Task Completion Times”, *Journal of Personality and Social Psychology*, vol.3, pp.366-381.
- Clarke R. and Statman, M. (2000) Bullish or Bearish?. *Financial Analysts Journal*, 2000.
- Griffin, J, and Karolyi, G.A. (1998), “Another Look at the Role of the Industrial Structure of markets for International Diversification Strategies”, *Journal of financial Economics*, vol.50, pp.351-373.
- Grinblatt, M., and Keloharju, M. (2001). What Makes Investors Trade? *The Journal of Finance*, 56(2), 589{616
- Hirshleifer, D. and Teoh, S.H. (2003), “Herd Behavior and Cascading in Capital Markets: A Review and Synthesis”, *European Financial Management*, vol.9:1, pp.25-66.
- Kahneman, D. and Tversky, A. (1991), “On the psychology of prediction”, *Psychological Review*, vol.80:4, pp. 237-251.

- Lakonishok, J. and Levi, M. (1994), “Weekend Effects on stock returns: A note”, *Journal of Finance*, vol.37, pp. 883-889.
- Mahajan, J. (1992), “The overconfidence effect in marketing management predictions”, *Journal of marketing Research*, vol.29, pp.329-342.
- Mussweiler, T. and Schneller, K. (2003), “What comes up must come down”-How charts influence decisions to buy and sell stocks”, *The Journal of Behavioral Finance*, vol.4:3, pp.121-130.
- Pompian, M. (2006), “Behavioral finance and wealth management- How to build optimal portfolios that account for investor biases”, John Wiley & sons, INC.
- Rabin, M., (2000). Risk Aversion and Expected-Utility Theory: A Calibration *Theorem. Econometrica*, 68(5), 1281{1292
- Ricciardi, V. and Simon, H. (2000), “What is Behavioral Finance?”, *Business Education and Technology Journal*.
- Shefrin, H. (2000), “*Beyond greed and fear. Understanding behavioral finance and the psychology of investing*”, Harvard Business School Press.
- Shiller, R. (2001), “Bubbles, Human Judgement and Expert Opinion”, *Financial Analyst Journal*.
- Slovic, P. (1972), “Information Processing, Situation Specificity and the Generality of Risk-Taking Behavior”, *Journal of Personality and Social Psychology*, vol.22:1, pp.128-134.
- Αλεξιάκης Α. Χ. (2003), Χρηματιστήριο - το παιχνίδι της λογικής και της παρόρμησης, Εκδόσεις: Κριτική



- Αλεξιάκης, Χ. , Ξανθάκης, Μ. (2008) *Συμπεριφορική χρηματοοικονομική*. Αθήνα : Σταμούλης.
- Καραθανάσης, Γ. Α. (2002), “Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές αγορές”, εκδόσεις Μπένου
- Νούλας, Α. (2010), *Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου*, Αθήνα : Πανεπιστημιακές εκδόσεις.
- Οικονόμου Γ.Σ., (2004), Πληροφοριακά συστήματα για την διοίκηση επιχειρήσεων, Μπένος
- Παπαθανασίου Σ., (2008), Δυναμική Αλληλεξάρτηση μεταξύ των Ευρωπαϊκών Χρηματιστηρίων, Ανάκτηση στις 10-3-2010 από <http://www.hrima.gr/article.asp?view=337&ref=325>
- Παπαιωάννου Γ., (2008), Αποτελεσματική Αγορά, Investment Research and Analysis Journal
- Σπύρου, Σ. (2009), *Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική*. Αθήνα : Μπένου
- Φίλιππας, Ν. Δ. (1999). Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον, Εκδόσεις: Globus Invest
- Φίλιππας, Ν. Δ. (2010) *Αμοιβαία κεφάλαια: Η ελληνική πραγματικότητα και οι σύγχρονες διεθνείς εξελίξεις*, Ιδιωτική έκδοση: Ελευθερουδάκης