



Ανώτατο Τεχνολογικό Εκπαιδευτικό Ίδρυμα Κρήτης

Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας

Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων

ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ

Επιβλέπων Καθηγητής: Γαβριλάκης Νεκτάριος

Φοιτήτρια: Θωμαΐδη Ιωάννα Α.Μ. 3556

ΗΡΑΚΛΕΙΟ 2013

Περιεχόμενα

Περίληψη	5
Εισαγωγή	6
Κεφάλαιο 1: Σύντομη Ανασκόπηση των Βασικών Παραδοσιακών Θεωριών της Χρηματοοικονομικής Επιστήμης.....	7
1.1 Θεωρία Αποτελεσματικότητας των Αγορών	7
1.2 Μορφές της Αποτελεσματικής Αγοράς	8
1.3 Διαδικασία Arbitrage	9
1.4 Εμπειρικές Μελέτες Σχετικά με την Ύπαρξη Μη αποτελεσματικών Αγορών.....	10
1.4.1 Ημερολογιακές Ανωμαλίες	10
1.4.2 Χρηματιστηριακές Φούσκες (Financial Bubbles).....	12
1.4.3 Χρηματιστηριακές Μόδες (Financial Fads)	13
1.4.4 Χρηματιστηριακές Κρίσεις (Financial Crashes)	14
1.4.5 Υπερβολική Μεταβλητότητα (Excessive Volatility)	14
1.4.6 Το Φαινόμενο της Πρωινής Ηλιοφάνειας	14
1.4.7 Ο Γρίφος του Πριμ των Μετοχών (Equity Premium Puzzle)	15
1.5 Ο Ορθολογικός-Οικονομικός Άνθρωπος.....	15
Κεφάλαιο 2: Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική.....	17
2.1 Η Συμπεριφορική χρηματοοικονομική ως κλάδος της χρηματοοικονομικής	17
2.2 Η κριτική που έχει ασκηθεί στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική.....	20
2.3 Αντικείμενο μελέτης της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.....	21
2.3.1 Πεποιθήσεις (Beliefs).....	23
2.3.1.1 Υπερ-Αυτοπεποίθηση (Overconfidence).....	24
2.3.1.2 Αντιπροσωπευτικότητα (Representativeness).....	25
2.3.1.3 Συντηρητισμός (Conservatism).....	25
2.3.1.4 Αγκίστρωση (Anchoring)	26
2.3.1.5 Μεροληψία Διαθεσιμότητας (Availability Biases).....	27
2.3.1.6 Το Λάθος του Τζογαδόρου (Gambler's Fallacy).....	27
2.3.1.7 Η Συμπεριφορά της Αγέλης (Herding)	28
2.3.1.8 Αισιοδοξία/Θετική Σκέψη (Optimism/Wishful Thinking).....	29
2.3.1.9 Προσκόλληση στις Πεποιθήσεις (Belief Perseverance).....	30
2.3.2 Προτιμήσεις.....	30
2.3.2.1 Η Θεωρία της Προοπτικής (Prospect Theory).....	30
2.3.2.2 Αποστροφή Ζημίας (Loss Aversion).....	32

2.3.2.3 Αποστροφή Μετανοίας (<i>Regret Aversion</i>).....	33
2.3.2.4 Πλαισίωση/Διατύπωση (<i>Framing</i>).....	34
2.3.2.5 Νοητική Λογιστική (<i>Mental Accounting</i>).....	34
Κεφάλαιο 3: Επένδυση	36
3.1 Επένδυση και κερδοσκοπία	36
3.2 Είδη επενδύσεων.....	37
3.3 Κατηγορίες επενδύσεων	38
3.4 Τα επτά "θανάσιμα αμαρτήματα" των επενδύσεων	39
3.4.1 Συναίσθημα	39
3.4.2 Αλαζονεία.....	40
3.4.3 Αποδιοργάνωση	41
3.4.4 Μυωπία	41
3.4.5 Ανυπομονησία.....	42
3.4.6 Δειλία	42
3.4.7 Απληστία.....	43
Κεφάλαιο 4: Εμπειρικές Μελέτες για τη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική.....	44
Συμπεράσματα.....	49
Βιβλιογραφία	50
Ξένη	50
Ελληνική	55

Περίληψη

Η παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία, η οποία βασίζεται στην υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς και στην ύπαρξη ορθολογικών επενδυτών, αποτέλεσε το κυρίαρχο θεωρητικό πλαίσιο ανάλυσης της χρηματοοικονομικής για πολλές δεκαετίες. Όμως, η ατελής πραγματικότητα έφερε τριγμούς στην κλασική θεωρία, καθώς οι εμπειρικές μελέτες έθεσαν υπό αναμφισβήτητη τους θεμέλιους λίθους της. Η παρατήρηση φαινομένων και συμπεριφορών που δεν ήταν δυνατόν να υποστηριχθούν και να εξηγηθούν από αυτήν, αποκάλυψαν την ύπαρξη πολλών κενών. Τα κενά αυτά έρχεται να καλύψει η συμπεριφορική χρηματοοικονομική (Behavioral Finance) που με βάση την κοινωνιολογία και την ψυχολογία των ανθρώπων και της μάζας προσπαθεί να ρίξει φως στις ανεξήγητες συμπεριφορές και τα φαινόμενα που δεν συνάδουν με την κλασική χρηματοοικονομική θεωρία.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική είναι η εφαρμογή της ψυχολογίας στη διαδικασία λήψης χρηματοοικονομικών αποφάσεων και στις χρηματοοικονομικές αγορές. Η μελέτη της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής μπορεί να βοηθήσει στον εντοπισμό σημαντικών αποκλίσεων και υπερβολών στην αγορά που αποδίδονται, ως επί τον πλείστον, στο συναίσθημα και σε συμπεριφορικά σφάλματα και στην κατανόηση της ψυχολογίας των επενδυτών στη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων.

Η παρούσα εργασία έχει ως σκοπό να εξετάσει τις βασικές αρχές και παραδοχές της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής και να αναπτύξει μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί σε σύγκριση με την παραδοσιακή θεωρία της χρηματοοικονομικής. Ωστόσο, θα πρέπει να τονιστεί, ότι η ραγδαία ανάπτυξη της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, δημιούργησε έναν τεράστιο όγκο νέων δεδομένων, εμπειρικών αναλύσεων και μελετών, που είναι αδύνατον να παρουσιαστεί στα πλαίσια της παρούσας εργασίας.

Εισαγωγή

Για πολλά χρόνια, η χρηματοοικονομική επιστήμη βασίστηκε στην υπόθεση ότι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί και ότι οι ορθολογικές αποφάσεις αντανakλούν τις ορθολογικά διαμορφωμένες προσδοκίες των επενδυτών. Όμως, εμπειρικές έρευνες έχουν αποδείξει ότι οι επενδυτές δεν είναι πάντα ορθολογικοί και ότι οι επενδυτικές επιλογές/αποφάσεις καθοδηγούνται από την ψυχολογία των ατόμων. Επειδή η παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία αδυνατούσε να εξηγήσει τις επενδυτικές επιλογές συμπεριλαμβάνοντας και την ψυχολογία των ατόμων, δημιουργήθηκε ένας νέος κλάδος, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική, που προσπαθεί να καλύψει το κενό αυτό.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική αποτελεί μία επανάσταση στον τομέα των χρηματοοικονομικών, καθώς αμφισβητεί τις παραδοσιακές παραδοχές της οικονομίας και εξετάζει τη χρηματοοικονομική με μια ευρύτερη κοινωνική προσέγγιση ενσωματώνοντας στοιχεία από τους κλάδους της κοινωνιολογίας και της ψυχολογίας. Η εμπειρική μελέτη της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής έκανε τους οικονομολόγους να αναγνωρίσουν την ύπαρξη της μη ορθολογικής επενδυτικής συμπεριφοράς και τη σπουδαιότητα των ανθρώπινων ενστίκτων στη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων.

Στο πρώτο κεφάλαιο αναλύεται η θεωρία και οι μορφές της αποτελεσματικής αγοράς, καθώς και οι παραδοχές της μη ύπαρξης της (εμπειρικές μελέτες για ανωμαλίες της αγοράς. Επιπλέον, στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζεται η διαδικασία arbitrage και γίνεται αναφορά στον ορθολογικό άνθρωπο. Στο δεύτερο κεφάλαιο πραγματοποιείται εκτενή αναφορά στην συμπεριφορική χρηματοοικονομική, στη κριτική που της έχει ασκηθεί, καθώς και το αντικείμενο μελέτης της. Στο τρίτο κεφάλαιο αναλύεται η έννοια της επένδυσης, τα είδη και οι κατηγορίες της. Επίσης, παρουσιάζονται τα επτά θανάσιμα αμαρτήματα των επενδύσεων. Το τέταρτο κεφάλαιο επικεντρώνεται στις εμπειρικές μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί για την συμπεριφορική χρηματοοικονομική. Τέλος, η εργασία ολοκληρώνεται με την ενότητα των συμπερασμάτων όπου συνοψίζονται τα βασικά ευρήματα της εργασίας.

Εν κατακλείδι, είναι σκόπιμο να τονιστεί ότι ο στόχος της παρούσας εργασίας είναι να κατανοηθεί από τους αναγνώστες η έννοια της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής και η σπουδαιότητάς της στις χρηματοοικονομικές αγορές.

Κεφάλαιο 1: Σύντομη Ανασκόπηση των Βασικών Παραδοσιακών Θεωριών της Χρηματοοικονομικής Επιστήμης

1.1 Θεωρία Αποτελεσματικότητας των Αγορών

Η βασική θεωρία που επικράτησε στην χρηματοοικονομική επιστήμη, από το 1970 και μετά, είναι η Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς (Efficient Market Hypothesis). Η Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς αποτελεί τη βάση πάνω στην οποία έχει οικοδομηθεί η σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου και κεφαλαιαγοράς και έχει αποτελέσει αντικείμενο συζητήσεων μεταξύ ακαδημαϊκών και χρηματοοικονομικών ερευνητών.

Ο Fama (1970) ήταν ένας από τους πρώτους οικονομολόγους που διαπίστωσε πως σε μια αποτελεσματική αγορά οι παρούσες τιμές των αξιόγραφων αντικατοπτρίζουν πλήρως κάθε σχετική και διαθέσιμη πληροφορία με τρόπο γρήγορο και αποτελεσματικό και αλλάζουν συνεχώς προκειμένου να ενσωματώσουν οποιαδήποτε νέα πληροφορία προκύψει. Για αυτό τον λόγο είναι αδύνατον κάποιος να "νικήσει" την αγορά (to beat the market) χρησιμοποιώντας οποιαδήποτε πληροφορία, αφού αυτή, σύμφωνα με την θεωρία, έχει ήδη προεξοφληθεί και ενσωματωθεί στην τιμή του χρεογράφου. Αυτό προκύπτει ως αποτέλεσμα του ανταγωνισμού μεταξύ μεγάλου αριθμού ορθολογικών επενδυτών, οι οποίοι αναλύουν και αξιολογούν συνεχώς τα αξιόγραφα που διαπραγματεύονται στην αγορά, προσπαθώντας να μεγιστοποιήσουν την αναμενόμενη χρησιμότητα τους και να προβλέψουν τις μελλοντικές τιμές τους.

Συνεπώς μια αγορά είναι πληροφοριακά αποτελεσματική όταν οι αγοραίες τιμές των χρεογράφων αντικατοπτρίζουν πλήρως κάθε πληροφορία σχετικά, με μερίσματα, προσδοκώμενο ρυθμό αύξησης μερισμάτων, μελλοντικά κέρδη, κίνδυνο χρεογράφου, αναμενόμενη απόδοση και γενικώς οτιδήποτε μπορεί να επηρεάσει την τιμή. Έτσι, αφού κάθε σχετική πληροφορία αποτυπώνεται στις τιμές, οι αγοραίες τιμές των χρεογράφων αντικατοπτρίζουν την πραγματική αξία του χρεογράφου.

Ως επακόλουθο, αν η αγορά μιας μετοχής είναι αποτελεσματική σε σχέση με τις διαθέσιμες πληροφορίες, κανένας επενδυτής δεν μπορεί να χρησιμοποιήσει ιστορικές πληροφορίες σχετικά με τη μετοχή και να πετύχει υπερβολικές αποδόσεις. Οι επενδυτές θα πετύχουν μόνο κανονικές αποδόσεις ανάλογες του επενδυτικού κινδύνου που αναλαμβάνουν.

Οι βασικές υποθέσεις για να είναι μια αγορά αποτελεσματική είναι (Νούλας, 2010):

- Να υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός ορθολογικά σκεπτόμενων επενδυτών/αναλυτών, οι οποίοι συμμετέχουν ενεργά στην αγορά και συνεχώς αναλύουν και αξιολογούν κάθε διαθέσιμη πληροφορία. Οι απόψεις που διαμορφώνονται σχετικά με τις τιμές των αξιόγραφων διαφαίνονται από τις επενδυτικές επιλογές τους.
- Ένας επενδυτής (ή μια ομάδα επενδυτών) να μην μπορεί να επηρεάσει την τιμή της μετοχής.
- Η πληροφορία πρέπει να είναι διαθέσιμη σε όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά ταυτόχρονα και να μην έχει κόστος.
- Οι νέες πληροφορίες θα πρέπει να φτάνουν στην αγορά με τυχαίο τρόπο.
- Οι επενδυτές θα πρέπει να αντιδρούν γρήγορα και με ακρίβεια σε κάθε νέα πληροφορία.

1.2 Μορφές της Αποτελεσματικής Αγοράς

Ο Fama (1970) όρισε τρεις μορφές πληροφοριακής αποτελεσματικότητας της αγοράς. Σε κάθε μια από αυτές τις μορφές, η ενσωμάτωση της πληροφορίας στην τιμή της μετοχής είναι διαφορετικού βαθμού.

- *Μορφή σθένους αποτελεσματικότητας (weak-form efficiency)*

Σύμφωνα με αυτήν την μορφή αποτελεσματικότητας, οι πληροφορίες (αποδόσεις, όγκος συναλλαγών, παρελθούσες τιμές) είναι ήδη ενσωματωμένες στις χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών. Η υπόθεση αυτή συνεπάγεται ότι δεν υπάρχει καμία σχέση μεταξύ των μεταβολών των τιμών, οι οποίες είναι ανεξάρτητες. Έτσι, οι επενδυτές δεν μπορούν να βασιστούν στις παρελθούσες μεταβολές των τιμών των μετοχών για να προβλέψουν μελλοντικές τιμές και να πετύχουν υπερβολικές αποδόσεις.

- *Μορφή ημι-ισχυρής αποτελεσματικότητας (semi-strong form efficiency)*

Στη συγκεκριμένη μορφή αποτελεσματικότητας η παρούσα αξία μιας μετοχής ενσωματώνει πλήρως όλες τις δημόσιες πληροφορίες (ετήσιες ανακοινώσεις κερδών, μερισμάτων, ισολογισμοί εταιρειών) που κυκλοφορούν στην αγορά. Στην περίπτωση αυτή, οι επενδυτές οι οποίοι αντιδρούν σε κάποια νέα σημαντική πληροφορία μετά τη δημοσιοποίηση της και προσπαθούν να την εκμεταλλευτούν, δεν επιτυγχάνουν υπερβολικές αποδόσεις, αφού οι νέες πληροφορίες έχουν ήδη ενσωματωθεί στην τιμή της μετοχής. Η μορφή της ημι-ισχυρής αποτελεσματικότητας εμπερικλείει την υπόθεση της ασθενούς αποτελεσματικότητας, διότι όλες οι πληροφορίες της αγοράς είναι δημόσιες.

- *Μορφή ισχυρής αποτελεσματικότητας (strong form efficiency)*

Σε αυτή την περίπτωση θεωρείται ότι αφού η πληροφορία, δημόσια ή μη, είναι ενσωματωμένη στην χρηματιστηριακή τιμή, η εσωτερική αξία της μετοχής συμπίπτει με αυτή, άρα αποκλείεται κάθε ενδεχόμενο κερδοσκοπικής ενέργειας.

Σε μια αποτελεσματική αγορά τα επίπεδα τιμών καθορίζονται από τη θεμελιώδη αξία του αξιόγραφου και η σημερινή μεταβολή της χρηματιστηριακής τιμής πηγάζει από τα σημερινά τυχαία νέα.

1.3 Διαδικασία Arbitrage

Οι υποστηρικτές της Θεωρίας της Αποτελεσματικής Αγοράς αναφέρουν ακόμη και αν υπάρχει μεγάλος αριθμός μη ορθολογικών επενδυτών και οι επενδυτικές τους κινήσεις είναι τυχαίες, τότε αυτές θα αλληλοεξουδετερώνονται με αποτέλεσμα να μην επηρεάζουν την αγορά.

Όμως ακόμα και αν οι κινήσεις των επενδυτών αλληλοσυσχετίζονται, η διαδικασία του Arbitrage από ορθολογικούς επενδυτές, εξασφαλίζει την αποτελεσματικότητα των τιμών και εκμηδενίζει την επίδραση των μη ορθολογικών επενδυτών.

Με αυτή την διαδικασία, η απόκλιση από την τιμή ισορροπίας θα είναι βραχυχρόνια και θα διορθώνεται άμεσα, εξαιτίας του ανταγωνισμού που υπάρχει μεταξύ των ορθολογικών επενδυτών. Επιπλέον, ισχυρίζεται ότι από την στιγμή που θα συναλλάσσονται οι μη ορθολογικοί επενδυτές σε υπερτιμημένες/υποτιμημένες επενδύσεις θα πετυχαίνουν χαμηλότερες αποδόσεις από τους ορθολογικούς επενδυτές

και βαθμιαία θα χάνουν χρήματα, θα εκμηδενίζεται του κεφάλαιο τους και κατά συνέπεια η επίδραση τους στην αγορά (Σπύρου, 2009).

1.4 Εμπειρικές Μελέτες Σχετικά με την Ύπαρξη Μη αποτελεσματικών Αγορών

Η θεωρία της αποτελεσματικότητας της αγοράς αποτέλεσε ένα πολύ σημαντικό οικοδόμημα για μεταγενέστερα υποδείγματα και την βάση στην οποία κινήθηκαν όλοι οι ερευνητές των νεοκλασικών οικονομικών. Η σημαντικότητά της βασίζεται στο γεγονός ότι αποτελεί μια θεωρία η οποία ενδιαφέρει όχι μόνο τον ιδιώτη επενδυτή, αλλά και τους θεσμικούς επενδυτές, εποπτικές αρχές κάθε αγοράς, κ.α. Λόγω της σπουδαιότητάς της αυτής από πολύ νωρίς πραγματοποιήθηκαν εμπειρικές έρευνες με στόχο να ελέγξουν την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών, προκαλώντας ένα πεδίο διαμάχης γύρω από το θέμα.

Τα αποτελέσματα των περισσότερων ερευνών εντόπισαν ανωμαλίες στην αγορά που απορρίπτουν την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών. Ονομάστηκαν "ανωμαλίες της αγοράς" (market anomalies), διότι καταλύουν τις αρχές και τους κανόνες που διέπουν την θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς, αφού (όπως αναφέρθηκε και παραπάνω) οι αποδόσεις των μετοχών είναι εξαρτημένες τυχαίες μεταβλητές και δεν μπορούν να εκτιμηθούν από τους επενδυτές για την σχεδίαση επωφελών επενδυτικών στρατηγικών (Shleifer, 2000). Παρακάτω θα παρουσιαστούν μερικές από τις συχνότερες ανωμαλίες της αγοράς.

1.4.1 Ημερολογιακές Ανωμαλίες

- *Φαινόμενο του Σαββατοκόριακου (Weekend Effect)*

Σύμφωνα με κάποιους ερευνητές (French 1980, Gibbon & Hess 1981, Lakonishok & Levi 1982) σε ορισμένες χώρες, και κυρίως στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής οι χρηματιστηριακές αποδόσεις τείνουν να είναι υψηλότερες την Παρασκευή και χαμηλότερες την Δευτέρα σε σχέση με τις υπόλοιπες μέρες της εβδομάδας. Ωστόσο σε μια αποτελεσματική αγορά η μέση απόδοση θα πρέπει να είναι ίδια ή σχεδόν ίδια για όλες τις μέρες της εβδομάδας. Την δεκαετία 1970 το φαινόμενο αυτό έγινε γνωστό και λήφθηκε σοβαρά υπόψη από τους επενδυτές, με αποτέλεσμα να υπάρχουν ενδείξεις ότι το φαινόμενο αντιστράφηκε, δηλαδή υπήρχαν

υψηλότερες χρηματιστηριακές αποδόσεις την Δευτέρα και χαμηλότερες την Παρασκευή.

Το φαινόμενο αυτό εξηγήθηκε από τον French (1980) σε σχέση με το γεγονός ότι συνήθως τα άσχημα νέα ανακοινώνονται το Σαββατοκύριακο, έτσι ώστε να μπορούν να αφομοιωθούν ομαλά στην αγορά. Από την άλλη οι Lakonishok & Levi (1982) αποδίδουν το φαινόμενο του Σαββατοκύριακου στις πρακτικές εκκαθάρισης του Χρηματιστηρίου της Νέα Υόρκης.

- *Φαινόμενο του Ιανουαρίου (January Effect)*

Από τις έρευνες των Rossef & Kinney (1976), Gultekin & Gultekin (1987) και Ziemba (1991) προέκυψε ότι στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής αλλά και σε άλλες χώρες, οι χρηματιστηριακές αποδόσεις του Ιανουαρίου τείνουν να είναι υψηλότερες σε σχέση με τους άλλους μήνες του έτους. Η υπόθεση της θεωρίας της αποτελεσματικότητας της αγοράς θεωρεί ότι οι αποδόσεις των ημερολογιακών μηνών θα είναι τυχαίες και επομένως δεν θα πρέπει να διαφέρουν μεταξύ τους συστηματικά, με αποτέλεσμα να μην μπορούν οι επενδυτές να προβλέψουν ποιούς μήνες θα έχουν υψηλότερες αποδόσεις. Το φαινόμενο του Ιανουαρίου υποθέτει ότι οι επενδυτές θα μπορούν να προβλέπουν ότι οι αποδόσεις των μετοχών θα είναι υψηλότερες των Ιανουαρίου και χαμηλότερες των Δεκεμβρίου. Το φαινόμενο του Ιανουαρίου σύμφωνα με τους Haugen & Jorion (1996) είναι το καλύτερο παράδειγμα που επαληθεύει ότι υπάρχουν ανωμαλίες στην αγορά σε όλο τον κόσμο.

Οι ερευνητές Lakonishok & Levi (1982) θεωρούν ότι το φαινόμενο ίσως να προέρχεται από τη συμπεριφορά των διαχειριστών θεσμικών χαρτοφυλακίων, οι οποίοι αναδιαρθρώνουν τα χαρτοφυλάκια τους εξαιτίας της ετήσιας αποτίμησης και ελέγχου από τους ιδιοκτήτες των χαρτοφυλακίων.

Μια άλλη εξήγηση που δόθηκε για το φαινόμενο του Ιανουαρίου, αλλά από πολλούς δεν θεωρήθηκε ικανοποιητική, είναι ότι ίσως να οφείλεται σε φορολογικούς λόγους. Κάποιες επιχειρήσεις που διαχειρίζονται μετοχές, πουλάνε τις μετοχές τους τον Δεκέμβριο για να εμφανιστούν κεφαλαιακές ζημίες, με επακόλουθο να μειωθεί η φορολογική τους επιβάρυνση και τον Ιανουάριο ξαναπαίρνουν τις θέσεις που είχαν πριν, οδηγώντας τις τιμές σε άνοδο.

- *Φαινόμενο της Αλλαγής του Μήνα (The Turn of the Month Effect)*

Ο Ariel (1987) παρατήρησε για πρώτη φορά το συγκεκριμένο φαινόμενο, σύμφωνα με το οποίο υφίσταται η τάση να σημειώνονται υψηλότερες αποδόσεις κατά τις πέντε πρώτες μέρες κάθε μήνα. Πιο συγκεκριμένα παρατηρούνται υψηλά κέρδη κατά την τελευταία ημέρα του μήνα που τελειώνει και τις πρώτες τέσσερις ημέρες του επόμενου μήνα (Ziemba, 1991).

Μια εξήγηση του συγκεκριμένου φαινομένου, που βασίζεται στην ψυχολογία, αναφέρει ότι οι επενδυτές θέλουν να αναβάλουν τις αποφάσεις τους μέχρι την αρχή των χρονικών περιόδων. Αν αποφασίζουν να αγοράσουν θα το κάνουν στην αρχή του μήνα.

- *Φαινόμενο των Διακοπών (The Pre-holiday Effect)*

Το φαινόμενο αυτό αναφέρει (Ariel, 1990) ότι οι αποδόσεις στις χρηματιστηριακές αγορές των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής κατά τις ημέρες πριν τις διακοπές ήταν περίπου 10 φορές υψηλότερες σε σχέση με τις αποδόσεις άλλων ημερών.

Για το συγκεκριμένο φαινόμενο δεν έχει βρεθεί κάποια λογική εξήγηση, η οποία να στηρίζεται στις αρχές της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής και για αυτό το λόγο εκτιμάται ότι τα αίτια ίσως να έχουν ψυχολογική βάση (Αλεξιάκης & Ξανθάκης, 2008)

1.4.2 Χρηματιστηριακές Φούσκες (Financial Bubbles)

Μια χρηματιστηριακή φούσκα μπορεί να περιγραφεί ως μια κατάσταση στην οποία οι τιμές των μετοχών ή άλλων εμπορεύσιμων αξιών αυξάνονται σε μεγάλο βαθμό και φτάνουν σε υπερβολικά υψηλά επίπεδα σε σχέση με την εσωτερική αξία τους. Όταν φτάσουν σε κάποιο σημείο "σπάνε" και οδηγούνται σε απότομη και μεγάλη πτώση τιμών (Flood & Hodrick 1990, Diba & Grossman 1988, Camerer 1989, Caginal, Porter & Smith 2001). Οι φούσκες μπορούν να χαρακτηριστούν ως αυτοαναπτυσσόμενες και αυτοεκληρούμενες διαφοροποιήσεις της τιμής μια μετοχής από τη θεμελιώδη αξία της, όπου όταν για κάποιο λόγο σταματήσει η αυτοανάπτυξη "σπάνε" και ακολουθεί βίαιη προσαρμογή (Αλεξιάκης & Ξανθάκης 2008). Τέτοιες συμπεριφορές τιμών δεν προβλέπονται σε μια αποτελεσματική αγορά με ορθολογικούς επενδυτές.

Μια χρηματιστηριακή φούσκα σκάει όταν οι επενδυτές οι οποίοι γνωρίζουν την ύπαρξη της εφόσον ευσυνείδητα αγοράζουν ακριβά για να πουλήσουν ακριβότερα, θεωρήσουν ότι αυτή αποτελεί πολύ σημαντικό στοιχείο των χρηματιστηριακών τιμών, τότε θα νιώσουν ότι αυτή η φούσκα πιθανότατα κάποτε θα σπάσει. Μόλις αυτή η πιθανότητα γίνει αντιληπτή από πολλούς επενδυτές τότε η χρηματιστηριακή φούσκα πράγματι θα “σπάσει” (Αλεξιάκης & Ξανθάκης 2008).

Ιστορικά έχει αποδειχτεί ότι οι φούσκες στις τιμές μπορούν να συμβούν σε κάθε είδος περιουσιακού στοιχείου, όπως μετοχές, παράγωγα, νομίσματα, ακίνητα, εμπορεύματα, ομόλογα, κ.α. Μερικές από τις πιο πολυσυζητημένες περιπτώσεις στην ιστορία όπου εκδηλώθηκαν φούσκες ήταν: η μανία της Τουλίπας στην Ολλανδία (1630-1640), η φούσκα της νότιας θάλασσας (1719-1720), η κτηματική εταιρεία του Μισισιπι (1717-1720), η βρετανική πρώτη άνθηση των σιδηροδρόμων (1845-1846), η Δυτική Χιονοθύελλα (1857), η μαύρη Παρασκευή του J.Gould (1869), η αμερικάνικη άνθηση των σιδηροδρόμων (1873), τα δάνεια της Αργεντινής (1880), η Φούσκα των ακινήτων στην Φλωρεντία (1920), η μαύρη Παρασκευή με το κραχ του 1929, η ιαπωνική φούσκα (1980, η κρίση στη νοτιοανατολική Ασία (1997) και η Φούσκα του Διαδικτύου (1990).

1.4.3 Χρηματιστηριακές Μόδες (Financial Fads)

Το φαινόμενο αυτό αποτελεί έναν ειδικό τύπο χρηματιστηριακής φούσκας, ερευνώντας την πιθανότητα μιας μετοχής να απομακρύνεται από την εσωτερική αξία της λόγω κάποιων ψυχολογικών και κοινωνικών επιρροών που δημιουργούν μόδα ως ανοδικές ή πτωτικές τάσεις στις χρηματιστηριακές τιμές (Camerer 1989, Poterba & Summers 1988, Bikhchandani, Hirshleifer & Welch, 1998).

Διακρίνονται δύο είδη χρηματιστηριακών μοδών: α) εκείνες που στηρίζονται σε μία συνάρτηση μεγιστοποίησης της ωφέλειας, και είναι κατά κάποιο τρόπο ορθολογικά, όπου τότε οι τιμές διακυμαίνονται ανάλογα με την χρησιμότητα που τα άτομα αποκομίζουν από τη διακράτηση περιουσιακών στοιχείων και β) εκείνες που στηρίζονται στις πεποιθήσεις, οι οποίες μπορεί να βασιστούν σε συναισθηματικούς παράγοντες, με αποτέλεσμα οι αποφάσεις να μην είναι ορθολογικές. Επομένως, οι χρηματιστηριακές τιμές διακυμαίνονται λόγω μαζικών αλλαγών στις πεποιθήσεις για τις μελλοντικές εσωτερικές αξίες (Αλεξιάκης & Ξανθάκης, 2008).

1.4.4 Χρηματιστηριακές Κρίσεις (*Financial Crashes*)

Ο Kindleberger (1978) αναφέρει ότι η χρηματιστηριακή κρίση είναι η απότομη πτώση τιμών των περιουσιακών στοιχείων και κυρίως των μετοχών, η οποία συνοδεύεται από απότομη χειροτέρευση όλων των οικονομικών δεικτών και από περιπτώσεις πτώχευσης εταιρειών. Η χρηματιστηριακή κρίση πιθανώς να αποτελεί την πιο σημαντική ένδειξη για την απόρριψη της υπόθεσης των αποτελεσματικών αγορών.

Κατά κανόνα υπάρχει ένας εξωγενής παράγοντας (αρνητικός) που επηρεάζει την αγορά, παραδείγματος χάρη κάποιο πολιτικό γεγονός, ένας πόλεμος, κ.α. Κάποιες από τις χρηματιστηριακές κρίσεις που υπήρξαν στην Ελλάδα είναι αυτή που αφορούσε τις μετοχές της ελληνικής εταιρείας Λαυρίου το 1873 και η κρίση που συνοδεύτηκε από την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ.

1.4.5 Υπερβολική Μεταβλητότητα (*Excessive Volatility*)

Τα ευρήματα της ερευνητικής εργασίας του Shiller (1981) αποτέλεσαν μια πρόκληση της παραδοσιακής θεωρίας της χρηματοοικονομικής. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι οι τιμές των μετοχών έχουν υπερβολική μεταβλητότητα σε σχέση με τη μεταβλητότητα που δικαιολογείται από τις τιμές που προκύπτουν από την παρούσα αξία των μελλοντικών ροών (των μερισμάτων). Με άλλα λόγια οι πραγματικές τιμές διαφοροποιούνται σημαντικά και έχουν μεγάλη μεταβλητότητα σε σχέση με τις θεωρητικές τιμές. Αυτό φανερώνει ότι οι αγορές δεν αποτιμούν τις μετοχές με βάση τη θεωρία των αποτελεσματικών αγορών. Η έρευνα του Shiller (1981) οδήγησε σε σημαντική ερευνητική δραστηριότητα σε σχέση με τη μεταβλητότητα, θέτοντας σε αμφισβήτηση την παραδοσιακή θεωρία της χρηματοοικονομικής. Στις μέρες μας θεωρείται ένα θέμα αυξημένου ερευνητικού ενδιαφέροντος.

1.4.6 Το Φαινόμενο της Πρωινής Ηλιοφάνειας

Οι Hirshleifer & Shumway (2003) στην έρευνα που πραγματοποίησαν εξέτασαν τη συσχέτιση μεταξύ της πρωινής ηλιοφάνειας και των αποδόσεων των βασικών μετοχικών δεικτών για 26 διεθνείς κεφαλαιαγορές για την περίοδο 1982 έως 1997. Τα ευρήματα της έρευνας έδειξαν ότι η ηλιοφάνεια έχει θετική συσχέτιση με τις ημερήσιες μετοχικές αποδόσεις. Στην Νέα Υόρκη παρατηρήθηκε ότι η

χρηματιστηριακή απόδοση των ημερών με ηλιοφάνεια ήταν 24,8% (σε ετήσια βάση) σε σχέση με τις ημέρες που υπήρχε συννεφιά, οι οποίες είχαν χρηματιστηριακή απόδοση της 8,7%.

1.4.7 Ο Γρίφος του Πριμ των Μετοχών (*Equity Premium Puzzle*)

Οι Mehra & Prescott (1985) παρουσίασαν για πρώτη φορά το γρίφο του πριμ των μετοχών. Με βάση τη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς, όσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος μιας επένδυσης, τόσο υψηλότερη θα είναι η απόδοση που προσφέρει. Αν ισχύει αυτό, ο γρίφος των Mehra & Prescott (1985) θέτει το ερώτημα γιατί οι επενδυτές επιλέγουν επενδύσεις με χαμηλό κίνδυνο αντί να επενδύουν σε μετοχές με μεγάλο κίνδυνο που θα τους αποφέρουν υψηλότερη απόδοση. Η ακαδημαϊκή βιβλιογραφία δεν έχει καταλήξει σε κάποια συμπεράσματα, ωστόσο, πρόσφατες έρευνες θεωρούν ότι η μη ορθολογική συμπεριφορά των επενδυτών οφείλεται σε μεγάλο βαθμό για το συγκεκριμένο φαινόμενο.

1.5 Ο Ορθολογικός-Οικονομικός Άνθρωπος

Στην οικονομική επιστήμη, για δεκαετίες, υποθέτανε ότι οι άνθρωποι συμπεριφέρονται με λογικό πρότυπο. Το πρότυπο αυτού του ανθρώπου, ορθολογικός-οικονομικός άνθρωπος (*homo economicus*), αποτέλεσε τη βάση για να χτιστούν υποδείγματα μικροοικονομικής και μακροοικονομικής ανάλυσης, κυρίως της νεοκλασικής σχολής.

Ο ορθολογικός άνθρωπος είναι έξυπνος, αναλυτικός, υπολογίζει τα κέρδη και τα κόστη, προσπαθώντας να μεγιστοποιήσει το κέρδος την αξία ή την αναμενόμενη χρησιμότητα. Επίσης, δεν επηρεάζεται από θετικές ή αρνητικές ψυχικές καταστάσεις και έχει αυτοκυριαρχία όσον αφορά την επίτευξη των στόχων του. Η σχολή των ορθολογικών προσδοκιών υποθέτει ένα τέτοιο τύπο ανθρώπου, ο οποίος προτού λάβει οποιαδήποτε απόφαση αξιολογεί όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση και δεν κάνει συστηματικά λάθη. Τα λάθη του ορθολογικού ανθρώπου υπάρχουν, αλλά είναι τυχαία. Ο ορθολογικός άνθρωπος (Muth, 1961) συμπεριφέρεται σύμφωνα με τους κανόνες και τους νόμους της οικονομικής θεωρίας και για αυτό το λόγο οι προβλέψεις τους δεν διαφέρουν σε σημαντικό βαθμό από τις προβλέψεις της

οικονομικής επιστήμης σε κατάσταση ισορροπίας. Υπό αυτή την έννοια, ο ορθολογικός άνθρωπος είναι εξαιρετικά χρήσιμος και κατάλληλος για τη δόμηση επιστημονικών οικονομικών θεωριών.

Η κριτική που ασκήθηκε στον ορθολογικό άνθρωπο βασίστηκε στις τρεις αρχές που παραδέχεται ο ορθολογικός άνθρωπος:

- I. *Τέλεια Ορθολογικότητα*: Όταν τα άτομα είναι ορθολογικά, έχουν την ικανότητα να αμφισβητήσουν και να κάνουν κριτική. Όμως, η ανθρώπινη συμπεριφορά δεν καθοδηγείται μόνο από την ορθολογικότητα. Πολλοί ψυχολόγοι υποστηρίζουν ότι η ανθρώπινη συμπεριφορά επηρεάζεται, σε μεγαλύτερο βαθμό, από το συναίσθημα, όπως την αγάπη, το φόβο, το μίσος πάρα από την λογική. Συνήθως ο άνθρωπος επιδιώκει να πετύχει ή να αποφύγει αυτά τα συναισθήματα.
- II. *Τέλεια Ιδιοτέλεια*: Έρευνες έχουν αποδείξει ότι τα άτομα δεν είναι πλήρως ιδιοτελείς. Ο εθελοντισμός, η φιλανθρωπία και άλλες ανιδιοτελείς ενέργειες δεν θα υπήρχαν.
- III. *Τέλεια Πληροφόρηση*: Οι άνθρωποι μπορεί να κατέχουν τέλεια ή σχεδόν τέλεια πληροφόρηση σε συγκεκριμένα θέματα. Όμως είναι αδύνατον για κάθε άνθρωπο να κατέχει τέλεια πληροφόρηση για κάθε θέμα. Ο κόσμος των επενδύσεων είναι ένα σύνολο άπειρων πραγμάτων και ο πιο επιτυχημένος επενδυτής είναι αδύνατον να τα γνωρίζει όλα.

Υποστηρίζεται ότι ο ορθολογικός άνθρωπος έχει ένα μειονέκτημα, δεν υπάρχει στην πραγματικότητα. Διότι στην πραγματικότητα, η λήψη αποφάσεων εμπεριέχει κόστος και κίνδυνο και οι άνθρωποι δεν χρησιμοποιούν πάντα όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση. Επιπλέον, υπάρχουν ενδείξεις ότι η ορθολογικότητα τους είναι περιορισμένη διότι τα πραγματικά προβλήματα είναι εξαιρετικά πολύπλοκα και επηρεάζονται από το συναίσθημα.

Κεφάλαιο 2: Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

2.1 Η Συμπεριφορική χρηματοοικονομική ως κλάδος της χρηματοοικονομικής

Οι οικονομολόγοι/ερευνητές σε όλες τις υποθέσεις τους υποστήριζαν ότι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί λήπτες αποφάσεων, γεγονός που οδήγησε στην ανάπτυξη της υπόθεσης της αποτελεσματικότητας της αγοράς. Οι ορθολογικοί επενδυτές, σύμφωνα με αυτή, παίρνουν τις αποφάσεις τους με βάση τα θεμελιώδη στοιχεία για την εκάστοτε εταιρία και με βάση τη δεδομένη πληροφόρηση που υπάρχει σχετικά με αυτήν. Στη περίπτωση, όμως, που θεωρηθεί ότι υπάρχουν και οι μη ορθολογικοί επενδυτές, τότε προκύπτει το ερώτημα, πώς αυτοί επηρεάζουν την λειτουργία της αγοράς. Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, οι εμπειρικές έρευνες που εμφανίζονταν αναφορικά με την απόδειξη της ύπαρξης ανωμαλιών στην αγορά, έθεσαν σε αμφισβήτηση την θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς. Έτσι, οι εμπειρικές έρευνες, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι τα παραδοσιακά υποδείγματα της χρηματοοικονομικής θεωρίας δεν είναι πλήρη και δεν λαμβάνουν υπόψη τους τον ψυχολογικό παράγοντα. Λόγο της αδυναμίας της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής να εξηγήσει τα διάφορα φαινόμενα που προέκυψαν, δημιουργήθηκε ένας νέος κλάδος της χρηματοοικονομικής, η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική (Behavioral Finance) (Barberis & Thaler, 2003).

Σήμερα, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική αποτελεί έναν ραγδαία εξελισσόμενο κλάδο, συνδυάζοντας τη χρηματοοικονομική με την πειραματική έρευνα της συμπεριφοράς, με στόχο να μελετήσει και να εξηγήσει το λόγο που οι επενδυτές παίρνουν τις αποφάσεις τους. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική χρησιμοποιεί κοινωνικούς, γνωστικούς και συναισθηματικούς παράγοντες, έτσι ώστε να μπορέσει να κατανοήσει τις οικονομικές αποφάσεις των ατόμων. Επιπλέον, αναφέρει ότι κάποια φαινόμενα μπορούν να κατανοηθούν καλύτερα χρησιμοποιώντας τα πρότυπα στα οποία κάποιοι επενδυτές δεν είναι πλήρως ορθολογικοί, είτε επειδή έχουν λανθασμένες πεποιθήσεις, είτε επειδή παίρνουν ανεπαρκείς αποφάσεις που βρίσκονται σε αναντιστοιχία με την αναμενόμενη χρησιμότητα (Barberis & Thaler, 2003).

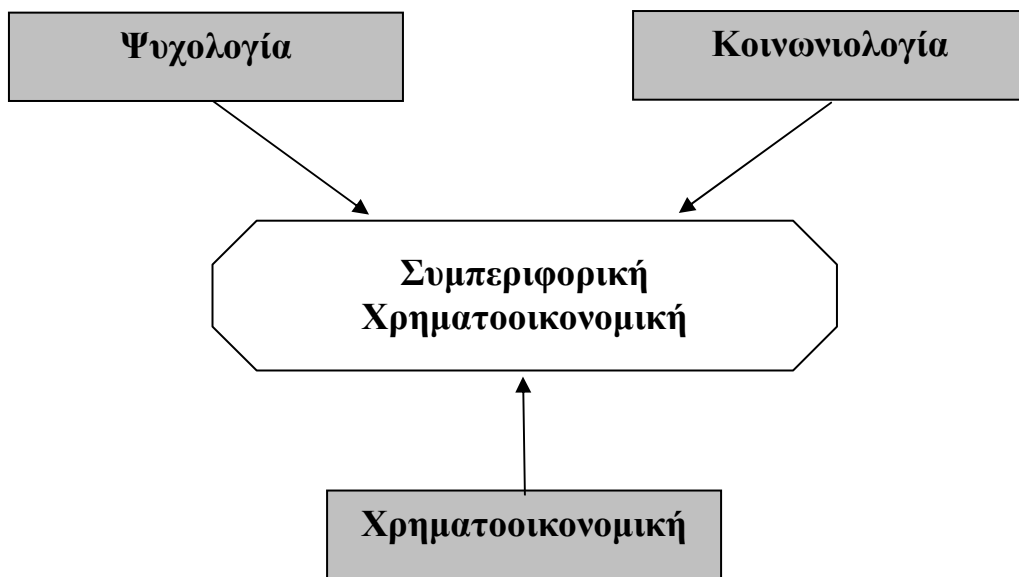
Ο κεντρικός στόχος είναι να εξηγηθεί ο λόγος που οι συμμετέχοντες στην αγορά πραγματοποιούν συστηματικά λάθη. Συνήθως τα λάθη αυτά επηρεάζουν τις

τιμές και τις αποδόσεις δημιουργώντας αναποτελεσματικότητες στην αγορά (Baltussen, 2009, Glaser, Noth & Neber, 2003).

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική διαφέρει σε τρία βασικά σημεία από την παραδοσιακή προσέγγιση της θεωρίας των κεφαλαιαγορών. Η πρώτη διαφορά είναι ότι η συμπεριφορική χρηματοοικονομική αναφέρει ότι οι επενδυτές δεν είναι ορθολογικοί με τον τρόπο που περιγράφει η παραδοσιακή θεωρία, σύμφωνα με τον κανόνα του Bays (ο κανόνας αυτός αναφέρει ότι οι προγενέστερες πιθανότητες και οι νέες πληροφορίες οδηγούν στις μεταγενέστερες πιθανότητες). Η δεύτερη διαφορά είναι ότι η συμπεριφορική αναφέρει ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά αποκλίνουν από την ορθολογική συμπεριφορά με τον ίδιο μη συστηματικό τρόπο, ενώ η παραδοσιακή θεωρία αναφέρει ότι αν οι επενδυτές δεν είναι ορθολογικοί, τότε οι συναλλαγές αυτές θα είναι τυχαίες και δεν θα επηρεάζουν τις τιμές. Τέλος, η τρίτη διαφορά είναι ότι ενώ η συμπεριφορική χρηματοοικονομική αναφέρει ότι το arbitrage ενέχει κόστος και κίνδυνο, οπότε καθίσταται μη αποδοτικό, η παραδοσιακή θεωρία υποστηρίζει ότι οι arbitrageurs εξαλείφουν οποιαδήποτε ανωμαλία προκαλούν οι μη ορθολογικοί επενδυτές στην αγορά (Barberis & Thaler, 2003).

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική αποτελεί μια επανάσταση στον τομέα των χρηματοοικονομικών, αφού αμφισβητεί τις παραδοσιακές παραδοχές της οικονομίας, με απώτερο στόχο να ερευνησει τα πραγματικά αίτια που συμβάλλουν στη λήψη αποφάσεων (Rubinstein 2000, Sewel 2010). Ο Tilson (2005) αναφέρει ότι η συμπεριφορική χρηματοοικονομική προσπαθεί να εξηγήσει τον τρόπο και τον λόγο που τα συναισθήματα και τα γνωστικά λάθη επηρεάζουν τους επενδυτές, με αποτέλεσμα να δημιουργούνται ανωμαλίες στις αγορές, όπως οι χρηματιστηριακές κρίσεις και φούσκες.

Σύμφωνα με τους Ricciardi & Simon (2000) η συμπεριφορική χρηματοοικονομική μπορεί να παρουσιαστεί ως ο τομέας που συνδέει την επιστήμη των χρηματοοικονομικών με την επιστήμη της ψυχολογίας και της κοινωνιολογίας.



Διάγραμμα : Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική¹

Σύμφωνα με το παραπάνω γράφημα φαίνονται οι σημαντικές διεπιστημονικές σχέσεις που ενσωματώνονται στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική. Μελετώντας τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική, παρατηρείται ότι η παραδοσιακή χρηματοοικονομική αποτελεί το κεντρικό κομμάτι. Πάντως, οι συμπεριφορικές πτυχές της κοινωνιολογίας και ψυχολογίας είναι αναπόσπαστοι παράγοντες σε αυτόν τον τομέα μελέτης. Με αποτέλεσμα τα άτομα που μελετούν την συμπεριφορική χρηματοοικονομική, πρέπει να έχουν κατανοήσει τις βασικές έννοιες της ψυχολογίας, κοινωνιολογίας και χρηματοοικονομικής έτσι ώστε να μπορούν να εξοικειωθούν με τις συνολικές πτυχές της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής (Ricciardi & Simon, 2000).

¹ Πηγή: Ricciardi, V., & Simon, H. (2000). What is behavioral finance?. *Business, Education & Technology Journal*, 2(2), 1-9.

2.2 Η κριτική που έχει ασκηθεί στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

Ενώ η συμπεριφορική χρηματοοικονομική έχει πλούσιο ερευνητικό έργο και ευρεία αποδοχή, υπάρχουν πολλοί που την έχουν κατακρίνει. Οι επικριτές της υποστηρίζουν ότι αποτελεί μια απλή καταγραφή ανωμαλιών της αγοράς, οι οποίες ίσως να οφείλονται σε τυχαίους παράγοντες. Όμως έχει αποδειχτεί, μέσω εμπειρικών ερευνών, ότι οι επενδυτές είναι συστηματικά μη ορθολογικοί με αποτέλεσμα η συμπεριφορά τους να επηρεάζει την πορεία των αγορών, με τρόπο που δεν προβλέπεται από την παραδοσιακή χρηματοοικονομική.

Μια συνηθισμένη κριτική αφορά την εμπειρική έρευνα των συμπεριφοριστών, οι οποίοι ψάχνουν τις αποκλίσεις από τα ορθολογικά πρότυπα εκτιμώντας πολυάριθμες παλινδρομήσεις με αποτέλεσμα να εντοπίσουν μεταξύ αυτών και κάποιες αποκλίσεις. Παρόλα αυτά, τα εμπειρικά ευρήματα των συμπεριφοριστών έχουν επιβεβαιωθεί σε διάφορες χώρες (Subrahmanyam, 2007).

Επίσης υποστηρίζεται ότι η συμπεριφορική χρηματοοικονομική δεν έχει ένα ενιαίο θεωρητικό πλαίσιο. Ενώ αυτή η κριτική επαληθεύεται σε ένα βαθμό, δεν μπορεί να υποστηριχθεί ότι οι παραδοσιακές χρηματοοικονομικές θεωρίες επιβεβαιώνονται εμπειρικά. Οι παραδοσιακές χρηματοοικονομικές θεωρίες περιγράφουν τον τρόπο με τον οποίο τα άτομα θα έπρεπε να συμπεριφέρονται και όχι με τον τρόπο που πραγματικότητα συμπεριφέρονται, οπότε μια τέτοια θεωρία δεν μπορεί να υποστηριχθεί ότι υπερτερεί της συμπεριφορικής (Subrahmanyam, 2007).

Μια από τις σημαντικότερες εντάσεις στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική είναι ότι τα συμπεριφορικά υποδείγματα σχεδιάζονται εκ των υστέρων για να εξηγήσουν τις παρατηρούμενες συμπεριφορές και ότι οι ψυχολογικές προκαταλήψεις που καταγράφονται είναι αυθαίρετες (Hirshleifer, 2001). Εντούτοις, τα συμπεριφορικά υποδείγματα βασίζονται στην πραγματική συμπεριφορά των ατόμων που συμμετέχουν στις αγορές βάσει εμπειρικών ερευνών και ερμηνεύουν σε καλύτερο βαθμό την συμπεριφορά των επενδυτών από τα παραδοσιακά υποδείγματα που δεν λαμβάνουν υπόψη τους την επίδραση της ψυχολογίας (Subrahmanyam, 2007).

Μετά από τριάντα χρόνια αντιδράσεων και κριτικής στη θεωρία αποτελεσματικότητας της αγοράς, ο Fama θεμελιωτής της θεωρίας, με το άρθρο του *“Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance”* δίνει την δική του απάντηση για όλες αυτές τις αντιδράσεις και κριτικές. Ενώ αναφέρει ότι κάθε

υπόδειγμα αποτίμησης είναι απλά ένα υπόδειγμα και δεν μπορεί να περιγράψει πλήρως τις αναμενόμενες αποδόσεις, ισχυρίζεται ότι η θεωρία αποτελεσματικότητας των αγορών επιβιώνει υποστηρίζοντας το γεγονός ότι οι παρατηρούμενες ανωμαλίες αποτελούν τυχαία γεγονότα, που οφείλονται σε μεγάλο βαθμό στη μεθοδολογική προσέγγιση και μακροπρόθεσμα εξαφανίζονται. Ωστόσο, ο Ritter (2002), υποστηρίζει ότι ο Fama κάνει ένα λογικό σφάλμα, καθώς θεωρεί ότι κατά μέσο όρο η αγορά είναι αποτελεσματική, έστω και αν μερικές φορές οι τιμές είναι πολύ υψηλές και μερικές φορές πολύ χαμηλές. Εάν όμως στις μισές περιπτώσεις οι τιμές είναι πολύ υψηλές και στις άλλες πολύ χαμηλές, σε κάθε χρονική στιγμή η αγορά έχει πάντα λανθασμένες αποτιμήσεις και δεν μπορεί να είναι αποτελεσματική.

2.3 Αντικείμενο μελέτης της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής

Ο κλάδος της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής συνδυάζει τη χρηματοοικονομική με την πειραματική έρευνα της ανθρώπινης συμπεριφοράς. Ο κλάδος της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής επιστρατεύει κοινωνικούς, συναισθηματικούς και γνωστικούς παράγοντες προκειμένου να γίνουν κατανοητές οι οικονομικές αποφάσεις των εμπλεκόμενων της οικονομίας. Οι θεμέλιοι λίθοι της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής αποτελούν η γνωσιακή ψυχολογία (cognitive psychology) και οι περιορισμοί στο arbitrage (Barberis & Thaler, 2003). Η γνωσιακή ψυχολογία κατηγοριοποιεί τα είδη των αποκλίσεων από την πλήρη ορθολογικότητα που μπορούν να απαντηθούν. Ενώ σύμφωνα με τους περιορισμούς στο arbitrage είναι δύσκολο για τους ορθολογικούς επενδυτές να εξαλείψουν τα λάθη που προκλήθηκαν από τους μη ορθολογικούς επενδυτές.

Περιορισμοί στο arbitrage

Η ένσταση που έχει εγερθεί από πολλούς οικονομολόγους (Shleifer & Vishny, 1997), έχει να κάνει με το γεγονός ότι το arbitrage θα πρέπει να έχει κάποια όρια και δεν μπορεί να λειτουργεί συνεχώς με τον ίδιο τρόπο. Σήμερα η συμπεριφορική χρηματοοικονομική έχει αποδείξει ότι σε μία οικονομία, όπου οι ορθολογικοί με τους μη ορθολογικούς επενδυτές αλληλεπιδρούν, οι μη ορθολογικοί ίσως να έχουν μία σημαντική επίδραση στις τιμές των χρεογράφων, σύμφωνα με την βιβλιογραφία αυτό ονομάζεται περιορισμοί στο arbitrage. Η εφαρμογή του arbitrage ενέχει αρκετούς κινδύνους και κόστος (Barberis & Thaler, 2003).

Υπάρχουν δύο βασικοί τύποι κινδύνου ο θεμελιώδης κίνδυνος (fundamental risk) και ο κίνδυνος που προκύπτει από την παρουσία μη ορθολογικών επενδυτών (Noise Trader Risk). Ο θεμελιώδης κίνδυνος αναφέρεται στο γεγονός ότι όταν μία μετοχή X είναι υπερτιμημένη, ο ορθολογικός επενδυτής θα την πουλήσει ανοικτά, αγοράζοντας ταυτόχρονα μία άλλη υποκατάστατη μετοχή Ψ η οποία είναι θεμελιωδώς όμοια. Η τιμή της μετοχής X θα αρχίσει να πέφτει μέχρι να φτάσει στην πραγματική της τιμή. Όμως είναι πολύ δύσκολο να οριστεί μία θεμελιωδώς όμοια μετοχή, γεγονός που σημαίνει ότι το arbitrage ενέχει κίνδυνο (Σπύρου, 2009).

Ο δεύτερος και σημαντικότερος κίνδυνος αυτός που προκύπτει από την παρουσία των μη ορθολογικών επενδυτών, έχει να κάνει με το *θόρυβο* που δημιουργούν οι μη ορθολογικοί επενδυτές ο οποίος μπορεί να πιάσει τις τιμές των ήδη υποτιμημένων μετοχών να πέσουν και άλλο. Μια τέτοια συγκυρία θα μπορούσε να οδηγήσει τους επενδυτές σε άμεση εκκαθάριση των θέσεων τους, προκαλώντας τους ζημιές. Το πρόβλημα χειροτερεύει περισσότερο όταν οι arbitrageurs αποτελούν οι ίδιοι διαχειριστές ξένων χαρτοφυλακίων. Αν οι πελάτες των διαχειριστών αντιληφτούν ότι διαχειριστές πραγματοποιούν ζημιολύγες επενδύσεις, θα πιάσουν προς εκκαθάριση των θέσεων τους και απόσυρση των κεφαλαίων τους. Από την μεριά τους οι διαχειριστές στην προσπάθειά τους να μετριάσουν την ζημιά θα προβούν σε ανοιχτές πωλήσεις (short selling), μια τακτική που απαγορεύεται σε κάποιες αγορές και είναι πολυέξοδη. Οι διαχειριστές φοβούμενοι μια τέτοια κατάσταση γίνονται λιγότερο επιθετικοί και επίμονοι στην εξάλειψη των ανισορροπιών στην αγορά, είναι ένα γεγονός που επίσης επιβεβαιώνει την ατέλεια του arbitrage (Barberis & Thaler, 2003).

Πέρα από τις κινδύνους οι επενδυτές έχουν να αντιμετωπίσουν και τα κόστη εφαρμογής (implementation costs), τα οποία περιλαμβάνουν κόστη συναλλαγών όπως είναι οι προμήθειες, οι νομικοί περιορισμοί, περιθώρια τιμής αγοράς και πώλησης, περιορισμούς στις ανοικτές πωλήσεις, κ.α. Μάλιστα σε κάποιες αγορές δεν επιτρέπεται η ανοικτή πώληση, δημιουργώντας επιπρόσθετα προβλήματα. Ακόμη, όμως και να επιτρεπόταν, υπάρχει περίπτωση να μην υπάρχουν διαθέσιμες οι μετοχές που θέλει ο διαχειριστής για δανεισμό ή να υπάρχουν σε μικρότερες ποσότητες ή να μην υπάρχουν στην τιμή που θέλει. Επίσης, είναι ιδιαίτερα επικίνδυνη και δαπανηρή, στην περίπτωση που οι κάτοχοι των μετοχών αποφασίσουν απρόσμενα να ρευστοποιήσουν τις θέσεις τους (Shleifer & Vishny, 1997).

Γνωσιακή ψυχολογία

Η γνωσιακή ψυχολογία αποτελεί πυλώνα της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής και ασχολείται με τις αποκλίσεις από την έννοια της πλήρους ορθολογικότητας και τις κατηγοριοποιεί. Οι περιορισμοί στο arbitrage υποδηλώνουν την αδυναμία των επενδυτών να εξομαλύνουν τις ανωμαλίες που δημιουργούν οι μη ορθολογικοί επενδυτές στην αγορά. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική προκειμένου να ερμηνεύει αυτές τις αποκλίσεις, υποθέτει την ύπαρξη κάποιας μορφής μη ορθολογικότητας. Σε αυτό το σημείο έρχεται η γνωσιακή ψυχολογία, που με τα εκτενή πειραματικά στοιχεία που έχει αποτελεί σημαντικό εργαλείο στην ερμηνεία των συστηματικών προκαταλήψεων που διακατέχουν τους επενδυτές, όταν διαμορφώνουν πεποιθήσεις οι οποίες επηρεάζουν τις προτιμήσεις τους. Η γνωσιακή ψυχολογία αναφέρει ότι οι άνθρωποι παίρνουν αποφάσεις λαμβάνοντας υπόψη τους κάποιους κανόνες, οι οποίοι ονομάζονται ευριστικοί (heuristics) και με βάση τον τρόπο με τον οποίον το πρόβλημα τους παρουσιάζεται (framing). Οι ευριστικοί κανόνες είναι οι εμπειρικοί τρόποι με τους οποίους οι άνθρωποι προσπαθούν να βρουν μια λύση σε ένα πρόβλημα με ελλιπή πληροφόρηση. Ουσιαστικά είναι η διαδικασία που ακολουθούν οι άνθρωποι προκειμένου να αποφασίσουν κάποια λύση, από το πλήθος των εναλλακτικών λύσεων που έχουν, σε κάποιο πρόβλημα (Newel & Simon, 1972). Ωστόσο η εμπειρική αυτή επίλυση των προβλημάτων δεν παρέχει πάντοτε τις καλύτερες και πιο αξιόπιστες λύσεις, όταν η εφαρμογή τους γενικεύεται σε ένα πλήθος προβλημάτων (Shefrin, 2000). Παρόλα αυτά, για τα άτομα που έχουν να πάρουν πολλές αποφάσεις αποτελούν ένα εργαλείο στην διάθεση τους, μετατρέποντας ένα σύνθετο πρόβλημα σε απλούστερο.

Οι μελετητές διακρίνουν δυο κατηγορίες κανόνων συμπεριφοράς, αυτούς που βασίζονται στις πεποιθήσεις και σε αυτούς που βασίζονται στις προτιμήσεις (Barberis & Thaler, 2003).

2.3.1 Πεποιθήσεις (Beliefs)

Οι πεποιθήσεις των επενδυτών και το πώς αυτές διαμορφώνονται αποτελούν μια από τις παραμέτρους που απασχολούν όλες τις θεωρίες που έχουν αναπτυχθεί για τις χρηματαγορές. Οι ψυχολογικοί παράγοντες που επηρεάζουν τη διαδικασία λήψεως αποφάσεων και οι οποίοι βασίζονται στις πεποιθήσεις περιγράφονται παρακάτω.

2.3.1.1 Υπέρ-Αυτοπεποίθηση (Overconfidence)

Στη βιβλιογραφία υπάρχουν εκτενείς μελέτες αναφορικά με το θέμα της υπέρ-αυτοπεποίθησης, είναι ίσως από τις συμπεριφορές που έχουν μελετηθεί περισσότερο, αφού βρίσκει εφαρμογή σε πολλές πτυχές της καθημερινής ζωής ενός ατόμου. Γενικά, έχει αποδειχθεί ότι τα άτομα έχουν μια τάση να υπερεκτιμούν της απαντήσεις που καλούνται να δώσουν (Ricciardi & Simon, 2000). Στον τομέα της χρηματοοικονομικής, η υπέρ-αυτοπεποίθηση εκδηλώνεται ως η τάση των επενδυτών να υπερεκτιμούν τις δυνατότητες και τις προβλέψεις τους για επιτυχημένες επενδύσεις. Συνήθως οι επενδυτές μυθοποιούν τις προβλεπτικές τους ικανότητες, παραβλέποντας πολλές φορές τους εξωγενείς παράγοντες, με αποτέλεσμα να έρχονται αντιμέτωποι με χειρότερα αποτελέσματα από αυτά που είχαν προβλέψει. Σε γενικές γραμμές οι άνθρωποι υπερεκτιμούν τις γνώσεις τους σε τομείς που θεωρούν τους εαυτούς τους ειδικούς. Σύμφωνα με τους Alpert & Raiffa (1982) οι άνθρωποι πραγματοποιούν λάθη εξαιτίας της υπερβολικής εμπιστοσύνης που έχουν στην κρίση τους.

Οι επενδυτές μπορεί να αποκτήσουν υπέρ-αυτοπεποίθηση είτε από την κατάκτηση υψηλών αποδόσεων στο παρελθόν και την εσωτερική πληροφόρηση, είτε μετά από πολλές επιτυχίες στο παρελθόν (Gervais & Odean, 2001). Μια από τις παρενέργειες αυτού του χαρακτηριστικού της συμπεριφοράς είναι και η *“ψευδαίσθηση του ελέγχου”* (illusion of control). Υπό την επήρεια αυτής της ψευδαίσθησης, δημιουργείται αναισθησία στους επενδυτές να αποδεχτούν τις νέες πληροφορίες και να αφομοιώσουν τη γνώση. Επιπλέον, πολλές φορές οι επενδυτές αθλούνται στην ανάληψη ακόμα μεγαλύτερου κινδύνου (Langer, 1975).

Στην Ελλάδα ο επιχειρηματικός κόσμος έχει να επιδείξει πολλά τέτοια παραδείγματα επιχειρηματιών και μάνατζερ που αψήφησαν την τάση της αγοράς, κάνοντας ανοίγματα στις εξωχώριες αγορές που στο τέλος απέβησαν μοιραίες. Η αποτυχία των κινήσεων αυτών δείχνει την υπερβολική αυτοπεποίθηση και εμπιστοσύνη που έχουν οι ίδιοι για τις ικανότητες τους, αψηφώντας τους εξωγενείς παράγοντες. Στην Ελλάδα αρκετοί επενδυτές υφίστανται καθημερινά πολλές απώλειες. Ο λόγος που οδηγούνται σε απώλειες θεωρείται το φαινόμενο της υπέρ-εκτίμησης, οι επενδυτές επιδεικνύουν υπέρμετρη εμπιστοσύνη στις γνώσεις και την πληροφόρηση τους, αγνοώντας την αγορά και τα θεμελιώδη μεγέθη της,

2.3.1.2 Αντιπροσωπευτικότητα (*Representativeness*)

Οι Kahneman & Tversky (1972) αναφέρουν ότι οι άνθρωποι χρησιμοποιούν τον ευριστικό κανόνα της αντιπροσωπευτικότητας, όταν προσπαθούν να υπολογίσουν την πιθανότητα ένα σύνολο δεδομένων A να προέκυψε από ένα σύνολο δεδομένων B ή ότι ένα αντικείμενο A να ανήκει στην ομάδα B. Ουσιαστικά, είναι η τάση των ανθρώπων να κωδικοποιούν τα γεγονότα και συχνά αντιλαμβάνονται μια σειρά τυχαίων γεγονότων ως επαναλαμβανόμενα, ενώ κάτι τέτοιο πιθανότατα να μην ισχύει (Tversky & Kahneman, 1974).

Η αντιπροσωπευτικότητα αποτελεί έναν χρήσιμο ευριστικό κανόνα, ωστόσο, μπορεί να οδηγήσει σε συστηματικά λάθη. Ένα πολύ βασικό πρόβλημα που προκύπτει από την χρήση του κανόνα της αντιπροσωπευτικότητας, είναι ότι οι άνθρωποι αγνοούν τη σχετική συχνότητα με την οποία λαμβάνει χώρα ένα γεγονός ή ακόμα και να προβλέψουν το μέγεθος του δείγματος, γεγονός που οδηγεί σε πολωμένες προβλέψεις. Σε αυτές τις περιπτώσεις τα άτομα βγάζουν συμπεράσματα βάσει ενός μικρού δείγματος κάνοντας λανθασμένες γενικεύσεις (Tversky & Kahneman, 1974).

Στο ελληνικό χρηματιστήριο φαίνεται ότι οι επενδυτές κάνουν χρήση του κανόνα της αντιπροσωπευτικότητας, αποχωρώντας μαζικά από τις θέσεις τους από μετοχές που καταγράφουν ζημίες επί συνεχόμενες ημέρες, κάτι που σύμφωνα με τα θεμελιώδη τους δεν δικαιολογείται. Επίσης, παρατηρείται ότι κάποιοι άλλοι επενδυτές πέφτουν στην παγίδα να κρατούν θέσεις σε μετοχές, που ενώ τα θεμελιώδη τους δεν είναι αξιόλογα, καταγράφουν κέρδη επί συνεχόμενες μέρες.

2.3.1.3 Συντηρητισμός (*Conservatism*)

Ο συντηρητισμός, ως φαινόμενο, αναφέρεται στην καχυποψία που δείχνουν οι άνθρωποι προς τα νέα δεδομένα. Γενικά, ο συντηρητισμός, ως προς το άγνωστο, αναφέρεται στην απροθυμία των ατόμων να υιοθετήσουν νέες πληροφορίες και στην αργή και σταδιακή αλλαγή των απόψεων και αποφάσεων τους. Αποτελεί μία πτυχή της ανθρώπινης ιδιοσυγκρασίας, η οποία μπορεί να επηρεάσει την προσωπικότητα του ατόμου και συνεπώς κάθε του απόφαση (Shiller, 2000).

Ο συντηρητισμός είναι η τάση των επενδυτών να προσαρμόζουν πολύ αργά και συντηρητικά τις απόψεις τους όταν λαμβάνουν νέες πληροφορίες (Shiller, 2000). Ο Edwards (1968) όρισε για πρώτη φορά το φαινόμενο του συντηρητισμού

τονίζοντας ότι οι άνθρωποι έχουν την τάση να μην προσαρμόζουν τις πεποιθήσεις τους στο βαθμό που θα έπρεπε όταν λαμβάνουν νέες πληροφορίες, με το σφάλμα στην εκτίμηση τους να είναι μεγαλύτερο και σοβαρότερο, όσο περισσότερο χρήσιμη είναι η νέα διαθέσιμη πληροφορία.

Οι μελέτες των Lord, Ross & Lepper (1979) απέδειξαν ότι οι άνθρωποι στην προσπάθειά τους να στηρίξουν την άποψη τους, ερμηνεύουν λανθασμένα κάποια στοιχεία θεωρώντας ότι επιβεβαιώνουν την άποψη τους, ενώ στην πραγματικότητα την διαψεύδουν. Το φαινόμενο αυτό είναι γνωστό σαν *“πόλωση επιβεβαίωσης”* (confirmation bias). Στο φαινόμενο αυτό οφείλεται και το γεγονός ότι οι επενδυτές αργούν να συνειδητοποιήσουν ότι μια τάση θα συνεχίσει να υφίσταται, όπως η άνοδος των τιμών σε συνδυασμό με μια κερδοσκοπική φούσκα.

Όσο αφορά το ελληνικό χρηματιστήριο έχει χαρακτηριστεί από πολλούς ως αρκετά συντηρητική αγορά, λόγω των μεγάλων επενδύσεων που πραγματοποιούνται κυρίως σε μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Παρατηρείται ότι και οι έλληνες και οι ξένοι επενδυτές εμφανίζονται απρόθυμοι να μετακινηθούν από τις θέσεις τους, οι οποίες είναι *“δοκιμασμένες”* και αποδίδουν, προς θέσεις με περισσότερο ρίσκο. Το ίδιο συντηρητικές εμφανίζονται και οι ελληνικές επιχειρήσεις ως προς την υιοθέτηση σύγχρονων μεθόδων παραγωγής και λειτουργίας, με αποτέλεσμα να τις καθιστά συχνά λιγότερο ανταγωνιστικές.

2.3.1.4 Αγκίστρωση (Anchoring)

Η αγκίστρωση αποτελεί μία πνευματική διεργασία συντόμευσης που σκοπό έχει να απλοποιήσει πολύπλοκα προβλήματα της διαδικασίας λήψης αποφάσεων (Αλεξιάκης & Ξανθάκης, 2008). Οι άνθρωποι σε πολλές περιπτώσεις κάνουν εκτιμήσεις ξεκινώντας από μια αρχική τιμή την οποία προσαρμόζουν για να λάβουν το τελικό αποτέλεσμα. Η αρχική αυτή τιμή μπορεί να δίνεται από το πρόβλημα ή να υπολογίζεται, όμως σε κάθε περίπτωση οι προσαρμογές που γίνονται δεν είναι επαρκείς (Slovic & Lichtenstein, 1971). Όταν ξεκινάμε από διαφορετικά αρχικά σημεία καταλήγουμε σε διαφορετικές εκτιμήσεις, οι οποίες είναι μεροληπτικές ως προς την αρχική τιμή, η οποία χρησιμοποιείται ως σημείο αναφοράς. Το φαινόμενο αυτό ονομάστηκε από τους Tversky & Kahneman (1974) *“anchoring”*. Η αγκίστρωση προκύπτει όταν οι επενδυτές βασίζονται τις αποφάσεις και τις εκτιμήσεις τους σε σημεία αναφοράς, όπως είναι παραδείγματος χάρι η τιμή της αγοράς ενός

αξιόγραφου, και λαμβάνοντας υπόψη τους αυτά τα σημεία αναφοράς όταν λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις.

2.3.1.5 *Μεροληψία Διαθεσιμότητας (Availability Biases)*

Σύμφωνα με το φαινόμενο αυτό οι άνθρωποι έχουν την τάση να στρέφονται σε αντίστοιχα γεγονότα και καταστάσεις του παρελθόντος προκειμένου να εξετάσουν την πιθανότητα πραγματοποίηση ενός γεγονότος. Ενώ αυτή η σκέψη έχει μια λογική, δεν οδηγεί πάντοτε στο ορθότερο συμπέρασμα. Αυτό ίσως να οφείλεται στο γεγονός ότι δεν είναι όλες οι μνήμες διαθέσιμες, με αποτέλεσμα να παραβλέπονται από την διεργασία ένας σημαντικός όγκος πληροφοριών (Tversky & Kahneman, 1974). Κατά αυτόν τον τρόπο εξηγείται και η τάση των ανθρώπων να δίνουν μεγαλύτερες πιθανότητες από όσο πρέπει στο πιο έντονο ή συναισθηματικά φορτισμένο ενδεχόμενο.

Μια πληροφορία αν περιέχει στοιχεία που εφιστούν την προσοχή ή δημιουργούν διασυνδέσεις τις οποίες τείνουν να θυμούνται οι άνθρωποι θεωρείται μεροληπτική. Με αποτέλεσμα οι άνθρωποι να προβαίνουν συχνά σε μεροληπτικές αποφάσεις σχετικά με την πιθανότητα πραγματοποίησης ενός γεγονότος με βάση το πόσο εύκολα μπορούν να ανασύρουν από την μνήμη παρόμοια περιστατικά. Αυτό έχει ως συνέπεια να δίνουν μμεγαλύτερη βαρύτητα σε γεγονότα που μπορούν να ανακαλέσουν από τη μνήμη τους ή σε πληροφορίες που τους έχουν κάνει μεγάλη εντύπωση.

Ο Pompiari (2006) αναφέρει ότι υπάρχουν πολλοί τύποι μεροληψιών διαθεσιμότητας. Από τους οποίους τέσσερις ανταποκρίνονται επαρκώς στην επενδυτική συμπεριφορά: α) η ανάκτηση (retrievability), β) η κατηγοριοποίηση (categorization), γ) η περιορισμένη εμπειρία (narrow range of experience) και δ) η απήχηση (reasonance).

2.3.1.6 *Το Λάθος του Τζογαδόρου (Gambler's Fallacy)*

Το λάθος του τζογαδόρου αφορά τη λανθασμένη αντίληψη της τυχαιότητας και συνδέεται άμεσα με το σφάλμα αντιπροσωπευτικότητας. Αρχικά με μελετήθηκε από τους Tversky & Kahneman (1974) και αποτελεί την λανθασμένη πεποίθηση ότι γ πρόσφατη εμφάνιση ενός αποτελέσματος, αυξάνει τις πιθανότητες τα μελλοντικά

αποτελέσματα να διαφέρουν (Hirshleifer, 2001). Στη χρηματιστηριακή αγορά το λάθος του τζογαδόρου παρατηρείται όταν οι επενδυτές πιστεύουν ότι μία τάση που υπάρχει στην αγορά θα αντιστραφεί. Οι επενδυτές μελετούν την κατανομή των αποδόσεων και πιστεύουν ότι η αγορά θα ακολουθήσει μια διαδικασία αυτοδιόρθωσης προς την αντίθετη κατεύθυνση από την τρέχουσα. Όμως κανείς δεν γνωρίζει εκ των προτέρων τις μελλοντικές αποδόσεις της αγοράς, με αποτέλεσμα οι επενδυτές οι οποίοι προβάλλουν το πρόσφατο παρελθόν στο μέλλον αντιμετωπίζουν σοβαρά προβλήματα στις περισσότερες περιπτώσεις (Σπύρου 2009).

2.3.1.7 Η Συμπεριφορά της Αγέλης (*Herding*)

Από τα σημαντικότερα συμπεριφορικά σφάλματα των επενδυτών αλλά και των επαγγελματιών διαχειριστών χαρτοφυλακίων, που έχει αναδειχτεί από την μελέτη των διεθνών κεφαλαιαγορών είναι η συμπεριφορά της αγέλης. Η συμπεριφορά αυτή βασίζεται στην υπόθεση ότι οι αποφάσεις των μεμονωμένων ανθρώπων επηρεάζονται από την τάση που σχηματίζεται από το σύνολο και το περιβάλλον. Η συμπεριφορά της αγέλης είναι η αμοιβαία μίμηση των επενδυτικών επιλογών, η οποία οδηγεί τελικά σε σύγκλιση δράσεων (Hirshleifer & Teoh, 2003). Αποτελεί μια συντονισμένη κίνηση ομάδων επενδυτών σε μια συγκεκριμένη επένδυση την ίδια χρονική στιγμή.

Όταν οι άνθρωποι συνειδητοποιήσουν ότι οι επιλογές τους έρχονται σε αντίθεση με το σύνολο, αλλάζουν στάση και ενσωματώνονται σε αυτό. Εμπειρικά πειράματα έχουν δείξει ότι όταν ένα άτομο απαντήσει μόνο του κάποιες ερωτήσεις δίνει τις σωστές απαντήσεις, ενώ όταν ενταχθεί σε κάποια ομάδα που δίνει εσκεμμένα λάθος απαντήσεις τότε τείνει να δίνει και αυτός λάθος απαντήσεις (Αλεξιάκης & Ξανθάκης, 2008).

Η αγελαία συμπεριφορά, στο χρηματιστηριακό χώρο, είναι αισθητή σε περιόδους μανιωδών πωλήσεων (κραχ) και μανιωδών αγορών (φούσκες). Οι Hirshleifer & Teoh (2003) πραγματοποίησαν μια έρευνα, η οποία εξέτασε την συμπεριφορική σύγκλιση και τη μεταβολή στη συμπεριφορά των επενδυτών, των αναλυτών μετοχών και των αποφάσεων των επιχειρήσεων. Τα ευρήματα της έρευνας έδειξαν ότι οι επενδυτές επηρεάζονται ως προς την επιλογή των μετοχών που θα επενδύσουν αλλά και την στιγμή που θα επιλέξουν να πραγματοποιήσουν την επένδυση, από τις κινήσεις των μεγάλων επενδυτών. Οι επενδυτές επηρεάζονται και στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων, από τις παρελθούσες επιτυχημένες

επιλογές των μεγαλοεπενδυτών, ειδικά όταν πρόκειται για μεγάλους οργανισμούς/επιχειρήσεις με σημαντικά κεφάλαια υπό διαχείριση, έχουν την δυνατότητα να τοποθετούν μεγάλα ποσά και να επηρεάζουν την τιμή μια μετοχής με μικρή διασπορά, σε κάποιο βαθμό. Επίσης, συμφωνά με τα ευρήματα αυτής της έρευνας και τα ευρήματα της έρευνας των Beckers, Steliaros & Thomson (2004), παρατηρείται σύγκλιση στις εκτιμήσεις των αναλυτών αναφορικά με τα αποτελέσματα των εταιρειών. Οι αποφάσεις των εταιρειών όσο αφορά τις επενδυτικές τους κινήσεις, τη χρηματοδότηση και τη δημοσίευση των οικονομικών τους αποτελεσμάτων, επηρεάζονται από τις αποφάσεις των λοιπών εταιρειών του κλάδου ή της χώρας που δραστηριοποιούνται (Hirshleifer & Teoh, 2003).

Η αγελαία συμπεριφορά ενός επενδυτή δεν είναι πάντα παρορμητική, κάποιες φορές μπορεί να χαρακτηριστεί και ως ορθολογική. Όταν ένας επενδυτής έχει αντίθετη θέση απέναντι στο σύνολο για μια μετοχή, αλλά πιστεύει ότι το σύνολο θα μείνει προσκολλημένο στην τρέχουσα κατάσταση, τότε θα συνταχθεί με το σύνολο, επειδή θεωρεί ότι το σύνολο θα καθορίσει την τιμή (Αλεξάκης & Ξανθάκης, 2008).

2.3.1.8 Αισιοδοξία/Θετική Σκέψη (*Optimism/Wishful Thinking*)

Ένα από τα σοβαρότερα συναισθηματικά σφάλματα είναι η υπερβολική αισιοδοξία των ανθρώπων να θεωρούν ότι είναι περισσότερο πιθανό να συμβούν σε αυτούς θετικά γεγονότα παρά αρνητικά. Η υπερβολική αισιοδοξία οδηγεί σε συμπεράσματα αντίθετα με τη θεωρία πιθανοτήτων και αυτή η συμπεριφορά ερμηνεύει για παράδειγμα την τάση των ανθρώπων να αγοράζουν λαχεία (Barberis & Thaler, 2003).

Η αισιοδοξία επηρεάζει τους επενδυτές με διάφορους τρόπους (Pompian, 2006). Οι αισιόδοξοι επενδυτές αφιερώνουν λιγότερο χρόνο στην ανάλυση των επενδυτικών τους επιλογών, ενώ παράλληλα προβλέπουν τις αρνητικές πληροφορίες που αφορούν τις επενδύσεις τους. Οι επενδυτές με την αισιοδοξία που έχουν υποβαθμίζουν το ρόλο του κινδύνου και της τύχης, τόσο στη ζωή τους, όσο και στις επενδύσεις, καθώς οι άνθρωποι επενδύουν σε μετοχές, θεωρώντας ότι οι προσωπικές τους επιλογές δεν θα σημειώσουν ποτέ απώλειες.

2.3.1.9 Προσκόλληση στις Πεποιθήσεις (*Belief Perseverance*)

Οι Barberis & Thaler (2003) αναφέρουν ότι έχουν συγκεντρωθεί σημαντικά στοιχεία σχετικά με την άποψη ότι όταν οι άνθρωποι διαμορφώνουν μια γνώμη παραμένουν σταθερά σε αυτήν και μάλιστα για μεγάλο χρονικό διάστημα. Έχει παρατηρηθεί ότι συμβαίνουν δυο φαινόμενα πιο συχνά. Πρώτον, οι άνθρωποι δεν είναι διατεθειμένοι να ερευνήσουν περαιτέρω για στοιχεία που έρχονται σε αντίθεση με τις πεποιθήσεις τους και δεύτερον, αν έρθουν αντιμέτωποι με τέτοια στοιχεία, τα αντιμετωπίζουν με έντονο σκεπτικισμό και ενδοιασμό (Lord, Ross & Lepper, 1979).

2.3.2 Προτιμήσεις

2.3.2.1 Η Θεωρία της Προοπτικής (*Prospect Theory*)

Ένα από τα απαραίτητα συστατικά στοιχεία ενός υποδείγματος που προσπαθεί να κατανοήσει τις τιμές των χρεογράφων ή την επενδυτική συμπεριφορά είναι η υπόθεση για τις προτιμήσεις των επενδυτών (Jo & Kim, 2008). Η πλειοψηφία των υποδειγμάτων υποθέτει ότι οι επενδυτές πραγματοποιούν επενδύσεις ανάλογα με την υπόθεση της αναμενόμενης χρησιμότητας. Η θεωρία της αναμενόμενης χρησιμότητας έχει γίνει αποδεκτή ως ένα κανονιστικό υπόδειγμα της οικονομικής συμπεριφοράς. Υποθέτει ότι οι άνθρωποι λαμβάνουν αποφάσεις με ορθολογικό τρόπο και παίρνουν εκείνη την απόφαση που μεγιστοποιεί την αναμενόμενη αξία της συνάρτησης χρησιμότητας. Ωστόσο, η θεωρία αυτή βασίζεται σε αξιώματα τα οποία θα πρέπει να επιβεβαιώνονται από πραγματικά δεδομένα αλλιώς μπορεί να αμφισβητηθεί η εγκυρότητά τους. Στη θεωρία της αναμενόμενης χρησιμότητας, οι χρησιμότητες των ενδεχομένων σταθμίζονται με τις πιθανότητές τους. Σύμφωνα με τους Kahneman & Tversky (1979) οι προτιμήσεις των ανθρώπων συστηματικά παραβιάζουν αυτή την αρχή. Παρουσίασαν ότι οι άνθρωποι βασίζονται περισσότερο σε ενδεχόμενα τα οποία θεωρούν βέβαια, παρά σε ενδεχόμενα που τα θεωρούν απλά πιθανά (*Certainty effect*). Μελετώντας διάφορα πειράματα (Kahneman & Tversky, 1979) πρότειναν μία συνάρτηση αξίας προσδιορισμένη από τα κέρδη και τις ζημιές σε σχέση με ένα σημείο αναφοράς και όχι σε σχέση με ένα απόλυτο επίπεδο ευημερίας. Με αυτή τη συνάρτηση θεμελίωσαν την θεωρία της προοπτικής (*Prospect theory*). Η εργασία τους αυτή, αποτέλεσε μια σημαντική μελέτη, καθώς χρησιμοποίησε γνωστική ψυχολογία για να εξηγήσει τις διάφορες διακυμάνσεις κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Στην πραγματικότητα είναι μια περιγραφική θεωρία της διαδικασίας

λήψεως αποφάσεων υπό συνθήκες αβεβαιότητας, η οποία όμως απορρίπτει την ιδέα της μεγιστοποίησης της αναμενόμενης χρησιμότητας αλλά βασίζεται σε γνωστικές διαδικασίες που υπογραμμίζουν σε πολλές περιπτώσεις την επιρροή από ψυχολογικούς παράγοντες.

Η θεωρία της προοπτικής αποδέχεται την υπόθεση ότι οι άνθρωποι δεν συμπεριφέρονται πάντα ορθολογικά και πραγματοποιούν συστηματικά λάθη, τα οποία κινητοποιούνται από ψυχολογικούς παράγοντες, οι οποίοι επηρεάζουν τις επιλογές τους υπό συνθήκες αβεβαιότητας. Η θεωρία της προοπτικής αποδίδει αξία σε κέρδη και ζημίες, παρά στα τελικά αγαθά, και αντικαθιστά τις πιθανότητες με βάρη αποφάσεων. Ειδικότερα, προτείνει ότι τα βάρη απόφασης δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα σε μικρές πιθανότητες και μικρότερη σε υψηλές πιθανότητες (Ricciardi & Simon, 2000).

Η θεωρία της προοπτικής διακρίνει δύο φάσεις στην εξέταση μίας προοπτικής: την φάση της επεξεργασίας (editing) και τη φάση της αξιολόγησης (evaluation). Η φάση της επεξεργασίας αποτελεί μία προκαταρκτική ανάλυση των προσφερόμενων προοπτικών συνήθως με τη χρήση ευριστικών κανόνων, που συχνά οδηγεί σε απλοποίησή τους. Ενώ στη φάση της αξιολόγησης αξιολογούνται οι επεξεργασμένες προοπτικές όπου και επιλέγεται η προοπτική με τη μεγαλύτερη αξία (Αλεξιάκης & Ξανθάκης, 2008). Το στάδιο της επεξεργασίας περιλαμβάνει τους παρακάτω χειρισμούς:

- *κωδικοποίηση (coding)*

Οι άνθρωποι αντιλαμβάνονται τις προοπτικές ενός παιχνιδιού ως κέρδη και ζημίες και όχι ως τελικές καταστάσεις πλούτου και ευημερίας. Τα κέρδη και οι ζημίες ορίζονται ως προς κάποιο σημείο αναφοράς (reference point), το οποίο είναι συνήθως η τρέχουσα οικονομική κατάσταση, στην οποία τα κέρδη και οι ζημίες ουσιαστικά συμπίπτουν με τα ποσά που εισπράττονται ή πληρώνονται στο παιχνίδι. Ωστόσο, η θέση του σημείου αναφοράς και η μεταγενέστερη κωδικοποίηση των εκροών μπορεί να επηρεαστούν από τη διατύπωση των προσφερόμενων προοπτικών και από τις προσδοκίες του ανθρώπου που λαμβάνει τις αποφάσεις.

- *συνδυασμός (combination)*

Μερικές φορές οι επενδυτές μπορεί να συνδυάσουν τις πιθανότητες που σχετίζονται με τις ίδιες ακριβώς εκροές και να δημιουργήσουν μια προοπτική (Σπύρου, 2009).

- *διαχωρισμός (segregation)*

Κατά την διαδικασία του διαχωρισμού οι επενδυτές διαχωρίζουν δυο επενδύσεις με κίνδυνο σε προοπτικές με ένα ακίνδυνο στοιχείο και ένα στοιχείο με κίνδυνο.

- *ακύρωση (cancellatio)*

Στη φάση της ακύρωσης οι επενδυτές συνήθως διαγράφουν στοιχεία που είναι κοινά σε δυο προοπτικές.

- *απλοποίηση (simplification)*

Κατά την φάση της απλοποίησης οι επενδυτές απλοποιούν τις προοπτικές με την στρογγυλοποίηση των εκροών και των πιθανοτήτων.

- *ανίχνευση της κυριαρχίας (detection of dominance).*

Τέλος, η ανίχνευση της κυριαρχίας αναφέρεται στην εξέταση των προσφερόμενων προοπτικών και στην απόρριψη των εναλλακτικών που κυριαρχούνται από άλλες.

Εν κατακλείδι, η θεωρία της προοπτικής αποτελεί μία από τις πιο υποσχόμενες θεωρίες, καθώς προσπαθεί να εντοπίσει τη συμπεριφορά των ανθρώπων υπό συνθήκες αβεβαιότητας. Το κύριο πλεονέκτημά της είναι ότι έχει την δυνατότητα να εξηγήσει το λόγο που οι άνθρωποι πραγματοποίησαν κάποια επένδυση, ακόμα και αν μια άλλη τους πρόσφερε την ίδια απόδοση. Αποτελεί την πιο επιτυχημένη θεωρία στην αποτύπωση εμπειρικών αποτελεσμάτων (Barberis & Thaler 2003).

2.3.2.2 Αποστροφή Ζημίας (*Loss Aversion*)

Οι Kahneman & Tversky (1979) αναφέρουν ότι υπάρχει ασυμμετρία μεταξύ του βαθμού χρησιμότητας που τα άτομα αντλούν από τις απώλειες και τα κέρδη. Η ασυμμετρία αυτή ονομάζεται αποστροφή ζημίας. Οι απώλειες σταθμίζονται σχεδόν διπλάσια από τα κέρδη, σύμφωνα με τις εμπειρικές έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί (Αλεξιάκης & Ξανθάκης, 2008). Άρα κάποιος που θα χάσει ένα χρηματικό ποσό, η πικρία που θα αισθανθεί θα είναι διπλάσια από την ευχαρίστηση που θα νιώσει αν κερδίσει το αντίστοιχο ποσό. Συνεπώς τα άτομα βιώνουν πιο έντονα το αίσθημα της απώλειας παρά αυτό του κέρδους.

Στη χρηματιστηριακή αγορά οι επενδυτές δυσκολεύονται να ρευστοποιήσουν μια επένδυση που παράγει ζημίες, ενώ αντίθετα ρευστοποιούν πιο εύκολα μετοχές που αποδίδουν κέρδη. Οι Shefrin & Statman (1985) παρουσίασαν το φαινόμενο αυτό και ονομάστηκε αποτέλεσμα προδιάθεσης. Συνεπώς, οι επενδυτές στην προσπάθεια

τους να αποφύγουν την αναγνώριση ζημιών, οδηγούνται στη διακράτηση μετοχών που παρουσιάζουν ζημιές. Αντίθετα, όταν μια μετοχή αποδίδει κέρδη οι επενδυτές τη ρευστοποιούν γρήγορα προκειμένου να αναγνωρίσουν άμεσα κέρδη, έστω και μικρότερα σε σχέση με την ενδεχόμενη άνοδο που θα παρουσίαζε η τιμή της μετοχής αν συνεχιζόταν η αύξουσα πορεία της.

2.3.2.3 Αποστροφή Μετανοίας (*Regret Aversion*)

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω όταν ένας επενδυτής αποφεύγει να ρευστοποιήσει μια ζημιογόνα μετοχή, το κάνει για να αποφύγει την αναγνώριση ζημιών. Επίσης μπορεί να αποφεύγει να ρευστοποιήσει την μετοχή, έτσι ώστε να αποφύγει να αισθανθεί μετάνοια για τη λάθος εκτίμηση του. Ο επενδυτής θα πρέπει να παραδεχτεί το λάθος ενώπιον του εαυτού του αλλά και του περιβάλλοντος του, με αποτέλεσμα το αίσθημα της μετάνοιας να ενισχύεται (Ricciardi & Simon, 2000).

Στο χρηματιστήριο Αθηνών, την περίοδο 1998-1999, εκατοντάδες χιλιάδες επενδυτές αγόρασαν μετοχές σε πολύ υψηλά επίπεδα και δεν δέχονταν να τις πουλήσουν όταν οι τιμές τους άρχισαν να πέφτουν με αποτέλεσμα να εγκλωβιστούν σε πολύ υψηλές τιμές (Σπύρου 2009).

Όταν κυριαρχούν απαισιόδοξα νέα, όπως σε γίνεται σε μια περίοδο κρίσης, τότε οι επενδυτές ψάχνουν τρόπους για την επιβεβαίωση των πεποιθήσεών τους. Για να ελαχιστοποιηθεί η απώλεια ακολουθείται η συμπεριφορά του πλήθους και οδηγούνται οι επενδυτές σε κινήσεις πανικού. Οι καταστάσεις πανικού βασίζονται σε ένα συνδυασμό μετάνοιας και συμπεριφοράς της αγέλης. Το αποτέλεσμα όλης αυτής της κατάστασης είναι η πτώση των τιμών και η δημιουργία αρνητικού κλίματος (Rizzi, 2008).

Εν κατακλείδι, η θεωρία της μετάνοιας αναφέρει ότι ο πλούτος οδηγεί σε διαφορετικά επίπεδα ανάληψης κινδύνου. Οι μεγάλες εταιρείες δέχονται υψηλότερα επίπεδα κινδύνου από τις μικρότερες. Η μεγαλύτερη ανεκτικότητα ως προς τον κίνδυνο μειώνει την "ευαισθησία" ειδικά σε υπέρ-τιμημένες αγορές, όταν τα επίπεδα εισοδήματος είναι υψηλά. Συνεπώς, η διάθεση ανάληψης κινδύνου μειώνεται με το επίπεδο του πλούτου.

2.3.2.4 Πλαισίωση/Διατύπωση (*Framing*)

Οι Scheufele & Tewksbury (2007) αναφέρουν ότι η πλαισίωση βασίζεται στην υπόθεση πως ο τρόπος που χαρακτηρίζεται μια είδηση από τα ΜΜΕ, επηρεάζει τον τρόπο με τον οποίο αντιλαμβάνεται το κοινό το εν λόγω θέμα. Το φαινόμενο της διατύπωσης αναφέρεται στην τάση των ανθρώπων να ανταποκρίνονται διαφορετικά, κατά τη διαδικασία λήψεως αποφάσεων, βασιζόμενοι στον τρόπο με τον οποίο μία επιλογή διατυπώνεται. Με αποτέλεσμα οι πιθανές δράσεις των ανθρώπων να επηρεάζονται από τον τρόπο που διατυπώνεται ένα πρόβλημα. Το φαινόμενο της διατύπωσης έχει γίνει το βασικό θέμα συζήτησης πολλών αναλυτών και η ύπαρξή του παραβιάζει την παραδοσιακή προοπτική της ορθολογικής επιλογής, η οποία υποθέτει ανεξαρτησία του πλαισίου αναφοράς του προβλήματος. Τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνα των Kahneman, Slovic & Tversky (1981), έδειξαν ότι οι διαφορετικές διατυπώσεις ιδίων σεναρίων επηρεάζουν τις αποφάσεις και τις εκτιμήσεις των ανθρώπων αναφορικά με τις διαφορετικές επιλογές που τους παρουσιάζονται.

2.3.2.5 Νοητική Λογιστική (*Mental Accounting*)

Η έννοια της νοητικής λογιστικής αρχικά χρησιμοποιήθηκε για να εξηγήσει την προτίμηση των επενδυτών για μερίσματα. Η πρώτη ιδέα βασίζεται στο ότι οι άνθρωποι αντιμετωπίζουν προβλήματα εσωτερικής πειθαρχίας και η δεύτερη ιδέα έχει να κάνει με το πώς οι άνθρωποι αντιλαμβάνονται τη χρησιμότητα.

Η νοητική λογιστική, σύμφωνα με τους Αλεξάκη & Ξανθάκη (2008), αποτελεί μέρος της θεωρίας των προσδοκιών και αναφέρεται στην τάση των ανθρώπων να κατηγοριοποιούν γεγονότα σε διαφορετικούς νοητικούς λογαριασμούς που δημιουργούνται βάση συγκεκριμένων χαρακτηριστικών.

Επίσης, ο Thaler (1985) αναφέρει ότι η νοητική λογιστική είναι μία τάση των ανθρώπων να κωδικοποιούν, να κατηγοριοποιούν και να αξιολογούν οικονομικές εκροές. Η βασική ιδέα της νοητικής λογιστικής είναι ότι όταν οι άνθρωποι λαμβάνουν αποφάσεις τείνουν να κατηγοριοποιούν τους διαφορετικούς τύπους επενδυτικών κινδύνων που συναντούν σε διαφορετικούς νοητικούς λογαριασμούς. Στη συνέχεια εφαρμόζουν τους κανόνες των αποφάσεων της θεωρίας των προσδοκιών σε κάθε λογαριασμό αγνοώντας τις πιθανές αλληλεπιδράσεις μεταξύ τους.

Οι άνθρωποι δημιουργούν νοητικά λογιστικά συστήματα που λειτουργούν με τον ίδιο τρόπο όπως οι επιχειρήσεις και διακρίνουν τον πλούτο τους σε τρεις λογαριασμούς, το εισόδημα, τα περιουσιακά στοιχεία και το μελλοντικό εισόδημα. Οι άνθρωποι αντί να βελτιστοποιούν τις καταναλωτικές τους επιλογές με μακροπρόθεσμο ορίζοντα, λαμβάνουν αποφάσεις με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, χρησιμοποιώντας νοητικούς λογαριασμούς προκειμένου να ελέγξουν προβλήματα εσωτερικής πειθαρχίας (Shefrin & Thaler, 1988).

Συμπερασματικά μπορεί να αναφερθεί ότι η ιδέα της νοητικής λογιστικής εξηγεί γιατί πολλοί άνθρωποι προσπαθούν να εκμεταλλευτούν ευκαιρίες και προσφορές από πράγματα που δεν χρειάζονται. Παρατηρείται πως όταν κάτι πωλείται χαμηλότερα από τη νοητική αξία του, η ευκαιρία για την αγορά κυριαρχεί από την πραγματική χρησιμότητα του πράγματος (Σπύρου 2009).

Κεφάλαιο 3: Επένδυση

3.1 Επένδυση και κερδοσκοπία

Έχει εκφραστεί πολλές φορές η άποψη ότι η διάκριση μεταξύ των όρων κερδοσκοπία και επένδυση δεν είναι εύκολη. Είναι εμφανές ότι όταν ένας παίκτης σε καζίνο ποντάρει σε έναν αριθμό ή σε ένα χρώμα της ρουλέτας, κερδοσκοπεί. Από την άλλη, όταν ένας επενδυτής αγοράζει ή πουλά μια μετοχή ποντάροντας σε μια μεταβολή της τιμής της, προφανώς και αυτός κερδοσκοπεί.

Η δέσμευση ενός συγκεκριμένου ποσού κεφαλαίου στον παρόντα χρόνο, η οποία υλοποιείται με κίνητρο την προσδοκία υψηλότερων απολαβών στο μέλλον, ονομάζεται επένδυση. Συνοπτικά η επένδυση αποτελεί πράξη ανταλλαγής παρόντων με μελλοντικά εισοδήματα. Από την άλλη η κερδοσκοπία θεωρείται η αγοραπωλησία αξιόγραφων με σκοπό την εξασφάλιση κέρδους από τη μεταβολή της τιμής τους. Ενώ παρατηρείται ότι αυτές οι δυο έννοιες έχουν κοινά χαρακτηριστικά, η σημαντικότερη διαφορά τους βρίσκεται στο κίνητρο και στο χρονικό ορίζοντα της απόφασης. Οι κερδοσκόποι δρουν άμεσα και αποσκοπούν στο εύκολο και γρήγορο κέρδος, ενώ οι επενδυτές συμπεριφέρονται ορθολογικά, λαμβάνουν υπόψη τους τις ανάγκες, τους στόχους και τους περιορισμούς τους, λειτουργώντας και βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα. Εξάλλου, οι κερδοσκόποι για την υλοποίηση των στόχων τους χρησιμοποιούν, σε κάποιες περιπτώσεις, τακτικές και μεθόδους, οι οποίες είναι αθέμιτες. Μια επένδυση αυθόρμητη, χωρίς καμία πληροφόρηση είναι περισσότερο κερδοσκοπική από μια άλλη για την οποία έχει ερευνηθεί η ενδεχόμενη απόδοση της. Ο χρονικός ορίζοντας πρέπει να συνεξετάζεται με τη λογική που διέπει μια κίνηση, όσο αφορά την κερδοσκοπία έχει την λογική του τζόγου. Επιπρόσθετα, η κερδοσκοπία απαιτεί ενεργητικές κινήσεις σε αντίθεση με την επένδυση που απαιτεί παθητικές ενέργειες.

Στα αγγλικά ο ελληνικός όρος κερδοσκοπία αποδίδεται με δυο λέξεις: *arbitrage* και *speculation*. Το *arbitrage* είναι η ταυτόχρονη αγορά, πώληση και επανατοποθέτηση δυο περιουσιακών στοιχείων με στόχο την πραγματοποίηση κέρδους από τη διαφορά μεταξύ των τιμών. Όπως έχει αναφερθεί και στο πρώτο κεφάλαιο η διαδικασία *arbitrage* συμβάλλει στην ισορροπία των τιμών, αφού δεν είναι λογικό το ίδιο περιουσιακό στοιχείο να πωλείτε σε δυο αγορές, που

επικοινωνούν μεταξύ τους, με δυο διαφορετικές τιμές. Από την άλλη, ο όρος *speculation* αναφέρεται στην διαδικασία αγοροπωλησίας περιουσιακών στοιχείων μέσα σε μη λογικό οικονομικό πλαίσιο. Οι *speculators* όταν αγοράζουν ένα περιουσιακό στοιχείο σε υψηλή τιμή, περιμένουν ότι θα βρουν κάποιον να το αγοράσει σε υψηλότερη τιμή από αυτήν που το έχουν αγοράσει. Στη συνέχεια αυτός που αγοράζει το περιουσιακό στοιχείο από τον *speculators* πιστεύει ότι θα το μεταπωλήσει σε κάποιον άλλον σε ακόμα υψηλότερη τιμή. Στη διαδικασία αυτή βασικό στοιχείο αποτελεί η ψυχολογία του ατόμου ή της μάζας, καθώς η κίνηση αυτή στηρίζεται στην παρόρμηση και στον ψυχολογικό παράγοντα και όχι στην λογική απόδοση που μπορεί να έχει το περιουσιακό στοιχείο. Σε γενικές γραμμές, το *arbitrage* είναι μια μέθοδος που βασίζεται στην ορθή τιμολόγηση των στοιχείων, στον υπολογισμό του οφέλους και του κόστους από μια συναλλαγή, ενώ *speculation* είναι μια μέθοδος που βασίζεται στη θετική ή αρνητική ψυχολογία.

3.2 Είδη επενδύσεων

Παραπάνω αναφέρθηκε η έννοια της επένδυσης, όμως σύμφωνα με το Ευρετήριο Οικονομικών Όρων (2013) σε μια οικονομία η επένδυση διακρίνεται σε ιδιωτική και δημόσια ανάλογα με το φορέα (ιδιωτικό ή δημόσιο) και το σκοπό της (κερδοσκοπική ή μη κερδοσκοπική).

Όσο αφορά τις ιδιωτικές επενδύσεις αυτές συνήθως χρηματοδοτούνται με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ή δανεισμό και με αυτοχρηματοδότηση. Περιλαμβάνουν δαπάνες για κατοικίες, πάγιες εγκαταστάσεις των επιχειρήσεων και αύξηση των αποθεμάτων των επιχειρήσεων. Επιπλέον, οι ιδιωτικές επενδύσεις παγίων κεφαλαιουχικών αγαθών έχουν μεγάλη σημασία για την ανάπτυξη της παραγωγικής βάσης μιας οικονομίας (Ευρετήριο Οικονομικών Όρων, 2013).

Όσο αφορά τις δημόσιες επενδύσεις, οι οποίες περιλαμβάνουν δρόμους, σχολεία, νοσοκομεία, κλπ., αυτές χρηματοδοτούνται με εσωτερικό ή εξωτερικό δανεισμό, φορολογίες και αυτοχρηματοδότηση. Οι δημόσιες επενδύσεις συνήθως διακρίνονται σε εκείνες της κεντρικής διοίκησης (Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων) και των ΔΕΚΟ.

Επιπλέον, οι επενδύσεις διακρίνονται σε καθαρές και ακαθάριστες. Οι καθαρές επενδύσεις περιλαμβάνουν την καθαρή προσθήκη στο κεφάλαιο και τα αποθέματα

προϊόντων στην οικονομία, ενώ οι ακαθάριστες περιλαμβάνουν και τις αποσβέσεις .

3.3 Κατηγορίες επενδύσεων

Εκτός από τα είδη υπάρχουν και οι κατηγορίες επενδύσεων. Σύμφωνα με την Ινδοπούλου (2004) υπάρχουν οι παρακάτω κατηγορίες επενδύσεων:

1. *Μετοχή:* αποτελεί ένα κομμάτι μιας εταιρείας. Τα κέρδη που θα λάβει ο επενδυτής/μέτοχος σχετίζονται άμεσα από τη μελλοντική ανάπτυξη της συγκεκριμένης επιχείρησης στην οποία έχει επενδύσει. Η απόδοση του επενδυτή/μετόχου προκύπτει είτε από την είσπραξη του μερίσματος, είτε από την πώληση της μετοχής σε υψηλότερη τιμή από την τιμή της κτήσης.
2. *Ομολογία:* αποτελεί ένα χρέος του εκδότη της ομολογίας προς τον επενδυτή/ομολογιούχο. Η απόδοση του επενδυτή/ομολογιούχου προέρχεται από την είσπραξη του τόκου.
3. *Τραπεζική κατάθεση:* αποτελεί ένα χρέος της τράπεζας προς τον επενδυτή-καταθέτη. Η απόδοση του επενδυτή/καταθέτη προκύπτει από την είσπραξη του τόκου. Συνήθως, οι τραπεζικές καταθέσεις προσφέρουν χαμηλότερα επιτόκια, αλλά με μεγαλύτερη ευκολία του επενδυτή να μετατρέψει τις καταθέσεις του σε χρήμα.
4. *Νομίσματα:* η απόδοση του επενδυτή επηρεάζεται/προκύπτει από την πορεία της συναλλαγματικής ισοτιμίας του συγκεκριμένου νομίσματος σε σχέση με άλλο νόμισμα και από το επιτόκιο που προσφέρει το συγκεκριμένο νόμισμα.
5. *Κτηματαγορά:* η απόδοση του επενδυτή προκύπτει από την αύξηση της τιμής του ακινήτου, καθώς και από την είσπραξη ενοικίων.
6. *Εμπορεύματα:* πρόκειται για το πετρέλαιο, για το χρυσό, για διάφορα άλλα μέταλλα, (αλουμίνιο, ψευδάργυρος, χαλκός, χάλυβας, κ.λ.π.) καθώς επίσης και για μια σειρά από τρόφιμα, (όπως ο καφές, η ζάχαρη). Ο επενδυτής αγοράζει ορισμένη ποσότητα εμπορευμάτων, την οποία διαπραγματεύεται στα διεθνή χρηματιστήρια.
7. *Παράγωγα προϊόντα:* οι κυριότερες κατηγορίες παραγώγων προϊόντων είναι τα δικαιώματα (options), τα προθεσμιακά συμβόλαια (futures) και οι ανταλλαγές (swaps).
8. *Αμοιβαία κεφάλαια:* πρόκειται για την ενιαία διαχείριση-επένδυση κεφαλαίων σε μετοχές, ομολογίες, εμπορεύματα, παράγωγα προϊόντα, κτηματαγορά, κ.λ.π., που προέρχονται από μια ευρεία σειρά επενδυτών οι οποίοι είτε δεν έχουν τις γνώσεις να τα επενδύσουν άμεσα μόνοι τους, είτε πιστεύουν ότι μέσω των αμοιβαίων κεφαλαίων θα επιτύχουν καλύτερες επιδόσεις. Ο επενδυτής αγοράζει μερίδια ενός αμοιβαίου κεφαλαίου και η απόδοσή του είναι άμεσα συνδεδεμένη και

εξαρτώμενη από τη μέση απόδοση των επιλογών των διαχειριστών του αμοιβαίου κεφαλαίου.

3.4 Τα επτά "θανάσιμα αμαρτήματα" των επενδύσεων

Όπως έχει αναφερθεί και στα παραπάνω κεφάλαια, η παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία βασίζεται στην υπόθεση ότι ο επενδυτής δρα ορθολογικά. Στη περίπτωση αυτή, οι επενδυτικές και επιχειρηματικές αποφάσεις που λαμβάνει αντανακλούν πλήρως όλη τη διαθέσιμη πληροφορία και τις προσδοκίες που έχει διαμορφώσει. Ωστόσο, πολλές εμπειρικές έρευνες αποδεικνύουν ότι οι επενδυτές ως επί το πλείστον δεν είναι καθόλου ορθολογικοί. Ο Bernstein (1996) επισημαίνει ότι όταν οι άνθρωποι κληθούν να λάβουν αποφάσεις γύρω από μια αβέβαιη ή άγνωστη κατάσταση, οι επιλογές τους διέπονται από παραλογισμό, ανικανότητα και ασυνέπεια ως προς την αντιμετώπιση του ρευστού οικονομικού περιβάλλοντος.

Το πολυσύνθετο χρηματοπιστωτικό σύστημα και η ασύμμετρη πληροφόρηση οδηγεί τον επενδυτή σε διαδοχικά σφάλματα με σοβαρές απώλειες στο χαρτοφυλάκιο του. Για αυτό το λόγο, ο εντοπισμός, η ανάλυση, η καταγραφή και η κατανόηση αυτών των σφαλμάτων μπορεί να αποβεί αποτελεσματική, όχι μόνο για τη βελτιστοποίηση των ενεργειών του αλλά και για την επιτυχή ολοκλήρωση των επενδυτικών του στόχων.

Ο Pankin (2005) ήταν αυτός ο οποίος εντόπισε τα επτά πιο σημαντικά σφάλματα που διαπράττουν οι επενδυτές όταν βρίσκονται σε συνθήκες αβεβαιότητας. Παρακάτω θα παρουσιαστούν και θα αναλυθούν τα σφάλματα αυτά.

3.4.1 Συναίσθημα

Αν και δεν υπάρχει ένας κοινά αποδεκτός ορισμός του συναίσθηματος, οι Baker & Wurgler (2006) αναφέρουν ότι ως συναίσθημα ορίζεται η πεποίθηση που έχουν οι επενδυτές για τις μελλοντικές χρηματικές τους ροές και τον επενδυτικό κίνδυνο, το οποίο δεν μπορεί να δικαιολογηθεί από τα διαθέσιμα στοιχεία. Πολλές φορές μπορεί να είναι ανεξέλεγκτο ή ανεπιθύμητο. Όταν το συναίσθημα επηρεάζει τους επενδυτές λαμβάνουν μη ορολογικές επενδυτικές αποφάσεις, οι οποίες στηρίζονται στην παρόρμηση και όχι στην ανάλυση των οικονομικών δεδομένων.

Το συναίσθημα αποτελεί το βασικό θεμέλιο για τα σφάλματα και τα αμαρτήματα στα οποία εμπίπτουν οι επενδυτές και μέσα από τις διάφορες εκφάνσεις του τους οδηγεί σε παράλογες ενέργειες. Ο φόβος και η απληστία είναι τα δύο πιο γνωστά συναισθήματα που κατευθύνουν σε μεγάλο βαθμό την επενδυτική συμπεριφορά. Θα πρέπει να τονιστεί ότι ο φόβος και η απληστία είναι ιδιαίτερα εμφανή όταν η αγορά βρίσκεται σε ακραίες καταστάσεις και επικρατούν συνθήκες αβεβαιότητας. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα οι επενδυτές να περιπλέκουν τις διαθέσιμες πληροφορίες, αγοράζοντας σε υψηλότερες τιμές και πουλώντας σε χαμηλότερες τιμές. Με αποτέλεσμα το χαρτοφυλάκιο τους να υπόκειται σοβαρές ζημιές. Δυστυχώς, όταν οι επενδυτές υποκινούνται από τα συναισθήματα δεν έχουν συνήθως τα επιθυμητά αποτελέσματα (Pankin, 2005).

3.4.2 Αλαζονεία

Σύμφωνα με πολλούς αναλυτές το σφάλμα και η αλαζονεία συγγέονται, καθώς και τα δυο αυτά χαρακτηριστικά της συμπεριφοράς των επενδυτών εμφανίζουν πολλές ομοιότητες. Η αλαζονεία εκδηλώνεται όταν οι αγορές βρίσκονται σε ανοδική τροχιά και τότε γίνεται λόγος για τα bull markets, όπως χαρακτηρίζεται στη χρηματοοικονομική θεωρία. Κατά την περίπτωση αυτή το σύνολο των επενδυτικών επιλογών είναι επιτυχημένο, με αποτέλεσμα οι επενδυτές να σημειώνουν υψηλά κέρδη. Οι επενδυτές θεωρούν απίθανο να χάσουν τα χρήματά τους και ως αποτέλεσμα της υπερβολικής αυτοπεποίθησης που αισθάνονται επενδύουν σε επενδύσεις με υψηλότερους κινδύνους σε σχέση με τους γενικότερους επενδυτικούς τους στόχους. Δυστυχώς, η πορεία της αγοράς ενδέχεται να αναστραφεί και η αλαζονική συμπεριφορά των επενδυτών θα έχει ως αποτέλεσμα δραματικές συνέπειες στο επενδυτικό χαρτοφυλάκιο τους.

Για την αποτελεσματική διαχείριση ενός επενδυτικού χαρτοφυλακίου απαραίτητο στοιχείο αποτελεί η μετριοφροσύνη. Οι επιτυχημένοι επενδυτές υποστηρίζουν ότι οι επενδυτικές μέθοδοι που χρησιμοποιούν απέχουν πολύ από την τελειότητα και υπάρχουν τμήματα της χρηματοοικονομικής αγοράς που δεν γνωρίζουν. Το προσόν εκείνο που οδηγεί στον δρόμο της επιτυχίας είναι η μετριοφροσύνη. Οι επενδυτές δεν πρέπει να ωθούνται σε ριψοκίνδυνες κινήσεις, οι οποίες μελλοντικά μπορούν να αποβούν μοιραίες, από τα συνεχόμενα κέρδη (Pankin, 2005).

3.4.3 Αποδιοργάνωση

Η αποδιοργάνωση είναι ένα χαρακτηριστικό των επενδυτών που εφαρμόζουν αντικρουόμενες επενδυτικές στρατηγικές και έχουν πολλούς επενδυτικούς λογαριασμούς. Τέτοιοι επενδυτές προσκολλούνται σε μετοχικούς τίτλους που είχαν σημειώσει υψηλές αποδόσεις κατά το παρελθόν και σε συνδυασμό με την υπερβολική στάθμιση σε αξιόγραφα, που επίσης είχαν ανοδική πορεία, αυξάνεται σημαντικά ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου και η πιθανότητα καταγραφής σοβαρών απωλειών μακροπρόθεσμα. Συνεπώς ένας ορθολογικός επενδυτής πριν μεταβεί από μια επένδυση σε μια κάποια άλλη θα πρέπει να προσδιορίσει εκ νέου την επενδυτική στρατηγική που θα ακολουθήσει σε συνδυασμό με τους μη επενδυτικούς στόχους, έτσι ώστε να επιτύχει υψηλές αποδόσεις εξασφαλίζοντας ένα κερδοφόρο χαρτοφυλάκιο. Για τις υψηλές αποδόσεις θα συμβάλλει και η τακτική αναθεώρηση και η αναδιάρθρωση του επενδυτικού χαρτοφυλακίου προσανατολισμένη πάντοτε στους στόχους που έχουν τεθεί. Άλλωστε όλοι γνωρίζουν ότι οι χρηματαγορές διέπονται από ένα δυναμικό χαρακτήρα και μεταβάλλονται έντονα από γεγονότα του εξωτερικού περιβάλλοντος (Φίλιππας, 2007).

3.4.4 Μυωπία

Ένα από τα προβλήματα που παρεκκλίνει την επενδυτική στρατηγική από τους επιθυμητούς στόχους, είναι η μυωπία. Η συμπεριφορά του επενδυτή θα μπορούσε να χαρακτηριστεί από μυωπία, με την έννοια ότι ο τρόπος με τον οποίο σκέπτεται, λαμβάνει αποφάσεις και δρα βασίζεται σε πρόσφατα γεγονότα και δεδομένα. Συνήθως ο επενδυτής επικεντρώνεται σε βραχυπρόθεσμες εξελίξεις αγνοώντας τις μακροπρόθεσμες επιπτώσεις των κινήσεων του. Η μυωπία εκδηλώνεται μέσα από την τάση που έχουν οι επενδυτές να επενδύουν μέρος του διαθέσιμου κεφαλαίου τους βασιζόμενοι στις πιο πρόσφατες εξελίξεις αγνοώντας τις μακροπρόθεσμες τάσεις της αγοράς. Παραδείγματος χάρη βασίζονται στην απότομη άνοδο των τιμών των μετοχών, αγνοώντας τα βασικά στοιχεία της χρηματοοικονομικής θεωρίας, με βασικότερο σκοπό την εξοικονόμηση κέρδους σε σύντομο χρονικό διάστημα.

Ουσιαστικά, το πρόβλημα με τους επενδυτές, των οποίων η συμπεριφορά χαρακτηρίζεται από μυωπία, είναι ότι λαμβάνουν μη ορθολογικές αποφάσεις που είναι επιζήμιες για τους επενδυτικούς στόχους που θέλουν να επιτύχουν. Η

χρηματοοικονομική ανάλυση ενός ορθολογικού επενδυτή πρέπει να επικεντρώνεται στη μελλοντική πορεία της αγοράς, να λαμβάνει αποφάσεις και να αναπτύσσει προσδοκίες που ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα (Clark, 2011).

3.4.5 Ανυπομονησία

Η ανυπομονησία αποτελεί ένα χαρακτηριστικό που παρατηρείται και στον κόσμο των επενδύσεων. Η αγορά διακρίνεται από έναν αποτελεσματικό τρόπο να προσφέρει χρήματα στους υπομονετικούς επενδυτές, τα οποία προκύπτουν από τους ανυπόμονους επενδυτές. Οι επενδυτές αναζητούν επενδύσεις από τις οποίες θα αποκομίσουν γρήγορα κέρδη σε σύντομο χρονικό διάστημα, με αποτέλεσμα να οδηγούνται σε λανθασμένες αποφάσεις και βεβιασμένες κινήσεις ζημιώνοντας το χαρτοφυλάκιο τους στο τέλος.

Η υπομονή αποτελεί τη μεγαλύτερη αρετή για έναν επενδυτή που λαμβάνει ορθές αποφάσεις και συνυπολογίζει όλες τις πιθανές παραμέτρους που ενδεχομένως να προκαλέσουν σοβαρές απώλειες στο χαρτοφυλάκιο του. Αξίζει να σημειωθεί ότι η υπομονή δεν σημαίνει ότι ο επενδυτής δεν πρέπει να προβαίνει σε καμία ενέργεια, αντίθετα πρέπει να παρατηρεί με προσοχή όλες τις εξελίξεις που πραγματοποιούνται στο χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Η εντατική παρακολούθηση του χαρτοφυλακίου, η πορεία των προϊόντων που βρίσκονται σε αυτό και ο επαναπροσδιορισμός των επενδυτικών στόχων του επενδυτή έχουν μεγάλη σημασία.

3.4.6 Δειλία

Στον αντίποδα της υπερβολικής αυτοπεποίθησης βρίσκονται η δειλία, η οποία σε συνδυασμό με την έλλειψη εμπιστοσύνης στον εαυτό μας, ωθεί τους επενδυτές σε εσφαλμένες και μη κερδοφόρες αποφάσεις. Η δειλία και η έλλειψη εμπιστοσύνης υποκινούνται από τον φόβο ή μπορεί να είναι παρελθουσών αποτυχημένων επενδυτικών επιλογών. Το αποτέλεσμα είναι ότι δημιουργείται ένα σοβαρό πρόβλημα, καθώς οι επενδυτές αποφεύγουν την ανάληψη λελογισμένου επενδυτικού κινδύνου και όπως είναι αυτονόητο δεν θα επιτύχουν και τις ανάλογες αποδόσεις. Παραδείγματος χάρη αν στο παρελθόν έχουν καταγραφεί αρκετές ζημίες στο χαρτοφυλάκιο ενός επενδυτή, τότε γίνεται πιο επιφυλακτικός όσο αφορά τις μελλοντικές του επενδυτικές κινήσεις, σκεπτόμενος ότι μπορεί να σημειωθούν αντίστοιχες ζημίες. Η δειλία των επενδυτών να προβούν σε επενδύσεις που

εμπεριέχουν κίνδυνο μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι δεν διαθέτουν όλη την απαραίτητη πληροφορία, έτσι ώστε να λάβουν αποφάσεις.

Η δειλία μπορεί να σώσει το χαρτοφυλάκιο ενός επενδυτή από την καταστροφή αλλά συγχρόνως μπορεί να τον απομακρύνει από πραγματικά κερδοφόρες επενδύσεις.

3.4.7 Απληστία

Το σοβαρότερο αμάρτημα των επενδύσεων είναι η απληστία, η οποία οδηγεί σε δυο σοβαρά επενδυτικά σφάλματα. Πρώτον, στην πώληση των αξιόγραφων που πέτυχαν γρήγορα κέρδη και δεύτερον στην αγορά αξιόγραφων που σημειώνουν συνεχή ανοδική πορεία, χωρίς να δικαιολογείται από τα θεμελιώδη αξία τους. Όμως όταν η πορεία των επενδυτικών αυτών επιλογών αντιστραφεί και αρχίσουν να σημειώνονται απώλειες, οι επενδυτές συνδέονται συναισθηματικά με τις επιλογές τους, αρνούνται να τις πουλήσουν και τελικά, όταν συνεχίζεται η πτώση, τους κυριεύει ο φόβος, με αποτέλεσμα να προχωρούν σε πωλήσεις και να καταγράφουν σημαντικές απώλειες. Οι επενδυτές πρέπει να αναπτύσσουν ρεαλιστικές προσδοκίες και να ερευνάνε εξονυχιστικά τις επενδυτικές τους επιλογές.

Κεφάλαιο 4: Εμπειρικές Μελέτες για τη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική, από το 1990 και μετά, έγινε ιδιαίτερα δημοφιλής, με πλήθος μελετών να υποστηρίζουν ότι οι χρηματοοικονομικές αποφάσεις των ατόμων στηρίζονται στα συμπεριφορικά τους χαρακτηριστικά. Αποτελεί έναν τομέα που αναγνωρίζει επίσημα ότι τα άτομα δεν είναι άριστοι λήπτες αποφάσεων, γεγονός που επηρεάζει τις οικονομικές και επενδυτικές τους αποφάσεις. Η συμπεριφορική Χρηματοοικονομική αναζητάει να κατανοήσει και να προβλέψει τις συστηματικές επιπτώσεις των ψυχολογικών διαδικασιών στη λήψη αποφάσεων τόσο στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου, όσο και στις χρηματοοικονομικές αποφάσεις των επιχειρήσεων (Hirshleifer, 2001). Στο κεφάλαιο αυτό θα παρουσιαστούν μερικές από τις σημαντικότερες μελέτες της περιόδου αυτής.

Το 1990 οι Bernard & Thomas χρησιμοποιώντας ένα δείγμα από 2.626 εταιρίες για την περίοδο 1974-1986 βρήκαν ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά δεν αναγνωρίζουν τις θετικές αυτόσυσχετίσεις στις αλλαγές των κερδών, πιστεύοντας ότι αυτές ακολουθούν τυχαίο περίπατο. Η άποψη τους αυτή τους οδηγεί να υποαντιδρούν σε ανακοινώσεις κερδών.

Οι Cutler et al. (1991) εξέτασαν τις αυτόσυσχετίσεις των υπεραποδόσεων διαφορετικών δεικτών για διαφορετικές χρονικές περιόδους. Μελετώντας τις αποδόσεις μετοχών, ομολόγων και ξένου συναλλάγματος σε διαφορετικές αγορές για την περίοδο 1960-1988, ανακάλυψαν ότι υπήρχαν θετικές και συχνά στατιστικά σημαντικές αυτόσυσχετίσεις στις υπεραποδόσεις για χρονικές περιόδους ανάμεσα σε ένα μήνα και ένα χρόνο, υποστηρίζοντας έτσι την υπόθεση της υπό-αντίδρασης.

Το 1992, οι Kahneman, Tversky & Thaler έγραψαν για την "*cumulative prospect theory*", υποκαθιστώντας την θεωρία των προσδοκιών. Η νέα μεθοδολογία υποθέτει σωρευτικά αντί ανεξάρτητα βάρη αποφάσεων, τα οποία αναφέρονται τόσο σε ακίνδυνες όσο και σε επικίνδυνες προοπτικές με εναλλακτικό αριθμό εκροών και επιτρέπει διαφορετικές συναρτήσεις για κέρδη και ζημίες.

Επιπλέον, την ίδια χρονιά ο Banerjee (1992) περιγράφει ένα απλό μοντέλο του φαινομένου της συμπεριφοράς της αγέλης.

Το 1993 ο Plous έγραψε το "*The psychology of judgment and decision making*". Αποτέλεσε μία κατατοπιστική μελέτη που εστίασε στην κοινωνική διάσταση της διαδικασίας λήψης αποφάσεων.

Οι Benartzi & Thaler (1995), εφαρμόζοντας μία παραλλαγή της θεωρίας των προσδοκιών σε συνδυασμό με την μυωπική αποστροφή ζημίας, υποστήριξαν ότι έλυσαν το equity premium puzzle, που τα παραδοσιακά χρηματοοικονομικά μοντέλα αδυνατούσαν να λύσουν. Σύμφωνα με αυτό τον τρόπο, οι επενδυτές αξιολογούν το χαρτοφυλάκιό τους με σχετικά μυωπικό τρόπο βραχυπρόθεσμα και για αυτόν το λόγο απαιτούν υψηλότερη αποζημίωση για να επενδύσουν σε μετοχές. Στη μελέτη που πραγματοποίησαν παρουσιάζουν ένα υπόδειγμα που υπονοεί ότι για ένα πριμ της τάξης του 6% για έναν συντελεστή αποστροφής κινδύνου ίσο με 2, η περίοδος αξιολόγησης από τους επενδυτές είναι περίπου ένας χρόνος. Όσο μεγαλώνει η περίοδος αξιολόγησης το πριμ μειώνεται.

Στην μελέτη των Anderson & Settle (1996) πραγματοποιούνται δυο πειράματα πάνω στην ικανότητα του επενδυτή να προβάλλει πληροφορία σχετική με αποδόσεις και κίνδυνο σε διαφορετικούς χρονικούς ορίζοντες στο μέλλον. Τα αποτελέσματα των πειραμάτων έδειξαν ότι τα άτομα αποστρέφονται πολύ περισσότερο τον κίνδυνο όταν δημιουργούν χαρτοφυλάκια με χρονικό ορίζοντα ένα έτος από ότι όταν αυτός είναι δέκα έτη. Τα αποτελέσματά τους τα ερμήνευσαν με τους κανόνες της αντιπροσωπευτικότητας, της αγκίστρωσης και της νοητικής λογιστικής.

Οι Chan, Jegadeesh & Lakonishok (1996) απέδειξαν και αυτοί το φαινόμενο της υπό-αντίδρασης, χρησιμοποιώντας δεδομένα από ένα μεγάλο δείγμα από αποδόσεις μετοχών των Η.Π.Α. για την περίοδο 1997-1993

Σύμφωνα με τους Kyle & Wang (1997) οι επενδυτές με υψηλό βαθμό υπέρ-εμπιστοσύνης, μπορεί να κερδίσουν υψηλότερα αναμενόμενα κέρδη ή να έχουν υψηλότερη αναμενόμενη χρησιμότητας, από τους ορθολογικούς επενδυτές και να διατηρούν διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια.

Το 1998 ο Odean απέδειξε εμπειρικά το *"disposition effect"*, δηλαδή την τάση των επενδυτών να πωλούν κερδοφόρες επενδύσεις πολύ νωρίς και να κρατούν ζημιογόνες επενδύσεις για μεγάλο διάστημα. Επιπλέον, απέδειξε ότι όσο μεγαλύτερο το μέγεθος της υπέρ-εμπιστοσύνης που διακατέχει τους επενδυτές, τόσο μεγαλύτερος ο όγκος συναλλαγών που διαχειρίζονται, αλλά και τόσο μικρότερη η αναμενόμενη χρησιμότητα που αποκομίζουν.

Επίσης, την ίδια χρονιά οι Daniel, Hirshleifer & Subrahmanyam (1998) προτείνουν μία θεωρία για την αγορά χρεογράφων. Η θεωρία αυτή βασίζεται στην υπέρ-εμπιστοσύνη των επενδυτών (για την ακρίβεια των ιδιωτικών πληροφοριών) και

σε λανθασμένη υπερεκτίμηση της προσωπικής απόδοσης, τα οποία τελικά οδηγούν σε υπέρ-αντιδράσεις και υπό-αντιδράσεις της αγοράς. Επιπλέον, απέδειξαν ότι το *“momentum effect”* είναι αποτέλεσμα της εμπορικής δραστηριότητας των επενδυτών που διακατέχονται από υπέρ-εμπιστοσύνη και είναι πιο έντονο ανάμεσα σε μετοχές που είναι δύσκολο να αξιολογηθούν από τους επενδυτές.

Ο Wermers (1999) ερεύνησε το φαινόμενο της αγελαίας συμπεριφοράς στους διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων. Απέδειξε ότι το υψηλότερο επίπεδο κερδοσκοπίας εμφανίζεται στις μικρές μετοχές.

Επίσης, ο Statman (1999) πραγματοποίησε μία μελέτη συγκρίνοντας τη συμπεριφορική με τις παραδοσιακές θεωρίες χρηματοοικονομικής. Σύμφωνα με τα ευρήματα, η συμπεριφορά και η ψυχολογία επηρεάζουν τους επενδυτές και τους διαχειριστές χαρτοφυλακίων, λαμβάνοντας υπόψη τη διαδικασία λήψης αποφάσεων προσαρμόζοντας πληροφορίες σε επιτρεπτά επίπεδα κινδύνου και το θέμα του framing.

Το 2000 οι Chang, Cheng & Khorana χρησιμοποίησαν μέτρα για να εντοπίσουν την ύπαρξη αγελαίας συμπεριφοράς σε περιόδους όπου υπήρχαν σημαντικές μεταβολές στις τιμές των μετοχών. Στη μελέτη τους χρησιμοποίησαν τιμές για τα χρηματιστήρια της Ν.Υ., του Χονγκ Κόνγκ, της Ν. Κορέας, της Ταιβάν και της Ιαπωνίας για την περίοδο 1963-1997. Τα ευρήματα της έρευνας έδειξαν ότι δεν υπάρχουν ενδείξεις αγελαίας συμπεριφοράς στις αναδυόμενες αγορές, όπως η Ν. Κορέα και η Ταιβάν.

Επίσης, το 2000 ο Shefrin περιγράφει τη συμπεριφορική ως μια αλληλεπίδραση της ψυχολογίας με χρηματοοικονομικές ενέργειες και επιδόσεις των συμμετεχόντων. Πιστεύει ότι θα πρέπει οι επενδυτές να δίνουν προσοχή στα δικά τους λάθη επενδύσεων.

Οι Barber & Odean (2001) υλοποίησαν μια έρευνα χρησιμοποιώντας δείγμα 35.000 χρηματιστηριακών λογαριασμών αναλύοντας τις επενδύσεις σε κοινές μετοχές αντρών και γυναικών για μια περίοδο από τον Φεβρουάριο του 1991 έως τον Ιανουάριο του 1997. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν διαφορετικά επίπεδα υπέρ-εμπιστοσύνης ανάμεσα στα άτομα με κριτήριο το φύλο. Παρατήρησαν ότι οι άνδρες τείνουν να συναλλάσσονται περισσότερο από τις γυναίκες σε ποσοστό 45% και μάλιστα χειρότερα από αυτές αφού η καθαρή απόδοση τους μειώνεται κατά 2,65% το χρόνο λόγω της υψηλής συχνότητας συναλλαγών ενώ των γυναικών κατά 1,7% περίπου το χρόνο. Τα αποτελέσματα αυτά σχετίζονται με τα υποδείγματα της

υπέρ-εμπιστοσύνης. Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι τόσο οι γυναίκες όσο και οι άντρες θα είχαν καλύτερα αποτελέσματα αν διατηρούσαν τις θέσεις που είχαν στην αρχή του χρόνου.

Το 2003 ο Jo (2003) μελέτησε αν οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές λαμβάνουν υπόψη τους την ψυχολογία των επενδυτών όταν αναλύουν επενδυτικές δραστηριότητες. Πίστευε ότι οι επενδυτές δείχνουν μία προτίμηση σε εταιρίες που δείχνουν να λειτουργούν με αίσθημα κοινωνικής ευθύνης, ενώ οι αναλυτές είναι εργαλεία που βοηθούν τις εταιρείες να πωλήσουν μετοχές. Οι άνθρωποι συμβουλεύονται τα εσωτερικά τους συναισθήματα όταν λαμβάνουν αποφάσεις. Έτσι, εξάγεται το συμπέρασμα ότι η επιρροή είναι θετικά συσχετιζόμενη με την εταιρική κοινωνική ευθύνη, αφού οι επενδυτές που έχουν έντονα κοινωνικά συναισθήματα θα επενδύουν σε μετοχές κοινωνικά ευσυνείδητων εταιριών.

Ο Tetlock (2007) υλοποίησε μια έρευνα εξετάζοντας την αλληλεπίδραση ανάμεσα του περιεχομένου των πληροφοριών των MME και της πορείας του χρηματιστηρίου. Ανέπτυξε έναν δείκτη απαισιοδοξίας των MME στις ΗΠΑ χρησιμοποιώντας την στήλη *“Abreast of the Market”* της Wall Street Journal για την περίοδο 1984-1999. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η έντονη απαισιοδοξία των MME έχει προσωρινά αρνητική επίδραση στις αποδόσεις της αγοράς, η οποία όμως στη συνέχεια αναστρέφεται. Οι ασυνήθιστα υψηλές ή χαμηλές τιμές απαισιοδοξίας οδηγούν προσωρινά σε ασυνήθιστα υψηλό όγκο συναλλαγών. Επίσης, ο καταγισμός των πληροφοριών μπορεί να μπερδέψει, παρά να διευκολύνει τους επενδυτές.

Οι Caporale, Philipas & Economou (2008) χρησιμοποιώντας εβδομαδιαία και μηνιαία δεδομένα για την περίοδο 1998-2007, απέδειξαν την ύπαρξη αγελαίας συμπεριφοράς στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά για την περίοδο εκείνη. Παρατήρησαν ότι η αγελαία συμπεριφορά είναι περισσότερο εμφανή στα ημερήσια δεδομένα, αναδεικνύοντας έτσι την βραχυπρόθεσμη φύση του φαινομένου. Επίσης, απέδειξαν ότι κατά τη διάρκεια της χρηματιστηριακής φούσκας του 1999 η αγελαία συμπεριφορά επικρατούσε στην χρηματιστηριακή αγορά με μεγαλύτερη ένταση στις μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης. Η αιφνιδιαστική άνοδος του χρηματιστηρίου προσέελκυσε χιλιάδες νέους και εγχώριους μικροεπενδυτές με ελλιπή πληροφόρηση, οι οποίοι πραγματοποίησαν μαζικές αγορές. Σύμφωνα με την μελέτη τους, η συμπεριφορά του χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών εμφανίζεται να είναι πιο ορθολογική μετά το 2002, γεγονός που σχετίζεται και με την εντονότερη παρουσία

ξένων θεσμικών επενδυτών αλλά και με την απουσία των εγχώριων μικροεπενδυτών.

Το 2010 και οι Chiang & Zheng πραγματοποίησαν μία έρευνα με σκοπό να ελέγξουν την ύπαρξη αγελαίας συμπεριφοράς. Χρησιμοποίησαν ένα δείγμα από ημερήσιες αποδόσεις των βιομηχανικών δεικτών για 18 χώρες, για την χρονική περίοδο από τον Μάιο του 1988 ως τον Απρίλιο του 2009. Τα ευρήματα της έρευνας έδειξαν την ύπαρξη αγελαίας συμπεριφοράς στις αναπτυγμένες χρηματαγορές (εκτός των Η.Π.Α.) και στις ασιατικές χρηματαγορές. Στις Η.Π.Α. και στην Λατινική Αμερική εμφανίστηκαν ενδείξεις αγελαίας συμπεριφοράς κατά τη διάρκεια περιόδων κρίσης.

Συμπεράσματα

Η μελέτη της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής έχει αναδείξει το γεγονός ότι τα ανθρώπινα ένστικτα, τα ψυχολογικά σφάλματα και τα συναισθήματα παίζουν καθοριστικό ρόλο στη λειτουργία των χρηματοοικονομικών αγορών και στη διαμόρφωση των τιμών των αξιόγραφων. Είναι κοινά αποδεκτό πλέον ότι η παραδοσιακή χρηματοοικονομική, που βασιζόταν στον ορθολογικό επενδυτή και στην υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών, δεν μπορεί να προσφέρει μια ολοκληρωμένη περιγραφή και κατανόηση της λειτουργίας των χρηματοοικονομικών αγορών, όπως αυτές είναι στην πραγματικότητα.

Όπως αποδεικνύεται, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική, δεν αποτελεί απλά έναν νέο κλάδο της χρηματοοικονομικής για την εξήγηση ανωμαλιών στα διεθνή χρηματιστήρια, αλλά και ένα νέο υπόδειγμα, ίσως αντάξιο της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών του Fama. Όμως, κάτι τέτοιο με τα σημερινά δεδομένα δεν μπορεί να ειπωθεί με βεβαιότητα, καθώς δεν έχει ακόμη διατυπωθεί ένα μοντέλο γενικής ισορροπίας από τους υποστηρικτές της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, όπως είναι η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική αποτέλεσε, αδιαμφισβήτητα, μία επανάσταση στον τομέα της χρηματοοικονομικής, καθώς συμπεριέλαβε παράγοντες που μέχρι πρότινος δεν λαμβάνονταν υπόψη από την κλασική θεωρία της χρηματοοικονομικής. Η συμπεριφορική, συνδυάζοντας την χρηματοοικονομική με την επιστήμη της ψυχολογίας, 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. Το σύνθετο περιβάλλον της οικονομίας μας ωστόσο, εμποδίζει την άριστων επιλογών από τους καταναλωτές. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική μπορεί να προσφέρει τα εργαλεία για έρευνα γύρω από το θέμα, με σκοπό την χάραξη καλύτερων πολιτικών, που θα υποστηρίζουν την ανάπτυξη, την πρόοδο και την ανταγωνιστικότητα.

Κλείνοντας αξίζει να τονιστεί ότι η τρέχουσα χρηματοπιστωτική κρίση, απέδειξε την σημασία της συμπεριφορικής ως κλάδος της χρηματοοικονομικής. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική αποτελεί έναν πολυδιάστατο κλάδο, προσφέροντας επεξηγήσεις για πολλά φαινόμενα που απασχολούν το ακαδημαϊκό κοινό, τους επενδυτές αλλά και τους ιθύνοντες χάραξης πολιτικών.

Βιβλιογραφία

Ξένη

- Alpert, M., and Raiffa, H., (1982), "A progress report on the training of probability assessors" in Tversky A. (ed.), *Judgement under uncertainty: heuristics and biases*, Cambridge University Press, New York, pp. 294-305.
- Anderson, B., and Settle, J. (1996), The influence of portfolio characteristics and investment period on investment choice, *Journal of Economic Psychology*, vol.17:3, pp.343-358.
- Ariel, R., (1987), A monthly effect on stock returns, *Journal of Financial Economics*, No18, pp. 161-174.
- Ariel, R., (1990), High stock returns before holidays, *Journal of Finance*, vol. XLV: 5, pp.1611-1629.
- Baker, M., P., and Wurgler, J., (2006), Investor sentiment and the cross-section of stock returns, *Journal of Finance*, vol.61, pp.1645-1680.
- Baltussen, G., (2009), Behavioral Finance: An introduction, *Working Paper Series*.
- Banerjee, A.,V., (1992), A simple model of herd behavior, *The Quarterly Journal of Economics*, vol.108, pp.797-817.
- Barber, B.,M., and Odean, T., (2001), Boys will be boys: gender, overconfidence and common stock investment, *The Quarterly Journal of economics*, vol.116, pp.261-292.
- Barberis, N. and Thaler, R. (2003), A survey of behavioral finance, in *Handbook of Economics of finance*, vol.1: 2, pp.1053-1128.
- Beckers, S., Steliaros, M., & Thomson, A., (2004). Bias in European analysts' earnings forecasts. *Financial Analysts Journal*, 74-85.
- Bernard, V.,L., and Thomas, J.,K., (1990), Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings, *Journal of Accounting and Economics*, vol.13, pp.305-340.
- Bernartzi, S., and Thaler, R.,H., (1995), Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle, *Quarterly Journal of economics*, vol.110:1, pp. 73-92.
- Bernartzi, S., and Thaler, R.,H., (1995), Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle. *Quarterly Journal of Economics* vol:110, pp. 73-92

- Bernstein, P., (1996), *Against the Gods: The remarkable story of risk*, John Wiley and Sons
- Bikhchandani, D., Hirshleifer, D., and Welch, I., (1998), Learning from the behavior of others: Conformity, Fads and Informational Cascades, *Journal of Economic Perspectives*, vol.12:3, pp.151-170.
- Caginalp, G., Porter, D., and Smith, V., (2001), Financial Bubbles: Excess Cash, Momentum and Incomplete Information, *Journal of Psychology and Financial Markets*, vol.2:2, pp.80-99.
- Camerer, C., (1989), Bubbles and fads in asset prices, *Journal of Economic Surveys*, vol.3:1, pp. 3-41.
- Caporale, G., M., Philippas, N., and Economou, F., (2008). Herding behaviour in extreme market conditions: the case of the Athens Stock Exchange. *Economics Bulletin*, 7(17), 1-13.
- Chan, L., Jegadeesh, N., and Lakonishok, J., (1996), Momentum Strategies. *Journal of Finance* vol:51, pp. 1681-1713
- Chang, E.C., Cheng, J.,W., and Khorana, A., (2000), An examination of herd behavior in equity markets: An international perspective, *Journal of Banking and Finance*, vol.24:10, pp.1651-1679.
- Chiang, T.,C., and Zheng, D. (2010), An empirical analysis of herd behavior in global stock markets, *Journal of Banking and Finance*, vol.34:8, pp.1911-1921.
- Clark, G., L., (2011). Myopia and the global financial crisis Context-specific reasoning, market structure, and institutional governance. *Dialogues in Human Geography*, vol.1:1, pp. 4-25.
- Cutler, D., M., Poterba, J., M., & Summers, L. ,H., (1991). Speculative dynamics. *The Review of Economic Studies*, vol. 58:3, pp. 529-546.
- Daniel, K., Hirshleifer, D. and Subrahmanyam, A., (1998), Investor Psychology and Security Market under- and overreactions, *Journal of Finance*, vol.53, pp.1839-1886.
- Dida B., and Grossman, H.,I., (1988), The theory of rational bubbles in stock prices, *The Economic Journal*, vol.98, pp.746-754.
- Edwards, W., (1968), *“Conservatism in human information processing”*, in B.Kleinmütz (ed.), *Formal Representation of human judgement*, N.Y., John Wiley & sons.

- Fama, E.,F., (1970), Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work, *Journal of Finance*, vol.25, pp. 383-417.
- Flood, R., and Hodrick, R., (1990), On testing for speculative bubbles, *Journal of Economic Perspectives*, vol.4:2, pp.85-101.
- French, K., (1980), Stock returns and the weekend effect, *Journal of Financial Economics*, vol.8, pp.55-69.
- Gervais, S., and Odean, T., (2001), Learning to be overconfident, *Review of Financial Studies*, vol.14, pp.1-27.
- Gibbons, M.,R., and Hess, P., (1981), Day of the Week Effects and Asset Returns, *Journal of Bussiness*, vol. 54:4, pp. 579-596.
- Glaser, M., Noth, M., and Weber, M., (2003), "Behavioral Finance", Blackwell Handbook of Judgement and Decision Making.
- Gultekin, M., and Gultekin, B., (1987), Stock Return Anomalies and Tests of the APT, *Journal of Finance*, vol.42, pp.1213-1224.
- Haugen, R., and Jorion, P., (1996), The January Effect: Still there after all these years, *Financial analysts Journal*, vol.52, pp.27-31.
- 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.
- Hirshleifer, D., (2001), Investor Psychology and asset pricing, *Journal of Finance*, vol.56, pp.1533-1597.
- Hirshleifer, D., and Shumway, T., (2003), Good Day Sunshine: Stock Returns and the weather, *Journal of Finance*, vol.58, pp.1009-1032.
- Jo, H., and Kim, M., D., (2008), Recent development of behavioral finance, *International Journal of Business research*.
- Jo, H., (2003). Financial analysts, firm quality, and social responsibility. *The Journal of Behavioral Finance*, vol. 4:3, pp.172-183.
- Kahneman, D., and Tversky, A., (1979), Prospect theory: an analysis of decision under risk, *Econometrica*, vol.47:2, pp.263-292.
- Kahneman, D., and Tversky, A., (1972), Subjective probability: A judgment of representativeness, *Cognitive Psychology*, vol.3, pp.430-451.
- Kahneman, D., Slovic, P., and Tversky, A., (1982), "Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases", New York: Cambridge University Press.

- Kindleberger, C., (1978), "*Manias Panics and Crashes*", Basic Books, N.Y.
- Kyle, A., and Wang, F.,A., (1997), Speculation duopoly with agreement to disagree: can overconfidence survive the market test?, *Journal of Finance*, vol:52, pp.2073-2090.
- Lakonishok, J., and Levi, M., (1982), Weekend Effects on stock returns: A note, *Journal of Finance*, vol.37, pp. 883-889.
- Langer, E., (1975), The illusion of control, *Journal of Personality and Social Psychology*, vol.32, pp. 311-328.
- Lord, C., Ross, L., and Lepper, M., (1979), Biased Assimilation and Attitude Polarization: The effects of prior theories on subsequently considered evidence, *Journal of Personality and Social Psychology*, vol.37, pp.2098-2109.
- Mehra, R., and Prescott, E.,C., (1985), The Equity Premium: A Puzzle, *Journal of Monetary Economics*, vol.15, pp.145-161.
- Muth, J., (1961), Rational expectations and the theory of price movements, *Econometrica*, vol: 29, pp.315-335.
- Newell, A., & Simon, H., A., (1972). *Human problem solving* vol.14. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Odean, T., (1998), Volume, Volatility, Price and Profit When All Traders are Above Average, *The Journal of Finance*, vol.53:6, pp.1887-1934.
- Pankin, M. (2005) Seven Deadly Sins of Investing, *Stock Market Perspective, Fourth quarter [online] διαθέσιμο σε: <http://www.pankin.com/persp054.pdf> [πρόσβαση 20 Νοεμβρίου 2013]*
- Plous, S., (1993), "*The psychology of judgment and decision making*", N.Y.,McGraw-Hill.
- Pompian, M., (2006), "*Behavioral finance and wealth management- How to build optimal portfolios that account for investor biases*", John Wiley & sons, INC.
- Poterba, J. and Summers, L., (1988), Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications, *Journal of Financial Economics*, vol.22:1, pp.27-59.
- Ricciardi, V., and Simon, H., (2000), What is Behavioral Finance?, *Business Education and Technology Journal*.
- Ritter, R.,J., (2002), Behavioral Finance, *Pacific-Basin Finance Journal*, vol.11:4, pp.429-437.

- Rizzi, J.,V., (2008), Behavioral Basis of the Financial crisis, *Journal of Applied Finance*, vol.18:2, pp.84-96.
- Rozeff, M.,S., and Kinney, W.,R., (1976), Capital Market Seasonality: The case of stock returns, *Journal of Financial Economics*, vol. 3:4, pp.379-402.
- Rubinstein, M., (2000), Rational markets: Yes or No? The Affirmative Case, *Working Paper Uckerkeley*.
- Scheufele, D., and Tewksbury, D., (2007), Framing, Agenda Setting and Priming: The Evolution of Three Media Effects Models, *Journal of Communication* vol.57, pp. 9-20
- Sewell, M., (2010), Behavioral finance, *University of Cambridge*.
- Shefrin, H., and Statman, M., (1985), The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and Evidence, *Journal of Finance*, vol.40, pp.777-790.
- Shefrin, H. and Thaler, R.H. (1988), The Behavioral Life cycle hypothesis, *Economic Inquiry*, vol.26, pp.609-643.
- Shefrin, H., (2000), *Beyond greed and fear. Understanding behavioral finance and the psychology of investing*, Harvard Business School Press.
- Shiller, R.,J., (1981), Do Stock Prices Move Too Much to be justified by Subsequent Changes in Dividends?, *The American Economic Review* vol.71:3, pp.421-436
- Shiller, R.J., (2000), *Irrational Exuberance*. Princeton University Press
- Shleifer, A., and Vishny, P., (1997), The limits of arbitrage, *Journal of Finance*, vol.52:1, pp.35-55.
- Shleifer, A. (2000), *Inefficient Markets*, Oxford University Press
- Slovic, P., and Lichtenstein, S., (1971), Comparison of Bayesian and regression approaches to the study of information processing in judgement. *Organizational Behavior & Human Processes* vol. 6, pp.649-744
- Statman, M., (1999), *Behavioral Finance: Past Battles and future engagements*, Association for Investment Management and Research.
- Subrahmanyam, A., (2007). Behavioural finance: A review and synthesis. *European Financial Management*, 14(1), 12-29.
- Tetlock, P.,C., (2007), Giving content to investor sentiment: The role of the media in the stock market, *The Journal of Finance*, vol.62:3, pp.1139-1168.

- Thaler, R.,H., (1985), Mental Accounting and consumer choice, *Marketing Science*, vol.4:3, pp.199-214.
- Tilson, W., (2005), *Applying Behavioral Finance to value investing*, T2 Partners LLC.
- Tversky, A., and Kahneman, D., (1974), *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*. Science 185, pp. 1124-34.
- Wermers, R., (1999), Mutual Fund Herding and the Impact on Stock prices, vol.31:2, pp.581-622.
- Ziemba, W., (1991), Japanese security market regulations: Monthly, turn-of-the-month and year, holiday and golden week effects, *Japan and the World Economy*, vol.3:2, pp.119-146.

Ελληνική

- Αλεξιάκης, Χ. , Ξανθάκης, Μ. (2008), «Συμπεριφορική χρηματοοικονομική», Εκδόσεις Σταμούλης.
- Ευρετήριο Οικονομικών Όρων, (2013) Επένδυση, [online], διαθέσιμο σε: <http://www.euretirio.com/search/label/%CE%95%CF%80%CE%AD%CE%BD%CE%B4%CF%85%CF%83%CE%B7#ixzz2ol6n1xfT> [πρόσβαση 15 Δεκεμβρίου 2013]
- Ινδοπούλου, Ν. (2004) *10 Όροι της Πολιτικής Οικονομίας και η σημασία τους*, Τελική Εργασία, ΤΕΙ Λαμίας, [online] διαθέσιμο σε: <http://users.teilam.gr/~napostol/8.html> [πρόσβαση 12 Δεκεμβρίου 2013]
- Νούλας, Α. (2010), “*Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου*”, Πανεπιστημιακές Εκδόσεις.
- Σπύρου, Σ. (2009), “*Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική*”, Αθήνα: Εκδόσεις Μπένου
- Φίλιππας, Ν. (2007) “*Επενδύσεις*”, Αθήνα: Εκδόσεις Μπατσιούλας Ν & Σ