



**Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ**  
**Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας**  
**ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ  
ΛΗΨΗ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ**



Φοιτήτριες: **ΣΧΟΙΝΑΡΑΚΗ ΙΩΝΙΑ (ΑΜ 7433)**  
**ΤΡΥΠΑΛΙΤΑΚΗ ΠΑΝΑΓΙΩΤΑ (ΑΜ 7891)**

Επιβλέπων Καθηγητής: **ΓΑΒΡΙΛΑΚΗΣ ΝΕΚΤΑΡΙΟΣ**

Ηράκλειο, Φεβρουάριος 2012

**Υπεύθυνη Δήλωση**: Βεβαιώνω ότι είμαστε συγγραφείς αυτής της πτυχιακής εργασίας και ότι κάθε βοήθεια την οποία είχαμε για την προετοιμασία της, είναι πλήρως αναγνωρισμένη και αναφέρεται στην πτυχιακή εργασία. Επίσης έχουμε αναφέρει τις όποιες πηγές από τις οποίες κάναμε χρήση δεδομένων, ιδεών ή λέξεων, είτε αυτές αναφέρονται ακριβώς είτε παραφρασμένες. Επίσης βεβαιώνουμε ότι αυτή η πτυχιακή εργασία προετοιμάστηκε από εμάς προσωπικά ειδικά για τις απαιτήσεις του προγράμματος σπουδών του Τμήματος Λογιστικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

## ΣΕΛΙΔΕΣ

<b>ΠΕΡΙΛΗΨΗ</b> .....	5
<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b> .....	6
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ</b>	
1.1 Εισαγωγή.....	7
1.2 Η Ύπαρξη μη Αποτελεσματικών Αγορών (ανωμαλίες της αγοράς).....	9
1.2.1. Ημερολογιακές Ανωμαλίες.....	9
1.2.2. Χρηματιστηριακές φούσκες τιμών.....	10
1.2.3 Ο Γρίφος του Πριμ των Μετοχών.....	11
1.2.4 Ο Γρίφος των μερισμάτων.....	12
1.2.5. Στρατηγικές Contrarian και Momentum.....	12
1.2.6. Εξισορροπητική Κερδοφορία ( arbitrage).....	13
1.3 Μελέτες σχετικά με την αποτελεσματικότητα διεθνών χρηματαγορών.....	15
1.4 Κατηγορίες Επενδυτών στην Αγορά.....	18
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ</b>	
2.1 Εισαγωγή.....	20
2.2 Βιβλιογραφική ανασκόπηση.....	21
2.3 Το Φαινόμενο του πλήθους .....	24
2.4 Ο κύκλος ψυχολογίας επενδυτών.....	26
2.5 Αντικείμενα Μελέτης της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.....	28

2.5.1. Πεποιθήσεις.....	29
2.5.1.1 Υπέρ-αυτοπεποίθηση (Overconfidence).....	29
2.5.1.2 Προσκόλληση (Anchoring).....	29
2.5.1.3. Συντηρητισμός (Conservatism).....	30
2.5.1.4. Αντιπροσωπευτικότητα (Representativeness).....	30
2.5.1.5. Η Επίδραση των Συναισθημάτων.....	31
2.5.1.6 Το Ένστικτο της «Αγέλης» (Herding).....	31
2.5.1.7 Διαθέσιμη μεροληψία (Availability biases).....	33
2.5.1.8 Το Λάθος του Παίκτη (Gambler’s Fallacy).....	33
2.5.2 Προτιμήσεις.....	33
2.5.2.1 Η Θεωρία της Προοπτικής (Prospect theory).....	33
2.5.2.2 Αποστροφή Αβεβαιότητας (Ambiguity aversion).....	34
2.5.2.3 Η κοινωνική αλληλεπίδραση.....	35

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΣΤΗΝ ΛΗΨΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ

3.1. Εισαγωγή.....	37
3.2 Παράγοντες που επηρεάζουν την συμπεριφορά στην λήψη επενδυτικών αποφάσεων.....	37
3.2.1 Το προφίλ του επενδυτή σε ένα ισορροπημένο χαρτοφυλάκιο.....	38
3.2.2 Το επίπεδο του εισοδήματος.....	39
3.2.3 Οικονομικοί παράγοντες.....	39
3.2.4 Κοινωνικοί παράγοντες.....	39
3.2.5 Οικογενειακοί παράγοντες.....	40
3.2.6 Πολιτικοί παράγοντες.....	40
3.3.Οι σύμβουλοι επενδύσεων σε συνθήκες αποτελεσματικής ηγεσίας.....	41
3.4 Η Συναισθηματική φόρτιση στις Επενδυτικές αποφάσεις.....	42
3.5 Η επιφυλακτικότητα στις χρηματαγορές.....	44
3.6 Επιστροφή στις θεμελιώδεις επενδυτικές αξίες.....	46
<b>ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ</b> .....	48
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</b> .....	49
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ</b> .....	52

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

*“... εκεί που υπάρχει όφελος είναι να μελετάς τον ανθρώπινο παράγοντα, την ευκολία με την οποία οι άνθρωποι πιστεύουν αυτά που τους είναι ευχάριστα και το πως αφήνονται να επηρεάζονται από την πλεονεξία ή τον φόβο. Ο φόβος και η ελπίδα παραμένουν τα ίδια, επομένως η μελέτη της ψυχολογίας των κερδοσκόπων παραμένει εξίσου πολύτιμη όσο ποτέ. Τα όπλα αλλάζουν αλλά η στρατηγική παραμένει στρατηγική, τόσο στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης όσο και στο πεδίο της μάχης.” Edwin Lefevre.*

Στην χρηματοοικονομική αγορά πρωταρχικό ρόλο παίζει ο επενδυτής ο οποίος λαμβάνει τις αποφάσεις, με σκοπό να έχει το μεγαλύτερο δυνατό κέρδος με το μικρότερο δυνατό κόστος. Γι αυτό η ψυχολογία παίζει σημαντικό ρόλο στην λήψη των χρηματοοικονομικών αποφάσεων δημιουργώντας αποκλίσεις από την ορθολογική συμπεριφορά.

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, αποτελεί μία επανάσταση του χρηματοοικονομικού κλάδου, αμφισβητεί τις παραδοσιακές παραδοχές της οικονομίας, στοχεύοντας να διερευνήσει τα αίτια που συμβάλλουν στη λήψη αποφάσεων και να γίνουν περισσότερο κατανοητές οι ανωμαλίες της ανθρώπινης συμπεριφοράς. Προσπαθώντας να ερμηνεύσει τη συμπεριφορά των επενδυτών κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών, να εξηγήσει το τελευταίο ράλι σε όλες σχεδόν τις αγορές μετοχών, αλλά κυρίως να αξιολογήσει την ποιότητα της ανόδου και τη διεθνή εμπειρία σε παρόμοιες καταστάσεις.

Η παρούσα εργασία έχει ως σκοπό να εξετάσει τις βασικές αρχές και παραδοχές της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, αναλύοντας αντικείμενα μελετών που έχουν πραγματοποιηθεί σε σύγκριση με την παραδοσιακή θεωρία των κεφαλαιαγορών (Θεωρία της Αποτελεσματικότητας). Οι παράγοντες εκείνοι που θα οδηγήσουν τον επενδυτή να πάρει την τελική απόφαση θα μελετηθούν σε αυτή την εργασία έτσι ώστε να κατανοηθούν οι βασικοί μηχανισμοί της χρηματαγοράς και της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής.

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Είναι πλέον αποδεκτό, πως ο κάθε επενδυτής οπουδήποτε και αν βρίσκεται, δέχεται μια σειρά επιδράσεων οι οποίες τον ωθούν ή τον απωθούν από την πραγματοποίηση μίας επένδυσης. Οι παράγοντες που επηρεάζουν την συμπεριφορά του επενδυτή διαφέρουν ανάμεσα στις διάφορες χρονικές περιόδους και είναι δύσκολο να προσδιοριστούν με ακρίβεια, διότι στον προσδιορισμό τους υπεισέρχονται και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του κάθε ατόμου, καθώς και ο διαφορετικός τρόπος που αυτό επεξεργάζεται τα διάφορα δεδομένα. Στις αρχές της δεκαετίας του 1990, έκανε την εμφάνισή της, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική που μέχρι τότε, το ενδιαφέρον μονοπωλούσε η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς. Ο κύριος λόγος ανάπτυξης της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, ήταν η έρευνα των «ανωμαλιών» που δεν μπορούσαν να εξηγηθούν από την θεωρία των αποτελεσματικών αγορών.

Σήμερα η συμπεριφορική χρηματοοικονομική αποτελεί έναν αυτόνομο κλάδο της χρηματοοικονομικής, διεισδύει στην ανθρώπινη ιδιοσυγκρασία, βοηθώντας να κατανοήσουμε φαινόμενα τα οποία συμβαίνουν στην χρηματοοικονομική αγορά και για τα οποία δεν υπήρχε μια εμφανή εξήγηση. Στην χρηματοοικονομική αγορά πρωταρχικό ρόλο παίζει ο επενδυτής ο οποίος λαμβάνει τις αποφάσεις με σκοπό να έχει το μεγαλύτερο δυνατό κέρδος με το μικρότερο δυνατό κόστος.

Η εργασία αυτή αποτελείται από τρία μέρη. Στο πρώτο μέρος αναλύονται οι βασικές αρχές της θεωρίας της Αποτελεσματικής Αγοράς καθώς και οι παραδοχές της μη ύπαρξης της (ανωμαλίες της αγοράς). Στο δεύτερο μέρος επικεντρώνεται η ανάλυση και ανασκόπηση μελετών για την συμπεριφορική χρηματοοικονομική καθώς και η συναισθηματική σύνδεση των επενδυτών σε ορισμένες επενδυτικές θέσεις. Στο τρίτο μέρος παρουσιάζονται οι παράγοντες λήψης επενδυτικών αποφάσεων και η διεθνής διαφοροποίηση των επενδύσεων.

Τέλος, συνοψίζοντας θα πρέπει να τονίσουμε ότι βασικός σκοπός της εργασίας αυτής είναι να μπορέσει να κατανοήσει ο αναγνώστης την έννοια της Συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, καθώς και την σπουδαιότητα αυτής στην μελέτη των χρηματοοικονομικών αγορών.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

---

### 1.1 Εισαγωγή

Η κεντρική θεωρία που κυριάρχησε στην χρηματοοικονομική επιστήμη στη δεκαετία του 1970 και έπειτα, είναι η Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς (Efficient Market Hypothesis). Η Θεωρία της Αποτελεσματικότητας της Αγοράς αποτέλεσε ένα σημαντικό οικοδόμημα και τη βάση πάνω στην οποία κινήθηκαν όλοι οι ερευνητές των νεοκλασικών οικονομικών. Η σπουδαιότητά της έγκειται στο γεγονός ότι αποτελεί μία θεωρία η οποία ενδιαφέρει όχι μόνο τον ιδιώτη επενδυτή, αλλά και τους διαχειριστές κεφαλαίων, θεσμικούς επενδυτές, εποπτικές αρχές κάθε κεφαλαιαγοράς, κ.α. (Παπούλιας, 1990)

Σε μια αποτελεσματική αγορά, υπάρχουν μεγάλοι αριθμοί λογικών παραγόντων μεγιστοποίησης του κέρδους, οι οποίοι ανταγωνίζονται ενεργώς μεταξύ τους και προσπαθούν να προβλέψουν τις μελλοντικές αγοραίες αξίες μεμονωμένων χρεογράφων δηλαδή την κάθε πληροφορία σχετικά με μελλοντικά κέρδη, μερίσματα, προσδοκώμενο ρυθμό αύξησης μερισμάτων, κίνδυνο χρεογράφου, αναμενόμενη απόδοση και οτιδήποτε μπορεί να επηρεάσει την τιμή. Έτσι, εφόσον κάθε σχετική πληροφορία αποτυπώνεται στις τιμές, οι αγοραίες τιμές των χρεογράφων αντικατοπτρίζουν την πραγματική αξία του χρεογράφου. Αν η αγορά μίας μετοχής είναι αποτελεσματική σε σχέση με τις διαθέσιμες πληροφορίες, κανένας επενδυτής δεν μπορεί να χρησιμοποιήσει δημοσιευμένες ή ιστορικές πληροφορίες σχετικά με τη μετοχή και να πετύχει υπέρ-αποδόσεις<sup>1</sup>, γιατί οι πληροφορίες θεωρούνται ότι έχουν ήδη ενσωματωθεί στην τιμή του χρεογράφου. Οι επενδυτές μπορούν να πετύχουν μόνο κανονικές αποδόσεις αναλόγως με τον κίνδυνο που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν.

Η Θεωρία της Αποτελεσματικότητας της Αγοράς δέχεται τις εξής υποθέσεις:

- *“Υπάρχει μεγάλος αριθμός επενδυτών που προσπαθεί να μεγιστοποιήσει τα κέρδη, να αξιολογεί τις μετοχές και δρα ανεξάρτητα από άλλους. Οι συμμετέχοντες στην αγορά θα πρέπει να προσπαθούν να μεγιστοποιούν τη συνολική τους χρησιμότητα (utility maximizing agents) και να έχουν ορθολογικές προσδοκίες (rational*

---

<sup>1</sup> Η υπέρ-απόδοση ορίζεται ως η διαφορά της αναμενόμενης απόδοσης από την πραγματική απόδοση ενός χρεογράφου



*expectations*) τις οποίες θα πρέπει να αναπροσαρμόζουν όταν λαμβάνουν καινούρια πληροφόρηση.

- Ένας επενδυτής να μην μπορεί να επηρεάζει την τιμή της μετοχής.
- Η πληροφορία πρέπει να είναι διαθέσιμη σε όλους στην αγορά ταυτόχρονα, να μην έχει κόστος και να φτάνει με τυχαίο τρόπο.
- Οι επενδυτές θα πρέπει να αντιδρούν γρήγορα και με ακρίβεια σε κάθε νέα πληροφορία.
- Οι ορθολογικοί επενδυτές δεν κάνουν συστηματικά λάθος στις εκτιμήσεις τους.
- Οι λανθασμένες εκτιμήσεις δεν επηρεάζουν τις τιμές λόγω του ορθολογικού *arbitrage*”.<sup>2</sup>

«Η βασικότερη υπόθεση της Θεωρίας της Αποτελεσματικής Αγοράς, η οποία αποτελεί θεμέλιο της κλασικής οικονομικής θεωρίας, είναι ότι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί, λαμβάνοντας όλες τις σημαντικές πληροφορίες, προσπαθούν να μεγιστοποιήσουν τη συνολική τους χρησιμότητα.». Οι ορθολογικοί επενδυτές δεν προβαίνουν σε συστηματικά λάθη στις εκτιμήσεις τους, ενώ αν προβούν, αυτές θα είναι τυχαίες και δεν θα επηρεάσουν τις τιμές λόγω του ορθολογικού *arbitrage*. Σύμφωνα με τους υποστηρικτές της Θεωρίας της Αποτελεσματικής Αγοράς 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, αφού η απόκλιση από την τιμή ισορροπίας θα διορθώνεται αμέσως, λόγω του ανταγωνισμού μεταξύ των ορθολογικών επενδυτών. (Α. Νούλας, 2010).

*Αποτελεσματική* θεωρείται μια αγορά όταν οι χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών είναι ίσες με την πραγματική ή αληθινή τους αξία. Με πραγματική ή αληθινή αξία εννοούμε την παρούσα αξία των εσόδων τα οποία αναμένονται από τα αξιόγραφα. Συγκεκριμένα όταν η αγορά αξιογράφων είναι αποτελεσματική, τότε η τιμή ενός αξιόγραφου στην αγορά αξιογράφων θεωρείται ότι αντιπροσωπεύει την καλύτερη δυνατή εκτίμηση της πραγματικής αξίας του αμοιόγραφου. Υπάρχουν τρεις μορφές αποτελεσματικότητας την αγοράς: Η *ασθενής μορφή (weak form)*, η *ημι-ισχυρή μορφή (semi-strong form)* και η *ισχυρή μορφή (strong form)*.

*Ασθενής μορφή αποτελεσματικότητας:* η ασθενούς μορφής αγορά, θεωρείται ότι είναι αποτελεσματική, όταν οι ήδη πραγματοποιηθείσες (ιστορικές) τιμές των μετοχών,

---

<sup>2</sup> <http://www.euretirio.com/2010/06/apotelesmatiki-agora.html>

δεν περιέχουν σημαντικές πληροφορίες για προβλέψεις μελλοντικών τιμών, με συνέπεια ότι δεν πρόκειται να αποδώσει κέρδη. Σε μια ελεύθερη και ανταγωνιστική αγορά, η τρέχουσα τιμή μιας μετοχής αντιπροσωπεύει την καλύτερη εκτίμηση της αξία της μετοχής. Ο ανταγωνισμός μεταξύ των καλά πληροφορημένων επενδυτών θα έχει ως αποτέλεσμα την διαμόρφωση τιμών σε επίπεδα που δεν επιτρέπουν την πραγματοποίηση υπερκερδών παρά μόνο αποδόσεων βάσει του κίνδυνου της μετοχής. Όταν η αγορά λειτουργεί με τον παραπάνω τρόπο, τότε λέγεται ότι «η αγορά είναι αποτελεσματική ή ότι οι μετοχές ακολουθούν την υπόθεση του τυχαίου περιπάτου».

Ημι-ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας: η μορφή αυτή της αγοράς, θεωρείται ότι είναι αποτελεσματική, όταν οι τρέχουσες τιμές των μετοχών αντανακλούν όλες τις δημοσιευθείσες πληροφορίες από τα στοιχεία που είναι διαθέσιμα, είτε από την εταιρεία, είτε από τον κλάδο που ανήκει.

Ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας: με την έννοια αυτή, η αγορά θεωρείται αποτελεσματική, όταν οι τιμές των μετοχών αντανακλούν όχι μόνο τις δημοσιευθείσες πληροφορίες, αλλά οποιασδήποτε φύσης πληροφορία, ακόμα και αν δεν έχουν δημοσιευθεί. Η μορφή αυτή, επειδή αφορά ολόκληρο το χρηματοδοτικό σύστημα, δεν θα έπρεπε να αναφέρεται στην αποτελεσματικότητα της αγοράς αξιογράφων. (Καραθανάσης, 2002 & Σ. Σπύρου 2009).

## **1.2 Η Ύπαρξη μη Αποτελεσματικών Αγορών (ανωμαλίες της αγοράς)**

### **1.2.1. Ημερολογιακές Ανωμαλίες**

Το «φαινόμενο της Δευτέρας» εξηγεί σύμφωνα με τους Berument & Kiyamaz (2001) γιατί οι χρηματιστηριακές αποδόσεις των μετοχών τείνουν να είναι υψηλότερες την Παρασκευή και χαμηλότερες τη Δευτέρα σε σχέση με άλλες μέρες της εβδομάδας. Το φαινόμενο λήφθηκε σοβαρά υπόψη από τους επενδυτές τη δεκαετία του 1970, με ενδείξεις ότι το φαινόμενο αντιστράφηκε, με υψηλότερες αποδόσεις τη Δευτέρα και χαμηλότερες την Παρασκευή.

Με το «φαινόμενο του Ιανουαρίου» εξηγεί γιατί οι αποδόσεις το μήνα Ιανουάριο στις ΗΠΑ και σε άλλες χώρες, διαφέρουν σημαντικά και είναι υψηλότερες από τις αποδόσεις των υπολοίπων μηνών του έτους, ενώ οι αποδόσεις του Δεκεμβρίου είναι χαμηλές ή και αρνητικές. Ένας επενδυτής έτσι, μπορεί να προβλέψει τις αποδόσεις των

μετοχών κατά μέσο όρο ότι θα είναι θετικές τον Ιανουάριο και αρνητικές τον Δεκέμβριο. Σύμφωνα με τους Tsung-Cheng C. & Chin-Chen C.(2011), το φαινόμενο του Ιανουαρίου θεωρείται ότι είναι ίσως το καλύτερο παράδειγμα της επαλήθευσης της ύπαρξης ανωμαλιών στην αγορά σε όλο τον κόσμο.

Αρκετοί επενδυτές που διαχειρίζονται μετοχές, βασιζόμενοι στην παραπάνω θεωρία, πουλάνε μετοχές το Δεκέμβριο για να εμφανίσουν κεφαλαιακές ζημιές και έτσι να μειωθεί η φορολογική τους επιβάρυνση και τον Ιανουάριο ξαναπαίρνουν τις θέσεις που είχαν πριν, οδηγώντας τις τιμές σε άνοδο. Μία ψυχολογική ερμηνεία που μπορεί να δοθεί στο φαινόμενο, ότι με τον ερχομό του νέου έτους οι επενδυτές πιστεύουν ότι μπορούν να κάνουν μία νέα αρχή, τόσο αυτοί που κερδίζουν όσο και αυτοί που χάνουν, αυξάνοντας έτσι τις επενδυτικές θέσεις και ανεβάζοντας τις τιμές των μετοχών. Επίσης άλλα φαινόμενα που έχουν παρατηρηθεί και εκτιμάται ότι οφείλεται σε ψυχολογικούς παράγοντες, είναι οι προβλέψιμες αποδόσεις πριν και μετά τις ημέρες διακοπών ή αργιών δηλαδή, οι αποδόσεις είναι συνήθως θετικές τις ημέρες πριν τις διακοπές. Επειδή όλα τα φαινόμενα καταστρατηγούν την βασική αρχή της Θεωρίας της Αποτελεσματικότητας των Αγορών δηλαδή ότι οι αποδόσεις των μετοχών πρέπει να είναι απρόβλεπτες και ανεξάρτητες τυχαίες μεταβλητές θεωρούνται ως «ανωμαλίες της αγοράς».

### **1.2.2. Χρηματιστηριακές φούσκες τιμών**

Μία φούσκα χρηματιστηριακών τιμών (stock price bubble) αναφέρεται ως μία κατάσταση στην οποία οι τιμές των μετοχών ή άλλων εμπορεύσιμων αξιών, αυξάνονται πάρα πολύ, φτάνοντας σε υπερβολικά υψηλά επίπεδα, σε σχέση με τη θεμελιώδη αξία τους, σε σημείο όπου «σπάνε» και οδηγούνται σε απότομη και μεγάλη πτώση τιμών. Είναι δηλαδή τα υπέρ-τιμημένα αξιόγραφα τα οποία μετά από ένα διάστημα, η φούσκα τιμών θα σπάσει και οι τιμές θα διορθωθούν με μεγάλη ταχύτητα και βίαια. Τέτοιες συμπεριφορές των τιμών δεν προβλέπονται σε μια αποτελεσματική αγορά με ορθολογικούς επενδυτές. Χαρακτηριστικό είναι το ρητό του Charles Kindleberger, A History of Financial Crises *«Η χρηματιστηριακή αγορά σε περίοδο «κραχ» μοιάζει με ένα τρελοκομείο από το οποίο οι σχιζοφρενείς προσπαθούν ν' αποδράσουν την ίδια χρονική στιγμή»*

Ιστορικά παραδείγματα μη ορθολογικής «φούσκας» τιμών είναι «η *μανία της τουλίπας*<sup>3</sup>» στην Ολλανδία τον 16<sup>ο</sup> και 17<sup>ο</sup> αιώνα και «η *φούσκα του South Sea*» στην Αγγλία το 1720. Στην πρώτη περίπτωση, η ζήτηση για βολβούς τουλίπας ξεπέρασε κατά πολύ την προσφορά με αποτέλεσμα οι τιμές να ανέβουν υπερβολικά και να αναπτυχθεί μια τεράστια αγορά με ειδική νομοθεσία, καθώς και δημιουργήθηκαν παράγωγα συμβόλαια με υποκείμενη αξία την τιμή του βολβού αυτού. Έτσι, έγινε μια δημοφιλής επένδυση, απλοί άνθρωποι πουλούσαν τα σπίτια τους για να επενδύσουν σε τουλίπες, φτάνοντας την τιμή του βολβού να αξίζει 500 φορές την τιμή ενός ζώου. Η φούσκα έσκασε το 1637, το προϊόν εξαφανίστηκε και όλοι θέλανε να πουλήσουν, και η οικονομία πέρασε σε ύφεση με καταστροφή πολλών νοικοκυριών. Στην δεύτερη περίπτωση, η εταιρεία South Sea Company, απέκτησε προνόμιο εμπορίου στις Νότιες Θάλασσες, και οι μετοχές της έγιναν περιζήτητες σε εξωφρενικά ύψη της τιμής το 1720, από 130 στερλίνες έφτασε στις 1000 στερλίνες. Όταν τα μέλη της διοίκησης, άρχισαν να πουλούν μετοχές για να κατοχυρώσουν κέρδη, δημιούργησαν πανικό και η τιμή άρχισε να καταρρέει.(Σπύρου Σ.,2009)

Ένας ειδικός τύπος χρηματιστηριακής φούσκας είναι το «*φαινόμενο της χρηματιστηριακής μόδας*». Εξετάζει την πιθανότητα μίας μετοχής να απομακρύνεται από την εσωτερική αξία της λόγω κάποιων ψυχολογικών και κοινωνικών επιρροών που δημιουργούν «μόδα» με αποτέλεσμα ανοδικές ή πτωτικές τάσεις στις χρηματιστηριακές τιμές. Διακρίνεται σε δυο είδη, αυτά που στηρίζονται με τρόπο ορθολογικό και οι τιμές κυμαίνονται ανάλογα με την χρησιμότητα και εκείνα που στηρίζονται στις πεποιθήσεις, με βάση σε συναισθηματικούς παράγοντες και οι αποφάσεις να μην είναι ορθολογικές.(Αλεξιάκης, Ξανθάκης 2008).

### **1.2.3 Ο Γρίφος του Πριμ των Μετοχών**

Πρόσφατες έρευνες θεωρούν ότι η μη ορθολογική συμπεριφορά των επενδυτών οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στο φαινόμενο ο «γρίφος του πριμ των μετοχών». Όσο μεγαλύτερο κίνδυνο φέρει μία επένδυση, τόσο υψηλότερη θα πρέπει να είναι και η απόδοση που προσφέρει. Το φαινόμενο του γρίφου του πριμ των μετοχών παρουσιάστηκε από τους Mehra & Prescott, το 1985, οι οποίοι ανέλυσαν ότι οι μετοχές

---

<sup>3</sup> <http://www.hrima.gr/article.asp?view=272&ref=259>

θα πρέπει να έχουν υψηλότερη απόδοση από επενδύσεις με μηδενικό κίνδυνο (πχ κρατικά ομόλογα) λόγω της υψηλότερης αβεβαιότητας. Αν αυτό ισχύει, τότε ο γρίφος θέτει το ερώτημα γιατί οι επενδυτές επιλέγουν επενδύσεις με χαμηλό κίνδυνο ή μηδενική απόδοση αντί να επενδύουν σε μετοχές που θα τους αποφέρουν υψηλότερη απόδοση δεδομένου της αβεβαιότητάς τους όπως κρατικά ομόλογα με χαμηλή ζήτηση αντί να επενδύσουν σε μετοχές με υψηλή απόδοση. (Σπύρου Σ.,2009)

#### **1.2.4 Ο Γρίφος των μερισμάτων**

Σε μια αποτελεσματική αγορά, η αξία της επιχείρησης δεν επηρεάζεται από το πώς η επιχείρηση χρηματοδοτείται καθώς είναι αδιάφορη η μερισματική πολιτική της για την αξία της επιχείρησης. Εάν αυτό ισχύει, τότε θέτετε το ερώτημα γιατί οι επιχειρήσεις δίνουν μερίσματα και δεν τα επαν-επενδύουν τα κέρδη αυτά. Μελέτες έδειξαν ότι η αξία επιχειρήσεων που δίνουν μερίσματα είναι υψηλότερη από παρόμοιες επιχειρήσεις που δεν δίνουν. Το φαινόμενο αυτό είναι διαφορούμενο γιατί σε πολλές χώρες της ΗΠΑ τα μερίσματα φορολογούνται με υψηλότερο συντελεστή σε σχέση με τις υπεραξίες από την άνοδο της τιμής τα οποία φορολογούνται με χαμηλότερο συντελεστή. Ενδεχομένως η ψυχολογία των επενδυτών να είναι υπεύθυνη για το φαινόμενο αυτό.

#### **1.2.5. Στρατηγικές Contrarian και Momentum**

Οι DeBondt και Thaler (1985) σε μελέτη που πραγματοποίησαν, εντόπισαν ότι οι τιμές μετοχών που είχαν στο παρελθόν μικρές ή αρνητικές αποδόσεις (από 3 ως 5 έτη), επιτυγχάνουν στο μέλλον υψηλότερες αποδόσεις και υπερκανονικά κέρδη σε σχέση με τις μετοχές που για ίδιο χρονικό διάστημα στο παρελθόν είχαν τις υψηλότερες αποδόσεις. Τα αποτελέσματα αυτά οφείλονται στην υπέρ-αντίδραση των επενδυτών. Η στρατηγική αυτή, δηλαδή η πώληση «winner» χαρτοφυλακίων και η αγορά «loser» χαρτοφυλακίων ονομάζεται αντιθετική στρατηγική (contrarian strategy). Σε κάθε περίπτωση ο επενδυτής μπορεί να προβλέψει τις μελλοντικές αποδόσεις και αν επιτύχει υπερβολικές αποδόσεις χρησιμοποιώντας πληροφορίες σχετικές με την παρελθούσα απόδοση μετοχών. Σε μελέτη του Antonίου, Galarioti & Spyroy (2006) για την

Ελληνική χρηματαγορά, φαίνεται ότι ισχύει και στην Ελλάδα σε έντονο βαθμό, το φαινόμενο αυτό.

Επίσης, αρκετές μελέτες έδειξαν ότι, σε μικρότερα διαστήματα, οι αποδόσεις μπορούν να προβλεφθούν και τα υπερκέρδη να προέλθουν από μια στρατηγική Momentum η οποία είναι αντίθετη από την Contrarian. Δηλαδή ένας επενδυτής μπορεί να δημιουργήσει ένα χαρτοφυλάκιο πουλώντας ανοικτά (short) μετοχές που είχαν χαμηλές αποδόσεις (losers) αγοράζοντας (long) μετοχές με υψηλές αποδόσεις (winners), περιμένοντας να συνεχιστεί η ίδια πορεία των μετοχών. Σε μια αποτελεσματική αγορά αυτά τα φαινόμενα δεν θα έπρεπε να συμβαίνουν.

### **1.2.6. Εξισορροπητική Κερδοφορία ( arbitrage)**

Το arbitrage είναι η ταυτόχρονη αγορά και πώληση της ίδιας επένδυσης σε δύο διαφορετικές αγορές και σε δύο διαφορετικές τιμές, οι οποίες μπορούν να οδηγήσουν σε κέρδη χωρίς την ανάληψη κινδύνου. Άρα ο arbitrageur θα έχει πάντα δύο θέσεις αντίθετες μεταξύ τους όπου η μία καλύπτει την άλλη. Έστω ότι μία μετοχή Α είναι υπερτιμημένη ως αποτέλεσμα της συμπεριφοράς μη ορθολογικών επενδυτών. Οι ορθολογικοί επενδυτές θα παρατηρήσουν την ανισορροπία αυτή και θα πουλήσουν ανοικτά (sell short) την μετοχή Α, αγοράζοντας ταυτόχρονα μία παρόμοια ή υποκατάστατη (substitute) μετοχή Β για να καλύψουν τον κίνδυνο τους. Θα έχουν πουλήσει δηλαδή μία ακριβή μετοχή (Α) και θα έχουν αγοράσει μία παρόμοια φθηνότερη μετοχή (Β). Η διαδικασία αυτή θα επιδράσει πτωτικά στην υψηλή τιμή της μετοχής Α και θα συνεχιστεί μέχρι η τιμή της να φτάσει στην πραγματική της αξία. Με την ίδια λογική οι τιμές υποτιμημένων μετοχών θα αυξηθούν πλησιάζοντας τις πραγματικές τους αξίες. Στην περίπτωση της υποτιμημένης μετοχής (Γ). Οι ορθολογικοί επενδυτές θα παρατηρήσουν την ανισορροπία αυτή και θα αγοράσουν την υποτιμημένη μετοχή Γ, πουλώντας ταυτόχρονα ανοικτά μία υποκατάστατη ακριβότερη μετοχή Δ για να καλύψουν τον κίνδυνο τους. Η διαδικασία αυτή θα επιδράσει ανοδικά στην χαμηλή τιμή της μετοχής Γ και θα συνεχιστεί μέχρι η τιμή της να φτάσει στην πραγματική της αξία. Από την στιγμή που οι μη ορθολογικοί επενδυτές θα συναλλάσσονται σε υπερτιμημένες ή υποτιμημένες επενδύσεις, θα κερδίζουν χαμηλότερες αποδόσεις από ορθολογικούς επενδυτές και σταδιακά θα χάνουν χρήματα, άρα θα εκμηδενίζεται το κεφάλαιό τους και η επίδρασή τους στην αγορά. Η ανοικτή πώληση (short sale)

σημαίνει ότι ο πωλητής πουλάει κάτι που δεν έχει. Ο επενδυτής που δανείζεται τις μετοχές όμως και τις πουλάει ανοικτά εάν αναγκαστεί να τις αγοράσει σε τιμή μεγαλύτερη από την τιμή που τις πούλησε θα υποστεί σημαντικές ζημιές. (Friedman, 1953)

Στην πραγματικότητα δεν είναι τόσο εύκολη η εφαρμογή του arbitrage σύμφωνα με τους Jawadi, Prat (2012). Λόγω των περιορισμών και των κινδύνων που υπάρχουν, το arbitrage έχει κάποια κόστη και κίνδυνοι όπως: τα κόστη εφαρμογής της στρατηγικής, τα κόστη συναλλαγών (πχ προμήθειες συναλλαγών), το κόστος ανεύρεσης και εκμετάλλευσης της υπέρ ή υπό τιμολογημένης επένδυσης (π.χ. αμοιβές αναλυτών και ερευνητών, κόστος βάσεων δεδομένων και πληροφοριών, κλπ) και οι περιορισμοί στις ανοικτές πωλήσεις μετοχών.<sup>4</sup> Σημαντικοί τύποι κινδύνων κατά την εφαρμογή του arbitrage, είναι, ο θεμελιώδης κίνδυνος (fundamental risk) και ο κίνδυνος μη ενημερωμένων επενδυτών (noise trader risk).

Ο θεμελιώδης κίνδυνος αφορά το γεγονός ότι δεν υπάρχουν τέλεια υποκατάστατα μετοχών με ίδιες αναμενόμενες αποδόσεις και ίδιο κίνδυνο, άρα οι ορθολογικοί arbitrageurs θα αναγκαστούν να ρισκάρουν ακόμα κι αν τα θεμελιώδη μεγέθη των δύο επενδύσεων διαφέρουν. Η θεωρία λέει ότι εάν μία μετοχή A είναι υπερτιμημένη ο ορθολογικός arbitrageur θα παρατηρήσει την ανισορροπία αυτή και θα πουλήσει ανοικτά την μετοχή A, αγοράζοντας ταυτόχρονα μία υποκατάστατη μετοχή B η οποία θα είναι θεμελιωδώς όμοια. Η διαδικασία αυτή θα επιδράσει πτωτικά στην υψηλή τιμή της μετοχής A και θα συνεχιστεί μέχρι η τιμή της να φτάσει στην πραγματική της αξία.

Ο κίνδυνος μη ενημερωμένων επενδυτών (noise trader risk), υποθέτει ότι, οι μη ορθολογικοί επενδυτές (noise traders) είναι απαισιόδοξοι για μία μετοχή και έχουν πιέσει πτωτικά την τιμή της με αποτέλεσμα η μετοχή να είναι υποτιμημένη. Σύμφωνα με την έρευνα του Sean Masaki Flynn (2012), ένας ορθολογικός επενδυτής το αντιλαμβάνεται και αγοράζει την μετοχή περιμένοντας ότι η τιμή θα ανέβει στην θεμελιώδη της αξία. Υπάρχει πάντα ο κίνδυνος οι μη ορθολογικοί επενδυτές να γίνουν ακόμα πιο απαισιόδοξοι και να υποτιμήσουν ακόμη περισσότερο την μετοχή πριν αυτή ανέβει στην πραγματική της αξία. Επίσης, στην αντίθετη περίπτωση όπου οι μη ορθολογικοί επενδυτές είναι υπέρ-αισιόδοξοι και έχουν υπερτιμήσει μία μετοχή, ο

---

<sup>4</sup> <http://www.euretirio.com/2010/02/arbitrage.html>

ορθολογικός επενδυτής που το αντιλαμβάνεται και πουλάει ανοικτά την μετοχή αντιμετωπίζει τον κίνδυνο οι μη ορθολογικοί επενδυτές να γίνουν ακόμα πιο υπέρ-αισιόδοξοι και να ανατιμήσουν την μετοχή περαιτέρω (και άρα να χρειαστεί να την αγοράσει ακόμα πιο ακριβά από ότι την πούλησε). Άλλη περίπτωση που δεν είναι εκμεταλλεύσιμη από arbitrageurs, είναι όταν ανακοινώνεται ότι μία μετοχή θα συμπεριληφθεί σε έναν δείκτη μετοχών τότε, η τιμή της ανεβαίνει απότομα και παραμένει υπερτιμημένη εμποδίζοντας έτσι την διαδικασία του arbitrage.

Στις αγορές συναλλάγματος υπάρχει το τριγωνικό arbitrage, μια διαδικασία κατά την οποία μπορεί ένας επενδυτής να βγάλει ακίνδυνο κέρδος εκμεταλλευόμενος την ανισορροπία μεταξύ τριών αγορών συναλλάγματος μέχρι το σημείο που το κόστος αγοράς του υποτιμημένου νομίσματος και πώλησης του υπερτιμημένου νομίσματος υπερβαίνει την διαφορά στην τιμή τους. Πρακτικά, κατά την αγοραπωλησία νομισμάτων υπάρχει μια διαφορά (spread) μεταξύ των τιμών αγοράς-πώλησης, που θα πρέπει να λάβει υπόψη του ένας trader για να μην βγει τελικά ζημιωμένος. Άλλα διαδικαστικά κόστη, όπως οι προμήθειες, συχνά καθιστούν μη συμφέρουσες παρόμοιες αγοραπωλησίες<sup>5</sup>

### **1.3 Μελέτες σχετικά με την αποτελεσματικότητα Διεθνών Χρηματαγορών**

Η μελέτη των σχέσεων μεταξύ των διεθνών χρηματιστηριακών αγορών έχει προσελκύσει το ενδιαφέρον πολλών ερευνητών τα τελευταία χρόνια. Πριν την εξέταση της αποτελεσματικότητας σε μία χρηματαγορά, είναι απαραίτητη να ληφθεί υπόψη κάθε επίδραση των τιμών, με τις υπόλοιπες διεθνείς χρηματαγορές. Σε μια αναπτυγμένη αγορά, μελέτες έδειξαν την έντονη μη-κερδοσκοπία από τη χρήση παρελθουσών καταγραφών των τιμών καθώς υποστηρίζουν την ασθενή μορφή αποτελεσματικότητας των χρηματαγορών.

Από την άλλη, υπάρχουν αντικρουόμενες έρευνες για τη ασθενή μορφή αποτελεσματικότητας της αγοράς στις αναπτυσσόμενες και στις λιγότερο αναπτυγμένες χώρες. Οι περισσότερες από τις λιγότερο αναπτυγμένες αγορές υποφέρουν από το πρόβλημα της αδρανούς συναλλαγής και οι αναπτυσσόμενες αγορές είναι λιγότερο αποτελεσματικές. Μια εμπειρική έρευνα για τον έλεγχο της υπόθεσης ασθενούς

---

<sup>5</sup> <http://www.euro2day.gr/news/market/>



αποτελεσματικής αγοράς, μετράει τη εξάρτηση των μεταβολών τιμών των μετοχών. Εξετάζεται αν οι αποδόσεις των μετοχών μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να προβλέψουν επιτυχώς μελλοντικές αποδόσεις. Εάν δε βρεθεί εξάρτηση (πχ οι μεταβολές των τιμών είναι τυχαίες), τότε αποτελεί στοιχείο της υπόθεσης ασθενούς αποτελεσματικής αγοράς, το οποίο σημαίνει πως καμία επικερδής επενδυτική στρατηγική δεν μπορεί να προέλθει βασισμένη σε παρελθόντες τιμές. Αντίθετα, αν βρεθεί εξάρτηση μεταβολών των τιμών (πχ η αύξηση των τιμών κατά την επόμενη περίοδο), αυτό δηλώνει την βάση ενός επικερδούς κανόνα επένδυσης και παραβιάζει την υπόθεση της ασθενούς αποτελεσματικής μορφής.

Το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης ασκεί τη μεγαλύτερη επίδραση όσον αφορά την δραστηριότητα των ξένων αγορών. Η μελέτη της συσχέτισης των χρηματιστηρίων παρουσιάζει ενδιαφέρον γιατί οι επενδυτές που εμπορεύονται μετοχές σε μια αγορά ενσωματώνουν στις αποφάσεις τους, πληροφορίες που προέρχονται όχι μόνο από το εσωτερικό αλλά και από άλλες χρηματιστηριακές αγορές. Η μελέτη της συμπεριφοράς των διεθνών χρηματαγορών, δίνει τη δυνατότητα σ' αυτούς που εμπορεύονται μετοχές να επιτύχουν κερδοσκοπία και επιτυχείς εμπορικές στρατηγικές.

Περιορισμένος είναι ο αριθμός μελετών για το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Σε έρευνα για τη υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς, οι Νιάρχος και Αλεξάκης (1998) χρησιμοποιώντας τις τιμές κοινών και προνομιούχων μετοχών από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (οι προνομιούχες μετοχές θεωρούνται σαν μέρος καθαρού κεφαλαίου των επιχειρήσεων και όχι σαν μέρος δανεισμού), υποθέτουν ότι η συμπεριφορά των τιμών των προνομιούχων μετοχών καθώς και η ταχύτητα προσαρμογής τους, θα πρέπει να είναι ίδια με αυτή των κοινών μετοχών. Όμως, τα εμπειρικά στοιχεία διαψεύδουν την παραπάνω υπόθεση, διότι στην ελληνική αγορά υπάρχουν συντελεστές διαφορετικοί που επηρεάζουν τη συμπεριφορά των τιμών αυτών των κατηγοριών των μετοχών.

Επίσης, η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς εξετάστηκε για την περίπτωση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών από το Panagiotidi (2003) μετά την εισαγωγή του ευρώ. Χρησιμοποιήθηκαν οι δείκτες: ο γενικός δείκτης του Χ.Α.Α. και ο FTSE/ASE-20, που περιλαμβάνει εταιρίες «μεγάλης κεφαλαιοποίησης». Τα αποτελέσματα από πέντε tests που εφαρμόστηκαν, έδειξαν ότι οι τιμές των μετοχών θα είναι πιο διαφανείς, η εκτέλεσή τους πιο εύκολη για σύγκριση, και ο συναλλαγματικός κίνδυνος θα

εξαλειφθεί ως αποτέλεσμα της εισόδου του νέου νομίσματος, ενισχύοντας την απόφαση υπέρ της υπόθεσης της αποτελεσματικής αγοράς.

Οι Theodosiou *et. Al* (1993) ερεύνησαν κατά πόσο οι διακυμάνσεις των αποδόσεων των ΗΠΑ και της Ελλάδας, εξαρτώνται και συνδέονται μεταξύ τους, για την περίοδο Ιουλίου 1981 μέχρι Αύγουστο 1990. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν για την περίοδο που εξετάζεται, ότι οι αποδόσεις του Ελληνικού Χρηματιστηρίου επηρεάστηκαν από παρελθούσες αποδόσεις του Χρηματιστηρίου των ΗΠΑ. κυρίως από καινοτομίες στο χρηματιστήριο των ΗΠΑ. Οι Milionis *et. Al.* (1998) μελέτησαν την επίδραση των χρηματιστηρίων της Νέας Υόρκης και του Λονδίνου, στο Χρηματιστήριο της Ελλάδος και την εξάρτηση των τριών δεικτών ( FTSE-100 και S&P-500 στο γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών), καταλήγοντας στο ότι, υπάρχει μια σημαντική επίδραση, μικρή σε μέγεθος από το δείκτη S&P 500 στο γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών, καθώς υπάρχει μια ξεχωριστή συσχέτιση μεταξύ χρηματιστηρίου του Λονδίνου και Αθηνών. Το συμπέρασμα της έρευνας ήταν ότι το χρηματιστήριο αξιών Αθηνών συμμετέχει στη γνωστή παγκόσμια ολοκλήρωση των χρηματαγορών.

Άλλη σημαντική μελέτη σχετικά με το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών είναι αυτή των Niarchos *et. al.* (1999) η οποία ερεύνησαν τη διεθνή διάδοση πληροφοριών μεταξύ της Νέας Υόρκης, και της Ελλάδας, σχετικά με τις χρηματιστηριακές αποδόσεις τους, βάσει του υπόδειγμα GARCH. Η κατανομή αποδόσεων της ελληνικής αγοράς έχει πολύ μεγαλύτερη μεταβλητότητα από την αμερικανική αγορά η οποία εξισορροπεί από τις υψηλότερες αποδόσεις. Επίσης τα αποτελέσματα δείχνουν ότι αυτές οι δύο αγορές δεν είναι συνολοκληρωμένες καθώς τόσο τα χρηματιστήρια των ΗΠΑ και της Ελλάδας δεν σχετίζονται μεταξύ τους ούτε βραχυπρόθεσμα ούτε μακροπρόθεσμα. Σε αντίθεση με την μελέτη των dritsaki *et. Al* (2004), οι οποίοι εξέτασαν την επίδραση του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης και των Αθηνών με τη μέθοδο της συνολοκλήρωσης του Johansen για την περίοδο 1987 μέχρι και 2004, κατέληξαν ότι υπάρχει μια μακροχρόνια συνολοκληρωμένη σχέση ισορροπίας.

#### 1.4 Κατηγορίες Επενδυτών στην Αγορά

Ενδιαφέρον αποτελούν οι δύο παρακάτω κατηγορίες επενδυτών σύμφωνα με το επίπεδο της αυτοπεποίθησης (κάθετη ομαδοποίηση) και σύμφωνα με τη μέθοδο της ενέργειας (οριζόντια ενοποίηση). Η πρώτη κατηγορία αναφέρεται στο πώς οι επενδυτές λαμβάνουν αποφάσεις στη ζωή τους, ακόμη και σε ζητήματα που δεν σχετίζονται με χρήματα. Θέτονται έτσι τα ερωτήματα, «όταν οι επενδυτές διαπραγματεύονται με μία ευρεία γκάμα επιλογών στη ζωή τους είναι σίγουροι για τον εαυτό τους ή μετανιώνουν για τις επιλογές τους;» ενώ στην δεύτερη κατηγορία θέτονται τα ερωτήματα «αν οι επενδυτές είναι μεθοδικοί, αναλυτικοί και προσεχτικοί στην προσέγγισή τους για την ζωή ή είναι συναισθηματικοί, διαισθητικοί και απερίσκεπτοι».

Σύμφωνα με το υπόδειγμα των Bailard, Biehl and Kaiser, (1986), (Παραρτήματα, Διάγραμμα 1.4.1), οι απαντήσεις των ερωτημάτων, θεωρούνται οι δυο άξονες της ατομικής ψυχολογίας, ο ένας ονομάζεται «*confident-anxious*» και ο άλλος «*careful-impetuous*». Αυτοί οι δύο άξονες της ατομικής ψυχολογίας καθορίζουν πέντε τύπους προσωπικοτήτων των επενδυτών.

Ο τύπος του *περιπετειώδη επενδυτή (adventurer)*, αναφέρεται σε άτομα που διατίθενται να τα δώσουν όλα για ένα στοίχημα επειδή έχουν αυτοπεποίθηση. Είναι δύσκολο να δεχτούν συμβουλές γιατί έχουν τις δικές τους ιδέες αναφορικά με τις επενδύσεις. Είναι πρόθυμοι να αναλάβουν ρίσκα και είναι ευμετάβλητοι πελάτες από την σκοπιά ενός επενδυτικού συμβούλου. Ο *τύπος του επενδυτή-διασημότητα (celebrity)* αφορά άτομα που θέλουν να βρίσκονται σε δράση. Φοβούνται να μείνουν απέξω από το επίκεντρο των γεγονότων ενώ δεν έχουν δικές τους ιδέες για επενδύσεις.

Οι *ανεξάρτητοι (individualists)* επενδυτές τείνουν να ακολουθούν το δρόμο τους και αποτελούν συνήθως μικρές επιχειρήσεις ή ανεξάρτητους επαγγελματίες. Αυτοί είναι άνθρωποι που προσπαθούν να κάνουν τις δικές τους επιλογές στη ζωή, με προσεκτικά βήματα, μεθοδικά και αναλυτικά. Αυτοί είναι πελάτες που κάθε εταιρία θέλει να έχει ορθολογικούς επενδυτές με τους οποίους οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων μπορούν να συνεννοηθούν. Οι *επενδυτές-καθοδηγητές (guardian)* αποτελούν άτομα μεγάλης ηλικίας που σκέφτονται να συνταξιοδοτηθούν και προσέχουν τις επενδύσεις τους και νοιάζονται λίγο παραπάνω για αυτές. Αναγνωρίζουν ότι βρίσκονται στο τέλος της ζωής τους και πρέπει να διατηρήσουν το χαρτοφυλάκιό τους. Δεν επιδιώκουν τις μεταβολές ή τα πειράματα. Αυτοί έχουν έλλειψη αυτοπεποίθησης στην ικανότητά τους να

προβλέψουν το μέλλον ή να κατανοήσουν που να τοποθετήσουν τα χρήματά τους και έτσι ψάχνουν για καθοδήγηση. Τέλος, οι λογικοί επενδυτές (*straight arrow*) οι οποίοι είναι καλά ισορροπημένοι επενδυτές και δεν μπορούν να τοποθετηθούν σε οποιαδήποτε άλλη κατηγορία. Αυτοί οι επενδυτές αποτελούν τον μέσο επενδυτή.

Επίσης, οι επενδυτές κατηγοριοποιούνται σε τρεις παρακάτω κατηγορίες βάσει των τοποθετήσεων τους σε ένα μεγάλο εύρος αγορών, καθιστώντας τις, ένα πολύτιμο εργαλείο για το trading. Οι τοποθετήσεις των επενδυτών μας επιτρέπουν να αναγνωρίσουμε τις γενικότερες τάσεις και τις πιθανές αντιστροφές των χρηματαγορών. Πρώτη κατηγορία οι *Εμπορικοί Traders (Commercial)*, είναι συνήθως μεγάλες πολυεθνικές εταιρείες με στόχο την αντιστάθμιση του κινδύνου που προκύπτει από τις αντίστοιχες χρηματαγορές επενδυτικών κεφαλαίων. Για παράδειγμα, μια μεγάλη βιομηχανική επιχείρηση της Ιαπωνίας θέλει να αντισταθμίσει την έκθεση της στις διακυμάνσεις της ισοτιμίας USD/JPY.

Δεύτερη κατηγορία οι *Μη εμπορικοί Traders (Non-Commercial)* αφορούν συνήθως τους κερδοσκόπους όπως οι Σύμβουλοι Εμπορικών συναλλαγών *Commodity Trading Advisors* και τις μεγάλες επιχειρήσεις που έχουν ως σκοπό την κερδοσκοπία από τις συγκεκριμένες αγορές επενδυτικών κεφαλαίων ή συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (*futures*) οι οποίοι κινούνται στην κατεύθυνση της βασικής τάσης. Για παράδειγμα, ένα μεγάλο fund που επικεντρώνεται στις επενδύσεις σε εμπορεύματα, θεωρεί ότι το δολάριο θα ενισχυθεί έναντι του ευρώ, και έτσι ποντάρει στα Euro FX futures.

Τέλος οι *Υπόλοιποι Traders* δηλαδή που δεν ανήκουν σε καμία από τις παραπάνω κατηγορίες. Συχνά είναι μικροί επενδυτές που έχουν ως στόχο την κερδοσκοπία, και είναι φυσικά λιγότερο σημαντικοί και δεν χρησιμοποιούνται καμία ανάλυση πληροφορίας.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

---

#### 2.1 Εισαγωγή

Οι παραδοσιακοί οικονομολόγοι υποστηρίζουν σε όλες τις υποθέσεις τους, ότι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί λήπτες αποφάσεων, γεγονός που έχει οδηγήσει στην ανάπτυξη της υπόθεσης της αποτελεσματικότητας της αγοράς. Σύμφωνα με αυτή, οι ορθολογικοί επενδυτές παίρνουν τις αποφάσεις τους βασιζόμενοι σε θεμελιώδη στοιχεία για την κάθε εταιρία και εκμεταλλεύονται κάθε δεδομένη πληροφόρηση σχετικά με αυτήν. Αν όμως θεωρήσουμε ότι υπάρχουν και μη ορθολογικοί επενδυτές, τότε προκύπτει το ερώτημα, πώς αυτοί επηρεάζουν τη λειτουργία της αγοράς. Εξαιτίας της αδυναμίας της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής να εξηγήσει διάφορα φαινόμενα, δημιουργήθηκε ένας νέος κλάδος της χρηματοοικονομικής, η «**Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική**» (**behavioral finance**).

Η συμπεριφορική διαφέρει από την παραδοσιακή προσέγγιση της θεωρίας των κεφαλαιαγορών σε τρία βασικά σημεία. Πρώτο σημείο της συμπεριφορικής, είναι ότι οι επενδυτές δεν είναι ορθολογικοί με τον τρόπο που περιγράφει η παραδοσιακή θεωρία. Δεύτερον, οι συμμετέχοντες στην αγορά αποκλίνουν από την ορθολογική συμπεριφορά με τον ίδιο μη συστηματικό τρόπο, ενώ σύμφωνα με την παραδοσιακή θεωρία αν οι επενδυτές δεν είναι ορθολογικοί, τότε οι συναλλαγές αυτές θα είναι τυχαίες και δεν θα επηρεάζουν τις τιμές. Τέλος, η συμπεριφορική υποστηρίζει ότι το arbitrage (ευκαιρίες κερδοσκοπικής εκμετάλλευσης) συνεπάγεται κόστος με κίνδυνο, οπότε καθίσταται μη αποτελεσματικό, ενώ η παραδοσιακή θεωρία υποστηρίζει ότι οι arbitrageurs εξαλείφουν οποιαδήποτε επίδραση των μη ορθολογικών επενδυτών πάνω στις τιμές.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική αποτελεί σήμερα έναν ραγδαία εξελισσόμενο κλάδο, μία επανάσταση στον τομέα των χρηματοοικονομικών, καθώς αμφισβητεί τις παραδοσιακές παραδοχές της οικονομίας με απώτερο στόχο να διερευνήσει τα πραγματικά αίτια που συμβάλλουν στη λήψη αποφάσεων (Sewel 2010).

Η συμπεριφορική προσπαθεί να εξηγήσει πώς και γιατί τα συναισθήματα και τα γνωστικά λάθη επηρεάζουν τους επενδυτές και δημιουργούν ανωμαλίες στις αγορές όπως οι χρηματιστηριακές φούσκες και κρίσεις. Σύμφωνα με την άποψη διαφόρων συγγραφέων, η συμπεριφορική μπορεί να παρουσιαστεί ως η επιστήμη που συνδέει την επιστήμη των χρηματοοικονομικών με την επιστήμη της ψυχολογίας και της κοινωνιολογίας. Ακόμη, προσφέρει εξηγήσεις για πολλές χρηματιστηριακές ανωμαλίες όπως ημερολογιακές ανωμαλίες, τις χρηματιστηριακές φούσκες, τις χρηματοοικονομικές κρίσεις κ.α.

Η βασική υπόθεση που αποδέχεται, είναι ότι το μέγεθος των μη ορθολογικών επενδυτών στην αγορά υπερβαίνει κάποιο επίπεδο, ώστε οι arbitrageurs να αδυνατούν να τους εξαλείψουν λόγω κεφαλαιακών περιορισμών. Τότε, οι τιμές μπορεί να αποκλίνουν από τις θεμελιώδεις αποτιμήσεις των μετοχών ακόμη και για εκτεταμένα χρονικά διαστήματα, κάτι που μπορεί να οδηγήσει σε χρηματιστηριακή φούσκα. Ακόμη, αλλαγές στον τρόπο σκέψης των «noise traders»(μη ενημερωμένων επενδυτών) μπορεί να οδηγήσουν σε αλλαγές στις τιμές των μετοχών, γεγονός που μπορεί να εξηγήσει την υψηλή μεταβλητότητα των μετοχών.

Καθοριστικό για την ανάπτυξη της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής θεωρείται το άρθρο των DeBondt και Thaler, (1985), οι οποίοι ανακάλυψαν ότι οι επενδυτές συστηματικά αντιδρούν υπερβολικά σε απρόσμενα νέα, κλονίζοντας την αποτελεσματικότητα της αγοράς, στην ασθενή της μορφή. Θα πρέπει όμως να τονιστεί ότι η συμπεριφορική χρηματοοικονομική λειτουργεί συμπληρωματικά, δεν αντικαθιστά τα παραδοσιακά χρηματοοικονομικά εργαλεία και φυσικά δεν αμφισβητεί την αξία και τη χρησιμότητα της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής.

## **2.2 Βιβλιογραφική ανασκόπηση**

Από τις αρχές της δεκαετίας του 1950, σημαντικές θεωρητικές προσεγγίσεις στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική αποτελούν μεγάλες προόδους, με πρωτοπόρο τον Allais M.,(1953) με το «*Παράδοξο του Allais*», ως το πρώτο κομμάτι μιας σειράς από αποδείξεις οι οποίες αμφισβητούσαν την παραδοσιακή αντίληψη της αναμενόμενης ωφέλειας, οδηγώντας στην ανάπτυξη συμπεριφορικών μοντέλων στην λήψη αποφάσεων υπό συνθήκες αβεβαιότητας. Ο Markowitz (1952), εισήγαγε την άποψη ότι οι άνθρωποι επικεντρώνονται περισσότερο στα κέρδη και στις ζημιές παρά στο

απόλυτο μέγεθος του πλούτου (πρώιμη διατύπωση της Θεωρίας των Προσδοκιών). Στην ανάπτυξη του κλάδου της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, οι Kahneman και Tversky, (1979), χρησιμοποίησαν τεχνικές από την γνωστική ψυχολογία για να εξηγήσουν κάποιες αποκλίσεις της λήψης αποφάσεων, από την νεοκλασική θεωρία. (αναφορ. παραγρ. 2.5.2.1) «*Η θεωρία της κατανάλωσης beta*» από τον Breeden (1979), εξηγεί ότι το beta μιας μετοχής (η ευαισθησία της μετοχής σε μεταβολές των αποδόσεων ενός δείκτη) έχει καθοριστεί από τον συσχετισμό των αποδόσεων της μετοχής της κατά κεφαλήν κατανάλωσης. Επίσης,

Ο Reingnum (1981) τεκμηρίωσε μια ακόμη ανωμαλία στις αποδόσεις, η οποία είναι γνωστή ως Αποτέλεσμα μεγέθους (size effect). Κατά την άποψή τους, οι εταιρείες μικρής κεφαλαιοποίησης παρουσιάζουν υψηλότερη μεταβλητότητα, λόγω ότι οι τιμές των μετοχών τους, συγκυριακά, να εμφανίζουν σημαντικές βραχυπρόθεσμες απώλειες, όπως για παράδειγμα οι χαμηλότερες αξίες που δημιουργούνται στο τέλος του έτους, από «ανωμαλίες της αγοράς». (αναφορικά παραγρ. 1.2.1 ημερολογιακές ανωμαλίες).

Εξαιτίας όλων αυτών των ανωμαλιών, το 1990 μεγάλο μέρος της ακαδημαϊκής μελέτης μετατοπίστηκε από τις οικονομικές αναλύσεις των χρονολογικών σειρών, των τιμών, και των κερδών την ανάπτυξη της ανθρώπινη ψυχολογία όσον αφορά τις χρηματοοικονομικές αγορές, με επιμέρους μελέτη στον τομέας της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής. Μια από τις παλαιότερες θεωρίες των χρηματοοικονομικών αγορών είναι η θεωρία των ψυχολογικών αντιδράσεων για την τιμή. Όταν οι τιμές θεωρητικά ανεβαίνουν δημιουργούν κέρδη για κάποιους επενδυτές και αυτό μπορεί να προσελκύσει την προσοχή του κοινού προκαλώντας ενθουσιασμό και μεγαλώνοντας τις προσδοκίες για περαιτέρω αύξηση των τιμών. Η διαδικασία της αύξησης της ζήτησης των επενδυτών παράγει έναν άλλο γύρο αύξησης των τιμών. Αν οι ψυχολογικές αντιδράσεις δεν διακοπούν μετά από πολλούς γύρους μια θεωρητική φούσκα θα δημιουργηθεί στην οποία υψηλές προσδοκίες για περαιτέρω αύξηση της τιμής στηρίζουν υψηλές τρέχουσες τιμές. Οι υψηλές τιμές είναι διαρκής γιατί είναι υψηλές μόνο λόγω των προσδοκιών για περαιτέρω αύξηση των τιμών και έτσι η φούσκα τελικά σκάει και οι τιμές πέφτουν. Οι ίδιες ψυχολογικές αντιδράσεις μπορούν να παράγουν μια αρνητική φούσκα προκαλώντας περαιτέρω μείωση των τιμών, δημιουργώντας απαισιοδοξία μέχρι η αγορά να φτάσει ένα χαμηλό επίπεδο.

Μία από τις μεγαλύτερες επιτυχίες της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής είναι μια σειρά από επιστημονικά άρθρα τα οποία δείχνουν ότι σε μια οικονομία όπου

οι ορθολογικοί και μη ορθολογικοί χρηματιστές αλληλεπιδρούν, η μη ορθολογικότητα μπορεί να έχει μια σημαντική και μακροχρόνια απήχηση στις τιμές. Αυτές οι μελέτες, γνωστές «ως περιορισμοί στο αρμπιτράζ» αποτελούν ένα από τα δύο κύρια στοιχεία της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής. Σε εργασία των Παπαθανασίου, Κουραβέλος και Μπουρλετίδης (2007)<sup>6</sup>, ερευνήθηκαν οι μακροχρόνιες και βραχυχρόνιες αλληλεπιδράσεις μεταξύ πέντε ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών αγορών για την περίοδο 2/1/1991 έως 31/12/2004 μέσω των χρηματιστηριακών δεικτών των εξής χωρών: Αγγλίας, Γερμανίας, Γαλλίας, Ελβετίας και Ελλάδας. Οι παραπάνω δείκτες που επιλέχθηκαν αναλύθηκαν προκειμένου να ελεγχθεί η ύπαρξη ασθενούς μορφής αποτελεσματικότητας και εάν δύο αγορές είναι αποτελεσματικές, τότε μακροπρόθεσμα δεν μπορεί να συνολοκληρώνονται. Επομένως, εάν δύο αγορές συνολοκληρώνονται, τότε είναι δυνατόν κάποιοι να αποκομίσουν κέρδη από arbitrage. Οι έλεγχοι συνολοκλήρωσης που πραγματοποιήθηκαν μεταξύ των 5 ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών δεικτών, οδήγησαν στο συμπέρασμα ότι απορρίπτεται η ύπαρξη αποτελεσματικότητας σε ασθενή μορφή, γεγονός που προσδίδει δυνατότητες απόκτησης υψηλών κερδών για τους επενδυτές και για τους επιχειρηματίες. Επιπλέον, υπάρχει μια μακροχρόνια σχέση ισορροπίας από την οποία οι αγορές δεν μπορούν να απομακρυνθούν πολύ, γιατί υπάρχει μια κοινή δύναμη όπως η arbitrage δραστηριότητα, που επαναφέρει τα χρηματιστήρια σε ισορροπία σε μακροχρόνιο χρονικό ορίζοντα. Το ένα χρηματιστήριο επηρεάζει το άλλο και ένα «σοκ» σε ένα από αυτά διαχέεται και στα υπόλοιπα με σημαντικές συνέπειες.

Σύμφωνα με την επίτροπο της Ε.Ε. κ. Meglena Kuneva<sup>7</sup>, η οποία τονίζει ότι «η συμπεριφορική χρηματοοικονομική μελετά τον τρόπο με τον οποίο οι άνθρωποι κάνουν καθημερινά τις επιλογές τους, αμφισβητώντας τις παραδοσιακές παραδοχές της οικονομίας και έχοντας ως βάση τα επιτόκια και εργαστηριακά πειράματα για τη διερεύνηση των πραγματικών αιτίων που οδηγούν στη λήψη των συγκεκριμένων αποφάσεων. Μπορεί να συμβάλει στο να δοθεί εξήγηση γιατί η συμπεριφορά του κόσμου δεν είναι πάντοτε εγωιστική (π.χ. χρηματικές δωρεές), γιατί δεν ενεργεί πάντοτε με

---

<sup>6</sup> Το άρθρο της εργασίας «δυναμικές αλληλεξαρτήσεις μεταξύ Ευρωπαϊκών Χρηματιστηρίων» δημοσιεύτηκε στο περιοδικό «Διοίκηση και Οικονομία», 12/2007 Έκδοση 3, Εκδόσεις Παπαζήση.

<sup>7</sup>

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/08/1836&format=HTML&aged=0&language=EL&guiLanguage=en>



οικονομικά λογικό τρόπο (π.χ. παραμένει σε έναν ακριβό πάροχο ενέργειας ενώ θα μπορούσε να προτιμήσει έναν φθηνότερο ανταγωνιστή του) ή γιατί δίνει μεγαλύτερη αξία σε κάποια πράγματα σε σύγκριση με άλλα τα οποία έχουν την ίδια πραγματική αξία. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική θα μπορούσε στο μέλλον να παίζει το ρόλο που παίζει η «αεροσήραγγα» στα αυτοκίνητα: ενός μέσου για τη δοκιμή, τη βελτιστοποίηση και τον ορθολογισμό των πολιτικών της Ε.Ε. που επιδιώκουν να επηρεάσουν τους καταναλωτές σ' ένα ευρύ φάσμα πεδίων, από τα θέματα των καταναλωτών έως την ενέργεια, την υγεία και το περιβάλλον. Προσφέρει την ευκαιρία να γίνουν περισσότερο κατανοητές οι ανωμαλίες της ανθρώπινης συμπεριφοράς και αντίδρασης, ώστε η διαμόρφωση των πολιτικών να εξυπηρετεί κατά τον καλύτερο δυνατό τρόπο τις ανάγκες των καταναλωτών».

### 2.3 Το Φαινόμενο του πλήθους<sup>8</sup>

Ο ψυχολογικός παράγοντας, γνωστός και ως «ψυχολογία της μάζας», διαδραματίζει έναν πρωταγωνιστικό ρόλο στην κατεύθυνση των τιμών των μετοχών, ιδιαίτερα σε χρονικές περιόδους εύθραυστων ισορροπιών. Οι βασικές μονάδες στη χρηματιστηριακή κοινότητα είναι ο επενδυτής, ο ιδιώτης (μικρό-αποταμιευτής) και θεσμικός (εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων και εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου). Ο επενδυτής είναι ουσιαστικά όποιος έχει θέση συναλλαγής δηλαδή αντικατοπτρίζει την άποψη ότι οι τιμές είτε θα ανέβουν, είτε θα υποχωρήσουν.

Η επιδίωξη του κέρδους, ως κοινός στόχος όλων των επενδυτών, βεβαιώνει ότι η συμπεριφορά της χρηματιστηριακής αγοράς, αποτελεί «το φαινόμενο του πλήθους». Σε κάθε χρονική περίοδο, η επενδυτική κοινότητα αποτελείται από δύο ομάδες επενδυτών: το «αισιόδοξο» πλήθος και το «απαισιόδοξο» πλήθος. Το πρώτο πλήθος προσδοκά άνοδο των τιμών των μετοχών, ενώ το δεύτερο προσδοκά πτώση. Η βασική φιλοσοφία, γνωστή σε κάθε χρηματιστηριακή αγορά, παραμένει πάντα η ίδια, «να αγοράζεις φτηνά και να πουλάς ακριβά». Η ύπαρξη των δύο αυτών επενδυτικών πληθών στο Χρηματιστήριο παρέχει το μηχανισμό εκείνο, μέσω του οποίου μεταδίδεται η κυκλική συμπεριφορά. Εξαιτίας του χάσματος μεταξύ αισιόδοξων και απαισιόδοξων

---

<sup>8</sup> [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr) Investment Research & Analysis Journal

ομάδων επενδυτών, υπάρχουν οι συνθήκες αβεβαιότητας και συγκρούσεως. Το σχετικό άγχος ενθαρρύνει το πλήθος τόσο να προστατέψει την αυτονομία του, όσο και να ακολουθήσει τους στρατηγικούς του στόχους όσον αφορά στις τιμές των μετοχών που προβάλλουν ως μελλοντικοί στόχοι.

Η παρουσία των δύο παραπάνω ομάδων επενδυτών, στη χρηματιστηριακή αγορά με αντίθετες απόψεις, διασφαλίζει την αναγκαία κατάσταση συγκρούσεως μέσα στο πλαίσιο του επενδυτικού παιχνιδιού. Χωρίς την ύπαρξη διαφορετικών απόψεων δεν δύναται να επιτευχθεί το λεγόμενο «πάντρεμα» της προσφοράς και της ζήτησης των διαπραγματευόμενων μετοχών. Επίσης πολλά επενδυτικά προϊόντα τα οποία διαπραγματεύονται στα διεθνή χρηματιστήρια (όπως για παράδειγμα, τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα - ως «*zero sum game*») βασίζονται ακριβώς τη λειτουργία τους σε αυτήν την προϋπόθεση των αντίθετων προσδοκιών, καθώς σε ένα προθεσμιακό συμβόλαιο οπωσδήποτε η μία πλευρά χάνει και η άλλη πλευρά κερδίζει.

Τα συναισθήματα του άγχους, της αγωνίας, του ενθουσιασμού ή της απογοήτευσης είναι οι κύριοι καταλύτες για τη διαμόρφωση της ψυχολογίας του πλήθους και της προβλέψιμης ή απρόβλεπτης συμπεριφοράς του, ενώ οι αλληπάλληλες συνθήκες συγκρούσεως διασφαλίζουν με σταθερό τρόπο την ύπαρξη της αμφιβολίας και της εύθραυστης (ευκολόπιστης) στάσης απέναντι στις εξελίξεις. Είναι φανερό ότι εάν όλοι οι συμμετέχοντες σε μία χρηματιστηριακή αγορά είχαν πάντα και ταυτόχρονα τις ίδιες προσδοκίες, τότε δεν θα υπήρχε «αγορά» με την έννοια της συναλλακτικής δραστηριότητας και των διακυμάνσεων των τιμών των μετοχών. Οι τιμές δεν θα μεταβάλλονταν και καθώς όλοι είτε θα αγόραζαν είτε θα πουλούσαν, δεν θα υπήρχε αντισυμβαλλόμενος προκειμένου να ολοκληρωθεί η οποιαδήποτε πράξη. Αντίθετα, η επίδραση των διαφορετικών απόψεων στη μελλοντική πορεία των τιμών και το γεγονός ότι η σύγκρουση ανατιμητών- υποτιμητών χρειάζεται χρόνο για να λυθεί ως προς την τελική τάση που θα επικρατήσει, διασφαλίζει τη διαχρονική άνοδο και κάθοδο των τιμών μέσω συγκεκριμένων χρονικών κύκλων.

Η αγορά ή η πώληση μετοχών αποτελεί μία «συναισθηματική δέσμευση» για τον επενδυτή. Η απόφαση να κάνει μία χρηματιστηριακή πράξη μπορεί να προϋπάρχει στο μυαλό του, αλλά η πράξη της δοσοληψίας δημιουργεί την ανάγκη να ενεργήσει ορθά και αποτελεσματικά. Καθώς η τιμή κινείται ευνοϊκά, δημιουργείται στον επενδυτή ένα συναίσθημα ευχαρίστησης (με τη μορφή ικανοποίησης, αγαλλίασης ή

ενθουσιασμού), ενώ εάν η τιμή κινείται αντίθετα, καλλιεργείται ένα συναίσθημα δυσαρέσκειας (με τη μορφή συντριβής, θυμού, μελαγχολίας ή φόβου).

#### **2.4 Ο κύκλος ψυχολογίας των επενδυτών**

Τα συναίσθημα μπορεί να θεωρηθούν ως αιτία αλλά και ως αποτέλεσμα των επενδυτικών αποφάσεων. Η ψυχική ευφορία και ο φόβος επηρεάζουν σημαντικά τις οικονομικές αποφάσεις του ανθρώπου και τον οδηγούν σε επιχειρηματική δραστηριότητα ή σε ουδέτερη στάση. Τα θετικά συναίσθημα μπορεί να οδηγήσουν σε μεγαλύτερη ολοκλήρωση της δημιουργικότητας και της πληροφόρησης, αλλά και να καθορίσουν την υπερεκτίμηση των ευνοϊκών γεγονότων και υποτίμηση των αρνητικών γεγονότων. Η ευφορία και η ευεξία είναι οι παράγοντες οι οποίοι κάνουν τον άνθρωπο να δραστηριοποιείται επιχειρηματικά, να επενδύει αναλαμβάνοντας ρίσκο και να καταναλώνει. Η υπερβολή στα θετικά συναίσθημα εκθέτει τον επενδυτή υπερβολικά στον δανεισμό και ανάλογα με τις οικονομικές συνθήκες η ευεξία μπορεί να μετατραπεί σε φόβο. Ο άνθρωπος αντιδρά φοβισμένα προσπαθώντας να ικανοποιήσει το αίσθημα της αυτοσυντήρησης, παύει να επενδύει και καταναλώνει όλο και λιγότερο. Αυτή η φοβική αντίδραση κυριαρχεί σήμερα στις παγκόσμιες αγορές.

Παρατηρούμε έντονα, την πιο ασταθής συμπεριφορά των τελευταίων μηνών για τα διεθνή χρηματιστήρια, με πτώσεις και ανόδους. Η ψυχολογία του επενδυτικού κοινού επηρεάζεται από την πορεία των Χρηματιστηρίων. Αν, για παράδειγμα, το χρηματιστήριο της Wall Street επιδειξεί πολύ καλή πορεία, είναι πιθανό να επηρεαστεί θετικά την ψυχολογία των επενδυτών στο χρηματιστήριο του Λονδίνου, καθώς επίσης οι πολιτικοοικονομικές εξελίξεις στη μία χώρα επηρεάζουν την άλλη και οι αυξημένες αποδόσεις στη μία χώρα επηρεάζουν θετικά τις προσδοκίες των επενδυτών στην άλλη. Πολλοί αναλυτές αναφέρουν ότι η ψυχολογία του επενδυτή είναι το κλειδί και η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης είναι η κρίσιμη παράμετρος. Παρά τα πακέτα σωτηρίας των ΗΠΑ, το κοινό μέτωπο των κυβερνήσεων της Ευρωπαϊκής Ένωσης και την τεράστια ρευστότητα που συνεχίζουν να παρέχουν στις αγορές οι κεντρικές τράπεζες, ο φόβος ότι πολλές από τις μεγάλες οικονομίες οδεύουν ταχύτατα προς την ύφεση τείνει να επικρατήσει. Ενδεικτικό είναι πως η τιμή του πετρελαίου υποχωρεί

συνεχώς<sup>9</sup>, ακριβώς επειδή θεωρείται ότι όσο οι ρυθμοί ανάπτυξης των οικονομιών επιβραδύνονται, τόσο λιγότερο πετρέλαιο θα χρησιμοποιηθεί<sup>10</sup>.

Πολλοί χρηματιστές πιστεύουν όλο και περισσότερο πως έχει αρχίσει να επικρατεί η ψυχολογία της συνθηκολόγησης ή αλλιώς της άτακτης υποχώρησης. Πρόκειται για τη στιγμή που οι επενδυτές είναι έτοιμοι να βγουν από την αγορά σε οποιαδήποτε τιμή, γιατί έχουν χάσει κάθε ελπίδα να βγάλουν χρήματα από τις μετοχές τους. Η ψυχολογία αυτή ακολουθείται από πωλήσεις πανικού και μεγάλους όγκους συναλλαγών. Όταν επικρατήσει η πεποίθηση ότι έχουμε φτάσει στον πάτο, οι κυνηγοί ευκαιριών θα αρχίσουν και κάνουν την εμφάνισή τους και τότε η αγορά θα ανακάμψει. Πότε θα φτάσουμε σε αυτόν τον πάτο; Πολλοί αναλυτές θεωρούν πως βρισκόμαστε κοντά. Η ευμετάβλητη χρηματιστηριακή καθημερινότητα καθιστά επισφαλή κάθε εκτίμηση.<sup>11</sup>

Οι Gilovich και Medvec (1993), υποστήριξαν ότι τα συναισθήματα είναι διαφορετικά όσον αφορά την προοπτική του χρόνου, βραχυπρόθεσμα οι άνθρωποι βιώνουν περισσότερο λύπη για δράση, ενώ μακροπρόθεσμα βιώνουν περισσότερο λύπη για τις παραλείψεις τους. Επειδή είμαστε ανθρώπινα όντα, όλες τις αποφάσεις μας μαζί με τις χρηματικές, διέπονται από συναισθήματα. Μια νέα προσέγγιση του κινδύνου, επιβεβαιώνει ότι, οι συναισθηματικές αντιδράσεις στις οποίες εμπλέκονται καταστάσεις αβεβαιότητας για το μέλλον συχνά διαφέρουν από τις γνωστικές εκτιμήσεις άλλων καταστάσεων. Η αντίδραση των επενδυτών δεν προέρχεται από μια συνεκτική ανάλυση, αλλά από το πώς αντιλαμβάνονται τις ευκαιρίες και τις οικονομικές απειλές. Η θέση των επενδυτών στην αγορά από ψυχολογική άποψη, θα μπορούσε να θεωρηθεί ως ένας αέναος κύκλος. Κάθε φορά όταν μια χρηματοπιστωτική αγορά τίτλων αρχίζει, ένας νέος κύκλος ξεκινά (Παραρτήματα διάγραμμα 2.4.1.) ο οποίος περιέχει τα χαρακτηριστικά συμπεριφοράς επενδυτών, όπως αναλύονται παρακάτω:

Η περιφρόνηση (Contempt) : είναι το αρχικό στάδιο όπου η αγορά τίτλων ξεκινάει όταν η αγορά βρίσκεται σε χαμηλά επίπεδα. Η αμφιβολία και καχυποψία (Doubt and suspicion): οι επενδυτές προσπαθούν να αποφασίσουν αν θα επενδύσουν σε συνθήκες διαχείρισης χαμηλού κινδύνου, όπως αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης

---

<sup>9</sup> κάτω από τα 113 δολάρια το βαρέλι

<sup>10</sup> <http://www.capital.gr>

<sup>11</sup> <http://www.investnews.gr>

διαθεσίμων ή όχι, εξαιτίας ότι έχουν χάσει πολλά και δεν θέλουν να χάσουν και πάλι. Η Προσοχή (Caution): ήδη φαίνονται τα πρώτα σημάδια ανάκαμψης της αγοράς. Οι περισσότεροι επενδυτές μένουν στην ίδια θέση (τακτική), αλλά οι συνετοί επενδυτές κοιτούν κάθε ενδεχόμενο κέρδος. Η Εμπιστοσύνη (Confidence): σε αυτό το στάδιο, λόγω της αύξησης των τιμών των μετοχών, αλλάζει το αίσθημα δυσπιστίας των επενδυτών σε εμπιστοσύνη οδηγώντας στον ενθουσιασμό αγοράζοντας τους τίτλους. Ο Ενθουσιασμός (Enthusiasm): σε αυτό το στάδιο οι έξυπνοι επενδυτές έχουν ήδη αρχίσει να λαμβάνουν τα κέρδη και να βγαίνουν από το χρηματιστήριο, επειδή αντιλαμβάνονται ότι η αγορά τίτλων πλησιάζει στο τέλος. Η απληστία και την πεποίθηση (Greed and conviction): από τον ενθουσιασμό των επενδυτών οδηγούνται στην απληστία. Η Αδιαφορία (Indifference): οι επενδυτές κοιτάζουν πέρα από την αναλογία υψηλής τιμής προς κέρδη. Η Απόρριψη (Dismissal): σε πτώση της αγοράς, η έλλειψη ενδιαφέροντος των επενδυτών μετατρέπεται σε απόρριψη. Η Άρνηση (Denial): σε αυτό το σημείο οι επενδυτές επιβεβαιώνουν την πεποίθησή τους ότι η αγορά τίτλων σίγουρα δεν μπορεί να μειωθεί περαιτέρω. Ο φόβος, ο πανικός και η περιφρόνηση (Fear, panic and contempt): Η ανησυχία μετατρέπεται σε φόβο, πανικό και απελπισία. Οι επενδυτές αρχίζουν πάλι να περιφρονούν την αγορά (αρχικό στάδιο) και για άλλη μια φορά ορκίζονται ότι ποτέ δεν θα ενδύσουν σε μετοχές και πάλι.

## 2.5 Αντικείμενα Μελέτης της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής

Η συμπεριφορική αποτελείται από δύο παράγοντες: τους «περιορισμούς στο arbitrage», δημιουργώντας δυσκολία στους ορθολογικούς επενδυτές να διορθώσουν τα λάθη που προκλήθηκαν από τους λιγότερο ορθολογικούς επενδυτές καθώς και την «ψυχολογία», η οποία αναλύει τα είδη των αποκλίσεων που μπορεί να εμφανιστούν σε σχέση με την πλήρη ορθολογικότητα. Αναλυτικότερα ως περιορισμοί στο arbitrage, η συμπεριφορική σήμερα αναλύει ότι σε μία οικονομία όπου οι ορθολογικοί με τους μη ορθολογικούς επενδυτές αλληλεπιδρούν, οι μη ορθολογικοί μπορεί να έχουν μία σημαντική επίδραση στις τιμές των χρεογράφων.

Σύμφωνα με έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί στον δεύτερο παράγοντα, την ψυχολογία, ο οποίος αποτελεί τομέας ειδικού ενδιαφέροντος για τους αναλυτές, έδειξαν ότι αποτελεί τη βάση για την μη ορθολογικότητα, δηλαδή την βάση για τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι τα άτομα λαμβάνουν

αποφάσεις βάσει κάποιων κανόνων, τους ευριστικούς κανόνες (heuristics rules) καθώς η απόφαση τους επηρεάζεται από την παρουσίαση του προβλήματος. Τα άτομα τείνουν να ακολουθούν ευριστικούς κανόνες προκειμένου να καταλήξουν σε κάποια λύση, όταν υπάρχει πλήθος εναλλακτικών λύσεων σε ένα πρόβλημα (Newel & Simon, 1972). Σύμφωνα με τους Barberis και Thaler, (2003), διακρίνονται δύο μεγάλες κατηγορίες κανόνων συμπεριφοράς, αυτούς που βασίζονται στις πεποιθήσεις και αυτούς που βασίζονται στις προτιμήσεις. Οι πεποιθήσεις αποτελούν ένα σημαντικό στοιχείο κάθε υποδείγματος που μελετά τις αγορές χρήματος, αφού καθορίζουν το πώς οι επενδυτές διαμορφώνουν τις προσδοκίες τους. Αναλυτικά παραθέτουμε τους ψυχολογικούς παράγοντες που επηρεάζουν τη διαδικασία λήψης αποφάσεων και οι οποίοι βασίζονται στις πεποιθήσεις και οι προσδοκίες :

### **2.5.1. Πεποιθήσεις**

#### **2.5.1.1 Υπέρ-αυτοπεποίθηση (Overconfidence)**

Η υπέρ-αυτοπεποίθηση είναι το συναίσθημα όταν υπερβάλλουμε για τις προβλέψεις μας και αγνοούμε την επίδραση εξωτερικών συνθηκών. Τα άτομα τείνουν να υπερεκτιμούν τις γνώσεις και δυνατότητές τους και θεωρούν τους εαυτούς τους ειδικούς. Η υπέρ-αυτοπεποίθηση, καθορίζεται και από άλλους παράγοντες όπως την κατάκτηση υψηλών αποδόσεων στο παρελθόν ή από την εσωτερική πληροφόρηση.

Σύμφωνα με τους Alpert και Raiffa (1982), η εμπιστοσύνη που δείχνουν τα άτομα στον εαυτό τους για να προβλέψουν μεγέθη αριθμών, οδηγεί σε λάθος εκτιμήσεις. Επιπλέον, αυτή η συμπεριφορά δημιουργεί την «ψευδαίσθηση του ελέγχου» (illusion of control), με την οποία τα άτομα πιστεύουν ότι έχουν το έλεγχο ή μπορούν να επηρεάσουν τα πράγματα, στα οποία δεν έχουν καμία επιρροή. Η ψευδαίσθηση του ελέγχου μπορεί να δημιουργήσει την μη αποδοχή νέων πληροφοριών, να εμποδίσει την γνώση ώστε να οδηγηθεί σε μεγαλύτερο κίνδυνο.

#### **2.5.1.2 Προσκόλληση (Anchoring)**

Η προσκόλληση αποτελεί μία πνευματική εργασία η οποία απλοποιεί πολύπλοκα προβλήματα μέσω της διαδικασίας λήψης αποφάσεων. Τα άτομα

προσκολλώνται σε κάποια συγκεκριμένα γεγονότα και βασίζονται στην κρίση τους με βάση κάποια πληροφορία ή σημείο αναφοράς. Έχει παρατηρηθεί ότι όσο πιο διαφορούμενη είναι η τιμή μιας μετοχής, τόσο τα άτομα θα προσκολλούνται στην απόφαση για μια νέα τιμή. Όταν δεν υπάρχουν καινούριες πληροφορίες, οι παλαιότερες τιμές αποτελούν καθοριστικούς παράγοντες για τη λήψη αποφάσεων.

Συγκεκριμένα, όσο υπάρχουν μεταβολές των χρηματιστηριακών τιμών μιας μετοχής είναι πιθανό να προσκολλώνται στις μεταβολές των τιμών άλλων μετοχών, παρασύροντας τους χρηματιστηριακούς δείκτες των μετοχών, σε επίπεδα δεικτών άλλων εταιριών. Αυτό εξηγεί γιατί μετοχές τείνουν να κινούνται μαζί, αλλά και το γεγονός ότι μετοχές εταιριών σε διαφορετικούς κλάδους της ίδιας χώρας, τείνουν να έχουν παρόμοιες κινήσεις σε σχέση με μετοχές που ανήκουν στον ίδιο κλάδο αλλά σε διαφορετικές χώρες. Ο κλάδος καθορίζει τα βασικά χαρακτηριστικά μιας εταιρίας πολύ περισσότερο από τον τόπο εγκατάστασής της. (Griffin & Karolyi, 1998).

#### **2.5.1.3. Συντηρητισμός (Conservatism)**

Η προσκόλληση μπορεί να προκύψει ως παρενέργεια μια άλλης συμπεριφοράς, του συντηρητισμού. Ο συντηρητισμός αναφέρεται στην σταδιακή και αργή ή και αδυναμία απαλλαγής απόψεων στην νέα πληροφόρηση. Μια πιθανή αιτία του συντηρητισμού είναι η ανικανότητα των ατόμων να κάνουν τον βέλτιστο συνδυασμό και ανάλυση πληροφοριών. Ένας ειδικός τύπος συντηρητικής συμπεριφορά είναι η αποστροφή για την αβεβαιότητα δηλαδή ο φόβος που έχουν οι άνθρωποι για το άγνωστο ή οι πιθανότητες δεν είναι γνωστές. Σε αυτές τις περιπτώσεις οι άνθρωποι τείνουν να παίρνουν τις πιο ασφαλείς αποφάσεις. (Σπύρου Σ.,2009)

#### **2.5.1.4. Αντιπροσωπευτικότητα (Representativeness)**

Συχνά προκειμένου να πάρουμε μια απόφαση, ψάχνουμε να βρούμε κοινά σημεία μεταξύ δυο διαφορετικών προοπτικών ή θεωρούμε ως τυχαία γεγονότα ή αντιπροσωπευτικά σημεία συγκεκριμένων καταστάσεων. Για παράδειγμα όταν υποθέτουμε την απασχόληση κάποιου X, ψάχνουμε αν μοιάζει ο X με αστυνομικό ή καθηγητή ή εργάτη κ.α. Προσπαθώντας να απαντήσουμε συχνά βασίζομαστε σε

κανόνες της αντιπροσωπευτικότητας με τους οποίους, οι πιθανότητες που δίνουμε βασίζονται στον βαθμό που το υποκείμενο φαίνεται αντιπροσωπευτικό ή παρόμοιο με κάποιο άλλο. Εάν φαινομενικά υπάρχει σχέση συχνά πιστεύουμε ότι η πιθανότητα είναι χαμηλή. Συχνά τα άτομα που παίρνουν αποφάσεις με ορθολογικό τρόπο σταθμίζοντας τις πιθανότητες, συστηματικά αποκλίνουν από την ορθολογική συμπεριφορά ειδικά όταν οι αποφάσεις βασίζονται σε ελλιπή πληροφόρηση. Οι τεχνολογίες, οι καινοτομίες στα χρηματοοικονομικά προϊόντα, η χρήση παραγώγων, η απελευθέρωση κεφαλαίου, η παγκοσμιοποίηση κ.λ.π. είναι οι σημαντικοί παράγοντες που διαφοροποιούν τις καταστάσεις. (Σπύρου Σ.,2009)

#### **2.5.1.5. Η Επίδραση των Συναισθημάτων**

Η αγορά ή η πώληση μετοχών αποτελεί μία «συναισθηματική δέσμευση» για τον επενδυτή. Η απόφαση να κάνει μία χρηματιστηριακή πράξη μπορεί να προϋπάρχει στο μυαλό του, αλλά η πράξη της δοσοληψίας δημιουργεί την ανάγκη να ενεργήσει ορθά και αποτελεσματικά. Καθώς η τιμή κινείται ευνοϊκά, δημιουργείται στον επενδυτή ένα συναίσθημα ευχαρίστησης (με τη μορφή ικανοποίησης, αγαλλίασης ή ενθουσιασμού), ενώ εάν η τιμή κινείται αντίθετα, καλλιεργείται ένα συναίσθημα δυσαρέσκειας (με τη μορφή συντριβής, θυμού, μελαγχολίας ή φόβου). Παράλληλα, αυτά τα συναισθήματα ευχαρίστησης ή απογοήτευσης τείνουν να συνοδεύονται με ορισμένες αλλαγές στις βιολογικές ισορροπίες του ανθρώπου – επενδυτή.

Με αυτή την συμπεριφορά τα τρέχοντα συναισθήματα μας, καθορίζουν τις αποφάσεις μας. Κατά την διαδικασία της απόφασης οι άνθρωποι συνειδητά ή ασυνείδητα συμβουλευόμαστε μια «δεξαμενή συναισθημάτων». Σύμφωνα με ερευνητές (Σπύρου Σ.,2009) το φαινόμενο της αντιπροσωπευτικότητας εξηγεί γιατί οι επενδυτές δεν ανέμεναν τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις να παλινδρομήσουν στο μέσο όρο (δηλαδή να επιστρέψουν στην ιστορική μέση απόδοση). Σε μακροπρόθεσμη περίοδο που δεν υπήρχαν οικονομικά γεγονότα οι επενδυτές ήταν υπερβολικά αισιόδοξοι, ενώ στην ίδια περίοδο αλλά με επιβαρυμένα οικονομικά γεγονότα όπως πτώχευση ή κρίση χρέους, οι επενδυτές δεν ήταν αισιόδοξοι.



### 2.5.1.6 Το Ένστικτο της «Αγέλης» (Herding)

Τα συναισθήματα ευχαρίστησης ή δυσαρέσκειας επιτείνονται σταθερά όταν το άτομο συναναστρέφεται με άλλους ανθρώπους. Εάν η θέση συναλλαγής είναι η σωστή (δηλαδή αυτή που αποφέρει κέρδος), τα προσωπικά πλεονεκτήματα πλούτου και αυτοσεβασμού του επενδυτή ενισχύονται επικοινωνώντας με άλλους επενδυτές που έχουν παρόμοιες θέσεις συναλλαγής ή που αναγνωρίζουν τις επιτυχίες του πρώτου. Συγκεκριμένα, οι συζητήσεις με τον κοινωνικό περίγυρο θα επιβεβαιώσουν τόσο την εγκυρότητα της θέσης των συναλλαγών όσο και την ορθότητα της διαδικασίας λήψεως της απόφασης που προηγήθηκε. Επίσης, η ικανοποίηση γίνεται αισθητή όταν οι αναλύσεις των χρηματιστηριακών εταιριών ή τα άρθρα των εφημερίδων προσφέρουν ενισχυτικά στοιχεία βελτιώνοντας το συναισθηματικό κόσμο του ίδιου του επενδυτή. Τα μέλη της ίδιας ομάδας (τα οποία έχουν κοινή θέση στο Χρηματιστήριο) αλληλοσυγχαίρονται διαρκώς, δημιουργώντας μεταξύ τους ένα κλίμα ασφάλειας καθώς κανείς δεν νοιώθει μόνος στον επενδυτικό δρόμο που χάραξε. Παράλληλα, όλοι υπογραμμίζουν τη δικαίωσή τους με βάση τις εξελίξεις στο τωρινό διάστημα ή το άμεσο μέλλον, ενώ αδιαφορούν να προσεγγίσουν το μακροπρόθεσμο ορίζοντα καθώς δεν το χρειάζονται γι' αυτήν τη δικαίωσή τους.

Επίσης, οι επενδυτές που είναι μέλη του «σωστού ή επιτυχούς πλήθους» τείνουν να τονίζουν την αδυναμία των επιχειρημάτων του «λάθους ή ανεπιτυχούς πλήθους». Υπάρχει συνέχεια ένα προπαγανδιστικό ρεύμα κατά των τελευταίων οι οποίοι, αισθάνονται ήδη μειονεκτικά. Αρχικά, τα μέλη του «λάθους» πλήθους αισθάνονται την ανάγκη να ενωθούν για προστασία με σκοπό την κοινή και ομόφωνη αντιμετώπιση του αντίπαλου στρατοπέδου. Προσπαθούν να επιβεβαιώσουν τις απόψεις, ο ένας του άλλου ως σωστές και επισημαίνουν τα λάθη της θέσης του «σωστού» πλήθους. Τέλος, σε γενικές γραμμές, τα μέλη του «λάθους πλήθους» αλληλο-παρηγορούνται και τονίζουν το μακροπρόθεσμο μέλλον αντί του άμεσου μέλλοντος, προκειμένου να απαλύνουν τον όποιο πόνο τους και να κατευνάσουν τις όποιες αμφιβολίες για τις ίδιες τις πράξεις τους.

Όσο λογική κι αν ήταν η αρχική απόφαση της συναλλαγής, η πράξη της συμμετοχής μεταφέρει το άτομο σε ένα λιγότερο περιβάλλον, σε εκείνο του πλήθους. Ο επενδυτής λοιπόν δέχεται την πεποίθηση ενός εκ των δύο πληθών για τις μελλοντικές τάσεις των τιμών των μετοχών και ταυτίζεται ισχυρά με τα μέλη του πλήθους στο οποίο τελικά εντάσσεται.

### **2.5.1.7 Διαθέσιμη μεροληψία ( Availability biases)**

Ένας άλλος ερευνητικός κανόνας συμπεριφοράς είναι η μεροληψία της διαθεσιμότητας της πληροφορίας. Όταν κρίνεται η πιθανότητα ενός γεγονότος, οι άνθρωποι συχνά κάνουν μεροληπτικές κρίσεις σχετικά με την πιθανότητα να συμβεί ένα γεγονός με βάση το πόσο εύκολα μπορούν να ανακαλέσουν στην μνήμη τους παρόμοια γεγονότα. Αυτό οδηγεί, στο να δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα σε πληροφορία που μπορεί να ανακληθεί εύκολα από την μνήμη τους ή πληροφορία που έχει κάνει μεγάλη εντύπωση. Ενώ πολλοί από αυτούς τους παράγοντες μπορούν να περιορίσουν την μεροληψία σε κάποιο βαθμό, υπάρχουν λίγες ενδείξεις για το ότι εξαφανίζονται εντελώς.

Το αποτέλεσμα της γνώσης συχνά αυξάνεται από λάθη της εφαρμογής δηλαδή όταν η μεροληψία εξηγείται, οι άνθρωποι την κατανοούν αλλά συνεχίζουν να την παραβιάζουν ξανά σε συγκεκριμένες εφαρμογές. Η επανάληψη μιας συγκεκριμένης πληροφορίας μπορεί να την κάνει διαθέσιμη στην μνήμη των επενδυτών και εσφαλμένα να την θεωρήσουν σωστή. Οι ειδικοί της πληροφόρησης συχνά αποτελούν εμπόδιο παρά βοήθεια των επενδυτών, μέσω των εκλεπτυσμένων τους μοντέλων, δείχνουν περισσότερη υπέρμετρη αυτοπεποίθηση, ειδικά όταν δέχονται περιορισμένες πληροφορίες για τις προβλέψεις.

### **2.5.1.8 Το Λάθος του Παίκτη (Gambler's Fallacy)**

Η συμπεριφορά αυτή έχει άμεση σχέση με την αντιπροσωπευτικότητα και συμβαίνει όταν το άτομο πιστεύει ή υποθέτει ότι μια απόκλιση από αυτό που συμβαίνει, θα διορθωθεί σύντομα. Συχνά λάθη που κάνουν λόγω αυτής της συμπεριφοράς, είναι τα εξής: θεωρούν ότι τυχαία γεγονότα είναι πιο πιθανά να συμβούν επειδή δεν έχουν συμβεί για ένα χρονικό διάστημα, ή ότι τυχαία γεγονότα είναι πιο πιθανά να συμβούν επειδή συνέβησαν πρόσφατα. Στις αγορές αυτό το σκεπτικό μπορεί να οδηγήσει τους επενδυτές να πιστεύουν και να περιμένουν ότι μια ακολουθία από καλές ή κακές αποδόσεις στην αγορά θα τερματιστούν και οι αποδόσεις θα επιστρέψουν στην ιστορική μέση απόδοση.

## 2.5.2 Προτιμήσεις

### 2.5.2.1 Η Θεωρία της Προοπτικής (Prospect theory)

Οι Kahneman και Tversky (1979) παρουσίασαν ένα περιγραφικό μοντέλο λήψης αποφάσεων στο πλαίσιο των κινδύνων, το οποίο καλούν «*Θεωρία της Προοπτικής*». Ερεύνησαν εμπειρικά, ότι οι άνθρωποι απορρίπτουν συστατικά που είναι κοινά σε όλες τις υπό εξέταση θεωρίες προοπτικής. Σύμφωνα με τη θεωρία της Προοπτικής, η αξία έχει ανατεθεί σε κέρδη και σε ζημιές, αντί στην αξία των περιουσιακών στοιχείων. Η λειτουργία της αξία προσδιορίζεται με αποκλίσεις από ένα σημείο αναφοράς και είναι συνήθως κοίλη για τα κέρδη (που συνεπάγονται με κίνδυνο ανατροπή), συνήθως κυρτό για απώλειες (που αναζητούν κινδύνου) και είναι γενικά πιο απότομη για απώλειες από ό, τι για τα κέρδη (αποστροφή απώλειας). Η θεωρία επιβεβαιώθηκε από ένα πείραμα, το οποίο προβλέπει ένα χαρακτηριστικό τετραπλό μοτίβο της στάσης κινδύνου: Παρόλο που η κοιλότητα της  $U$  στην περιοχή των κερδών παράγει γενικά αποστροφή στο κίνδυνο, για λοταρίες που προσφέρουν μικρές πιθανότητες για μεγάλα κέρδη, η υπερίσχυση μικρών πιθανοτήτων κυριαρχεί οδηγώντας σε αναζήτηση κινδύνου. (Παραρτήματα Διάγραμμα 2.5.2.1.). Ενώ η κυρτότητα της  $U$  στην περιοχή των ζημιών οδηγεί σε αναζήτηση κινδύνου, η ίδια υπερίσχυση των μικρών πιθανοτήτων προκαλούν αποστροφή στο κίνδυνο σε παίγνια τα οποία έχουν μικρή πιθανότητα σε μεγάλες ζημιές.

### 2.5.2.2 Αποστροφή Αβεβαιότητας (Ambiguity aversion)

Κατανοώντας ότι οι άνθρωποι αντιδρούν όταν τα αποτελέσματα παιγνίων έχουν γνωστές αντικειμενικές πιθανότητες, στην πραγματικότητα οι πιθανότητες είναι σπάνια αντικειμενικά γνωστές. Ο Savage το 1964 δημιούργησε ένα πείραμα παραπλήσιο με την αναμενόμενη χρησιμότητα γνωστή ως «υποκειμενική αναμενόμενη χρησιμότητα». Κάτω από συγκεκριμένα αξιώματα, οι προτιμήσεις μπορούν να παρουσιαστούν από την προσδοκία μιας συνάρτησης χρησιμότητας, σταθμισμένη από την αποτίμηση της ατομικής υποκειμενικής πιθανότητας.

Τα αποτελέσματα του πειράματος δηλώνουν ότι στους ανθρώπους δεν αρέσουν καταστάσεις στις οποίες δεν είναι σίγουροι για την πιθανότητα κατανομής στο παίγνιο.

Τέτοιες καταστάσεις είναι γνωστές σαν αμφιλεγόμενες καταστάσεις και η γενική αποστροφή σε αυτές τις καταστάσεις καλείται ως αμφιλεγόμενη αποστροφή. Ο Health και ο Tversky το 1991 υποστήριξαν ότι στον πραγματικό κόσμο η αμφιλεγόμενη αποστροφή έχει να κάνει με το πόσο ικανό το άτομο νιώθει στην αξιολόγηση της σχετικής κατανομής.

### 2.5.2.3 Η κοινωνική αλληλεπίδραση

Σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση συμπεριφορών παίζει η διαπροσωπική και η δια των μέσων επικοινωνία μετάδοση. Η συνομιλία, όπως αναφέρει στην μελέτη του ο Shiller (2000), αποτελεί βασικό στοιχείο στη μετάδοση ιδεών που αφορούν τις χρηματιστηριακές αγορές. Η συζήτηση και η διαπροσωπική επικοινωνία ενισχύουν το γεγονός ότι οι άνθρωποι είναι ιδιαίτερα επιρρεπείς στις φήμες. Όταν κάποιος μεταδίδει πληροφορία, προσπαθεί να εστιάσει την προσοχή του κοινού που τον παρακολουθεί, τονίζοντας τα κύρια σημεία που ο ίδιος πιστεύει για την πληροφορία ενώ υποβαθμίζει δεδομένα και λεπτομέρειες που ο ίδιος θεωρεί δευτερεύοντα. Έτσι, στοχεύει σε ένα είδος σαφήνειας αλλά οι υπεραπλουστεύσεις ή τα σημεία με έμφαση, μπορούν τελικά να διαστρεβλώσουν σε σημαντικό βαθμό τις πεποιθήσεις του ακροατή.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει η μελέτη του Asch (1956), στην επίδραση της συμμόρφωσης ( conformity effect ), στην οποία περιλάμβανε ανυποψίαστους συμμετέχοντες σε μεγάλες ομάδες ατόμων που είχαν συνεννοηθεί εκ των προτέρων να δίνουν καταφανώς λανθασμένες απαντήσεις σε απλά ερωτήματα. Οι ανυποψίαστοι συμμετέχοντες προσάρμοζαν τις απαντήσεις τους στις λανθασμένες απαντήσεις της ομάδας και αυτή η διαδικασία συμμόρφωσης τους προκαλούσε έντονο άγχος. Τα στοιχεία που μπορούν να προκαλέσουν λανθασμένες απόψεις και αντιδράσεις και τα οποία συμβάλλουν στην διαμόρφωση της κοινωνικής αλληλεπίδρασης είναι τα εξής: Η «θεμελιώδη λάθος απόδοση» ( fundamental attribution error), η τάση δηλαδή των ατόμων να υποτιμούν τη σημασία των εξωτερικών περιστάσεων και να υπερεκτιμούν τη σημασία της διάθεσης στην συμπεριφορά των άλλων. Η «επίδραση της ψευδούς συναίνεσης» (false consensus effect), αναφέρεται στην εσφαλμένη εντύπωση πως οι άλλοι ταυτίζονται με τις πεποιθήσεις τους σε μεγαλύτερο βαθμό από ότι στην πραγματικότητα συμβαίνει. Τέλος, εμφανίζεται «η κατάρα της γνώσης» (curse of knowledge), η οποία συνίσταται στην προκατάληψη που

δημιουργείται κατά την προσπάθεια εκτίμησης μιας πιο αφελούς προοπτικής. (Ross, L., & Nisbett, R.,1991)

Επίσης, σημαντική επιρροή στην ανθρώπινη συμπεριφορά έχει το πολιτισμικό περιβάλλον προσδιορίζοντας έτσι το κεφάλαιο γνώσης το οποίο μεταφέρεται από γενιά σε γενιά. Η κοινωνική εκμάθηση είναι πολύ γρηγορότερη από τη φυσική επιλογή. Η φυσική επιλογή λειτουργεί στη διάρκεια της ζωής ενός πλήθους γενιών, ενώ η κοινωνική εκμάθηση λειτουργεί περίπου με τον τρόπο που μεταδίδεται ένας ιός και βασίζεται σε μεγάλο βαθμό στη μίμηση η οποία εξυπηρετεί τη μεταφορά και μετάδοση των πληροφοριών μεταξύ των γενιών και μεταξύ των διάφορων κοινωνικών ομάδων.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3**

### **ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΣΤΗΝ ΛΗΨΗ**

### **ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ**

---

#### **3.1 Εισαγωγή**

Οι παράγοντες που επηρεάζουν την συμπεριφορά του επενδυτή διαφέρουν ανάμεσα στις διάφορες χρονικές περιόδους και είναι δύσκολο να προσδιοριστούν με ακρίβεια, διότι στον προσδιορισμό τους υπεισέρχονται και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του κάθε ατόμου, καθώς και ο διαφορετικός τρόπος που αυτό επεξεργάζεται τα διάφορα δεδομένα (Δελής 1978). Στο παρόν κεφάλαιο θα γίνει μια προσπάθεια να αναπτυχθούν βάσει συμπεριφορικής προσέγγισης, οι κυριότεροι παράγοντες που επηρεάζουν τόσο την συμπεριφορά του επενδυτή στην λήψη αποφάσεων, όσο και την επενδυτική συμπεριφορά σε μεταβολή της κατάσταση των χρηματαγορών.

#### **3.2 Παράγοντες που επηρεάζουν την συμπεριφορά στην λήψη επενδυτικών αποφάσεων**

Η επένδυση ενός χαρτοφυλακίου πρέπει να διαμορφώνεται στρατηγικά, με βάση τις ανάγκες και τις ιδιαιτερότητες των επενδυτών. Ο σημαντικότερος παράγοντας διαμόρφωσης ενός χαρτοφυλακίου είναι το «προφίλ του επενδυτή», αλλά και οι παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις του, όπως, η οικογενειακή κατάσταση, το διαθέσιμο εισόδημα, οι ανάγκες για εκταμιεύσεις, ο δανεισμός, κλπ., και θα πρέπει να συνυπολογίζονται και να κατευθύνουν τη στρατηγική κατανομή των τοποθετήσεων. Όλα τα παραπάνω φαντάζουν δύσκολα όταν πρέπει να προσθέσει κανείς την ανάγκη για ενημέρωση, αλλά και τις εξειδικευμένες γνώσεις που απαιτούνται για την κατανόηση των αγορών, ορισμένων πολύπλοκων επενδύσεων κυρίως των κινδύνων που αναλαμβάνουν, απαιτεί την αναζήτηση της συμβουλής, της άποψης ενός προσώπου που εμπιστευόμαστε ή πιστεύουμε ότι γνωρίζει καλύτερα τα συγκεκριμένα θέματα.

Ο μέσος Έλληνας επενδυτής διακρίνεται από τρία στοιχεία: την μικρή γνώση των εναλλακτικών επενδυτικών επιλογών, την προτίμηση στις επενδύσεις που προσφέρουν εγγυημένη απόδοση και την σύνδεση των αμοιβαίων κεφαλαίων με τις πτωτικές χρηματιστηριακές αγορές. Είναι παγκοσμίως γνωστό ότι με τη χρήση των αμοιβαίων κεφαλαίων η διαμόρφωση ενός χαρτοφυλακίου είναι μια απλή διαδικασία,

με κόστος μικρό, ενώ προσφέρονται με επαγγελματική διαχείριση και δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης. Επιπλέον μέσω των αμοιβαίων κεφαλαίων διαφορετικών κατηγοριών είναι εφικτή η διεθνής διαφοροποίηση της επένδυσης, καθώς και η τοποθέτηση σε αγορές που συσχετίζονται λιγότερο με την πορεία των μετοχικών αγορών, όπως είναι αυτές των ακινήτων.<sup>12</sup>

### **3.2.1 Το προφίλ του επενδυτή σε ένα ισορροπημένο χαρτοφυλάκιο**

Η στρατηγική ενός επενδυτή και η διαχείριση ενός κεφαλαίου, ανεξάρτητα από τις συγκυρίες των αγορών, οφείλει να περιστρέφεται γύρω από το «προφίλ» των επενδυτών, που συνεπάγεται η σχέση κινδύνου-απόδοσης στο χαρτοφυλάκιο τους. Συνεπώς, τα θεμέλια της διαχείρισης κεφαλαίου είναι η σωστή ανάλυση και η καταγραφή των αναγκών και των στόχων του επενδυτή. Ανάλογα με το «προφίλ» σχεδιάζεται και η επενδυτική στρατηγική, η οποία δεν κάνει τίποτε άλλο παρά να εξυπηρετεί τους σκοπούς του επενδυτή, αποσκοπώντας στη μεγιστοποίηση της απόδοσης για το επίπεδο κινδύνου που αναλαμβάνεται για ένα χρονικό διάστημα.

Έτσι, η «μόδα» απομακρύνει τους επενδυτές από τις τοποθετήσεις αυξημένου κινδύνου και ταυτόχρονα από τις ευκαιρίες που παρουσιάζονται λόγω της μεγάλης μεταβλητότητας. Η περίοδος επιτάσσει συντηρητικότερες στρατηγικές με αυξημένη ρευστότητα τόσο για την κάλυψη των αναγκών, όσο και για την εκμετάλλευση των ευκαιριών που μπορεί να παρουσιαστούν. Το «χαρτοφυλάκιο των συντηρητικών», οι οποίοι επιθυμούν τη διαφύλαξη της αγοραστικής αξίας του κεφαλαίου τους, θα πρέπει στραφεί περισσότερο σε αξίες που παρουσιάζουν διαχρονικά μικρές μεταπτώσεις, ενώ «οι επιθετικοί» οι οποίοι επιδιώκουν να το μεγεθύνουν όσο το δυνατό περισσότερο, θα πρέπει να προσανατολίζονται σε επενδυτικές λύσεις με προοπτικές υψηλών αποδόσεων, και με σημαντικά υψηλότερο βαθμό αβεβαιότητας ως προς την επίτευξή τους. Η διαφορά στη δομή των δύο χαρτοφυλακίων αντανακλά τις διαφορετικές ανάγκες των επενδυτών δηλαδή αντανακλάει στο «επενδυτικό προφίλ» τους.

---

<sup>12</sup> [www.enthesis.net/index.com](http://www.enthesis.net/index.com), άρθρο 2009 από διευθύνων σύμβουλος της Attica Wealth Management.

### **3.2.2 Το επίπεδο του εισοδήματος**

Κάθε άτομο προσπαθεί με το εισόδημα να καλύψει τις ανάγκες του και στην συνέχεια το πλεόνασμα του, να το αποταμιεύσει, δηλαδή να το επενδύσει. Όσο μεγαλύτερο εισόδημα διαθέτει ένα άτομο τόσο μεγαλύτερο είναι συνήθως και το ποσό που του απομένει για επένδυση. Αντιθέτως το αυξημένο χρέος των νοικοκυριών περιορίζει το διαθέσιμο εισόδημα για επενδύσεις. Όσο υψηλότερο είναι το ποσό που μπορεί να διαθέσει για επένδυση ένας επενδυτής, τόσο μεγαλύτερη ποικιλομορφία αλλά και επικινδυνότητα μπορεί να έχουν οι μορφές επένδυσης που τοποθετείται. Το επίπεδο του εισοδήματος επηρεάζει άμεσα τις επενδυτικές επιλογές του ατόμου. (Δελής 1978).

### **3.2.3 Οικονομικοί παράγοντες**

Η πορεία της οικονομίας επηρεάζει την επενδυτική συμπεριφορά του ατόμου. Ο επενδυτής πριν προβεί στην τοποθέτηση του σε κάποια μορφή επένδυσης, λαμβάνει υπόψη οικονομικούς παράγοντες, οι οποίοι μπορεί να μεταβάλλουν μελλοντικά την πορεία της οικονομίας και πιθανόν να δράσουν ανασταλτικά στην απόδοση των επενδύσεων του. Οι παράμετροι αυτοί είναι σχεδόν πάντα το ύψος του πληθωρισμού, το μέγεθος του ακαθάριστου εθνικού και εγχώριου προϊόντος καθώς και το ύψος του εξωτερικού χρέους της χώρας. Όλους αυτούς τους παράγοντες συνυπολογίζει ένας σοβαρός επενδυτής και αφού τους σταθμίσει αναλόγως επιλέγει την μορφή και το μέγεθος της επένδυσης. (Δελής, 1978)

### **3.2.4 Κοινωνικοί παράγοντες**

Το κοινωνικό σύνολο στο οποίο ζει, εργάζεται ο άνθρωπος αναμφίβολα ασκεί επάνω του επιρροή. Το άτομο επηρεαζόμενο από τα υπόλοιπα μέλη του κοινωνικού συνόλου διαμορφώνει ή υιοθετεί συμπεριφορές μέσα από αυτό. Εξειδικεύοντας κανείς τα παραπάνω στον τομέα των επενδύσεων, δύναται να υποστηρίξει πως το άτομο ακόμα και όταν επενδύει επηρεάζεται από τον κοινωνικό του περίγυρο. Οι αντιλήψεις που επικρατούν γύρω από τις διάφορες μορφές επένδυσης μέσα στο κοινωνικό σύνολο σε μια συγκεκριμένη περίοδο, ωθούν ή απωθούν τους επενδυτές στις διάφορες μορφές



επένδυσης. Ανάλογες περιπτώσεις συναντά κανείς πολλές μέσα στην πορεία του χρόνου.

Το τελευταίο και ίσως και το πιο ενδεικτικό παράδειγμα αποτελεί η μεγάλη είσοδος επενδυτών στο ελληνικό χρηματιστήριο κατά την τελευταία τετραετία. Η άνοδος του χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών οδήγησε μερικούς επενδυτές να επενδύσουν σε αυτό, όπως συμβαίνει σε ανάλογες περιπτώσεις σε όλα τα χρηματιστήρια παγκοσμίως. Οι αριθμοί επιβεβαιώνουν τον παραπάνω ισχυρισμό αφού μόνο κατά την τελευταία διετία έχουν ανοιχθεί περισσότερα από ένα εκατομμύριο κωδικό στο χρηματιστήριο αξιών Αθηνών<sup>13</sup> (Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών - Κ.Α.Α.)

### **3.2.5 Οικογενειακοί παράγοντες**

Το άτομο μέσα στην οικογένεια του ολοκληρώνεται αφού λαμβάνει πρότυπα και αξίες με βάση τις οποίες πορεύεται στην ζωή. Ειδικότερα, στην Ελλάδα, η οικογένεια συνεχίζει να επηρεάζει σημαντικά την προσωπικότητα και την συμπεριφορά του ατόμου. Όταν οι γονείς επιλέγουν επενδύσεις μικρού μεγέθους ή επικινδυνότητας, τότε είναι πολύ πιθανό και τα παιδιά τους όταν μεγαλώσουν, να μην επενδύουν μεγάλα ποσά και σε μορφές επένδυσης μεγάλης επικινδυνότητας. Αντίθετα, εάν οι γονείς δείχνουν ροπή προς επενδύσεις με υψηλό κίνδυνο, είναι πολύ πιθανό μελλοντικά και τα παιδιά τους να υιοθετήσουν ανάλογες πρακτικές. Ο επενδυτής που δεν έχει οικογενειακές υποχρεώσεις έχει την δυνατότητα να αναλάβει μεγαλύτερο ρίσκο και να επενδύσει μεγαλύτερα χρηματικά ποσά. Αντίθετα, ο επενδυτής που έχει οικογενειακές υποχρεώσεις, αναλογιζόμενος τις ευθύνες του, είναι πιο συνετός στις επιλογές του.

### **3.2.6 Πολιτικοί παράγοντες**

Ένα συνηθισμένο μέτρο που λαμβάνεται από την εκάστοτε κυβέρνηση για να επηρεαστεί η οικονομική δραστηριότητα είναι η αύξηση ή η μείωση των ρευστών διαθεσίμων των τραπεζών που επηρεάζει άμεσα και το ύψος του επιτοκίου. Σαν αποτέλεσμα αυτής της πολιτικής είναι και η αλλαγή της συμπεριφοράς του επενδυτή.

---

<sup>13</sup> <http://www.helex.gr>

Ο συνειδητοποιημένος επενδυτής σταθμίζει τις μεταβολές στην οικονομική δραστηριότητα και τοποθετείται ανάλογα.

Επίσης η πολιτική σταθερότητα ή αβεβαιότητα επηρεάζει τον επενδυτή στις επενδύσεις του. Σε περιόδους πολιτικής σταθερότητας οι επενδυτές τοποθετούνται σε διάφορες μορφές επένδυσης, καθώς ο κίνδυνος μετριάζεται, και για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα. Αντίθετα, όταν επικρατεί πολιτική αβεβαιότητα οι επενδυτές είτε δεν τοποθετούνται είτε επιλέγουν επενδύσεις βραχυχρόνιας διάρκειας με σταθερή και βέβαιη απόδοση. (Δελής, 1978).

### **3.3. Οι σύμβουλοι επενδύσεων σε συνθήκες αποτελεσματικής ηγεσίας**

Τα άτομα που μπορούν να επηρεάσουν τις αγορές, καθώς και ο εκάστοτε τύπος «ηγεσίας», αλλάζουν με το πέρασμα του χρόνου, και δεν ασκούνται ως μόνιμη επιρροή. Η ηγεσία που ασκούν τα άτομα, μπορεί να χρησιμοποιηθεί μόνο μέσα στο πλαίσιο του επιτυχούς πλήθους γιατί ηγέτης ανήκει πάντα στο επιτυχές πλήθος. Είναι ουσιαστικά ένα παροδικό φαινόμενο, που μπορεί να συμβεί μόνο όταν οι συνθήκες της αγοράς είναι κατάλληλες ή ευνοούν συγκυριακά την ανάπτυξή του.

Μια κατάσταση έντασης μεταξύ των αντιπάλων «αισιόδοξων» (bull) και «απαισιόδοξων» (bear) επενδυτικών πληθών με συνθήκες άγχους και σύγκρουσης, εξασφαλίζουν την συμπεριφορά εκείνη, ενός ηγέτη που μπορεί να πυροδοτήσει τη μαζική «λιποταξία των επενδυτών». Η προαναφερθείσα ηγεσία πρέπει να διαφοροποιηθεί από τη συνήθη καθημερινή ηγεσία που παρέχουν οι σύμβουλοι επενδύσεων σε μικρές ομάδες επενδυτών πελατειακής κατά κύριο λόγο φύσης. Οι σύμβουλοι επενδύσεων εξετάζοντας σημαντικότερες πληροφορίες, διαμορφώνουν μία επενδυτική άποψη την οποία μεταδίδουν στους πελάτες τους, προτρέποντας τους και στις ανάλογες πράξεις στο Χρηματιστήριο. Αυτοί παρέχουν επίσης θετική ηγεσία, η οποία στηρίζει την επενδυτική δράση και ουσιαστικά καθοδηγούν τις υποομάδες μέσα στο αισιόδοξο ή απαισιόδοξο πλήθος. Οι επιτυχημένοι σύμβουλοι από την πλευρά τους, προβαίνουν σε συστάσεις που είναι άμεσα συνδεδεμένες με τις συνθήκες και την πορεία της αγοράς, αποτελώντας οι ίδιοι ένα μέρος του πλήθους.<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> Investment Research & Analysis Journal, Γραφείου Μελετών & Αναλύσεων\_ Νικόλαου Ηρ. Γεωργιάδη & Συνεργατών

### 3.4 Η επενδυτική συμπεριφορά στις μεταβολές των τιμών μετοχών

Η Χρηματιστηριακή Αγορά αποτελεί το σημαντικότερο καθρέπτη της διάθεσης και ψυχολογίας των πολιτών μιας χώρας και η οποία εκδηλώνεται με τον καλύτερο τρόπο μέσω της αγοράς των μετοχών. Η κοινωνική διάθεση των ανθρώπων και η ψυχολογία, είναι αυτή που κινεί τις τιμές των μετοχών. Ο όρος συναισθηματική φόρτιση (affect) επηρεάζει τις επενδυτικές αποφάσεις, καθώς η αποτίμηση και η αξιολόγηση μια επιχείρησης επηρεάζεται από το εάν στον επενδυτή αρέσει ή όχι, η υπό εξέταση επιχείρηση. Στα πρώτα στάδια μιας νέας (π.χ. καθοδικής) τάσης των τιμών, η πλειοψηφία των επενδυτών μένει ακόμη δεσμευμένη στην παλαιά (π.χ. ανοδική) τάση των τιμών, παρά το γεγονός ότι αυτή έχει τελειώσει, δεν έχει γίνει ακόμη ευρέως αποδεκτή. Παράλληλα, μία μειοψηφία επενδυτών θα αρχίσει να υποψιάζεται ότι πλησιάζει η αναστροφή της τάσης (π.χ. από ανοδική σε καθοδική) και θα θελήσει να μετατρέψει τη διάρθρωση των επενδυτικών χαρτοφυλακίων για τη μελλοντική πορεία των τιμών. Οι ισορροπίες των χαρτοφυλακίων αυτών των επενδυτών, θα μεταβληθούν σε σχετικά μικρό βαθμό με τάση αντιστροφής των επικερδών συναλλαγών σε σύντομο χρονικό διάστημα.

Στην αρχή μιας ανοδικής τάσης, ο φόβος των απωλειών εξακολουθεί να κυριαρχεί στο επενδυτικό κοινό (η εμπειρία των απωλειών είναι ακόμη πρόσφατη), ενώ στην αρχή μιας καθοδικής τάσης, η απληστία (ή ο φόβος να μην χαθεί η ευκαιρία για μεγαλύτερα κέρδη) εμποδίζει τους επενδυτές από την πώληση σημαντικού ποσοστού των ήδη κερδοφόρων θέσεών τους. Συνεπώς, στα πρώτα στάδια μιας τάσης τιμών, διαφαίνεται πολύ αδύναμη συναισθηματική σύνδεση, με αποτέλεσμα, λιγότεροι συμμετέχοντες προς την υλοποίηση αυτή. Όμως στη συνέχεια, η σταθερή κίνηση των τιμών προς μια νέα κατεύθυνση, προκαλούν μία έντονη ψυχολογική φόρτιση. Αυτό είναι το στάδιο κατά το οποίο το μεγαλύτερο μέρος της επενδυτικής κοινότητας αναγνωρίζει ότι η «αρχική δειλή» κίνηση στις τιμές έχει πλέον μεταβληθεί σε τάση, ανοδική ή καθοδική. Στο σημείο αυτό η συναισθηματική πεποίθηση και η αυτοτροφοδοτούμενη φόρτιση αντικαθιστά τις όποιες λογικές αμφιβολίες υφίστανται. Συνεπώς πλέον, οι επενδυτές κυνηγούν τις νέες τάσεις και λαμβάνουν ανάλογες επενδυτικές θέσεις στην αγορά.

Σε μελέτη του Shefrin (2001) πάνω σε ένα δείγμα επαγγελματιών της κεφαλαιαγοράς, βρέθηκε ότι έχουν την τάση να προβλέπουν την μελλοντική τιμή και

την απόδοση μιας εταιρείας, με βάση την υποκειμενική εντύπωση που είχαν για την εισηγμένη εταιρεία δηλαδή έχουν την τάση να πιστεύουν ότι οι μετοχές των καλών εταιρειών είναι χαρακτηριστικές καλών επενδυτικών επιλογών. Το «φαινόμενο της πρωινής Ηλιοφάνειας» μπορεί να εξηγηθεί από συναισθηματική φόρτιση καθώς μελέτες δείχνουν ότι υπάρχει συσχέτιση μεταξύ πρωινής ηλιοφάνειας και των αποδόσεων των μετοχών. Η μελέτη του Saunders (1993), έδειξε ότι τις ημέρες με συννεφιά οι Δείκτες του Χρηματιστηρίου των ΗΠΑ τείνουν να κλείνουν με αρνητικό πρόσημο, σε σχέση με ημέρες ηλιοφάνειας. Αυτό σημαίνει ότι οι μεταβολές στις τιμές δεν επηρεάζονται από ορθολογική σκέψη αλλά η ψυχολογία καθορίζει την επενδυτική τους συμπεριφορά. (Σπύρου, 2009)

Ο Ralph Nelson Elliott το 1938, παρατήρησε ότι η αγορά μετοχών μέσω συνολικών δεικτών, ακολουθούν συγκεκριμένα «μονοπάτια» τα οποία υπακούουν κατά κάποιο τρόπο σε μία αρχή που ονόμασε ως «Αρχή των Κυμάτων» (The Wave Principle). Σύμφωνα με τον Elliott, κατά τη διάρκεια ανοδικής τάσης, η αγορά θεωρείται υγιής όταν η άνοδος πραγματοποιείται σε παλμικά ανοδικά κύματα (impulsive waves) τα οποία υποδιαιρούνται σε 3 ανοδικά και 2 καθοδικά (διορθωτικά στην ανοδική τάση) κύματα ( Παραρτήματα, γράφημα 3.4.1.). Τα κύματα 1, 3, 5 είναι τα ανοδικά, ενώ τα κύματα 2 και 4 της διόρθωσης είναι καθοδικά (αντίστροφα δηλαδή στην κύρια τάση). Τα κύματα 2 και 4 παίρνουν τη μορφή τριγώνων (zig, zag), και η εναλλαγή της μορφής των διορθωτικών κυμάτων μας δίνει πληροφορίες για το τι μπορούμε να περιμένουμε στη συνέχεια. Η συμβολή του Elliott αφορά την άποψη ότι, τα κύματα όπως αυτά αποτυπώνονται αριθμητικά ως τιμές μετοχών και συνολικών δεικτών, δεν είναι τίποτε άλλο, από την μεταφορά της ανθρώπινης ψυχολογίας και ειδικότερα της κοινωνικής διάθεσης (social mood), στις τιμές που προσδιορίζουν τους χρηματιστηριακούς δείκτες. Η γνώση της τρέχουσας θέσης των χρηματιστηριακών δεικτών πάνω σε κάποιο από τα κύματα του Elliott είναι χρήσιμη πληροφορία για το προς τα που θα κινηθεί η αγορά στη συνέχεια. Κάθε κύμα έχει τα δικά του χαρακτηριστικά τα οποία σε συνδυασμό με άλλους δείκτες και εργαλεία τεχνικής ανάλυσης μπορεί να αναγνωρισθεί.

Όταν η οικονομική κατάσταση μιας χώρας βρίσκεται σε ικανοποιητικά επίπεδα και οι πολίτες-επενδυτές αισθάνονται καλά και είναι αισιόδοξοι για το μέλλον, τότε είναι σχεδόν βέβαιο, ότι η καλή αυτή κοινωνική διάθεση θα εκφρασθεί με αγορά μετοχών. Η αντίστροφη διάθεση, θα οδηγήσει σε πωλήσεις. Η διάθεση λοιπόν η οποία

γίνεται εμφανής στη κοινωνία μέσω πολλών διαφορετικών τάσεων, αποτελεί συνήθως προάγγελο για το πως θα ακολουθήσουν και οι τιμές των μετοχών. Ενδεχομένως για τους περισσότερους αυτό να ακούγεται κάπως αφηρημένο, όμως η πράξη έχει πιστοποιήσει τη χρησιμότητα των «κυμάτων του Elliott» για μακροχρόνιες προβλέψεις και αλλαγές τάσεων, σε βαθμό που η βοήθειά τους να είναι άκρως απαραίτητη.<sup>15</sup>

### **3.5 Η επιφυλακτικότητα στις χρηματαγορές**

Η παγκόσμια οικονομία οδηγείται σε μια μαύρη τρύπα. Με τις χρηματιστηριακές αγορές να βιώνουν ένα απίστευτο σκαμπανέβασμα το τελευταίο διάστημα, καθώς οι επενδυτές φροντίζουν να απομακρύνουν κάθε τοποθέτηση που περιέχει ρίσκο και στρέφονται σε ασφαλή καταφύγια, όπως τα αμερικανικά κρατικά ομόλογα, ο χρυσός και τα μετρητά. Μία ακόμη απόδειξη ότι ο σεβασμός προς τις αναδυόμενες αγορές συνεχώς αυξάνεται, αποτελεί και η πορεία των νομισμάτων τους έναντι του δολαρίου. Οι επενδυτές στέφονται στις αναδυόμενες αγορές, οι οποίες διαθέτουν λιγότερη ρευστότητα από τις ώριμες και ως εκ τούτου είναι πιο εύκολο να δεχθούν πλήγματα. Η μεγαλύτερη αναδυόμενη αγορά δεν είναι άλλη από αυτήν της Κίνας, η οποία έχει υποχωρήσει κατά 13% από την αρχή του έτους.

Η υφεσιακή αγορά και κατ' επέκταση, η «κόκκινη γραμμή» στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθήνας (Χ.Α.Α.) δηλώνουν την απόλυτα δικαιολογημένη απογοήτευση από την μη λήψη νέων μέτρων.. Όταν οι δύο βασικοί δείκτες βρίσκονται στα χαμηλότερα επίπεδα των τελευταίων 14,5 ετών, όλοι βλέπουν την όποια αντίδραση σαν μια πρώτης τάξεως ευκαιρία για ένα μικρό γρήγορο κέρδος μιας-δυο ημερών. Επιπλέον, όσοι ακόμη έχουν μετοχές στα χαρτοφυλάκιά τους από το παρελθόν, βλέποντας τις εφήμερες ανοδικές αντιδράσεις και έχοντας μετανιώσει προηγουμένως πολλές φορές γιατί δεν τις πούλησαν σε προηγούμενες αντιδράσεις, παίρνουν, τελικά, την απόφαση να τις πουλήσουν στην πρώτη ευκαιρία. Τα παραπάνω είναι κάποιες διαπιστώσεις οι οποίες δείχνουν τον βαθμό της ψυχολογικής επιβάρυνσης της εγχώριας αγοράς και του «αφανούς» ρίσκου που ενσωματώνει μια μετοχή με καλά θεμελιώδη, απλά και μόνο επειδή συμμετέχει στο ελληνικό χρηματιστήριο. Ίσως η επιφυλακτικότητα δώσει

---

<sup>15</sup><http://www.iraj.gr/IRAJ> , Investment Research & Analysis Journal, R. N. Elliott's Market Letters 1938-1943, edited by Robert R. Prechter, Jr, 1993, Georgia, USA)

σταδιακά τη θέση της σε στάση αναμονής για τοποθετήσεις. Ωστόσο ακόμα υπάρχει καθοδικό περιθώριο με το ρίσκο της διαμόρφωσης των μέσων τιμών κτήσης, λόγω του ότι η αγορά εξακολουθεί να κινείται σπασμωδικά μειώνοντας τον βαθμό πρόβλεψης.

Στα ξένα χρηματιστήρια, η κατάσταση στην ψυχολογία των επενδυτών έχει αλλάξει. Όσο ανακάμπτει η παγκόσμια οικονομία τόσο αυξάνεται η ζήτηση για το ασήμι, του οποίου τα θεμελιώδη μεγέθη είναι υγιή. Οι επενδυτές εξακολουθούν να είναι πρόθυμοι για αγορές λόγω συναλλαγματικών και γεωπολιτικών ανησυχιών όπως οι συμμετοχές στο «*iShares Silver Trust*», το μεγαλύτερο διαπραγματεύσιμο Αμοιβαίο Κεφάλαιο στον κόσμο (ETF<sup>16</sup>). Το γεγονός ότι οι επενδυτές είναι πρόθυμοι για τοποθετήσεις σε άργυρο σημαίνει ότι τα ETFs στερούν την αγορά από προσφορά, η οποία ενισχύει την άνοδο των τιμών τους. Υπάρχουν επίσης προοπτικές για νέες εφαρμογές για το μέταλλο, όπως για μπαταρίες οξειδίου του αργύρου.

Αρκετοί επενδυτές στρέφονται στα ομολογιακά αμοιβαία τα οποία αποτελούν τμήμα της προσπάθειάς τους για καλύτερες αποδόσεις σε σύγκριση με το να έχουν καταθέσεις. Κανείς επενδυτής δεν είναι ικανοποιημένος με απόδοση 1% (περίπου δηλαδή όσο προσφέρει ένας λογαριασμός καταθέσεων), όταν μπορεί να κερδίζει απόδοση 3% μέσω ενός ομολογιακού αμοιβαίου, ακόμη και εάν τα χρήματά του δεν είναι τόσο ασφαλή όσο τα είχε στην τράπεζα. Ιδίως όταν η συμπεριφορά του μέσου επενδυτή δεν έχει κατανοήσει ότι οι σύγχρονες αγορές είναι απρόβλεπτες, καθώς δεν έχει μάθει ακόμη τι σημαίνει «χάνω τα λεφτά μου, έχω απώλειες στις τοποθετήσεις μου».<sup>17</sup>

---

<sup>16</sup> exchange-traded funds

<sup>17</sup> <http://www.express.gr> 26/06/11

### 3.6 Επιστροφή στις θεμελιώδεις επενδυτικές αξίες

Η καταστροφική επίδραση της πρόσφατης παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης στις οικονομίες, κατέδειξε το ευάλωτο των διεθνών αγορών στα μαζικά σοκ που, με όλο και αυξανόμενη συχνότητα πλήττουν τις υφιστάμενες κεφαλαιακές δομές. Η ανεπάρκεια των υπάρχοντων μοντέλων και προτύπων να αποσβέσουν με επιτυχία τις επιθετικές συνέπειες της ύφεσης, απαιτείται να είναι η αφετηρία για την αναθεώρηση της αντίληψης των δεδομένων και στρατηγικών. Στα πλαίσια της νέας αυτής πραγματικότητας, αποτελεί αναγκαιότητα για όσους εμπλέκονται στη βιομηχανία των αγορών κεφαλαίου και χρήματος, να αναγνωρίσουν την επιτακτική ανάγκη για αντιμετώπιση της βαθιάς πολυπλοκότητας των επενδυτικών διαδικασιών αποφάσεων, μέσω ολοκληρωμένων και ρεαλιστικών προσεγγίσεων, σε ισχυρές ποσοτικές τεχνικές και μεθόδους.<sup>18</sup>

Η υπερβολή στα θετικά συναισθήματα, εκθέτει τον επενδυτή υπερβολικά στον δανεισμό και ανάλογα με τις οικονομικές συνθήκες η ευεξία μπορεί να μετατραπεί σε φόβο. Οι συνθήκες υπεραισιοδοξίας έκαναν πολλούς θεσμικούς και ακαδημαϊκούς παράγοντες να υποστηρίξουν, ότι η οικονομία μπορεί να λειτουργεί βάσει ενός νέου προγράμματος, το οποίο καταργεί τους οικονομικούς κύκλους και το μόνο που πρέπει να αναμένουμε είναι η συνεχής άνοδος των τιμών των αξιογράφων. Η τεχνητή ευφορία που δημιουργεί η πρόσβαση σε υπέρμετρο δανεισμό για κερδοσκοπικούς σκοπούς, δημιούργησε την τεράστια φούσκα των εταιριών της Νέας Οικονομίας, που οδήγησε στην κατάρρευση της αγοράς αυτής το 2000, και στη συνέχεια στην απαξίωση των στεγαστικών ομολόγων, το 2007.

Ο άνθρωπος αντιδρά φοβισμένα προσπαθώντας να ικανοποιήσει το αίσθημα της αυτοσυντήρησης, παύει να επενδύει και καταναλώνει όλο και λιγότερο. Αυτή η φοβική αντίδραση κυριαρχεί σήμερα στις παγκόσμιες αγορές αποτέλεσμα των ανακατατάξεων, οι οποίες ανατρέπουν πολλές εδραιωμένες, μεθοδολογίες. Οι μεταβολές αυτές αφορούν τόσο το πεδίο της μακροοικονομικής πολιτικής, όσο το χώρο της κεφαλαιαγοράς. Ανατρέχοντας στην περίοδο μετά τη χρηματιστηριακή κρίση και τη Μεγάλη Ύφεση που άρχισε το 1929, παρατηρούμε ότι συνέβησαν καθοριστικά γεγονότα και πάρθηκαν σημαντικές αποφάσεις οι οποίες οριοθέτησαν την πορεία της διεθνούς οικονομίας και

---

<sup>18</sup> Attica Bank, Wealth Management, Οι Απόψεις της Επενδυτικής Επιτροπής για το 2011

των χρηματιστηρίων για τα επόμενα 70 και πλέον χρόνια. Τα σημαντικότερα από τα γεγονότα αυτά ήταν:

1. Η υιοθέτηση ενός νέου ρυθμιστικού πλαισίου λειτουργίας του τραπεζικού και του χρηματοπιστωτικού τομέα. Το σημαντικότερο παράδειγμα ήταν η ψήφιση στις ΗΠΑ του Νόμου Glass-Steagall το 1933. Ο Νόμος αυτός που ίσχυσε μέχρι το Νοέμβριο του 1999, οπότε και αναθεωρήθηκε, επέβαλε τον απόλυτο διαχωρισμό του τραπεζικού συστήματος από τις χρηματιστηριακές και τις επενδυτικές δραστηριότητες.

2. Σε ότι αφορά την χρηματιστηριακή αγορά, ορόσημο η οποία στηρίχθηκε στο θεωρητικό μοντέλο της επένδυσης με θεμελιώδη (μη κερδοσκοπικά) χρηματοοικονομικά κριτήρια από τους Benjamin Graham και David Dodd (1934) οι οποίοι απέδειξαν ότι οι επενδύσεις σε αξιόγραφα πρέπει να γίνονται βάσει αυστηρά καθορισμένων αναλύσεων της χρηματοοικονομικής κατάστασης κάθε οικονομικής μονάδος. Έχει αποδειχθεί ότι η λειτουργία των κεφαλαιαγορών χωρίς ισχυρή εποπτεία και ρυθμιστικό πλαίσιο οδηγεί πάντα στην υπερβολή.

Η επενδυτική φιλοσοφία που βασίζεται σε αυστηρές αρχές θεμελιώδους ανάλυσης των χρηματοοικονομικών δεδομένων, επανέρχεται – μετά από μία σοβαρή οικονομική κρίση – και πάλι στο προσκήνιο. Οι αγορές κινούνται πλέον σε πιο ομαλούς ρυθμούς, αφού απουσιάζει η τεχνητή ευδαιμονία που δημιουργεί ο εύκολος, αδιάκριτος δανεισμός. Οι τιμές των χρηματιστηριακών τίτλων καταγράφουν και πάλι αποτιμήσεις που βρίσκονται πολύ κοντά στην πραγματική αξία των επιχειρήσεων, ενώ οι επενδυτές αναζητούν πλέον λύσεις μέσω της επένδυσης σε αμοιβαίων κεφάλαια των οποίων η διαχείριση στηρίζεται στις αρχές της Θεμελιώδους Ανάλυσης. Σαν θεσμικοί επενδυτές, θεωρούμε ότι, παρά τα σοβαρά προβλήματα που αντιμετωπίζει σήμερα η διεθνής οικονομία, έχουν ωριμάσει οι συνθήκες οι οποίες ευνοούν τις σοβαρές και μακρόπνοες επενδυτικές επιλογές. Ίσως να μην αποτελεί υπερβολή ο ισχυρισμός ότι στα επόμενα χρόνια η σημασία της επένδυσης με βάση τα θεμελιώδη δεδομένα (Value Investing) θα υιοθετηθεί από τους περισσότερους θεσμικούς παράγοντες της αγοράς, δημιουργώντας τις αναγκαίες συνθήκες διατηρήσιμης οικονομικής ανάκαμψης και ομαλής λειτουργίας των αγορών.<sup>19</sup>

---

<sup>19</sup> [www.investinggreece.gov.gr / files/publications](http://www.investinggreece.gov.gr/files/publications)



## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

---

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική, δεν αποτελεί απλά έναν νέο κλάδο της χρηματοοικονομικής για την εξήγηση ανωμαλιών στα διεθνή χρηματιστήρια, αλλά μία επανάσταση καθώς συμπεριέλαβε παράγοντες, που μέχρι πρότινος δεν λαμβάνονταν υπόψη από την κλασική θεωρία της χρηματοοικονομικής. Η τρέχουσα χρηματοπιστωτική κρίση, απέδειξε την σημασία της συμπεριφορικής ωστόσο, είναι γεγονός ότι δεν έχει φτάσει ακόμη στο σημείο να μπορεί να υποκαταστήσει την θεωρία των αποτελεσματικών αγορών. Παρόλα αυτά, πρόσφατες έρευνες έχουν επεκταθεί και σε άλλους τομείς έρευνας, χρησιμοποιώντας εκτός από μετοχές και πιο σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα, προσφέροντας αληθοφανείς εξηγήσεις για πολλά φαινόμενα που απλά χαρακτηρίζονταν ως «ανωμαλίες» από την κλασική χρηματοοικονομική.

Η συμπεριφορική οικονομική, αντιτίθεται στην επικρατούσα άποψη του ορθολογισμού στις επενδυτικές αποφάσεις, γιατί η πραγματικότητα καταδεικνύει συστηματικά σφάλματα νόησης, αυταπάτες, γενικευμένες απλοποιήσεις, κοινωνικές επιδράσεις και συναισθηματικές επιρροές. Όλα αυτά δημιουργούν παράδοξες συμπεριφορές επενδυτών, που απέχουν πολύ από τον ορθολογισμό και την αποτελεσματική απορρόφηση των πληροφοριών της αγοράς, που υποθέτει η κλασική θεωρία. Ωστόσο, με τα σημερινά δεδομένα, δεν έχει ακόμη διατυπωθεί ένα μοντέλο γενικής ισορροπίας από τους υποστηρικτές της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, όπως είναι η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών. Πολλοί ερευνητές και συγγραφείς, προσπάθησαν να μοντελοποιήσουν συγκεκριμένες συμπεριφορές του επενδυτικού κοινού, χωρίς όμως να καταφέρουν να τις αποδείξουν και κατά συνέπεια δεν μπορούν να αποτελέσουν γενικευμένη παραδοχή.

Τέλος, αξίζει να τονίσουμε ότι συνδυάζοντας την χρηματοοικονομική με την επιστήμη της ψυχολογίας, μπορεί να βοηθήσει στην κατανόηση των αναγκών των καταναλωτών και πώς επηρεάζει αυτό την αγορά. Συμπεραίνουμε, ότι η συμπεριφορική αποτελεί έναν πολυδιάστατο εξελισσόμενο κλάδο, προσφέροντας επεξηγήσεις για πολλά φαινόμενα των επενδυτών, καθώς θα αποτελέσει το επίκεντρο του ακαδημαϊκού ενδιαφέροντος, κερδίζοντας όλο και περισσότερους υποστηρικτές.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ-ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ**

---

### **ΞΕΝΗ ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ**

- **Alpert M. Raiffa, H.** (1982), a progress report on the training of probability assessors” in Tverky A (ed.), Judgement under uncertainty: heuristics and biases, Cambridge University Press, New York, pp. 294-305.
- **Asch, S. E.** (1956), Studies of independence and conformity. A minority of one against a unanimous majority. Psychological Monographs
- **Bailard, T., Biehl, D. and Kaiser, R.** (1986), “Personal Money Management”, 5th Science Research Associates, Chicago.
- **Barberis, N. and Thaler, R.** (2003), A survey of behavioural finance, in Handbook of Economics of finance, vol.1 part2, pp.1053-1128.
- **Breeden D.** (1979), an intertemporal asset pricing model with stochastic consumption and investment opportunities, Journal of Financial Economics, Vol. 7, Issue 3, Pages265-296
- **DeBondt, W. F. M. and Thaler, R. H.,** (1985), «Does the stock market overreact? » Journal of Finance, Vol. 40, pp. 793–808.
- **Dugatkin, L. A.** (2000), the imitation factor: Evolution beyond the gene. New York : Free Press
- **Dritsaki, C and M. Dritsaki** (2004). A causal relationship between stock, credit markets and economic development: An empirical evidence for Greece, 2nd Conference on Accounting and Finance in Transition, Kavala, July 2004.
- **Fiedman M.** (1953), Essays in positive economics, University of Chicago Press
- **Gilovich, T., Kerr, M., and Medvec, V.H.,** (1993), Effect of temporal perspective on subjective confidence, Journal of Personality and Social Psychology, no.64(4), pp.552-560
- **Griffin, J., Karolyi, G.A.** (1998), Another Look at the Role of the Industrial Structure of markets for International Diversification Strategies, Journal of financial Economics, vol.50, pp.351-373.
- **Hakan Berument, Halil Kiyimaz** (2001), The day of the week effect on Stock Market Volatility, Journal of Economics & financial, Vol.25
- **Harris L. & Gurel E.** (1986), Price and volume effects associated with changes in the S&P500, a new evidence on the existence of price pressure, Journal of Finance 41, 851-860
- **Jawadi F. & Prat G.(2012)**, Arbitrage costs and nonlinear adjustment in the G7 stock markets, Applied Economics 44,1561-1582
- **Kahneman, D., and A. Tversky,** (1979), Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. Econometrica, 47(2), 263-292, Jstor
- **Markowitz H.** (1952), Portfolio Selection, *the Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1. pp. 77-91, Jstor
- **Newell, A., Simon H,** (1972) Human problem solving. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall
- **Niarchos, N. Tse, Y. Wu, C. and Young,** (1999). International transmission of information: A study of the relationship between the US and Greek stock markets. Multinational Finance Journal, Vol. 3(1), pp. 19 – 40.
- **Laopodis Nikiforos** (2003), Financial market liberalization and stock market efficiency: the case of Greece, Managerial Finance, Vol. 29 pp.24 – 41
- **Panagiotidis, T.** (2003). Market efficiency and the euro: The case of the Athens stock exchange, Discussion Paper 03-08, Department of Economics and Finance, Brunel University.

- **Reinganum, J.** (1981), Dynamic games of innovation, *Journal of Economic Theory*, 25(1), 21-41.
- **Ross, L., & Nisbett, R. E.** (1991), *the person and the situation*, Perspectives of social psychology. New York: McGraw-Hill.
- **Saunders E.M.J.** (1993), Stock prices and wall street weather, *American Economic Review* 83, 1337-1345
- **Savage L.**(1964), *The Foundation of Statistics*, Wiley, New York
- **Schneeweis T. & Woolridge J.R.** (1979), «Capital Market Seasonality: The Case of Bond Returns»,*The Journal of Financial and Quantitative Analysis*,Vol.5
- **Sean Masaki Flynn(2012)**, Noise-trading, costly arbitrage, and asset prices: Evidence from US closed-end funds, *journal financial market* 108-125, Science Direct
- **Sewell, M.** (2010), Behavioural finance, University of Cambridge till there after all these years», *Financial analysts Journal*, vol.52, pp.27-31.
- **Shefrin H.** (2001), Do investors expect higher returns from safer stocks than from riskier stocks? *Journal of psychology and financial Markets* 2
- **Shiller, R.,** (2000), *Irrational Exuberance*. Princeton, N.J, Princeton University Press.
- **Theodossiou, P. Koutmos, G. and Negakis, C.,** (1993) "The Intertemporal Relation Between the U.S. and Greek Stock Markets: A Conditional Variance Tale Analysis", *the International Journal of Finance*, 5 (2) 492-504
- **Tsung-Cheng Chen & Chin-Chen Chien,** (2011), Size effect in January and cultural influences in an emerging stock market: The perspective of behavioral finance, *Elsevier Journal* 19

## ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- **Αλεξιάκης, X., Ξανθάκης, Μ.** (2008), Συμπεριφορική χρηματοοικονομική, Εκδόσεις Σταμούλης.
- **Αλεξιάκης, Π., Απέργης Ν.,** (1997). Οι μακροοικονομικές μεταβλητές ως παράγοντες ερμηνείας της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών. Εμπειρικές έρευνες με αναφορά στο χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, Αθήνα, Εκδόσεις Παπαζήση.
- **Δεβλέτογλου Ν.** (1971), Συμπεριφορική Οικονομική θεωρία, εκδόσεις Παπαζήση
- **Δελής Κ,** (1978), Θεωρία και μέθοδοι αξιολογήσεως επενδύσεων, Εκδόσεις: Αντ. Σάκκουλα, Αθήνα
- **Καραθανάσης Γ.,** (2002), Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές αγορές, εκδόσεις Μπένου
- **Μηλίωνης Αλ., Μόσχος Δ. Ξανθάκης Εμμ,** (1998), Η επίδραση των ξένων αγορών για το Χρηματιστήριο Αθηνών, *Σπουδαί Τόμος* 48, Τεύχος 1ο-4ο, Πανεπιστήμιο Πειραιώς
- **Νούλας, Α.** (2010), Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου, Πανεπιστημιακές εκδόσεις.
- **Παπούλιας Γ.** (1990), Χρηματιστηριακές Επενδύσεις, Εκδόσεις Μαραθιάς Δ. & Σια

- **Σπύρου, Σ.** (2009), Εισαγωγή στην Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα.
- **Συριόπουλος, Κ. και Ι. Βενέτης** (1995). Αλληλεξάρτηση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών με τις Διεθνείς αγορές πριν και μετά το κραχ του Οκτωβρίου 1987. Σπουδαί, τόμος 46, τεύχος 3-4, σελ. 202-222

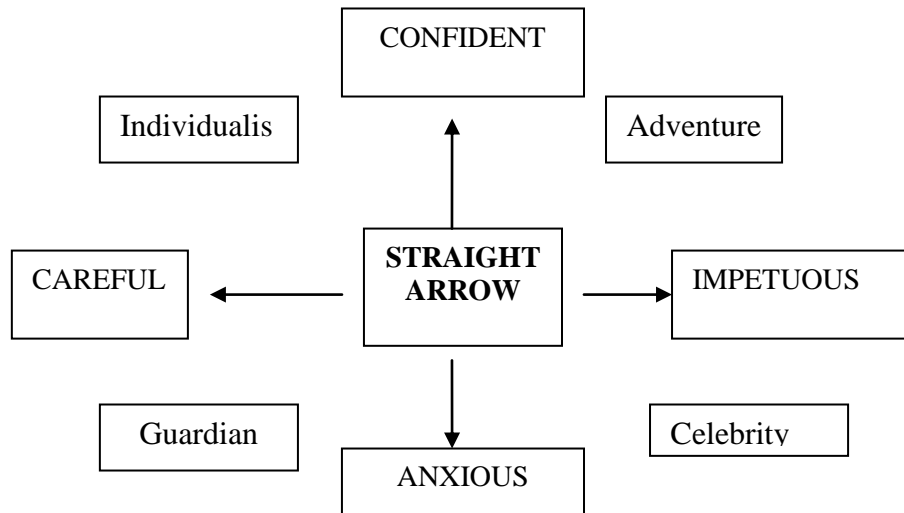
## **ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΔΙΕΥΘΥΝΣΕΙΣ**

- <http://www.capital.gr>
- <http://www.euretirio.com>
- <http://www.euro2day.gr>
- <http://europa.eu>
- <http://www.enthesis.net/index.com>
- <http://www.express.gr>
- <http://www.helex.gr>
- <http://www.investingreece.gov.gr>
- <http://www.iraj.gr>
- <http://www.investnews.gr>

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

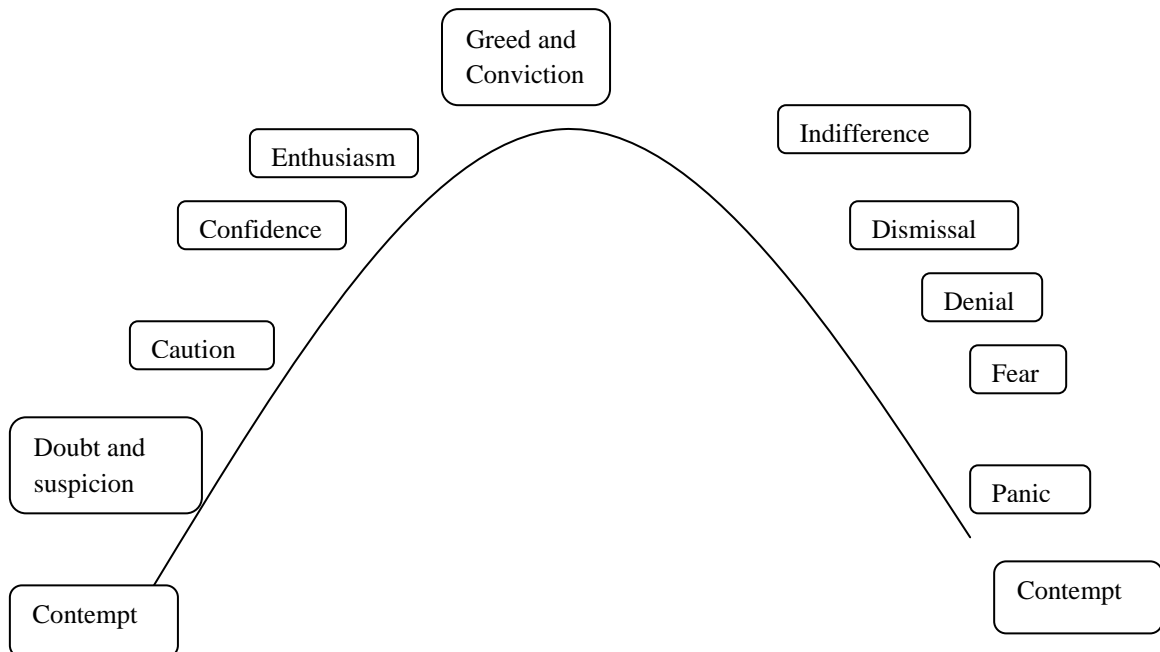
---

Διάγραμμα 1.4.1: Οι τύποι των επενδυτών στην αγορά



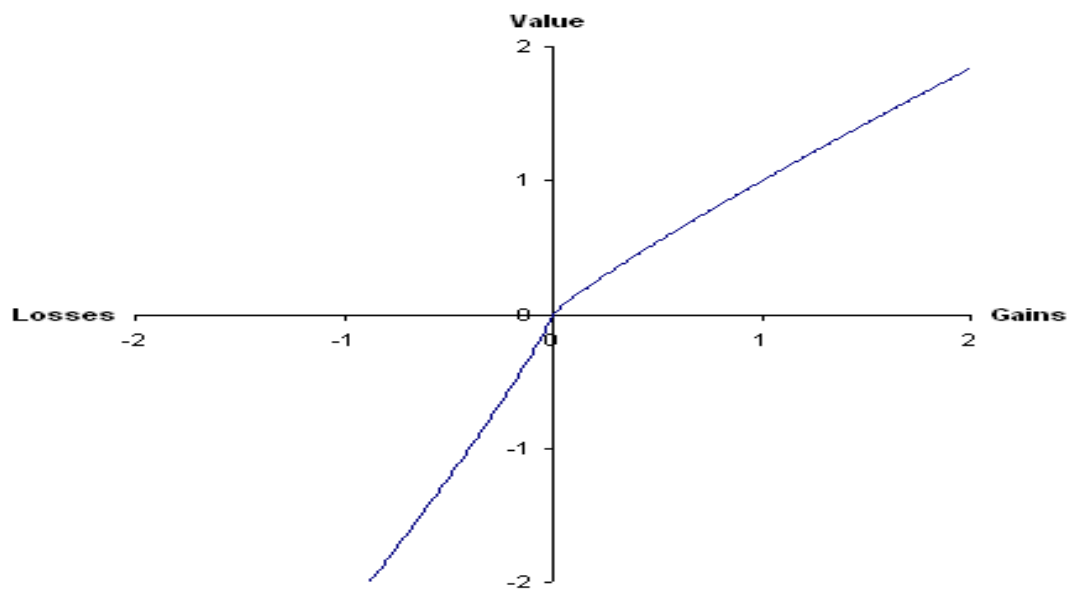
Πηγή: Bailard, Biehl and Kaiser, (1986), Personal Money Management, 5th ed., Science Research Associates, Chicago

Διάγραμμα 2.4.1 Ο κύκλος των συναισθηματικών καταστάσεων



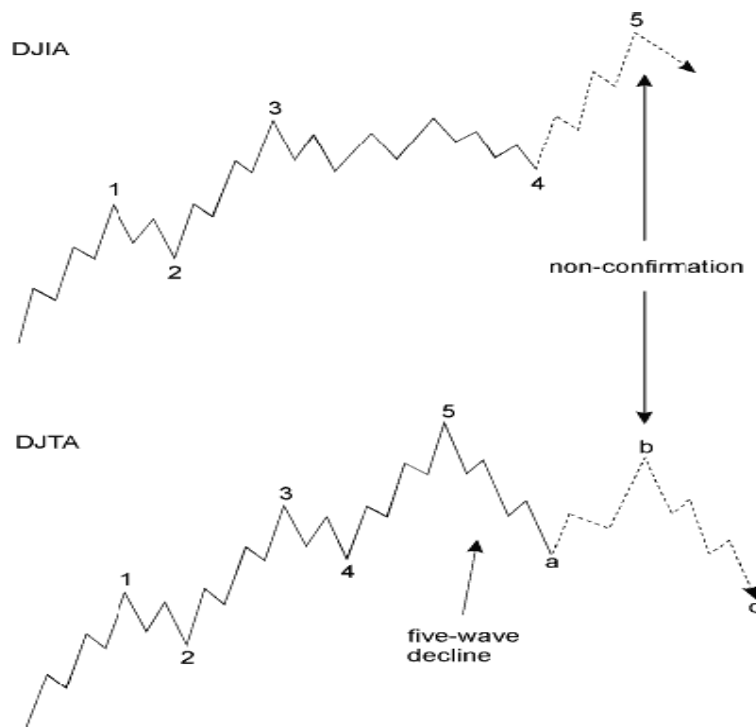
Πηγή : Lect . Aurora Murgea Ph. D, CLASSICAL AND BEHAVIOURAL FINANCE IN INVESTOR DECISION, West University of Timisoara

### Διάγραμμα 2.5.2.1 Μια υποθετική λειτουργία αξία στη θεωρία προοπτική



Πηγή Kahneman, D., A. Tversky, 1979. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-292

### Γράφημα 3.4.1.: Τα κύματα ELLIOTT



Πηγή: Elliott Wave Principal, p. 176, R. R. Prechter & A. J. Frost, 1978, New Classics Library