



**ΑΡΙΣΤΟΤΕΛΕΙΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ**

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ**

ΤΜΗΜΑ ΝΟΜΙΚΗΣ

**ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ
ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ**

**ΔΙΔΡΥΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΔΙΚΑΙΟ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ»**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

« Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

**Κατανόηση της ψυχολογίας των επενδυτών στις επενδυτικές αποφάσεις
μέσα από τα γνωστικά και συναισθηματικά τους σφάλματα »**



Της Μαργαρίτας Κ. Μπούλμπου

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: Παναγιωτίδης Θεόδωρος

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος
Ειδίκευσης Δίκαιο και Οικονομικά στον Τομέα των Επιχειρήσεων

ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, ΣΕΠΤΕΜΡΙΟΣ 2022

Ευχαριστίες – Αφιερώσεις

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου κύριο Θεόδωρο Παναγιωτίδη, για την υποστήριξη, την κατανόηση και την πολύτιμη καθοδήγηση του κατά τη διάρκεια εκπόνησης της διπλωματικής μου εργασίας.

Επίσης θα ήθελα να αφιερώσω την παρούσα Διπλωματική Εργασία στην μητέρα μου Σοφία που είναι η πυξίδα μου και ο πιο φωτεινός μου φάρος σε κάθε ταξίδι της ζωής μου και στον πατέρα μου Κωνσταντίνο που με εμπνέει καθημερινά να γίνω η καλύτερη εκδοχή του εαυτού μου.

Περίληψη

Η παρούσα Διπλωματική Εργασία επικεντρώνεται στη διερεύνηση της ψυχολογίας των επενδυτών, μέσω της ανάπτυξης και ανάλυσης όλων αυτών των παραγόντων που επηρεάζουν τη συμπεριφορά, τις αντιδράσεις και κατά συνέπεια τις αποφάσεις τους, σύμφωνα με τους όρους της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής. Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μια ανασκόπηση της Παραδοσιακής Χρηματοοικονομικής Θεώρησης και παρουσιάζονται οι θεμέλιοι λίθοι της που είναι ο ορθολογισμός κατά τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων και η αποτελεσματικότητα της αγοράς. Εν συνεχεία, στο δεύτερο κεφάλαιο, μεταβαίνουμε από την Παραδοσιακή Χρηματοοικονομική Θεώρηση και την αδυναμία της να εξηγήσει την πορεία των χρηματιστηριακών αγορών και να εξηγήσει τη εν τέλει μη ορθολογική συμπεριφορά των επενδυτών, στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, εξάροντας τη χρησιμότητα της, και αναφέροντας τις ειδοποιούς διαφορές της με την Παραδοσιακή Χρηματοοικονομική Θεώρηση. Στο τρίτο κεφάλαιο, παρουσιάζονται τα αντικείμενα μελέτης της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, ήτοι οι ευριστικοί κανόνες, η διατύπωση και τα συμπεριφορικά σφάλματα. Κατόπιν γίνεται λεπτομερής ανάλυση των συμπεριφορικών σφαλμάτων, γνωστικών και συναισθηματικών, στα οποία ενδέχεται να υποπέσει ένας επενδυτής όταν καλείται να λάβει μια επενδυτική απόφαση και περιγράφεται ο τρόπος με τον οποίο αυτά ασκούν επιρροή στην ψυχολογία του ενώ αναφέρονται και οι επιπτώσεις που αυτά ενέχουν για την πορεία του χαρτοφυλακίου του επενδυτή αλλά και της αγοράς συλλήβδην. Στο τέλος παρατίθενται τα συμπεράσματα που εξάγονται από την περιγραφική προσέγγιση της συμπεριφοράς των επενδυτών και προτείνονται ορισμένοι τρόποι αποφυγής ή έστω διαχείρισης και αντιμετώπισης των συμπεριφορικών σφαλμάτων και των δυσμενών συνεπειών τους. Απώτερος σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι αφενός να καταστεί σαφές πως η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, αποτελεί μια νέα, πιο ρεαλιστική διάσταση της Παραδοσιακής Χρηματοοικονομικής, η οποία επουδενί μειώνει τη σημασία και τη συνεισφορά της τελευταίας και αφετέρου μέσω της διεπιστημονικότητας που τη χαρακτηρίζει να γεφυρωθεί το χάσμα ανάμεσα στην αυστηρά μαθηματικοποιημένη Επιστήμη των Οικονομικών η οποία στην προσπάθειά της να εξηγήσει την οικονομική ζωή δεν θα πρέπει να αγνοεί τις υπόλοιπες κοινωνικές επιστήμες, καθώς και η ίδια είναι μια από αυτές, και στην Επιστήμη της Ψυχολογίας που θέτει στο επίκεντρο όλων τον άνθρωπο, που όχι μόνο σκέφτεται αλλά και αισθάνεται και οι αποφάσεις του οποίου δεν είναι προϊόντα μόνο του ορθολογισμού αλλά προέρχονται και από άλλους παράγοντες που αναλύονται διεξοδικά στην παρούσα διπλωματική εργασία.

Λέξεις – Κλειδιά: Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, Συμπεριφορικά Σφάλματα, Γνωστικά Σφάλματα, Συναισθηματικά Σφάλματα, Ψυχολογία Επενδυτών.

Abstract

This Diploma Thesis focuses on the investigation of investor's psychology through the elaboration and analysis of all the factors affecting their behavior, their reactions and consequently their decisions, according to the terms of Behavioral Finance. In the first chapter, there is a review of the Traditional Financial Theory and a presentation of its cornerstones, which are rationality while making investment decisions, and market efficiency. Then, in the second chapter, we pass from the Traditional Financial Theory, and its inability to interpret the process of the stock markets as also to explain the final irrational behavior of investors, to Behavioral Finance, highlighting its usefulness, and mentioning its substantial differences with the Traditional Financial Theory. In the third chapter, the main fields of study of Behavioral Finance are presented, i.e. heuristic rules, framing and behavioral biases. Then there is a detailed analysis of the behavioral biases both cognitive and emotional, that an investor may fall into when asked to make an investment decision, and the way in which they influence his psychology is described while the implications they have for the investor's portfolio course but also for the stock market in general are mentioned. At the end, some conclusions drawn from the descriptive approach of the investor's behavior are cited and some ways to avoid or at least to manage and deal with behavioral biases and their adverse consequences are suggested. The ultimate purpose of this diploma thesis is on the one hand to make it clear that Behavioral Finance is a new, more realistic dimension of Traditional Finance Theory and that does not underestimate in any way the importance and the contribution of the latter and on the other hand through its interdisciplinary nature to bridge the gap between the strictly mathematized Science of Economics which in its attempt to explain economic life should not ignore the other social sciences as it is itself one of them, and the Science of Psychology which puts at the center of everything, man who is not only thinking but also has feelings and whose decisions are not only rationality's products but they also come from other factors that are thoroughly analyzed in this diploma thesis.

Key words: Behavioral Finance, Behavioral Biases, Cognitive Biases, Emotional Biases, Investor's Psychology

Πίνακας Περιεχομένων

<u>ΕΙΣΑΓΩΓΗ</u>	1
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 – Παραδοσιακή Χρηματοοικονομική Θεωρία</u>	3
1.1 Σκοπός Παραδοσιακής Χρηματοοικονομικής Θεωρίας	3
1.2 Ο ορθολογικός επενδυτής	3
1.3 Θεωρία αναμενόμενης χρησιμότητας	5
1.4. Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς	6
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 – Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική</u>	7
2.1 Η μετάβαση από τον Ορθολογισμό στην Ψυχολογία	7
2.2 Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική	9
2.3 Ευρήματα από τη Νευροεπιστήμη και η συμβολή της στην Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική	12
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 – Ευριστικοί Κανόνες και Συμπεριφορικά Σφάλματα</u>	14
3.1 Τα κύρια αντικείμενα της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής	14
3.2 Θεωρία Προοπτικής	17
3.3 Συμπεριφορικά Σφάλματα	20
3.4 Ανάλυση των Συμπεριφορικών Σφαλμάτων και της επίδρασής τους στην ψυχολογία των επενδυτών	21
3.4.1 <u>Γνωστικά Σφάλματα</u>	21
3.4.1.1 Σφάλμα Αντιπροσωπευτικότητας	21
3.4.1.1.1 Το σφάλμα του Παίκτη (Σφάλμα Τζογαδόρου)	23
3.4.1.1.2 Το σφάλμα των «ζεστών χεριών»	24
3.4.1.2 Σφάλμα Διαθεσιμότητας	25
3.4.1.2.1 Σφάλμα πρόσφατης κατάστασης	26
3.4.1.3. Σφάλμα Οικειότητας	27
3.4.1.3.1 Σφάλμα Εντοπιότητας	28
3.4.1.4 Σφάλμα Αγκίστρωσης	28
3.4.1.4.1 Συντηρητισμός	29
3.4.1.4.2 Αποστροφή Αβεβαιότητας	30
3.4.1.5 Σφάλμα Ασυνεπούς Αντίληψης (Γνωστική Ασυμφωνία)	30
3.4.1.5.1 Σφάλμα Επιβεβαίωσης	32
3.4.1.6 Νοητική Λογιστική	33
3.4.1.6.1 Αποτέλεσμα Χαμένου Κόστους	33

3.4.1.6.2 Φαινόμενο Διαθέσιμου Χρήματος	34
3.4.1.6.3 Θεωρία Συμπεριφορικού Χαρτοφυλακίου	35
3.4.1.7. Σφάλμα Διατύπωσης	37
3.4.1.7.1 Ψευδαίσθηση Χρήματος	40
3.4.1.8 Υπερβολική Αυτοπεποίθηση	41
3.4.1.8.1 Ψευδαίσθηση Ελέγχου	42
3.4.1.8.2 Ψευδαίσθηση Γνώσης	43
3.4.1.8.3 Σφάλμα Προσωπικής Επιτυχίας	44
3.4.1.8.4 Σφάλμα της εκ των Υστέρων Γνώσης	44
3.4.2 <u>Συναισθηματικά Σφάλματα</u>	45
3.4.2.1 Αποστροφή Απώλειας	45
3.4.2.1.1 Μυωπική Αποστροφή Απώλειας	47
3.4.2.1.2 Προκατάληψη υπέρ του Status Quo	48
3.4.2.1.3 Αποτέλεσμα Κληροδοτήματος	49
3.4.2.1.4 Σφάλμα Προσκόλλησης	50
3.4.2.2 Ο Κανόνας των Συναισθημάτων	50
3.4.2.3 Αποστροφή Μετάνοιας	53
3.4.2.3.1 Μεροληψία Πράξης και Απραξίας	55
3.4.2.4 Αποτέλεσμα Προδιάθεσης	57
3.4.2.5 Σφάλμα Αισιοδοξίας	58
3.4.2.6 Σφάλμα Απαισιοδοξίας	61
3.4.2.7 Έλλειψη Αυτοελέγχου	62
3.4.2.8 Υπεραντίδραση και Υποαντίδραση	63
3.4.2.9 Αντίδραση στα Μ.Μ.Ε.	66
3.4.2.10 Κοινωνική Αλληλεπίδραση	67
3.4.2.1.0.1 Αγελαία Συμπεριφορά	70
<u>ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΕΠΙΛΟΓΟΣ</u>	75
<u>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ</u>	79

Ευρετήριο Διαγραμμάτων

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Διάγραμμα 1.1 - Φθίνουσα Οριακή Χρησιμότητα Πλούτου	6
---	---

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Διάγραμμα 2.1 - Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική και λοιπά επιστημονικά πεδία	10
--	----

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Διάγραμμα 3.1 – Οπτική Ψευδαίσθηση Νο.1	15
Διάγραμμα 3.2 – Οπτική Ψευδαίσθηση Νο.2	15
Διάγραμμα 3.3 – Η ψευδαίσθηση του Ebbinghaus	16
Διάγραμμα 3.4 – Συνάρτηση Αξίας	19
Διάγραμμα 3.5 – Πυραμίδα των αναγκών του Maslow	37
Διάγραμμα 3.6. – Η «Μαύρη Δευτέρα» του 1987	60
Διάγραμμα 3.7 - Αντίδραση των τιμών του χρηματιστηρίου στην ανακοίνωση θετικών ειδήσεων για μια εταιρεία	65
Διάγραμμα 3.8- Αντίδραση των τιμών του χρηματιστηρίου στην ανακοίνωση αρνητικών ειδήσεων για μια εταιρεία	65
Διάγραμμα 3.9– Η τιμή της τουλίπας την περίοδο 1636-37	68

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Για πολλές δεκαετίες η Παραδοσιακή (Κλασσική) Χρηματοοικονομική Θεωρία η οποία βασίζεται στις υποθέσεις των αποτελεσματικών αγορών και της δραστηριοποίησης σε αυτές ορθολογικών επενδυτών αποτέλεσε το πρωτεύον και βασικότερο θεωρητικό πλαίσιο επί τη βάση του οποίου αναλύθηκε και αναπτύχθηκε η επιστήμη των Χρηματοοικονομικών. Κατά την εν λόγω Θεωρία, η αποτελεσματικότητα των αγορών δεν διαταράσσεται σε καμία περίπτωση από τα συναισθήματα των επενδυτών που δραστηριοποιούνται σε αυτές, καθόσον οι τελευταίοι αξιοποιώντας στο μέγιστο την κάθε διαθέσιμη πληροφορία, πράττουν πλήρως ορθολογικά και δεν παρασύρονται από τις εκάστοτε συναισθηματικές τους παρορμήσεις. Ωστόσο η επιρροή του ανθρώπινου θυμικού ήταν, είναι και θα είναι παρούσα σε κάθε επενδυτικό σχέδιο και κίνηση δοθέντος ότι όπως χαρακτηριστικά έχει αναφέρει ο Οικονομολόγος R.Shiller «Τα πράγματα δεν είναι τέλεια, ο κόσμος δεν είναι τέλειος και στον κόσμο υπάρχουν πραγματικοί άνθρωποι».

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, αποτελεί μια νεότερη διάσταση της Παραδοσιακής Χρηματοοικονομικής Θεωρίας η οποία έρχεται να εντάξει στον κλάδο των Οικονομικών τις επιστήμες της Ψυχολογίας και της Κοινωνιολογίας, τοποθετώντας στο επίκεντρο της διαδικασίας των επενδύσεων ως αναπόσπαστο μέρος αυτών, τον άνθρωπο. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική αναγνωρίζει ότι οι εκάστοτε ανθρώπινες αποφάσεις και κατ' επέκταση και οι οικονομικές - επενδυτικές δεν λαμβάνονται πάντοτε με αποκλειστικό γνώμονα τον ορθολογισμό, μέσα σε «τέλειες» και αποτελεσματικές χρηματαγορές και διερευνά τη διαμόρφωση της ψυχολογίας των επενδυτών μέσα από τα συναισθήματα, τις ανησυχίες, τα ένστικτα, τις εμπειρίες και τις κοινωνικές τους συναναστροφές καθώς και κάθε άλλου είδους κοινωνικά και ψυχολογικά ερεθίσματα που επηρεάζουν και ουκ ολίγες φορές καθορίζουν τις αποφάσεις του.

Συνήθως η σημασία της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής καταδεικνύεται σε περιόδους κρίσεων καθόσον σε τέτοιου είδους καταστάσεις η συμπεριφορά των επενδυτών κατευθύνεται από τα συναισθήματα τους και κυρίως από αυτά του φόβου, του άγχους, του πανικού και της αβεβαιότητας για το μέλλον έναντι του ορθολογισμού όπως προτάσσει η Παραδοσιακή Χρηματοοικονομική Θεωρία. Κάτω από αυτές τις συνθήκες καθίσταται δύσκολο οι συμμετέχοντες στις αγορές να εξαλείψουν την επίδραση των

συναισθημάτων τους και να δράσουν πλήρως ορθολογικά. Το γεγονός αυτό σε συνδυασμό με την πολυπλοκότητα που χαρακτηρίζει το παγκοσμιοποιημένο χρηματοοικονομικό σύστημα αλλά και την ίδια την ανθρώπινη φύση έχουν ως αποτέλεσμα οι επενδυτές να υποπίπτουν σε μια σειρά συμπεριφορικών σφαλμάτων που οδηγούν σε σωρεία απωλειών οικονομικής και ψυχολογικής φύσεως. Στην παρούσα εργασία αναλύονται τόσο τα γνωστικά όσο και τα συναισθηματικά σφάλματα των επενδυτών τα οποία έχουν ως ορμητήριο τους την έμφυτη τάση του ανθρώπου να σφάλει και να κάνει λάθη και απότοκος των οποίων είναι οι εσφαλμένες επενδυτικές επιλογές με τα συνεπαγόμενα αυτών ανεπιθύμητα αποτελέσματα στον πλούτο των επενδυτών, γι' αυτό και καθίσταται επιτακτική η ανάγκη οι επενδυτές να έχουν την ικανότητα αναγνώρισης και κατανόησης τους ούτως ώστε να μπορούν να ελαττώσουν τις δυσμενείς τους συνέπειες.

Αν και ο ρόλος που διαδραματίζει η ψυχολογία στην επιστήμη των Οικονομικών είχε από πολύ νωρίς τεθεί επί τάπητος από επιστήμονες όπως ο A.Smith (1759), ο Ch.MacKay(1841) και ο J.M.Keynes (1936), ο οικονομικός άνθρωπος (Homo Economicus) ήρθε στο προσκήνιο, αποκτώντας προσωπικότητα αρκετά χρόνια αργότερα κυρίως από το 1990 και έπειτα όποτε και πληθώρα επιστημόνων, όπως οι De Bondt Kahneman, Nofsinger, Shefrin, Shiller, Shleifer, Statman, Thaler, Tversky, και πολλοί ακόμη, ανέπτυξαν το εννοιολογικό πλαίσιο της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής η οποία στην ουσία αποτελεί την εφαρμογή της ψυχολογίας των επενδυτών στη λήψη χρηματοοικονομικών αποφάσεων (Shefrin & Statman, 2000 και Shefrin, 2010). Ο κλάδος εδραιώθηκε περαιτέρω το έτος 2017 όποτε και έλαβε χώρα η απονομή βραβείου Νόμπελ στα Οικονομικά στον Richard Thaler, ο οποίος συνέβαλε τα μέγιστα στην ανάδειξη του κλάδου της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής ώστε οι αγορές να καταστούν πιο αποτελεσματικές.

Επί του πρακτέου η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική αποτελεί ένα «κράμα» των Επιστημών των Οικονομικών, της Ψυχολογίας και της Κοινωνιολογίας, έχον βασικό σκοπό και στόχο τη μελέτη της Χρηματοοικονομικής από κοινωνική και ανθρωπιστική σκοπιά (Shiller,2003) Ο Olsen (1998), τονίζει πως η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική σε καμία περίπτωση δεν ακυρώνει ούτε μειώνει τη σημασία των αρχών της κλασικής θεωρίας, αλλά ουσιαστικά γεφυρώνει την απόσταση μεταξύ θεωρίας και πράξης, μέσα από την κατανόηση των ψυχολογικών παραγόντων που ορίζουν τις χρηματοοικονομικές αποφάσεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Η Παραδοσιακή Χρηματοοικονομική Θεωρία

«Παρότι η λογική είναι κοινή, ο καθένας σκέφτεται και κρίνει με το δικό του μυαλό»

Ηράκλειτος, Αρχαίος Φιλόσοφος

1.1 Σκοπός Παραδοσιακής Χρηματοοικονομικής Θεωρίας

Σκοπός της Παραδοσιακής Χρηματοοικονομικής Θεώρησης είναι η περιγραφή και η κατανόηση της λειτουργίας των χρηματοοικονομικών αγορών και των συμμετεχόντων σε αυτές, μέσω της χρήσης υποδειγμάτων τα οποία προϋποθέτουν ότι τα άτομα είναι ορθολογικά και λαμβάνουν αποφάσεις επιδιώκοντας τη μεγιστοποίηση της αναμενόμενης χρησιμότητας τους (www.euretirio.com). Ο ορθολογισμός που χαρακτηρίζει τα οικονομούντα άτομα και η επιδίωξη μεγιστοποίησης της αναμενόμενης χρησιμότητας αποτελούν τις βασικές υποθέσεις της Θεωρίας της Αποτελεσματικής Αγοράς επί της οποίας εδράζεται η Παραδοσιακή Χρηματοοικονομική Θεώρηση. Παρά το γεγονός ότι οι εν λόγω υποθέσεις περί ορθολογισμού των ατόμων που επενδύουν και περί αποτελεσματικότητας της αγοράς έχουν τεθεί πολλάκις υπό αμφισβήτηση κρίνεται αναγκαίο να μελετηθούν προκειμένου να γίνει κατανοητός ο τρόπος με τον οποίο λειτουργούν οι χρηματοοικονομικές αγορές καθώς και ο τρόπος με τον οποίο λαμβάνονται οι επενδυτικές αποφάσεις σύμφωνα με την Παραδοσιακή Χρηματοοικονομική Θεώρηση ώστε να τεθούν εν συνεχεία επί τάπητος και εξ αντιδιαστολής με αυτές, Χρηματοοικονομικά υποδείγματα τα οποία δίνουν μια όσο το δυνατόν περισσότερο ακριβή και ρεαλιστική εικόνα της επενδυτικής συμπεριφοράς.

1.2 Ο ορθολογικός επενδυτής.

Ο ορθολογικός επενδυτής όταν καλείται να προβεί στη λήψη μιας επενδυτικής απόφασης, αξιολογεί τόσο την αναμενόμενη απόδοση όσο και τον κίνδυνο και καταλήγει στην επιλογή εκείνη η οποία σύμφωνα με τα δεδομένα που έχει στη διάθεση του θα του εξασφαλίσει τη μέγιστη χρησιμότητα (www.euretirio.com). Ο επενδυτής λοιπόν θεωρείται πως έχει ορθολογικές προτιμήσεις εφόσον δύναται να αξιολογήσει και να συγκρίνει όλες τις εναλλακτικές επιλογές που έχει στη διάθεση του και να αποφασίσει αν προτιμά κάποια από αυτές ή αν είναι αδιάφορος ανάμεσα τους και εφόσον ταυτόχρονα ισχύει και η αρχή της μεταβατικότητας κατά την οποία ο επενδυτής διαμορφώνει μια σειρά προτίμησης ανάμεσα από τις εναλλακτικές επιλογές του και επομένως όταν η

πρώτη επιλογή είναι προτιμότερη από τη δεύτερη και η δεύτερη από την τρίτη, τότε η πρώτη είναι προτιμότερη και από την τρίτη και ου το καθεξής. (Ackert & Deaves, 2010).

Οι ορθολογικές αποφάσεις αντικατοπτρίζουν τις ορθολογικές και ρεαλιστικές προσδοκίες των επενδυτών. Τούτο σημαίνει πως οι προβλέψεις των επενδυτών περί της μελλοντικής αξίας των αξιογράφων στα οποία τοποθετούν τα κεφάλαια τους, δεδομένης και της πλήρους και ακριβούς πληροφόρησης που διαθέτουν, δεν είναι κατά βάση λανθασμένες και τυχόν λάθη που προκύπτουν είναι απολύτως τυχαία.

Κατά τον Simon (1957) ωστόσο υφίσταται και η έννοια της δεσμευμένης ορθολογικότητας, (φραγμένος ορθολογισμός) η οποία προκύπτει είτε λόγω της ελλιπούς ή και μη αξιόπιστης πληροφόρησης που έχουν στην διάθεση τους οι επενδυτές, είτε αποτελεί απόρροια των περιορισμένων πνευματικών ικανοτήτων τους, είτε τέλος μπορεί να οφείλεται στον περιορισμένο διαθέσιμο χρόνο τους για την λήψη μιας επενδυτικής απόφασης.

Εμπόδιο στη λήψη αποφάσεων ενδέχεται να είναι και ο θόρυβος (φήμη) η ύπαρξη του οποίου είναι διάχυτη σε όλο το φάσμα της οικονομικής ζωής και μάλιστα η διάκριση του από την πραγματική πληροφόρηση πολλές φορές είναι αρκετά δύσκολη. Θόρυβος τεκμαίρεται ότι υπάρχει στις περιπτώσεις που οι συναλλαγές που πραγματοποιούνται στηρίζονται σε πληροφόρηση που δεν σχετίζεται με την οικονομική αξιολόγηση των εκάστοτε αξιογράφων και άρα όταν τα οικονομούντα άτομα πραγματοποιούν επενδυτικές κινήσεις βασιζόμενα στον θόρυβο, η επέλευση κερδοφορίας καθίσταται αβέβαιη (Black, 1986).

Οι επενδυτές διαχωρίζονται σε δύο κατηγορίες, α) στους «arbitrageurs», άλλως «rational speculators», οι οποίοι διακατέχονται από πλήρως ορθολογικές προσδοκίες αφορώσες τις αποδόσεις των αξιογράφων και β) «noise traders» οι απόψεις και οι επενδυτικές κινήσεις των οποίων βασίζονται σε συστηματικές προκαταλήψεις. (Shleifer & Summers, 1990). Δοθέντος ότι οι noise traders βασίζονται σε ατελείς και όχι πλήρεις και ακριβείς πληροφορίες για την επίτευξη των επενδυτικών τους κινήσεων, συχνά ευθύνονται για την απόκλιση των χρηματιστηριακών τιμών από τις θεωρητικά ορθές τιμές τους. Αντίθετα οι «arbitrageurs», λειτουργούν εξισορροπιστικά συμβάλλοντας έτσι στην σταθεροποίηση της αγοράς και στην αποτελεσματικότητά της.

Παρότι οι συναλλαγές οι οποίες βασίζονται στον θόρυβο, έρχονται σε ευθεία αντίθεση με την αποτελεσματικότητα της αγοράς, είναι αυτές που παρέχουν την αναγκαία ρευστότητα στην αγορά. Δίχως αυτούς οι ορθολογικοί και πλήρως

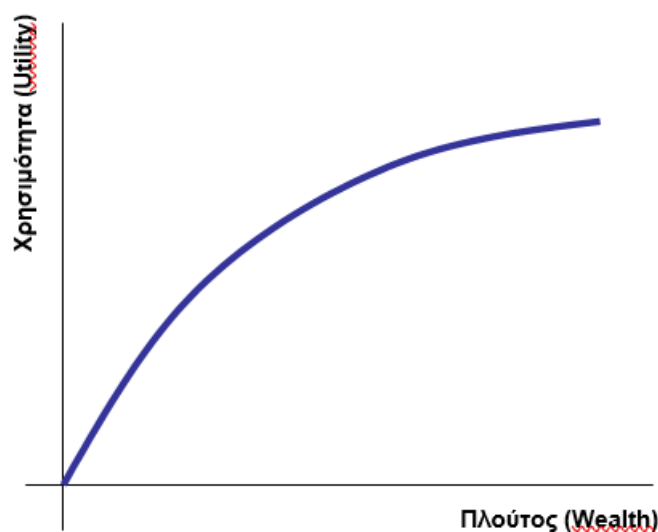
πληροφορημένοι επενδυτές δεν θα μπορούσαν να προχωρήσουν σε συναλλαγές διότι δεν θα είχαν αντισυμβαλλόμενους. Πιο συγκεκριμένα εάν όλοι οι επενδυτές διέθεταν τις ίδιες πληροφορίες δεν θα συναλλάσσονταν διότι θα υφίστατο πλήρης ομοφωνία περί της αποτίμησης των αξιογράφων. Συνεπώς η ύπαρξη διαφορετικών κατηγοριών επενδυτών, συνεπάγεται και διαφορετικές ερμηνείες στην πληροφόρηση που είναι διαθέσιμη και άρα διαφορετικές αποτιμήσεις των αξιογράφων και τοιουτοτρόπως ευνοείται η διενέργεια συναλλαγών στην αγορά(Χαϊτίδου, Παλληκαρίδης, 2019).

1.3 Θεωρία αναμενόμενης χρησιμότητας

Η θεωρία της αναμενόμενης χρησιμότητας είναι μια οικονομική θεωρία η οποία περιγράφει τη συμπεριφορά και τον τρόπο με τον οποίο οι επενδυτές παίρνουν αποφάσεις υπό συνθήκες αβεβαιότητας (von Neumann & Morgenstern, 1944).

Στα οικονομικά, ο όρος χρησιμότητα, αναφέρεται στην ικανοποίηση που εισπράττει το άτομο από την κατανάλωση αγαθών και υπηρεσιών (www.euretirio.com). Ένας επενδυτής κρίνεται ορθολογικός όταν προβαίνει στη λήψη εκείνων των αποφάσεων που του παρέχουν την μέγιστη αναμενόμενη χρησιμότητα. Προϋπόθεση λοιπόν της θεωρίας αναμενόμενης χρησιμότητας αποτελεί το γεγονός πως οι άνθρωποι κινητοποιούνται κυρίως από υλικά κίνητρα και λαμβάνουν αποφάσεις με ορθολογικό τρόπο, επιλέγοντας μεταξύ ορισμένων εναλλακτικών επιλογών, εκείνη που θα τους προσφέρει τη μεγαλύτερη προσδοκώμενη χρησιμότητα η οποία εκφράζεται με βάση τον πλούτο. Επιπροσθέτως η συνάρτηση χρησιμότητας είναι μια καμπύλη, κοίλη σε σχέση με τον πλούτο, όπως διαφαίνεται στο κάτωθι διάγραμμα, γεγονός που σημαίνει ότι το επίπεδο χρησιμότητας που αποκομίζει ο άνθρωπος αυξάνεται όσο αυξάνεται και ο πλούτος αυτού αλλά με φθίνοντα ρυθμό, δηλαδή η οριακή χρησιμότητα μειώνεται με την αύξηση του πλούτου.

Διάγραμμα 1.1 - Φθίνουσα Οριακή Χρησιμότητα Πλούτου



1.4. Υπόθεση της Αποτελεσματικής αγοράς

Η θεωρία της αποτελεσματικότητας της αγοράς είναι μια θεμελιώδης οικονομική θεωρία σύμφωνα με την οποία οι χρηματαγορές είναι συνεχώς επαρκώς ενημερωμένες, δηλαδή οι τρέχουσες τιμές των αξιογράφων αποτυπώνουν επακριβώς όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση, ενώ παράλληλα μεταβάλλονται διαρκώς ώστε να αποτυπώσουν κάθε καινούργια πληροφορία που θα προκύψει. (Fama, 1970).

Γι' αυτό και είναι ανέφικτο να υπερνικήσει κάποιος την χρηματιστηριακή αγορά βασιζόμενος στις πληροφορίες που έχει στη διάθεση του, διότι αυτές είναι ούτως ή άλλως ήδη ενσωματωμένες στην τιμή του αξιογράφου. Η νίκη είναι απόρροια του ανταγωνισμού που υπάρχει μεταξύ των πολυάριθμων ορθολογικών επενδυτών που δραστηριοποιούνται στη χρηματιστηριακή αγορά και οι οποίοι επεξεργάζονται, αναλύουν και αξιολογούν συνεχώς τα χρεόγραφα που διαπραγματεύονται στην αγορά (www.euretirio.com).

Όταν η αγορά είναι αποτελεσματική, οι τιμές ορίζονται και κινούνται πάντοτε εντός των προβλεπόμενων από τα θεμελιώδη μεγέθη του αξιογράφου επιπέδων και κάθε μεταβολή τους οφείλεται αποκλειστικά σε καινούργια πληροφόρηση η οποία προέκυψε τυχαία. Επομένως, αξιόπιστες προβλέψεις αναφορικά με τις τιμές των αξιογράφων είναι δύσκολο να γίνουν ακόμα και από ειδικούς αναλυτές ή επαγγελματίες στο χώρο των επενδύσεων.

Για να είναι μια αγορά αποτελεσματική πρέπει να πληρούνται ορισμένες βασικές υποθέσεις. Αρχικά στην αγορά να δραστηριοποιείται ένας μεγάλος αριθμός επενδυτών οι οποίοι διαρκώς αναλύουν και αξιολογούν κάθε διαθέσιμη πληροφόρηση, επιδιώκοντας να μεγιστοποιήσουν την χρησιμότητά τους, διατηρώντας ταυτόχρονα ρεαλιστικές και ορθολογικές προσδοκίες οι οποίες αναπροσαρμόζονται κάθε φορά που αποκτάται μια νέα πληροφορία. Επιπλέον όλοι αυτοί οι συμμετέχοντες στην αγορά, θα πρέπει να έχουν πρόσβαση σε όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση, την ίδια χρονική στιγμή, δίχως κόστος και δίχως να τηρείται κάποια σειρά προτεραιότητας αλλά τυχαία. Περαιτέρω οι ενέργειες των επενδυτών όταν αποκτούν καινούργια πληροφόρηση θα πρέπει να είναι ταχείες και ακριβείς χωρίς ωστόσο να δύνανται να επηρεάσουν τις τιμές των αξιογράφων. Αναφορικά τέλος με τις εκτιμήσεις και προβλέψεις των ορθολογικών επενδυτών αυτές δεν γίνεται να είναι συστηματικά εσφαλμένες αλλά ακόμη και στην περίπτωση που αποδειχθούν εσφαλμένες τυχαία, οι τιμές ισορροπίας της αγοράς δεν επηρεάζονται εξαιτίας της ύπαρξης του ορθολογικού arbitrage. (www.euretirio.com).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

“Of all the ways of defining man, the worst is the one which makes him out to be a rational animal”

Le Petit Pierre (1918), Anatole France

2.1 Η μετάβαση από τον Ορθολογισμό στην Ψυχολογία

Η ακαταλληλότητα της Παραδοσιακής Προσέγγισης της Χρηματοοικονομικής να ερμηνεύσει την πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς και να εξηγήσει την εν τέλει μη ορθολογική συμπεριφορά όσων δραστηριοποιούνται σε αυτή έδωσε το βήμα στους επικριτές της εν λόγω θεώρησης να αμφισβητήσουν την αξιοπιστία της και αυτό διότι για πολλές δεκαετίες η Χρηματοοικονομική Έρευνα βασιζόταν στις υποθέσεις της αποτελεσματικότητας της αγοράς και του ορθολογικού επενδυτή, τη στιγμή που ούτε οι αγορές στο σύνολο τους αλλά ούτε και οι επενδυτές δεν συγκέντρωναν τα προβλεπόμενα χαρακτηριστικά και τις απαιτούμενες από την Παραδοσιακή Θεωρία ιδιότητες για την αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς

Στην πραγματικότητα, η αδυναμία της εν λόγω θεώρησης να κατανοήσει την λειτουργία της αγοράς και την επενδυτική συμπεριφορά οφείλεται στο γεγονός ότι αυτή

δεν λαμβάνει καθόλου υπόψη τους -μεγίστης σημασίας- ψυχολογικούς παράγοντες τους οποίους φέρνει στο προσκήνιο η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική (Barberis&Thaler, 2003) η οποία δίνει βαρύτητα στην ρόλο που διαδραματίζει η ψυχολογία και τα συναισθήματα του εκάστοτε επενδυτή κάθε φορά που καλείται να λάβει επενδυτικές αποφάσεις. Και τούτο διότι οι επενδυτές δεν λαμβάνουν αποφάσεις με αποκλειστικό γνώμονα την λογική αλλά καθοδηγούμενοι και από πληθώρα ψυχολογικών παραγόντων και συναισθημάτων. Τα κυριότερα δε συναισθήματα που καθορίζουν την ανάληψη ή μη κινδύνου μέσω μιας επένδυσης από τους επενδυτές είναι σύμφωνα με την ψυχολόγο Lolo Lopes (1987) ο φόβος και η ελπίδα και πιο συγκεκριμένα ο φόβος της αποτυχίας μιας επενδυτικής κίνησης και η ελπίδα για την θετική έκβαση αυτής. Κατά τον Shefrin δε (2000) οι κινητήριες δυνάμεις των χρηματοπιστωτικών αγορών είναι η ο φόβος και η απληστία.

Κατά τους επικριτές των αποτελεσματικών αγορών η κυριότερη διαφορά της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής από την Παραδοσιακή Χρηματοοικονομική Θεωρία είναι ότι οι δραστηριοποιούμενοι στην αγορά επενδύσεων δεν είναι ορθολογικοί, όπως προτάσσει η δεύτερη. Υποστηρίζουν πως οι επενδυτές δεν τυγχάνουν ορθολογικοί καθόσον εμφανίζουν πληθώρα προβλέψιμων συμπεριφορικών σφαλμάτων, τα οποία επαναλαμβάνουν μάλιστα συστηματικά και τα οποία αποδίδονται κατά κύριο λόγο σε ψυχολογικής φύσεως παράγοντες. Τέτοιου είδους σφάλματα ασκούν σημαντική επιρροή τόσο στις τιμές των αξιογράφων όσο και στις αποδόσεις τους προκαλώντας εν τέλει έλλειψη αποτελεσματικότητας στην αγορά(Baltussen, 2009)

Κατά τον Statman (2005), οι επενδυτές προτού περιγραφούν ως ορθολογικοί θεωρούντο φυσιολογικοί (normal) όπως θεωρούνται έως σήμερα. Οι φυσιολογικοί επενδυτές σε αντίθεση με τους ορθολογικούς, βάλονται και επηρεάζονται από συμπεριφορικά σφάλματα τόσο γνωστικά όσο και συναισθηματικά. Οι ορθολογικοί περιγράφονται ως τέτοιοι υπό την έννοια ότι πάντοτε προτιμούν τον περισσότερο πλούτο από το λιγότερο (Miller & Modigliani, 1961). Ενδιαφέρονται δηλαδή αποκλειστικώς για την προσδοκώμενη απόδοση και για τον ελλοχεύοντα κίνδυνο των χαρτοφυλακίων τους, ενώ τους φυσιολογικούς επενδυτές τους ενδιαφέρουν κι άλλα ζητήματα πέρα από αυτά που αφορούν την απόδοση και τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου τους. Θέλουν να τρέφουν ελπίδες για μελλοντικά πλούτη, εξαλείφοντας τον κίνδυνο της πτώχευσης, να τυγχάνουν πετυχημένοι, να κατορθώνουν μεγαλύτερες αποδόσεις από εκείνες που πετυχαίνει η αγορά, να νιώθουν ικανοποιημένοι με αυτά που επιλέγουν, να αποτρέπουν την επέλευση απωλειών και το συνεπαγόμενο αυτών οδυνηρό συναίσθημα της μετάνοιας, να

επενδύουν με κοινωνική υπευθυνότητα και με πατριωτισμό, οι αγορές στις οποίες δραστηριοποιούνται να είναι ακριβοδίκαιες αλλά παράλληλα να δύνανται να επιτύχουν σε αυτές υπεραποδόσεις κ.α.(Statman, 2010).

Τον οικονομικό άνθρωπο δηλαδή (Homo Economicus) διαδέχεται ο Homo Sapiens (Thaler, 2000), ενώ στο βιβλίο του J.Montier (2010) “The little book of Behavioral Investing” ο οικονομικός αναλυτής J.Mauldin, αναφέρεται στον “Homo Mistakus” τάσσοντας τον τελευταίο σε ευθεία αντιδιαστολή με τον “Homo Economicus”, υπογραμμίζοντας πως αποδεδειγμένα, τα άτομα όχι μόνο δεν είναι ορθολογικά, αλλά είναι προβλέψιμα μη ορθολογικά! (Agiely, 2008). Άλλωστε και ο Hirshleifer (2001) σημειώνει ο «άνθρωπος δεν διαθέτει άπειρες γνώσεις ούτε και τέλεια αντίληψη όπως ένας θεός»

2.2. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

Κατά τον Α. Νούλα (2015) , «Η χρηματοοικονομική είναι η τέχνη και η επιστήμη της διαχείρισης χρημάτων». Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική από την άλλη χαρακτηρίζεται από τον Thaler (1993) ως μια «πιο ανοιχτόμυαλη Χρηματοοικονομική» επισημαίνοντας ταυτόχρονα ότι για να μπορέσουμε να εξηγήσουμε κάποιες ανεξήγητες κατά τα άλλα συμπεριφορές των συμμετεχόντων στην αγορά θα πρέπει κάποιιοι από αυτούς να μην είναι πάντα πλήρως ορθολογικοί ενώ οι Barben και Odean (1999) σημειώνουν πως η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική ελαστικοποιεί τους κλασσικούς «νόμους» της Παραδοσιακής Οικονομικής Θεώρησης φέρνοντας ταυτόχρονα στο προσκήνιο τις παρατηρούμενες αποκλίσεις από τον ορθολογισμό.

Κατά τον Olsen (1998) η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική προσπαθεί να εξηγήσει, να προγνώσει αλλά και να προλάβει τις σημαντικές συνέπειες που έχουν οι ψυχολογικές διαδικασίες στη λήψη χρηματοοικονομικών αποφάσεων.

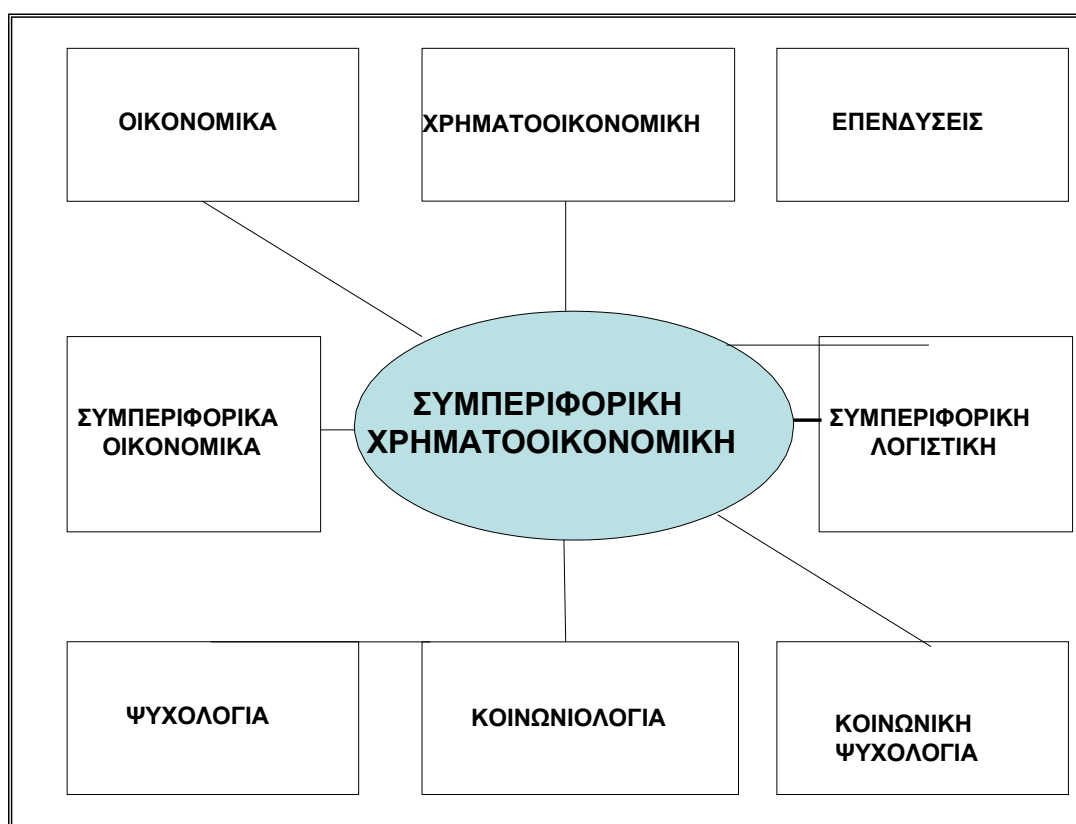
Συνεχίζοντας με ορισμούς δοθέντες τη δεκαετία του 1990, ο Linter (1998) ορίζει τη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική ως τη μελέτη του τρόπου επεξεργασίας των πληροφοριών από τον άνθρωπο και της μετέπειτα δράσης αυτού με σκοπό τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων που λαμβάνονται επί τη βάση αυτών των πληροφοριών ενώ οι Belsky και Gilovich (1999) αποδίδουν στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική την ευρύτερη έννοια «Συμπεριφορικά Οικονομικά» σημειώνοντας πως αυτή αποτελεί ένα κράμα των επιστημών της ψυχολογίας και της οικονομικής επιστήμης που στόχο έχει να καταστήσει σαφείς τους τρόπους υπό τους οποίους και τους λόγους για τους οποίους οι

άνθρωποι αποφασίζουν μη ορθολογικά όποτε προβαίνουν σε επενδύσεις, λαμβάνουν δάνεια ή καταναλώνουν απλώς τα χρήματα τους.

Ο Shefrin (2001) παραθέτει έναν πιο λακωνικό ορισμό της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής χαρακτηρίζοντας τη ως την εφαρμογή της ψυχολογίας στη Χρηματοοικονομική ή εναλλακτικώς ως τη μελέτη του τρόπου με τον οποίο η ψυχολογία επιδρά στη Χρηματοοικονομική Θεωρία επηρεάζοντας τις επενδυτικές αποφάσεις αλλά και τις χρηματιστηριακές αγορές`.

Κατά τους Ricciardi και Simon (2000), η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική ερευνά του παράγοντες ψυχολογικής ή κοινωνιολογικής προελεύσεως που ασκούν είτε άμεση είτε έμμεση επιρροή στη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων, και προς τούτο χρησιμοποιεί πορίσματα και ευρήματα διαφόρων επιστημονικών κλάδων. Αναδεικνύεται λοιπόν η μοναδικότητα της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής καθώς αυτή συνδυάζει πολλά και διαφορετικά επιστημονικά πεδία, όπως αυτά των οικονομικών, της ψυχολογίας, της κοινωνιολογίας και άλλα.

Διάγραμμα 2.1 – Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική και λοιπά επιστημονικά πεδία



Πηγή: Φ. Οικονόμου (2012)

Τέλος, ένας πιο πρόσφατος ορισμός δίνεται από τους Baker και Nofsinger (2002) οι οποίοι ορίζουν την Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική ως τον κλάδο που επιδιώκει να επεξηγήσει τις οικονομικές φύσεως αποφάσεις των ατόμων χρησιμοποιώντας πορίσματα τόσο της συμπεριφορικής όσο και της γνωστικής ψυχολογικής θεωρίας με αυτά της συμβατικής οικονομικής και χρηματοοικονομικής .

Συνεπώς γίνεται αντιληπτό ότι η χρηματοοικονομική ασχολείται κατά κόρον με τις αποφάσεις τόσο ατόμων όσο και επιχειρήσεων οι οποίες αφορούν την κατανομή των οικονομικών τους πόρων (κεφαλαίων) σε διάφορες χρήσεις υπό συνθήκες αβεβαιότητας ενώ η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική ασχολείται με την έρευνα και παρατήρηση της εφαρμογής της ψυχολογίας στον τρόπο συμπεριφοράς των επενδυτών και τη συνεπαγόμενη αυτής, επίδραση στις αγορές. Είναι κρίσιμο να αναφερθεί ότι η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική επουδενί απορρίπτει εντελώς την Παραδοσιακή Χρηματοοικονομική Θεώρηση, παρά μόνο επιδιώκει να αμβλύνει το χάσμα που υφίσταται ανάμεσα στη θεωρία και στην πράξη που προκύπτει λόγω της έλλειψης πλήρους ορθολογισμού των επενδυτών και της συνακόλουθης αναποτελεσματικότητας των χρηματιστηριακών αγορών. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική ουσιαστικά εξηγεί κάτω από ποιες συνθήκες και για ποιούς λόγους οι αγορές καθίστανται αναποτελεσματικές (Sewell, 2010). Οι υποστηρικτές της εν λόγω θεωρίας, αξιοποιούν τα πορίσματα της κοινωνικής ψυχολογίας με σκοπό να καταστεί αντιληπτός ο τρόπος κατά τον οποίο δημιουργούνται οι προτιμήσεις και οι πεποιθήσεις του επενδυτικού κοινού αναφορικά με τις χρηματιστηριακές τιμές.(Barberis & Thaler, 2002).

Λαμβάνοντας ως δεδομένο ότι οι επενδυτές δεν είναι πλήρως ορθολογικοί δεν επιδιώκει να ορίσει έναν καθόλα ορθολογικό τρόπο συμπεριφοράς για αυτούς ούτε να κατηγοριοποιήσει τις επενδυτικές τους επιλογές και αποφάσεις σε ορθές και εσφαλμένες, παρά μόνο επιδιώκει να εντοπίσει τις ψυχολογικές εκείνες διεργασίες που επιδρούν στη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων και να τις κατηγοριοποιήσει παρέχοντας έτσι σε όσους δραστηριοποιούνται στις χρηματιστηριακές αγορές την δυνατότητα αναγνώρισης τους και πρόβλεψης των επιπτώσεων τους στην επενδυτική διαδικασία. Έχει αποδειχθεί δε ότι τα ευρήματα της αποτελούν χρήσιμα εργαλεία τα οποία συνδράμουν στη βελτίωση των επενδυτικών επιλογών των επενδυτών. (Benartzi & Thaler, 2004).

Εν κατακλείδι, η χρησιμότητα της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής έγκειται στο ότι εντοπίζει και ερμηνεύει την πλειοψηφία των συμπεριφορικών σφάλματων που ασκούν επιρροή στην επενδυτική διαδικασία και στη λήψη αποφάσεων,

υπογραμμίζει τις δυσμενείς συνέπειες των σφαλμάτων αυτών για τον πλούτο των επενδυτών, βοηθά τους επενδυτές να αναγνωρίζουν και να αποφεύγουν αυτά τα σφάλματα και προτείνει συγκεκριμένες στρατηγικές ελαχιστοποίησης των επιπτώσεών τους. Συνεπώς, η απεικόνιση αυτής της πραγματικότητας, μέσα από τη συστηματική καταγραφή των συμπεριφορικών σφαλμάτων συμβάλλει στην ευχερέστερη κατανόηση της λειτουργίας και πορείας της χρηματιστηριακής αγοράς και δύναται να βοηθήσει τους επενδυτές να εκπληρώσουν τους επενδυτικούς τους στόχους.

2.3 Ευρήματα από τη Νευροεπιστήμη και η συμβολή τους στην Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

Η πολυπλοκότητα της λειτουργίας του ανθρώπινου εγκεφάλου τον καθιστά μόνιμο στόχο και διαχρονικό αντικείμενο μελέτης των επιστημόνων με σκοπό να αποκαλυφθούν οι μηχανισμοί και τα «μυστικά» λειτουργίας του καθώς και να χαρτογραφηθεί η εξέλιξη του μέσα στα έτη. Ο Montier (2010) με σκοπό να καταστεί αντιληπτός ως ένα βαθμό ο τρόπος λειτουργίας του ανθρώπινου εγκεφάλου προτείνει να υποθέσουμε πως υφίστανται δύο ανόμοια μεταξύ τους συστήματα, το σύστημα X, το οποίο είναι υπεύθυνο για την συναισθηματική προσέγγιση των καταστάσεων και έπειτα το σύστημα Ψ, το οποίο είναι υπεύθυνο για την προσέγγιση των ανωτέρω μέσω της λογικής. Κατά μία έννοια θα μπορούσαμε να πούμε ότι το «προεπιλεγμένο» σύστημα στο οποίο μεταφέρονται απευθείας όλες οι νέες διαθέσιμες πληροφορίες είναι το σύστημα X. Η διαδικασία που ακολουθείται σε αυτό το σύστημα είναι αυτόματη, δίχως να απαιτείται ιδιαίτερη προσπάθεια του ατόμου ως προς την επεξεργασία των νέων πληροφοριών, δοθέντος ότι οι αποφάσεις που λαμβάνονται εδράζονται σε στοιχεία όπως η οικειότητα, η ομοιότητα και η αμεσότητα. Το άτομο έτσι δύναται να δεχτεί και να διαχειριστεί πληθώρα πληροφοριών και να λάβει ταχέως αποφάσεις χωρίς ωστόσο αυτές να είναι καθόλα σωστές ή απολύτως ακριβείς. Από την άλλη πλευρά το σύστημα Ψ, για να επεξεργαστεί τις διαθέσιμες πληροφορίες και για να παρθεί μια απόφαση, ακολουθείται μια αυστηρά λογική, επαγωγική διαδικασία. Το άτομο σε αυτή την περίπτωση δεν δύναται να δεχτεί και να διαχειριστεί καταγισμό πληροφοριών ενώ παράλληλα για την επεξεργασία αυτών και τη λήψη αποφάσεων απαιτείται περισσότερος χρόνος, αποδείξεις και σκέψη.

Στην πραγματικότητα οι άνθρωποι στην πλειοψηφία των περιπτώσεων εμπιστευόμαστε την πρώτη εντύπωση που μας δημιουργείται για τις καταστάσεις που

βιώνουμε και άρα προσεγγίζουμε αυτές από τη συναισθηματική σκοπιά του συστήματος X, βασιζόμενο σε αυτό για τη λήψη μιας απόφασης. Μάλιστα οι νευροεπιστήμονες εξήγαγαν το συμπέρασμα πως τα τμήματα του εγκεφάλου τα οποία σχετίζονται με το σύστημα X ιδωμένα από εξελικτική σκοπιά, είναι πιο παλιά από εκείνα που σχετίζονται με το εκλογικευμένο σύστημα C. Τουτ' έστιν φαίνεται πως η ανάγκη για το συναίσθημα δημιουργήθηκε νωρίτερα από εκείνη της λογικής. Το συμπέρασμα αυτό καθίσταται αντιληπτό αν σκεφτούμε το εξής παράδειγμα που έθεσε ο Montier (2010). Έστω ότι τοποθετείται ενώπιόν μας ένα γυάλινο κουτί εντός του οποίου υπάρχει ένα φίδι. Μόλις το φίδι ξεκινούσε να κουνιέται εντός του κουτιού, η πρώτη, άμεση αντίδραση μας, θα ήταν η εσπευσμένη απομάκρυνση από αυτό. Η κίνηση του ερπετού ως πληροφορία μεταφέρεται στα δύο συστήματα. Το σύστημα X λόγω των συναισθημάτων του φόβου και του κινδύνου που ενεργοποιούνται, ωθεί το άτομο να απομακρυνθεί με στόχο την προστασία του. Το σύστημα C, έχοντας λάβει ταυτοχρόνως την ίδια πληροφορία, μετά από κάποιο χρονικό διάστημα εντός του οποίου λαμβάνει χώρα η επεξεργασία της πληροφορίας, μας βοηθά να αντιληφθούμε ότι το γυαλί λειτουργεί προστατευτικά εξαλείφοντας τον κίνδυνο. Ουσιαστικώς, η ύπαρξη συναισθήματος συνιστά προστατευτικό μηχανισμό που ενεργοποιείται κάθε φορά που καλούμαστε να αντιμετωπίσουμε μια απειλή ή κίνδυνο.

Η κατανόηση του τρόπου με τον οποίο λειτουργεί ο εγκέφαλος είναι μείζονος σημασίας για τη έρευνα της επιρροής των συναισθημάτων και των συνεπαγόμενων αυτών σφαλμάτων στην επενδυτική διαδικασία αλλά και για τη βελτίωση της τελευταίας. Ως εκ τούτου, δύο ακόμη ανερχόμενοι κλάδοι είναι αυτοί της Νευροοικονομικής και Νευροχρηματοοικονομικής οι οποίοι συνδυάζουν τις επιστήμες της νευροεπιστήμης, της ψυχολογίας, της οικονομικής και της χρηματοοικονομικής χρησιμοποιούν για ούτως ώστε να διερευνήσουν τον τρόπο λειτουργίας του ανθρώπινου εγκεφάλου όταν αυτός καλείται να λάβει επενδυτικές αποφάσεις. (Ackert & Deaves, 2010).

Σύμφωνα με τα ευρήματα της Νευροεπιστήμης, ο εγκέφαλος του ανθρώπου εκτελεί τις διαφόρων ειδών διαδικασίες τόσο ελεγχόμενα όσο και αυτόματα. Κατά τους κανόνες της Παραδοσιακής Χρηματοοικονομικής Θεωρίας οι επενδυτές -όντας ορθολογικοί- λαμβάνουν αποφάσεις ελεγχόμενα, μέσω γνωστικών διαδικασιών στην πραγματικότητα όμως, αυτές οι αποφάσεις λαμβάνονται μέσω αυτόματων διαδικασιών οι οποίες επηρεάζονται από πληθώρα συμπεριφορικών σφαλμάτων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Ευριστικοί Κανόνες και Συμπεριφορικά Σφάλματα

"The investor's chief problem—and even his worst enemy—is likely to be himself."

Benjamin Graham, 1934

3.1 Τα κύρια αντικείμενα της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής

Η επιστήμη της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής κατατάσσει τα παρατηρούμενα συμπεριφορικά φαινόμενα σε τρεις βασικές κατηγορίες. (Sherfrin, 2000)

Η πρώτη εξ' αυτών έχει να κάνει με τους υφιστάμενους στην επενδυτική διαδικασία, ευριστικούς κανόνες (heuristics). Δοθέντος ότι ο άνθρωπος διαθέτει περιορισμένο χρόνο, ελάχιστη μνήμη, ανεπαρκείς γνωστικές δυνατότητες και ικανότητες επεξεργασίας στοιχείων και μειωμένη παρατηρητικότητα, ο εγκέφαλος του χρησιμοποιεί απλούς, εμπειρικούς κανόνες άλλως ευριστικούς, με σκοπό να επιλύει προβλήματα και οι οποίοι τυγχάνουν πολύ αποτελεσματικοί όποτε εφαρμόζονται στην επίλυση κατάλληλων -να επιλυθούν μέσω αυτών- κπροβλημάτων (Simon, 1956). Οι επενδυτές, πολύ συχνά λαμβάνουν οικονομικές αποφάσεις, βασιζόμενοι σε τέτοιους κανόνες.

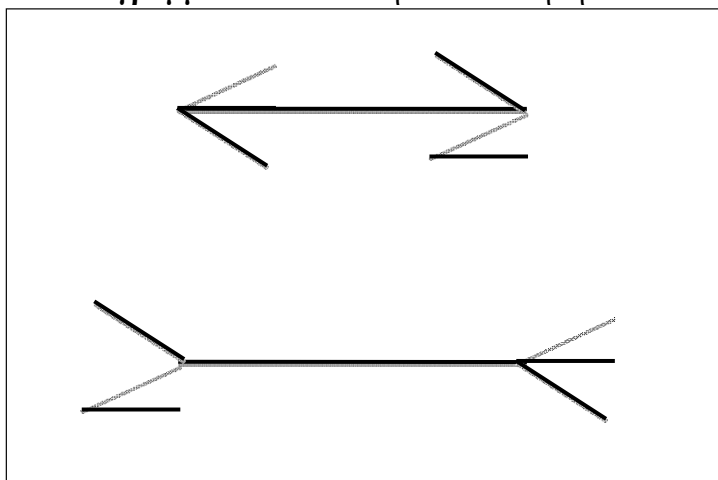
Ο όρος ευριστικός αφορά τη διαδικασία κατά την οποία οι άνθρωποι μαθαίνουν μόνοι τους, μέσω των εμπειριών τους και ιδίως μέσω των σφαλμάτων τους. (Αλεξιάκης, Ξανθάκης 2008) Κατά τον Fuller (2000) με τον συγκεκριμένο όρο αναφερόμαστε σε όλους εκείνους τους εμπειρικούς κανόνες με τη βοήθεια των οποίων ο ανθρώπινος νους επιδιώκει να προσφέρει άμεσα λύσεις σε πολύπλοκα ζητήματα . Άλλως κατά τους Buchanan και Huczynski (2004) οι ευριστικοί κανόνες είναι εκείνοι οι απλοί και προσεγγιστικοί κανόνες, καθοδηγητικές διαδικασίες, συντομεύσεις ή στρατηγικές με απώτερο στόχο την επίλυση προβλημάτων.

Είναι αληθές ότι οι ευριστικοί κανόνες μπορεί να αποδειχθούν ιδιαίτερα χρήσιμοι στη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Ωστόσο εάν δε εφαρμοσθούν στις κατάλληλες περιπτώσεις και με τον ορθό τρόπο, καταλήγουν σε λάθη. Υποστηρίζεται, ότι τα σφάλματα αυτά είναι ανεξάρτητα μεταξύ τους, όμως πρακτικά τα άτομα χρησιμοποιώντας τους ίδιους ευριστικούς κανόνες, οδηγούνται και στα ίδια σφάλματα.(Hirschleifer, 2001).

Ένα από τα πιο χαρακτηριστικά παράδειγμα που προτείνεται από τον Fuller (1998) με σκοπό την κατανόηση της λειτουργίας των ευριστικών κανόνων είναι η

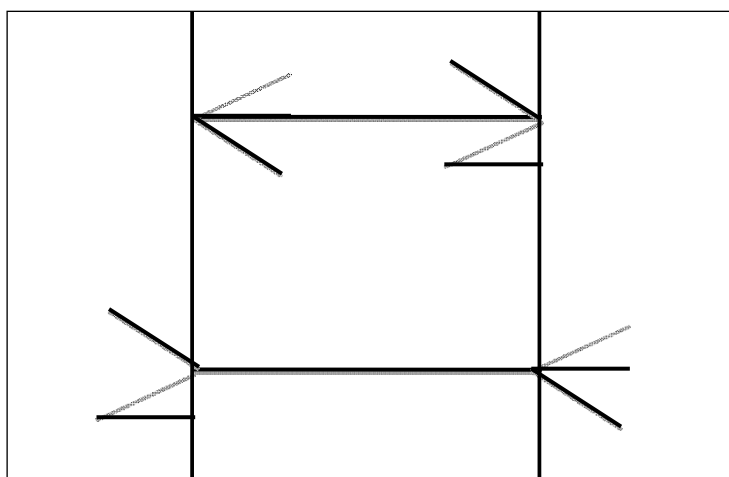
παρακάτω οπτική ψευδαίσθηση που παρουσιάζεται στο κάτωθι διάγραμμα.

Διάγραμμα 3.1. – Οπτική Ψευδαίσθηση Νο.1



Κοιτώντας τις δύο γραμμές, τίθεται το ερώτημα ποια από τις δύο είναι μεγαλύτερη σε μήκος. Δοθέντος ότι η όραση αποτελεί μια πολύπλοκη διαδικασία για τον ανθρώπινο εγκέφαλο ο οποίος καλείται να αναλύσει και να επεξεργασθεί ταχύτατα την ανωτέρω εικόνα για να απαντηθεί το ερώτημα, ο τελευταίος χρησιμοποιεί νοητικές απλουστεύσεις (ευριστικούς κανόνες), οι οποίες ωστόσο πολλές φορές οδηγούν σε λάθη όπως εν προκειμένω σε αυτό που αποκαλούμε οπτική ψευδαίσθηση. Κι αυτό διότι οι ανωτέρω γραμμές έχουν το ίδιο μήκος (βλέπε διάγραμμα 3.2) και ως φαίνεται η δεύτερη μακρύτερη.

Διάγραμμα 3.2 – Οπτική Ψευδαίσθηση Νο.2



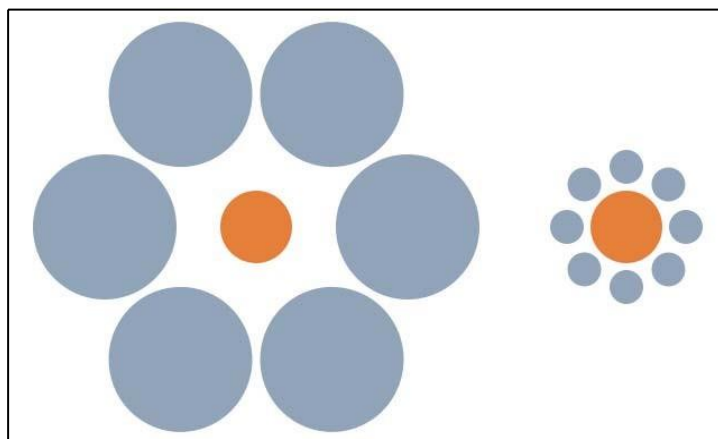
Πηγή: Fuller P. ,(1998)

Η οπτική ψευδαίσθηση δημιουργήθηκε λόγω των βελών που υπάρχουν στις άκρες των γραμμών και συγκεκριμένα στην δεύτερη γραμμή το βέλος λόγω της ανάποδης φοράς που διαθέτει προσδίδει την αίσθηση του βάθους και έτσι το μήκος της δεύτερης γραμμής οπτικά και μόνο φαίνεται μεγαλύτερο από όσο πραγματικά

είναι. Επιστημονικά η εν λόγω οπτική ψευδαίσθηση εξηγείται ως εξής, ο εγκέφαλος κάνοντας χρήση ενός ευριστικού κανόνα με σκοπό να επεξεργασθεί άμεσα τις τρισδιάστατες οπτικές πληροφορίες αντιλαμβάνεται ότι βρίσκεται σε μακρινή απόσταση από το οπτικό πεδίο ως μεγαλύτερο από ότι είναι και ότι βρίσκεται σε κοντινή ως μικρότερο από ότι στην πραγματικότητα. Έτσι και εν προκειμένω βάσει της ανθρώπινης αντίληψης η πρώτη γραμμή καθώς φαίνεται πιο κοντινή φαίνεται και μικρότερη, ενώ αναφορικά με την δεύτερη, αυτή φαίνεται πιο μακρινή και άρα η φαντάζει και μεγαλύτερη. Μάλιστα είναι εξαιρετικά δύσκολο για τον ανθρώπινο εγκέφαλο να υπερπηδήσει τα λάθη στα οποία υποπίπτει εξαιτίας της χρήσης ευριστικών κανόνων γι' αυτό και κατόπιν της επεξήγησης της ανωτέρω οπτικής ψευδαίσθησης, η δεύτερη γραμμή συνεχίζει να μας φαίνεται μεγαλύτερη σε μήκος από την πρώτη.

Ένα δεύτερο παράδειγμα οπτικής ψευδαίσθησης αποτελεί η ψευδαίσθηση του Ebbinghaus (Διάγραμμα 3.3). Οι δυο πορτοκαλί κύκλοι είναι ίδιου μεγέθους. Εντούτοις ο τρόπος τοποθέτησης τους, η διάμετρος καθώς και η απόσταση των μπλε κύκλων που βρίσκονται περιμετρικά των πορτοκαλί, δημιουργούν την ψευδή αίσθηση ότι ο δεξιός πορτοκαλί κύκλος είναι μεγαλύτερου μεγέθους.

Διάγραμμα 3.3.-Η ψευδαίσθηση του Ebbinghaus



Ψευδαισθήσεις διαφόρων ειδών εμφανίζονται πολύ συχνά στην επενδυτική διαδικασία οδηγώντας σε επενδυτικά λάθη, για αυτό και οι συμμετέχοντες στις χρηματιστηριακές αγορές πρέπει να αναπτύξουν τις κατάλληλες γνωστικές ικανότητες και να κάνουν χρήση της κριτικής τους ικανότητας με σκοπό να μπορούν να τις αναγνωρίσουν και σε δεύτερο στάδιο να τις αποφύγουν στο μέτρο που αυτό είναι εφικτό. Σε τέτοιες περιπτώσεις δηλαδή, τα άτομα δεν μπορούν και δεν πρέπει να

εμπιστευθούν τη διαίσθηση τους, αλλά πρέπει να ενισχύσουν σημαντικά την κριτική τους σκέψη και να λαμβάνουν πάντοτε υπόψη τους στοιχεία ,δεδομένα και αποδείξεις.

Το δεύτερο αντικείμενο της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, κατά τον Shefrin (2000), είναι το κομμάτι του framing άλλως το θέμα της διατύπωσης. Κατά την Παραδοσιακή Χρηματοοικονομική ο τρόπος διατύπωσης ενός προβλήματος δεν συνεπάγεται κανενός είδους αντίκτυπο στην λήψη των επενδυτικών αποφάσεων. Κατά τη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική όμως ο τρόπος με τον οποίο παρουσιάζονται κάθε φορά οι διαθέσιμες πληροφορίες διαδραματίζει σημαντικό ρόλο, επηρεάζοντας τις εκτιμήσεις και τις απόψεις των επενδυτών και άρα τις αποφάσεις τους . Και τούτο διότι πολλές φορές οι διατυπώσεις των πληροφοριών στερούνται σαφήνειας και βρίθουν αοριστίας και δύνανται να επηρεάσουν σε μεγάλο βαθμό τις επενδυτικές επιλογές, δίνοντας στη διατύπωση μεγαλύτερη ισχύ από το ίδιο το περιεχόμενο των πληροφοριών.

Το τρίτο αντικείμενο της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής και το οποίο αποτελεί το χρόνιο αντικείμενο διαμάχης μεταξύ αυτής και της Παραδοσιακής Θεώρησης είναι αυτό της αναποτελεσματικότητας της αγοράς η οποία προκύπτει πέρα από τη χρήση των ευριστικών κανόνων και πέρα από την επιρροή του πλαισίου διατύπωσης των διαθέσιμων πληροφοριών, από την πληθώρα των συμπεριφορικών σφαλμάτων που επηρεάζουν σε πολύ μεγάλο βαθμό τις χρηματιστηριακές τιμές. Άμεση απόρροια της ύπαρξης τους συνιστά η απομάκρυνση των τιμών του χρηματιστηρίου από τις θεωρητικά ορθές τιμές τους διαψεύδοντας τοιουτοτρόπως την υπόθεση της αποτελεσματικότητας των αγορών, εν αντιθέσει με την Παραδοσιακή Χρηματοοικονομική θεώρηση κατά την οποία χρηματιστηριακές και θεμελιώδεις τιμές συμπίπτουν πάντοτε παρά την ύπαρξη γνωστικών και συναισθηματικών συμπεριφορικών σφαλμάτων που επηρεάζουν την συμπεριφορά των επενδυτών.

3.2. Θεωρία Προοπτικής

Η θεωρία προοπτικής έτσι όπως αυτή διατυπώθηκε από τους Kahneman και Tversky (1979), αποτελεί την πρώτη, διαφορετική, μεγίστης σημασίας προσέγγιση για τον τρόπο λειτουργίας της ανθρώπινης συμπεριφοράς υπό καθεστώς αβεβαιότητας, ύστερα από την ανάπτυξη της θεωρίας αναμενόμενης χρησιμότητας των von Neumann–Morgenstern (1944) για την οποία εκφράστηκε πληθώρα ενστάσεων ως προς την καταλληλότητα αυτής ως περιγραφικού υποδείγματος στον τρόπο λήψης επενδυτικών αποφάσεων (Allais, 1953).

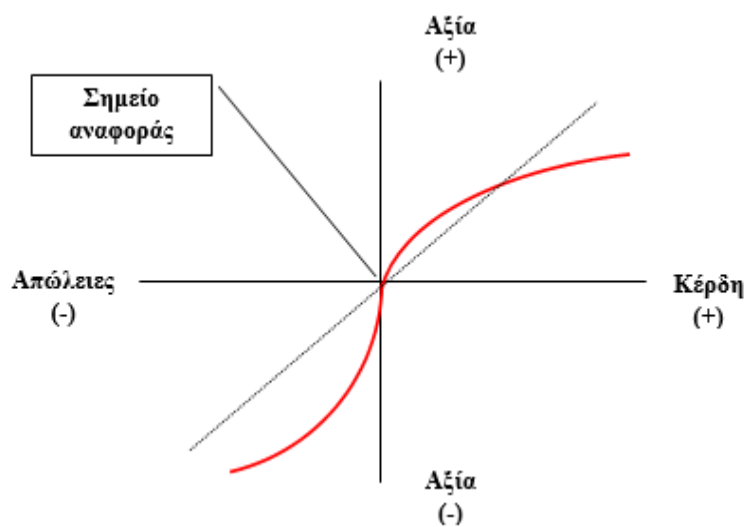
Η εν λόγω θεωρία αποτελεί μια από τις σημαντικότερες θεωρήσεις της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής η οποία κατά τον Montier (2002) έχει ενσωματώσει την επιστήμη της ψυχολογία στην «καρδιά» της οικονομικής επιστήμης πιο πολύ από κάθε άλλη εναλλακτική θεωρία, εισάγοντας πληθώρα στοιχείων ψυχολογικής έρευνας στην επιστήμη των οικονομικών, προσφέροντας ταυτόχρονα στην οικονομική έρευνα κατά τον Shiller (1997) την σημαντικότερη συνδρομή από κάθε άλλη συμπεριφορική θεώρηση. Για αυτούς τους λόγους, ο Kahneman τιμήθηκε με το βραβείο Νόμπελ Οικονομικών το 2002.

Σύμφωνα με την θεωρία προοπτικής τα άτομα όντας μη ορθολογικά, παραβιάζουν συστηματικά τις αρχές της θεωρίας αναμενόμενης χρησιμότητας. Πυλώνας της εν λόγω θεωρίας, είναι η συνάρτηση αξίας η οποία αποτυπώνεται παρακάτω και η οποία ορίζεται ως η απόκλιση από ένα σημείο αναφοράς το οποίο κατά κανόνα είναι η τρέχουσα κατάσταση του πλούτου ενός επενδυτή. Παράλληλα στην συνάρτηση αξίας αποτυπώνονται κάθε φορά τα κέρδη και οι απώλειες μιας επενδυτικής απόφασης και περιγράφεται ο τρόπος αξιολόγησης τους από τα άτομα.

Θεωρείται πως όσοι λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις, καταλήγουν σε αυτές βασιζόμενοι περισσότερο στα πιθανά κέρδη παρά στις πιθανές ζημιές που θα μπορούσαν να προκύψουν από αυτές. Δηλαδή ο εκάστοτε επενδυτής στον οποίο παρέχεται η δυνατότητα να επιλέξει μεταξύ δύο επιλογών (προοπτικών) εχουσών ίδιες πιθανότητες να προκύψουν, εκ των οποίων η μία εκφράζεται με όρους ενδεχόμενου οφέλους και η άλλη με όρους ενδεχόμενης απώλειας, θα καταλήξει στην επιλογή που εκφράζεται με όρους ενδεχόμενου κέρδους. Οι Kahneman και Tversky, (1979) συμπληρώνουν ακόμη, πως όσοι λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις πραγματοποιούν τις επιλογές τους έχοντας ως κριτήριο κυρίως το τι πρόκειται να επωφεληθούν ή να απωλέσουν από την συγκεκριμένη επενδυτική επιλογή και όχι με γνώμονα το χρηματικό ποσό που θα δαπανήσουν ή που θα λάβουν κατά την αγορά ή των πώλησή της εν λόγω επιλογής αντίστοιχα.

Κατά την διαδικασία επιλογής προοπτικών, υφίστανται δύο στάδια, εκείνο της επεξεργασίας και εκείνο της αξιολόγησης τους. Στο πρώτο, οι υπάρχουσες προοπτικές, αναλύονται και προσδιορίζονται τα κέρδη και οι ζημιές σε σχέση με το σημείο αναφοράς ενώ στο δεύτερο πραγματοποιείται η αξιολόγηση των ήδη επεξεργασμένων προοπτικών με σκοπό να επιλεγεί εν τέλει εκείνη με την μεγαλύτερη αξία.

Διάγραμμα 3.4 – Συνάρτηση Αξίας



Πηγή: Kahneman και Tversky (1979)

Από την θεωρία προοπτικής εξήχθησαν σημαντικά συμπεράσματα σχετιζόμενα με τη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Αρχικά, οι επενδυτές όταν καλούνται να λάβουν επενδυτικές αποφάσεις, ανάλογα με την φύση της εκάστοτε προοπτικής, άλλοτε αποστρέφονται και άλλοτε επιζητούν τον κίνδυνο.

Όπως φαίνεται και στο ανωτέρω διάγραμμα, η συνάρτηση αξίας πρόκειται για μια κοίλη καμπύλη στο τεταρτημόριο που απεικονίζονται τα κέρδη και για μια κυρτή καμπύλη στον τεταρτημόριο που απεικονίζονται οι απώλειες. Αυτό σημαίνει ότι οι άνθρωποι έχουν την τάση να αποφεύγουν τον κίνδυνο στο πεδίο των κερδών και να τον επιζητούν στο πεδίο των απωλειών. Τούτου δικαιολογεί η αποστροφή απώλειας που χαρακτηρίζει το επενδυτικό κοινό. Παράλληλα η συνάρτηση αξίας στον χώρο των απωλειών είναι εμφανώς περισσότερο απότομη απ' ό τι στον χώρο των κερδών, γεγονός που σημαίνει ότι η δυσάρεστη επιρροή μιας απώλειας στον ψυχισμό ενός ανθρώπου είναι πιο ισχυρή από την ανάλογη ευχάριστη επιρροή ενός κέρδους όμοιου ποσού. Παραδείγματος χάριν, η χρησιμότητα του επενδυτή που χάνει 200€ μειώνεται περισσότερο από όσο αυξάνεται όταν αυτός κερδίζει 200€ (euretirio.com)

3.3. Συμπεριφορικά Σφάλματα

Σύμφωνα με τα ευρήματα της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, στη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων επενεργούν, διαταράσσοντας αυτή, πλείονα συμπεριφορικά σφάλματα, τα οποία κατά τον Pompiian (2006) ταξινομούνται σε δύο κατηγορίες, στα γνωστικά και στα συναισθηματικά σφάλματα και αποτελούν περίτρανη απόδειξη της μη ορθολογικής λειτουργίας του ανθρώπινου εγκεφάλου. Κατά τον Shefrin (2000) τα γνωστικά σφάλματα είναι εκείνα τα οποία σχετίζονται με το πως οργανώνει το άτομο στο μυαλό του τη διαθέσιμη πληροφόρηση ενώ τα συναισθηματικά είναι εκείνα τα σφάλματα που σχετίζονται με το τι αισθάνεται ο άνθρωπος όταν αποκτά και επεξεργάζεται τις διαθέσιμες πληροφορίες.

Κατά τον Pompiian (2006), τα γνωστικά σφάλματα μπορούν να είναι σφάλματα στατιστικής, σφάλματα που λαμβάνουν χώρα όταν επεξεργαζόμαστε πληροφορίες ή ακόμη και λάθη μνήμης. Έχουν μάλιστα χαρακτηριστεί και ως σκοτεινά σημεία ή διαταράξεις του ανθρώπινου νου, προερχόμενες από το υποσυνείδητο του.

Από την άλλη, τα συναισθηματικά σφάλματα προκύπτουν διότι ο εκάστοτε επενδυτής αποφασίζει βασιζόμενος όχι στη λογική αλλά στο συναίσθημα το οποίο μπορεί να αποβεί καταστροφικό για το χαρτοφυλάκιο του εξαιτίας των μη ορθολογικών επιλογών στις οποίες προβαίνει το άτομο όταν ο παρορμητισμός ή η διαίσθηση του υπερνικούν τη λογική του. Είναι μια φυσική έκφραση του ανθρώπου, που εμφανίζεται αυθόρμητα, ακούσια, και δεν είναι απότοκος ενσυνείδητης και ηθελημένης προσπάθειας και η οποία πηγάζει από τις αντιλήψεις του για τις καταστάσεις όπως αυτές ισχύουν πραγματικά ή ακόμη όπως υφίστανται στην φαντασία του (Pompiian, 2006). Σε ουκ ολίγες περιπτώσεις μάλιστα, τα συναισθήματα είναι ανεπιθύμητα για το άτομο το οποίο τα βιώνει, κυρίως σε εκείνες τις περιπτώσεις που δεν δύναται να τα ελέγξει ή να τα αποφύγει.

Τόσο στην περίπτωση των γνωστικών όσο και στην περίπτωση των συναισθηματικών συμπεριφορικών σφαλμάτων, το αποτέλεσμα είναι η διατάραξη της επενδυτικής διαδικασίας λόγω της πραγματοποίησης μη ορθολογικών επενδυτικών κινήσεων. Και οι κατηγορίες συμπεριφορικών σφαλμάτων υποκινούνται από το υποσυνείδητο και γι' αυτόν το λόγο καθίσταται δυσχερής η αντίχνευση και η αποφυγή τους. Όπως χαρακτηριστικά και εύστοχα έχει δηλώσει ο Daniel Kahneman, «Κατέχω πάρα πολλά χρόνια εμπειρίας στον τομέα της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής και ακόμη διαπράττω αυτά τα σφάλματα. Εάν γνωρίζεις αυτά τα σφάλματα δεν συνεπάγεται ότι μπορείς και να τα αποφεύγεις».

Είναι αληθές το γεγονός ότι επιβληθούν την επενδυτική διαδικασία λόγω των

περιορισμένων γνωστικών ικανοτήτων των επενδυτών όμως οδηγούν και σε ένα μεγάλο ποσοστό μη ορθολογικών αποφάσεων καθόσον επηρεάζουν τις πεποιθήσεις των επενδυτών που αφορούν τα ενδεχόμενα αποτελέσματα μιας επένδυσης καθώς και τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο αυτής. Κατά κύριο λόγο λαμβάνουν χώρα σε περίπλοκες και σύνθετες καταστάσεις οι οποίες παρουσιάζουν μεγάλη αβεβαιότητα και οι οποίες χαρακτηρίζονται από υπερπληροφόρηση, συναισθηματικής φύσεως φόρτιση, περιορισμένο χρόνο, ακόμη και κούραση, όταν είναι αναγκαίο να ληφθούν άμεσα αποφάσεις κ.λπ. (Buchanan & Huczynski, 2004)

Πρακτικά αυτό που παρατηρείται είναι ότι το επενδυτικό κοινό κατά κανόνα βάλλεται από πλείονα συμπεριφορικά σφάλματα ταυτοχρόνως. Δοθέντος μάλιστα ότι αυτά συντρέχουν σωρευτικώς, συχνά καθίσταται δύσκολη η μεταξύ τους διάκριση και άρα η αντιμετώπιση τους με αποτέλεσμα οι επενδυτές να ωθούνται σε αλλεπάλληλες εσφαλμένες επενδυτικές κινήσεις και να διαταράσσεται η επενδυτική διαδικασία καθώς ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος και η αντίστοιχη απόδοση δεν γίνονται πλήρως αντιληπτά λόγω των συμπεριφορικών σφαλμάτων στα οποία υποπίπτουν οι επενδυτές. Γι' αυτό καθίσταται επιτακτική η ανάγκη καταγραφής και μελέτης των εσφαλμένων επενδυτικών ενεργειών ώστε να διερευνηθεί περαιτέρω η προέλευση τους και να βελτιωθεί η εν γένει επενδυτική συμπεριφορά. (Οικονόμου, 2009). Εν συνεχεία, παρουσιάζονται και αναλύονται διεξοδικώς τα εν λόγω συμπεριφορικά λάθη και αναπτύσσονται οι βασικότερες επιπτώσεις που έχουν στην διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων.

3.4 Ανάλυση των Συμπεριφορικών Σφαλμάτων και της επίδρασής τους στην ψυχολογία των επενδυτών.

3.4.1 ΓΝΩΣΤΙΚΑ ΣΦΑΛΜΑΤΑ

3.4.1.1 Σφάλμα Αντιπροσωπευτικότητας

Όπως προαναφέρθηκε οι άνθρωποι με σκοπό τη μείωση της συνθετότητας και τον περιορισμό της πολυπλοκότητας ανάλυσης και αξιολόγησης νέων πληροφοριών κάνουν χρήση ευριστικών κανόνων. Στην προσπάθεια τους δηλαδή να απλουστεύσουν και να επεξεργαστούν με μεγαλύτερη ευκολία μια νέα κατάσταση, κατατάσσουν την κατάσταση αυτή νοητά σε μια από τις υφιστάμενες και ήδη γνωστές κατηγορίες με βάση το βαθμό ομοιότητας (αντιπροσωπευτικότητας) που αυτή εμφανίζει σε σχέση με κάποια από αυτές, ώστε να αντιδράσουν με παρόμοιο τρόπο και να αντιμετωπίσουν αυτή την παρεμφερή κατάσταση ανάλογα.

Αυτή η διαδικασία απλουστευτικής κρίσης από την μια ευνοεί την ταχεία επεξεργασία νέων πληροφοριών από την άλλη όμως συνεπάγεται την εμφάνιση του

σφάλματος αντιπροσωπευτικότητας το οποίο αποτελεί ένα από τα σοβαρότερα συμπεριφορικά σφάλματα. Η αντιπροσωπευτικότητα προτάθηκε από τους Kahneman και Tversky το 1972. (Kahneman, Tversky 1972). Στην πραγματικότητα αυτό που συμβαίνει είναι ότι ο άνθρωπος εγκέφαλος καταλήγει σε κρίσεις υποθέτοντας ότι πράγματα και καταστάσεις οι οποίες παρουσιάζουν όμοιες ιδιότητες είναι και όμοια μεταξύ τους (Nofsinger, 2001). Δηλαδή, το σφάλμα αντιπροσωπευτικότητας σχετίζεται με πεποιθήσεις βασιζόμενες σε στερεότυπα (Shefrin, 2000, Nofsinger, 2001). Ως στερεότυπο νοείται κάθε παγιωμένη και γενικευμένη πεποίθηση των ατόμων αναφορικά με πρόσωπα και καταστάσεις βάσει ορισμένων όμοιων χαρακτηριστικών που παρουσιάζουν.

Κατά τον Montier (2007) το σφάλμα αντιπροσωπευτικότητας σχετίζεται με την ροπή των ατόμων να εκτιμούν το πόσο πιθανό είναι να συμβεί ένα ενδεχόμενο ανάλογα με το βαθμό ομοιότητάς του με κάποιο άλλο ενδεχόμενο και όχι με τη χρήση της θεωρίας των πιθανοτήτων. Οι κρίσεις που προκύπτουν από τέτοιου είδους γενικεύσεις ουκ ολίγους φορές καταλήγουν σε εσφαλμένες επιλογές δοθέντος ότι τα άτομα αποφασίζουν λαμβάνοντας υπόψη πόσο αντιπροσωπευτική είναι κάποια ιδιότητα ή χαρακτηριστικό μιας κατάστασης, ενός προσώπου ή ενός πράγματος (Shefrin, 2000).

Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα των Tversky και Kahneman (1983) για να γίνει αντιληπτό το σφάλμα αντιπροσωπευτικότητας είναι το εξής: «Η L. είναι 31 χρονών, άγαμη, κοινωνική και ευφυής. Αντικείμενο των σπουδών της ήτο η φιλοσοφία και κατά τη διάρκεια των φοιτητικών της χρόνων την ενδιέφεραν ιδιαίτερα κοινωνικά ζητήματα όπως οι πάσης φύσεως διακρίσεις και η κοινωνική δικαιοσύνη και λάμβανε μέρος σε διαδηλώσεις ενάντια στα πυρηνικά. Ποιο από τα κάτωθι είναι πιθανότερο για την L.: α) Η L. να είναι ταμίας σε τράπεζα, β) Η L. να είναι ταμίας σε τράπεζα και ενεργό μέλος φεμινιστικής οργάνωσης.

Στην ερώτηση αυτή, το 85% επιλέγει την δεύτερη επιλογή, θεωρώντας την Linda με βάση την ηλικία, την προσωπική κατάσταση, τον χαρακτήρα, τις σπουδές και τα ενδιαφέροντα αντιπροσωπευτικό δείγμα γυναίκας που συμμετέχει ενεργά σε φεμινιστική οργάνωση, παραβλέποντας ωστόσο τις βασικές αρχές της στατιστικής και το γεγονός ότι σύμφωνα με την μαθηματική επιστήμη η πιθανότητα δυο γεγονότα να λαμβάνουν χώρα την ίδια στιγμή τυγχάνει μικρότερη ή ίση της πιθανότητας έκαστο γεγονός να λαμβάνει χώρα ξεχωριστά.

Και στον τομέα των επενδύσεων απαντώνται ποικίλα παραδείγματα του σφάλματος αντιπροσωπευτικότητας. Για παράδειγμα οι επενδυτές πολλές φορές θεωρούν πως μια «καλή» με βάση την εταιρική της φήμη, εταιρία, αποτελεί και καλή επενδυτική ευκαιρία (Shefrin, Statman, 1995). Παρά το γεγονός πως το πρώτο δεν συνεπάγεται αυτόματα το δεύτερο, οι επενδυτές επενδύουν συχνά έχοντας αυτό στη φαρέτρα του νου

τους. Καλές εταιρείες θεωρούνται εκείνες που σημειώνουν αξιόλογα κέρδη, παρουσιάζουν ταχύ ρυθμό αύξησης των πωλήσεων και ταυτόχρονα στελεχώνονται και από καλή διοίκηση ώστε να μπορέσουν να διατηρήσουν την λειτουργικότητα τους και καλές επενδυτικές ευκαιρίες είναι εκείνες που έχουν να κάνουν με μετοχές που παρουσιάζουν πιο μεγάλη αύξηση στην τιμή τους από άλλες. Η ταξινόμηση των εταιρειών με βάση μόνο την ύπαρξη υψηλών κερδών στο παρελθόν, παραβλέπει το μεγίστης σημασίας γεγονός ότι ελάχιστες εταιρείες δύνανται να διατηρήσουν υψηλό ρυθμό αύξησης κερδών και στο μέλλον και αποτελεί περίτρανη απόδειξη του σφάλματος της αντιπροσωπευτικότητας καθόσον οι παρελθούσες άρτιες επιδόσεις μιας εταιρείας δεν είναι αντιπροσωπευτικές τη μελλοντικής της επιτυχημένης πορείας.

Ένα επιπλέον παράδειγμα από το χώρο των επενδύσεων αφορά τα αξιόγραφα και έχει να κάνει με την εσφαλμένη αντίληψη πως οι παρελθοντικές αποδόσεις των αξιολόγων είναι ενδεικτικές και συνιστούν αξιόπιστη εκτίμηση των μελλοντικών αποδόσεων. Οι επενδυτές τείνουν έτσι να επενδύουν σε αξιόγραφα που σημείωσαν μεγάλες αποδόσεις στο παρελθόν αγνοώντας το γεγονός πως οι παρελθούσες αποδόσεις δεν συνεχίζονται εις αεί και σε καμία περίπτωση δε διασφαλίζουν τις μελλοντικές.

3.4.1.1.1. Το σφάλμα του παίκτη (Σφάλμα Τζογαδόρου)

Το σφάλμα του παίκτη άλλως «το σφάλμα του τζογαδόρου» σχετίζεται με την εσφαλμένη πεποίθηση των ατόμων αναφορικά με την τυχαιότητα και σχετίζεται στενά με το σφάλμα αντιπροσωπευτικότητας. Οι Tversky και Kahneman (1974) αναφέρουν πως «Η τύχη λογίζεται από τους ανθρώπους ως μια αυτοδιορθωτική διαδικασία όπου αποκλίσεις προς μια κατεύθυνση επιφέρουν αντισταθμιστικές αποκλίσεις προς την άλλη». Επί της ουσίας το σφάλμα του τζογαδόρου είναι η λανθασμένη αντίληψη των ατόμων πως η πρόσφατη εμφάνιση ενός αποτελέσματος μειώνει τις πιθανότητες επανεμφάνισης του στο μέλλον (Hirshleifer, 2001).

Οι άνθρωποι στην πλειοψηφία των περιπτώσεων ενεργούν λαμβάνοντας υπόψη τους εμπειρίες του παρελθόντος τους. Για παράδειγμα οι συνετοί οδηγοί αποφεύγουν την οδήγηση όταν βρέχει ή χιονίζει διότι γνωρίζουν ότι πολλά σοβαρά τροχαία έχουν συμβεί στο παρελθόν υπό αυτές τις συνθήκες. Έτσι και στον επενδυτικό χώρο, οι επενδυτές βασίζονται όχι μόνο στις γνώσεις αλλά και στις παρελθούσες εμπειρίες τους για να λάβουν επενδυτικές αποφάσεις.

Ωστόσο οι παρελθούσες εμπειρίες σε συνδυασμό με το σφάλμα του τζογαδόρου οδηγούν συχνά σε εσφαλμένες και ανούσιες επιλογές. Ένα διαχρονικό παράδειγμα είναι η ρίψη ενός νομίσματος (Shefrin, 2000). Εάν ένα δίκαιο νόμισμα

ριφθεί 5 φορές και προκύψουν και τις 5 φορές γράμματα, τότε ποια η πιθανότητα η βή ρίψη να είναι κορώνα; Βάσει των απλών στατιστικών κανόνων η πιθανότητα το νόμισμα να είναι κορώνα είναι 50% όπως 50% είναι η πιθανότητα το νόμισμα να τύχει πάλι γράμματα. Εντούτοις, οι άνθρωποι εσφαλμένα αποδίδουν περισσότερες πιθανότητες το νόμισμα να είναι γράμματα.

Ακόμη ένα παράδειγμα αφορά την τάση των ατόμων να αποφεύγουν να επιλέγουν αριθμούς λαχείων που αποδείχθηκαν κερδοφόροι στο παρελθόν γιατί θεωρούν την τύχη ως μια αυτοδιορθωτική διαδικασία και πιστεύουν πως οι μη κληρωθέντες αριθμοί έχουν υψηλότερη πιθανότητα να κληρωθούν μελλοντικά (Clotfelter & Cook, 1993).

Στον επενδυτικό χώρο το εν λόγω σφάλμα σχετίζεται με την αντίληψη που έχουν επενδυτών για τις αποδόσεις μετοχών και λοιπών αξιογράφων, καθώς προσδοκούν πως η αγορά ακολουθώντας μια αυτοδιορθωτική διαδικασία θα κινηθεί προς την αντίθετη κατεύθυνση από την ήδη υπάρχουσα. Ωστόσο ουδείς ορίζει την τύχη και ουδείς δύναται να γνωρίζει προκαταβολικά τις μέλλουσες αποδόσεις της αγοράς γι' αυτό οι επενδυτές οι οποίοι συσχετίζουν το πρόσφατο παρελθόν με το άμεσο μέλλον στην πλειοψηφία των περιπτώσεων αντιμετωπίζουν μεγάλα προβλήματα και συστηματικές απώλειες, διότι θεωρούν εσφαλμένα ότι ανατροπές λαμβάνουν χώρα συχνότερα από ότι στην πραγματικότητα συμβαίνει.

3.4.1.1.2 Το σφάλμα των «ζεστών χεριών»

Αντιστρόφως ανάλογα του σφάλματος του τζογαδόρου σύμφωνα με το οποίο προβλέπεται η αντιστροφή της παρατηρούμενης τάσης προς την αντίθετη κατεύθυνση, υφίσταται και το σφάλμα των «ζεστών χεριών» το οποίο προβλέπει την συνέχιση της υφιστάμενης τάσης. Μπορεί το δεύτερο να υποστηρίζει ακριβώς το αντίθετο από το πρώτο όμως οι ρίζες και των δύο βρίσκονται στο σφάλμα αντιπροσωπευτικότητας (Gilovich, Vallone, Tversky, 1985)

Οι Gilovich, Vallone, Tversky (1985), διερεύνησαν την πεποίθηση που διακατέχει τόσο τους παίκτες του αθλήματος της καλαθοσφαίρισης όσο και τους φιλάθλους, σύμφωνα με την οποία ο παίκτης X εμφανίζει περισσότερες πιθανότητες να πετύχει μια εύστοχη βολή έπειτα από μια ήδη επιτυχημένη («καλάθι») παρά μετά από μια αποτυχημένη, γεγονός που αποδίδεται στα «ζεστά χέρια» του παίκτη. Εξ' ου και το όνομα του εν λόγω γνωστικού συμπεριφορικού σφάλματος. Ωστόσο η πρακτική δεν επιβεβαιώνει την εν λόγω θεωρία. Πράγματι μια εύστοχη βολή δύναται να επηρεάσει τις προβλέψεις για επόμενες επιτυχημένες βολές, όχι όμως την

πραγματική επίδοση του εκάστοτε παίκτη.

Αντίστοιχη είναι και η συμπεριφορά των επενδυτών. Πιο συγκεκριμένα το εν λόγω σφάλμα είθισται περισσότερο στους μεμονωμένους επενδυτές οι οποίοι παρακολουθώντας παρελθούσες επικερδείς αποδόσεις μετοχών και λοιπών αξιογράφων θεωρούν πως η θετική αυτή πορεία θα συνεχιστεί και μελλοντικά, γεγονός που συνεπάγεται δυσμενείς συνέπειες για το χαρτοφυλάκιο τους σε περίπτωση που οι ευνοϊκές αυτές, συγκυρίες ανατραπούν ξαφνικά. Από την άλλη, οι επαγγελματίες του επενδυτικού χώρου υποπίπτουν συνηθέστερα στο σφάλμα του τζογαδόρου διότι θεωρούν πως η υφιστάμενη τάση εύκολα ανατρέπεται και δύσκολα διατηρείται και έτσι ωθούνται στο να πωλούν τις κερδοφόρες μετοχές του χαρτοφυλακίου τους και να διακρατούν τις ζημιογόνες. (Shefrin, 2005).

3.4.1.2 Σφάλμα Διαθεσιμότητας

Το σφάλμα διαθεσιμότητας εξετάστηκε για πρώτη φορά από τους ψυχολόγους Kahneman και Tversky (1973) σύμφωνα με την μελέτη των οποίων το συγκεκριμένο συμπεριφορικό σφάλμα σχετίζεται με την ροπή των ανθρώπων να κάνουν υποθέσεις περί της συχνότητας εμφάνισης ενός περιστατικού ή μιας κατάστασης βασιζόμενοι στο κατά πόσο εύκολο είναι να ανακαλέσουν στο νου τους ένα παρόμοιο γεγονός. Φερ'επειν μπορεί κανείς να κάνει μια εκτίμηση του κινδύνου επεισοδίου καρδιακής προσβολής στους μεσήλικες, ανακαλώντας στο νου του περιστατικά γνωστών του. Μέσω αυτής της απλουστευτικής διαδικασίας, οι άνθρωποι μπορούν να οδηγηθούν σε μεροληπτικές κρίσεις, επειδή δεν είναι εφικτή η ανάκτηση όλων των αναμνήσεων ενός ανθρώπου στη μνήμη αυτού, ώστε να οδηγηθεί σε ασφαλή και ακριβή συμπεράσματα.

Ένα πείραμα των Kahneman και Tversky (1973) για τον συγκεκριμένο σφάλμα είναι το ακόλουθο: 152 αγγλόφωνα άτομα ερωτήθηκαν ποιές λέξεις είναι περισσότερες, αυτές οι οποίες αρχίζουν με το γράμμα «Κ» ή εκείνες στις οποίες το γράμμα «Κ» είναι τρίτο. Από τους 152 ερωτηθέντες, η συντριπτική πλειοψηφία των 105 απήντησαν πως οι λέξεις που αρχίζουν με το γράμμα «Κ» είναι πιο πολλές ποσοτικά και οδηγήθησαν σε αυτό το συμπέρασμα όχι κατόπιν διεξοδικής έρευνας αλλά γιατί είναι σαφώς ευκολότερο να σκεφτεί και να φέρει στο νου του κανείς, παραδείγματα λέξεων που ξεκινάνε από «Κ» από ότι λέξεις με το γράμμα «Κ»στην τρίτη θέση.

Κατ' επέκταση και στον επενδυτικό χώρο το σφάλμα διαθεσιμότητας προκύπτει όταν οι επενδυτές αξιολογούν μια κατάσταση και λαμβάνουν μια απόφαση στηριζόμενοι στις πληροφορίες στις οποίες έχουν άμεση και εύκολη πρόσβαση καθώς και ανατρέχοντας στις εμπειρίες του παρελθόντος τους. Κατά τον Nofsinger (2001) όπως οι

περισσότεροι άνθρωποι, έτσι και οι επενδυτές επηρεάζονται από την πληροφόρηση που δέχονται από τα μέσα μαζικής ενημέρωσης. Ως εκ τούτου οι συμμετέχοντες στον επενδυτικό κλάδο έχουν την τάση να θεωρούν πως οι επενδυτικές επιλογές που με μεγαλύτερη ευκολία ανακαλούν στη μνήμη τους, λόγω των διαφημίσεων στις οποίες αυτές εμφανίζονται και της συχνότητας με την οποία προβάλλονται στα μέσα μαζικής ενημέρωσης είναι οι επικερδέστερες επενδυτικές ευκαιρίες γιατί αυτή η επανάληψη της διαφήμισης ισχυροποιεί την διατήρησή τους στη μνήμη τους. Απότοκος του σφάλματος αυτού είναι οι αποφάσεις που λαμβάνονται να πραγματοποιούνται δίχως ενδελεχή έρευνα και ανάλυση.

3.4.1.2.1. Σφάλμα Πρόσφατης Κατάστασης

Το σφάλμα της πρόσφατης κατάστασης αποτελεί μια υποκατηγορία του σφάλματος διαθεσιμότητας και πρόκειται κατά τον Pomriam (2006) για μια γνωστική προδιάθεση των ατόμων κατά την οποία ανακαλούν ευκολότερα στη μνήμη τους και δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα στα γεγονότα που συνέβησαν πρόσφατα και όχι σε αυτά που έλαβαν χώρα στο παρελθόν.

Στο σφάλμα αυτό υποπίπτουν και οι επενδυτές όταν καλούνται να λάβουν επενδυτικές αποφάσεις διότι η εστίαση τους επικεντρώνεται σε γεγονότα που είτε συνέβησαν πρόσφατα είτε επηρέασαν σε μεγάλο βαθμό τον ψυχισμό τους, καθώς αυτά ανακαλούν ευκολότερα στη μνήμη τους. (Pomriam, 2006). Έχει αποδειχθεί ότι οι χαμηλές αποδόσεις που σημειώνουν οι επενδυτές οφείλονται στο γεγονός ότι τείνουν να επενδύουν σε μετοχές, αξιόγραφα και αγορές που σημείωσαν υψηλές αποδόσεις στο πρόσφατο παρελθόν και να λαμβάνουν τις επενδυτικές τους αποφάσεις στηριζόμενοι αποκλειστικά σε αυτήν την πρόσφατη πληροφόρηση, εμπειρία και γνώση. Απόρροια αυτών των επενδυτικών κινήσεων είναι οι επενδυτές να προβαίνουν σε επενδύσεις όταν η αγορά κινείται σε υψηλά επίπεδα, τα επενδυτικά στοιχεία που διατίθενται είναι υπερτιμημένα και άρα καταλήγουν να αναλαμβάνουν μεγάλο επενδυτικό κίνδυνο.

Περαιτέρω η προσκόλληση του επενδυτικού κοινού στα πρόσφατα γεγονότα θετικά και αρνητικά, τους οδηγεί στο να αγνοούν παντελώς την κυκλική πορεία που διαγράφει η αγορά και την εύστοχη ρήση πως «μετά την άνοδο, επέρχεται η πτώση και το αντίστροφο», διαστρεβλώνοντας κατ' αυτόν τον τρόπο τις προσδοκίες τους σχετικά με τις επενδύσεις (Keynes, 1936).

3.4.1.3. Σφάλμα Οικειότητας

Το σφάλμα οικειότητας αφορά την αντίληψη που διακατέχει τους ανθρώπους, ότι τα πράγματα και οι καταστάσεις με τις οποίες είναι εξοικειωμένοι περισσότερο είναι καλύτερα για αυτούς ή ασφαλέστερα. Ένα κλασσικό και διαχρονικά υφιστάμενο παράδειγμα του σφάλματος οικειότητας αφορά την πεποίθηση των φιλάθλων μιας ποδοσφαιρικής ομάδας, που τρέφουν την ευγενή πεποίθηση πως η ομάδα που υποστηρίζουν έχει περισσότερες πιθανότητες να κερδίσει έναν αγώνα ή αυτό των καταναλωτών που επιλέγουν συστηματικά προϊόντα της ίδιας εταιρείας επειδή θεωρούν πως εφόσον η εν λόγω εταιρεία είναι καλή, τότε αυτόματα και όλα της τα προϊόντα θα είναι ποιοτικά.

Στον τομέα των επενδύσεων το συγκεκριμένο σφάλμα δύναται να εξωθήσει τους επενδυτές να αυξήσουν τις τοποθετήσεις κεφαλαίου τους σε αξιόγραφα εταιριών που τυγχάνουν ευρέως γνωστές, και αναγνωρίσιμες λόγω των διαφημίσεων και της εν γένει προβολής τους στα μέσα μαζικής ενημέρωσης διότι μέσω της επαναλαμβανόμενης προβολής τους καταλήγουν να τους είναι πιο οικείες και άρα θεωρούνται πιο ασφαλείς για την πραγματοποίηση επενδύσεων. Η επιρροή της διαφήμισης είναι πιο ισχυρή στους ιδιώτες παρά στους θεσμικούς επενδυτές (Frieder & Subrahmanyam 2005).

Και ο Huberman (2001) υποστηρίζει πως οι άνθρωποι συνηθίζουν να επενδύουν σε γνωστές και οικείες σε αυτούς επενδυτικές επιλογές, γεγονός που αποδεικνύεται από την ροπή τους να επιλέγουν μετοχές ανήκουσες σε εταιρείες με τις οποίες τυγχάνουν εξοικειωμένοι λόγω της γεωγραφικής τοποθεσίας αυτών διότι η πληροφόρηση για τις συγκεκριμένες εταιρίες διαχέεται ευχερέστερα μέσω των τοπικών εφημερίδων, τηλεοπτικών και ραδιοφωνικών.

Η πιο επικίνδυνη μορφή του εν λόγω σφάλματος είναι η μεγάλη συσσώρευση στο χαρτοφυλάκιο ενός επενδυτή, αξιογράφων της εταιρίας της οποίας είναι εργαζόμενος θεωρώντας ότι διαθέτει επαρκείς γνώσεις και πληροφορίες για αυτήν (Pompien, 2006). Κάτι τέτοιο σαφώς αποτελεί επισφαλή επενδυτική κίνηση διότι αφενός ενδέχεται η εταιρεία να περιέλθει σε κατάσταση πτώχευσης και τότε το άτομο εκτίθεται στον κίνδυνο απώλειας τόσο της εργασίας και του εισοδήματος του όσο και του κεφαλαίου που επένδυσε και αφετέρου το άτομο αποστερείται τα πλεονεκτήματα που προσφέρει ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο το οποίο μειώνει τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο και λειτουργεί αντισταθμιστικά σε περίπτωση απωλειών.

3.4.1.3.1 Σφάλμα εντοπιότητας

Υποπερίπτωση του σφάλματος οικειότητας συνιστά το σφάλμα εντοπιότητας. Πρόκειται για τη ροπή του επενδυτικού κοινού να τοποθετεί μεγάλο μέρος από τα κεφάλαια που επενδύει του σε εγχώριες μετοχές (French & Poterba, 1991), αγνοώντας την εξασφάλιση που προσφέρει η διεθνική διαφοροποίηση.

Την ισχυρή αυτή προτίμηση των επενδυτών για τα εγχώρια χρηματοοικονομικά προϊόντα εξηγεί όχι μόνο η εξοικείωση των επενδυτών με την εγχώρια αγορά και η γνώση για τις επικρατούσες σε αυτή συνθήκες, αλλά και ο συναλλαγματικός κίνδυνος που ελλοχεύει σε περίπτωση διεθνικής διαφοροποίησης, τα συναλλακτικά κόστη, η φορολογία και τα διαφορετικά λογιστικά πρότυπα που ισχύουν σε κάθε χώρα, οι αρχές εταιρικής διακυβέρνησης που υφίστανται, ο χρόνος και τα κόστη συλλογής της απαιτούμενης πληροφόρησης και άλλα.

Ωστόσο η τοποθέτηση των επενδύσεων σε μια μόνο χρηματιστηριακή αγορά ειδικότερα όταν αυτή είναι υψηλού κινδύνου όπως για παράδειγμα η ελληνική διογκώνει τον αναλαμβανόμενο επενδυτικό κίνδυνο, λόγω των πιθανών διακυμάνσεων που αυτή ενδέχεται να παρουσιάσει.

3.4.1.4. Σφάλμα Αγκίστρωσης

Το σφάλμα αγκίστρωσης όπως ονομάστηκε από τους Kahneman και Tversky (1974) άλλως η προσκόλληση σε σημεία αναφοράς αποτελεί απόρροια μιας διαδικασίας συντόμευσης η οποία επιβοηθά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων σε σύντομο χρονικό διάστημα η οποία σχετίζεται με τη διενέργεια ποσοτικών εκτιμήσεων οι οποίες προκύπτουν κατόπιν υποκειμενικού υπολογισμού (Αλεξιάκης & Ξανθάκης, 2008). Εκκινώντας δηλαδή από διαφορετικά σημεία, οδηγούμεθα και σε διαφορετικές κρίσεις οι οποίες μεροληπτούν προς την κατεύθυνση της αρχικής τιμής που δόθηκε και η οποία συνιστά το λεγόμενο σημείο αναφοράς.

Για παράδειγμα, στην ερώτηση αν ο πληθυσμός του Καναδά είναι μεγαλύτερος ή μικρότερος από 20 εκατομμύρια, και εν συνεχεία ζητηθεί μια εκτίμηση του πληθυσμού, οι απαντήσεις θα κυμαίνονται κοντά στα 20 εκατομμύρια, διότι οι ερωτηθέντες θα χρησιμοποιούν σαν σημείο αναφοράς την πρώτη ερώτηση (Pompiari 2006), παρόλο που η απάντηση αυτή είναι λανθασμένη διότι σύμφωνα με τις τελευταίες μετρήσεις του 2020 ο πληθυσμός του Καναδά ανέρχεται στα 38 εκατομμύρια περίπου.

Το σφάλμα αυτό εμφανίζεται και στον επενδυτικό χώρο όταν οι επενδυτές στηρίζουν τις εκτιμήσεις τους για την λήψη αποφάσεων σε κάποιο σημείο αναφοράς,

όπως για παράδειγμα στην τιμή κτήσης μιας μετοχής (Pompian, 2006). Για παράδειγμα ένας επενδυτής που διαθέτει στο χαρτοφυλάκιο του μια μετοχή που σημειώνει 10% απώλεια από την τιμή κτήσης της, δε θα προτίθεται να την πουλήσει αν αυτή δεν ανακτήσει έστω την τιμή στην οποία αγοράστηκε, λαμβάνοντας ως σημείο αναφοράς την τιμή κτήσης της. Περαιτέρω εάν η τιμή της μετοχής είναι κατά 10% χαμηλότερη από την πιο υψηλή τιμή του τρέχοντος έτους δε θα είναι διατεθειμένος πάλι να την πουλήσει, λαμβάνοντας σαν σημείο αναφοράς την υψηλότερη αυτή τιμή του έτους. Οι επενδυτές δηλαδή για να διευκολυνθούν στην λήψη επενδυτικών αποφάσεων, έχουν την τάση να προβαίνουν σε σύγκριση της τιμής ενός αξιογράφου με μια προκαθορισμένη τιμή η οποία λειτουργεί ως σημείο αναφοράς για τις εκτιμήσεις τους, ενδέχεται όμως να τους οδηγήσει στην υπερεκτίμηση ή υποεκτίμηση της τιμής του αξιογράφου.

3.4.1.4.1 Συντηρητισμός

Ο συντηρητισμός σχετίζεται με την ροπή που παρατηρείται στους επενδυτές όποτε λαμβάνουν καινούργιες πληροφορίες να διαμορφώνουν νέες αλλά και να προσαρμόζουν ανάλογα τις ήδη υπάρχουσες πεποιθήσεις και απόψεις τους πολύ αργά και συντηρητικά (Shiller, 2000). Οι άνθρωποι δεν τροποποιούν και δεν προσαρμόζουν τις αντιλήψεις και τις απόψεις τους όποτε λαμβάνουν νέες πληροφορίες και μάλιστα κατά τον Edwards (1968) ο οποίος όρισε το φαινόμενο του συντηρητισμού, η σοβαρότητα του σφάλματος αυτού διογκώνεται όσο πιο χρήσιμη και σημαντική είναι η νέα διαθέσιμη πληροφορία

Η συμπεριφορά αυτή ίσως μπορεί να επεξηγηθεί λόγω του ότι η ανάλυση καινούργιων πληροφοριών και η αντίστοιχη διαμόρφωση των απόψεων «κοστίζει» διότι η ενσωμάτωση νέων πληροφοριών στις ήδη υπάρχουσες αντιλήψεις απαιτεί μεγάλη πνευματική προσπάθεια (Hirschleifer, 2001). Έτσι παρατηρείται το φαινόμενο οι άνθρωποι να αποδίδουν μεγαλύτερη βαρύτητα στις πιο «εύπεπτες» πληροφορίες, δηλαδή σε εκείνες των οποίων η επεξεργασία δεν απαιτεί ιδιαίτερο κόπο ενώ δίνουν μικρότερη σημασία σε εκείνες των οποίων η επεξεργασία είναι χρονοβόρα και κουραστική λόγω αφηρημένων εννοιών, αριθμητικών πληροφοριών και άλλων δυσκολονόητων στοιχείων.

Στον επενδυτικό τομέα, ο συντηρητισμός συνεπάγεται την αρχική υποαντίδραση των επενδυτών στις νέες πληροφορίες (Montier, 2002) με άμεση απόρροια οι νέες πληροφορίες να ενσωματώνονται αργά και σταδιακά στις τιμές των αξιογράφων, γεγονός που συνεπάγεται αρνητικές συνέπειες για την αποτελεσματικότητα της αγοράς.

3.4.1.4.2 Αποστροφή αβεβαιότητας

Η αποστροφή αβεβαιότητας είναι μια υποπερίπτωση του συντηρητισμού και αναφέρεται στο αίσθημα φόβου που βιώνουν τα άτομα για οτιδήποτε δεν τους είναι οικείο και στην προτίμησή τους, απέναντι στους γνωστούς παρά στους άγνωστους κινδύνους. Αξίζει να ειπωθεί πως η αποστροφή αβεβαιότητας είναι διαφορετική από την αποστροφή κινδύνου διότι η αποστροφή της αβεβαιότητας υπάρχει ανεξαρτήτως του μεγέθους του κινδύνου που δυνητικά ελλοχεύει σε μια επιλογή. Ο κίνδυνος είναι όπως ένα στοίχημα στο οποίο υπάρχει σαφής κατανομή πιθανοτήτων για τα ενδεχόμενα αποτελέσματα ενώ αβεβαιότητα υφίσταται όταν είναι άγνωστη η κατανομή των πιθανών αποτελεσμάτων (Knight, 1921). Μάλιστα τα άτομα αποστρέφονται περισσότερο την αβεβαιότητα παρά τον κίνδυνο. Φερ'είπειν οι άνθρωποι είναι ευκολότερο να βάλουν ένα στοίχημα περί του αποτελέσματος της επιλογής από ένα κουτί με 10 ερυθρές και 10 κυανές μπάλες για το αποτέλεσμα της επιλογής από ένα κουτί που δεν ξέρουν την αναλογία που έχουν οι μπάλες εντός του (Ellsberg 1961).

Η αποστροφή αβεβαιότητας συνδέεται και με τα σφάλματα της οικειότητας και της εντοπιότητας και με το συνεπαγόμενο αυτών ζήτημα της ελλιπούς διαφοροποίησης των χαρτοφυλακίων (Pomprian, 2006), επειδή το επενδυτικό κοινό θεωρεί πιο ασφαλή την τοποθέτηση κεφαλαίου σε αξιόγραφα εταιριών στις οποίες εργάζεται, πόσω μάλλον όταν πρόκειται για εγχώριες επενδύσεις, γεγονός που συνεπάγεται σημαντικές επιπτώσεις για τον πλούτο του κάθε επενδυτή καθώς δημιουργεί έτσι ένα μη διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο. Επίσης υφίσταται και το ζήτημα του αποτελέσματος ικανότητας κάθε ανθρώπου (Pomprian, 2006). Τα άτομα είναι πιθανότερο να βασιστούν στην δική τους κρίση και στην προσωπική τους γνώμη όταν νιώθουν πως διαθέτουν τις απαιτούμενες δεξιότητες και γνώσεις (Heath & Tversky, 1991). Εκείνοι που αισθάνονται ικανότεροι δεν πλήττονται από το αίσθημα αβεβαιότητας στον ίδιο βαθμό με άλλους επενδυτές διότι είναι σε θέση να εξετάσουν μεγαλύτερου εύρους πληροφόρηση. Κατά τον (Pomprian, 2006) όσοι νιώθουν ικανοί στο «επενδύειν» πραγματοποιούν περισσότερες συναλλαγές διαμορφώνοντας καλά διαφοροποιημένα και διεθνή χαρτοφυλάκια.

3.4.1.5 Σφάλμα Ασυνεπούς Αντίληψης (Γνωστική Ασυμφωνία)

Το σφάλμα της ασυνεπούς αντίληψης αφορά τη δυσχερή ψυχολογική κατάσταση στην οποία περιέρχονται τα άτομα και την ψυχική διαμάχη που βιώνουν όταν αποκτούν καινούργιες πληροφορίες και γνώσεις που αντιτίθενται στις γνώσεις που ήδη διαθέτουν και στις προσωπικές τους πεποιθήσεις (Pomprian, 2006, Αλεξιάκης & Ξανθάκης, 2008), με συνέπεια να μην τις αποδέχονται (Festinger, 1957).

Οι άνθρωποι πιστεύουν πως είναι ευφυείς, ικανοί και άξιοι και επιθυμούν να διατηρήσουν ακέραια αυτή τους την εικόνα, επιδιώκοντας να αποτρέψουν την επέλευση της απογοητευτικής κατάστασης της γνωστικής ασυμφωνίας, και της κατάρρευσης αυτής τους της εικόνας (Παζαρζή,2005). Όταν λοιπόν προκύπτουν νέες πληροφορίες που ματαιώνουν τη θετική αντίληψη που διαθέτουν για το άτομο τους και τις απόψεις τους, τις παραβλέπουν, σε κάποιες περιπτώσεις δε τις απορρίπτουν ούτως ώστε να διαφυλάξουν την εσωτερική τους ευστάθεια και ηρεμία. Δεν είναι λίγες οι φορές που μεταλλάσσουν μέχρι και τις αντιλήψεις τους ώστε αυτές να συμφωνούν με τις πιο παλιές τους επιλογές, με σκοπό να νιώσουν ότι εξαρχής είχαν αποφασίσει ορθά(Pomriam, 2006).

Περαιτέρω, όταν οι παγιωμένες και χρόνια διαμορφωμένες αντιλήψεις των ατόμων κλονίζονται ή καταρρίπτονται λόγω νέων στοιχείων που έρχονται στην επιφάνεια, τα άτομα προτίθενται να επιλύσουν το ζήτημα της ασυνεπούς αντίληψης προσπαθώντας να επηρεάσουν κι άλλα άτομα ώστε να μεταλλαχθούν και οι δικές τους απόψεις και να αποκτήσουν κοινές, παρά να μεταβάλλουν οι ίδιοι τις πεποιθήσεις τους. (π.χ. θρησκευτικές αιρέσεις) (Dawson, 1999).

Μάλιστα ο ανθρώπινος νους με σκοπό την ενίσχυση ή έστω τη διατήρηση της αυτοπεποίθησης του αλλά και την αποφυγή τυχόν ανεπιθύμητων ψυχολογικών συγκρούσεων προερχόμενων από την ασυνεπή αντίληψη διακρατά σε μεγαλύτερο βαθμό αναμνήσεις που στηρίζουν τις υφιστάμενες αντιλήψεις του και οι οποίες αφορούν παρελθούσες επιτυχείς επιλογές. Για παράδειγμα οι επενδυτές συχνά θυμούνται τις επενδυτικές επιλογές τους που στέφθηκαν με επιτυχία, εντονότερα από εκείνες που αποδείχθηκαν αποτυχημένες με σκοπό να διατηρήσουν στο απυρόβλητο την θετική εικόνα που διατηρούν για το πρόσωπο τους. (Φιλίππας, 2008). Το επενδυτικό κοινό δηλαδή, επιζητά επενδυτικές κινήσεις που τυγχάνουν συνεπείς με τα γνώριμα και παγιωμένα πρότυπα ακόμη και αν αυτές δεν είναι πάντα συμφέρουσες για αυτούς. Κατά τον Pomriam (2006) υφίστανται δύο μορφές ασυνεπούς αντίληψης: η επιλεκτική αντίληψη και η επιλεκτική λήψη αποφάσεων.

Τα άτομα με επιλεκτική αντίληψη (άλλως σφάλμα επιβεβαίωσης) συγκρατούν μόνον τις πληροφορίες που επιβεβαιώνουν προγενέστερες επιλογές και αποφάσεις τους, αγνοώντας εκείνες που τις αναιρούν, δημιουργώντας έτσι μια ουτοπική και εσφαλμένη αντίληψη για την πραγματικότητα και παραβλέποντας τη σοφή ρήση του Αριστοτέλη πως «Δείγμα ενός εξελιγμένου νου, είναι να φιλοξενεί μια σκέψη, ακόμα και αν δεν την αποδέχεται». Παραδείγματος χάριν, έστω ότι ανακοινώνονται τρεις ειδήσεις για μια εταιρεία στις μετοχές της οποίας το άτομο έχει τοποθετήσει κεφάλαιο, δύο αρνητικές

και μια θετική, το άτομο θα κρατήσει την τρίτη και τελευταία διότι αυτή δικαιολογεί την απόφαση του να επενδύσει στην εν λόγω εταιρεία.

Από την άλλη, η επιλεκτική λήψη αποφάσεων σχετίζεται με την δικαιολόγηση των ενεργειών του ατόμου που του επιτρέπουν να επιλέξει ή να λάβει μια απόφαση ακόμη και όταν αυτή δεν είναι προς το συμφέρον του. Για παράδειγμα, επενδυτές στου οποίους παρατηρείται η επιλεκτική λήψη αποφάσεων, επιμένουν να επιλέγουν σε επενδυτικά στοιχεία που παρελθοντικά απεδείχθησαν ζημιογόνα, επιδιώκοντας να «στηρίξουν» τις επιλογές τους και να αποφύγουν το δυσάρεστο αίσθημα της συνειδητοποίησης του λάθους στο οποίο υπέπεσαν και της οικονομικής απώλειας που υπέστησαν. Ως εκ τούτου καταλήγουν να διακρατούν στο χαρτοφυλάκιο τους ζημιογόνες μετοχές οι οποίες θα έπρεπε να έχουν πωληθεί προ πολλού.

3.4.1.5.1 Σφάλμα επιβεβαίωσης

Το σφάλμα επιβεβαίωσης είναι άρρηκτα συνδεδεμένο με το σφάλμα της γνωστικής ασυμφωνίας που αναλύθηκε προηγουμένως. Οι άνθρωποι λειτουργούν έτσι ώστε να μην υφίστανται ασυνέπειες, αντιθέσεις ή συγκρούσεις ανάμεσα στις πληροφορίες που δέχονται και στις ήδη παγιωμένες πεποιθήσεις τους. Με άλλα λόγια, σφάλμα επιβεβαίωσης είναι κατά τον Montier (2002) ο ορισμός που δίδεται στην ανάγκη του ανθρώπου να αποκτήσει πληροφορίες που επιβεβαιώνουν τις δικές του αντιλήψεις. Έτσι αποδίδουν μεγαλύτερη σημαντικότητα στις πληροφορίες που δικαιολογούν τις επιλογές τους και παραγκωνίζουν εκείνες τις οποίες αντιτίθενται σε αυτές (Pompien, 2006). Για παράδειγμα, κατόπιν αγοράς ενός οχήματος, οι άνθρωποι τείνουν να μη δίνουν σημασία στις διαφημίσεις έτερων οχημάτων προσδοκώντας να μη υποπέσουν στη δυσχερή θέση να αμφιβάλουν για την ορθότητα της απόφαση τους (Mangot, 2007).

Σύμφωνα με το σφάλμα επιβεβαίωσης οι ανθρώπινες αντιλήψεις θετικές και αρνητικές, δύσκολα μεταβάλλονται και ωθούν τους ανθρώπους στην υιοθέτηση μιας συμπεριφοράς πλήρους αγνόησης των νέων διαθέσιμων πληροφοριών. Μέσω αυτού εξηγείται η επενδυτική πρακτική κατά την οποία οι επενδυτές, αγοράζουν πιο πολλές μετοχές όταν οι τιμές τους είναι χαμηλές έτσι ώστε να ελαχιστοποιηθεί η μέση τιμή κτήσης αυτών. Κάτι τέτοιο ωστόσο κρίνεται επισφαλές διότι οι επενδυτές στο βωμό της επιβεβαίωσης των επενδυτικών επιλογών τους, αγνοούν τις αρνητικές πληροφορίες που μπορεί να οδήγησαν στην διαμόρφωση αυτής της χαμηλής τιμής και παραβλέπουν τον συνεπαγόμενο κίνδυνο που ενσωματώνουν έτσι στο χαρτοφυλάκιο τους, εμπιστευόμενοι αποκλειστικά τις πληροφορίες που δικαιολογούν τις αποφάσεις τους (Mangot, 2007).

3.4.1.6. Νοητική Λογιστική

Τη νοητική λογιστική όρισε ο Thaler (1980) σύμφωνα με τον οποίο οι άνθρωποι δημιουργούν και χρησιμοποιούν ανεξάρτητους νοητικούς λογαριασμούς για κάθε μια επενδυτική τους επιλογή θεωρώντας πως έτσι τους ελέγχουν καλύτερα. Το κόστος και το όφελος κάθε επιλογής ενσωματώνεται σε έναν ενιαίο νοητικό λογαριασμό, που εξετάζεται ξεχωριστά από τις άλλες επενδυτικές επιλογές.

Η λήψη αποφάσεων βάσει της νοητικής λογιστικής ενδέχεται να καταστεί ολέθρια για τον επενδυτή. Καταρχάς, μέσω αυτής, ενισχύεται το αποτέλεσμα προδιάθεσης σύμφωνα με το οποίο οι επενδυτές αρνούνται να πωλήσουν τα ζημιογόνα επενδυτικά στοιχεία που σημειώνουν απώλειες, γιατί θα χρειαστεί να «κλείσουν» τον συγκεκριμένο νοητικό λογαριασμό και να αισθανθούν το δυσβάσταχτο συναίσθημα της μετάνοιας. Επιπλέον μέσω της διατήρησης πολλών ανεξάρτητων μεταξύ τους νοητικών λογαριασμών, κάθε επένδυση εξετάζεται μεμονωμένα δίχως να μελετάται και η αλληλεξάρτηση της με τις υπόλοιπες που υπάρχουν στο χαρτοφυλάκιο και έτσι δεν προσμετράται ο κίνδυνος που ελλοχεύει από την τοποθέτηση των νέων επενδύσεων στο χαρτοφυλάκιο (Nofsinger, 2001). Με τον εσφαλμένο αυτό διαχωρισμό των επενδύσεων τους δηλαδή, οι επενδυτές αναλαμβάνουν μεγαλύτερο επενδυτικό κίνδυνο συνολικά και δεν επωφελούνται από τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους γιατί σε κάθε περίπτωση σημαντικός δεν είναι μόνο ο κίνδυνος ενός επενδυτικού στοιχείου, αλλά και συνεισφορά αυτού στο συνολικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου (Nofsinger, 2001).

3.4.1.6.1 Αποτέλεσμα του χαμένου κόστους

Σε αντίθεση με την Παραδοσιακή Χρηματοοικονομική θεωρία που υποστηρίζει πως οι επενδυτές για να λάβουν επενδυτικές αποφάσεις εξετάζουν τα υπάρχοντα στο παρόν και τα μελλοντικά κόστη και οφέλη όχι όμως και τα παρελθόντα χαμένα κόστη, η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική εξηγεί πως στην πραγματικότητα τα άτομα λαμβάνουν υπόψη και το κόστος κτήσης αλλά και το ιστορικό, μη ανακτήσιμο κόστος όταν καλούνται να λάβουν μελλοντικές αποφάσεις.

Για παράδειγμα, έστω ότι κάποιος πηγαίνει στον κινηματογράφο και μόλις φτάνει αντιλαμβάνεται πως έχασε το εισιτήριό του αξίας 10€. Είναι πιο πιθανό να αγοράσει καινούργιο εισιτήριο των 10€ ή να μην δει καθόλου την ταινία; Έρευνα απέδειξε πως μόνο το 46% εκείνων που απώλεσαν το εισιτήριό τους προτίθεντο να πάρουν νέο και να δαπανήσουν έτσι 20€, αντί για 10€. Από την άλλη έστω ότι το άτομο

πηγαίνει στον κινηματογράφο και μόλις φτάνει αντιλαμβάνεται πως έχασε 10€, είναι πιο πιθανό να πληρώσει 10€ με σκοπό την αγορά του εισιτηρίου που κοστίζει τόσο ή να επιλέξει να μην την δει ; Εν προκειμένω το 83% των ανθρώπων προτίθενται να αγοράσουν το εισιτήριο. Η διαφορά στα ποσοστά εξηγείται ως εξής, και στις δύο περιπτώσεις η απώλεια των \$10 θα στεναχωρήσει το άτομο όμως η απώλεια των μετρητών και η ευχαρίστηση από την παρακολούθηση της ταινίας ανήκουν σε διαφορετικούς νοητικούς λογαριασμούς (Shankar, 2007)

Αντίστοιχη συμπεριφορά εμφανίζουν και οι επενδυτές. Στην περίπτωση μιας επενδυτικής κίνησης για την οποία έχει δαπανηθεί χρόνος και χρήμα και η οποία αποδεικνύεται ζημιογόνος, ο επενδυτής δυσκολεύεται να πάρει την απόφαση να κλείσει τον εν λόγω νοητικό λογαριασμό, διότι τότε θα έρθει αντιμέτωπος με το οδυνηρό συναίσθημα της μετάνοιας και θα θέσει υπό αμφισβήτηση τις προσωπικές του δεξιότητες. Έτσι καταλήγει να διακρατά την επένδυση αυτή, προσδοκώντας πως θα ανακάμψει, προβαίνοντας ακόμη και στην επένδυση πρόσθετου κεφαλαίου (Nofsinger, 2001), διογκώνοντας έτσι τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου του (Mangot, 2007).

3.4.1.6.2. Φαινόμενο διαθέσιμου χρήματος

Το φαινόμενο του διαθέσιμου χρήματος αναφέρεται στην τάση των ατόμων να αναλαμβάνουν κίνδυνο όταν έχουν διαθέσιμα χρήματα αλλά όταν δεν έχουν να μην προβαίνουν στην ανάληψη του αντίστοιχου κινδύνου και ονομάστηκε έτσι εξαιτίας των παικτών στα καζίνο που αναλαμβάνουν μεγαλύτερο κίνδυνο κατά κύριο λόγο με τα ποσά που μόλις κέρδισαν.

Για παράδειγμα, έστω ότι κάποιος βρίσκεται στο Las Vegas για μια ημερίδα και κατόπιν αυτής επισκέπτεται το καζίνο. Κερδίζει λοιπόν σε κάποιο τυχερό παιχνίδι \$1.000. Εάν την ίδια ημέρα είχε λάβει ένα πολυπόθητο bonus \$1.000 αντί για αυτό το μη αναμενόμενο κέρδος του ίδιου ύψους, η συμπεριφορά του στο καζίνο θα ήταν η ίδια; Η απάντηση είναι όχι, διότι στην περίπτωση του μη αναμενόμενου κέρδους είναι πιο πρόθυμος να αναλάβει μεγαλύτερο κίνδυνο γιατί στοιχηματίζει με τα χρήματα που μόλις κέρδισε στο καζίνο και όχι με τα δικά του. Έτσι εξηγείται και το ότι πολλάκις τα καζίνο προσφέρουν στους πελάτες τους ένα μικρό χρηματικό ποσό στην αρχή ώστε να τους δελεάσουν (Mangot, 2007).

Παρατηρείται λοιπόν μια δυσκολία των ανθρώπων να εντάξουν τα νεοποκτηθέντα κέρδη τους στον ήδη υπάρχοντα πλούτο τους. Το ίδιο συμβαίνει και στον επενδυτικό κόσμο όπου οι επενδυτές τείνουν να αναλαμβάνουν μεγαλύτερα ρίσκα με τα

κέρδη που προκύπτουν από τις επενδύσεις τους με απότοκο πολλές φορές να ζημιώνονται και να μην ενσωματώνουν τα κέρδη τους αυτό στον πλούτο τους. Μια προηγηθείσα ζημία δύναται να οδηγήσει τον επενδυτή στην αποστροφή κινδύνου, ενώ ένα προηγηθέν κέρδος δύναται να τον οδηγήσει στην ανάληψη μεγαλύτερου κινδύνου(Thaler & Johnson, 1990). Αυτό επιβεβαιώνεται και από μια μελέτη στο χρηματιστήριο της Ταϊβάν από την οποία εξήχθη το συμπέρασμα πως οι επενδυτές αναλαμβάνουν μεγαλύτερο κίνδυνο τις απογευματινές ώρες αν κατά τις πρωινές είχαν σημειώσει κέρδη (Liu, Tsai, Wang, & Zhu 2006). Συνεπώς, το προγενέστερο κέρδος επηρεάζει άμεσα την ανάληψη ή μη κινδύνου στις επόμενες συναλλαγές.

3.4.1.6.3 Θεωρία Συμπεριφορικού Χαρτοφυλακίου

Σύμφωνα με τη Θεωρία Συμπεριφορικού Χαρτοφυλακίου το χαρτοφυλάκιο ενός επενδυτή αποτελείται από περισσότερα υποχαρτοφυλάκια τα οποία σχηματίζουν μια πυραμίδα αποτελούμενη από αξιόγραφα (Statman 1999, Shefrin & Statman, 2000), έκαστη βαθμίδα της οποίας στοχεύει στην επίτευξη ενός σκοπού και εμπεριέχει διαφορετικό επίπεδο κινδύνου. Έτσι λοιπόν δημιουργείται διαφορετικοί νοητικοί λογαριασμοί για κάθε επενδυτικό στόχο, έχοντας διαφορετικό βαθμό επικινδυνότητας. Συγκεκριμένα, πορευόμενοι από τα πιο χαμηλά προς τα πιο υψηλά επίπεδα της πυραμίδας αυξάνονται και τα επίπεδα κινδύνου αλλά και οι προσδοκώμενες αποδόσεις.

Στη βάση της πυραμίδας (επίπεδο 5) τοποθετούνται οι επενδύσεις που συνδράμουν την διαφύλαξη του πλούτου των επενδυτών και διαθέτουν τον μικρότερο βαθμό κινδύνου αλλά και απόδοσης. Συνεχίζοντας προς τα πάνω συναντάμε τον επόμενο στόχο, εκείνο της δημιουργίας πλούτου αρχικά με συντηρητικό τρόπο (επίπεδο 4) ενώ αμέσως μετά πιο επιθετικά (επίπεδο 3). Παραπάνω απαντάται η κερδοσκοπία (επίπεδο 2) ενώ στην κορωνίδα της πυραμίδας βρίσκονται τα τυχερά παιχνίδια(επίπεδο 1) τα οποία χαρακτηρίζονται από υψηλό ρίσκο αλλά και μεγάλη αναμενόμενη απόδοση. Η διαφοροποίηση των υποχαρτοφυλακίων δηλαδή έγκειται στους διαφορετικούς επενδυτικούς στόχους (Nofsinger, 2001).

Η θεωρία του συμπεριφορικού χαρτοφυλακίου συσχετίζεται και με την θεωρία των αναγκών του Maslow (1943). Η πρώτη μεμονωμένα επισημαίνει πως οι επενδυτές διαθέτουν περισσότερα του ενός χαρτοφυλάκια για την επίδιωξη των σκοπών τους ενώ υπό το πρίσμα της θεωρίας της ιεράρχησης των αναγκών του Maslow γίνεται μια προσπάθεια η ταξινόμηση των αναγκών του ατόμου να ιδωθεί από την χρηματοοικονομική σκοπιά (De Brouwer, 2009, 2012).

Ο Maslow (1943) υποστήριξε πως οι ανάγκες του ανθρώπου δεν εμφανίζονται όλες μαζί ταυτοχρόνα μα διαχωρίζονται σε επίπεδα και οι άνθρωποι επιδιώκουν να ικανοποιήσουν τις ανάγκες ενός επιπέδου αφού έχουν εκπληρώσει τις ανάγκες του προηγούμενου. Σύμφωνα με τον ίδιο υφίστανται πέντε επίπεδα αναγκών: α) οι βασικές ανάγκες, β) οι ανάγκες ασφάλειας, γ) οι ανάγκες κοινωνικής αποδοχής, δ) οι ανάγκες αυτοεκτίμησης και τέλος ε) οι ανάγκες αυτοπραγμάτωσης.

Αντίστοιχη ιεράρχηση υφίσταται και στην επενδυτική διαδικασία. Σε πρώτο πλάνο οι επενδυτές επιδιώκουν ασφάλεια και σταθερότητα με απώτερο στόχο την διατήρηση του πλούτου και την επιβίωση. Για την εκπλήρωση αυτής της ανάγκης οι επενδυτές προσπαθούν να εξασφαλίσουν πως ανά πάσα στιγμή θα διαθέτουν την απαραίτητη ρευστότητα. Γι' αυτό επιλέγουν επενδυτικά προϊόντα μικρού κινδύνου και απόδοσης αλλά μεγάλης ρευστότητας, όπως για παράδειγμα τα χρηματικά διαθέσιμα, τα έντοκα γραμμάτια Δημοσίου και τα αμοιβαία κεφάλαια. Σε δεύτερο πλάνο οι επενδυτές προσπαθούν να διαμορφώσουν ένα ασφαλές χαρτοφυλάκιο που θα τους εξασφαλίζει κάθε χρονική στιγμή, μακροπρόθεσμα και βραχυπρόθεσμα την κάλυψη των κατάλληλων συνθηκών διαβίωσης. Έτσι επιλέγουν αποταμιευτικά, συνταξιοδοτικά, ασφαλιστικά προγράμματα, κεφάλαια έκτακτων αναγκών και άλλα. Στο τρίτο επίπεδο εδράζεται η ανάγκη του ατόμου να απολαμβάνει την αποδοχή του κοινωνικού του περιγύρου και να είναι αγαπητό η οποία συνιστά την σημαντικότερη κινητήριο δύναμη για την φροντίδα του οικογενειακού περιβάλλοντος και η οποία σε όρους επενδύσεων, μεταφράζεται σε μακροπρόθεσμα αποταμιευτικά προγράμματα για τις σπουδές ή τον γάμο των τέκνων τους μελλοντικά με σκοπό να διευκολυνθεί η καθημερινότητά τους. Ένα επίπεδο πριν την κορυφή της πυραμίδας τοποθετούνται οι ανάγκες αυτοεκτίμησης, δηλαδή η ανάγκη των ανθρώπων να αισθάνονται ότι διαθέτουν κύρος, γόητρο και αναγνωρισιμότητα στον κοινωνικό τους περίγυρο. Τα χρήματα είναι αυτά που καλύπτουν αυτές τις ανάγκες διότι επιτρέπουν στα άτομα να αποκτήσουν αγαθά όπως πολυτελή σπίτια και οχήματα, να πραγματοποιούν ακριβά ταξίδια και άλλα. Γίνεται αντιληπτό εννοείται πως όσο οδεύουμε προς το τελευταίο επίπεδο της πυραμίδας, οι αποδόσεις και ο κίνδυνος των επενδυτικών επιλογών αυξάνονται, ενώ οι ανάγκες είναι ολοένα και πιο ήσσονος σημασίας. Στην κορυφή της πυραμίδας βρίσκονται οι ανάγκες αυτοπραγμάτωσης οι οποίες είναι διαφορετικές για κάθε άνθρωπο. Θα μπορούσαμε να πούμε πως σε αυτό το επίπεδο οι επενδυτές επιδιώκουν να διαμορφώσουν ένα χαρτοφυλάκιο το οποίο υπεραποδίδει σε σχέση με την αγορά. Αυτό βεβαίως αφορά τους επενδυτές οι οποίοι δραστηριοποιούνται προσωπικά στον επενδυτικό τομέα και όχι μέσω επαγγελματιών διαχειριστών ή αμοιβαίων κεφαλαίων.

Διάγραμμα 3.5 – Η πυραμίδα των αναγκών του Maslow



Πηγή: S. MacLeod (2007)

Κατά τη θεωρία αυτή λοιπόν οι άνθρωποι δημιουργώντας ανεξάρτητους νοητικούς λογαριασμούς για κάθε τους σκοπό, ικανοποιούν διαφορετικές ανάγκες τους και ο κάθε λογαριασμός εμπεριέχει διαφορετικό επίπεδο κινδύνου σε σχέση πάντα με την ανάγκη την οποία επιθυμεί να καλύψει. Παραδείγματος χάριν το αναλαμβανόμενο επίπεδο κινδύνου ενός επενδυτή που αφορά τη διασφάλιση των σπουδών των τέκνων του είναι σαφώς μικρότερο από εκείνο που αφορά την αγορά ενός ακριβού οχήματος.

Η σημασία της δε είναι ιδιαίτερα σημαντική για τους οικονομικούς συμβούλους δοθέντος ότι κάθε πελάτης τους ενδέχεται να διαθέτει πολλά προφίλ κινδύνου εξαρτώμενα από τις ανάγκες που επιδιώκει να καλύψει σε κάθε περίπτωση και έτσι το να δημιουργούν ένα χαρτοφυλάκιου εμπεριέχον συγκεκριμένο επίπεδο κινδύνου δεν συνιστά την πιο συμφέρουσα επιλογή για αυτόν.

3.4.1.7. Σφάλμα Διατύπωσης

Πρόκειται περί ενός εκ των πιο κρίσιμων γνωστικών σφαλμάτων, που σχετίζεται με την ροπή του επενδυτικού κοινού να αντιμετωπίζει τα προβλήματα που παρουσιάζονται με διαφορετικό τρόπο, ανάλογο του πλαισίου και του τρόπου που διατυπώνονται κάθε φορά (Pomprian, 2006). Η διατύπωση του εκάστοτε προβλήματος λοιπόν επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό τη λήψη ή όχι μιας επενδυτικής απόφασης (Tversky & Kahneman, 1981). Οι επενδυτές που υποπίπτουν σε αυτό το σφάλμα, προβαίνουν σε επιλογές, στηριζόμενοι στο πλαίσιο παρουσίασης τους και όχι στις ιδιαίτερα χαρακτηριστικά αυτών των επιλογών (Pomprian, 2006). Δεν είναι σπάνιο το φαινόμενο

οι επενδυτές να προβούν σε επενδύσεις τις οποίες δεν θα επέλεγαν, ένα αλλάζει ο τρόπος με τον οποίο αυτές παρουσιάζονται.

Οι Kahneman και Tversky(1982) παρουσίασαν ένα παράδειγμα στο οποίο όσοι συμμετείχαν κλήθηκαν να υποθέσουν πως στις ΗΠΑ αναμένεται η εμφάνιση μιας ασθένειας, η οποία πρόκειται να σκοτώσει 600 ανθρώπους. Για την καταπολέμηση της υπάρχουν δύο προγράμματα. Στην ομάδα συμμετεχόντων No1 τα δύο προγράμματα ήταν τα ακόλουθα: Α «200 άνθρωποι θα επιζήσουν» και Β «Υπάρχει πιθανότητα 1/3, 600 άνθρωποι να επιζήσουν και πιθανότητα 2/3 κανένας άνθρωπος να μην επιζήσει». Ποσοστό 72% προτίμησε το πρώτο πρόγραμμα. Η ομάδα συμμετεχόντων No2 είχε να επιλέξει ανάμεσα στα εξής προγράμματα: Γ «400 άνθρωποι θα πεθάνουν» και Δ «Υπάρχει πιθανότητα 1/3 κανείς να μη πεθάνει, και πιθανότητα 2/3 600 άνθρωποι να πεθάνουν» Εν προκειμένω το 78% των συμμετεχόντων προτίμησε το πρόγραμμα Δ. Με μια προσεκτικότερη ματιά ωστόσο αντιλαμβανόμαστε ότι το πρόγραμμα Α είναι ίδιο με το Γ όπως και το Β είναι όμοιο με το Δ, και άρα η σημαντικότητα του σφάλματος διατύπωσης καθίσταται σαφής βλέποντας πως οι ερωτηθέντες ουσιαστικά παρασύρθηκαν από το πλαίσιο διατύπωσης των προγραμμάτων δίνοντας διαφορετικές απαντήσεις.

Οι συνέπειες του σφάλματος διατύπωσης εμφανίζονται στον επενδυτικό χώρο κατά την χρησιμοποίηση ερωτηματολογίων επενδυτικού προφίλ (Pompian, 2006), διότι ανάλογα με το πως τίθενται τα ερωτήματα για σοβαρά επενδυτικά θέματα όπως ο κίνδυνος, οι επενδυτές ενδέχεται να δίνουν και διαφορετικές απαντήσεις, συμπεριφορά η οποία είναι εξαιρετικά επικίνδυνη για αυτούς διότι λαμβάνοντας υπόψη τα παραπλανητικά αποτελέσματα του ερωτηματολογίου τείνουν να διαμορφώνουν αντίστοιχα και τα χαρτοφυλάκια τους, αναλαμβάνοντας μεγαλύτερο ή μικρότερο κίνδυνο από το πραγματικά επιδιωκόμενο επίπεδο.

Κατά τον Shefrin (2000) το σφάλμα της διατύπωσης έχει τις ρίζες του σε τρεις αιτίες: α) στην αποστροφή ζημιάς, β) στις ταυτόχρονες αποφάσεις και γ) στην ηδονική επεξεργασία. Αναφορικά με την αποστροφή ζημιάς, πρόκειται για την τάση των επενδυτών να προβαίνουν στην επένδυση η οποία εμφανίζεται ως η πιο συμφέρουσα ακόμη και αν αυτό οφείλεται στον τρόπο με τον οποίο διατυπώνεται δίχως να ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα. Για παράδειγμα, έστω ότι έχετε δύο επιλογές: α) να έχετε μια σίγουρη απώλεια 7.500€ ή β) 75% πιθανότητα να χάσετε 10.000€ και 25% πιθανότητα να μη χάσετε τίποτα. Παρά το γεγονός ότι η αναμενόμενη απώλεια

είναι ίδια και στις δύο περιπτώσεις (7.500€) η πλειοψηφία των ανθρώπων προτιμά τη δεύτερη επιλογή καθώς απεχθάνεται να χάνει.

Όσον αφορά τις ταυτόχρονες αποφάσεις, πρόκειται για αποφάσεις που λαμβάνονται την ίδια στιγμή, όμως διατηρούνται σε ξεχωριστούς νοητικούς λογαριασμούς και το κόστος και όφελος έκαστης εναλλακτικής εξετάζεται μεμονωμένα και όχι σε σχέση με την αύξηση ή μείωση του συνολικού πλούτου του χαρτοφυλακίου του επενδυτή με βάση την απόφαση που καλείται να πάρει. Επεκτείνοντας το προηγούμενο παράδειγμα, φανερώνεται η σημασία της διατύπωσης όταν ερχόμαστε αντιμέτωποι με ταυτόχρονες αποφάσεις. Ας υποθέσουμε ότι υφίστανται δύο εναλλακτικές αποφάσεις για κάποιον: Α) Το άτομο καλείται να επιλέξει μεταξύ ενός σίγουρου οφέλους 2.400€ ή 25% πιθανότητας να κερδίσει 10.000€ και 75% πιθανότητας να μην κερδίσει κάτι και Β) Το άτομο καλείται να επιλέξει μεταξύ μιας σίγουρης απώλειας 7.500€ ή 75% πιθανότητας να χάσει 10.000€ και 25% πιθανότητα να μη χάσει κάτι. Η πλειοψηφία των ανθρώπων στην περίπτωση Α επιλέγει το σίγουρο κέρδος των 2.400€ παρότι το προσδοκώμενο όφελος της δεύτερης επιλογής είναι 2.500€. Στην περίπτωση Β, η πλειοψηφία επιλέγει τη δεύτερη επιλογή με την ελπίδα πως εν τέλει η απώλεια θα είναι μηδενική. Οι αποφάσεις αυτές αν και ταυτόχρονες, ανήκουν σε διαφορετικούς νοητικούς λογαριασμούς και έτσι εξετάζονται μεμονωμένα κάθε μία ως προς τα κέρδη και τις απώλειες που τη συνοδεύουν, και όχι συνδυαστικά ώστε να προκύψουν οι ορθότερες επιλογές για τη μεγιστοποίηση του πλούτου του χαρτοφυλακίου του επενδυτή. Ως εκ τούτου, το αποτέλεσμα που προκύπτει από την ανάλυση των ανωτέρω επιλογών, είναι το άτομο να κερδίσει 2.400€ με 25% πιθανότητα και να απωλέσει 7.600€ με 75% πιθανότητα. Ωστόσο αν επιλεγόταν η δεύτερη επιλογή στην περίπτωση Α και η πρώτη επιλογή στην περίπτωση Β, το άτομο θα είχε 25% πιθανότητα να κερδίσει 2.500€ και 75% πιθανότητα να απωλέσει 7.500€. Η προκειμένη διαφορά των 100€ είναι απόρροια του σφάλματος διατύπωσης.

Τέλος η ηδονική επεξεργασία έχει να κάνει με τον τρόπο που λειτουργούν οι επενδυτές προσπαθώντας να λάβουν την απόφαση εκείνη που θα τους προκαλέσει λιγότερη στενοχώρια και μεγαλύτερη ικανοποίηση. Παραδείγματος χάριν όταν έχουν να επιλέξουν ανάμεσα στη ρευστοποίηση μιας επένδυσης που δεν τους αποφέρει κέρδη και στη μεταφορά του εν λόγω κεφαλαίου σε κάποια άλλη επένδυση, επιλέγουν την δεύτερη προοπτική διότι έτσι μεταφέρουν απλώς το κεφάλαιο τους σε έτερο νοητικό λογαριασμό δίχως να αναγκάζονται να «κλείσουν» τον άλλο και να νιώσουν τα οδυνηρά αισθήματα της απώλειας και της μετάνοιας.

Επιπλέον ένα ακόμη κεφάλαιο της ηδονικής επεξεργασίας αφορά την τάση των επενδυτών να αθροίζουν τις απώλειες και να ξεχωρίζουν από αυτές τα οφέλη της κάθε επένδυσης (Thaler, 1985) καθώς όταν οι απώλειες ενοποιούνται προκαλούν λιγότερα αρνητικά συναισθήματα ενώ ο διαχωρισμός των κερδών από αυτές προσφέρει μεγαλύτερη ευχαρίστηση. Επιπλέον οι επενδυτές τείνουν να πωλούν τις ζημιογόνες μετοχές του χαρτοφυλακίου τους ταυτόχρονα εν αντιθέσει με τις κερδοφόρες τις οποίες πωλούν σε διαφορετικές χρονικές στιγμές. Ο συγκεκριμένος τρόπος συμπεριφοράς κατά τον Lim (2006) αποδίδεται στο ότι μέσω της σωρευτικής πώλησης των ζημιογόνων επενδύσεων ο επενδυτής αποφεύγει να βιώσει διαδοχικά, περισσότερες δυσάρεστες στιγμές, ενώ η ικανοποίηση του από την περιοδική πώληση των κερδοφόρων μετοχών αυξάνεται πολλαπλασιαστικά.

3.4.1.7.1. Ψευδαίσθηση του χρήματος

Στην κατηγορία του σφάλματος διατύπωσης, εντάσσεται και η ψευδαίσθηση του χρήματος, η τάση δηλαδή των ανθρώπων να αποφασίζουν σκεπτόμενοι σε ονομαστικούς και όχι σε πραγματικούς όρους (Φίλιππας, 2011) παραβλέποντας έτσι την αληθινή αξία των χρημάτων και παρακάμπτοντας τις δυσμενείς συνέπειες που έχει ο πληθωρισμός σε αυτή (Shafir, Diamond & Tversky, 1997).

Έτσι και οι επενδυτές τείνουν να μην λαμβάνουν υπόψη στις επενδυτικές τους επιλογές τον πληθωρισμό (Shefrin 2000), αποδίδοντας κατ' αυτόν τον τρόπο μεγαλύτερη αξία σε ορισμένες επενδυτικές επιλογές απ' ό,τι αυτές αξίζουν στην πραγματικότητα (Stix, 2009). Παραδείγματος χάριν, οι εν δυνάμει αγοραστές ενός ακινήτου πολλές φορές είναι πεπεισμένοι ότι ένα σπίτι συνιστά μια ορθή και συμφέρουσα επένδυση, λόγω της εσφαλμένης πεποίθησης τους, πως οι τιμές κτήσης των ακινήτων συνεχώς θα αυξάνονται άρα αυξάνεται και η αξία της επένδυσης τους. Αυτό φυσικά δεν ισχύει, καθώς η τιμή επένδυσης αποτελεί η τιμή αγοράς του ακινήτου η οποία πρέπει να συγκριθεί με τη σημερινή αξία του ακινήτου. Παράλληλα η σημερινή υπέρμετρη φορολόγηση (ΕΝΦΙΑ, τεκμήρια, φόροι κληρονομίας κ.ό.κ.) δεν αφήνει περιθώρια για κερδοφορία. Το εν λόγω συμπεριφορικό σφάλμα λοιπόν, σχετίζεται με την αδυναμία των ανθρώπων να αντιληφθούν πως μια χρηματική μονάδα δύναται να αποκτήσει μεγαλύτερη αλλά και να χάνει την ήδη υπάρχουσα αξία της μέσα στον χρόνο (Fisher, 1930).

3.4.1.8 Υπερβολική Αυτοπεποίθηση

Η υπερβολική αυτοπεποίθηση αποτελεί ένα από τα σπουδαιότερα συμπεριφορικά λάθη και συνιστά έναν από τους ισχυρότερους ψυχολογικούς παράγοντες που κατευθύνει τη συμπεριφορά των ατόμων κατά τους De Bondt και Thaler, (1985). Με τον όρο αυτό αναφερόμαστε στην τάση των ανθρώπων να υπερεκτιμούν τις γνώσεις τους καθώς και την ακρίβεια των προβλέψεων τους, να υποτιμούν τους κινδύνους που ελλοχεύουν και να διατηρούν την πεποίθηση ότι διαχειρίζονται και ελέγχουν με τον καλύτερο τρόπο τις καταστάσεις. Ουσιαστικά στην συντριπτική τους πλειοψηφία οι άνθρωποι τείνουν να υπερεκτιμούν τις ικανότητές τους. Στην ερώτηση «Πόσο καλοί οδηγοί είστε; Είστε καλύτεροι από το μέσο όρο, χειρότεροι ή ανήκετε στον μέσο όρο;» το 82% αξιολόγησε τον εαυτό του πάνω από το μέσο όρο (Svenson 1981). Κατά τον Nofsinger (2001) εάν δεν υφίστατο καθεστώς υπερβολικής αυτοπεποίθησης θα έπρεπε το 1/3 όσων ερωτήθηκαν να απαντήσει άνω του μέσου όρου, το 1/3 κάτω του μέσου όρου και το υπόλοιπο 1/3 ότι εντάσσεται στον μέσο όρο.

Παράλληλα τα άτομα λόγω της υπερβολικής αυτοπεποίθησης που κατακλύζει τον ψυχισμό τους παρουσιάζουν και την ψευδαίσθηση της εγκυρότητας των απόψεων τους, καθώς έχουν την τάση να πιστεύουν πως οι προσωπικές τους απόψεις είναι έγκυρες, αληθείς και ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα (Kahneman & Tversky, 1973).

Η υπερβολική αυτοπεποίθηση εμφανίζεται και στον επενδυτικό χώρο και είναι αυτός ο παράγοντας που ωθεί τους επενδυτές να υπερεκτιμούν τις δεξιότητες τους στην επεξεργασία, ανάλυση και επιλογή επενδυτικών στοιχείων με άμεσο αποτέλεσμα να αναλαμβάνουν οι ίδιοι ενεργά την διαχείριση του χαρτοφυλακίου τους, και να ωθούνται στη διενέργεια εκτεταμένων συναλλαγών με τις αντίστοιχες οικονομικές δαπάνες και την συνεπαγόμενη ανάληψη υψηλού επενδυτικού κινδύνου εξαιτίας των πολλών συναλλαγών που κάνουν με αβέβαια μελλοντικά οφέλη.

Επιπλέον η σιγουριά των επενδυτών πώς οι επιλογές τους είναι οι ορθές καταλήγει πολλάκις στη δημιουργία χαρτοφυλακίων που στερούνται διαφοροποίησης. Παράλληλα η πλειοψηφία των επενδυτών με υπερβολική αυτοπεποίθηση συναλλάσσεται περισσότερο δοθέντος ότι έχουν αμέριστη εμπιστοσύνη στον εαυτό τους και δεν πτοούνται από την πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς, ούτε επηρεάζονται από τις πεποιθήσεις άλλων επενδυτών ή επενδυτικών συμβούλων των οποίων την βοήθεια δεν ζητούν (Goetzmann & Kumar, 2008).

Ακόμη, η υπερβολική αυτοπεποίθηση ωθεί τους επενδυτές να πιστεύουν πως είναι σε θέση να κατανοήσουν τη λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς και να προβλέψουν τις διακυμάνσεις της σε βραχυχρόνιο ορίζοντα ενώ στην πραγματικότητα

οι προβλέψεις τους βασίζονται κατά κύριο λόγο στη διαίσθηση, κάποιες φορές στην τύχη και λιγότερο στις ατομικές τους ικανότητες.

Η υπέρμετρη εμπιστοσύνη ενός επενδυτή στο άτομο του δε, έχει άμεσες, αλλά και έμμεσες συνέπειες, αφορώσες κυρίως τον τρόπο επεξεργασίας στοιχείων. Η άμεση συνέπεια είναι το γεγονός ότι τα άτομα αποδίδουν μεγαλύτερη σημασία στις πληροφορίες που τα ίδια συλλέγουν, υπερεκτιμώντας τις νοητικές τους δυνατότητες στη διαδικασία συλλογής και ανάλυσης πληροφοριών. Στις έμμεσες επιπτώσεις ανήκει η ροπή των επενδυτών να επεξεργάζονται τις πληροφορίες έτσι ώστε να διατηρούν την αυτοπεποίθηση που έχουν στον εαυτό τους, και να επιβεβαιώνουν παλαιότερες επιλογές και αποφάσεις τους (Daniel, Hirshleifer, Subrahmanyam 1998).

3.4.1.8.1 Ψευδαίσθηση Ελέγχου

Ένα ακόμη συμπεριφορικό σφάλμα που ασκεί επιρροή στην συμπεριφορά των επενδυτών, είναι το σφάλμα της ψευδαίσθησης του ελέγχου, το οποίο συνδέεται με την υπερβολική αυτοπεποίθηση των ανθρώπων ότι δύνανται να ελέγξουν ακόμη και να επηρεάσουν την έκβαση απρόβλεπτων και ανεξέλεγκτων γεγονότων τα οποία αντικειμενικά δεν ελέγχονται (Pompian, 2006). Εξ'ού και η επιμονή των περισσότερων να διαλέγουν μόνοι τους τους τυχερούς λαχνούς που αγοράζουν, από το να επιλέγουν στην τύχη ή να επιλέγει ο λαχειοπώλης γι' αυτούς πιστεύοντας πως έτσι αυξάνουν τις πιθανότητες επιτυχίας και κερδοφορίας τους (Langer, 1975). Η συμπεριφορά αυτή ονομάζεται εναλλακτικά και σύνδρομο της προσωπικής επιλογής και σχετίζεται με το γεγονός, ότι τα άτομα τείνουν να υπερεκτιμούν την δύναμη πραγμάτων που έχουν διαλέξει αυτοπροσώπως ή που έχουν «αγγίξει» (Σπύρου, 2009)

Στον χώρο των επενδύσεων η ψευδαίσθηση του ελέγχου σχετίζεται με την υπερτίμηση των πιθανοτήτων επιτυχίας των επενδυτών. Οι επενδυτές θεωρώντας ότι έχουν τον έλεγχο σε κάθε επενδυτική τους κίνηση και ότι μπορούν να αντιμετωπίσουν πιθανές ανωμαλίες της επενδυτικής διαδικασίας, προβαίνουν σε επενδύσεις σωρηδόν, υποεκτιμώντας τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο της κάθε μεμονωμένης, επένδυσης. Μάλιστα πραγματοποιούν σε μεγάλο βαθμό επενδύσεις μέσω του διαδικτύου, λόγω της εσφαλμένης πεποίθησης τους ότι έχουν τον πλήρη έλεγχο των ηλεκτρονικών συναλλαγών (Mangot, 2007). Οι συναλλαγές μέσω διαδικτύου βοηθούν τους επενδυτές να διατηρήσουν την πεποίθηση πως οι ίδιοι και οι προσωπικές τους ικανότητες μπορούν να διαμορφώσουν τις αποδόσεις των χαρτοφυλακίων τους και όχι η δύναμη της αγοράς.

Με αυτόν τον τρόπο συναλλαγών ο επενδυτής εξοικειώνεται με την επενδυτική διαδικασία, δοθέντος ότι συμμετέχει ο ίδιος ενεργά σε αυτή, προβαίνοντας στη λήψη αποφάσεων αυτοπροσώπως και βιώνοντας τις θετικές και αρνητικές συνέπειες αυτών ήτοι τα συνεπαγόμενα κέρδη και απώλειες. Παράλληλα μέσω του διαδικτύου επιτυγχάνεται διάχυση των διαθέσιμων πληροφοριών οι οποίες ενισχύουν την αυτοπεποίθηση του επενδυτικού κοινού, δίχως όμως αυτό να σημαίνει αυτόματα πως ενισχύονται και ποιοτικά. Η ύπαρξη τους όμως και μόνο είναι αρκετή για να οδηγήσει στην υπερβολική ανάληψη επενδυτικού κινδύνου (Barber & Odean 2002).

3.4.1.8.2. Ψευδαίσθηση γνώσης

Η υπερβολική αυτοπεποίθηση των ατόμων, τα οδηγεί στην υπερεκτίμηση των γνώσεων τους (Barber & Odean, 2001), καταλήγοντας στην υιοθέτηση της εσφαλμένης πεποίθησης πως γνωρίζουν περισσότερα από αυτά που στην πραγματικότητα όντως ξέρουν (Shiller, 2000). Επιπροσθέτως η ψευδαίσθηση αυτή οδηγεί τα άτομα να εκφέρουν γνώμη επί παντός επιστητού ακόμη και για θέματα τα οποία δεν γνωρίζουν καθόλου ή για τα οποία γνωρίζουν ελάχιστα και μάλιστα πράττουν βασιζόμενοι στη γνώμη τους αυτή.

Εξυπακούεται πως η ποσότητα της πληροφόρησης που είναι διαθέσιμη δεν είναι πάντα ανάλογη των γνώσεων που διαθέτουν τα άτομα. Μάλιστα δεν είναι λίγες οι φορές που η λιγότερη πληροφόρηση αποδεικνύεται περισσότερο διαφωτιστική δοθέντος ότι και ο εγκέφαλος μπορεί να επεξεργάζεται και να αναλύει συγκεκριμένο αριθμό δεδομένων σε συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα. Κατά τον Montier (2007) δε, ο καταιγισμός διαθέσιμων πληροφοριών ύστερα από κάποιο σημείο, δεν οδηγεί στην αύξηση της ακρίβειας των προβλέψεων και επιλογών των επενδυτών, παρά μόνο αυξάνει την αυτοπεποίθησή τους, μειώνοντας την πιθανότητα σωστών αξιολογήσεων των επενδυτών αφού πολλές φορές αντί να τους διαφωτίζει τους δημιουργεί σύγχυση.

Τέλος το εν λόγω συμπεριφορικό σφάλμα μπορεί να δημιουργήσει στους επενδυτές την αίσθηση ότι ήδη κατέχουν αρκετές γνώσεις, ωθώντας τους κατ' αυτόν τον τρόπο να αδιαφορούν για νέες διαθέσιμες πληροφορίες, οι οποίες όμως ενδέχεται να αποδειχθούν άκρως χρήσιμες και σημαντικές με συνέπεια να παρασύρονται σε παρακινδυνευμένες επιλογές και στην ανάληψη μεγαλύτερου κινδύνου για τα χαρτοφυλάκιά τους.

3.4.1.8.3 Σφάλμα προσωπικής επιτυχίας

Το συγκεκριμένο σφάλμα αφορά την ροπή των ανθρώπων να θεωρούν πως οι επιτυχίες τους οφείλονται στις ατομικές τους δυνατότητες, ακόμα κι όταν αυτές δεν ασκούν την παραμικρή επιρροή στις καταστάσεις, αλλά ταυτόχρονα να αποδίδουν τις αποτυχίες τους σε απρόβλεπτους, εξωτερικής φύσεως παράγοντες (Hirshleifer, 2001).

Λόγος ύπαρξης του εν λόγω συμπεριφορικού σφάλματος είναι το γεγονός ότι τα άτομα αποτυγχάνουν συχνότερα απ' ότι προσδοκούν και δίχως την ύπαρξη του μηχανισμού του σφάλματος προσωπικής επιτυχίας, η αυτοεκτίμηση τους θα κατακρημνιζόταν μετά από κάθε αρνητική εμπειρία.

Το ίδιο ισχύει και για τους επενδυτές, η αυτοπεποίθηση των οποίων εκτινάσσεται σε ανοδικές και κερδοφόρες περιόδους (Hirshleifer, 2001) τις επενδυτικές επιτυχίες των οποίων αποδίδουν στις αλάνθαστες, άψογες και εξαιρετικές τους επενδυτικές ικανότητες, ενώ όταν σημειώνουν επενδυτικές απώλειες και ζημίες, η ευθύνη καταπίπτει σε εξωγενείς παράγοντες, όπως η κακή τύχη (Shefrin, 2000).

Οι Langer και Roth (1975) αποτύπωσαν την συμπεριφορά αυτή στη διαχρονική φράση «Κορώνα κερδίζω, γράμματα είναι η τύχη», προσπαθώντας να εξηγήσουν πως στο μυαλό του επενδυτή, τα κέρδη αποτελούν περίτρανη απόδειξη των γνώσεων και ικανοτήτων του ενώ οι ζημίες αποδίδονται στις συνθήκες και συγκυρίες που επικρατούν στην οικονομία και στο χρηματιστήριο.

3.4.1.8.4. Σφάλμα της εκ των υστέρων γνώσης

Σφάλμα της εκ των υστέρων γνώσης καλείται η αίσθηση ορισμένων επενδυτών, να νομίζουν πως γνώριζαν και είχαν προβλέψει ορθά και με ακρίβεια κάποιο γεγονός, προτού αυτό εν τέλει συμβεί και παρουσιάζεται κυρίως μετά από μια πτωτική για την χρηματιστηριακή αγορά περίοδο (Montier, 2007).

Το συγκεκριμένο σφάλμα ενδυναμώνει την ήδη υπερβάλλουσα αυτοπεποίθηση των επενδυτών δημιουργώντας τους την εσφαλμένη πεποίθηση πως οι αγορές τυγχάνουν πιο προβλέψιμες από όσο πραγματικά είναι (Shiller, 2000). Για παράδειγμα την περίοδο της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008, όσοι ασχολούνταν με τον χώρο των επενδύσεων υποστήριζαν ότι εκ των προτέρων αναγνώριζαν τα σημάδια της επερχόμενης «φούσκας» καίτοι και εκείνοι με τη συμπεριφορά τους συνέβαλαν ενεργά στην αύξηση των τιμών των ακινήτων (Stix, 2009) και όχι στον περιορισμό της.

Ωστόσο σε έρευνα που διεξήγαγαν οι Kahneman και Riepe (1998) αποδείχθη πως οι άνθρωποι σε ελάχιστες περιπτώσεις μπορούν να ανακαλέσουν στη μνήμη τους τι ακριβώς είχε συμβεί προτού ένα συγκεκριμένο γεγονός λάβει χώρα, παρ' όλα παρουσιάζουν την τάση να θεωρούν ότι είχαν προβλέψει με ακρίβεια γεγονότα που ακόμη και πιο άρτια καταρτισμένα και με σαφήνεια ενημερωμένοι αναλυτές δεν ήτο δυνατό να προβλέψουν.

Επίσης, σε αυτό το πλαίσιο εμφανίζεται και η τάση, οι ορθολογικές επενδυτικές επιλογές, να απαξιώνονται στις περιπτώσεις εκείνες που δε στέφθηκαν με την αναμενόμενη επιτυχία καθώς εκ των υστέρων οι επιτυχίες λογίζονται προβλέψιμες και οι αποτυχίες αναπόφευκτες περιορίζοντας έτσι τις επιπτώσεις της μετάνοιας.

3.4.2 ΣΥΝΑΙΣΘΗΜΑΤΙΚΑ ΣΦΑΛΜΑΤΑ

3.4.2.1. Αποστροφή Απώλειας

Το συναισθηματικό σφάλμα της αποστροφής απώλειας προτάθηκε για πρώτη φορά στα πλαίσια της θεωρίας προοπτικής από τους Kahneman και Tversky (1979) και αναφέρεται στην διακαή επιθυμία των ατόμων να αποφύγουν τις απώλειες, η οποία εμφανίζεται εντονότερη από την ανάγκη τους να αποκομίσουν κέρδος.

Καθίσταται σαφές έτσι πως η δυσάρεστη επιρροή που ασκεί μια απώλεια τυχάνει μεγαλύτερη από την ευχάριστη επιρροή που ασκεί ένα ισόποσο κέρδος αντίστοιχα, και συγκεκριμένα η ψυχολογική επιβάρυνση μιας απώλειας είναι διπλάσια από την ψυχολογική ανακούφιση κέρδους ίσης αξίας (Tversky & Kahneman, 1991). Αντίθετα, τα άτομα δείχνουν να επιδιώκουν τον κίνδυνο ο οποίος ενδέχεται να μετριάσει μια απώλεια.

Το παραπάνω συμπέρασμα επιβεβαιώνεται και από ένα πείραμα των Kahneman και Riepe (1998) οι οποίοι έθεσαν το εξής ζήτημα: Ας υποθέσουμε πως σε ένα στοίχημα που αφορά τη ρίψη κάποιου νομίσματος, θα πρέπει αν χάσετε να δώσετε 100€. Στην περίπτωση αυτή ποιο θα ήταν το ελάχιστο κέρδος που θα επιθυμούσατε να αποκομίσετε για να μετέχετε του στοιχήματος; Οι απαντήσεις των ατόμων στην πλειοψηφία τους, κινούνται στα 200€ με 250€, δηλαδή επιζητούν να αποκομίσουν σχεδόν 2 με 2,5 φορές τουλάχιστον μεγαλύτερο χρηματικό ποσό από εκείνο που διακυβεύεται. Ο συντελεστής αποστροφής ζημίας είναι εν προκειμένω περίπου 2, διότι όπως προαναφέρθηκε το αίσθημα της απώλειας κάποιου ποσού είναι σχεδόν δύο φορές πιο δυσβάσταχτο για τον άνθρωπο από εκείνο της ικανοποίησης που θα αισθανθεί αν κερδίσει το εν λόγω χρηματικό ποσό.

Το ίδιο ισχύει και στον επενδυτικό χώρο όπου και εκεί η δύναμη της απώλειας είναι περίπου δύο φορές μεγαλύτερη στον ψυχολογικό κόσμο των επενδυτών, από εκείνη μιας ίσης κερδοφορίας και οι επενδυτές οι οποίοι αποστρέφονται τον κίνδυνο επιζητούν έστω την αποκόμιση διπλάσιου κέρδους συγκριτικά με το ποσό της ενδεχόμενης απώλειας.

Παράλληλα, η αποστροφή απώλειας ωθεί τα οικονομούντα άτομα στην ανάληψη κινδύνων που υπό άλλες συνθήκες δεν θα αναλάμβαναν. Η παρατήρηση αυτή γίνεται αντιληπτή μέσα από ένα παράδειγμα των Shefrin και Statman και (1985) οι οποίοι ρώτησαν ορισμένους φοιτητές: α) Αν μπορούσατε να επιλέξετε μεταξύ ενός σίγουρου κέρδους 500€ και μιας προοπτικής 50%-50% να αποκομίσετε είτε 1000€ είτε 0€, τι θα διαλέγατε; και β) Αν υπήρχε μια απώλεια 500€ και μπορούσατε να λάβετε μέρος σε ένα στοίχημα έχον προοπτική 50%-50% είτε να απωλέσετε 1.000€ είτε 0€, ποια θα ήταν η επιλογή σας; Οι μισοί και πάνω ερωτηθέντες επέλεξαν το σίγουρο κέρδος στην πρώτη περίπτωση ενώ στη δεύτερη προτίθεντο να αναλάβουν κίνδυνο απώλειας 1.000€, προσδοκώντας, πως εν τέλει δε θα χάσουν τίποτα. Συμπεραίνουμε λοιπόν, πως τα οικονομούντα άτομα προτίθενται να αναλάβουν επιπλέον κίνδυνο για να συντηρήσουν την πιθανότητα αποφυγής απωλειών.

Απόρροια της ως άνω συμπεριφοράς είναι το αποτέλεσμα προδιάθεσης. Όποτε δηλαδή οι επενδυτές έρχονται αντιμέτωποι με ενδεχόμενες απώλειες στο χαρτοφυλάκιο τους, επιδιώκουν να τις αποτρέψουν ή έστω να ελαττώσουν το μέγεθος της ζημιάς που πρόκειται να επέλθει επιδιώκοντας να ενισχύσουν τα αδύναμα αξιόγραφα του χαρτοφυλακίου τους, γεγονός που ενδέχεται να προκαλέσει μεγαλύτερη οικονομική ζημία λόγω του πρόσθετου μη συστηματικού κινδύνου που επωμίζονται. Αυτό συμβαίνει διότι οι απώλειες λόγω του δυσάρεστου χαρακτήρα τους, καθίσταται δύσκολο να γίνουν αποδεκτές από τους επενδυτές (Mangot, 2007).

Στην πλειοψηφία των περιπτώσεων οι επενδυτές αποστρέφονται τόσο πεισματικά την απώλεια που καταλήγουν να διακρατούν μετοχές οι οποίες σημειώνουν απώλειες και τις οποίες θα έπρεπε προ πολλού να έχουν πουλήσει και να έχουν επανεπενδύσει τα κεφάλαια αυτά σε πιο επικερδείς επενδύσεις. Ακόμη πολλές φορές ωθούνται στην πρόωρη πώληση των κερδοφόρων μετοχών τους από φόβο μήπως περιορισθούν τα κέρδη ξαφνικά μειώνοντας έτσι και τις πιο σημαντικές αποδόσεις των χαρτοφυλακίων τους.

3.4.2.1.1. Μυωπική αποστροφή απώλειας

Μια επένδυση όταν εμφανίζει αρκετά υψηλές αποδόσεις αλλά και αρκετά αυξημένο επίπεδο επικινδυνότητας, το ενδεχόμενο οι αποδόσεις της να αποβούν εξαιρετικά επικερδείς ή εξαιρετικά ζημιογόνες εντός μιας χρονικής περιόδου, είναι μεγαλύτερο όταν η διάρκεια αυτής της περιόδου είναι μικρή. Όσο επεκτείνεται η διάρκεια κατά την οποία ο επενδυτής διακρατά την επένδυση στο χαρτοφυλάκιο του, τόσο η απόδοση της θα προσεγγίζει την μέση απόδοση που αυτή έχει εμφανίσει ιστορικά και το ενδεχόμενο ακραίων αποδόσεων είτε πολύ υψηλών είτε πολύ χαμηλών, γίνεται όλο και λιγότερο πιθανό (Mangot, 2007).

Ας πάρουμε το παράδειγμα της ρίψης ενός δίκαιου νομίσματος. Το ενδεχόμενο να χάσουμε σε δύο διαδοχικές ρίψεις είναι αρκετά μεγαλύτερο από το ενδεχόμενο να χάσουμε σε 20 ή σε 200 ρίψεις εκτελούμενες διαδοχικά. Δηλαδή, όσες περισσότερες οι ρίψεις τόσο περισσότερο οι πιθανότητες κερδοφορίας ή ήττας προσεγγίζουν το 50%. Με αντίστοιχο τρόπο λειτουργεί και το χρηματιστήριο. Όταν επενδύουμε σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα η προσδοκώμενη απόδοση ενός αξιογράφου προσεγγίζει κατά πολύ την ιστορική τιμή του, ενώ όταν επενδύουμε σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα τόσο το ενδεχόμενο επίτευξης υψηλών αποδόσεων όσο και το ενδεχόμενο ζημίας αυξάνονται σημαντικά (Mangot, 2007).

Η μυωπική αποστροφή απώλειας είναι ένας συνδυασμός της αποστροφής απώλειας και της ροπής όσων ασχολούνται με επενδύσεις να προβαίνουν σε αποτίμηση των επενδυτικών τους επιλογών σποραδικά, χωρίς εξετάζουν τη δυναμική τους σε βάθος χρόνου αλλά βραχυπρόθεσμα, αγνοώντας γεγονότα που μπορεί να συμβούν μετά τη λήξη του επενδυτικού τους ορίζοντα. (Benartzi & Thaler, (1995), Thaler, Tversky & Kahneman, Schwartz, (1997)).

Οι επενδυτές που εμφανίζουν το συμπεριφορικό σφάλμα της μυωπικής αποστροφής απώλειας τείνουν να εξετάζουν και να αντιμετωπίζουν κάθε επένδυση «μυωπικά» ήτοι ανεξάρτητα και μεμονωμένα από τις υπόλοιπες, σαν μονάδα και όχι σαν μέρος ενός συνόλου, παραβλέποντας τα οφέλη της διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου (Bernartzi και Thaler, 1995). Απόρροια αυτής της επενδυτικής στρατηγικής είναι ότι απαιτούν υψηλές αποδόσεις και μάλιστα σε σύντομο χρονικό ορίζοντα από την κάθε επένδυση μεμονωμένα και όχι από το σύνολο αυτών αθροιστικά καταλήγοντας να ενσωματώνουν στο χαρτοφυλάκιο τους μεγαλύτερο κίνδυνο, ενώ παράλληλα

διακρατούν τις επενδύσεις που σημειώνουν απώλειες προσδοκώντας ότι αυτές θα ανακάμψουν, ζημιώνοντας περαιτέρω το χαρτοφυλάκιο τους.

3.4.2.1.2 Προκατάληψη υπέρ του status quo

Η αποστροφή απώλειας πολλές φορές οδηγεί τους ανθρώπους να φοβούνται τις αλλαγές και να αποφεύγουν γι' αυτό να λαμβάνουν νέες αποφάσεις οι οποίες πρόκειται να αλλάξουν την τρέχουσα προσωπική, οικονομική κ.α. κατάσταση στην οποία βρίσκονται ανησυχώντας μη διαπράξουν κάποιο λάθος που θα τους ζημιώσει (Nofsinger, 2001). Εντούτοις και η επιλογή του ατόμου να μην πράξει συνιστά πράξη που επίσης μπορεί να περιέχει κίνδυνο και να αποδειχθεί ζημιογόνος. Η συμπεριφορά αυτή απαντάται με τον όρο «προκατάληψη υπέρ του status quo» (Samuelson & Zeckhauser, 1988).

Στον επενδυτικό κόσμο το σφάλμα αυτό περιγράφει την τάση του επενδυτικού κοινού να αποφεύγει οιαδήποτε επιλογή πρόκειται να φέρει σημαντικές αλλαγές και έτσι προτιμά να μην πράττει διόλου, κυρίως όποτε έρχεται αντιμέτωπο με ποικίλλες εναλλακτικές. Η επιλογή της αδράνειας συνεπάγεται τη διακράτηση των επενδύσεων του χαρτοφυλακίου των επενδυτών ακόμη και εκείνων που σημειώνουν απώλειες, με την ταυτόχρονη ανάληψη υψηλότερου κινδύνου με σκοπό να ισοσταθμίσουν τις απώλειες με μελλοντικά κέρδη, την αποφυγή επένδυσης σε καινούργια επενδυτικά στοιχεία και αναδιάρθρωσης των χαρτοφυλακίων τους καθώς αποστρέφονται την μεταβολή της τρέχουσας κατάστασης. (Pomprian, 2006). Η συμπεριφορά αυτή εμφανίζεται κυρίως σε περιόδους που το χρηματιστήριο διαγράφει καθοδική πορεία καθώς μια αλλαγή στα στοιχεία του χαρτοφυλακίου ενδέχεται να αναδείξει το γεγονός ότι κάποια επενδυτική κίνηση δεν ήταν ιδιαίτερα επιτυχημένη (Pomprian, 2006). Έτσι το εν λόγω συμπεριφορικό σφάλμα απαλλάσσει τους επενδυτές από το ενδεχόμενο αυτοαξιολόγηση τους που μπορεί να συνεπάγεται τη βίωση απογοητεύσεων.

Μάλιστα σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη των Fleming, Thomas και Dolan (2010), όσο πιο δύσκολες και περίπλοκες είναι οι αποφάσεις που καλείται να λάβει το άτομο, τόσο πιθανότερο είναι να εμφανίσει την προκατάληψη αυτή. Η διαδικασία λήψης αποφάσεων εξετάστηκε μέσω ενός πειράματος με 16 συμμετέχοντες, οι οποίοι παρακολουθώντας σε μια οθόνη ρίψεις από μπαλάκια του τέννις, έπρεπε να απαντούν κατά πόσο τα μπαλάκια πέφτουν μέσα ή έξω από το γήπεδο. Η απάντηση δινόταν από τον υπολογιστή, και οι συμμετέχοντες έπρεπε να συμφωνήσουν ή να διαφωνήσουν με αυτή. Φανερώθηκε έτσι η μεροληψία υπέρ των απαντήσεων που έδινε μετά από κάθε

ρίψη ο υπολογιστής, ο οποίος παραπλανώντας τους συμμετέχοντες τους ωθούσε να δίνουν λανθασμένες απαντήσεις. Συμπερασματικά, όποτε υφίσταται αμφιβολία αναφορικά με μία κατάσταση τα άτομα τείνουν να μην ενεργούν αφήνοντας τα πράγματα και τις καταστάσεις ως έχουν.

3.4.2.1.3. Αποτέλεσμα κληροδοτήματος

Το αποτέλεσμα κληροδοτήματος περιγράφει την τάση που εμφανίζουν πολλές φορές οι άνθρωποι όταν πρόκειται να πουλήσουν ένα αντικείμενο που κατέχουν, να ζητούν πολύ περισσότερα χρήματα απ' όσα οι ίδιοι θα διατίθεντο να καταβάλλουν με σκοπό να αποκτήσουν ένα ακριβώς όμοιο (Thaler, 1980).

Κινούμενοι στο ίδιο και οι επενδυτές, όταν βρίσκονται στη θέση του πωλητή, προβαίνουν σε υψηλότερες αποτιμήσεις των επενδυτικών στοιχείων που βρίσκονται στην κατοχή τους απαιτώντας υψηλότερες τιμές πώλησης από εκείνες που αυτοί θα ήταν πρόθυμοι να καταβάλλουν για να τα αποκτήσουν ευρισκόμενοι στη θέση του αγοραστή.

Το σφάλμα αυτό έρχεται σε ευθεία αντίθεση με τα όσα προτάσσει η Παραδοσιακή Θεωρία σύμφωνα με την οποία για κάθε αξιόγραφο υφίσταται μια μόνο ορθή τιμή και δεν δύναται να υφίσταται ένα μεγάλο φάσμα τιμών ανάμεσα στην ελάχιστη τιμή πώλησης και στην μέγιστη τιμή αγοράς του εν λόγω αξιογράφου.

Με σκοπό την ανάλυση της συγκεκριμένης συμπεριφοράς ο Thaler προέβη σε ένα πείραμα απευθυνόμενο σε σπουδαστές του Cornell University. Ειδικότερα, τους χάρισε μια κούπα με το Πανεπιστημιακό Σήμα, κόστους \$6 (Mangot, 2007). Εν συνεχεία, έθεσε σε αυτούς τους φοιτητές το ερώτημα σε ποια τιμή προτίθεντο να την πωλήσουν. Ο μέσος όρος απαντήσεων ανήρχετο στα \$5,25. Απευθυνόμενος κατόπιν σε σπουδαστές οι οποίοι δεν διέθεταν την κούπα, έθεσε το ερώτημα, με ποιο κόστος θα προτίθεντο να την αγοράσουν. Ο μέσος όρος απαντήσεων ανήρχετο σε αυτή την περίπτωση στα \$2,75. Το ίδιο πείραμα χρησιμοποιήθηκε από τους Kahneman, Knetsch και Thaler (1990) θέτοντας στην θέση της κούπας διάφορα αξιόγραφα. Τα αποτελέσματα επιβεβαιώθηκαν και σε αυτή την περίπτωση και μάλιστα εξήχθη το συμπέρασμα πως η τιμή που ζητά ο εκάστοτε πωλητής απέχει πιο πολύ από το αντικειμενικό κόστος συγκριτικά με την τιμή που διατίθεται να πληρώσει ο εκάστοτε αγοραστής. Εν κατακλείδι γίνεται αντιληπτό πως καθίσταται πιο δύσκολο για έναν επενδυτή να πωλήσει κάποιο αξιόγραφο, παρά να αποχωριστεί το αντίστοιχο οικονομικό ποσό.

3.4.2.1.4 Σφάλμα Προσκόλλησης

Πρόκειται για ένα σφάλμα που πηγάζει από την αποστροφή απώλειες και που σχετίζεται άμεσα με τη μεροληψία υπέρ του status quo αλλά και με το αποτέλεσμα κληροδοτήματος. Σύμφωνα με αυτό, ο επενδυτής τείνει να συνδέεται με ισχυρούς συναισθηματικούς δεσμούς με τα αξιόγραφα που διατηρεί στο χαρτοφυλάκιο του (Nofsinger, 2001). Πιο αναλυτικά όταν ο επενδυτής διακρατά κάποιο αξιόγραφο στο χαρτοφυλάκιο του για μια μεγάλη χρονική περίοδο ενδέχεται να «δεθεί» συναισθηματικά με το εν λόγω επενδυτικό στοιχείο και ως εκ τούτου να παραβλέπει τα αρνητικά στοιχεία του και να εστιάζει μόνον στα θετικά, είτε αυτά εξυπηρετούν τον σκοπό για τον οποίο αποκτήθηκε, είτε όχι.

Η εν λόγω επενδυτική συμπεριφορά δύσκολα μεταβάλλεται και μπορεί να αποδειχθεί εξαιρετικά επικίνδυνη. Ο Nofsinger (2001) παραθέτει το ακόλουθο παράδειγμα: ένας επενδυτής δούλευε επί πολλά έτη σε μια εταιρία. Αφότου συνταξιοδοτήθηκε λοιπόν και έχοντας ήδη επενδεδυμένο κεφάλαιο σε μετοχές της συγκεκριμένης εταιρείας, η τιμή της οποίας είχε προσεγγίσει τα \$100, το επόμενο του βήμα θα έπρεπε να ήταν να προνοήσει να διαφοροποιήσει το χαρτοφυλάκιο του, ώστε να περισώσει ακόμη και να αυξήσει τον πλούτο του. Εντούτοις εκείνος προέβη σε διαφοροποίηση ενός μικρού μόνο μέρους του χαρτοφυλακίου του, υφιστάμενος έτσι απώλειες ύψους 45% την περίοδο που η αξία της μετοχής μειώθηκε φτάνοντας τα \$55 ενώ ταυτόχρονα επιθυμούσε να προβεί σε μαζική αγορά κι άλλων μετοχών της εν λόγω εταιρίας όσο αυτές διατίθεντο σε αυτή την μειωμένη τιμή με την ελπίδα πως θα ανακάμψουν. Από το συγκεκριμένο παράδειγμα μπορούμε εύκολα να εξάγουμε το συμπέρασμα πως μπορεί η συναισθηματική προσκόλληση σε ορισμένα επενδυτικά προϊόντα να λειτουργεί ανασταλτικά στη πραγματοποίηση συνεχών συναλλαγών, ωστόσο ενδέχεται να επισύρει ολέθριες επιπτώσεις στα χαρτοφυλάκια των επενδυτών που πεισματικά εμμένουν να διακρατούν στο χαρτοφυλάκιο τους ζημιογόνα αξιόγραφα για συναισθηματικούς λόγους και συγκεκριμένα για να μην βιώσει τον πόνο του αποχωρισμού αυτών (Shefrin & Statman, 1985).

3.4.2.2. Ο κανόνας των συναισθημάτων

Σε αντίθεση με την Παραδοσιακή Οικονομική Θεωρία η οποία βασίζεται στην απόλυτη λογική των οικονομούντων ατόμων, το συναίσθημα διαδραματίζει καθοριστικό λόγο στη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Τα άτομα δύνανται να λαμβάνουν αποφάσεις λαμβάνοντας υπόψη ακόμη και προηγουμένως νοητικές

εικόνες με τις οποίες έχουν συνδέσει θετικά ή αρνητικά συναισθήματα (Mangot, 2007).

Το συμπεριφορικό σφάλμα του κανόνα των συναισθημάτων περιγράφει τη συναισθηματική αντίδραση του ατόμου είτε αυτή προκύπτει συνειδητά είτε όχι, σε ορισμένες καταστάσεις (Slovic, Finucane, Peters & MacGregor, 2002). Αυτή, η συναισθηματικής φύσεως αντίδραση εμφανίζεται απευθείας και αυθόρμητως στα ποικίλλα ερεθίσματα. Ως εκ τούτου, οι άνθρωποι πολύ συχνά οδηγούνται στην λήψη αποφάσεων παρορμητικά, βασιζόμενα στα άμεσα συναισθήματα που τους δημιουργούνται αναφορικά μια κατάσταση που βιώνουν, οι οποίες αποφάσεις πολλάκις είναι αντίθετες με τα προσωπικά τους συμφέροντα ακόμη και με την κοινή λογική. Δηλαδή οι υποκειμενικές θέσεις και αντιλήψεις των ατόμων είτε θετικές είτε αρνητικές, υπέχουν θέση ευριστικών κανόνων και χρησιμοποιούνται ως τέτοιοι με σκοπό να συνδράμουν τη λήψη αποφάσεων (Σπύρου, 2009).

Η ύπαρξη θετικού συναισθήματος αναφορικά με ένα γεγονός συνεπάγεται την μείωση της αντίληψης επικινδυνότητας και την αύξηση του αισθήματος οφέλους, ασχέτως αν αυτό ισχύει ή όχι στην πραγματικότητα (Finucane, Alhakami, Slovic, και Johnson, 2000) Γι' αυτό οι άνδρες επιλέγουν την κατανάλωση προϊόντων, περιεχόμενο των διαφημίσεων στις οποίες αυτά προβάλλονται είναι ο ανδρισμός, διότι το ανδρικό κοινό εισπράττει ένα θετικό ερέθισμα τόνωσης του ανδρισμού και άρα ενισχύεται και η αυτοπεποίθηση του.

Επίσης τα συναισθήματα που δημιουργούνται στο άτομο με την πρώτη εντύπωση επηρεάζουν σημαντικά τις αποφάσεις που λαμβάνουν (Zajonc, 1980). Τούτο συμβαίνει διότι κατά τον Ittelson (1973) η αρχική αντίδραση που ενεργοποιείται άμεσα στο εκάστοτε ερέθισμα που λαμβάνουμε από το περιβάλλον είναι το συναισθηματικό. Ως εκ τούτου, η άμεση αυτή συναισθηματική κατάσταση που μας κατακλύζει τείνει να ασκεί επιρροή στις ατομικές μας αποφάσεις. Μάλιστα η συναισθηματική αυτή αντίδραση δεν είναι εφικτό να ελεγχθεί ή να αποτραπεί και εμφανίζεται είτε είναι ηθελημένη, είτε ακούσια (Zajonc, 1980).

Αυτό σαφώς δεν συνεπάγεται την επί μονίμου βάσεως αυθόρμητη, ταχεία και απερίσκεπτη αντίδραση του ατόμου και την πλήρη εξουσίαση του από τα συναισθήματα που τον κατακλύζουν. Σε ορισμένες περιπτώσεις τα άτομα δύνανται να ελέγξουν τις και να περιορίσουν τις συνέπειες των συναισθημάτων τους, σε καμία περίπτωση όμως δεν μπορούν να αποφύγουν να τα βιώσουν. Για παράδειγμα, κατόπιν μιας συνάντησης με

έναν άνθρωπο, ενδεχομένως να μην διατηρηθεί στη μνήμη η απόχρωση από τα μάτια του, παραμένουν ωστόσο τα συναισθήματα που δημιουργήθηκαν, θετικά στην περίπτωση που αυτό το άτομο ήταν ευχάριστο ή αρνητικά στην αντίθετη περίπτωση, δίχως να καταβάλλεται ιδιαίτερη προσπάθεια.

Το συναίσθημα διαδραματίζει σημαντικό ρόλο και στις επενδύσεις. Δύναται μάλιστα να επηρεάσει σε σημαντικό βαθμό την πορεία των τιμών των μετοχών. Πιο συγκεκριμένα, υποστηρίζεται πως οι υπερβολικά αισιόδοξοι για την πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς επενδυτές ενδέχεται να προκαλέσουν σημαντική άνοδο των τιμών των μετοχών πάνω από τη θεμελιώδη αξία τους, ενώ οι υπερβολικά απαισιόδοξοι επενδυτές από την άλλη δύνανται να τις ωθήσουν χαμηλότερα της θεμελιώδους αξίας τους. Τούτη η εσφαλμένη αποτίμηση δεν είναι μόνιμη βεβαίως αλλά διορθώνεται σε βάθος χρόνου, οπότε και οι τιμές επανέρχονται στη θεμελιώδη αξία τους. (Brown & Cliff 2005).

Επιπλέον έχει παρατηρηθεί πως οι επενδυτές τείνουν να τοποθετούν τις επενδύσεις τους σε εταιρείες γύρω από το όνομα των οποίων υπάρχει ένα γενικό θετικό συναίσθημα και γύρω και μια καλή φήμη. (π.χ. σεβασμός προς το περιβάλλον), παρά σε μετοχές εταιρειών με αρνητική εικόνα ακόμη και αν εκείνη δεν σχετίζεται με την οικονομική τους κατάσταση (π.χ. εταιρίες που ρυπαίνουν τη φύση). Το γενικότερο ευνοϊκό κλίμα και συναίσθημα ωθεί το επενδυτικό κοινό να υποεκτιμά τον κίνδυνο που αναλαμβάνει και να υπερεκτιμά την προσδοκώμενη απόδοση των επενδύσεων τους, εξαιτίας της ευνοϊκής εικόνας που έχουν σχηματίσει για την εν λόγω εταιρεία (Mangot, 2007).

Ομοίως, ακόμη και οι καιρικές συνθήκες ασκούν επιρροή στις χρηματαγορές διότι επηρεάζουν τη διάθεση των επενδυτών, γεγονός που υπογραμμίζει τη σημαντικότητα της ψυχολογίας του επενδυτή στη χρηματιστηριακή αγορά και στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων (Saunders, 1993). Η ηλιοφάνεια και γενικότερα οι καλές καιρικές συνθήκες σχετίζονται με την ευχάριστη ψυχολογία και το αισιόδοξο αίσθημα των οικονομούντων ατόμων. Βάσει έρευνας, στην οποία εξετάστηκε η επιρροή που ασκεί η ηλιοφάνεια το πρωί στη λειτουργία είκοσι έξι χρηματιστηριακών αγορών, ανέδειχθη η ισχυρή θετική συσχέτιση της ηλιοφάνειας με τις ημερήσιες χρηματιστηριακές αποδόσεις (Hirshleifer και Shumway, 2003). Ως εκ τούτου είναι πιθανότερο η χρηματιστηριακή αγορά να τηρήσει ανοδική πορεία τις ηλιόλουστες ημέρες, παρά τις συννεφιασμένες. Επίσης έχει παρατηρηθεί ότι τις Δευτέρες, στην έναρξη της εβδομάδας, οι αγορές τείνουν να φέρουν αρνητικές αποδόσεις, ενώ τις

Παρασκευές και κατά τις εορταστικές περιόδους ,θετικές, λόγω της καλής και εύθυμης ψυχολογίας των επενδυτών (Χαϊτίδου, Παλληκαρίδης, 2019).

3.4.2.3. Αποστροφή Μετάνοιας

Τα αποτελέσματα των επενδυτικών αποφάσεων συνεπάγονται εκτός από χρηματικές και συναισθηματικές συνέπειες για το άτομο. Μάλιστα οι συναισθηματικές συχνά είναι πιο οδυνηρές από τις χρηματικές γι' αυτό και το συναίσθημα της μετάνοιας συνήθως είναι πιο δυσβάσταχτο και από την απώλεια την ίδια. Μετάνοια, είναι εκείνη η θλιβερή και διόλου ευχάριστη κατάσταση με την οποία έρχεται αντιμέτωπος ο άνθρωπος όταν αντιλαμβάνεται πως δεν πέτυχε τα πολυπόθητα αποτελέσματα που προσδοκούσε και ότι τυχόν απώλειες και ζημίες θα μπορούσαν να αποφευχθούν και αντ' αυτών θα μπορούσε να αποκτηθούν περισσότερα οφέλη εάν είχε ενεργήσει διαφορετικά (Pomprian, 2006).

Στον επενδυτικό χώρο, το συναίσθημα της μετάνοιας ασκεί σημαντική επιρροή στους επενδυτές κυρίως όταν καλούνται να λάβουν αποφάσεις υπό καθεστώς αβεβαιότητας, διότι οι ίδιοι τείνουν να αποστρέφονται την μετάνοια και να επιδιώκουν την διενέργεια επενδυτικών κινήσεων που διογκώνουν την εκτίμηση και τον θαυμασμό που τρέφουν για τον εαυτό τους και τις ικανότητες τους.(Loomes & Sugden, 1982).

Το συναισθηματικό αυτό σφάλμα αποτελεί ανασταλτικό παράγοντα στην επιδίωξη σημαντικών αποδόσεων του επενδυτικού κοινού διότι δεν σχετίζεται μονάχα με την απογοήτευση της οικονομικής ζημίας μα και με την θλίψη η οποία πηγάζει από την ανάληψη ευθύνης για προγενέστερες επενδυτικές επιλογές που δεν στέφθηκαν με επιτυχία(Φίλιππας, 2008) Αποστροφή μετάνοιας, αποστροφή απώλειας και σφάλμα προσκόλλησης είναι άρρηκτα συνδεδεμένα, κυρίως στις περιπτώσεις εκείνες που τη θέση του σημείου αναφοράς κατέχει το κόστος κτήσης τουαξιογράφου. Όποτε δηλαδή η τιμή του είναι χαμηλότερη του σημείου αναφοράς, ο επενδυτής έρχεται αντιμέτωπος με την οδυνηρή μετάνοια δοθέντος ότι η επενδυτική του επιλογή καθίσταται ζημιογόνος.

Ο επενδυτής αντλεί ικανοποίηση όχι μόνο λόγω των υψηλών αποδόσεων που πετυχαίνει μα και δια της εικόνας που δημιουργεί για το άτομο του λόγω των επιτυχιών του και των ιδιαίτερων χειρισμών του στην επενδυτική διαδικασία. Εξ' αντιδιαστολής, η μετάνοια οδηγεί τους επενδυτές στη αμφισβήτηση των απόψεων, επιλογών και αποφάσεων τους γι' αυτό επιδιώκουν να ανατρέψουν τις συναισθηματικής φύσεως επιπτώσεις της μετάνοιας, οι οποίες προέρχονται τόσο από σφάλματα που προκύπτουν από ενέργειες τους όσο και από σφάλματα που προκύπτουν από παραλείψεις ενεργειών

τους (Pompiian, 2006). Μάλιστα η μετάνοια είναι εντονότερη όταν πηγάζει από ενέργειες οι οποίες έλαβαν χώρα, παρά από ενέργειες οι οποίες δεν πραγματοποιήθηκαν.

Για να καταστεί σαφής αυτή η παρατήρηση τίθεται το κάτωθι ερώτημα. Ο κύριος Α κατείχε μετοχές της εταιρίας Χ και αναλογιζόταν αν είναι σοφό να προβεί σε μεταφορά των κεφαλαίων του σε μετοχές της εταιρίας Ψ, πράξη την οποία εν τέλει δεν τέλεσε. Επεξεργαζόμενος το χαρτοφυλάκιο του κατέληξε αντιλήφθηκε πως θα είχε αποκτήσει 20.000€ παραπάνω αν όντως μετέφερε τα κεφάλαια του στην εταιρεία Ψ. Ο κύριος Β από την άλλη κατείχε μετοχές της εταιρίας Ψ και αποφάσισε να μεταφέρει τα τοποθετήσει σε μετοχές της εταιρείας Χ. Και ο ίδιος συνειδητοποίησε ότι θα είχε αποκτήσει 20.000€ παραπάνω αν παρέμενε στην εταιρία Ψ. Ποιος αισθάνεται πιο θλιμμένος; Η συντριπτική πλειοψηφία απαντά πως ο κ. Β είναι πιο θλιμμένος, παρότι το αποτέλεσμα στην πραγματικότητα είναι το ίδιο. Η κύρια διαφορά όμως έγκειται στο ότι ο κ. Β βιώνει το οδυνηρό συναίσθημα της μετάνοιας για μια ενέργεια στην οποία προέβη, ενώ ο κ. Α για μια ενέργεια την οποία δεν τέλεσε/(Kahneman, Riepe, 1998). Υφίσταται δηλαδή διαφοροποίηση ανάμεσα σε μια ευκαιρία η οποία δεν αξιοποιήθηκε και σε μια απώλεια η οποία πραγματοποιήθηκε καθώς η δεύτερη είναι περισσότερο διαχειρίσιμη.

Οι επενδυτές συχνά αποφεύγουν να λάβουν επενδυτικές αποφάσεις φοβούμενα το ενδεχόμενο να αποτύχουν (Pompiian, 2006). Έτσι καταλήγουν να διακρατούν για μεγάλα χρονικά διαστήματα στο χαρτοφυλάκιο τους, μετοχές που σημειώνουν απώλειες, ζημιώνοντας τους, προσπαθώντας να αποτρέψουν την επέλευση του δυσάρεστου συναισθήματος της μετάνοιας που αναπότρεπτα θα αισθανθούν μόλις αναγνωρίσουν πως κάποια επενδυτική τους επιλογή απεδείχθη αποτυχημένη. Παρεμφερή συμπεριφορά εμφανίζουν οι επενδυτές και όταν πρόκειται για κερδοφόρες μετοχές έχουσες υψηλές αποδόσεις, ενώ αναβάλλουν συνεχώς την ρευστοποίηση των κερδών τους, θεωρώντας ότι αυτές θα διατηρήσουν την ανοδική τους πορεία και άρα θα μετανιώσουν αν τις πουλήσουν πρόωρα.

Η αποστροφή της μετάνοιας χαρακτηρίζει κατά κόρον τους πιο συντηρητικούς επενδυτές των οποίων το χαρτοφυλάκιο απαρτίζεται με από μετοχές εταιρειών που θεωρούνται ορθές και ασφαλείς για την τοποθέτηση των επενδύσεων τους (Pompiian, 2006). Είναι οι ίδιοι που δεν προβαίνουν σε επενδύσεις όποτε η χρηματιστηριακή αγορά έχει καθοδική πορεία, παραβλέποντας τυχόν υπάρχουσες ευκαιρίες διότι ανησυχούν μήπως αυτή η πτωτική τάση εξακολουθήσει να μαστίζει την αγορά και μετανιώσουν την απόφαση τους αυτή.

Δυστυχώς η αποστροφή μετάνοιας οδηγεί πολλές φορές και στην αγελαία συμπεριφορά διότι η σύμπτωση με την κοινή γνώμη, κάνει το άτομο να αισθάνεται πιο ασφαλές, διότι περιορίζει το ενδεχόμενο μετάνοιας και την ανάληψη ευθυνών στις τυχόν αποτυχημένες κινήσεις.

Επιπροσθέτως η αποστροφή μετάνοιας ωθεί τους επενδυτές να επιλέγουν μετοχές που διανέμουν μερίσματα (Shefrin, Statman 1984). Αυτό εξηγείται από το γεγονός ότι έτσι περιορίζεται η ανάγκη διενέργειας επενδυτικών κινήσεων από τον επενδυτή, οι οποίες μπορεί να αποβούν αποτυχημένες. Για παράδειγμα, έστω πως ένας επενδυτής κατέχει μετοχές μια εταιρείας, που δεν πραγματοποιεί διανομή μερισμάτων στους μετόχους. Τότε για να διαθέτει μια χρηματική ροή, αντίστοιχη του μερίσματος, αναγκάζεται να προβεί σε ρευστοποίηση μέρους των μετοχών του. Όμως εάν κατόπιν αυτού η μετοχή σημειώσει ανοδική πορεία, ο επενδυτής θα μετανιώσει για την επιλογή του αυτή και την επιλογή πρόωρης πώλησης. Όμως αν η εταιρία προχωρούσε στη διανομή μερίσματος ο επενδυτής θα διάθετε μια χρηματική ροή και δε θα ήτο αναγκαίο να βιώσει το θλιβερό συναίσθημα της μετάνοιας και της αναγνώρισης του λάθους του. Ενδεχομένως να ερχόταν αντιμέτωπος με τη μετάνοια αν δεν προχωρούσε σε επανεπένδυση του μερίσματος στην εν λόγω εταιρία και αυτή διέγραφε ανοδική πορεία. Ωστόσο, το συναίσθημα αυτό, λόγω της μη αξιοποίησης της επενδυτικής ευκαιρίας όπως προαναφέρθηκε δεν είναι τόσο δυσβάσταχτο.

Περαιτέρω, η αποστροφή μετάνοιας δύναται να πυροδοτήσει και τη λεγόμενη «αποστροφή των άκρων». Όταν ο άνθρωπος πρέπει να καταλήξει σε μια απόφαση και οι παράγοντες που καλείται να λάβει υπόψη τον οδηγούν σε διαφορετικά μεταξύ τους αποτελέσματα τότε έχει την τάση να διαλέγει μια μεση λύση επιθυμώντας να μειώσει το ενδεχόμενο λάθους και την συνεπαγόμενη αυτού μετάνοια (Mangot, 2007). Αυτό συμβαίνει διότι η ενδιάμεση λύση μεταξύ δυο εναλλακτικών ακραίων επιλογών, εξισορροπεί τα κόστη και τα οφέλη και καθίσταται πιο ελκυστική οδηγώντας βέβαια συχνότερα σε ικανοποιητικές παρά σε άριστες αποφάσεις.

3.4.2.3.1 Μεροληψία πράξης και απραξίας

Σύμφωνα με την μεροληψία της δράσης, το να ενεργείς μία πράξη ακόμα και αν αυτή αποδειχθεί εσφαλμένη και δεν αποφέρει τα επιθυμητά αποτελέσματα, είναι σημαντικότερο από το να μείνεις αδρανής. Το πιο χαρακτηριστικό παράδειγμα της μεροληψίας δράσης παρατηρείται στο ποδόσφαιρο και συγκεκριμένα στη συμπεριφορά των τερματοφυλάκων στα πέναλτι, οι οποίοι πρέπει να κάνουν μια επιλογή δράσης,

δηλαδή να πέσουν είτε στα δεξιά είτε στα αριστερά του τέρματος. Βάσει έρευνας στην οποία αναλύθηκαν σχεδόν 300 πέναλτι κορυφαίων αγώνων παγκοσμίως και με βάση τις πιθανότητες περί της δυνητικής κατεύθυνσης της μπάλας απεδείχθη πως η σωστότερη επιλογή ενός τερματοφύλακα θα ήτο να μείνει στο κέντρο του τέρματος (Bar-Eli, Azar, Ritov, Keidar-Levin και Schein, 2007). Εντούτοις η πλειοψηφία των τερματοφυλάκων, πέφτουν στο δεξιό ή αριστερό τμήμα του τέρματος, διότι αν το πέναλτι στεφθεί με επιτυχία, το γκολ που ο εκάστοτε τερματοφύλακας δεν κατάφερε να αποκρούσει θα του δημιουργήσει πολύ πιο δυσάρεστα συναισθήματα αν αυτός έμενε ακίνητος παρά αν είχε προσπαθήσει να το αποτρέψει.

Ωστόσο η μετάνοια είναι πιο επώδυνη όταν πηγάζει από πράξεις οι οποίες έλαβαν χώρα, παρά από πράξεις οι οποίες ουδέποτε πραγματοποιήθηκαν. Με άλλα λόγια η συναισθηματικής φύσεως αντίδραση στο αποτέλεσμα μίας δράσης είναι πιο ισχυρή από την αντίστοιχη συναισθηματική απόκριση στο αποτέλεσμα της αδράνειας. Το συμπέρασμα αυτό εδράζεται στη θεωρία κανονικότητας των Kahneman και Miller. Σύμφωνα με αυτή, οι επενδυτές αντιλαμβάνονται τα αρνητικά ενδεχόμενα ως χειρότερα, όταν δύνανται με ευκολία να φανταστούν πως στη θέση τους θα μπορούσε να συμβεί ένα καλύτερο ενδεχόμενο. (www.euretirio.com)

Γι' αυτό πολλές φορές, τα άτομα τείνουν να κρίνουν τις πράξεις και αποφάσεις οι οποίες επέφεραν δυσμενή αποτελέσματα ως χειρότερες από την αντίστοιχη παράλειψη αλλά και από την πλήρη αδράνεια που μπορεί να οδηγήσει σε εξίσου αρνητικά αποτελέσματα και έτσι πολλές φορές επιλέγουν να μην προβούν σε καμία πράξη, παραμένοντας σε αδράνεια (Σπύρου, 2009). Φερ' ειπείν, η εν λόγω μεροληψία οδηγεί τους υπαλλήλους να μην ενδιαφέρονται να αναζητήσουν μια καλύτερη δουλειά παραμένοντας στην ίδια θέση φοβούμενοι μη βρεθούν σε δυσχερέστερη θέση από την ήδη υφιστάμενη. Στις περιπτώσεις εκείνες μάλιστα που οι άνθρωποι απαιτείται να πάρουν δύσκολες αποφάσεις, η επιλογή να μην λάβουν καμία εν τέλει, είναι αρκετά δελεαστική (Pompian, 2006).

Αντίστοιχα και στο χώρο των επενδύσεων, η δράση όσο αυξάνει τη χαρά και την ικανοποίηση στις περιπτώσεις εκείνες που προέρχεται από ευνοϊκά και θετικά γεγονότα και ειδήσεις τόσο μπορεί να πυροδοτήσει απογοήτευση και δυσαρέσκεια στις περιπτώσεις εκείνες που σχετίζεται με κάποιο ανεπιθύμητο αποτέλεσμα (Mangot, 2007), επηρεάζοντας την απόφαση των επενδυτών περί αναδιάρθρωσης του χαρτοφυλακίου τους. Πολλοί επενδυτές προτιμούν να διατηρήσουν ίδια την σύνθεση των χαρτοφυλακίων τους παρά να προβούν στη επενδύσεις διαφοροποίησης από φόβο μην λάβουν

εσφαλμένες αποφάσεις που αντί να εξυψώσουν τις αποδόσεις τους, τους ζημιώσουν. Παραμένοντας λοιπόν αδρανείς στην παρούσα και οικεία για αυτούς κατάσταση, αισθάνονται και περισσότερο ασφαλείς, παρά το γεγονός ότι η μη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους μόνο ολέθριες συνέπειες και καμία ασφάλεια προσφέρει στο χαρτοφυλάκιο τους.

Παράλληλα, οι επενδυτές με το μεγαλύτερο επίπεδο αποστροφής απώλειας και μετάνοιας, τείνουν να μην λαμβάνουν σύνθετες αποφάσεις προκειμένου να μην επωμισθούν και την αντίστοιχη ευθύνη που πηγάζει από τα αποτελέσματα αυτών. Ως εκ τούτου μια επενδυτική επιλογή η οποία δεν απαιτεί ιδιαίτερη προσωπική προσπάθεια και συμμετοχή, αποτελώντας μέρος μια αυτόματης διαδικασίας, πρωτοβουλία και ευθύνη για την οποία αναλαμβάνει κάποιος τρίτος τείνει να είναι πιο ελκυστική για αυτούς (Madrian, Shea, 2001).

Είναι αυτονόητο πως όλοι οι άνθρωποι ενδέχεται να εμφανίσουν και τη μεροληψία δράσης, και τη μεροληψία απραξίας, επιλέγοντας τη συμπεριφορά εκείνη που θεωρεί βασιζόμενο σε υποκειμενικά κριτήρια πως διαφυλάσσει ακέραιο τον συναισθηματικό του κόσμο.

3.4.2.4. Αποτέλεσμα Προδιάθεσης

Τα συναισθηματικά σφάλματα της αποστροφής απώλειας και μετάνοιας, καθώς και η ανάγκη προσωπικής επιβεβαίωσης των επενδυτών, οδηγούν στο αποτέλεσμα προδιάθεσης (Nofsinger, 2001). Το αποτέλεσμα προδιάθεσης περιγράφει την τάση ενός επενδυτή να διατηρεί στο χαρτοφυλάκιο του για πολύ μεγάλες χρονικές περιόδους, επενδυτικά στοιχεία που σημειώνουν απώλειες καταλήγοντας να είναι εξαιρετικά ζημιογόνες, προσδοκώντας πως αυτά θα ανακάμψουν, ενώ ταυτόχρονα πωλεί πρόωρα τις κερδοφόρες επενδύσεις που σημειώνουν υψηλές αποδόσεις με σκοπό να ισοσταθμίσει τα κόστη με τα οφέλη του χαρτοφυλακίου του και να επιβραβεύσει τον εαυτό του για τις επιτυχημένες και ορθές επιλογές και τοποθετήσεις των κεφαλαίων του αποφεύγοντας παράλληλα να βιώσει συναισθήματα απογοήτευσης και θλίψης (Shefrin & Statman, 1985). Αυτός ο τρόπος συμπεριφοράς, μπορεί να αποδειχθεί εξαιρετικά ζημιογόνος τόσο σε οικονομικό επίπεδο, βλάπτοντας τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου των επενδυτών όσο και σε συναισθηματικό φέρνοντας τους αντιμέτωπους με τα απευκτέα συναισθήματα της απώλειας και της μετάνοιας.

Ο Odean (1998) προέβη σε μια έρευνα επενδυτικών λογαριασμών για την περίοδο 1987-1993 σύμφωνα με την οποία επιβεβαιώθηκε το σφάλμα προδιάθεσης διότι

οι επενδυτές προχωρούσαν ευκολότερα σε πώληση των κερδοφόρων παρά των ζημιογόνων μετοχών. Η πιο σημαντική παρατήρηση που εξήχθη από την εν λόγω έρευνα είναι εκείνη που αφορά την ζημία που υπέστησαν τα χαρτοφυλάκια των επενδυτών δοθέντος ότι οι αποδόσεις των μετοχών που σημείωναν κέρδη και παρ'όλα αυτά οι επενδυτές τις πούλησαν, την επόμενη χρονιά, υπερνίκησαν την αγορά περίπου κατά 2,35%, εν αντιθέσει με τις μετοχές που καίτοι σημείωναν απώλειες οι επενδυτές της διακράτησαν και τον επόμενο χρόνο η αγορά τις ξεπέρασε περίπου κατά 1,06%. Δηλαδή αν οι επενδυτές είχαν διατηρήσει τα στοιχεία του χαρτοφυλακίου που πούλησαν, και αντ'αυτών πουλούσαν τα στοιχεία εκείνα που διακράτησαν, θα είχαν αυξήσει την ετήσια απόδοσή τους κατά 3,4% περίπου.

3.4.2.5. Σφάλμα Αισιοδοξίας

Το σφάλμα αισιοδοξίας, άλλως οι «ευσεβείς πόθοι» (Barberis & Thaler, 2003), είναι η ροπή των επενδυτών να πιστεύουν πως είναι πιθανότερο να τύχουν στους ίδιους θετικά συμβάντα και αντιστρόφως λιγότερο πιθανό να προκύψουν σε αυτούς αρνητικά γεγονότα. Παραδείγματος χάριν, οι περισσότεροι άνθρωποι υποεκτιμούν την πιθανότητα να εμπλακούν σε κάποιο τροχαίο ή να εμφανίσουν κάποια σοβαρότατη ασθένεια. Από την άλλη, πιστεύουν πως ο γάμος τους θα είναι αρμονικός και πως δεν θα καταλήξουν σε διαζύγιο, ή αποδίδουν μεγαλύτερες πιθανότητες να κληρωθεί το λαχείο που αγόρασαν οι ίδιοι ενώ όταν ένα φιλικό τους πρόσωπο προβαίνει σε αγορά λαχείου, δεν διαθέτουν την ίδια αισιοδοξία. Η υπέρ του δέοντος αισιοδοξία καταλήγει εν ολίγοις σε πορίσματα που αντιτίθενται στην θεωρία πιθανοτήτων.

Εξυπακούεται πως η αισιοδοξία είναι αναγκαίο στοιχείο για την ψύχραιμη αντιμετώπιση της καθημερινής αβεβαιότητας της ζωής (Mangot, 2007). Ωστόσο η υπέρ του δέοντος αισιοδοξία οδηγεί τα άτομα και στο γνωστικό σφάλμα της υπερβολικής αυτοπεποίθησης και εμπιστοσύνης στον εαυτό και στις ικανότητες τους Nofsinger (2002).

Το άξιο παρατήρησης εν προκειμένω είναι πως τα άτομα στην συντριπτική τους πλειοψηφία παρουσιάζουν αυτό το σφάλμα (Weinstein, 1980). Σύμφωνα με έρευνες περίπου το 90% των ατόμων πιστεύουν πως είναι ανώτεροι από τον μέσο όρο των συγκαινωνών τους σε τομείς όπως η οδήγηση, η αίσθηση του χιούμορ, η ευφυΐα ακόμη και η εξωτερική εμφάνιση (Barberis, Thaler 2003). Επιπροσθέτως παρουσιάζουν και ένα σφάλμα προγραμματισμού αναφορικά με τη διεκπεραίωση δραστηριοτήτων εντός χρονοδιαγράμματος, καθώς κατά βάση προβλέπουν ότι θα τις ολοκληρώσουν σε

συντομότερο χρονικό διάστημα απ' ότι απαιτείται και απ' αυτό που δύνανται στην πραγματικότητα (Buehler, Griffin, Ross, 1994).

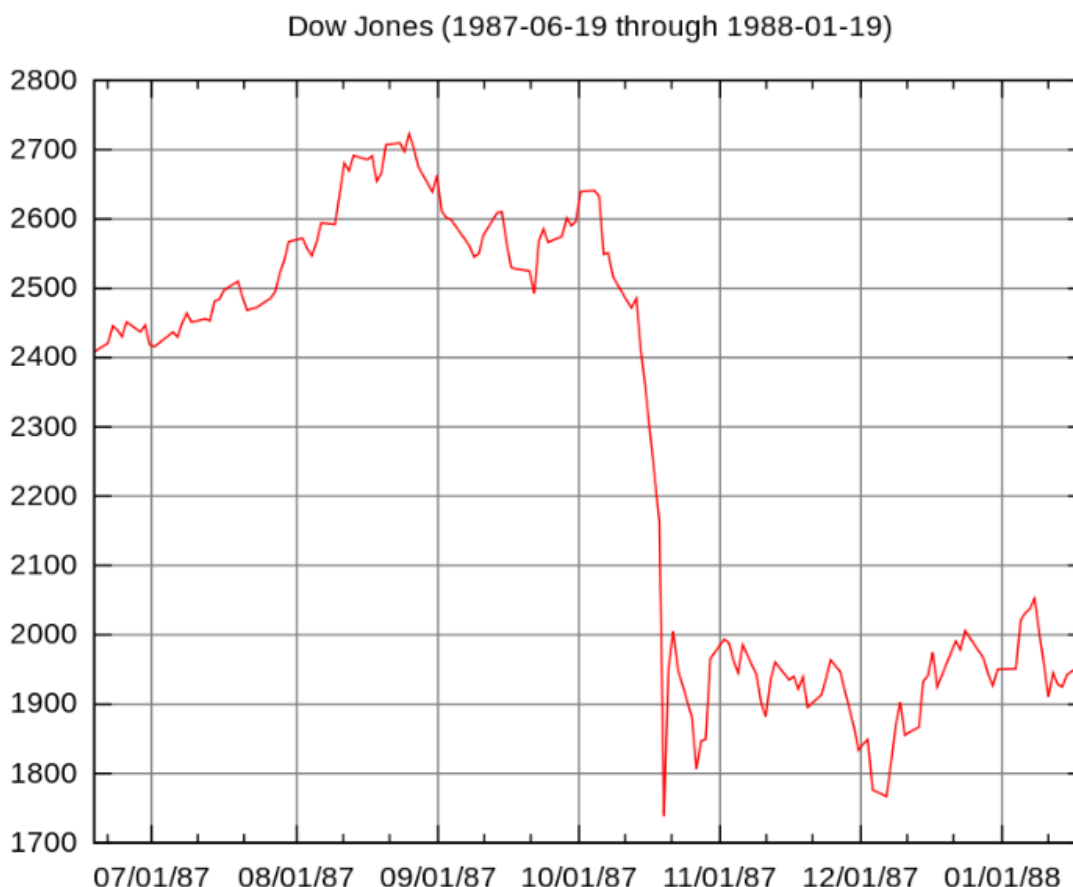
Το επενδυτικό κοινό, τείνει να επηρεάζεται με πολυποίκιλους τρόπους από το σφάλμα αισιοδοξίας και όσον αφορά την πορεία των επενδύσεων που έχει πραγματοποιήσει αλλά και αναφορικά με την πορεία της χρηματαγοράς γενικότερα (Pompian, 2006). Ένας αισιόδοξος επενδυτής αφιερώνει λιγότερη ώρα από την απαιτούμενη στην επεξεργασία και ανάλυση των επενδυτικών επιλογών που έχει στη διάθεση του και ταυτόχρονα τείνει να παραγνωρίζει την αρνητική πληροφόρηση που σχετίζεται με τις επενδύσεις του. Επίσης, τείνουν να υποβαθμίζουν τον πανταχού παρόντα κίνδυνο που ελλοχεύει και τον ρόλο που διαδραματίζει η τύχη στις επενδύσεις θεωρώντας δεδομένο ότι οι προσωπικές τους επιλογές και αποφάσεις θα στεφθούν με επιτυχία και δεν θα σημειώσουν απώλειες.

Η υπερβολική αισιοδοξία που χαρακτηρίζει τους επενδυτές αποδεικνύεται περίτρανα μέσα από ένα διεξαχθέν πείραμα των Bernartzi, Kahneman και Thaler (1999). Δημιούργησαν ένα ερωτηματολόγιο απευθυνόμενο σε επενδυτές από τα αποτελέσματα του οποίου κατεφάνη ότι τα άτομα είναι συχνότερα αισιόδοξα και σπανιότερα απαισιόδοξα. Συγκεκριμένα ερωτώμενοι: «Όποτε σκέπτεστε τις επενδυτικές σας κινήσεις, αφιερώνετε πιο πολύ χρόνο στις σκέψεις που αφορούν τα πιθανά σας κέρδη ή σε εκείνες που αφορούν τις πιθανές ζημιές;». 1.053 απαντήσεις, κατανεμήθηκαν ως εξής: 1) Αφιερώνω περισσότερη ώρα στην σκέψη των πιθανών μου κερδών 39%, 2) Αφιερώνω λίγη περισσότερη ώρα στην σκέψη των πιθανών μου κερδών 35%, 3) Αφιερώνω τη ίδια ώρα και στα δύο 19%, 4) Αφιερώνω λίγη περισσότερη ώρα στην σκέψη των πιθανών μου ζημιών 6% και 5) Αφιερώνω περισσότερη ώρα στην σκέψη των πιθανών μου ζημιών 1%. Τα 3/4 των απαντήσεων (74%) κυμάνθηκαν στις δύο πρώτες επιλογές, αποδεικνύοντας την υπερβολική αισιοδοξία του επενδυτικού κοινού, το 7% μονάχα φανέρωσε τάση απαισιοδοξίας ενώ το 19% τήρησε μια ισορροπημένη προσέγγιση.

Οι συνέπειες που συνοδεύουν την υπερβολική αισιοδοξία του επενδυτικού κοινού μπορούν να καταστούν αντιληπτές αν ανατρέξουμε νοητά στη διαβόητη «Μαύρη Δευτέρα» του 1987 (Φίλιππας, 2008). Την 19^η Οκτωβρίου του εν λόγω έτους ο δείκτης Dow Jones υποχωρεί πρωτοφανώς από τις 2.246 μονάδες στις 1.738, σημειώνοντας ημερήσια πτώση της τάξεως του 25%, συγκλονίζοντας τους επενδυτές της αμερικάνικης χρηματιστηριακής αγοράς. Όπως αναφέρει και ο διάσημος οικονομολόγος και συγγραφέας, Nassim Nicholas Taleb, (2007) στο βιβλίο του «Ο Μαύρος Κύκνος: Ο

αντίκτυπος του εξαιρετικά απίθανου», η παραπάνω ημέρα θα μπορούσαμε να πούμε ότι είναι σαν ένας μαύρος κύκνος. Το γεγονός ότι μέχρι σήμερα οι κύκνοι που αντικρύζουμε είναι λευκοί δεν σημαίνει πως δεν υφίστανται μαύροι (Bogle, 2008). Γι' αυτό και οι επενδυτές δεν πρέπει ποτέ να υποεκτιμούν τον κίνδυνο και να είναι πάντοτε προετοιμασμένοι για το απρόβλεπτο ακόμη και το απίθανο και να μην εφησυχάζουν εξαιτίας της υπερβολικής αισιοδοξίας που τους κατακλύζει.

Διάγραμμα 3.6: Η «Μαύρη Δευτέρα» του 1987



Πηγή: Wikipedia

Μια ακόμη αναφορά η οποία αποδεικνύει την ευμεταβλητότητα των αγορών προέρχεται από μελέτη των De Grauwe, Iania και Kaltwasser (2008). Αυτοί μελέτησαν με τι συχνότητα ήτο πιθανό να προκύψουν οι 6 πιο μεγάλες ποσοστιαίες μεταβολές (θετικού και αρνητικού προσήμου) του Οκτώβρη του 2008 του χρηματιστηριακού δείκτη Dow Jones Industrial Average οι οποίες ήταν οι ακόλουθες: 11,08%, 10,88%, -7,87%, -7,33%, -5,86%, -5,11. Σύμφωνα με τα πορίσματα της έρευνας τους οι υψηλότερες αποδόσεις οι οποίες σημειώθηκαν τον Οκτώβρη του 2008 προσδοκείται ότι θα παρουσιάζονται κάθε 73 με 603 τρις δις χρόνια, ωστόσο παρά το απίθανο της εμφάνισης

τους, εμφανίσθηκαν δύο φορές εντός ενός μηνός. Οι λοιπές τέσσερις μεγαλύτερες ποσοστιαίες μεταβολές του Οκτώβρη εμφανίζουν μεν περισσότερες πιθανότητες να προκύψουν, όμως ακόμη κι έτσι δεν θα αναμέναμε να τις δούμε ποτέ όσο ζούμε.

Εντούτοις παρόλο που η μεταβλητότητα που χαρακτηρίζει την αγορά, η πλειονότητα όσων ασχολούνται με τον επενδυτικό χώρο εξακολουθεί να είναι περισσότερο αισιόδοξοι από αυτό που χρειάζεται, προσδοκώντας πως οι παρελθοντικές υψηλές αποδόσεις θα προκύψουν ξανά μελλοντικά. Η ορθότερη αντιμετώπιση για την υπερβολική αισιοδοξία των επενδυτών είναι η ύπαρξη κριτικής σκέψης, η διατήρηση επιφυλάξεων και η προσήκουσα ανάλυση των υφιστάμενων εναλλακτικών επενδυτικών επιλογών προτού λάβουν αποφάσεις.

3.4.2.6. Σφάλμα Απαισιοδοξίας

Εν αντιθέσει με το σφάλμα αισιοδοξίας, το σφάλμα απαισιοδοξίας, αφορά την ροπή των ανθρώπων να διαχειρίζονται τις καταστάσεις με μεγάλη απαισιοδοξία η οποία σχετίζεται με την υπερεκτίμηση του ενδεχόμενου να προκύψουν αρνητικά αποτελέσματα και την υποεκτίμηση του ενδεχόμενου εμφάνισης ευμενών αποτελεσμάτων.

Όπως η αισιοδοξία πηγάζει από το θετικό συναίσθημα της ελπίδας, έτσι και η απαισιοδοξία πηγάζει από το αρνητικό συναίσθημα του φόβου το οποίο εμφανίζεται κυρίως σε πτωτικές χρηματιστηριακές περιόδους (Pomprian, 2006).

Σε έρευνα των Gibson και Sanbonmatu (2004) οι οποίοι ερεύνησαν την πρόθεση 308 ατόμων να στοιχηματίσουν ξανά στο καζίνο μετά από μια απώλεια, οι απαισιόδοξοι ήταν κατά 61% πιθανότερο να εστιάζουν στην πρόσφατη απώλεια και να συμπεριφέρονται ανάλογα ενώ οι αισιόδοξοι ανακαλούν περισσότερα τα οφέλη τους και επιμένουν να συμμετέχουν σε στοιχήματα, ακόμα κι όταν δεν υφίστανται προοπτικές κερδοφορίας.

Ο χειρισμός του φόβου αποτελεί ένα βασικότατο κεφάλαιο στην επενδυτική διαδικασία, διότι η ύπαρξη του ενισχύει υπέρμετρα την απαισιοδοξία των επενδυτών αναφορικά με τις επενδύσεις τους και την πορεία της χρηματαγοράς στο σύνολο της. Μάλιστα ωθεί τους επενδυτές να μην αξιοποιούν επενδυτικές ευκαιρίες που τους παρουσιάζονται, αφήνοντας τις ανεκμετάλλευτες υπό τον φόβο μιας ενδεχόμενης αποτυχίας. Κατά τον Sir John Templeton ο οποίος ανακηρύχθηκε ο καλύτερος επενδυτής διεθνών μετοχών του 20^{ου} αιώνα, η εποχή της μέγιστης απαισιοδοξίας είναι η καλύτερη στιγμή να αγοράσει κανείς και η εποχή της μέγιστης απαισιοδοξίας είναι η καλύτερη στιγμή να πουλήσει διότι κατά τον ίδιο «οι επενδυτικές ευκαιρίες γεννιούνται στην

απαισιοδοξία, μεγαλώνουν στην επιφυλακτικότητα, ωριμάζουν στην αισιοδοξία και πεθαίνουν στην ευφορία»

Ωστόσο η υπερβολική απαισιοδοξία πέραν από τις αρνητικές της συνέπειες, ωθεί τους επενδυτές να μην διακρατούν στο χαρτοφυλάκιο τους για μεγάλα χρονικά διαστήματα επενδυτικά προϊόντα που σημειώνουν απώλειες και τους ζημιώνουν με την ελπίδα πως αυτές θα ανακάμψουν. Ο φόβος και η απαισιοδοξία δηλαδή μπορούν να λειτουργήσουν και υπέρ του επενδυτή, κάνοντας τον πιο προσεκτικό και ωθώντας τον να διαμορφώνει το χαρτοφυλάκιο του με τρόπο τέτοιο ώστε να είναι προστατευμένος και να μην καθίσταται έρμαιο της υπερβολικής αισιοδοξίας και αυτοπεποίθησης που ενδέχεται να τον οδηγήσουν στην ανάληψη υψηλότερου κινδύνου.

3.4.2.7. Έλλειψη αυτοελέγχου

Η έλλειψη αυτοελέγχου σχετίζεται με την εσωτερική διαμάχη που βιώνει το άτομο λόγω της παρατηρούμενης σύγκρουσης μεταξύ των επιθυμιών του και της ανικανότητας του να δραστηριοποιηθεί και να ενεργήσει για την επίτευξη τους, εξαιτίας της έλλειψης της απαιτούμενης αυτοπειθαρχίας (Pompien, 2006).

Φερ' ειπείν, έστω πως κάποιος σπουδαστής θέλει να επιτύχει σε όλα τα μαθήματα του εξαμήνου του, θα πρέπει να παραμερίσει την επιθυμία διασκέδασης και να επικεντρωθεί στο διάβασμα του. Ωστόσο παρατηρείται πως οι άνθρωποι τείνουν να προτιμούν να επιδίδονται σε ενέργειες που τους προσφέρουν άμεσα ικανοποίηση (διασκέδαση) παρά σε εκείνες τις δραστηριότητες οι οποίες θα τους ανταμείψουν μακροπρόθεσμα (μελέτη και άρα επιτυχία στις εξετάσεις). Ο άνθρωπος δηλαδή τείνει να θυσιάζει χρόνο, χρηματικούς πόρους και ενέργεια στο όνομα μιας πρόσκαιρης απόλαυσης, καταλήγοντας έτσι να αποστειρεί πολύτιμο χρόνο, χρηματικούς πόρους και ενέργεια από τους πραγματικούς και σοβαρούς στόχους του.

Η έλλειψη αυτοελέγχου, αποτελεί την αιτία της απερίσκεπτης κατανάλωσης των ανθρώπων στο παρόν, λειτουργώντας ως τροχοπέδη στην εξοικονόμηση χρηματικών πόρων και στην αύξηση του πλούτου τους στο μέλλον (Pompien, 2006). Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα της εν λόγω συμπεριφοράς είναι τα υπερβολικά δανεισμένα νοικοκυριά τα οποία λόγω της έλλειψης αυτοελέγχου που εμφανίζουν, καταναλώνοντας υπέρμετρα και εις βάρος των μελλοντικών τους εισοδημάτων, καταλήγουν υπερχρεωμένα. Αντιλαμβανόμεθα επομένως, πως η έλλειψη αυτοελέγχου κάνει περισσότερο αισθητές τις συνέπειές της στο μέλλον, παρά στο παρόν.

Η εν λόγω συμπεριφορά όταν παρατηρείται στον επενδυτικό κόσμο μπορεί αντίστοιχα να αποτελέσει τροχοπέδη στην διασφάλιση ύπαρξης ενός αξιοπρεπούς βιοτικού επιπέδου των επενδυτών με την επέλευση της συνταξιοδότησής τους. Αυτό συμβαίνει διότι η έλλειψη αυτοελέγχου ωθεί πολλούς επενδυτές να επιλέγουν μετοχές οι οποίες διανέμουν μέρισμα σε περίπτωση κερδοφορίας. Η συμπεριφορά αυτή παρατηρείται εντονότατα στις ΗΠΑ καίτοι τα εισοδήματα τα προερχόμενα από τη διανομή μερισμάτων έχουν μεγαλύτερο φορολογικό συντελεστή από εκείνα των κεφαλαιακών κερδών (Nofsinger, 2001). Η συμπεριφορά αυτή πυροδοτείται εξαιτίας της νοητικής λογιστικής και της ανάγκης αυτοελέγχου που χαρακτηρίζει το επενδυτικό κοινό (Shefrin & Statman, 1984). Αναφορικά με το σφάλμα της νοητικής λογιστικής, οι επενδυτές όπως προαναφέρθηκε ταξινομούν σε ανεξάρτητους μεταξύ τους νοητικούς λογαριασμούς τα επενδυτικά προϊόντα σκοπός των οποίων είναι η αποκόμιση εισοδήματος (π.χ. μετοχές υψηλού μερίσματος, ομόλογα κ.λπ.) και αυτά σκοπός των οποίων είναι οι κεφαλαιακές απολαβές, με συνέπεια να τα διαχειρίζονται και διαφορετικά και έτσι να καταλήγουν να μη χρησιμοποιούν τις υπάρχουσες μετοχές για να λάβουν το επιθυμητό εισόδημα μέσω της πώλησής τους. Όσον αφορά την ανάγκη για αυτοέλεγχο, οι επενδυτές επιλέγουν μετοχές που διανέμουν μέρισμα με σκοπό να αποφεύγουν να προβαίνουν σε αγοραπωλησίες επιδιώκοντας να προστατευθούν από τους κινδύνους των συχνών συναλλαγών αλλά και να περιορίσουν κατ' αυτόν τον τρόπο την κατανάλωσή τους. Σαφώς, όσοι ακολουθούν αυτή την τακτική ενδέχεται να απωλέσουν σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες που ανακύπτουν ανά καιρούς διότι δεν προτίθενται να δημιουργήσουν εισόδημα από τις υπάρχουσες επενδύσεις τους, βασιζόμενοι αποκλειστικά στα μερίσματα που λαμβάνουν.

3.4.2.8. Υπεραντίδραση / Υποαντίδραση

Ένας επενδυτής δεν είναι δυνατόν να αντιδρά πάντοτε με τον ορθό τρόπο όποτε αποκτά καινούργια πληροφορία. Δύο είναι τα κυριότερα συναισθηματικά σφάλματα που μαστίζουν το επενδυτικό και που αφορούν την επεξεργασία των νέων πληροφοριών και την αποτύπωση τους στις τιμές του χρηματιστηρίου: η υπεραντίδραση σε μια σειρά ειδήσεων θετικών και αρνητικών και η υποαντίδραση στις ειδήσεις αυτές (Barberis, Shleifer & Vishny, 1998). Τα εν λόγω συναισθηματικά σφάλματα συνιστούν τις κυριότερες εξηγήσεις για την απόκλιση των χρηματιστηριακών τιμών από τις θεμελιώδεις τιμές τους που παρατηρείται.

Η τάση υπεραντίδρασης των οικονομούντων ατόμων προκύπτει εξαιτίας της απόδοσης μεγαλύτερης βαρύτητας στα συμβάντα που έλαβαν πρόσφατα χώρα (σφάλμα

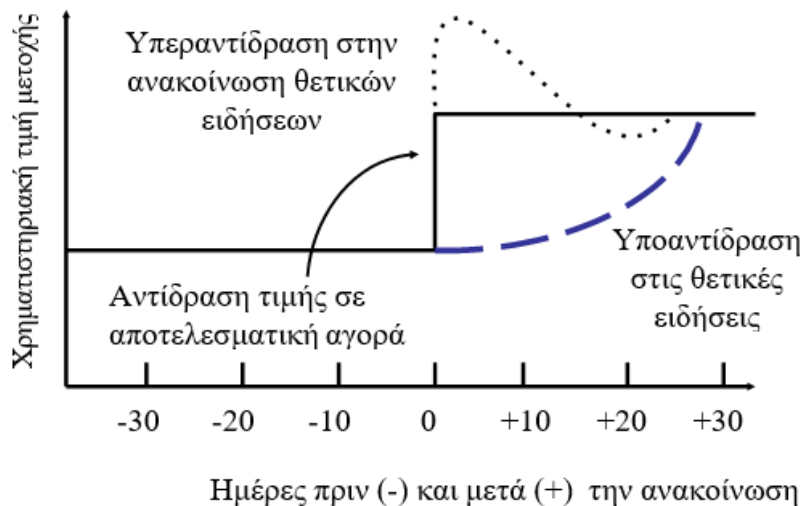
της πρόσφατης κατάστασης) σε μια προσπάθεια να προσδιορίσουν εκ νέου τις φιλοδοξίες τους για μια εταιρία. Άμεση απόρροια αυτής της συμπεριφοράς είναι η υπερκοστολόγηση των αξιογράφων εταιριών που διοχέτευσαν προσφάτως στην αγορά θετικές ειδήσεις κερδοφορίας και η υποκοστολόγηση εκείνων που κοινοποίησαν προσφάτως αρνητικές ειδήσεις.

Τα άτομα κατά βάση αντιδρούν υπερβολικά σε έκτακτα, απροσδόκητα, και δραματικά γεγονότα με αποτέλεσμα να παραβιάζουν συστηματικά την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών. (De Bondt, Thaler, 1985). Για παράδειγμα όταν έρχονται στο φως ευχάριστες πληροφορίες για μια εταιρεία όπως η ενημέρωση περί κερδοφορίας η οποία ξεπέρασε μέχρι και τα προγνωστικά επαγγελματιών αναλυτών για ένα χρονικό διάστημα 3- 5 χρόνων, οι επενδυτές κατακλύζονται από συναισθήματα αισιοδοξίας και τείνουν να υπεραντιδρούν ωθώντας έτσι τις τιμές των μετοχών της εν λόγω εταιρείας στα ύψη. Αργότερα που συνειδητοποιούν τον παρορμητισμό της αισιοδοξίας και της υπεραντίδρασης τους, η τιμή της μετοχής θα ακολουθήσει πτωτική πορεία, επιστρέφοντας σε πιο φυσιολογικά πλαίσια. Αντίστοιχα, όταν μια εταιρεία ανακοινώνει αρνητικές ειδήσεις, οι επενδυτές κατακλύζονται από συναισθήματα απαισιοδοξίας, φόβου και απελπισίας και υπεραντιδρούν οδηγώντας τις τιμές των μετοχών της εταιρείας σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Εν συνεχεία και μόλις αντιληφθούν αυτή τους την στάση, επέρχεται διόρθωση των τιμών των εν λόγω αξιογράφων προς τα πάνω (Pompian, 2006). Μάλιστα η τοποθέτηση κεφαλαίου σε αξιόγραφα που τα προηγούμενα τρία με πέντε έτη ήτο υποτιμημένα και σημείωσαν τις χαμηλότερες αποδόσεις, ενδέχεται να αποδειχθεί μια εξαιρετική επενδυτική κίνηση(Barberis, Shleifer & Vishy, 1998).

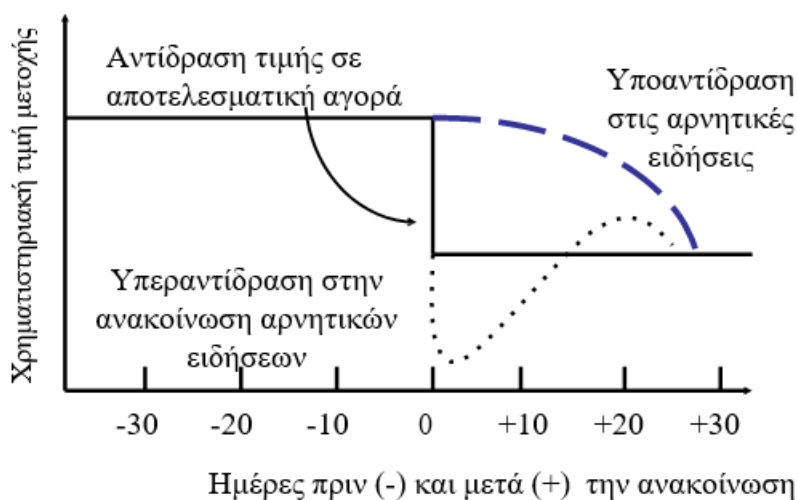
Από την άλλη μεριά το επενδυτικό κοινό εμφανίζει παράλληλα μια τάση υποαντίδρασης σε ορισμένα θετικά ή αρνητικά νέα (Barberis, Shleifer, Vishy, 1998). Η υποαντίδραση των επενδυτών, εδράζεται στον συντηρητισμό που χαρακτηρίζει ορισμένους από αυτούς, εξαιτίας του οποίου οι τιμές απεικονίζουν τις νέες πληροφορίες και προσαρμόζονται ανάλογα σ' αυτές, σταδιακά. Εάν για παράδειγμα μια εταιρία προχωρήσει σε ανακοίνωση των κερδών της και αυτά τυγχάνουν πιο υψηλά από τα προσδοκώμενα, το επενδυτικό κοινό αντιδρά μεν στην εν λόγω θετική είδηση ωθώντας τις τιμές των μετοχών σε πιο υψηλά επίπεδα, ωστόσο όχι τόσο υψηλά όσο θα αναμέναμε. Εν συνεχεία αναγνωρίζουν αυτή την εσφαλμένη αποτίμηση και η αξία της τιμής διορθώνεται κινούμενη σταδιακά προς τα πάνω. Υποαντίδραση εμφανίζεται επίσης στις περιπτώσεις που μια εταιρία ανακοινώνει δυσάρεστα νέα. Οι χρηματιστηριακές τιμές τότε τείνουν να ωθούνται ολοένα και περισσότερο σε πιο

χαμηλά επίπεδα. Γενικότερα, είτε πρόκειται για θετικές ανακοινωθείσες ειδήσεις για αρνητικές παρατηρείται παραβίαση της υπόθεσης της αποτελεσματικότητας της αγοράς, η οποία υποστηρίζει πως όλες οι διαθέσιμες πληροφορίες που διαχέονται στην αγορά αποτυπώνονται και αυτομάτως στις τιμές του χρηματιστηρίου.

Διάγραμμα 3.7 - Αντίδραση των τιμών του χρηματιστηρίου στην ανακοίνωση θετικών ειδήσεων για μια εταιρεία



Διάγραμμα 3.8 - Αντίδραση των τιμών του χρηματιστηρίου στην ανακοίνωση αρνητικών ειδήσεων για μια εταιρεία



Πηγή: Jacoby, G., Aintablian, S., 2003

3.4.2.9. Αντίδραση στα Μ.Μ.Ε.

Η ψυχολογία των επενδυτών και κατ' επέκταση η διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από τις οικονομικής και πάσης φύσεως ειδήσεις που διοχετεύονται στην αγορά και αφορούν τον χρηματιστηριακό χώρο. Οι αντιδράσεις του επενδυτικού κοινού στις πληροφορίες που προσλαμβάνουν μέσω των μέσων μαζικής ενημέρωσης ενδέχεται να αποβεί ολέθρια για τα χαρτοφυλάκια τους.

Οι επενδυτές όταν αποκτούν νέες πληροφορίες, αισθάνονται ότι υποχρεούνται να δράσουν βάσει αυτών, ακόμα και όταν αυτές σχετίζονται σε μικρό βαθμό ή και καθόλου με επενδύσεις που απαρτίζουν το χαρτοφυλάκιο τους. Η υπεραντίδραση τους στις νέες ειδήσεις και δεδομένα χωρίς προηγούμενη έρευνα και εξακρίβωση της ποιότητας τους μπορεί να αποδειχθεί επιζήμια για τους επενδυτές (Nofsinger, 2001). Μερικές φορές μάλιστα όταν ο επενδυτής δέχεται καταγισμό νέων πληροφοριών, αδυνατεί να τις διαχειριστεί, να τις εξετάσει και να διακρίνει ποιες αφορούν το χαρτοφυλάκιο του και ποιες του είναι περιττές, καταλήγοντας πολλές φορές αντί να διευκολύνεται να περιέρχεται σε κατάσταση σύγχυσης (Φίλιππας, 2008).

Παράλληλα η ταχύτατη ανάπτυξη του διαδικτύου, έπαιξε καθοριστικό ρόλο στον τρόπο με τον οποίο αφενός διοχετεύονται στην αγορά οι ειδήσεις και αφετέρου με τον οποίο ενημερώνεται επί αυτών το επενδυτικό κοινό και αποφασίζει περί των επενδυτικών του κινήσεων, διότι εξασφαλίζει διαρκή ροή πληροφοριών και πολλές φορές μάλιστα εντελώς δωρεάν. Ωστόσο ο μεγάλος όγκος πληροφοριών καθιστά ανέφικτη την αξιοποίηση και ανάλυση όλων χωρίς ταυτόχρονα να εξασφαλίζει την ποιότητα τους.

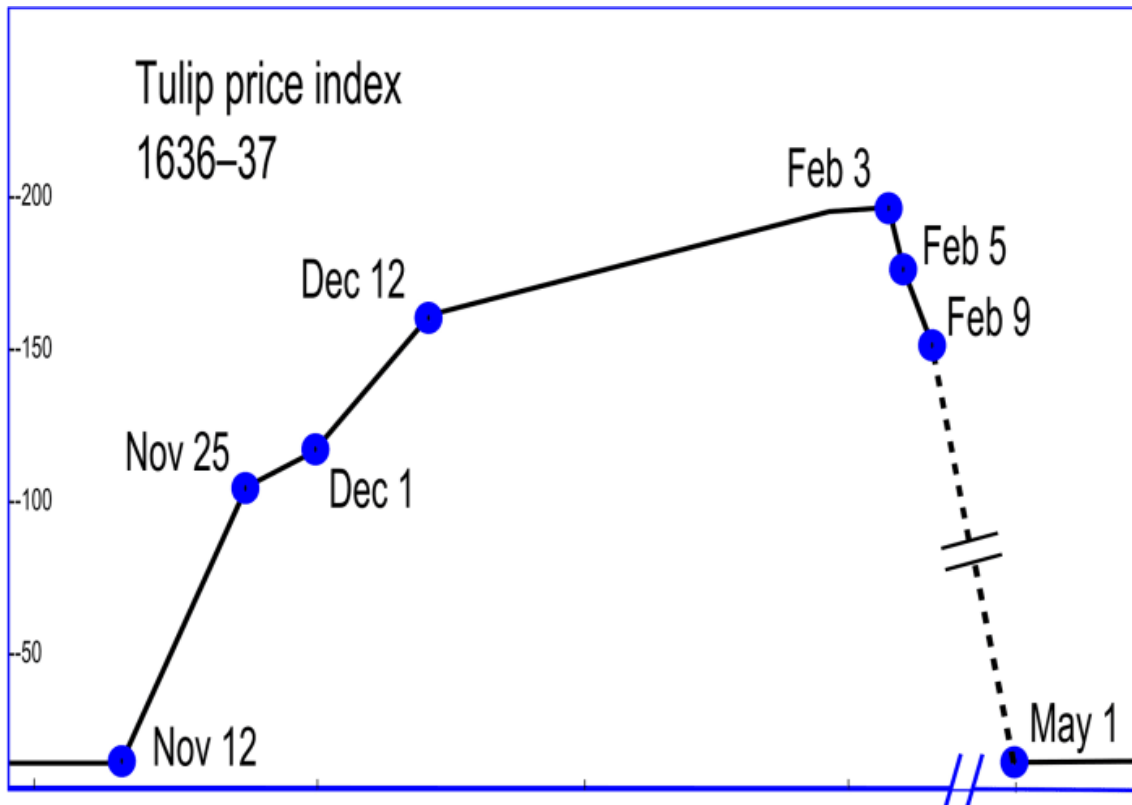
Οι Antweiler & Murray (2004) εξέτασαν περισσότερα του ενός εκατομμυρίου μηνύματα τα οποία ανταλλάσσονταν σε διάφορες ιστοσελίδες του διαδικτύου όπως το Yahoo, Finance και άλλες, και των οποίων οι θεματικές εστίαζαν σε ζητήματα μετοχών των δεικτών Dow Jones Industrial Average και Dow Jones Internet Index. Το συμπέρασμα που εξήγαγαν ήταν πώς η ανταλλαγή αυτών των μηνυμάτων διαδραμάτιζε σημαντικό ρόλο στην μεταβλητότητα που παρατηρείται στις αποδόσεις, επηρεάζοντας ταυτόχρονα και τον αριθμό των συναλλαγών που πραγματοποιούνται. Ειδικότερα, όσες περισσότερες είναι οι διαφωνίες στα μηνύματα, τόσο λιγότερες είναι οι συναλλαγές που πραγματοποιούνται την επόμενη ημέρα και όσα περισσότερα είναι τα μηνύματα τόσο μεγαλύτερη είναι η μεταβλητότητα των τιμών και ο αριθμός των χρηματιστηριακών συναλλαγών. Ο Tetlock (2007) επίσης, διερεύνησε την πιθανή επίδραση του περιεχομένου των πληροφοριών των μέσων μαζικής ενημέρωσης στην πορεία των

χρηματιστηριακών αγορών, αξιοποιώντας καθημερινά στοιχεία της ευρέως γνωστής στήλης της Wall Street Journal “Abreast of the Market”. Το συμπέρασμα που εξήγαγε ήτο πως το διάχυτο αίσθημα απαισιοδοξίας των μέσων μαζικής ενημέρωσης ασκεί ώθηση στις τιμές προς το χαμηλότερο επίπεδο και παράλληλα η απροσδόκητα μεγάλη ή ελάχιστη απαισιοδοξία ενθαρρύνει την διενέργεια σωρείας συναλλαγών.

3.4.2.10 Κοινωνική Αλληλεπίδραση

Η κοινωνική αλληλεπίδραση συνιστά ένα από τα βασικότερα στοιχεία της υπόστασης και της καθημερινότητας όλων των ανθρώπων, έχοντας μείζονος σημασίας συνέπειες στην ιδιωτική μας ζωή, και επιδρώντας και στη λήψη αποφάσεων οικονομικής φύσεως. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική συνδυάζει όπως προαναφέρθηκε την επιστήμη της Χρηματοοικονομικής με την επιστήμη της Κοινωνικής Ψυχολογίας με σκοπό να ερευνηθεί η επίδραση που έχει η κοινωνική αλληλεπίδραση στην επενδυτική διαδικασία. Η επιστήμη της κοινωνικής ψυχολογίας εξετάζει πώς οι άνθρωποι επηρεάζουν τις απόψεις, τα συναισθήματα και τους τρόπους συμπεριφοράς άλλων ανθρώπων (Kenrick, Neuberg, Cialdini, 2004). Η σημαντικότητα της επιστήμης αυτής ανεδείχθη ήδη από πολύ νωρίς με την έκδοση του βιβλίου «Social Psychology» του κοινωνιολόγου Edward Ross (1908) ο οποίος τόνισε πως οι άνθρωποι επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από τις υφιστάμενες κοινωνικές τάσεις φέρνοντας ως παράδειγμα την «τουλιπομανία» που σημειώθηκε στην Ολλανδία από το 1634 και έπειτα κατά τη διάρκεια της οποίας οι άνθρωποι προχωρούσαν στην πώληση των περιουσιακών τους στοιχείων με σκοπό να αγοράσουν βολβούς τουλίπας οι οποίοι διατίθεντο τότε σε υπερβολικά υψηλές τιμές, όμως εν συνεχεία η τάση αυτή παρήλθε και οι βολβοί τουλίπας απώλεσαν την υψηλή τους αξία. Ο Ross (1908) δεν εστιάζει στα άτομα ως μονάδες αλλά στις ομάδες ως σύνολα περισσότερων ατόμων, διότι πιστεύει πως τέτοιου είδους συμπεριφορές αποτελούν «προϊόντα της ψυχολογίας του όχλου, αυτής της παράλογης ομοφωνίας συμφερόντων, συναισθημάτων, απόψεων ή πράξεων σε μια ομάδα ατόμων που επικοινωνούν, σαν αποτέλεσμα της μίμησης».

Διάγραμμα 3.9 : Η τιμή της τουλίπας την περίοδο 1636 - 37



Πηγή: E. Thompson (2007)

Κατά τον Αριστοτέλη, ο άνθρωπος είναι ένα μιμητικό ον το οποίο επηρεάζεται σφοδρά από την ψυχολογία του όχλου και τείνει να σκέφτεται και να ενεργεί σε αντιστοιχία με τις υφιστάμενες κοινωνικές τάσεις. Η παρατήρηση αυτή του μεγάλου φιλοσόφου επιβεβαιώθηκε επανειλημμένως από πληθώρα επιστημόνων οι οποίοι αναγνώρισαν την σημαντικότητα της σε όλους τους τομείς ζωής των ανθρώπων. Τα άτομα διαθέτουν εμφύτως την τάση να ακολουθούν, να υιοθετούν αντιλήψεις και τρόπους συμπεριφοράς άλλων κοινωνιών (Asch, 1956). Το ίδιο ισχύει και για την επενδυτική κοινότητα. Μάλιστα οι Shiller και Pound (1989) διενήργησαν έρευνα μελετώντας τη συμπεριφορά ιδιωτών επενδυτών, από την οποία απεδείχθη πως σχεδόν όλοι οι ιδιώτες επενδυτές που είχαν αγοράσει προσφάτως μετοχές είχαν εενδιαφερθεί για την απόκτηση τους κατόπιν διαπροσωπικής επικοινωνίας με έτερους επενδυτές αποδεικνύοντας την ισχυρή δύναμη που ασκεί στον ψυχισμό τους η κοινωνική αλληλεπίδραση. Μια τέτοια συμπεριφορά εξηγείται από την πεποίθηση που τρέφουν οι επενδυτές πως η χρηματιστηριακή αγορά είναι πιο ασφαλής και άρα πιο ελκυστική για αυτούς όταν δραστηριοποιούνται σε αυτή και άλλοι (Hong, Kubik & Stein, 2004). Για να καταλήξουν σε αυτό το συμπέρασμα συσχέτισης της κοινωνικότητας των ατόμων με τις επενδύσεις, παρατήρησαν την συμπεριφορά επτά χιλιάδων περίπου πολιτών της

Αμερικής, ευρισκόμενων στην ηλικία των πενήντα χρόνων περίπου, και μέσω της παρατήρησης κατέστη αντιληπτό πως τα πιο κοινωνικά άτομα είναι πιθανότερο να ασχοληθούν με την επενδυτική διαδικασία διότι όσο περισσότερο αλληλεπιδρούν με άλλα άτομα, τόσες περισσότερες πιθανότητες υπάρχουν να πεισθούν να προχωρήσουν και οι ίδιοι σε επενδύσεις και μάλιστα παρόμοιας φύσεως.

Η κοινωνική αλληλεπίδραση εδράζεται στα κοινωνικά πρότυπα, στα οποία υπακούει ο άνθρωπος ως μέλος της κοινωνίας λόγω της ανάγκης του να γίνει αποδεκτός και να κερδίσει τον σεβασμό των υπολοίπων μελών, και τα οποία προτάσσουν την τήρηση συγκεκριμένων στάσεων και συμπεριφορών, αποτελώντας ένας είδος άγραφων κανόνων με τους οποίους οι άνθρωποι οφείλουν να συμμορφωθούν και οι οποίοι διαμορφώνονται και αναπτύσσονται μέσω διαπροσωπικών συζητήσεων αλλά και μέσω της παρατήρησης της συμπεριφοράς άλλων μελών της κοινωνίας. Μάλιστα τα κοινωνικά πρότυπα επηρεάζουν και την οικονομική ζωή των ανθρώπων (Duflo & Saez 2002), ιδιαίτερα όταν οι αποφάσεις που καλούνται να λάβουν αφορούν σημαντικά οικονομικά ζητήματα (Mangot, 2007).

Αναφορικά με τον επενδυτικό κλάδο, το εν λόγω συμπεριφορικό σφάλμα δύναται να ασκήσει επιρροή στην συμπεριφορά των επενδυτών είτε μέσα από την προφορική επικοινωνία είτε μέσα από τη μάθηση δια της παρατήρησης (Banerjee, 1992, Bikchandani, Hirshleifer, & Welch, 1992, Ellison & Fudenberg, 1995). Παραδείγματον χάριν, μέσα από μια εποικοδομητική συζήτηση και επικοινωνία ο επενδυτής ενημερώνεται για την επενδυτική διαδικασία και τον τρόπο λειτουργίας της χρηματιστηριακής αγοράς και αντλούν περαιτέρω πληροφορίες γι' αυτή μέσω της παρατήρησης της.

Σημαντικό ρόλο διαδραματίζει σ' αυτό και η ικανοποίηση που αντλεί το άτομο από το γεγονός ότι μοιράζεται πλέον κοινές ασχολίες και ενδιαφέροντα με τον κοινωνικό του περίγυρο (Becker, 1991). Ωστόσο το γεγονός ότι μοιράζονται κοινές ασχολίες και ενδιαφέροντα δεν σημαίνει πως μοιράζονται και τις ίδιες πεποιθήσεις όπως εσφαλμένα τείνουν να πιστεύουν πολλές φορές τα οικονομούντα άτομα (Hirshleifer, 2001). Η πλάνη αυτή πηγάζει από την απροθυμία που χαρακτηρίζει τους επενδυτές να παραδεχθούν ότι οι επιλογές και οι απόψεις τους δεν είναι πάντοτε ορθές αλλά ακόμη και αν είναι δε καθίστανται αυτόματα αποδεκτές από τους υπόλοιπους οι οποίοι ενδέχεται να μην τις ενστερνίζονται.

Άμεση απόρροια της κοινωνικής αλληλεπίδρασης είναι η υιοθέτηση από τα άτομα ομαδικού τρόπου σκέψης (group thinking), (Janis, 1970). Οι άνθρωποι που

ανήκουν σε μια κοινωνική ομάδα δηλαδή επιδιώκουν την ύπαρξη σύμπνοιας των απόψεων και ομοφωνίας σε ένα ζήτημα που τους απασχολεί και ως μη συνεπάγεται αυτή την εύρεση της καλύτερης δυνατής λύσης στο εν λόγω ζήτημα, ιδιαίτερα όταν αυτό χαρακτηρίζεται από μεγάλη περιπλοκότητα και ειδικά σε περιόδους που χαρακτηρίζονται από έντονη αβεβαιότητα (Mangot, 2007). Ο ομαδικός τρόπος σκέψης πηγάζει από την συνήθεια των ομάδων να προβαίνουν στη λήψη αποφάσεων οι οποίες τυγχάνουν εξηγήσιμες με ευκολία και συνεπώς ευνοείται η τήρηση τους επειδή εδράζονται σε ευκόλως εννοούμενους λόγους (Mangot, 2007).

Ένας πηγάζων εκ του συλλογικού τρόπου σκέψης και της λήψης ομαδικών αποφάσεων κίνδυνος που караδοκεί είναι η ομαδική πόλωση, ήτοι η ανάληψη υψηλότερου ή χαμηλότερου επενδυτικού κινδύνου λόγω της αυξημένης εμπιστοσύνης προς την ομάδα και τη συνεπαγόμενη αυτής υπερβολική αυτοπεποίθηση που παρατηρείται σε ομαδικό επίπεδο. Δύο είναι οι κύριες εκφάνσεις της εν λόγω συμπεριφοράς η οποία έχει ως συνέπεια να μεταβάλλονται τα επίπεδα αποστροφής κινδύνου των μεμονωμένων μελών μιας ομάδας, α) περίπτωση που η ομάδα προβαίνει στην ανάληψη μεγαλύτερου ποσοστού κινδύνου από αυτό που θα αναλάμβαναν τα άτομα που την απαρτίζουν και β) η αντίθετη περίπτωση που η ομάδα είναι πιο συντηρητική από τα μεμονωμένα μέλη της με τις αντίστοιχες επιπτώσεις στον πλούτο τους (Mangot, 2007).

3.4.2.10.1 Αγελαία Συμπεριφορά

Η συμπεριφορά της αγέλης αποτελεί ίσως το πιο σημαντικό συμπεριφορικό σφάλμα των επενδυτών, αλλά και των επαγγελματιών διαχειριστών χαρτοφυλακίων που έχει αναδειχθεί μέσα από συνεχείς μελέτες και έρευνες των διεθνών κεφαλαιαγορών και μπορεί να ορισθεί ως η αμοιβαία μίμηση των επενδυτικών επιλογών, η οποία καταλήγει σε σύγκλιση δράσεων (Welch, 2000, Hirshleifer & Teoh, 2003).

Προέκυψε μέσω της εξελικτικής διαδικασίας καθώς και από την έμφυτη τάση όλων των έμψυχων όντων για επιβίωση (Pechter & Robert, (1999) Parker & Pechter, 2005)) και κοινωνικότητα (Αλεξάκης & Ξανθάκης, 2008) και παρουσιάζεται σε πολλούς τομείς της καθημερινής ζωής. Για παράδειγμα οι άνθρωποι συμπορεύονται με τις τάσεις της μόδας για την ένδυση και υπόδηση τους, τα εστιατόρια που θα δειπνήσουν, τα βιβλία τα οποία πρόκειται να διαβάσουν, τα ταξίδια τα οποία πρόκειται να πραγματοποιήσουν και τα μέρη τα οποία πρόκειται να επισκεφθούν, ακόμα και την καριέρα την οποία ενδεχομένως να ακολουθήσουν.

Σε πείραμα που διεξήχθη από εντομολόγους, οι οποίοι δημιούργησαν δύο όμοιες εστίες τροφής για μυρμήγκια, ενώ βάσει στατιστικής αυτά θα έπρεπε να διαμοιραστούν ίσα σε κάθε μια εστία τροφής (50%-50%), παρατηρήθηκε πως η συντριπτική πλειοψηφία του 80% επέλεξε την πρώτη εστία ενώ μόλις 20% του πληθυσμού, τη δεύτερη (Deneuboug, Pasteels & Goss 1987). Νωρίτερα ο ψυχολόγος Asch (1956) προέβη σε ένα ψυχολογικό πείραμα από το οποίο προέκυψε πως τα άνθρωποι όποτε βρίσκονται στα πλαίσια μιας ομάδας τείνουν να απαντούν περισσότερες φορές εσφαλμένα σε ερωτήματα σχετικά με την παρατηρητικότητα τους, απ' ότι όταν απαντούν ατομικά. Ο ψυχολόγος τοποθετούσε το άτομο που επρόκειτο να εξετασθεί, εντός μιας ομάδας αποτελούμενη κι από άλλα μέλη τα οποία στην πραγματικότητα ήταν «συνεργοί» του. Κατόπιν ζητούσε από τα μέλη όλης της ομάδας να απαντήσουν σε 12 ερωτήσεις για το μήκος κάποιων ευθείων γραμμών, οι απαντήσεις των οποίων ήταν πασιφανείς. Το υπό εξέταση μέλος πρώτα άκουγε τι απαντούσαν οι υπόλοιποι οι οποίοι σκόπιμα απαντούσαν εσφαλμένα στις 7 εκ των 12 ερωτήσεων, και έπειτα απαντούσε. Επειδή επηρεαζόταν από τα υπόλοιπα μέλη της ομάδας που με ομοφωνία απαντούσαν εσφαλμένα, έδινε κι αυτό λανθασμένη απάντηση. Εξήχθη έτσι το συμπέρασμα πως οι άνθρωποι εμφανίζουν μια ροπή προς συμμόρφωση με την κοινή γνώμη των μελών της ομάδας στην οποία ανήκουν είτε γιατί φοβούνται να διαφοροποιηθούν, είτε γιατί δεν θέλουν τα υπόλοιπα μέλη της ομάδας να αμφισβητήσουν.

Ένα ακόμη ενδιαφέρον πείραμα διεξήχθη από τους Milgram, Bickman και Berkowitz (1969) οι οποίοι εισήγαγαν την ιδέα της κοινωνικής απόδειξης. Σύμφωνα με αυτή αν αρκετοί άνθρωποι πράττουν ή πιστεύουν κάτι θα υφίσταται και κάποια εξήγηση για την εν λόγω συμπεριφορά. Μελετητές τοποθέτησαν μια δεκαπενταμελή ομάδα ατόμων σε ένα τμήμα του δρόμου και παρατήρησαν τη συμπεριφορά των περαστικών από τη στιγμή που το εν λόγω «τεχνητό πλήθος» ξεκίνησε να κοιτάζει επίμονα το παράθυρο του τελευταίου ορόφου μιας πολυκατοικίας. Παρατηρήθηκε πως άνω του 80% των περαστικών σταματούσαν με σκοπό να αντιληφθούν και οι ίδιοι περί τίνος πρόκειται παρατηρούσαν.

Άλλο ένα παράδειγμα είναι εκείνο με τους πελάτες ενός τραπεζικού ιδρύματος στη Σιγκαπούρη (Kenrick, Neuberg και Cialdini, 2007) όταν όλως ξαφνικώς και δίχως να προηγηθεί κάτι άρχισαν να αποσύρουν σύσσωμα τις καταθέσεις τους από το εν λόγω τραπεζικό ίδρυμα. Η εξήγηση του φαινομένου αυτού παρέμεινε μυστήριο μέχρι που διαπιστώθηκε πως η αιτία αυτού ήτο μια απρόοπτη απεργία των λεωφορείων που είχε δημιουργήσει συνωστισμό στη στάση του λεωφορείου η οποία βρισκόταν έμπροσθεν της

τραπέζης. Αυτή η ασυνήθιστα μεγάλη συσσώρευση ανθρώπων έξωθεν της τράπεζας, παρερμηνεύθηκε από τους περαστικούς οι οποίοι θεώρησαν πως οι συμπολίτες τους ανέμεναν στη σειρά τους, για την τράπεζα με σκοπό να αποσύρουν τις καταθέσεις τους, τους κατέκλυσε πανικός και ανησυχία και ευθύς αμέσως αποφάσισαν να αποσύρουν και οι ίδιοι τις δικές τους καταθέσεις. Μάλιστα, το εν λόγω τραπεζικό ίδρυμα χρειάστηκε να παύσει τη λειτουργία του εκείνη την ημέρα ώστε να αποφύγει την οικονομική της καταστροφή.

Κατά τον Charles Mackay (1841) τα άτομα εντάσσονται σε αγέλες, υιοθετούν τον ομαδικό τρόπο σκέψης και συμπεριφοράς, καταλήγοντας να παρασύρονται όλοι στο σύνολο τους, όμως συνέρχονται σταδιακά και ένας – ένας ξεχωριστά και μεμονωμένα. Παράλληλα ο διάσημος ψυχολόγος και συγγραφέας Gustave Le Bon (1895) στο βιβλίο του « Η ψυχολογία των μαζών» διερεύνησε την επιρροή που ασκεί η μάζα στην ψυχολογία του ατόμου επισημαίνοντας πως εντός μιας ομάδας ατόμων τα συναισθήματα και οι ιδέες των μεμονωμένων ατόμων που την απαρτίζουν ακολουθούν κοινή πορεία πλεύσης, ενώ παράλληλα υφίσταται μια άλογη ανάγκη και επιθυμία προς συναίνεση και μαζική παρερμηνευση ακόμα και των πιο σημαντικών ζητημάτων καθώς η συνειδητή προσωπικότητά και η υπευθυνότητα και η κριτική σκέψη των ατόμων απόλλονται μέσα στον όχλο.

Γίνεται λοιπόν σαφές ότι πως η μάζα συσσωρεύει όχι τη διάνοια, αλλά τη μετριότητά των μελών που την απαρτίζουν, στις περιπτώσεις εκείνες που η ασυνείδητες δράσεις της μάζας υποκαθιστούν τις συνειδητές δραστηριότητες των μεμονωμένων ατόμων. Μπορεί δηλαδή η αγelaiά συμπεριφορά ιδωμένη από την σκοπιά ενός μεμονωμένου ατόμου να μοιάζει ορθολογική, αφού το άτομο εντός της ομάδας παύει να νιώθει ευάλωτο απέναντι στον κίνδυνο και αντ' αυτού αισθάνεται πιο προστατευμένο και ασφαλές, στην πραγματικότητα όμως η μαζική συμπεριφορά είναι σαφώς μη ορθολογική (Shiller, 2000).

Η επίδραση της συμπεριφοράς της αγέλης μελετήθηκε από τους Scharfstein και Stein (1990) και ως προς τους ιδιώτες επενδυτές και ως προς τους επαγγελματίες διαχειριστές χαρτοφυλακίων και τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές. Αναφορικά με τους επαγγελματίες διαχειριστές και τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές αυτοί πολλές φορές μιμούνται τις επενδυτικές επιλογές άλλων διαχειριστών, παραγκωνίζοντας σημαντικές πληροφορίες που οι ίδιοι διαθέτουν, σε μια προσπάθεια τους να μην προβούν σε εσφαλμένες επιλογές, με απώτερο σκοπό τους να διατηρήσουν την καλή τους φήμη αλλά και επειδή παράλληλα ανησυχούν για την επίδοση που θα σημειώσουν, η οποία

επιδιώκουν να μην απέχει σε μεγάλο βαθμό από τον μέσο όρο, δοθέντος ότι οι επιδόσεις τους προσδιορίζουν κάθε φορά τις αμοιβές του και εξασφαλίζουν το παρόν αλλά και το μελλοντικό πελατολόγιο τους. Μάλιστα ακόμη και αν μια επενδυτική τους επιλογή αποδειχθεί αποτυχημένη, από τη στιγμή που η αποτυχία είναι μαζική και κι άλλοι διαχειριστές υπέπεσαν στο ίδιο σφάλμα, η αντιμετώπιση της απώλειας σε οικονομικό αλλά και συναισθηματικό επίπεδο δεν είναι το ίδιο επώδυνη. Ουσιαστικά σε περιπτώσεις μαζικής αποτυχίας οι διαχειριστές και αναλυτές, καλύπτονται από την αγέλη και αποτρέπεται έτσι η αντικειμενική και αυστηρή αξιολόγηση τους ως επαγγελματιών (Devenow & Welch, 1996). Ακόμη και οι επαγγελματίες διαχειριστές των οποίων οι επιδόσεις είναι χαμηλές, προτιμούν να επιλέξουν αξιόγραφα από γνωστές εταιρίες που παρουσίασαν πρόσφατα ανοδική πορεία παρά να ερευνήσουν με σκοπό τον εντοπισμό υποτιμημένων μετοχών που ενδέχεται να αποτελούν καλές επενδυτικές ευκαιρίες. Συνέπεια αυτής της συμπεριφοράς είναι η αξία των μετοχών που σημείωσαν προσφάτως υψηλές αποδόσεις να συνεχίσει να την ανοδική της πορεία, με αποτέλεσμα τη δημιουργία σημαντικών αποκλίσεων από τις θεωρητικά ορθές αποτιμήσεις τους.

Αναφορικά τώρα με τους ιδιώτες επενδυτές, πολλές φορές αυτοί τείνουν να στρέφονται στην αγέλη ιδιαίτερα όταν δεν εμπιστεύονται τις πληροφορίες που οι ίδιοι διαθέτουν και πιστεύοντας πως η αγέλη θα τους εξασφαλίσει τις πληροφορίες που εκείνοι αγνοούν και έτσι ακολουθεί την κοινή γνώμη λαμβάνοντας υπόψη τις αμφιβόλου ποιότητας και ακρίβειας πληροφορίες που λαμβάνει. Έτσι καταλήγουν να πράττουν ότι και οι υπόλοιποι, παρά το γεγονός ότι η προσωπική τους πληροφόρηση ενδέχεται να υποδεικνυε διαφορετικό τρόπο δράσης (Banerjee, 1992). Η συμπεριφορά αυτή παρατηρείται στις περιπτώσεις εκείνες που οι μεμονωμένοι επενδυτές είτε δεν διαθέτουν μεγάλη εμπειρία στον τομέα των επενδύσεων είτε απλώς δεν δείχνουν εμπιστοσύνη στις γνώσεις που διαθέτουν, τις πληροφόρηση που κατέχουν αλλά και τις επενδυτικές τους ικανότητες. Απόρροια αυτών είναι να εξωθούνται στη μίμηση επενδυτικών συμπεριφορών άλλων επενδυτών, ήτοι να αγοράζουν όποτε προβαίνουν σε αγορά και οι υπόλοιποι και άρα όταν οι αγορές βρίσκονται ήδη σε υψηλότατα επίπεδα και να πωλούν όποτε προχωρούν σε πώληση και οι υπόλοιπα άρα όταν η αγορά ακολουθεί καθοδική πορεία.

Αυτή η συμπεριφορά παρατηρείται σε περιόδους μεγάλων διακυμάνσεων, όποτε οι επενδυτές είναι εξαιρετικά ασταθείς στις απόψεις τους και επιρρεπείς στη υιοθέτηση της αγελαίας συμπεριφοράς (Borch, 2007). Είναι δηλαδή περισσότερο πιθανό να εμφανισθεί σε μια περίοδο κρίσης όπου το επενδυτικό κυβερνάται από την αβεβαιότητα,

την ανασφάλεια και τον φόβο και προτιμά να ακολουθήσει την κοινή γνώμη παραβλέποντας τις προσωπικές τους αντιλήψεις, πεποιθήσεις και επιθυμίες (Christie& Huang,1995).

Η αγελαία συμπεριφορά διακρίνεται σε σκόπιμη και πλασματική (Bikhchandani& Sharma, 2000) Η στοιχειοθέτηση του συγκεκριμένου διαχωρισμού ανάμεσα στη σκόπιμη και την πλασματική συμπεριφορά της αγέλης είναι κρίσιμη διότι η δεύτερη δεν αντιτίθεται στην υπόθεση της αποτελεσματικότητας της αγοράς (Caparrelli, D’Arcangelis& Cassuto, 2004). Ως πλασματική αγελαία συμπεριφορά λογίζεται η συμπεριφορά μεμονωμένων επενδυτών, οι οποίοι διαθέτοντας όμοιες επενδυτικές επιλογές και κοινή πληροφόρηση, καταλήγουν στην υιοθέτηση παρεμφερούς επενδυτικής συμπεριφοράς δημιουργώντας έτσι μια κατά τα φαινόμενα αγελαία συμπεριφορά, δίχως παράλληλα να διαταράσσουν την αποτελεσματικότητα των χρηματιστηριακών αγορών. Αντίθετα, η σκόπιμη αγελαία συμπεριφορά πηγάζει από την ενσυνείδητη διάθεση του εκάστοτε επενδυτή να μιμηθεί την επενδυτική συμπεριφορά άλλων επενδυτών, παραβλέποντας κάθε είδους προσωπική γνώση και πληροφόρηση, (εάν αυτή υπάρχει) με σκοπό να αποφευχθεί το ενδεχόμενο να βρεθούν μόνοι τους στη δυσχερή θέση να αναγνωρίσουν τυχόν εσφαλμένες τους επιλογές και να επωμισθούν την ευθύνη των αποτελεσμάτων που αυτές συνεπάγονται, γεγονός που καθιστά ασταθείς τις αγορές λόγω της ευμεταβλητότητας που χαρακτηρίζεις τις τιμές τους. (Zhou & Lai, 2006).

Από την άλλη μεριά τα κόστη διαφοροποίησης από την αγέλη ενδέχεται να είναι μεγάλα ενώ δεν αποτιμάται αποκλειστικά και μόνο σε χρήμα αλλά και σε συναισθηματικούς όρους. Όπως και ο συγγραφέας Nassim Nicholas Taleb έχει επισημάνει οι επενδυτές διαθέτουν τη λογική ότι «Είναι πιο επικερδές να είμαστε μαζί προς τη λάθος κατεύθυνση, από το να είναι κάποιος μόνος του στη σωστή κατεύθυνση» διότι ο απογαλακτισμός από την αγέλη ενδέχεται να προκαλέσει δυσάρεστα συναισθήματα μέχρι και πόνο (Eisenberger, Lieberman & Williams ,2003). Για παράδειγμα για τη διεξαγωγή ενός πειράματος με σκοπό την παρατήρηση της εγκεφαλικής δραστηριότητας των συμμετεχόντων, οι τελευταίοι κλήθηκαν να παίξουν ένα παιχνίδι στον υπολογιστή. Περαιτέρω τους παραχωρήθηκε η πληροφορία πως στο παιχνίδι μετέχουν και δύο ακόμη άνθρωποι και καθήκον τους ήτο να πετάνε απλώς ένα μπαλάκι ο ένας στον άλλο. Κατόπιν μερικών γύρων, οι δύο συνεργαζόμενοι με τον υπολογιστή άνθρωποι προχώρησαν σε αποκλεισμό του υπό εξέταση συμμετέχοντα του πειράματος. Οι ερευνητές διαπίστωσαν, πως η δραστηριότητα του εγκεφάλου του ατόμου

που αποκλείστηκε είναι παρόμοια με εκείνη που λαμβάνει χώρα όταν ο άνθρωπος αισθάνεται πραγματικά, φυσικό πόνο!

Αντίστοιχα και στον επενδυτικό κόσμο, μια αντίθετη επενδυτική στρατηγική, όπως η πώληση αξιογράφων τη στιγμή που οι υπόλοιποι αγοράζουν αυτά αλλά και η αγορά αξιογράφων όταν οι υπόλοιποι τα πωλούν, δημιουργεί στον επενδυτή που διαφοροποιείται συναισθήματα ανασφάλειας, φόβου και μοναξιάς. Ωστόσο, όσο επίπονη και δύσκολη και αν είναι αυτή η επενδυτική στρατηγική για τον επενδυτή, αποτελεί την πιο σοφή επιλογή γι' αυτόν διότι όπως και ο μεγάλος επενδυτής John Templeton ορθά έχει επισημάνει, είναι αδύνατο να επιτευχθούν υψηλότερες αποδόσεις από εκείνες του μέσου όρου αν δεν διαφοροποιηθούμε από τις ενέργειες της πλειοψηφίας.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Η Παραδοσιακή Χρηματοοικονομική θεώρηση, παρά την σημαντική συνεισφορά της και την υψηλή σπουδαιότητά της, τέθηκε υπό αμφισβήτηση από πληθώρα επιστημόνων και ερευνητών όταν κατέστη αντιληπτό πως οι βασικές της υποθέσεις, δηλαδή η θεωρία της Αποτελεσματικότητας των Αγορών και η ύπαρξη ορθολογικών επενδυτών, δεν ήτο εφικτό να εξηγήσουν ανωμαλίες στην πορεία των χρηματιστηριακών τιμών, στον τρόπο λειτουργίας των αγορών αλλά και συμπεριφορές του επενδυτικού κοινού που κάθε άλλο παρά ορθολογικές θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική υπήρξε η επιστήμη η οποία ανέδειξε για πρώτη φορά την σημαντικότητα της ψυχολογίας των επενδυτών και τον άμεσο συσχετισμό της με τις ανοδικές και καθοδικές πορείες που διέγραφε η αγορά.

Η μετάβαση από τον ορθολογικό στον πραγματικό επενδυτή ο οποίος βάλλεται από πάθη, ένστικτα, συναισθήματα, προκαταλήψεις, στερεότυπα, περιορισμένη γνώση και πληροφόρηση με αποτέλεσμα να υποπίπτει συστηματικά σε συμπεριφορικά σφάλματα δεν υπήρξε εύκολη ούτε πραγματοποιήθηκε εν μια νυκτί. Χρειάστηκαν αρκετά χρόνια επίμονης προσπάθειας, διεξοδικής μελέτης και εξονυχιστικής έρευνας πλήθους επιστημόνων, ερευνητών και μελετητών με σκοπό να καταστεί αποδεκτή η επιρροή της ψυχολογίας στις χρηματοοικονομικές αγορές.

Σήμερα, ο ακαδημαϊκός κόσμος ενστερνίζεται τις αρχές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής και αναγνωρίζει τη συνεισφορά της γεγονός που προκύπτει περίτρανα και από την απονομή βραβείου Νόμπελ στις Οικονομικές Επιστήμες στον Daniel Kahneman το 2002 για το δημιουργικό του έργο στην ψυχολογία με το οποίο αμφισβήτησε το ορθολογικό μοντέλο λήψης αποφάσεων αλλά και από την πιο πρόσφατη

απονομή βραβείου Νόμπελ στις Οικονομικές Επιστήμες στον Richard Thaler το έτος 2017 για την συμβολή του στην καθιέρωση της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, υπογραμμίζοντας με αυτόν τον τρόπο την ανάγκη των οικονομικών να ιδωθούν από μια διαφορετική οπτική, πιο ρεαλιστική και λιγότερο μαθηματικοποιημένη, και να διερευνηθούν περαιτέρω με τη βοήθεια της Ψυχολογίας, της Κοινωνιολογίας και της Νευροεπιστήμης.

Η συστηματική καταγραφή και η λεπτομερής ανάλυση των συμπεριφορικών σφαλμάτων, γνωστικών και συναισθηματικών, τυγχάνει μείζονος σημασίας για τους επενδυτές (ερασιτέχνες και επαγγελματίες), αλλά και τους επαγγελματίες διαχειριστές χαρτοφυλακίων διότι μόνο μέσω αυτής μπορούν να καταστεί σαφές το πλήθος αλλά και το μέγεθος των επιπτώσεων που αυτά ενέχουν για την ισορροπία και την εύρυθμη λειτουργία των χρηματιστηριακών αγορών ευρύτερα μα και για τον πλούτο τους μεμονωμένα.

Στην πλειοψηφία των περιπτώσεων τα άτομα εμφανίζουν περισσότερα του ενός συμπεριφορικά σφάλματα σωρευτικά, τα οποία δρουν αθροιστικά, αυξάνοντας πολλαπλασιαστικά τις συνέπειες στην αγορά στο σύνολο της αλλά και στα χαρτοφυλάκια των επενδυτών μεμονωμένα. Η πρώτη κίνηση για την αντιμετώπιση τους είναι η εξονυχιστική μελέτη των εν λόγω σφαλμάτων ώστε να καταστεί εφικτή η δυνατότητα αναγνώρισης τους στο παρόν αλλά και πρόληψης και αποφυγής τους στο μέλλον. Σε δεύτερο πλάνο η κατανόηση της ψυχολογίας των επενδυτών συνδράμει στη σημαντικότερη διαδικασία του προσδιορισμού επενδυτικού προφίλ κινδύνου των επενδυτών, που θα συνδράμει στην εξυπηρέτηση των ιδιαίτερων αναγκών τους (ψυχολογικών και οικονομικών) και στην διευκόλυνση της επίτευξης των επενδυτικών τους στόχων.

Ο επενδυτής όταν καλείται να λάβει μια επενδυτική απόφαση θα πρέπει να διαθέτει μια προσωπική επενδυτική στρατηγική η οποία θα ανταποκρίνεται στο επενδυτικό προφίλ κινδύνου που τον χαρακτηρίζει, να θέτει ως πυξίδα τους στόχους που επιδιώκει να επιτύχει μέσω αυτής και να ακολουθεί συγκεκριμένα βήματα για την επίτευξη τους, ερευνώντας, μελετώντας, και αξιολογώντας διεξοδικώς έκαστη διαθέσιμη επενδυτική επιλογή. Θα πρέπει να διατηρεί οξυμένη την κριτική του σκέψη και να κάνει χρήση αυτής προκειμένου να μην χειραγωγείται από το πλαίσιο παρουσίασης των νέων διαθέσιμων πληροφοριών βάσει των οποίων θα καταλήξει στη λήψη μιας επενδυτικής απόφασης τα δεδομένα της οποίας δε θα πρέπει να εξετάζονται σχολαστικά και όχι

παρορμητικά. Ο φόβος, η δειλία, η ανυπομονησία, η έπαρση και η απληστία είναι κακοί σύμβουλοι στην επενδυτική διαδικασία.

Η δημιουργία διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου είναι ένας ακόμη τρόπος για να διασφαλίσει ο επενδυτής ότι θα επιτύχει ορισμένες καλές αποδόσεις, προστατεύοντας κατ' αυτόν τον τρόπο τον πλούτο του. Περαιτέρω θα πρέπει να προβαίνει τακτικώς σε αναθεώρηση του χαρτοφυλακίου του καθόσον οι αγορές εξελίσσονται με δυναμικό τρόπο και συνεχώς αλλάζουν. Επιπλέον, θα πρέπει να ελέγχει το χαρτοφυλάκιο του τόσο ως ενιαίο σύνολο αλλά και κάθε επενδυτικό στοιχείο που το απαρτίζει ξεχωριστά, ώστε να γνωρίζει με ποιον τρόπο και σε τι βαθμό το κάθε επιμέρους επενδυτικό στοιχείο συμβάλλει στην επίτευξη των στόχων του.

Πολύ σημαντικό είναι επίσης, να διαφοροποιείται από την μάζα και τις προτιμήσεις της, εάν επιθυμεί να επιτύχει υψηλές αποδόσεις, διότι αφενός οι επιλογές και αποφάσεις της πλειοψηφίας δεν είναι πάντοτε σωστές και αφετέρου όταν πολλοί επενδυτές κάνουν σωρηδόν όμοιες επενδύσεις, οι αποδόσεις των χαρτοφυλακίων τους θα είναι αντίστοιχα όμοιες συνεπώς και τα κέρδη τους. Παράλληλα όταν μεγάλο μέρος του επενδυτικού κοινού στρέφεται στο ίδιον επενδυτικό κλάδο, υφίσταται σοβαρός κίνδυνος οικονομικής κατάρρευσης της αγοράς η οποία δεν θα επηρεάσει μόνο τον συγκεκριμένο κλάδο αλλά και την οικονομία συλλήβδην.

Η αντιμετώπιση λοιπόν των συμπεριφορικών σφαλμάτων, των ευριστικών κανόνων και του σφάλματος πλαισίου είναι προκλήσεις που το επενδυτικό κοινό καλείται να διαχειριστεί και να αντιμετωπίσει σε καθημερινή βάση γι' αυτό κρίνεται επιτακτική η ανάγκη ενημέρωσης αναφορικά με αυτά και τις επιπτώσεις τους τόσο στις αποδόσεις των επενδυτών όσο και στην χρηματαγορά συλλήβδην καθώς και η κατάρτιση σχετικά με τα χαρακτηριστικά του περιβάλλοντος μέσα στο οποίο δραστηριοποιούνται. Αυτή η διαδικασία απαιτεί πολύ χρόνο, κόπο, πειθαρχία και συνεχή επιμόρφωση πάνω στο επιστημονικό πεδίο των επενδύσεων.

Συμπερασματικά, αντιλαμβανόμεθα πως η συμβολή της επιστήμης της ψυχολογίας στην αναθεώρηση των αρχών και των αξιωμάτων της Παραδοσιακής Χρηματοοικονομικής Θεώρησης υπήρξε καθοριστική διότι δημιουργήθηκε ένα καινούργιο και άκρως ανερχόμενο επιστημονικό πεδίο, ο τομέας των Συμπεριφορικών Χρηματοοικονομικών, ο οποίος στην ουσία γεφυρώνει το χάσμα μεταξύ των επιστημών της Ψυχολογίας και των Οικονομικών και εξηγεί τα μέχρι πρότινος ανεξήγητα, τοποθετώντας στο επίκεντρο όλων τον άνθρωπο. Γιατί στο τέλος της ημέρας, πίσω από

τον τίτλο του επενδυτή, κρύβεται η εύθραυστη φύση του ανθρώπου, ο οποίος όπως και ο μεγάλος φιλόσοφος Πλάτων επεσήμανε δεν κυβερνάται μονάχα από το λογιστικό (λογική) αλλά και από το θυμοειδές (συναίσθημα) και το επιθυμητικό (επιθυμίες) μέρος της υπόστασης του, ενώ παράλληλα δεν ζει απομονωμένος, αλλά συναναστρέφεται με κόσμο με αποτέλεσμα να δέχεται αναρίθμητα ερεθίσματα και να βάλλεται κατ' εξακολούθηση από πολλές και ποικίλες επιρροές. Επομένως, σε έναν μονίμως και ταχέως μεταβαλλόμενο κόσμο και σε ένα εύθραυστο, ευμετάβλητο και χαοτικό παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα είναι πολύ δύσκολο, όχι όμως αδύνατο, ο επενδυτής να προστατευτεί από τα συμπεριφορικά σφάλματα που είναι φυσικά επακόλουθα της τρωτής ανθρώπινης φύσης του αλλά και να προστατεύσει με τη σειρά του την χρηματοοικονομική αγορά που «φιλοξενεί» τις δράσεις και φιλοδοξίες του, συνδράμοντας στην πολυπύθητη σταθερότητα και ασφάλεια όλων.

*«...Το θυμικό πάντοτε θα συνοδοιπορεί το νου,
ώστε να μπορεί να δαμάσουν μαζί το επιθυμητικόν»*

Πλάτων, Αρχαίος Φιλόσοφος

Ξένα Βιβλιογραφία – Αρθρογραφία

- Ackert, L.F., Deaves, R., 2010. Behavioral Finance: Psychology, Decision- Making, and Markets, South-Western Cengage Learning.
- Allais, M., 1953. Le comportement de l'homme rationnel devant le risque: critique des postulats et axiomes de l'école Américaine. *Econometrica*
- Antweiler, W., Murray, F.Z., 2004. Is all that talk just noise? The information content of Internet stock message boards. *Journal of Finance*
- Ariely, D., 2008. Predictably irrational-The Hidden Forces That Shape Our Decisions. Harper Collins books.
- Baker, H.K., Nofsinger, J.F., 2002. Psychological Biases of Investors. *Financial Services Review*
- Baltussen, G., 2009. Behavioral Finance: an introduction. SSRN working paper.
- Banerjee, A., 1992. A simple model of herd behaviour. *Quarterly Journal of Economics*
- Bar Eli M., Azar, O.H., Ritov, I., Keidar-Levine Y., Schein, G., 2007. Action bias among elite soccer goalkeepers: The case of penalty kicks. *Journal of Economic Psychology*
- Barber, B., Odean, T., 1999. The Courage of Misguided Convictions. *Financial Analysts Journal*
- Barber, B.M., Odean, T., 2001. Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. *The Quarterly Journal of Economics*
- Barber, B.M., Odean, T., 2002. Online Investors: Do the Slow Die First?. *Review of Financial Studies*.
- Barberis, N., Thaler, R., 2002. A survey of behavioral finance. NBER Working Paper National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- Barberis, N., Thaler, R., 2003. A survey of behavioral finance, *Handbook of the Economics of Finance*
- Barberis, N., Shleifer, A., Vishny, P., 1998. A Model of Investor Sentiment. *The Journal of Financial Economics*
- Becker, G.S., 1991. A Note on Restaurant Pricing and Other Examples of Social Influences on Price. *Journal of Political Economy*
- Belsky, G., Gilovich, T., 1999. Why Smart People Make Big Money Mistakes-And How To Correct Them: Lessons From The New Science Of Behavioral Economics . New York: Simon & Schuster

- Benartzi, S., Kahneman, D., Thaler, R.H., 1999. Optimism and over-confidence in asset allocation decisions,
- Benartzi, S., Thaler, R., 2004. Save More Tomorrow: Using Behavioral Economics to Increase Employee Savings. *Journal of Political Economy*
- Benartzi, S., Thaler, R.H., 1995. Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle. *Quarterly Journal of Economics*
- Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., Welch, I., 1992. A Theory of Fads, Fashion, Custom and Cultural Change as Informational Cascades. *Journal of Political Economy*
- Bikhchandani, S., Sharma, S., 2001. Herd Behavior in Financial Markets. IMF Staff Papers
- Black, F., 1986. Noise. *The Journal of Finance*
- Bogle, J., 2008. Black Monday and Black Swans. *Financial Analysts Journal*
- Brown, G.W., Cliff, M.T., 2005. Investor Sentiment and Asset Valuation. *Journal of Business*, University of Chicago Press
- Buchanan, D., Huczynski, A., 2004. *Organizational Behaviour: An Introductory Text*. 5th Edition Prentice Hall, Harlow, England
- Buehler, R., Griffin, D., Ross, M., 1994. Exploring the planning fallacy: why people underestimate their task completion times. *Journal of Personality and Social Psychology*
- Caparrelli, F., D'Arcangelis, A., Cassuto, A., 2004. Herding in the Italian Stock Market: A Case of Behavioral Finance. *The Journal of Behavioral Finance*
- Christie, W.G., Huang, R.D., 1995. Following the pied piper: do individual returns herd around the market?. *Financial Analysts Journal*
- Clotfelter, C.T., Cook, P.J., 1993. The 'gambler's fallacy' in lottery play. *Management Science*
- conjunction fallacy in probability judgment. *Psychological Review*
- Daniel, K., Hirshleifer, D., Subrahmanyam, A., 1998. Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions. *Journal of Finance*
- Dawson, L., 1999. When prophecy fails and faith persists: A theoretical overview, *Nova Religio*
- De Bondt, W., Thaler, R.H., 1985. Does the Stock Market Overreact?. *Journal of Finance*
- De Brouwer, P., 2009. Maslowian Portfolio Theory: An alternative formulation of the Behavioural Portfolio Theory. *Journal of Asset Management*

- De Brouwer, P., 2012. Maslowian Portfolio Theory, A Coherent Approach to Strategic Asset Allocation. VUB PRESS
- De Grauwe, P., Iania, L., Kaltwasser, P.R., 2008. How abnormal was the stock market in October 2008?, Eurointelligence
- Devenow, A., Welch, I., 1996. Rational herding in financial economics. European Economic Review Borch, Chr., 2007. Crowds and economic life: bringing an old figure back in Economy and Society
- Duflo, E., Saez, E., 2002. Participation and Investment Decisions in a Retirement Plan: The Influence of Colleagues' Choices. Journal of Public Economics
- Edwards, W., 1968. Conservatism in Human Information Processing. Formal Representation of Human Judgment. New York: Wiley
- Eisenberger, N.I., Lieberman, M.D., Williams, K.D., 2003. Does rejection hurt? An FMRI study of social exclusion. Science
- Ellison, G., Fudenberg, D., 1995. Word of mouth communication and social learning. Quarterly Journal of Economics
- Ellsberg, D., 1961. Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms. Quarterly Journal of Economics
- Fama, E.F., 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. The Journal of Finance
- Festinger, L., 1957. A Theory of Cognitive Dissonance, Stanford University Press.
- Finucane, M.L., Alhakami, A., Slovic, P., Johnson, S.M., 2000. The affect heuristic in judgments of risks and benefits. Journal of Behavioral Decision Making
- Fisher, I., 1930. The Theory of Interest. New York: Macmillan.
- Fleming, S.M., Thomas, C.L., Dolan, R.J., 2010. Overcoming status quo bias in the human brain. Proceedings of the National Academy of Sciences, Epub.
- French, K., Poterba, J., 1991. Investor diversification and international equity markets. American Economic Review
- Frieder, L., Subrahmanyam, A., 2005. Brand perceptions and the market for common stock. Journal of Financial and Quantitative Analysis.
- Fuller, P., 2000. Behavioral Finance and the Sources of Alpha. Journal of Pension Plan Investing
- Gibson, B., Sanbonmatsu, D.M., 2004. Dispositional optimism and gambling: The downside of optimism. Personality and Social Psychology Bulletin

- Gilovich, T., Vallone, R., Tversky, A., 1985. The hot hand in basketball: On the misperception of random sequences. *Cognitive Psychology*
- Goetzmann, W.N., Kumar, A., 2008. Equity portfolio diversification. *Review of Finance*
- Heath, C., Tversky, A., 1991. Preferences and beliefs: Ambiguity and the competence in choice under uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*
- Hirshleifer, D., 2001. *Investor Psychology and Asset Pricing*. *The Journal of Finance*
- Hirshleifer, D., Shumway, T., 2003. Good day sunshine: Stock returns and the weather. *Journal of Finance*
- Hirshleifer, D., Teoh, S.H., 2003. Herd Behaviour and Cascading in Capital Markets: a Review and Synthesis. *European Financial Management*
- Hong, H., Kubik, J.D., Stein, J.C., 2004. Social Interaction and Stock Market Participation. *Journal of Finance*
- Huberman, G., 2001. Familiarity breeds investment. *The Review of Financial Studies*
- Ittelson, W.H., 1973. Environmental perception and contemporary perceptual theory. In: W.H. Ittelson, Editor, *Environment and Cognition*, Seminar Press, New York
- Jacoby, G., Aintablian, S., 2003. *Corporate Financing Decisions and Efficient Capital Markets*, McGraw–Hill Ryerson Limited
- Janis, I.L., 1982. *Groupthink: Psychological Studies of Policy Decisions and Fiascoes*. Second Edition. New York: Houghton Mifflin.
- Kahneman D., Tversky A., (1972) Subjective probability: A judgment of representativeness *Cognitive Psychology*
- Kahneman, D. and Tversky, A. (1973), “On the psychology of prediction”, *Psychological Review*
- Kahneman, D., Knetsch, J., Thaler, R., 1990. Experimental tests of the endowment effect and the Coase theorem. *Journal of Political Economy*
- Kahneman, D., Miller, D.T., 1986. Norm theory: Comparing reality to its alternatives.
- Kahneman, D., Riepe, M.W., 1998. Aspects of Investor Psychology. *Journal of Portfolio Management*
- Kahneman, D., Tversky, A., 1979. Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*

- Kahneman, D., Tversky, A., 1982. Evidential impact of base rates. *Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Cambridge University Press, Cambridge, UK.
- Kenrick, D., Neuberg, St., Cialdini, R., 2004. *Social Psychology: Unravelling theMystery*, By Kenrick, 3rd Edition, Allyn & Bacon.
- Kenrick, S., Neuberg, L., Cialdini, R.B., 2007. *Social Psychology: Goals in Interaction* (4th ed.) Boston: Allyn and Bacon.
- Keynes, J.M., 1936. *The General Theory of Employment, Interest, and Money* Macmillan Cambridge University Press, for Royal Economic Society
- Knight, F.H., 1921. *Risk, Uncertainty, and Profit*. University of Chicago
- Langer, E., 1975. The Illusion of Control. *Journal of Personality and Social Psychology*
- Langer, E.J., Roth, J., 1975. Heads I win, tails it's chance: The illusion of control as a function of the sequence of outcomes in a purely chance task. *Journal of Personality and Social Psychology*.
- Le Bon, G., 1895. *Psychologie des foules*. Les Presses universitaires de France, Paris.
- Lim, S.S., 2006. Do investors integrate losses and segregate gains? Mental accounting and investor trading decisions. *Journal of Business*
- Lintner, G., 1998. Behavioral finance: Why investors make bad decisions. *The Planner*
- Liu, Y.J., Tsai, C.L., Wang, M.C., Zhu, N., 2006. House Money Effect: Evidence from Market Makers at Taiwan Futures Exchange. SSRN working paper
- Loomes, G., Sugden, R., 1982. Regret Theory: An Alternative Theory of Rational Choice Under Uncertainty. *The Economic Journal*
- Lopes, L.L., 1987. Between Hope and Fear: The Psychology of Risk. *Advances in Experimental Social Psychology* .
- Mackay, C., 1841. *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* London: R. Bentley
- MacLeod, S, 2007. *Maslow's Hierarchy of Needs*
- Madrian, B., Shea, D., 2001. The power of suggestion: inertia in 401(k) participation and savings behaviour. *Quarterly Journal of Economics*
- Mangot, M., 2007. *50 Psychological Experiments for Investors*. Wiley
- Maslow, A., 1943. A theory of human motivation. *Psychological Review*
- Milgram, S., Bickman, L., Berkowitz, L., 1969. Note on the drawing power of crowds of different size. *Journal of Personality and Social Psychology*

- Miller, M., Modigliani, F., 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*
- Montier, J., 2002. *Behavioural Finance: Insights into Irrational Minds and Markets*. West Sussex, England: John Wiley & Sons.
- Montier, J., 2007. *Behavioural Investing: A practitioner's guide to applying behavioural finance*, Wiley Finance,
- Montier, J., 2010. *The little book of Behavioral Investing*, John Wiley & Sons
- Nofsinger, J.R., 2001. *Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing...and What to Do About It.*, Financial Times Prentice Hall
- Nofsinger, J.R., 2002. *The psychology of investing*. Pearson Prentice Hall
- Odean, T., 1998. Are investors reluctant to realize their losses?. *Journal of Finance*
- Olsen, R.A., 1998. Behavioral finance and its implications for stock-price volatility. *Financial Analysts Journal*
- Parker, W., Prechter, R., 2005. *Herding: An interdisciplinary integrative review from a socionomic perspective*. New Bulgarian University Press,
- Pasteels, J.M., Deneubourg, J.-L., Goss, S., 1987. *Self-Organization Mechanisms in Ant Societies*
- Pompian, M., 2006. *Behavioral Finance and Wealth Management*,. Wiley Finance
- Prechter, Jr., Robert R., 1999. *The Wave Principle of Human Social Behavior and the New Science of Socionomics*. Gainesville, GA: New Classics Library
- *Psychological Review*
- Ricciardi, V., Simon, H.K., 2000. What is Behavioral Finance?. *Business, Education and Technology Journal* Fall 2000.
- Ross E.A., 1974 (original published 1908). *Social Psychology* New York: Arno Press.
- Samuelson, P., Zeckhauser, R., 1988. Status quo bias in decision making. *Journal of Risk and Uncertainty*
- Saunders, E.M., 1993. Stock Prices and Wall Street Weather. *American Economic Review*
- Scharfstein, D., Stein, J., 1990. Herd behavior and investment. *American Economic Review*
- Sewell, M., 2010. *Behavioral finance* University of Cambridge
- Shafir, E., Diamond, P., Tversky, A., 1997. Money Illusion. *The Quarterly Journal of Economics*
- Shankar, V., (2007) *The paradoxes of mental accounting*, Washington Post

- Shefrin, H. (Editor), 2001. Behavioral Finance. The International Library of Critical Writings in Financial Economics.
- Shefrin, H., 2000, Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing, Oxford University Press
- Shefrin, H., 2005. A Behavioral Approach to Asset Pricing. Burlington, MA: Elsevier Academic Press
- Shefrin, H., 2010. Behavioralizing Finance. Foundations and Trends in Finance
- Shefrin, H., Statman, M., 1985. The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence. Journal of Finance
- Shefrin, H., Statman, M., 1995. Making Sense of Beta, Size, and Book-to-Market. Journal of Portfolio Management
- Shefrin, H., Statman, M., 1984. Explaining Investor Preference for Cash Dividends. Journal of Financial Economics
- Shefrin, H., Statman, M., 2000. Behavioral Portfolio Theory Journal of Financial and Quantitative Analysis
- Shiller, R.J., 1997. Human Behavior and the Efficiency of the Financial System Working Paper, Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University.
- Shiller, R.J., 2000. Irrational Exuberance. Princeton University Press
- Shiller, R.J., 2003. From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance. Journal of Economic Perspectives
- Shiller, R.J., Pound, J., 1989. Survey evidence on the diffusion of interest and information among investors. Journal of Economic Behavior and Organization
- Shiller, R.J., Pound, J., 1989. Survey evidence on the diffusion of interest and information among investors. Journal of Economic Behavior and Organization
- Shleifer, A., Summers, L., 1990. The Noise Trader Approach to Finance. Journal of Economic Perspectives
- Simon, H.A., 1956. Rational choice and the structure of environments. Psychological Review
- Simon, H.A., 1957. Models of Man. New York: Wiley
- Slovic, P., Finucane, M., Peters, E., MacGregor, D.G., 2002. The Affect Heuristic. in Thomas Gilovich, Dale Griffin, Daniel Kahneman. Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment. Cambridge University Press
- Smith, A., 1759. The Theory of Moral Sentiments.
- Statman, M., 2005. Normal Investors, Then and Now. Financial Analysts Journal
- Statman, M., 2010. What Investors Really Want. Financial Analysts Journal

- Statman, M., 1999. Foreign Stocks in Behavioral Portfolios. *Financial Analysts Journal*
- Stix, G., 2009. The Science of Economic Bubbles and Busts. *Scientific American Magazine*.
- Svenson, O., 1981. Are we all less risky and more skillful than our fellow drivers?. *Acta Psychologica*
- Taleb, N.N., 2007. Ο Μαύρος Κύκνος: Ο αντίκτυπος του εξαιρετικά απίθανου, Μετάφραση Α. Παπαγιαννίδης, (μεταφρασμένο) Εκδόσεις Φερενίκη
- Tetlock, P., 2007. Giving Content to Investor Sentiment: The Role of Media in the Stock Market. *Journal of Finance*
- Thaler, R.H., 1980. Toward a positive theory of consumer choice. *Journal of Economic Behavior & Organization*
- Thaler, R.H., 1985. Mental accounting and consumer choice. *Marketing Science*
- Thaler, R.H., 1993. *Advances on Behavioral Finance* Russell Sage Foundation
- Thaler, R.H., 2000. From Homo Economicus to Homo Sapiens. *Journal of Economic Perspectives*
- Thaler, R.H., Johnson, E.J., 1990. Gambling with the house money and trying to break even: The effects of prior outcomes on risky choice. *Management Science*.
- Thaler, R.H., Tversky, A., Kahneman, D., Schwartz, A., 1997. The Effect of Myopia and Loss Aversion on Risk Taking: An Experimental Test. *Quarterly Journal of Economics*
- Thompson E, (2007), *The Tulipmania: Fact or artifact?*
- Tversky, A., Kahneman, D., 1973. Availability: A heuristic for judging frequency and probability. *Cognitive Psychology*
- Tversky, A., Kahneman, D., 1974. Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*
- Tversky, A., Kahneman, D., 1981. The Framing of Decisions and the Psychology of Choice. *Science*
- Tversky, A., Kahneman, D., 1983 Extensional versus intuitive reasoning: The
- Tversky, A., Kahneman, D., 1991. Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference Dependent Model. *Quarterly Journal of Economics*
- Von Neumann, J., Morgenstern, O., 1944. *Theory of Games and Economic Behavior*. *Psychological Review*
- Weinstein, N., 1980. Unrealistic optimism about future life events. *Journal of Personality and Social Psychology*

- Welch, I., 2000. Herding among security analysts. Journal of Financial Economics
- Zazonc, R.B., 1980. Feeling and Thinking: Preferences Need No Inferences. American Psychologist
- Zhou, R.T., Lai, R.N., 2006. A New Perspective of Market Behavior with Spurious Herding?. The 19th Annual Australasian Finance and Banking Conference organized by the School of Banking and Finance of the University of New South Wales, Sydney

Ελληνική Βιβλιογραφία - Αρθρογραφία

- Αλεξιάκης, Χρ., Ξανθάκης, Μ., 2008. Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική. Εκδόσεις Σταμούλη
- Νούλας Αθ., 2015, Χρηματοοικονομική Διοίκηση. Επενδυτικές και Χρηματοδοτικές αποφάσεις.
- Οικονόμου, Φ., (2009) Τα συνηθισμένα σφάλματα συμπεριφοράς των επενδυτών, Κέρδος
- Οικονόμου, Φ (2012) Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική – Η Κατανόηση της Ψυχολογίας των Επενδυτών στις Επενδυτικές Αποφάσεις
- Παζαρζή, Ε., 2005. Κοινωνική Ψυχολογία, Αθήνα.
- Σπύρου, Σπ., 2009. Εισαγωγή στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, κεφαλαιαγορές και επενδυτική ψυχολογία, Εκδόσεις Μπένου
- Φίλιππας, Ν., 2011, Η ψευδαίσθηση του χρήματος
- Φίλιππας Ν., 2008, Η επίδραση των Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης στην ψυχολογία του επενδυτή, Κέρδος,
- Φίλιππας Ν., 2008, Μαύρη Δευτέρα και Μαύροι Κύκνοι, Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία,
- Φίλιππας, Ν., 2008, Αποστροφή Μετάνοιας : Ένας ακόμη ανασταλτικός παράγοντας για την επίτευξη υψηλών αποδόσεων , Κέρδος,
- Φίλιππας, Ν., 2008 Το πρόβλημα της ασυνεπούς αντίληψης των επενδυτών, Κέρδος
- Χαϊτίδου Σ., Παλληκαρίδης Ν., (2019), Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική: σημείο συνάντησης επιστημών Finance First, Finance Club UOM

Ιστοσελίδες:

www.behavioralfinance.net και www.euretiro.com