



Τ.Ε.Ι. ΚΑΛΑΜΑΤΑΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗΣ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Η ΨΥΧΟΛΟΓΙΑ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΗ ΚΑΙ ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ



ΦΟΙΤΗΤΡΙΑ : ΕΥΣΤΑΘΙΟΥ ΕΛΙΣΣΑΒΕΤ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : ΛΥΓΓΙΤΣΟΣ ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΣ

ΑΠΡΙΛΙΟΣ 2009

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Ευχαριστίες	6
Συνοτομογραφίες	7
Πρόλογος	8

Κεφάλαιο 1^ο : Το Χρηματιστήριο

1.1. Γενικά	10
1.2. Εισαγωγή στην αγορά χρήματος (χρηματαγορά)	10
1.3. Εισαγωγή στην αγορά κεφαλαίου (κεφαλαιαγορά)	11
1.4. Πρωτογενείς και δευτερογενείς χρηματοπιστωτικές αγορές	12
1.4.1. Πρωτογενείς αγορά	12
1.4.2. Δευτερογενείς αγορά	12
1.5. Ιστορική αναγκαιότητα ίδρυσης του ελληνικού χρηματιστηρίου	13
1.6. Έννοια και κατηγορίες χρηματιστηρίων	14
1.7. Ο σκοπός και η σημασία του ΧΑΑ	15
1.8. Αντικείμενο συναλλαγών (αγοραπωλησιών) στο ΧΑΑ	16
1.9. Βασικοί παράγοντες που επηρεάζουν την πορεία του χρηματιστηρίου	17
1.9.1. Παράγοντες που αφορούν την εταιρία	17
1.9.2. Παράγοντες οικονομικοί και νομισματικοί	17
1.9.3. Παράγοντες ψυχολογικοί ,πολιτικοί και γενικότερα οι προσδοκίες	17
1.9.4. Παράγοντες που αφορούν τον κλάδο/ υποκλάδο	18
1.9.5. Διεθνής παράγοντες	18

Κεφάλαιο 2^ο : Οι Επενδυτές

2.1. Οι τύποι των επενδυτών	19
2.1.1. Επιφυλακτικός Επενδυτής (Cautious Investor)	20
2.1.2. Συναισθηματικός Επενδυτής (Emotional Investor)	21
2.1.3. Τεχνικός Επενδυτής (Technical Investor)	22
2.1.4. Πολυάσχολος Επενδυτής (Busy Investor)	23
2.1.5. Ανέμελος Επενδυτής (Casual Investor)	23
2.1.6. Πληροφορημένος Επενδυτής (Informed Investor)	24
2.1.7. Ψυχαναγκαστικός Επενδυτής (Obsessional Investor)	25

2.1.8. Επενδυτής που Επιζητά την Ασφάλεια (Seeking Certainty Investor)	25
2.1.9. Αγχώδης Επενδυτής (Anxious Investor)	26
2.1.10. Παρορμητικός Επενδυτής (Impulsive Investor)	27
2.1.11. Επενδυτής που Θέλει να Εντυπωσιάσει (Power Player)	28
2.1.12. Τζογαδόρος Επενδυτής (Market Gambler)	28
2.1.13. Κληρονόμος Επενδυτής (Inheritor Investor)	29
2.1.14. Οικολόγος Επενδυτής (Cruelty-Free Investor)	30
2.1.15. Αντιδραστικός Επενδυτής (Contrarian Investor)	31
2.1.16. Ορθολογικός Επενδυτής (Rational Investor)	33
2.2. Η προστασία του επενδυτή	34

Κεφάλαιο 3^ο : Η Κερδοσκοπία

3.1. Κερδοσκόποι και Κερδοσκοπία	36
3.2. Επένδυση και Κερδοσκοπία	39
3.3. Συναλλαγές μέσω ειδικών προγραμμάτων και ο ρόλος του Ηλεκτρονικού Υπολογιστή στο Χρηματιστήριο	40

Κεφάλαιο 4^ο : Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

4.1. Εισαγωγή	43
4.2. Η Αποτελεσματική Αγορά και οι Ανωμαλίες της	44
4.2.1. Ημερολογιακές Ανωμαλίες (Calendar anomalies)	44
4.2.2. Μη Ημερολογιακές Ανωμαλίες (Non Calendar Anomalies)	45
4.3. Ορθολογικοί και μη ορθολογικοί επενδυτές	46

Κεφάλαιο 5^ο : Σφάλματα Επενδυτών

5.1. Διανοητικά Λάθη (Cognitive Biases)	48
5.1.1. Στερνή Γνώση (Hindsight Bias)	49
5.1.2. Αντιπροσωπευτικότητα (Representativeness)	50
5.1.3. Περιορισμένο Πλαίσιο (Narrow Framing)	52
5.1.4. Αποτέλεσμα της Διατύπωσης (Framing Effect)	53
5.1.5. Νοητική Λογιστική (Mental Accounting)	54
5.1.6. Αγκυροβόλημα (Anchoring)	59

5.1.7. Μίμηση (Imitation)	61
5.1.8. Κρίση εκ του αποτελέσματος (Outcome Bias)	61
5.1.9. Διανοητική διαφωνία (Cognitive Dissonance)	62
5.1.10. Σφάλμα αυτοεπιβράβευσης (Self Attribution Bias)	64
5.1.11. Σφάλμα Διαθεσιμότητας (Availability Bias)	64
5.1.12. Ψυχολογία της Αγέλης (Part of the Herd)	65
5.1.13. Ο πίσω καθρέφτης (Buffet's Rearview Mirror)	67
5.1.14. Επίπεδα αναφοράς (Reference Levels)	67
5.1.15. Μη γραμμικό ζύγισμα πιθανοτήτων (Non-linear weighting of probability)	68
5.2. Συναισθηματικά λάθη	69
5.2.1. Υπερβολική αυτοπεποίθηση (Overconfidence)	70
5.2.2. Οικειότητα (Familiarity)	72
5.2.3. Υπεραισιοδοξία (Optimism)	73
5.2.4. Αποτέλεσμα κληροδοτήματος (Endowment effect)	74
5.2.5. Αποστροφή της αμφιβολίας (Ambiguity aversion)	75
5.2.6. Αποστροφή της μετάνοιας (Regret aversion)	76
5.2.7. Αποτέλεσμα της διάθεσης (Disposition effect)	77
5.2.8. Αποστροφή της ζημιάς (Loss aversion)	78
5.2.9. Μυωπική αποστροφή της ζημιάς (Myopic loss aversion)	79
5.2.10. Equity premium puzzle	81
5.2.11. Αυτοέλεγχος (Self-control)	81
5.2.12. Φαινόμενο απομόνωσης (Isolation effect)	82
5.2.13. Φαινόμενο σιγουριάς (Certainty effect)	83
5.2.14. Φαινόμενο αντανάκλασης (Reflection effect)	83

Κεφάλαιο 6^ο : Η Ψυχολογία του Επενδυτή

6.1. Ο ρόλος της ψυχολογίας στο χρηματιστηριακό γίγνεσθαι	85
6.2. Η ψυχολογία της μάζας	86
6.3. Η Θεωρία της Κυκλικής Εξέλιξης των Τιμών	91

Κεφάλαιο 7^ο : Χρηματιστηριακές Κρίσεις

7.1. Εισαγωγή	94
---------------	----

7.2. Το χρηματιστηριακό κραχ της 19 ^{ης} Οκτωβρίου 1987	95
7.3. Το Χρηματιστηριακό Κραχ της 29 ^{ης} Οκτωβρίου 1929	97
7.4. Οι επιπτώσεις της κρίσης του 1929 στην Ελληνική Οικονομία	100
7.5. Άλλα Χρηματιστηριακά Κραχ που άφησαν εποχή	102
Συμπεράσματα	108
Λεξικό Χρηματιστηριακών Όρων	110
Βιβλιογραφία	113
Παράρτημα	
Π.1. Χρηματιστήριο Αθηνών	118
Π.2. Χρηματιστηριακές Φούσκες : Ιστορικά παραδείγματα	128
Π.3. Ο δάσκαλος John Maynard Keynes	141

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Ευχαριστίες οφείλει να εκφράσει η γράφων προς τον επιβλέπονται καθηγητή κύριο Λυγγίτσο Αλέξανδρο, του οποίου η καθοδήγηση ήταν πολύ σημαντική.

Ευχαριστίες στους συμφοιτητές μου για όσα μοιραστήκαμε εντός και εκτός των αιθουσών διδασκαλίας, την Κατερίνα, τη Μαρία, την Ελένη και τα υπόλοιπα παιδιά.

Ευχαριστίες προς τους καθηγητές μου και ιδιαίτερα την κα Ελένη, η οποία ήταν δίπλα μου σε ότι κι αν της ζητήθηκε.

Τέλος ευχαριστίες προς την οικογένεια και τους φίλους μου οι οποίοι με στήριξαν όλα τα χρόνια των σπουδών μου και συνεχίζουν να με στηρίζουν σε όλες τις αποφάσεις της ζωής μου.

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

ΑΕΠ	Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν
Α.Χ.Ε.	Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες
Α/Κ	Αμοιβαίο Κεφάλαιο
ΑΕΔΑΚ	Ανώνυμη Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων
Ε.Π.Χ.Υ.	Εταιρίες Παροχής Χρηματιστηριακών Υπηρεσιών
Ε.Π.Ε.Υ.	Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών
Ε.Λ.Δ.Ε.	Εταιρίες Λήψης και Διαβίβασης Εντολών
Ε.Κ.	Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
Ν.	Νόμος
Ν.Π.Ι.Δ	Νομικό Πρόσωπο Ιδιωτικού Δικαίου
Ν.Π.Δ.Δ.	Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου
FTSE	Financial Times Stock Exchange
Χ.Α.	Χρηματιστήριο Αξιών
Χ.Α.Α.	Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Είναι απορίας άξιο το ερώτημα γιατί το χρηματιστήριο ανεβαίνει παρά την υποχώρηση των μεγεθών της οικονομίας και γιατί πέφτει σε μια περίοδο άνθισης της οικονομίας. Η απάντηση είναι ότι η χρηματιστηριακή τάση και η κατάσταση της οικονομίας πράγματι εξαρτώνται η μία από την άλλη και υπακούν στους ίδιους νόμους, όμως δεν κινούνται παράλληλα.

Η ψυχολογία του επενδυτή είναι ένα βασικό στοιχείο που επηρεάζει την πορεία του χρηματιστηριακού δείκτη, κάποτε ανοδικά και κάποτε καθοδικά. Πολλοί ερευνητές πιστεύουν ότι η μελέτη, από πλευράς ψυχολογίας και άλλων κοινωνικών επιστημών, μπορεί να ρίξει αρκετό φως στην αποτελεσματικότητα των χρηματιστηρίων καθώς και να εξηγήσει πολλές ανωμαλίες στη λειτουργία τους, τις λεγόμενες «φούσκες» του χρηματιστηρίου αλλά και τις καταρρεύσεις.

Ο Isaac Newton είπε πριν πολλά χρόνια ότι «Μπορώ να υπολογίσω τις κινήσεις των ουράνιων σωμάτων... Όχι όμως την τρέλα των ανθρώπων!»

Στο πρώτο κεφάλαιο της εργασίας αυτής δίνονται κάποιες έννοιες που αφορούν το χώρο του χρηματιστηρίου, το σκοπό και τη σημασία του, καθώς και τις κατηγορίες που χωρίζονται τα χρηματιστήρια. Επίσης γίνεται λόγος για το αντικείμενο των συναλλαγών που λαμβάνουν χώρο στο χρηματιστήριο Αθηνών και τέλος, αναφέρονται οι βασικοί παράγοντες που επηρεάζουν την πορεία του χρηματιστηρίου.

Στο δεύτερο κεφάλαιο παρατίθενται οι τύποι των επενδυτών με βάση τον ψυχολογικό τομέα. Αναλύεται ο επιφυλακτικός επενδυτής, ο συναισθηματικός, ο πληροφορημένος, ο παρορμητικός, ο τζογαδόρος κ.α. Παρουσιάζεται βέβαια και ο ορθολογικός επενδυτής ο οποίος δεν υποπίπτει σε λάθη. .

Στο τρίτο κεφάλαιο αναλύεται η έννοια της κερδοσκοπίας και επισημαίνεται η διαφορά της από την επένδυση. Επίσης γίνεται λόγος για το επάγγελμα του κερδοσκόπου και παρουσιάζονται ο κερδοσκόπος – ταύρος (bull) και ο κερδοσκόπος – αρκούδα (bear).

Στο τέταρτο κεφάλαιο εισάγεται η έννοια της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, της σύγχρονης θεωρίας που έρχεται να καλύψει τα κενά που είχε αφήσει η παραδοσιακή θεωρία. Εξετάζονται επίσης οι πιο γνωστές ανωμαλίες των αποτελεσματικών αγορών, το αποτέλεσμα του Σαββατοκύριακου, το αποτέλεσμα της αλλαγής του έτους κ.λπ.

Στο πέμπτο κεφάλαιο γίνεται εκτενής αναφορά στα σφάλματα που διαπράττουν οι επενδυτές, τα οποία χωρίζονται σε διανοητικά και συναισθηματικά. Παρουσιάζονται διανοητικά λάθη όπως το περιορισμένο πλαίσιο, η νοητική λογιστική, το αγκυροβόλημα κ.α. τα οποία οδηγούν τους επενδυτές σε λανθασμένες επιλογές, και συναισθηματικά λάθη όπως η υπερβολική αυτοπεποίθηση, η υπεραισιοδοξία, η αποστροφή της ζημιάς κ.α. τα οποία επηρεάζουν την κρίση των επενδυτών.

Στο έκτο κεφάλαιο παρουσιάζεται ο ρόλος της ψυχολογίας στο χώρο του χρηματιστηρίου. Γίνετε λόγος για την ψυχολογία του επενδυτή και ειδικότερα για την ψυχολογία της μάζας και τέλος γίνετε μια αναφορά στην θεωρία της κυκλικής εξέλιξης των τιμών.

Στο έβδομο και τελευταίο κεφάλαιο της εργασίας δίνεται η έννοια καθώς και παραδείγματα χρηματιστηριακών κραχ τα οποία είναι και περίτρανη απόδειξη το πώς η ψυχολογία του επενδυτή επηρεάζει το χρηματιστήριο και μέχρι ποιο σημείο.

Κεφάλαιο 1^ο : Το Χρηματιστήριο

1.1. Γενικά

Χρηματοπιστωτικά Μέσα

Χρηματοπιστωτικά μέσα καλούνται όλα όσα περιλαμβάνονται στη στενή ή ευρύτερη έννοια του χρήματος. Συνεπώς, χρηματοπιστωτικά μέσα είναι :

Τα τραπεζογραμμάτια (χαρτονομίσματα), αλλά και οποιοδήποτε αξιόγραφο που εκδίδουν : το Δημόσιο, οι Τράπεζες, οι Δημόσιοι Οργανισμοί καθώς και οι Επιχειρήσεις.

Χρηματοπιστωτικές Αγορές

Χρηματοπιστωτικές αγορές καλούνται οι αγορές όπου :

-Εκδηλώνεται η ζήτηση και η προσφορά για κάθε είδους χρηματοπιστωτικού μέσου.

-Γίνεται η διαπραγμάτευσή τους και διαμορφώνεται η τιμή τους μέσω της αλληλεπίδρασης της ζήτησης και της προσφοράς τους.

-Πραγματοποιείται η αγοραπωλησία τους.

1.2. Εισαγωγή στην Αγορά Χρήματος (Χρηματαγορά)

Η αγορά χρήματος ή χρηματαγορά είναι η αγορά όπου προσφέρονται και ζητούνται χρηματοπιστωτικοί τίτλοι που είναι στενά υποκατάστατα του χρήματος, έχουν μικρή χρονική διάρκεια λήξης και φέρουν μικρό κίνδυνο αποπληρωμής. Στην αγορά αυτή διαπραγματεύονται τίτλοι που σχετίζονται με τη ρευστότητα των οικονομικών μονάδων.

Έτσι, στην αγορά χρήματος οι επιχειρήσεις και οι χρηματοδοτικοί οργανισμοί (ακόμη και το Δημόσιο), μπορούν να αντλήσουν τα απαιτούμενα κεφάλαια κίνησης για να καλύψουν αντίστοιχα ταμιακά ελλείμματα ή να τοποθετήσουν προσωρινά (βραχυπρόθεσμα) τυχόν πλεονάσματα κερδίζοντας τόκο.

Τα βασικότερα χρηματοπιστωτικά μέσα των αγορών χρήματος είναι τα εξής :

A. Τα Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου.

B. Τα Ομόλογα του Δημοσίου διάρκειας μέχρι ενός έτους.

Γ. Τα Πιστοποιητικά Καταθέσεως, που εκδίδονται από τις εμπορικές τράπεζες, συνήθως για μεγάλα χρηματικά ποσά και με διαπραγματεύσιμο επιτόκιο.

Δ. Τα Εμπορικά Χρεόγραφα (ομόλογα), που εκδίδονται από ιδιωτικές επιχειρήσεις συνήθως, με μόνη εγγύηση την οικονομική επιφάνεια και φερεγγυότητα του εκδότη.

Ε. Τα Γραμμάτια Τραπεζικής Αποδοχής, που εκδίδονται μεν από επιχειρήσεις, αλλά φέρουν την οπισθογραφημένη εγγύηση κάποιας τράπεζας.

Τέλος, την αγορά χρήματος τη διακρίνουμε σε οργανωμένη και μη οργανωμένη. Στην οργανωμένη χρηματαγορά υπάρχουν οργανωμένες για το σκοπό αυτό επιχειρήσεις, όπως οι τράπεζες, τα ταμειυτήρια κ.λπ. που συγκεντρώνουν βραχυπρόθεσμες καταθέσεις και τις παραχωρούν σαν βραχυπρόθεσμες πιστώσεις στις διάφορες επιχειρήσεις.

Η μη οργανωμένη αγορά χρήματος περιλαμβάνει όλες τις συναλλαγές που γίνονται μεταξύ των επιχειρήσεων, των προμηθευτών και των πιστωτών της.

1.3. Εισαγωγή στην Αγορά Κεφαλαίου (Κεφαλαιαγορά)

Η Αγορά Κεφαλαίου ή Κεφαλαιαγορά είναι η αγορά όπου λαμβάνουν χώρα αγοραπωλησίες χρηματοπιστωτικών τίτλων (μέσων) που έχουν μεγάλη διάρκεια λήξης και φέρουν σχετικά υψηλό κίνδυνο αποπληρωμής.

Στην αγορά αυτή διαπραγματεύονται τίτλοι που χρησιμοποιούνται για επενδυτικούς σκοπούς.

Οι αγορές κεφαλαίου εξυπηρετούν ουσιαστικά τις ανάγκες σε μακροπρόθεσμα κεφάλαια των οικονομικών μονάδων που μετέχουν σ' αυτές.

Από την κεφαλαιαγορά, οι οικονομικές μονάδες αντλούν κεφάλαια για την χρηματοδότηση του μακροχρόνιου επενδυτικού προγράμματός τους, δηλαδή τη δημιουργία ή την επέκταση κεφαλαιουχικού εξοπλισμού με την ευρεία έννοια.

Τα κυριότερα χρηματοπιστωτικά μέσα των αγορών κεφαλαίου είναι τα εξής:

A. Μετοχές.

B. Ομόλογα και Ομολογίες, που εκδίδουν το Δημόσιο, οι Τράπεζες και οι Επιχειρήσεις.

Τέλος, την αγορά κεφαλαίου την διακρίνουμε σε οργανωμένη κεφαλαιαγορά και σε μη οργανωμένη.

Στην οργανωμένη κεφαλαιαγορά η κίνηση των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων γίνεται από τις τράπεζες και τα χρηματιστήρια. Την ανοργάνωτη κεφαλαιαγορά αποτελούν όλες τις συναλλαγές που γίνονται μεταξύ των ιδιωτών.

1.4. Πρωτογενείς και Δευτερογενείς Χρηματοπιστωτικές Αγορές

Οι αγορές χρήματος και κεφαλαίου δηλαδή οι χρηματοπιστωτικές αγορές διακρίνονται σε δύο βασικές κατηγορίες :

- A. Στην Πρωτογενή Αγορά και
- B. στην Δευτερογενή Αγορά.

1.4.1. Πρωτογενής Αγορά

«Πρωτογενής Αγορά» εννοούμε την αγορά όπου εκδίδονται νέες σειρές τίτλων – αξιογράφων είτε απ' ευθείας από τον εκδότη, είτε μέσω ενός χρηματοπιστωτικού οργανισμού π.χ. τράπεζες, που απορροφούνται απ' το κοινό ή τους θεσμικούς επενδυτές.

Δηλαδή, πρωτογενή αγορά εννοούμε την αγορά όπου πραγματοποιούνται συναλλαγές (αγοραπωλησίες) πρωτοεκδιδόμενων τίτλων – αξιογράφων.

1.4.2. Δευτερογενής Αγορά

«Δευτερογενής Αγορά» εννοούμε την αγορά όπου πραγματοποιούνται συναλλαγές (αγοραπωλησίες) επί των τίτλων – αξιογράφων που ήδη κυκλοφορούν στην αγορά.

Δηλαδή στην «δευτερογενή αγορά», αξιόγραφα ή τίτλοι, που ήδη έχουν εκδοθεί και ήδη βρίσκονται στα χέρια των πρώτων (ή δεύτερων ή τρίτων κ.λπ.) αγοραστών τους, προσκομίζονται από τους κατόχους τους για να ρευστοποιηθούν π.χ. στο χρηματιστήριο.

Οι τίτλοι που κυκλοφορούν στην δευτερογενή αγορά είναι άμεσα διαπραγματεύσιμοι και ρευστοποιήσιμοι.

1.5. Ιστορική Αναγκαιότητα Ίδρυσης του Ελληνικού Χρηματιστηρίου

Τα Χρηματιστήρια Αξιών ως θεσμός εμφανίστηκαν στις βιομηχανικές χώρες της Δύσης, από τα τέλη του 18^{ου} έως τα τέλη του 19^{ου} αιώνα. Η ίδρυση των χρηματιστηρίων ήρθε να καλύψει το πρόβλημα εξεύρεσης κεφαλαίων για την χρηματοδότηση των επενδύσεων στον τομέα της βιομηχανίας και των υποδομών.

Ο θεσμός των Ανωνύμων Εταιριών εμφανίστηκε στην Ελλάδα από τους ομογενείς που έως τότε ζούσαν στην Κεντρική Ευρώπη και στην Κωνσταντινούπολη, περιοχές στις οποίες ήταν ήδη, επί αρκετές δεκαετίες, ανεπτυγμένος. Η σταδιακή δημιουργία Ανωνύμων Εταιριών και στην Ελλάδα, περί τα μέσα του 19^{ου} αιώνα, αλλά και η πρακτική του δανεισμού, που ακολούθησε το νεοσύστατο ελληνικό κράτος για την κάλυψη του, δημιούργησε τη ανάγκη εξεύρεσης ενός μέρους, όπου οι μετοχικοί ή ομολογιακοί τίτλοι θα συναλλάσσονται.

Αρχικά η κάλυψη της ανάγκης αυτής γινόταν με ανεπίσημο τρόπο σε διάφορες λέσχες ή καφενεία, όπου συγκεντρωνόταν ο μικρός αριθμός των επενδυτών της εποχής εκείνης. Το φαινόμενο αυτό πήρε μεγάλη έκταση στις αρχές της δεκαετίας του 1870, λόγω της μεγάλης διασποράς που επιτεύχθηκε στις μετοχές της εταιρίας των μεταλλείων του Λαυρίου.

Η μεγάλη έκταση που πήρε το ζήτημα της διαπραγμάτευσης των μετοχών των μεταλλείων του Λαυρίου, δημιούργησε τους πρώτους προβληματισμούς για την ανάγκη δημιουργίας ενός «επίσημου» χρηματιστηρίου, στο οποίο θα συναλλάσσονταν – με βάση συγκεκριμένους κανόνες – οι μετοχές των Ανωνύμων Εταιριών. Παράλληλα όμως, θεωρήθηκε ότι η ύπαρξη ενός επίσημου Χρηματιστηρίου θα βοηθούσε στην καλύτερη διάδοση του θεσμού των Ανωνύμων Εταιριών, γεγονός στο οποίο θα συνέβαλλε στην ταχύτερη ανάπτυξη της βιομηχανίας και του τομέα των υπηρεσιών.

Η ανάγκη για τη σύσταση χρηματιστηρίου στην Αθήνα επισημαίνεται σε άρθρο της εφημερίδας «Αλήθεια», μία από τις εγκυρότερες εφημερίδες της εποχής, στις 4 Απριλίου 1872 : «Σήμερα δεν εκυρίευσε τον τόπον η μεταλλομανία. Εταιρίες πανταχού ιδρύονται και αι υπερτιμήσεις των τε μετοχών και των λοιπών χρεογράφων κατέστησαν επαισθητήν την έλλειψιν Χρηματιστηρίου παρ' ημίν».

1.6. Έννοια και Κατηγορίες Χρηματιστηρίων

Χρηματιστήρια είναι οι οργανισμοί και τα καταστήματα όπου διεξάγονται συναλλαγές (αγοραπωλησίες) σε κινητές αξίες και εμπορεύματα των οποίων οι τιμές διαμορφώνονται σύμφωνα με τους κανόνες της προσφοράς και της ζήτησης.

Τα χρηματιστήρια ανάλογα με τον τρόπο της σύστασης και λειτουργίας τους διακρίνονται σε επίσημα και ελεύθερα.

Χρηματιστήρια Επίσημα

Αυτά ιδρύονται και ελέγχονται από το Κράτος, το οποίο εγκρίνει το καταστατικό και τους κανονισμούς τους και λειτουργούν υπό την άμεση εποπτεία του.

Τα περισσότερα χρηματιστήρια που λειτουργούν σήμερα στην Ευρώπη είναι επίσημα (π.χ. Ελλάδα, Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία κ.λπ.).

Χρηματιστήρια Ελεύθερα

Αυτά ιδρύονται και λειτουργούν με ιδιωτική πρωτοβουλία των ιδίων εταιριών και το Κράτος δεν επεμβαίνει καθόλου στον οργανισμό τους ούτε ασκεί οποιαδήποτε εποπτεία.

Τα χρηματιστήρια ανάλογα με το αντικείμενο που διαπραγματεύονται διακρίνονται σε χρηματιστήρια εμπορευμάτων και χρηματιστήρια αξιών.

Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων

Ονομάζονται τα χρηματιστήρια στα οποία διεξάγονται συναλλαγές (αγοραπωλησίες) εμπορευμάτων, όπως π.χ. σιταριού, βαμβακιού, ζάχαρης, σταφίδας, ρυζιού, καφέ, πολύτιμων μετάλλων, ναυλώσεις πλοίων κ.λπ.

Τα προϊόντα που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο εμπορευμάτων είναι τυποποιημένα.

Στη χώρα μας λειτουργούν δύο χρηματιστήρια εμπορευμάτων του Πειραιώς (1924) και της Θεσσαλονίκης (1925).



Χρηματιστήριο Αξιών

Καλούνται τα χρηματιστήρια στα οποία διεξάγονται συναλλαγές (αγοραπωλησίες) τίτλων, π.χ. μετοχών Ανωνύμων Εταιριών, ομολογίες (ομολογιακών δανείων) που εκδίδονται από το Δημόσιο, Οργανισμούς και μεγάλες επιχειρήσεις (Ανώνυμες Εταιρίες).

Στη χώρα μας υπάρχει ένα Χρηματιστήριο Αξιών των Αθηνών (ΧΑΑ) που λειτουργεί από το 1876. Στο ΧΑΑ διεξάγονται συναλλαγές τίτλων (ομολογίων, μετοχών) και όχι συναλλάγματος, όπως γίνεται σε ξένα χρηματιστήρια, καθ' ότι οι συναλλαγές συναλλάγματος ανήκουν στην αρμοδιότητα της Τράπεζας της Ελλάδος.

1.7.Ο Σκοπός και η σημασία του ΧΑΑ

α.) Στο ΧΑΑ και μέσω αυτού στο ευρύ αποταμιευτικό κοινό καταφεύγουν οι επιχειρήσεις με την έκδοση μετοχών ή ομολογίων (ομολογιακών δανείων) για την άντληση κεφαλαίων για την υλοποίηση των επενδυτικών τους προγραμμάτων (επέκταση δραστηριότητας και εκσυγχρονισμού εξοπλισμού και εγκαταστάσεων).

Έτσι, αποφεύγεται η προσφυγή των επιχειρήσεων στον τραπεζικό δανεισμό που είναι δαπανηρότερος και πολλές φορές πολύ πιεστικός διότι πρέπει να καταβληθούν οι τόκοι και να επιστραφεί ένα μέρος του δανειζόμενου κεφαλαίου (τοκοχρεολύσιο) σε τακτά χρονικά διαστήματα ανεξάρτητα από την πραγματοποίηση κερδών από τις δανειζόμενες επιχειρήσεις.

β.) Στο ΧΑΑ, και μέσω αυτού στο ευρύ επενδυτικό κοινό, καταφεύγουν, επίσης, το Κράτος, οι Δήμοι, οι Δημόσιοι Οργανισμοί Κοινής Ωφέλειας, για τη συγκέντρωση σημαντικών κεφαλαίων για την πραγματοποίηση έργων (π.χ. βασικής υποδομής) που συμβάλλουν σημαντικά στην οικονομική ανάπτυξη και κοινωνική πρόοδο της χώρας.

γ.) Το ΧΑΑ δίνει την εναλλακτική δυνατότητα στο ευρύ αποταμιευτικό κοινό και τις επιχειρήσεις να τοποθετήσουν τα ρευστά διαθέσιμα τους σε χρεόγραφα (μετοχές, ομόλογα και ομολογίες) που θα τους αποφέρουν κέρδη ή ένα σταθερό εισόδημα.

δ.) Στο ΧΑΑ επιτυγχάνεται η συγκέντρωση της συνολικής προσφοράς και ζήτησης των χρηματιστηριακών αξιών και η διαμόρφωση της πραγματικής τιμής τους.

Οι αγοραπωλησίες των χρεογράφων εκφράζουν μια συγκεκριμένη κρίση για την αξία και τις προοπτικές των διαφόρων εταιριών. Οι εταιρίες, οι προοπτικές των οποίων έχουν κριθεί ευνοϊκά από τους επενδυτές, πράγμα που διευκολύνει τις χρηματοδοτήσεις νέων επιχειρήσεων και τη δυναμική ανάπτυξή τους, για να γίνουν ανταγωνιστικές στο διεθνή χώρο.

Συνεπώς στο ΧΑΑ επιτυγχάνεται η εύκολη, γρήγορη και ασφαλής εκτέλεση των χρηματιστηριακών συναλλαγών και η διάδοση των κινητών αξιών στο ευρύ αποταμιευτικό και γενικότερο επενδυτικό κοινό, πράγμα που συμβάλλει στην γρήγορη ανάπτυξη της οικονομίας της χώρας και στη βελτίωση του βιοτικού επιπέδου του λαού της.

Ορθά έχει υποστηριχθεί από πολλούς ότι η υγιής ανάπτυξη του ΧΑΑ αποτελεί σημαντικό παράγοντα για την οικονομική ανάπτυξη της χώρας και αποτελεί έναν δείκτη τόσο της οικονομικής ανάπτυξης όσο και της κοινωνικής προόδου μιας χώρας.

1.8. Αντικείμενο Συναλλαγών (Αγοραπωλησιών) στο ΧΑΑ

Οι κινητές αξίες που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο αξιών ονομάζονται «χρηματιστηριακά πράγματα». Αυτά είναι τα εξής :

α.) Οι μετοχές και οι ομολογίες ελληνικών ανωνύμων εταιριών, οι οποίες έχουν μετοχικό κεφάλαιο τουλάχιστον 15 εκατ., καταβεβλημένο εξ ολοκλήρου.

β.) Οι μετοχές και οι ομολογίες αλλοδαπών ανωνύμων εταιριών με την προϋπόθεση να έχουν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο της Πολιτείας, της οποίας έχουν ιθαγένεια.

γ.) Τα ομόλογα και τα έντοκα γραμμάτια καθώς και οι ομολογίες των δανείων του Ελληνικού Κράτους και των Ξένων Κρατών.

δ.) Τα ομόλογα και οι ομολογίες των δανείων των Δήμων και Κοινοτήτων καθώς και των Ν.Π.Ι.Δ. και γενικά των Ν.Π.Δ.Δ.

ε.) Το συνάλλαγμα, τα χρυσά νομίσματα και ο χρυσός και ο άργυρος σε ράβδους εφόσον το επιτρέπει ο Νόμος.

Στην Ελλάδα, όπως ήδη αναφέραμε, οι συναλλαγές επί του συναλλάγματος, καθώς και των χρυσών νομισμάτων και χρυσών λιρών έχουν ανατεθεί αποκλειστικά στην Τράπεζα της Ελλάδος για λόγους προστασίας του εθνικού νομίσματος.

1.9. Βασικοί Παράγοντες που επηρεάζουν την πορεία του Χρηματιστηρίου

Οι παράγοντες που επηρεάζουν κυρίως την πορεία του Χρηματιστηρίου είναι οι εξής :

1. Παράγοντες που αφορούν την εταιρία.
2. Παράγοντες οικονομικοί και νομισματικοί.
3. Παράγοντες ψυχολογικοί, πολιτικοί και γενικότερα οι προσδοκίες.
4. Παράγοντες που αφορούν τον κλάδο/ υποκλάδο που δρα η εταιρία.
5. Παράγοντες διεθνής φύσεως.

1.9.1. Παράγοντες που αφορούν την εταιρία

- Ποιότητα διοίκησης (management) και οργάνωσης της εταιρίας.
- Ανθρώπινο δυναμικό και οι εργασιακές τους σχέσεις.
- Πολιτική Marketing της εταιρίας.
- Εκσυγχρονισμός του εξοπλισμού της εταιρίας.
- Εισαγωγή νέων τεχνολογιών στην επιχείρηση.
- Παραγωγή νέων ή καινοτόμων προϊόντων.

1.9.2. Παράγοντες οικονομικοί και νομισματικοί

- Οικονομική κατάσταση της χώρας.
- Επίπεδο πληθωρισμού.
- Επίπεδο ανεργίας.
- Επίπεδο ρευστότητας της αγοράς.
- Φορολογική πολιτική επί των εισοδημάτων από χρηματιστηριακούς τίτλους.

1.9.3. Παράγοντες ψυχολογικοί, πολιτικοί και γενικότερα οι προσδοκίες

- Πολιτική αβεβαιότητα της χώρας.
- Οι προσδοκίες και η ψυχολογία των επενδυτών.

1.9.4. Παράγοντες που αφορούν τον κλάδο/ υποκλάδο

- Η κατάσταση που κυριαρχεί στον κλάδο που βρίσκεται η εταιρία.
- Οι προοπτικές για εξέλιξη του κλάδου.
- Η κατάσταση και η πορεία των κυρίαρχων εταιριών του κλάδου.
- Ο ανταγωνισμός που επικρατεί.

1.9.5. Διεθνής παράγοντες

- Οικονομική κατάσταση των ισχυρότερων οικονομικά χωρών.
- Πετρελαϊκή κρίση.
- Πόλεμοι.
- Ανεργία.
- Τιμές συναλλάγματος.

Όλοι οι παραπάνω παράγοντες επηρεάζουν την πορεία του χρηματιστηρίου είτε σε μεγαλύτερη είτε σε μικρότερη έκταση.

Κεφάλαιο 2^ο : Οι Επενδυτές

2.1. Οι τύποι των επενδυτών

Οι τύποι επενδυτικής συμπεριφοράς που υπάρχουν είναι περιορισμένοι. Ο κάθε επενδυτής ανάλογα με τις κινήσεις της αγοράς έχει να αποφασίσει αν θα αγοράσει, θα πουλήσει ή δεν θα μεταβάλλει καθόλου τις επενδυτικές του επιλογές. Στο κεφάλαιο αυτό γίνεται μια προσπάθεια να συνδυαστούν τα ψυχικά χαρακτηριστικά και τα λάθη που διαπράττουν οι επενδυτές με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της προσωπικότητας κάθε επενδυτή.

Μέσα σε αυτό το πλαίσιο παρουσιάζονται οι εξής τύποι επενδυτών :

- Ο επιφυλακτικός (cautious investor).
- Ο συναισθηματικός (emotional investor).
- Ο τεχνικός (technical investor).
- Ο πολυάσχολος (busy investor).
- Ο ανέμελος (casual investor).
- Ο πληροφορημένος (informed investor).
- Ο ψυχαναγκαστικός (obsessional investor).
- Αυτός που επιζητά την ασφάλεια (seeking certainty investor).
- Ο αγχώδης (anxious investor).
- Ο παρορμητικός (impulsive investor).
- Αυτός που θέλει να εντυπωσιάσει (power player).
- Ο τζογαδόρος (market gambler).
- Ο κληρονόμος (inheritor investor).
- Ο οικολόγος (cruelty-free investor).
- Ο αντιδραστικός (contrarian investor).
- Ο ορθολογικός επενδυτής (rational investor).

Ένας επενδυτής μπορεί να ανήκει σε ένα συγκεκριμένο τύπο ή συνδυασμό αυτών. Δεν υπάρχει αποτελεσματικός ή μη τύπος επενδυτή. Ο βαθμός ανοχής του κινδύνου δεν είναι απαραίτητα χαρακτηριστικό ενός συγκεκριμένου τύπου. Οι επενδυτές έχουν διαφορετικό χαρακτήρα, εμπειρίες, τρόπο σκέψης και υποχρεώσεις. Όλα αυτά επηρεάζουν την ανοχή τους στον κίνδυνο. Μπορεί κάποιος να είναι συναισθηματικός επενδυτής και ταυτόχρονα ριποκίνδυνος ενώ ένας άλλος να απεχθάνεται τον κίνδυνο.

2.1.1. Επιφυλακτικός Επενδυτής (Cautious Investor)

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

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

Απεχθάνεται τις διακυμάνσεις της αγοράς και αποφεύγει τον κίνδυνο. Ακόμα και τις επενδύσεις μέτριου κινδύνου μπορεί να τις θεωρήσει ριψοκίνδυνες. Προτιμά τις επενδύσεις που ακόμα κι αν επιφέρουν ζημιές είναι παροδικού τύπου. Συνήθως έλκεται από τις μετοχές μεγάλων και σίγουρων εταιριών

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

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

2.1.2. Συναισθηματικός Επενδυτής (Emotional Investor)

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

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

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

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

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

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

ένστικτο και την εμπειρία του, η επιλογή του μπορεί να αποδειχθεί πολύ σωστή (Myers, 1999).

2.1.3. Τεχνικός Επενδυτής (Technical Investor)

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

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

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

Προσπαθεί, επεξεργαζόμενος χρονοσειρές στοιχείων να βρει μια επαναλαμβανόμενη τάση σε αυτά και με βάση αυτήν να προβλέψει μελλοντικά τις κινήσεις των τιμών.

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

την χρησιμοποιεί με αποτέλεσμα οποιαδήποτε πληροφορία να αντανακλάται άμεσα στις τιμές, ιδιαίτερα σήμερα που εφαρμόζεται το ηλεκτρονικό σύστημα συναλλαγών (Myers,1999)

2.1.4. Πολυάσχολος Επενδυτής (Busy Investor)

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

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

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

2.1.5. Ανέμελος Επενδυτής (Casual Investor)

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

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

Το πώς πήρε την απόφαση να επενδύσει δεν φαίνεται να επηρεάζει αυτή του την στάση. Μπορεί να επένδυσε σε κάποιο χρηματοοικονομικό προϊόν παρακινούμενος από γνωστούς ή από δική του πρωτοβουλία. Αργότερα όμως λόγω φόρτου εργασίας ή οικογενειακών προβλημάτων αρχίζει να παραμελεί την επένδυση του. Αυτό μπορεί να συμβεί με τα συνταξιοδοτικά προγράμματα που είναι χαμηλού κίνδυνου. Ξεχνώντας τα

μπορεί μηχανικά να πληρώνει τις εισφορές ή ακόμα μπορεί να αφήσει να συσσωρευτούν μεγάλα χρηματικά ποσά σε καταθέσεις και να τις αφήνει ανεκμετάλλευτες.

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

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

2.1.6. Πληροφορημένος Επενδυτής (Informed Investor)

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

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

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

2.1.7. Ψυχαναγκαστικός Επενδυτής (Obsessional Investor)

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

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

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

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

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

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

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

πόνο της απώλειας που συνεπάγεται. Θέλει να επενδύει στο χρηματιστήριο αλλά φοβάται.

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

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

Αντί να ψάχνει την ασφάλεια και να τοποθετεί τα χρήματά του αποκλειστικά σε κρατικά ομόλογα ή τραπεζικές καταθέσεις καλό θα ήταν να δημιουργήσει ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο με την βοήθεια ενός επαγγελματία επενδύοντας σε μετοχές, ομόλογα και αμοιβαία. Επίσης ο επενδυτής αυτός θα πρέπει να αποκτήσει εμπιστοσύνη στις ικανότητές του, να μην στηρίζεται υπερβολικά στην βοήθεια των άλλων και να σταματήσει τις 65 υπεργενικεύσεις, π.χ. αν μια επένδυση δεν αποδώσει τα αναμενόμενα δεν σημαίνει ότι αυτό θα συμβεί και με όλες τις άλλες επενδύσεις (Schott,1997).

2.1.9. Αγχώδης Επενδυτής (Anxious Investor)

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

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

αυξάνεται και κρατάει τις μετοχές του όταν πέφτει η τιμή τους ελπίζοντας ότι θα αλλάξει δραματικά η κατάσταση.

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

2.1.10. Παρορμητικός Επενδυτής (Impulsive Investor)

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

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

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

2.1.11. Επενδυτής που Θέλει να Εντυπωσιάσει (Power Player)

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

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

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

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

2.1.12. Τζογαδόρος Επενδυτής (Market Gambler)

Ενεργεί σύμφωνα με το ένστικτο και την διαίσθηση του και συνήθως στοιχηματίζει ότι ένα ορισμένο αποτέλεσμα θα πραγματοποιηθεί εντός ορισμένου χρόνου. Έχει μεγάλη εμπιστοσύνη στις επενδυτικές του ικανότητες και μάλιστα πιστεύει ότι υπερέχει έναντι των άλλων επενδυτών. Στηρίζεται υπερβολικά στην τύχη

του και είναι αισιόδοξος. Πιστεύει ότι η τύχη του θα αλλάξει ακόμα και όταν χάνει, και ότι θα κερδίσει την εύνοια της αν πετύχει ένα συγκεκριμένο στόχο που θέτει.

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

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

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

2.1.13. Κληρονόμος Επενδυτής (Inheritor Investor)

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

Ένα άλλο πρόβλημα που αντιμετωπίζει είναι ότι διστάζει να κάνει οτιδήποτε αλλαγή στο χαρτοφυλάκιο ή να σκεφτεί να επενδύσει τα μετρητά που απόκτησε γιατί πιστεύει ότι προσβάλλει αυτόν που του άφησε την κληρονομιά και είναι ένα είδος απιστίας προς το άτομο του και αμφισβήτησης της ορθότητας των επιλογών του. Επιπλέον λόγω των ενοχών που νιώθει έχει την τάση να επιθυμεί να δωρίσει μέρος των

χρημάτων αυτών για φιλανθρωπικούς σκοπούς ή σε μετοχές εταιριών με κοινωνικό προσανατολισμό όπως αυτές που είναι φιλικές προς το περιβάλλον.

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

2.1.14. Οικολόγος Επενδυτής (Cruelty-Free Investor)

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

Υπάρχουν τριών ειδών οικολόγων επενδυτών:

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

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

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

Μια άλλη ιδιαίτερη κατηγορία αυτών των επενδυτών είναι αυτοί που αποφεύγουν τις επενδύσεις εντελώς με την δικαιολογία ότι δεν μπορούν να βρουν 100% κατάλληλες εταιρίες. Ακόμα και βρεθεί κάποια, αν αυτή αργότερα αλλάξει στρατηγική είναι δύσκολο να βρουν μια άλλη. Θεωρούν ότι οι επενδυτές είναι άπληστοι και καπιταλιστές.

Η κατηγορία αυτή όμως είναι ακραία και για αυτό θα έπρεπε να γίνουν λίγο πιο ελαστικοί στις επιλογές τους. Αν τα χρήματά τους τα αφήνουν σε τραπεζικούς λογαριασμούς γιατί αρνούνται να επενδύσουν, πρέπει να αναρωτηθούν τι κάνει η τράπεζα με τα χρήματά τους. Είναι αμφίβολο αν κάνει οικολογικές επενδύσεις. Είναι καλύτερο να επενδύσουν σε ένα αμοιβαίο που πληρεί τις προϋποθέσεις 90% παρά να μην επενδύσουν καθόλου.

Το 1997 έρευνα από το Social Invest Forum που λεγόταν «Report on responsible investing trends in the United States» έδειξε ότι \$1,2τρεις διαχειριζόμενων επενδύσεων είχαν επενδυθεί σε χαρτοφυλάκια κοινωνικής και περιβαλλοντικής κατεύθυνσης. Η ευημερία των ζώων κατείχε το 7% στην λίστα που αντιστοιχούσε σε ποσό \$84 δις χωρίς να ληφθούν υπόψη αυτοί που αγοράζουν μετοχές απευθείας. Μεταξύ 1/1/1995-1/1/1997 τα αμοιβαία με οικολογικό και κοινωνικό προσανατολισμό σχεδόν τριπλασιάστηκαν από 55 σε 144 και 2 από αυτά έχουν ως βασική στρατηγική αποκλειστικά την ευημερία των ζώων.

Επιπλέον τα αμοιβαία αυτού του είδους έχουν και καλές αποδόσεις σε σχέση με τα υπόλοιπα που δεν θέτουν τέτοια κριτήρια. Το IPS Millennium και το Citizens Index Fund που λαμβάνουν υπόψη τους τα ζωικά ζητήματα ξεπέρασαν το 1998 την μέση απόδοση της αγοράς και του μέσου αμοιβαίου κεφαλαίου στην Αμερική. Το IPS είχε απόδοση 39%, το άλλο 40%, ενώ ο δείκτης S&P500 είχε μόνο 26%.

2.1.15. Αντιδραστικός Επενδυτής (Contrarian Investor)

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

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

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

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

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

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

2.1.16. Ορθολογικός Επενδυτής (Rational Investor)

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

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

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

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

2.2. Η προστασία του επενδυτή

Η ομαλή λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς προϋποθέτει τη πιστή και συνεχή τήρηση των κανόνων λειτουργίας και των κανόνων δεοντολογίας της από όλους τους βασικούς συντελεστές που την απαρτίζουν και τη διαμορφώνουν, περιλαμβανομένων των μελών του Χ.Α., των εισηγμένων εταιρειών, των αναδόχων, των θεσμικών επενδυτών και των ιδιωτών επενδυτών. Οι συναλλαγές εποπτεύονται καθημερινά από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το Τμήμα Εποπτείας Συναλλαγών του Χ.Α., ενώ παράλληλα η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το Υπουργείο Οικονομίας Οικονομικών έχουν θεσπίσει και εφαρμόζουν τους παρακάτω Κώδικες Δεοντολογίας:

- Κώδικας Δεοντολογίας Λειτουργίας των Ε.Π.Ε.Υ.
- Κώδικας Δεοντολογίας Θεσμικών Επενδυτών
- Κανονισμός Αναδοχών
- Κανονισμός Συμπεριφοράς Εισηγμένων Εταιρειών

Ταυτόχρονα, το **Συνεγγυητικό Κεφάλαιο Εξασφάλισης Επενδυτικών Υπηρεσιών**, που συστάθηκε το 1954 με το Νομοθετικό Διάταγμα 3078, αναδιαρθρώθηκε με το Ν.2533/97, και εναρμονίστηκε με τις διατάξεις της υπ' αριθμ. 97/9/ΕΚ Οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 03.03.1997 για τα συστήματα αποζημίωσης επενδυτών, παρέχει εγγύηση:

- Αποζημίωσης των επενδυτών σε περίπτωση που μια Α.Χ.Ε. - Ε.Π.Ε.Υ., μέλος ή μη μέλος της Αγοράς Αξιών του Χ.Α., περιέλθει σε αδυναμία να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της προς τους πελάτες της, για τις καλυπτόμενες από αυτή επενδυτικές υπηρεσίες.

- Τακτοποίησης των διαφορών που εκκρεμούν μεταξύ μελών ή μη μελών της Αγοράς Αξιών του Χ.Α. Με αυτόν τον τρόπο διασφαλίζεται η σταθερότητα και αξιοπιστία της λειτουργίας της αγοράς και των παρεχόμενων επενδυτικών υπηρεσιών. Η εκάστοτε αποζημίωση καλύπτεται από το Συνεγγυητικό. Η αποζημίωση κάθε εντολέα ή αντισυμβαλλόμενου μέλους για το σύνολο των απαιτήσεών του κατά Ε.Π.Ε.Υ. - Α.Χ.Ε. θα ισούται με το μικρότερο των εξής ποσών:

- Του ύψους της συνολικής απαίτησης του εντολέα όπως θα προσδιοριστεί με σχετική απόφαση του Συνεγγυητικού Κεφαλαίου.
- 30.000 ευρώ ή και ανωτέρου ποσού που θα ορίζεται με απόφαση του Υπουργείου Οικονομίας - Οικονομικών μετά από εισήγηση της Ε.Κ.

Η συμμετοχή στο Συνεγγυητικό Κεφάλαιο είναι υποχρεωτική για όλες τις Α.Χ.Ε.- Ε.Π.Ε.Υ., μέλη ή μη μέλη της Αγοράς Αξιών του Χ.Α.

Επίσης, όλα τα μέλη της Αγοράς Αξιών του Χ.Α. έχουν ασφαλιστήρια συμβόλαια ύψους τουλάχιστον 5.869.405,72 ευρώ που καλύπτουν τους επιχειρηματικούς κινδύνους από την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, όπως:

- Ζημιά η οποία οφείλεται σε απάτη, πλαστογραφία ή οποιαδήποτε δόλια συμπεριφορά που διαπράττεται από υπάλληλό τους.
- Ζημιά προκύπτουσα από απάτη με τη χρήση ηλεκτρονικών μέσων.
- Ευθύνες οικονομικής αποζημίωσης για συναλλαγές που διενεργήθηκαν σύμφωνα με τους κανόνες του Χρηματιστηρίου.

Τέλος, από το 1997 έχει ιδρυθεί το Επικουρικό Κεφάλαιο Εκκαθάρισης της Αγοράς Αξιών του Χ.Α., που έχει ως σκοπό να ενισχύσει τις ασφαλιστικές δικλίδες του συστήματος εκκαθάρισης. Αν κάποιο μέλος της Αγοράς Αξιών του Χ.Α. για οποιονδήποτε λόγο αδυνατεί να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του, το Επικουρικό Κεφάλαιο μπορεί να παρέμβει άμεσα ώστε να γίνει η εκκαθάριση των συναλλαγών στο Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών. Η ενεργοποίηση αυτής της παρέμβασης μπορεί να γίνει με απλή απόφαση της Τριμελούς Επιτροπής Ενεργοποίησης του Επικουρικού που έχει οριστεί με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χ.Α. Αφού παρέμβει το Επικουρικό Κεφάλαιο, ώστε να καταστεί δυνατή η εκκαθάριση των συναλλαγών, στη συνέχεια μπορεί να προσφύγει εναντίον των μελών της Αγοράς Αξιών του Χ.Α., που προκάλεσαν το πρόβλημα και σε περίπτωση οριστικής αδυναμίας των μελών αυτών έναντι του Συνεγγυητικού Κεφαλαίου.

Κεφάλαιο 3^ο : Κερδοσκοπία

3.1. Κερδοσκόποι και Κερδοσκοπία

Ένας κερδοσκόπος δεν θα έπρεπε να επιτρέπει στις πολιτικές του πεποιθήσεις να τον επηρεάζουν. Η ιστορία λέει ότι πολλοί χρηματιστές έχασαν πολύ μεγάλες ευκαιρίες, μόνο και μόνο επειδή έμειναν αμετακίνητοι όσον αφορά την πολιτική τους τοποθέτηση. Οι περισσότεροι επαγγελματίες χρηματιστές βλέπουν τα γεγονότα με την προοπτική των χρηματιστηριακών του υποθέσεων και τα ερμηνεύουν με τη βασική ψυχολογική τους προδιάθεση για κερδοσκοπία ως προς την άνοδο ή την πτώση των τιμών.

Επιπλέον οι πολιτικοί δεν γνωρίζουν το πόσο δυνατή επίδραση έχουν στις δραστηριότητες των κερδοσκόπων. Μία δήλωση με λανθασμένους ως προς τη σημασιολογία της ορισμούς αρκεί για «ρίξει λάδι στη φωτιά». Το μόνο που χρειάζεται είναι να ειπωθεί απερίσκεπτα μία λέξη και αμέσως χιλιάδες μεγάλοι και μικροί παίκτες αρχίζουν να τρέχουν να αγοράσουν ή να πουλήσουν. Αυτές οι κερδοσκοπικές συναλλαγές τα τελευταία χρόνια έχουν σημειώσει αύξηση λόγω των μέσων μαζικής ενημέρωσης, που δίνουν μεγαλύτερη έκταση στα γεγονότα απ' όσο πρέπει στην πραγματικότητα με αποτέλεσμα να προκαλούνται μεγάλες ζημιές στην οικονομία.

Όταν οι κερδοσκόποι περιμένουν μία υψηλή ή χαμηλή τιμή για ένα προϊόν, τότε αγοράζουν ή πωλούν το αντικείμενο της κερδοσκοπίας τους για όσο διάστημα και όσες ποσότητες χρειαστούν ώστε να φτάσουν στον στόχο τους. Μέχρι να φτάσει δηλαδή στην επιθυμητή τιμή που θα τους αποφέρει κέρδος. Μέσα στην υστερία δεν μπορεί να σκεφτεί κανείς πλέον, διότι δεν μπορούν να ξεφύγουν από την ψύχωση της μάζας. Οι παίκτες που αγοράζουν κάποιο αγαθό θεωρούν δεδομένη την επιθυμία των άλλων παικτών να τρέξουν να αγοράσουν το αγαθό που έχουν στην κατοχή τους.

Η κίνηση όμως των τιμών ενάντια στη λογική και τα οικονομικά δεδομένα καταλήγει σε κατάρρευση. Οι κερδοσκόποι ποντάρουν με απόλυτη βεβαιότητα και φυσικά απογοητεύονται επειδή οι περισσότεροι από αυτούς αγοράζουν στην υψηλότερη τιμή. Διαφορετικά δεν θα έφτανε η τιμή σ' αυτό το ύψος. Κατ' αυτό τον τρόπο είτε αγοράζουν είτε πουλάνε θα χάσουν στο τέλος τα χρήματά τους. Κάτι το οποίο φαίνεται δίκαιο μιας και προκάλεσαν πολλά δεινά στην αγορά.

Είναι αλήθεια ότι πολλοί παίκτες μεταχειρίζονται τα χρήματά τους σαν να ήταν το χρηματιστήριο ένα τεράστιο καζίνο. Το κίνητρο του κέρδους προσελκύει

εκατομμύρια και τα εκατομμύρια προσελκύουν κερδοσκόπους. Ωστόσο δεν είναι όλοι κερδοσκόποι όσοι κινούνται στο χρηματιστήριο. Υπάρχουν πολλών ειδών χρηματιστές. Υπάρχει ο καθηγητής της χρηματιστηριακής τέχνης και ο παίχτης της μίας μέρας ή ώρας. Υπάρχουν ερασιτέχνες, ασήμαντοι κερδοσκόποι και τα λοιπά και τα λοιπά.

Κι έπειτα υπάρχουν οι τραπεζίτες και οι υπάλληλοί τους, μεσίτες, χρηματιστές, πράκτορες, επενδυτικοί σύμβουλοι κ.λπ. Υπάρχουν επίσης μία ολόκληρη στρατιά ανθρώπων που ζουν μέσω του χρηματιστηρίου ή ζουν μόνο από το χρηματιστήριο, από διαφόρων ειδών προμήθειες για παράδειγμα.

Το χρηματιστήριο θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως ζούγκλα γιατί μεταξύ των επαγγελματιών επικρατεί μία διαρκής μάχη. Σ' αυτή τη ζούγκλα λοιπόν όπου ισχύει ο νόμος του ισχυρού «ο δυνατός τρώει τον αδύναμο» υπάρχουν δύο είδη κερδοσκόπων : οι αρκούδες και οι ταύροι (bears and bulls). Οι αρκούδες κερδοσκοπούν ως προς την πτώση των τιμών ενώ αντίθετα οι ταύροι ως προς την άνοδο των τιμών

Ο ταύρος (bull) είναι το σύμβολο του κερδοσκόπου που ορμάει μπροστά και εκσφενδονίζει με τα κέρατα του τα πάντα, και πρώτα απ' όλα τις τιμές φυσικά. Ο κερδοσκόπος αρκούδα (bear) είναι ο κυνηγός που πουλάει το τομάρι του ζώου που δεν έχει πιάσει ακόμα. Μπορεί φυσικά τελικά να μην το βρει το ζώο και μετά να πρέπει να αγοράσει ξανά το τομάρι του ζώου που είχε πουλήσει νωρίτερα με απώλεια.

Σε όλα τα χρηματιστήρια του κόσμου οι ταύροι δεν συμπαθούν τις αρκούδες και οι αρκούδες δεν συμπαθούν τους ταύρους. Οι κοσμοθεωρίες τους είναι εντελώς διαφορετικές ώστε να μην υπάρχει τίποτα κοινό στις αντιλήψεις που έχουν περί χρηματιστηρίου. Ο κερδοσκόπος ως προς την πτώση των τιμών (bear) σχολιάζει με απαισιοδοξία κάθε είδηση, ενώ ο κερδοσκόπος ως προς την άνοδο των τιμών (bull) της δίνει την ίδια στιγμή μία αισιόδοξη ερμηνεία.

Εκτός από αυτό το είδος κερδοσκόπων υπάρχουν και οι κερδοσκόποι που βασίζονται σε σκέψεις ψυχολογικού τύπου ως προς την πτώση των τιμών. Αυτός ο τύπος ανθρώπων δεν έχει ιδέα αν τα χαρτιά του είναι υπερτιμημένα ή υποτιμημένα και ούτε που τον νοιάζει. Η απόφασή του να γίνει κερδοσκόπος ως προς την πτώση των τιμών βασίζεται σε καθαρά ψυχολογικούς λόγους. Αν πάλι κάποιος υποφέρει από το στομάχι του δεν πρόκειται ποτέ να γίνει κερδοσκόπος ως προς την άνοδο των τιμών.

Όσον αφοράν στον τρόπο που χρησιμοποιούν για να επιτύχουν τα κέρδη τους οι ταύροι και οι αρκούδες βρίσκονται και πάλι αντιμέτωποι. Η έκβαση όμως της μονομαχίας δεν εξαρτάται από τη δύναμη των αντιπάλων αλλά από πολλούς άλλους παράγοντες : ψυχολογικούς, οικονομικούς, πολιτικούς.

Οι ταύροι δεν μπορούν καν να φανταστούν ότι οι τιμές υπάρχει ενδεχόμενο να υποχωρήσουν. Η άνοδος των τιμών θεωρείται αυτονόητη. Ωστόσο αντέχει περισσότερο τη ζημιά όταν υποχωρεί το χρηματιστήριο, μιας και εκείνος δεν συμμετέχει.

Οι αρκούδες αντίθετα επιζητούν τον πόνο και συγκεκριμένα τον πόνο των άλλων, μιας και αυτός ο πόνος των άλλων είναι αυτός που τους επιφέρουν χρήματα. Όταν οι άλλοι έχουν απώλειες λόγω της πτώσης των τιμών τότε οι αρκούδες επωφελούνται. Περισσότερο δε επωφελούνται όταν έρθει το χρηματιστηριακό κραχ.

Από την άλλη μεριά υπάρχει μια άλλη ομάδα ανθρώπων που δεν ενδιαφέρονται τι κάνουν οι ταύροι και οι αρκούδες. Ζουν σε ένα δικό τους κόσμο στο οποίο αγοράζουν και πουλάνε μόνο με τη σκέψη τους. Κέρδη και απώλειες καταγράφονται συνεχώς αλλά μόνο μέσα στο κεφάλι τους. Όμως αυτοί οι παίκτες αισθάνονται ευτυχείς όταν πραγματοποιούν θεωρητικά κέρδη.

Έπειτα υπάρχουν οι παίκτες του Σαββατοκύριακου που αγοράζουν χαρτιά μόνο την Παρασκευή, όταν το χρηματιστήριο είναι σταθερό, επειδή είναι σίγουροι ότι το επενδυτικό κοινό μετά από ένα αισιόδοξο Σαββατοκύριακο θα αγοράσει μετοχές τη Δευτέρα. Μετά υπάρχουν άλλοι που ασχολούνται με μετοχές εταιριών που χρεοκόπησαν, περιμένοντας να συμβεί ένα θαύμα. Μερικές φορές όντως συνέβη.

Θα μπορούσαμε να συνοψίσουμε τα παραπάνω σε δύο βασικούς τύπους: Οι απαισιόδοξοι, οι τσιγκούνηδες, αυτοί που πάσχουν από το στομάχι τους, οι άνθρωποι με την ψυχή τοκογλύφου και όλοι οι κακοδιάθετοι είναι γεννημένοι υποτιμητές κερδοσκόποι.

Τους αισιόδοξους, τους τολμηρούς, τους περιπετειώδης τύπους, αλλά και τους σπάταλους, τους ελαφρόμυαλους, τους ρομαντικούς που πετούν στα σύννεφα, αυτούς που βρίσκει πάντα κανείς ανάμεσα στους ανατιμητές κερδοσκόπους.

Υποτιμητές και ανατιμητές παίκτες, αρκούδες και ταύροι, όλοι μπορούν να είναι κερδοσκόποι. Όμως για τον χαρακτηρισμό αυτό δεν είναι άξιος ο καθένας. Υπάρχουν χρηματιστές που κάνουν περιουσίες και χρηματιστές που καταστρέφονται επίσης με το χρηματιστήριο.

Ο κερδοσκόπος φυσικά δεν πρόκειται για επάγγελμα. Ο κερδοσκόπος βρίσκεται κάπου ανάμεσα από τους χρηματιστηριακούς παίκτες και τους επενδυτές. Θα μπορούσαμε να πούμε ότι είναι ένα μίγμα από αυτούς τους δυο. Ο κινητικός επενδυτής που προσαρμόζει τις επενδύσεις του στις κυκλικές διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών.

Ο κερδοσκόπος πρέπει να είναι στοχαστής, δεν χρειάζεται να γνωρίζει πολλά αλλά απλώς να καταλαβαίνει τα πάντα. Λογαριάζει λοιπόν, συνεχώς τα υπέρ και τα κατά μιας κατάστασης και αναλόγως αγοράζει ή πουλά. Αν οι συλλογισμοί του βγουν σωστοί τότε εισπράττει την αμοιβή του, αν όμως δεν είναι σωστή πληρώνει στο χρηματιστήριο ένα χρηματικό πρόστιμο. Αυτή είναι και η ουσία της κερδοσκοπίας.

Τα μόνα εργαλεία που χρειάζεται ένας κερδοσκόπος είναι ένα τηλέφωνο, ραδιόφωνο και εφημερίδες τις οποίες ξέρει φυσικά να διαβάζει σωστά. Δεν χρειάζεται ούτε υπαλλήλους, ούτε αφεντικό, ούτε νευρικούς πελάτες. Αυτό το κατάφερε ο **John Maynard Keynes** (Τζον Μέιναρντ Κέινς), που έγινε λόρδος και ήταν ένας από τους μεγαλύτερους μακροοικονομολόγους του αιώνα μας. Ήταν ένας παθιασμένος κερδοσκόπος που τιμήθηκε, στην Παγκόσμια Έκθεση EXPO 67 στο Μόντρεαλ, από την βρετανική κυβέρνηση η οποία τοποθέτησε ένα εγκώμιο που έλεγε: «John Maynard Keynes, ο άνθρωπος που κατάφερε να αποκτήσει περιουσία χωρίς να εργαστεί». Αυτή είναι και η μεγαλύτερη φιλοφρόνηση προς το επάγγελμα του κερδοσκόπου.

3.2. Επένδυση και Κερδοσκοπία

Πολλές φορές έχει εκφραστεί η άποψη ότι η επένδυση και η κερδοσκοπία έχουν άμεση σχέση. Όπως οι παίχτες του καζίνο ποντάρουν στην πιθανότητα μαύρο ή κόκκινο έτσι και οι παίχτες του χρηματιστηρίου ποντάρουν στην άνοδο ή την πτώση των τιμών.

Ο όρος κερδοσκοπία στην αγγλική ορολογία αποδίδεται με δύο λέξεις : *arbitrage* και *speculation*. Το *arbitrage* ή αντισταθμιστική κερδοσκοπία αναφέρεται στην κερδοσκοπική συναλλαγή κατά την αγοραπωλησία ενός περιουσιακού στοιχείου, όταν αυτό έχει τουλάχιστον δύο διαφορετικές τιμές σε δύο ή περισσότερες αγορές (Haugen,1995). Εκείνοι που εξασκούν το *arbitrage* λέγονται *arbitrageurs* ή *arbs*.

Για παράδειγμα, θεωρούμε μία μετοχή που διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο Αθηνών και στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, λόγω της ισοτιμίας ευρώ-δολαρίου η τιμή της μετοχής είναι διαφορετική. Οι *arbitrageurs* λοιπόν αγοράζουν την μετοχή στην φθηνότερη αγορά και την πωλούν στην ακριβότερη. Εάν αυτό πραγματοποιηθεί από πολλούς *arbitrageurs* τότε η τιμή που ήταν χαμηλή θα ανέβει και η τιμή που ήταν υψηλή θα πέσει. Έτσι κατά κάποιο τρόπο η τιμή της μετοχής θα είναι σχεδόν ίδια και στις δύο αγορές. Οι *arbitrageurs* δηλαδή εξισορροπούν με αυτό τον τρόπο τις τιμές.

Ο όρος speculation αναφέρεται στην αγοραπωλησία περιουσιακών στοιχείων μέσα σε μη λογικό οικονομικό πλαίσιο. Οι κερδοσκόποι, οι speculators σε αυτή την περίπτωση αγοράζουν ένα περιουσιακό στοιχείο σε υψηλή τιμή για να το πουλήσουν ακόμα υψηλότερα. Το βασικό στοιχείο εδώ είναι η παρόρμηση και η θετική ή αρνητική ψυχολογία. Αντίθετα το βασικό στοιχείο στο arbitrage είναι η παρακολούθηση των τιμών, η ορθή τιμολόγηση των περιουσιακών στοιχείων και ο λεπτομερής υπολογισμός του κόστους και του οφέλους μιας συναλλαγής.

Ο όρος επένδυση αναφέρεται στη δέσμευση ενός κεφαλαίου, η οποία πραγματοποιείται με κίνητρο την προσδοκία αύξησης του κεφαλαίου αυτού. Κερδοσκοπία, όπως αναφέραμε και παραπάνω, είναι η αγοραπωλησία αξιογράφων με σκοπό την εξασφάλιση κέρδους από την μεταβολή της τιμής τους. Παρά το γεγονός ότι παρουσιάζουν πολλά κοινά στοιχεία, διαφέρουν ως προς το κίνητρο και ως προς το χρονικό ορίζοντα της απόφασης.

Όμως ο χρονικός ορίζοντας της απόφασης δεν είναι αυτός που καθορίζει πάντα τον διαχωρισμό της επένδυσης και της κερδοσκοπίας. Για παράδειγμα αν κάποιος αγοράσει μετοχές μίας εταιρίας που είναι έτοιμη προς πώληση, με κίνητρο ότι η εταιρία αυτή θα ανακάμψει ή εξαγοραστεί από άλλη εταιρία μεγάλης επιφάνειας. Ακόμα λοιπόν κι αν ο χρονικός ορίζοντας είναι μεγάλος η λογική αυτή σαφώς και δεν είναι επένδυσης αλλά η λογική του τζόγου.

3.3. Συναλλαγές μέσω ειδικών προγραμμάτων και ο ρόλος του Ηλεκτρονικού Υπολογιστή στο Χρηματιστήριο

Οι κατηγορίες που προσάπτουν στους ηλεκτρονικούς υπολογιστές είναι φυσικά αβάσιμες. Οι υπολογιστές είναι εντελώς αθώοι. Τις πράξεις που κάνουν οι υπολογιστές θα μπορούσαν να τις κάνουν και οι χρηματοοικονομικοί μάνατζερ ακόμα και χωρίς ηλεκτρονικά εργαλεία. Τα συστήματα επεξεργάζονται τα δεδομένα που καταχωρεί ο άνθρωπος και τίποτα παραπάνω.

Οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές αποτελούν ένα πολύ σημαντικό βοηθητικό μέσο, όταν κάποιος για παράδειγμα θέλει να μάθει για τον ισολογισμό μίας εταιρίας. Μπορεί κανείς να πάρει γρήγορα, εύκολα και απλά πληροφορίες που παλαιότερα έπρεπε να ψάξει μόνος του σε βιβλιοθήκες, ξοδεύοντας ώρες. Ο υπολογιστής λοιπόν μπορεί να παρουσιάζει δεδομένα παλαιότερων ετών. Δεν μπορεί όμως να σκεφτεί για το μέλλον και δεν μπορεί φυσικά να σκεφτεί για λογαριασμό του επενδυτή.

Ας εξετάσουμε όμως τώρα τις συναλλαγές μέσω ειδικών προγραμμάτων.

Κατ' αρχήν πρόκειται για μία γρήγορη αντιμετώπιση του «stop-loss» (παύση της απώλειας), για μια μέθοδο να περιορίζει κανείς όσο το δυνατόν γρηγορότερα τις απώλειες, δηλαδή να πουλάει αμέσως και αντίστροφα. Όταν ανεβαίνουν οι τιμές να αγοράζει γρήγορα πριν ανέβουν ακόμα περισσότερο. Η μέθοδος δημιουργήθηκε στη Wall Street (Γουόλ Στριτ) κατά τη γεμάτη ευφορία δεκαετία του '20, καθώς η αγορά ήταν μια πραγματική ζούγκλα. Οι χρηματιστές ενδιαφέρονταν και τότε τόσο πολύ για την προμήθεια ώστε να αποδέχονται ακόμα και εντολές αγορών με κάλυψη μόνο 10%. Ωστόσο ήθελαν να είναι και εξασφαλισμένοι: με μία αγορά ύψους 100.000 δολαρίων, για παράδειγμα, ο πελάτης έπρεπε να καταθέσει 10.000 δολάρια και ταυτόχρονα να δώσει μία εντολή πώλησης «stop loss» με τιμή χαμηλότερη, ας πούμε κατά 2%. Όμως μία κάλυψη 10% μπορεί να αναλωθεί μετά από 5 ημέρες με 2% απόκλιση ανά ημέρα. Έτσι ο χρηματιστής δεν χρειάζεται να παρακαλάει τους πελάτες του για να πάρει κι άλλα χρήματα από αυτούς όταν θα έχει ήδη χάσει το μισό της κάλυψης.

Το κίνητρο των golden boys σήμερα είναι πού διαφορετικό από αυτό που ήταν το 1929. Δεν δίνουν καμία σημασία για την κάλυψη ή την εγγύηση, επειδή όλα χρεώνονται στους μεγάλους οργανισμούς που εργάζονται. Δεν μπορούν να σκεφτούν έτσι γιατί προφανώς δεν το έμαθαν στα οικονομικά πανεπιστήμια που σπούδασαν. Καθορίζουν εκ των προτέρων την τιμή στην οποία αυτόματα θα αγοράσουν ή θα πουλήσουν και βασίζονται σε διαγράμματα αναλύσεων.

Σήμερα οι εντολές «stop loss» και «stop buy» είναι από τα βασικότερα εργαλεία που χρησιμοποιούν οι golden boys. Γι' αυτούς το «stop loss» σημαίνει ότι οι μετοχές είναι έτοιμες προς πώληση μόλις φτάσουν σε μία τιμή που έχουν καθορίσει οι ίδιοι. Για παράδειγμα, μία μετοχή έχει τιμή 100, η επιλογή «stop loss» που έχει οριστεί στον υπολογιστή είναι 90. Μπορούμε όλοι φυσικά να φανταστούμε τι επρόκειτο να γίνει όταν 10.000 παίκτες έχουν δώσει την ίδια εντολή στον υπολογιστή. Η τιμή της μετοχής όντως πέφτει. Κι έτσι ενεργοποιούνται οι επόμενες εντολές «stop loss» με τιμή πώλησης 85, πράγμα που πιέζει την τιμή της μετοχής ακόμα πιο κάτω. Μόλις φτάσει ακόμα πιο κάτω παίρνουν σειρά οι επόμενες εντολές «stop loss» του 80, και τα λοιπά και τα λοιπά. Έτσι προκαλείται πτώση των τιμών και επικρατεί πανικός.

Ο ρόλος του ηλεκτρονικού υπολογιστή σ' αυτές τις συναλλαγές μέσω ειδικών προγραμμάτων είναι μόνο να καταγράφει τις εντολές πώλησης «stop loss» και να τις δίνει προς διεκπεραίωση. Αν οι τιμές πέφτουν, ο υπολογιστής πουλάει αυτομάτως τις μετοχές ή τα συμβόλαια που έχει ορίσει ο διαχειριστής του υπολογιστή. Όσο

περισσότερο πέφτουν οι τιμές, τόσες περισσότερες πωλήσεις θα πραγματοποιούνται. Το ίδιο μπορεί να συμβεί και αντίστροφα βέβαια.

Το σύστημα λοιπόν συναλλαγών μέσω ειδικών προγραμμάτων μπορεί υπό ορισμένες συνθήκες να φανεί πολύ χρήσιμο. Όμως οι υπάλληλοι χρησιμοποιούν συστηματικά και αυτόματα τον ηλεκτρονικό υπολογιστή, πράγμα που τους καταστεί υπαίτιους για τις αλληπάλληλες πωλήσεις. Οι υπάλληλοι είναι υπεύθυνοι για το ξεπούλημα των μετοχών και όχι το σύστημα συναλλαγών.

Όποιος λοιπόν χρησιμοποιεί τον ηλεκτρονικό υπολογιστή για να κάνει τις αγοραπωλησίες του, άλλοτε θα κερδίσει, άλλοτε θα χάσει, αλλά σίγουρα κάποια στιγμή θα χρεοκοπήσει. Οι χρηματιστές λοιπόν που εμπορεύονται μέσω ειδικών προγραμμάτων είναι έξυπνοι και πολύ εξοικειωμένοι στη γρήγορη αγορά και πώληση. Όμως ο κερδοσκόπος πρέπει να απέχει από τις τρελές μάζες και τους υπολογιστές. Ο μίστερ Γουάτσον junior, ο ιδρυτής της IBM, είχε τον φόβο ότι η ελεύθερη σκέψη του ανθρώπου θα μπορούσε να περιοριστεί ή να εκφυλιστεί με τη χρήση των ηλεκτρονικών υπολογιστών. Γι' αυτό το λόγο είχε ζητήσει να τοποθετηθεί σε όλα τα γραφεία των συνεργατών του μια μικρή χάλκινη πλακέτα, με μία μοναδική λέξη επάνω: «Think!» (Σκέψου).

Κεφάλαιο 4^ο :

Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική (Behavioral Finance)

4.1. Εισαγωγή

Η οικονομική θεωρία υποστηρίζει ότι όλοι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί, επομένως δεν υπάρχει περιθώριο για λάθη. Όλοι οι επενδυτές χρησιμοποιούν και αξιοποιούν σωστά με τον καλύτερο δυνατό τρόπο όλες τις πληροφορίες που τους παρέχονται. Οι επενδυτικές τους αποφάσεις για το μέλλον είναι απολύτως λογικές και προβλέψιμες.

Πρακτικά όμως αυτό δεν μπορεί να υφίσταται. Δεν αξιοποιούν όλοι οι επενδυτές τις πληροφορίες με τον ίδιο τρόπο. Επιπλέον οι επενδυτικές τους κινήσεις δεν είναι σε καμία περίπτωση προβλέψιμες. Έτσι έπρεπε να βρεθεί μια άλλη επιστημονική προσέγγιση για το θέμα, για να μπορέσουμε να ερμηνεύσουμε τα σημεία που αδυνατούσε να εξηγήσει η παραδοσιακή οικονομική θεωρία.

Δημιουργήθηκε λοιπόν, η χρηματοοικονομική συμπεριφορική που είναι ένας σχετικά νέος, αλλά ραγδαία εξελισσόμενος, πανεπιστημιακός κλάδος ο οποίος συνδυάζει τη χρηματοοικονομική με την πειραματική έρευνα της συμπεριφοράς.

Αξιοσημείωτο είναι το ενδιαφέρον που έδειξαν για αυτό το νέο κλάδο, όπου γίνονται δημοσιεύσεις σε άρθρα και εφημερίδες αρκετά ενδιαφέρουσες μελέτες για το θέμα αυτό. Να σημειώσουμε δυο παραδείγματα βραβεύσεων, το πρώτο απενεμήθη στον Kent Daniel, David Hirshleifer και Avanidhar Subrahmanyam για το δημοσίευσμά τους στο Journal of Finance «Investor Psychology and Security Market Under - and Overreactions» το 1999. Το δεύτερο βραβείο απενεμήθη στον Meir Statman και στον Hersh Shefrin για το «Behavioral Portfolio Theory» που δημοσιεύτηκε στο Journal of Financial and Quantitative Analysis το 2000.

Ένα από τα κορυφαία εγχειρίδια που έχουν γραφτεί για τα θέματα συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής είναι του Richard Thaler και έχει δημοσιευθεί από τη New York Times τον Ιανουάριο του 2002.

4.2. Η Αποτελεσματική Αγορά και οι Ανωμαλίες της

Η έννοια της Αποτελεσματικής Αγοράς (efficient market), έχει άμεση σχέση με την πληροφορία και τον τρόπο που αυτή ενσωματώνεται από τους ορθολογικούς επενδυτές στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων στα οποία επενδύουν.

Η αγορά του χρηματιστηρίου είναι άκρως ανταγωνιστική, πράγμα που σημαίνει θεωρητικά οι επενδυτές οι οποίοι συμμετέχουν σε αυτό είναι έξυπνοι, λογικοί και καλά πληροφορημένοι. (homo economicus). Οι επενδυτές αυτοί στην προσπάθεια τους να εξασφαλίσουν το μεγαλύτερο δυνατό κέρδος ενσωματώνουν άμεσα στις τιμές τις πληροφορίες που κατέχουν, αγοράζοντας και πωλώντας μετοχές. Οι τιμές σε μια αποτελεσματική αγορά δεν επηρεάζονται από τις παλαιές πληροφορίες, γιατί αυτές θεωρητικά έχουν ήδη ενσωματωθεί. Άρα σύμφωνα με την Υπόθεση της Αποτελεσματικότητας των Αγορών, οι μεταβολές των χρηματιστηριακών τιμών είναι αποτέλεσμα των νέων ειδήσεων και μόνο. Παράγοντες όπως η ψυχική διάθεση των επενδυτών, η αισιοδοξία, η απαισιοδοξία που εκφράζεται με την απληστία ή τον φόβο δεν θα έπρεπε να επηρεάζουν τις χρηματιστηριακές τιμές.

Όμως παρουσιάστηκαν κάποια φαινόμενα που απέκλιναν από αυτή τη θεωρία, τα οποία χαρακτηρίζονται ως ανωμαλίες (anomalies) και εμφανίζονται σε δύο μορφές: ημερολογιακές ανωμαλίες (calendar anomalies) και μη ημερολογιακές ανωμαλίες (non calendar anomalies).

4.2.1. Ημερολογιακές Ανωμαλίες (Calendar anomalies)

- ***Το φαινόμενο του Σαββατοκύριακου (Weekend effect)***

Έχει παρατηρηθεί ότι οι χρηματιστηριακές αποδόσεις τείνουν να είναι υψηλότερες την Παρασκευή και χαμηλότερες τη Δευτέρα, σε σχέση με τις άλλες ημέρες της εβδομάδας. Το φαινόμενο αυτό μπορεί να αποτελέσει ένα πολύ κερδοφόρο σύστημα στους επενδυτές που εκτελούν τέτοιου είδους αγοραπωλησίες.

- ***Το φαινόμενο του Ιανουαρίου (January effect)***

Σε κάποιες χώρες και κυρίως στις Η.Π.Α. οι αποδόσεις τον Ιανουάριο, και ιδίως τις δύο πρώτες εβδομάδες, τείνουν να είναι υψηλότερες σε σχέση με τους άλλους μήνες του έτους. Η εκτίμηση του φαινομένου αυτού είναι ότι μπορεί πολλοί επενδυτές με τον

ερχομό του νέου έτους να νιώθουν την ανάγκη και την επιθυμία να κάνουν μία νέα αρχή. Έτσι οι επενδυτικές θέσεις αυξάνονται και οι τιμές των μετοχών ανεβαίνουν.

- ***Το φαινόμενο της αλλαγής του μήνα (The turn of the month effect)***

Σύμφωνα με το φαινόμενο αυτό, το οποίο παρατηρήθηκε για πρώτη φορά από τον Ariei (1987), σημειώνονται υψηλά κέρδη κατά τις πρώτες 5 ημέρες κάθε μήνα. Συγκεκριμένα, παρατηρούνται υψηλές αποδόσεις κατά την τελευταία ημέρα συναλλαγών του μήνα που τελειώνει και στις 4 πρώτες του επόμενου μήνα. Η εξήγηση του φαινομένου θέτει πάλι ως βάση την ψυχολογία του επενδυτή. Οι επενδυτές τείνουν να αναβάλλουν τις αποφάσεις του μέχρι την αρχή των χρονικών περιόδων. Έτσι, εάν είναι να αγοράσουν, είναι πολύ πιθανό να το κάνουν την αρχή του μήνα. Αυτή η συμπεριφορά βέβαια δεν αντανακλά έναν ορθολογικό επενδυτή, ο οποίος θα αγόραζε αμέσως μόλις έκρινε ότι οι συνθήκες είναι κατάλληλες.

- ***Το φαινόμενο των διακοπών (The pre-holiday effect)***

Σύμφωνα με το συγκεκριμένο φαινόμενο, τα κέρδη του χρηματιστηρίου είναι υψηλότερα κατά τις ημέρες πριν από κάποιες μεγάλες διακοπές εορτών, όπως τα Χριστούγεννα και το Πάσχα. Η εξήγηση που μπορεί να προκαλεί το φαινόμενο αυτό δεν έχει βρεθεί, εκτιμάται όμως ότι τα αίτια είναι ψυχολογικής φύσεως.

4.2.2. Μη Ημερολογιακές Ανωμαλίες (Non Calendar Anomalies)

- ***Ανωμαλία της μικρής επιχείρησης (Small firm anomaly)***

Έχει παρατηρηθεί ότι μικρές επιχειρήσεις δίνουν μεγαλύτερες αποδόσεις σε σχέση με τις μεγαλύτερες, κυρίως τον Ιανουάριο, (Banz, 1981). Έτσι ένας επενδυτής με χαρτοφυλάκιο από μικρές επιχειρήσεις θεωρητικά έχει μεγαλύτερες πιθανότητες κέρδους σε σχέση με τον επενδυτή που έχει στο χαρτοφυλάκιο του μετοχές από μεγάλες επιχειρήσεις. Μία ερμηνεία μπορεί να είναι ότι επειδή οι μικρές επιχειρήσεις ενέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο στις αποδόσεις τους, αποζημιώνουν τους επενδυτές με μεγαλύτερες αποδόσεις. Δεν έχει δοθεί εξήγηση όμως γιατί αυτό συμβαίνει κυρίως τον Ιανουάριο, τα αίτια εκτιμάται και σε αυτή την περίπτωση είναι ψυχολογικά.

- **Κερδισμένοι και χαμένοι (winners-losers anomaly)**

Οι De Bondt and Thaler (1985) συνέκριναν μετοχές με ιστορικά υψηλές αποδόσεις και μετοχές με ιστορικά χαμηλά αποδόσεις. Το αποτέλεσμα της σύγκρισης αυτής ήταν ότι οι μετοχές με ιστορικά χαμηλά αποδόσεις αποδίδανε πολύ καλύτερα σε σχέση με ένα χαρτοφυλάκιο γεμάτο από μετοχές με υψηλές αποδόσεις. Αυτό δίνει μία ένδειξη ότι οι επενδυτές ίσως αντιδρούν περισσότερο (υπέρ-αντιδρούν) στις ειδήσεις τις αγοράς και ανάλογα επηρεάζουν την τιμή της μετοχής, άλλοτε θετικά και άλλοτε αρνητικά.

4.3. Ορθολογικοί και μη ορθολογικοί επενδυτές

Οι παραπάνω αποκλίσεις από την Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς έδωσαν κίνητρο στους ερευνητές για περαιτέρω μελέτη. Εάν λοιπόν η αγορά είναι αποτελεσματική και οι επενδυτές ορθολογικοί, οι χρηματιστηριακές τιμές διακυμαίνονται περισσότερο απ' όσο θα έπρεπε θεωρητικά.

Στο φαινόμενο αυτό δόθηκαν δύο εξηγήσεις :

- Οι επενδυτές υπέρ-αντιδρούν και υπό-αντιδρούν στις πληροφορίες που αφορούν τις χρηματιστηριακές τιμές.
- Οι επενδυτές αντιδρούν σε πληροφορίες που δεν θα έπρεπε αντιδρούν οι χρηματιστηριακές τιμές, ορμώμενοι από ψυχολογικούς παράγοντες.

Ο Roll (1989) εξέτασε την δεύτερη περίπτωση και ανακάλυψε ότι είναι δυνατόν, πληροφορίες που δεν έχουν άμεση σχέση με τις χρηματιστηριακές τιμές, να τις επηρεάζουν άμεσα.

Πριν από το Roll, ο Black (1986) όρισε τον **θόρυβο (noise)** στις χρηματιστηριακές αγορές ως ένα μεγάλο αριθμό γεγονότων, μικρών, ασήμαντων και άσχετων με την οικονομική θεωρία, τα οποία συχνά αποτελούν ίσως την σημαντικότερη αιτία διακύμανσης των χρηματιστηριακών τιμών.

Μπορούμε λοιπόν να θεωρήσουμε ότι στην κάθε χρηματιστηριακή αγορά μπορούν να υπάρξουν δύο είδη επενδυτών:

- Οι ορθολογικοί επενδυτές ή το έξυπνο χρήμα (smart money)
- Οι μη οικονομικά ορθολογικοί επενδυτές ή οι ψυχικά αγόμενοι επενδυτές (noise traders)

Ως ορθολογικοί επενδυτές ορίζονται αυτοί που σχηματοποιούν ορθολογικά πλήρως τις προσδοκίες τους για τις αποδόσεις των μετοχών, βασιζόμενοι στα θεμελιώδη

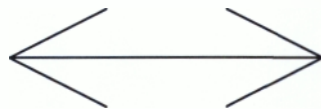
οικονομικά μεγέθη, σε αντίθεση με τους noise traders, οι οποίοι συναλλάσσονται οδηγούμενοι κυρίως από τον ψυχισμό τους και κάνουν συστηματικά λάθη.

Σε μια χρηματιστηριακή αγορά όπου συνυπάρχουν όλων των ειδών των επενδυτών είναι φυσικό να συναλλάσσονται μεταξύ τους. Οι noise traders, αγόμενοι από τις ψυχικές τους διαθέσεις, οδηγούν τις τιμές των αξιογράφων μακριά από την θεμελιώδη αξία τους. Για παράδειγμα, μετά από μια περίοδο έντονης ανόδου, οι noise traders γίνονται αισιόδοξοι και αγοράζοντας, ανεβάζουν τις χρηματιστηριακές τιμές ακόμα πιο ψηλά. Αντίθετα, μετά από μια περίοδο έντονης καθόδου, γίνονται απαισιόδοξοι και πουλώντας μετοχές, ρίχνουν τις τιμές κατακόρυφα. Ο ρόλος των noise traders λοιπόν θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως αποσταθεροποιητικός, διότι κατά κάποιο τρόπο κρατάνε τις ισορροπίες στη χρηματιστηριακή αγορά.

Κεφάλαιο 5^ο: Σφάλματα Επενδυτών

5.1. Διανοητικά Λάθη (Cognitive Biases)

Ένα μεγάλο μέρος των επενδυτών δεν δρα ορθολογικά. Οι επενδυτές λαμβάνουν τις αποφάσεις τους μέσα σε ένα περιβάλλον εξαιρετικά πολύπλοκο και αβέβαιο. Υπό αυτές τις συνθήκες η ανθρώπινη κρίση πολλές φορές δεν λειτουργεί σωστά. Πράγμα που επηρεάζει την αποτελεσματικότητα των αγορών, αφού ο ορθολογισμός και η αναλυτική σκέψη συχνά αντικαθίσταται από μεροληψίες και ψυχολογικούς περιορισμούς, που διαστρεβλώνουν την πραγματικότητα. Ας δούμε το πιο κλασικό παράδειγμα: Η ερώτηση που τίθεται είναι πιο από τα παρακάτω σχήματα φαίνεται να έχει μεγαλύτερο κορμό, το Α ή το Β;



Σχήμα Α



Σχήμα Β

Το μεγαλύτερο ποσοστό των ερωτηθέντων απαντά ότι μεγαλύτερο κορμό έχει το σχήμα Β. Λανθασμένα, ωστόσο, αφού τα δύο αυτά σχήματα έχουν το ίδιο μήκος κορμού. Ο ανθρώπινος εγκέφαλος αντιλαμβάνεται για το σχήμα Α την εικόνα μιας εξωτερικής γωνίας και για το σχήμα Β την εικόνα μιας εσωτερικής γωνίας. Δεδομένου ότι η εξωτερική γωνία φαίνεται πιο κοντινή, η γραμμή του κορμού φαίνεται μικρότερη.

Κι όμως παρότι γνωρίζουμε ότι οι δυο γραμμές είναι ίδιες και ο λόγος της εξαπάτησης είναι γνωστός ακόμα η δεύτερη γραμμή μας φαίνεται μεγαλύτερη από την πρώτη.

Στη συνέχεια θα αναφέρουμε τις πιο σημαντικές μεροληψίες στην κρίση των επενδυτών που τους οδηγούν σε επενδυτικά σφάλματα τους.

Αυτά είναι :

Στερνή Γνώση (Hindsight Bias)

Αντιπροσωπευτικότητα (Representativeness)

Περιορισμένο Πλαίσιο (Narrow Framing)

Αποτέλεσμα της Διατύπωσης (Framing Effect)

Νοητική Λογιστική (Mental Accounting)

Αγκυροβόλημα (Anchoring)

Μίμηση (Imitation)

Κρίση εκ του αποτελέσματος (Outcome Bias)

Διανοητική Διαφωνία (Cognitive Dissonance)

Σφάλμα Αυτοεπιβράβευσης (Self Attribution Bias)

Σφάλμα Διαθεσιμότητας (Availability Bias)

Ψυχολογία της Αγέλης (Part of the Herd)

Ο πίσω καθρέπτης (Buffet' s Rearview Mirror)

Επίπεδα αναφοράς (Reference Levels)

Μη γραμμικό ζύγισμα πιθανοτήτων (Non-linear weighting of probability)

5.1.1. Στερνή Γνώση (Hindsight Bias)

Το σφάλμα της Στερνής Γνώσης είναι ίσως το πιο διαδεδομένο αφού σχεδόν όλοι οι επενδυτές, έχοντας ήδη λάβει χώρα τα γεγονότα, εμφανίζονται να έχουν μία ξεκάθαρη άποψη για την στρατηγική που έπρεπε να είχαν ακολουθήσει. Ο **Fischhoff** επισημαίνει ότι οι άνθρωποι δύσκολα αντιλαμβάνονται ότι η γνώση ενός γεγονότος που έχει ήδη πραγματοποιηθεί, έχει ήδη επηρεάσει τις αρχικές τους αντιλήψεις για το γεγονός αυτό. Η εκ των υστέρων γνώση κάνει τους ανθρώπους να υπερεκτιμούν τις αρχικές τους γνώσεις και να ξεχνούν τα αρχικά τους λάθη.

Το φαινόμενο αυτό δεν εμφανίζεται μόνο στους μικροεπενδυτές αλλά και στους επαγγελματίες. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι οι εκ των υστέρων αναλύσεις των ειδικών για το χρηματιστήριο. Αμέσως μετά το κλείσιμο του χρηματιστηρίου, και αφού τα γεγονότα είναι τετελεσμένα, οι ειδικοί αναλυτές παρουσιάζονται με μεγάλη

αυτοπεποίθηση και σιγουριά και αναλύουν γιατί οι τιμές των μετοχών συμπεριφέρθηκαν κατ' αυτόν τον τρόπο. Οι δηλώσεις μάλιστα αυτές των αναλυτών, λειτουργούν αρνητικά για τους μικροεπενδυτές γιατί με αυτόν τον τρόπο τους οδηγούν σε λανθασμένα συμπεράσματα. Οι μικροεπενδυτές θεωρούν ότι τα οικονομικά γεγονότα είναι απλή υπόθεση με αποτέλεσμα να ρισκάρουν χωρίς να γνωρίζουν τον πραγματικό κίνδυνο.

5.1.2. Αντιπροσωπευτικότητα (Representativeness)

Ένα από τα βασικά σφάλματα τα οποία επηρεάζουν τις οικονομικές αποφάσεις είναι η αντιπροσωπευτικότητα. Ο ανθρώπινος νους προσπαθεί να πάρει τις σωστές αποφάσεις γρήγορα. Προκειμένου να επιτευχθεί αυτό εξισώνει πράγματα και καταστάσεις που μοιάζουν μεταξύ τους, κατηγοριοποιώντας πολύ γενικά ώστε να επιτευχθεί η γρήγορη επεξεργασία του μεγάλου όγκου των πληροφοριών. Η έννοια της αντιπροσωπευτικότητας εισήχθη από τους ψυχολόγους **Daniel Kahneman** και **Amos Tversky** (1972) και αναλύθηκαν σε μια σειρά δημοσιευμάτων από τον Kahneman, Slovic και Tversky (1982).

Ας δούμε την παρακάτω ερώτηση: Η Μαρία είναι άνθρωπος ήσυχος, φιλομαθής με ιδιαίτερο ενδιαφέρον το χορό. Όταν ήταν στο Λύκειο της άρεσε η Λογοτεχνία και οι σπουδές με θέμα τη Νομική. Βασίζόμενοι σε αυτές τις πληροφορίες, ποιο από τα κάτωθι ενδεχόμενα θεωρείται πιο πιθανό;

A) Η Μαρία είναι δικηγόρος

B) Η Μαρία είναι δικηγόρος και παρακολουθεί μαθήματα χορού

Γ) Η Μαρία είναι σερβιτόρα σε καφετέρια.

Ποια απάντηση θεωρείτε πιθανότερη; Πάνω από τους μισούς από τους ερωτηθέντες επέλεξαν την απάντηση B. Αυτό συνέβη γιατί οι άνθρωποι θεώρησαν ότι το να είναι κανείς δικηγόρος και να παρακολουθεί μαθήματα χορού είναι αντιπροσωπευτικό του είδους της καριέρας που θα ακολουθούσε ένας φιλομαθής άνθρωπος με ενδιαφέρον το χορό. Παρόλα αυτά η ερώτηση ήταν ποια απάντηση είναι πιο πιθανή και όχι ποιο σενάριο θα έκανε τη Μαρία πιο ευτυχισμένη.

Η απάντηση A εμπεριέχει μέρος της B και άρα είναι πιθανότερο να είναι αληθής. Το ένα τρίτο των ερωτηθέντων συνήθως το καταλαβαίνει αυτό και γι' αυτό προτιμά την απάντηση A από την απάντηση B. Παρόλα αυτά η καλύτερη απάντηση είναι η Γ. Υπάρχουν πολλοί περισσότεροι άνθρωποι που είναι σερβιτόροι παρά

δικηγόροι. Στην πραγματικότητα είναι πολύ πιθανότερο η Μαρία να εργάζεται ως σερβιτόρα παρά να είναι δικηγόρος. Επειδή όμως το να εργάζεται ως σερβιτόρα δεν είναι αντιπροσωπευτικό των συνειρμών που κάνει το μυαλό μας για να περιγράψει τη Μαρία, πολύ λίγοι άνθρωποι επιλέγουν την απάντηση Γ.

Στο χώρο του χρηματιστηρίου, ο **Werner De Bondt** και ο **Richard Thaler**(1985,1987) έδειξαν ότι οι μετοχές που παρουσίαζαν μεγάλες απώλειες στο παρελθόν, τα επόμενα 3 χρόνια τα πήγαν πολύ καλύτερα από μετοχές που σημείωναν κέρδη.

Στο σημείο αυτό ας εξετάσουμε το φαινόμενο της επιστροφής στο μέσο. Παρόλο που οι αναλυτές την γνωρίζουν δίνουν λανθασμένες ερμηνείες. Στη χρηματιστηριακή αγορά, συνήθως μετά από μια μακροχρόνια άνοδο των τιμών, οι ειδικοί προβλέπουν την πτώση της τάσης των τιμών κάτω από το μέσο όρο λόγω της επιστροφής στο μέσο. Η πρόβλεψη βέβαια είναι λανθασμένη. Η επιστροφή στο μέσο σημαίνει ότι οι μελλοντικές αποδόσεις θα είναι πιο κοντά στον μέσο όρο και όχι κάτω από αυτόν.

Η λανθασμένη αυτή πρόβλεψη πηγάζει από την πλάνη του χαρτοπαίκτη (gambler's fallacy). Αν για παράδειγμα ρίξουμε ένα νόμισμα 5 φορές και το αποτέλεσμα είναι κορώνα, ποια είναι η πιθανότητα την επόμενη φορά το αποτέλεσμα να είναι γράμματα; Αν το νόμισμα είναι δίκαιο, οι πιθανότητες είναι 50-50. Παρόλα αυτά οι άνθρωποι πιστεύουν ότι το αποτέλεσμα θα πρέπει να είναι ίσες φορές κορώνα και ίσες φορές γράμματα. Γι' αυτό μετά τις 5 κορώνες προβλέπουν λανθασμένα ότι η επόμενη ρίψη θα είναι γράμματα, αφού θεωρούν ότι μακροπρόθεσμα όλα εξισορροπούνται. Αυτό μαθηματικά είναι σωστό αρκεί ο παίχτης να έχει απεριόριστο χρόνο και χρήμα (όταν πρόκειται για τυχερά παιχνίδια, όπως η ρουλέτα).

Η πλάνη του χαρτοπαίκτη προκύπτει από την παρερμηνεία του νόμου των μέσων, ή αλλιώς του νόμου των μεγάλων αριθμών. Ο **Tversky** και ο **Kahneman** περιέγραψαν την πλάνη του χαρτοπαίκτη ως το νόμο των μικρών αριθμών. Σύμφωνα με το νόμο αυτό οι άνθρωποι πιστεύουν ότι το μικρό δείγμα έχει την ίδια κατανομή πιθανοτήτων που έχει και το μεγάλο δείγμα. Εφαρμόζουν λοιπόν το νόμο των μεγάλων αριθμών και σε μικρά δείγματα ακριβώς όπως και σε μεγάλα και πιστεύουν ότι ένα μικρό δείγμα είναι το ίδιο αντιπροσωπευτικό με ένα μεγάλο.

Μια άλλη πλάνη που σχετίζεται στενά με την αντιπροσωπευτικότητα είναι η λεγόμενη πλάνη του καυτού γερριού (Hot hand fallacy). Σύμφωνα με την πλάνη αυτή οι άνθρωποι συνηθίζουν να βρίσκουν αιτιώδεις σχέσεις σε τυχαία γεγονότα, να δίνουν ιδιαίτερη βαρύτητα σε πρόσφατες τάσεις και να αντιδρούν υπερβολικά χωρίς να

λαμβάνουν υπ' όψιν τους μακροχρόνιους μέσους όρους και το νόμο των μεγάλων αριθμών. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η έρευνα του **Tversky** και του **Gilovitch** για τους επαγγελματίες μπασκετμπολίστες. Σύμφωνα με αυτούς σφάλλουν όσοι πιστεύουν ότι οι παίχτες βάζουν πολλά καλάθια όταν είναι ζεσταμένοι (hot hand), ενώ αντίθετα αστοχούν όταν είναι παγωμένοι (cold hand). Σύμφωνα με την έρευνα που διεξήγαγαν σε μεγάλο αριθμό παιχνιδιών, τα αποτελέσματα των βολών των παιχτών δεν είχαν αποκλίσεις από τον μακροχρόνιο μέσο όρο των επιδόσεών τους παραπάνω από ότι θα δικαιολογούσε η τύχη. Παρόλα αυτά οι προπονητές μεροληπτώντας υπέρ των πρόσφατων επιτυχιών ή και συστηματοποιώντας τυχαίες επιδόσεις, χρησιμοποιούν στα παιχνίδια τους παίχτες που πρόσφατα σημείωσαν συνεχείς επιτυχημένες βολές.

5.1.3. Περιορισμένο Πλαίσιο (Narrow Framing)

Έχει παρατηρηθεί η τάση των ανθρώπων να αλλάζει θέση σε ένα πρόβλημα όταν διατυπωθεί αυτό με διαφορετικό τρόπο, παρότι το περιεχόμενο του προβλήματος παραμένει το ίδιο. Το σφάλμα αυτό, εξετάζει επίσης την τάση των ανθρώπων να χρησιμοποιούν νοητούς λογαριασμούς και να σκέφτονται τις ενδιάμεσες μεταβολές του πλούτου τους και όχι το τελικό αποτέλεσμα. Ο **Merton Miller** όταν του ζητήθηκε να εξηγήσει την έννοια του περιορισμένου πλαισίου με λίγες λέξεις, είπε χαρακτηριστικά: «Αν μεταφέρω ένα δολάριο από τη δεξιά μου τσέπη στην αριστερή, δεν θα γίνω πλουσιότερος».

Ας δούμε ένα παράδειγμα απόφασης του **Kahneman-Tversky**. Έστω ότι έχουμε δύο ζευγάρια αποφάσεων:

1) Διάλεξε μεταξύ

A) Σίγουρο κέρδος 2.400 ευρώ ή

B) 25% πιθανότητα να κερδίσεις 10.000 ευρώ και 75% πιθανότητα να μην κερδίσεις τίποτα.

2) Διάλεξε μεταξύ

Γ) Σίγουρη ζημιά 7.500 ευρώ ή

Δ) 75% πιθανότητα να χάσεις 10.000 ευρώ και 25% πιθανότητα να μην χάσεις τίποτα.

Οι περισσότεροι άνθρωποι επιλέγουν το Α στην πρώτη απόφαση δείχνοντας την αποστροφή τους προς τον κίνδυνο και θεωρώντας δύσκολο να προσπεράσουν ένα

σίγουρο κέρδος 2.400 ευρώ. Παρότι τα 10.000 ευρώ είναι πολύ περισσότερα από τα 2.400 ευρώ, οι πιθανότητες να τα κερδίσει κανείς είναι μία στις τέσσερις. Στην δεύτερη απόφαση η πλειοψηφία επιλέγει το Δ, δείχνοντας έτσι τη διάθεσή τους να ισοφαρίσουν τις ζημιές.

Οι δύο αυτές αποφάσεις αποτελούν ένα σύνθετο πακέτο, αλλά οι περισσότεροι άνθρωποι τις αντιμετωπίζουν μεμονωμένα σαν δύο ξεχωριστούς νοητούς λογαριασμούς. Το μεροληπτικό σφάλμα στο οποίο υποπίπτουν οι άνθρωποι φαίνεται αν αλλάξουμε τη διατύπωση των προβλημάτων:

Διάλεξε μεταξύ:

Ε) 25% πιθανότητα να κερδίσεις 2.400 ευρώ και 75% πιθανότητα να χάσεις 7.600 ευρώ.

ΣΤ) 25% πιθανότητα να κερδίσεις 2.500 ευρώ και 75% πιθανότητα να χάσεις 7.500 ευρώ.

Οι περισσότεροι άνθρωποι διαλέγουν το ΣΤ, το οποίο όμως αποτελεί ένα συνδυασμό των 1 Β και 2 Γ που οι επενδυτές είχαν απορρίψει. Η ορθολογική απόφαση είναι η επιλογή του 1 Β και του 2 Γ γιατί αυξάνει τον τελικό πλούτο. Η απόφαση αυτή που στην αρχή είχε απορριφθεί γίνεται αντιληπτή μόνο μετά την αναδιατύπωση του προβλήματος. Γίνεται λοιπόν φανερό ότι η διατύπωση ενός προβλήματος είναι πολύ σημαντική καθώς αλλάζει τις επενδυτικές επιλογές με ευκολία. Αυτό συμβαίνει διότι οι επενδυτές εξετάζουν μεμονωμένα τις επιλογές τους και όχι σε συνδυασμό.

5.1.4. Αποτέλεσμα της Διατύπωσης (Framing Effect)

Οι ορθολογικοί επενδυτές αποφασίζουν για τις επενδυτικές τους επιλογές με βάση τις πιθανότητες και αναλύοντας τα πράγματα σε βάθος ώστε να αυξάνουν τα κέρδη τους και να μειώνουν τον κίνδυνο. Ωστόσο, τις περισσότερες φορές οι άνθρωποι παραπλανούνται από την διατύπωση του προβλήματος και οδηγούνται σε λανθασμένες κινήσεις.

Θα αναφέρουμε ενδεικτικά το κάτωθι παράδειγμα: Σε έρευνα που διεξήχθη ανάμεσα σε δύο ομάδες γιατρών δόθηκαν οι εξής πληροφορίες για την εύρεση μιας νέας θεραπείας σε μια σοβαρή ασθένεια. Στην πρώτη ομάδα είπαν ότι η νέα θεραπεία έχει ποσοστό επιτυχίας 93%, ενώ στη δεύτερη ομάδα είπαν ότι το ποσοστό θνησιμότητας από τη νέα αυτή θεραπεία είναι 7%. Σύμφωνα με τα στοιχεία της έρευνας

αυτής, η πρώτη ομάδα των γιατρών πρότεινε ανεπιφύλακτα τη νέα θεραπεία, ενώ η δεύτερη ομάδα είχε ενδοιασμούς και επιφυλάξεις.

Όπως είναι φανερό στο ανωτέρω παράδειγμα, και στις δύο ομάδες το αποτέλεσμα της θεραπείας που ανακοινώθηκε ήταν το ίδιο. Στην πρώτη όμως ομάδα τονίστηκε η θετική πλευρά της θεραπείας, ενώ στη δεύτερη η αρνητική. Οι γιατροί έπεσαν θύματα της διατύπωσης (framing effect) και γι' αυτό οι απόψεις και προτάσεις τους ήταν διαφορετικές.

5.1.5. Νοητική Λογιστική (Mental Accounting)

Η προσπάθεια των ατόμων να συντηρούν στο μυαλό τους λογιστικά βιβλία οδήγησε στην ονομασία του σφάλματος ως Νοητική Λογιστική. Η νοητική λογιστική αποτελεί κομμάτι της θεωρίας των προσδοκιών και περιγράφει την τάση των ανθρώπων να τοποθετούν συγκεκριμένα γεγονότα σε διαφορετικούς νοητικούς λογαριασμούς. Η βασική ιδέα είναι ότι οι λήπτες των αποφάσεων τείνουν να τοποθετούν τους διαφορετικούς τύπους κινδύνων σε διαφορετικούς νοητικούς λογαριασμούς και έπειτα εφαρμόζουν την απόφασή τους σε κάθε ένα λογαριασμό ξεχωριστά, αγνοώντας πιθανές αλληλεπιδράσεις μεταξύ τους.

Οι άνθρωποι δημιουργούν νοητούς λογαριασμούς για το εισόδημά τους, είτε αυτό είναι το τρέχον εισόδημα είτε το μελλοντικό είτε το συσσωρευμένο. Ανάλογα με το νοητό λογαριασμό που θα επιλέξουν θα εξαρτηθεί εάν τα χρήματα θα χρησιμοποιηθούν για κατανάλωση ή για επένδυση.

Η ζημιά αποτελεί μία παράμετρο που προβληματίζει ιδιαίτερα τους επενδυτές. Στο παρακάτω παράδειγμα, φαίνεται ότι οι άνθρωποι υπολογίζουν τη ζημιά με διαφορετικούς τρόπους. Έστω ότι αποφασίζεται να πάτε θέατρο. Όταν φτάνετε, ανακαλύπτετε ότι έχετε χάσει το εισιτήριο, που σας κόστισε 25 ευρώ. Τι θα κάνετε; Θα αγοράσετε άλλο εισιτήριο;

Τώρα υποθέστε ότι δεν έχετε ήδη βγάλει εισιτήριο. Όταν όμως φθάνετε για να βγάλετε εισιτήριο, ανακαλύπτετε ότι στο δρόμο χάσατε 25 ευρώ. Τι θα κάνετε; Θα βγάλετε εισιτήριο;

Και στις δύο περιπτώσεις θα έχετε συνολικό κόστος 50 ευρώ. Ωστόσο, διαφορετικά τείνουν να αντιδρούν οι άνθρωποι στην πρώτη περίπτωση και διαφορετικά στη δεύτερη. Πολλοί δεν ήθελαν να ξοδέψουν άλλα 25 ευρώ για να αντικαταστήσουν

το παλιό εισιτήριο. Αντίθετα, δεν θα είχαν μεγάλο πρόβλημα να πληρώσουν άλλα 25 ευρώ για να βγάλουν εισιτήριο, όταν είχαν χάσει ισόποσα χρήματα και όχι το εισιτήριο.

Αυτό είναι παράδοξο, διότι, εάν κανείς αποφασίσει ότι δεν θέλει να ξοδέψει πάνω από 25 ευρώ για να πάει θέατρο, είναι αδιάφορο εάν το ποσό αυτό αντιπροσωπεύει χαμένο εισιτήριο ή χαμένα χρήματα. Εάν οι ερωτηθέντες στο παραπάνω ερώτημα δέχονται να πληρώσουν το εισιτήριο, αυτό ίσως δείχνει ότι τα χρήματα που έχασαν δεν τα διέθεταν για το θέατρο, αλλά για κάποια άλλη δαπάνη, ενώ τα χρήματα που προορίζαν για το θέατρο ήταν ανέπαφα.

Ας δούμε άλλο ένα παράδειγμα: Μια οικογένεια έχει αποταμιεύσει 20.000 ευρώ προκειμένου να αγοράσει ένα σκάφος. Ελπίζουν να το αγοράσουν σε 5 χρόνια. Τα χρήματά τους τοκίζονται στην τράπεζα με επιτόκιο 10%. Αγόρασαν όμως και ένα καινούριο αυτοκίνητο αξίας 15.000 ευρώ και για να το εξοφλήσουν πήραν τριετές δάνειο με επιτόκιο 15%.

Αυτή είναι μια συνηθισμένη κατάσταση. Οι άνθρωποι συνηθίζουν να αποταμιεύουν χρήματα με χαμηλό επιτόκιο και να δανείζονται σε υψηλότερο, παρότι χάνουν χρήματα, λόγω του ότι χρησιμοποιούν διαφορετικούς νοητούς λογαριασμούς. Αν η συγκεκριμένη οικογένεια χρησιμοποιούσε 15.000 από τις δικές της αποταμιεύσεις για την αγορά του αυτοκινήτου και δεν δανειζόταν από την τράπεζα, τότε τα αποταμιευμένα χρήματα που προορίζονταν για την αγορά του σκάφους θα ήταν σίγουρα περισσότερα στο τέλος των τριών χρόνων. Η οικογένεια όμως κατατάσσει τα χρήματα για το σκάφος σε έναν λογαριασμό και τα χρήματα για το αυτοκίνητο σε άλλον και παρότι ο συνδυασμός των δύο λογαριασμών έχει ως αποτέλεσμα τη μεγιστοποίηση του πλούτου, η οικογένεια δεν τους χρησιμοποιεί ξεχωριστά σημειώνοντας ζημιές.

Η αδυναμία κατανόησης της σχέσης κόστους/οφέλους κατευθύνει τα άτομα στην παραδοσιακή οικονομική θεωρία που τα θέλει να δανείζονται με μηδενικό επιτόκιο. Βασίζονται στην δική τους λογική κυρίως, συνήθως όμως επιθυμούν την εξόφληση μιας οφειλής ταυτόχρονα με την απόλαυση του οφέλους.

Ας δούμε ένα σχετικό παράδειγμα. Έστω ότι θέλετε να αγοράσετε μία καινούργια τηλεόραση και ένα home cinema. Και τα δύο μαζί θα σας στοιχίσουν 2.500 ευρώ. Έχετε δύο επιλογές για να πληρώσετε:

A) Δέκα μηνιαίες δόσεις των 250 ευρώ για 10 μήνες πριν παραλάβετε τις συσκευές.

B) Δέκα μηνιαίες δόσεις των 250 ευρώ για 10 μήνες αφού παραλάβετε τις συσκευές.

Ας σημειώσουμε ότι το συνολικό κόστος και στις δύο περιπτώσεις είναι το ίδιο, το μόνο που αλλάζει είναι ο χρόνος αποπληρωμής. Από τους 50 ανθρώπους που ρωτήθηκαν οι 45 απάντησαν ότι ήθελαν να πληρώσουν τις συσκευές αφού τις παραλάβουν. Αυτό είναι σύμφωνο με το συνταίριασμα του κόστους/οφέλους σε έναν νοητό λογαριασμό. Οι άνθρωποι θα απολαμβάνουν τα οφέλη από την αγορά των συσκευών για μια περίοδο μετά την αγορά τους και συνεπώς η ταυτόχρονη πληρωμή της οφειλής (μετά την αγορά) συνταιριάζει το κόστος με το όφελος. Ταυτόχρονα η επιλογή αυτή συμφωνεί και με την παραδοσιακή οικονομική θεωρία, αφού οι άνθρωποι δανείζονται με επιτόκιο 0%.

Ας εξετάσουμε ένα άλλο παράδειγμα που δεν είναι σύμφωνο με την οικονομική θεωρία. Υποθέτουμε ότι θέλετε να πάτε ένα ταξίδι στην Ιταλία σε 3 μήνες από τώρα. Οι διακοπές θα στοιχίσουν 1.200 ευρώ. Έχετε δύο τρόπους αποπληρωμής:

A) Τρεις μηνιαίες πληρωμές των 400 ευρώ για 3 μήνες πριν το ταξίδι.

B) Τρεις μηνιαίες πληρωμές των 400 ευρώ για 3 μήνες μετά το ταξίδι.

Παρατηρούμε ότι και πάλι ο τρόπος αποπληρωμής είναι ο ίδιος, αυτό που αλλάζει είναι το είδος του προϊόντος. Η ουσιαστική διαφορά ανάμεσα στα δύο προϊόντα είναι ότι τα οφέλη των διακοπών εξαντλούνται μέσα σε πολύ μικρό χρονικό διάστημα, ενώ τα οφέλη από την αγορά των συσκευών διαρκούν για χρόνια.

Η παραδοσιακή οικονομική θεωρία προβλέπει ότι οι άνθρωποι θα προτιμήσουν την επιλογή B λόγω του ότι έτσι έχουν τη δυνατότητα χρησιμοποίησης ενός άτοκου δανείου. Παρόλα αυτά όμως, οι άνθρωποι επιλέγουν το A γιατί πιστεύουν ότι οι προπληρωμένες διακοπές είναι πιο ευχάριστες.

Τα παραδοσιακά οικονομικά προβλέπουν ότι η απόφαση ενός ανθρώπου στηρίζεται στο ζύγισμα των παρόντων και μελλοντικών κερδών και ζημιών και ότι τα παρελθόντα κόστη δεν επηρεάζουν καθόλου τις αποφάσεις μας. Στην πραγματικότητα όμως συμβαίνει ακριβώς το αντίθετο. Παρελθόντα κόστη επηρεάζουν τις αποφάσεις μας, και το φαινόμενο αυτό που ονομάζεται αποτέλεσμα προκαταβεβλημένου κόστους (sunk-cost effect) εμφανίζεται σε δύο διαστάσεις: του μεγέθους και του χρόνου.

Ας εξετάσουμε πρώτα το σενάριο του μεγέθους. Μία οικογένεια έχει εισιτήρια για έναν αγώνα ποδοσφαίρου και περιμένει τον αγώνα με ανυπομονησία για πολύ καιρό. Τα εισιτήρια αξίζουν 80 ευρώ. Την ημέρα του αγώνα βρέχει καταρρακτωδώς και παρότι μπορούν ακόμα να πάνε στον αγώνα, η βροχή θα μειώσει την ευχαρίστηση της παρακολούθησης. Είναι πιο πιθανό η οικογένεια να πάει στον αγώνα αν αγόρασε τα εισιτήρια έναντι 80 ευρώ ή αν τους δόθηκαν δωρεάν;

Οι περισσότεροι άνθρωποι πιστεύουν ότι η οικογένεια είναι πιο πιθανό να πάει στον αγώνα αν έχει πληρώσει για τα εισιτήρια. Το κόστος των 80 ευρώ δεν επηρεάζει την βροχή ή την ευχαρίστηση από την παρακολούθηση του αγώνα. Εντούτοις οι άνθρωποι πιστεύουν ότι το κόστος αυτό είναι καθοριστικό για την απόφαση της οικογένειας. Όταν η οικογένεια πληρώνει για τα εισιτήρια ανοίγει έναν νοητό λογαριασμό. Αν δεν παρακολουθήσει τον αγώνα είναι υποχρεωμένη να κλείσει το λογαριασμό αυτό με ζημιά αφού δεν θα έχει εισπράξει το όφελος της παρακολούθησης. Για να αποφύγει η οικογένεια το συναισθηματικό πόνο της ζημιάς, είναι πιο πιθανό να πάει στον αγώνα. Αντίθετα, αν τα εισιτήρια της έχουν δοθεί δωρεάν, θα κλείσει το λογαριασμό χωρίς κόστος ή όφελος.

Ας δούμε και το επόμενο σενάριο σχετικά με το χρονικό ορίζοντα. Μια οικογένεια ανυπομονεί να πάει στον αγώνα ποδοσφαίρου που διεξάγεται την επόμενη εβδομάδα. Την ημέρα του αγώνα βρέχει καταρακτωδώς. Είναι πιθανότερο η οικογένεια να πάει στον αγώνα αν αγόρασε τα εισιτήρια, αξίας 80 ευρώ, ένα χρόνο πριν ή την προηγούμενη ημέρα; Και σε αυτό το σενάριο όπως και στο προηγούμενο το κόστος είναι 80 ευρώ. Αυτό που αλλάζει είναι ο χρόνος. Η οικογένεια είναι πιθανότερο να πάει στον αγώνα αν αγόρασε τα εισιτήρια εχθές παρά αν τα αγόρασε ένα χρόνο πριν. Ο πόνος να κλείσει κανείς έναν νοητό λογαριασμό με ζημιές μειώνεται με το πέρασμα του χρόνου.

Στο χώρο του χρηματιστηρίου τώρα, έστω ότι πουλάμε μια μετοχή τώρα με ζημιές και αγοράζουμε μια μετοχή που ανήκει στον ίδιο κλάδο. Μειώνουμε έτσι τα έξοδά μας από φόρους και ταυτόχρονα επενδύοντας σε μια παρεμφερή μετοχή περιμένουμε ο συγκεκριμένος κλάδος να ανακάμψει. Η στρατηγική όμως αυτή δεν είναι η συνήθης και αυτό συμβαίνει λόγω της νοητικής λογιστικής.

Οι επενδυτές θεωρούν ότι με το να πουλήσουν την μετοχή που παρουσιάζει ζημιές κλείνουν τον νοητό λογαριασμό. Στη συνέχεια αγοράζοντας μία νέα μετοχή δημιουργεί έναν ολοκαίνουργιο νοητό λογαριασμό. Ο συνδυασμός των λογαριασμών αυτών αυξάνει τον πλούτο μας, ενώ το κλείσιμο του πρώτου λογαριασμού μας δημιουργεί πόνο. Ωστόσο, τείνουμε να αγνοούμε την αλληλεπίδραση των λογαριασμών και για να αποφύγουμε τον πόνο προτιμούμε να μην μεγιστοποιήσουμε τον πλούτο μας.

Για παράδειγμα έχουμε δύο μετοχές οι οποίες παρουσιάζουν μεγάλες διακυμάνσεις στην τιμή και περίπου ίδιες αποδόσεις αλλά κινούνται αντίθετα. Όταν η μία ανεβαίνει, η άλλη κατεβαίνει και αντίστροφα. Παρόλα αυτά αγοράζοντας και τις δύο αυτές μετοχές δημιουργούμε ένα χαρτοφυλάκιο με καλύτερη διαφοροποίηση και

έτσι ελαχιστοποιούμε τον επενδυτικό κίνδυνο. Όμως αυτό δεν είναι εύκολο να επιτευχθεί διότι το μεγαλύτερο μέρος των ανθρώπων δεν λαμβάνουν υπόψη τις αλληλεπιδράσεις μεταξύ των μετοχών αλλά αντιμετωπίζουν τις επενδύσεις τους ξεχωριστούς νοητούς λογαριασμούς.

Στη συνέχεια θα δούμε πώς τα προηγούμενα κέρδη ή ζημιές επηρεάζουν τους ανθρώπους στην ανάληψη μίας νέας επενδυτικής απόφασης που εμπεριέχει κίνδυνο. Ας μελετήσουμε το παρακάτω παράδειγμα:

Έστω ότι μόλις κερδίσατε σε ένα λαχείο 20 ευρώ, θα αγοράζατε αμέσως ένα καινούργιο λαχείο με αυτά τα χρήματα ή απλά θα τα εισπράττατε; Το 75% των ερωτηθέντων απάντησαν ότι θα αγόραζε ένα καινούργιο λαχείο. Θα το αγόραζαν δηλαδή μετά το κέρδος των 20 ευρώ. Αντίθετα, όταν ερωτήθηκαν εάν θα αγόραζαν το λαχείο εάν δεν θα είχαν κερδίσει τα 20 ευρώ, μόνο το 38% απάντησαν ότι θα το έπαιρναν. Το φαινόμενο αυτό ονομάζεται *house money effect* και στο χώρο των επενδύσεων σημαίνει ότι υπάρχει μεγαλύτερη πιθανότητα να αγοράσουμε μετοχές υψηλού κινδύνου μετά από κέρδη.

Το φαινόμενο αυτό γίνεται ιδιαίτερα αντιληπτό σε όσους παίζουν τυχερά παιχνίδια. Οι ερασιτέχνες τζογαδόροι, αφού έχουν κερδίσει ένα ποσό, δεν θεωρούν το ποσό αυτό σαν δικό τους αλλά λειτουργούν λες και στοιχηματίζουν με λεφτά του καζίνο (το κατατάσσουν σε άλλο νοητό λογαριασμό). Κατ' αυτόν τον τρόπο είναι πρόθυμοι να ρισκάρουν περισσότερο αφού δεν θεωρούν τα χρήματα αυτά ως δικά τους. Οι επαγγελματίες τζογαδόροι δεν υποπίπτουν στο ίδιο σφάλμα. Αυτός είναι και ο μόνος τρόπος να επιτύχεις όχι μόνο στον τομέα των τυχερών παιχνιδιών, αλλά ευρύτερα στο χώρο των επενδύσεων.

Αντίθετα μετά από ζημιές, οι άνθρωποι είναι λιγότερο πρόθυμοι να αναλάβουν τον κίνδυνο. Έρευνα έδειξε ότι οι άνθρωποι που μόλις έχασαν 10 ευρώ και μετά τους ζητήθηκε να στοιχηματίσουν 5 ευρώ, με το στρίψιμο ενός ζαριού, το 65% αρνήθηκε το στοίχημα. Το φαινόμενο αυτό ονομάζεται *snake-bit effect*.

Ομοίως, οι νέοι επενδυτές που βλέπουν οι μετοχές τους να κατεβαίνουν, πανικοβάλλονται και πουλούν τις μετοχές κλείνοντας τη θέση τους με ζημιά. Ακόμα και αν αργότερα ανεβούν οι μετοχές, οι επενδυτές φοβούνται να ξαναπαιξουν στο χρηματιστήριο.

5.1.6. Αγκυροβόλημα (Anchoring)

Ο **Kahneman** και ο **Tversky** υποστηρίζουν πως οι πληροφορίες που είναι καταγεγραμμένες στο μυαλό του ανθρώπου τον εμποδίζουν από το να σκεφτεί ελεύθερα, χωρίς επιρροές από τις εμπειρίες του, και ταυτόχρονα λειτουργεί συντηρητικά απέναντι στα νέα δεδομένα που λαμβάνει.

Ποιο συγκεκριμένα, όταν καλείται να αξιολογήσει μία επένδυση θα χρησιμοποιήσει κυρίως τα δεδομένα που έχει από το παρελθόν, χωρίς να λάβει υπόψη του δεδομένα τα οποία συμβαίνουν στο παρόν και επρόκειτο να επηρεάσουν το μελλοντικό αποτέλεσμα. Το λάθος αυτό που θα κάνει ο επενδυτής θα καταγραφεί ως νέο σημείο αναφοράς και πάνω σε αυτό θα βασιστούν οι μελλοντικές αποφάσεις, με αποτέλεσμα ένα φαύλο κύκλο που δεν μπορεί να ξεφύγει από την λογική του, αγκυροβολώντας ουσιαστικά στα δικά του λάθη.

Οι άνθρωποι όταν αποκτούν νέες πληροφορίες συνήθως υπό-αντιδρούν. Για παράδειγμα, εάν μία εταιρία ξαφνικά ανακοινώσει υψηλότερα κέρδη, η αγορά θα υπό-αντιδράσει στην πληροφορία αυτή. Μολονότι η εταιρία επιτυγχάνει περισσότερα κέρδη, η τιμή της μετοχής της δεν θα προσαρμοστεί άμεσα, διότι οι επενδυτές υποθέτουν ότι η αλλαγή αυτή στα πραγματοποιούμενα κέρδη είναι προσωρινή.

Σύμφωνα με τους **Kahneman** και **Tversky** (1974), όταν τα άτομα δεν έχουν επαρκή πληροφόρηση για ένα μέγεθος, είναι δυνατόν να επηρεασθούν έντονα και να προσκολληθούν ακόμη και σε τυχαίους αριθμούς. Σε ένα ψυχολογικό πείραμα ζητήθηκε από τα άτομα που λάμβαναν μέρος να σκεφθούν τα τέσσερα τελευταία ψηφία του φορολογικού τους μητρώου και έπειτα να κάνουν μία εκτίμηση των φυσιοθεραπευτών που δουλεύουν στη Νέα Υόρκη. Ο συντελεστής συσχέτισης μεταξύ των τελευταίων τεσσάρων ψηφίων του φορολογικού μητρώου και της εκτίμησης των φυσιοθεραπευτών που δουλεύουν στη Νέα Υόρκη ήταν 0,4. Ο συντελεστής θεωρητικά θα έπρεπε να ήταν κοντά στο μηδέν. Το γεγονός ότι οι άνθρωποι σκέφτηκαν έντονα τον αριθμό φορολογικού τους μητρώου, επηρέασε την εκτίμησή τους, παρόλο που αυτό δεν είχε καμία σχέση.

Όταν οι άνθρωποι, κάνουν εκτιμήσεις σχετικά με την πολυτέλεια του σπιτιού τους, την επιτάχυνση του αμαξιού τους ή την γεύση ενός φαγητού σε ένα εστιατόριο, σιωπηλά στηρίζονται σε σημεία αναφοράς. Στην χρηματοοικονομική ανάλυση οι τιμές του παρελθόντος μιας μετοχής, μπορούν να αποτελέσουν σημείο αναφοράς για μια επενδυτική απόφαση (Mussweiler and Schneller, 2003).

Για παράδειγμα, οι τιμές των μετοχών στο χρηματιστήριο, είναι σε μεγάλο βαθμό υποκειμενικά καθορισμένες. Είναι δύσκολο να καθοριστεί αντικειμενικά το επίπεδο ενός Γενικού Δείκτη χρηματιστηριακών τιμών. Οι σημερινές τιμές καθορίζονται σε μεγάλο βαθμό από τις παρελθούσες χρηματιστηριακές τιμές, όταν υπάρχει έλλειψη πληροφόρησης. Στην περίπτωση αυτή, το αγκυροβόλιο (anchor) είναι η τιμή που θυμούνται περισσότερο. Όσο οι τιμές του παρελθόντος λαμβάνονται ως η κυριότερη βάση για νέες τιμές, οι νέες τιμές θα τείνουν να κινούνται κοντά στις παλαιότερες.

Όταν λοιπόν δεν υπάρχει καλύτερη πληροφόρηση, οι παρελθούσες τιμές θα είναι οι καθοριστικοί παράγοντες για την διαμόρφωση των σημερινών τιμών αλλά και των αγοραπωλησιών. Επομένως, όσο περισσότερο διφορούμενη είναι η τιμή ενός πράγματος, τόσο περισσότερο σημαντικό θα καταστεί το anchoring για την απόφαση της νέας τιμής.

Ένα τέτοιο σημείο αναφοράς είναι και τα γραφήματα τιμών. Στα γραφήματα παίζουν ιδιαίτερο ρόλο οι ακραίες τιμές, δηλαδή οι ελάχιστες και οι μέγιστες τιμές του παρελθόντος. Στατιστικά στοιχεία αναφέρουν ότι μία μετοχή επρόκειτο να ακολουθήσει ανοδική πορεία, όταν ένα διάγραμμα τιμών της μετοχής έδειχνε το μέγιστο. Αντίθετα, παρουσίαζε πτωτική πορεία όταν το διάγραμμα έδειχνε το ελάχιστο. Το μέγιστο και το ελάχιστο δηλαδή γίνονταν anchors για τις μελλοντικές εκτιμήσεις τους.

Επιπλέον, η μνήμη των ιστορικών τιμών και η τάση των παλαιών τιμών να λειτουργούν ως άγκυρα (anchor) μπορεί να εξηγήσει την τάση των τιμών να αντιστρέφονται, κινούμενες γύρω από ένα μέσο όρο (mean reversion). Έτσι είναι πιθανόν οι μεταβολές των χρηματιστηριακών τιμών μιας μετοχής να τείνουν να «προσκολλώνται» στις μεταβολές των τιμών άλλων μετοχών, και οι χρηματιστηριακοί δείκτες για τη μετοχή μιας εταιρίας μπορεί να «προσκολλώνται» σε επίπεδα δεικτών άλλων εταιριών. Αυτό το είδος προσκόλλησης μπορεί να εξηγήσει, γιατί οι τιμές διαφορετικών μετοχών κινούνται μαζί. Μπορεί επίσης να εξηγήσει, το γεγονός ότι οι μετοχές εταιριών, σε διαφορετικούς κλάδους αλλά στην ίδια χώρα, τείνουν να έχουν περισσότερο παρόμοιες κινήσεις, σε αντίθεση με τις τιμές των μετοχών που ανήκουν στον ίδιο κλάδο αλλά σε διαφορετική χώρα, αν και ο κλάδος καθορίζει πολύ περισσότερο τα βασικά χαρακτηριστικά μιας εταιρίας από τον τόπο εγκατάστασης της (Griffin and Karolyi, 1998).

5.1.7. Μίμηση (Imitation)

Η μίμηση είναι ένα χαρακτηριστικό που συναντάμε στον άνθρωπο από την νηπιακή του μόλις ηλικία. Ο άνθρωπος έχει ανάγκη από πρότυπα τα οποία θα προσπαθήσει να μιμηθεί, αφού με τον τρόπο αυτό αισθάνεται ότι θα είναι αρεστός στο κοινωνικό σύνολο. Έτσι και στο χώρο των επενδύσεων, οι άνθρωποι επιθυμούν να ακολουθήσουν τις κινήσεις των επιτυχημένων και φημισμένων επενδυτών επειδή τους θαυμάζουν. Όταν αυτό γίνεται σε επίπεδο υγιής άμιλλας είναι θεμιτό, όταν όμως γίνεται με στείρο μιμητισμό είναι κάθε άλλο παρά θετικό.

Πολλοί επενδυτές ακολουθούν τυφλά τις κινήσεις των επιτυχημένων επενδυτών, χωρίς καν να μπουν στον κόπο να προσαρμόσουν τις κινήσεις αυτές στο δικό τους επενδυτικό προφίλ. Αυτό έχει ως συνέπεια την λανθασμένη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου τους διότι δεν εμβαθύνουν στη μέθοδο που χρησιμοποιεί το πρότυπό τους και όλες τους οι κινήσεις είναι δίχως λογική και γνώση.

5.1.8. Κρίση εκ του αποτελέσματος (Outcome Bias)

Άλλο ένα επενδυτικό σφάλμα το οποίο προκύπτει από την επιμονή των επενδυτών να κρίνουν επενδυτικές επιλογές μόνο εκ του αποτελέσματος. Ένας επενδυτής που δεν θα αναλύσει τα δεδομένα των αγορών που δραστηριοποιείται, δεν θα επιλέξει με ορθολογικά κριτήρια τις εταιρίες στις οποίες θα επενδύσει, θα επιβραβεύσει μόνο ένα καλό αποτέλεσμα. Αυτό το αποτέλεσμα μπορεί να είναι τυχαίο, μιας και δεν έκανε τις απαραίτητες αναλύσεις, επομένως είναι δύσκολο να επαναληφθεί. Τώρα στην περίπτωση που ακολουθήσει κάποια στρατηγική και κάνει μία σωστή, δομημένη και οργανωμένη επένδυση, εάν δεν φέρει το επιθυμητό αποτέλεσμα, ο επενδυτής θα αποδοκιμάσει έντονα την επένδυση αυτή.

Ως αποτέλεσμα αυτού του σφάλματος είναι οι επενδυτές να προβαίνουν σε όλο και περισσότερα λάθη, να μειώνουν την κριτική τους διάθεση και ικανότητα και να παίρνουν αποφάσεις που δεν στηρίζονται στη λογική και τη γνώση αλλά στην τύχη και το θόρυβο.

5.1.9. Διανοητική διαφωνία (Cognitive Dissonance)

Η διανοητική διαφωνία είναι το σφάλμα κατά το οποίο οι άνθρωποι υπερεκτιμούν τις ικανότητές τους, με αποτέλεσμα οτιδήποτε πλήττει αυτή τους την άποψη να το απορρίπτουν προκειμένου να κρατήσουν στο μυαλό τους την εικόνα που τους ευχαριστεί.

Τη δεκαετία του 1950, ένας αμερικάνος ψυχολόγος, ο Leon Festinger, ο οποίος ερευνούσε τον τρόπο με τον οποίο δημιουργούνται και διαδίδονται οι φήμες, συνέταξε μία μελέτη για τους σεισμούς και τα επακόλουθά τους στην Ινδία (1957). Η μελέτη ανέλυε τις φήμες σε μέρη όπου είχαν πραγματοποιηθεί σεισμοί αλλά δεν είχαν σημειωθεί καταστροφές. Το 90% περίπου από τις φήμες αναφερόταν σε μελλοντικές καταστροφές. Ο λόγος για τον οποίο οι άνθρωποι διέδιδαν τις φήμες ήταν το άγχος. Σύμφωνα με μία εξήγηση που δόθηκε για τη μελέτη αυτή, οι άνθρωποι κατά τη διάρκεια του σεισμού έτρεχαν να κρυφτούν από το φόβο τους. Όμως μετά το σεισμό βγαίνοντας έξω από τις κρυψώνες τους ένιωθαν ντροπή βλέποντας ότι δεν είχε σημειωθεί καμία καταστροφή. Έτσι ψάχνοντας μία δικαιολογία για το φόβο που αισθάνθηκαν διαδίδουν τις φήμες για μια επικείμενη μεγάλη καταστροφή.

Σε μία άλλη μελέτη ο Festinger εξέτασε την συμπεριφορά μιας θρησκευτικής αίρεσης που διαλαλούσε τη συντέλεια του κόσμου μια συγκεκριμένη ημερομηνία. Παρατήρησε λοιπόν ότι η θρησκευτική αίρεση, παρόλο που είχε περάσει η συγκεκριμένη ημερομηνία και τίποτα δεν είχε συμβεί, δεν παραδεχόταν το λάθος της. Και υποστήριζε μάλιστα ότι το τέλος του κόσμου δεν ήρθε χάρη στις δικές τους προσευχές.

Στα πλαίσια αυτού του σφάλματος έχουν καταγραφεί πλήθος παραδειγμάτων κοινωνικού ή οικονομικού ενδιαφέροντος. Κλασικό παράδειγμα είναι αυτό του καπνιστή, ο οποίος δέχεται τις πληροφορίες ότι το κάπνισμα είναι βλαβερό για την υγεία και εκείνος τις απορρίπτει με κάποιο τρόπο, για παράδειγμα, δεν διαβάζει σχετικά άρθρα ή κείμενα που να πραγματεύονται στο συγκεκριμένο ζήτημα.

Ένα άλλο παράδειγμα οικονομικού ενδιαφέροντος παρουσιάζει δύο ομάδες ατόμων τα οποία πήραν μέρος σε ένα βαρετό πείραμα. Η πρώτη ομάδα πληρώθηκε με 1 ευρώ ενώ η δεύτερη ομάδα πληρώθηκε με 20 ευρώ. Η πρώτη ομάδα βρήκε σχετικά ενδιαφέρον το πείραμα, σε αντίθεση με τη δεύτερη που το βρήκε εντελώς βαρετό. Ο Cohen (2001) υποστήριξε ότι η πρώτη ομάδα βρήκε το πείραμα σχετικά ενδιαφέρον για να νιώσει καλύτερα με την χαμηλή αμοιβή που έλαβε.

Η διανοητική διαφωνία σχετίζεται στενά με την διατηρησιμότητα των πεποιθήσεων και την επιβεβαιωτική μεροληψία (belief perseverance & confirmatory bias), την οποία μελέτησαν οι ψυχολόγοι Hillel Einhorn και Robin Hogarth (1978), προκειμένου να δείξουν γιατί οι άνθρωποι πέφτουν στην ψευδαίσθηση της ισχύος (illusion of validity). Οι άνθρωποι θέλουν να νιώθουν ότι έχουν πάρει τις σωστές αποφάσεις και αναπτύσσουν πολλές φορές μια λανθασμένη επιχειρηματολογία, προκειμένου να διατηρήσουν τις αντιλήψεις και τις πεποιθήσεις τους. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι αυτοί που στοιχηματίζουν στον υπόδρομο. Πριν στοιχηματίσουν νιώθουν μεγαλύτερη αβεβαιότητα για τις πιθανότητες που έχουν να νικήσουν, ενώ αντίθετα όταν πια έχουν πληρώσει το αντίτιμο του στοιχήματος νιώθουν πιο σίγουροι για την απόφασή τους και την πιθανότητα νίκης τους.

Ένα άλλο παράδειγμα είναι όταν κάποιος αγοράσει ένα αυτοκίνητο, τείνει να αποφεύγει διαφημίσεις για ανταγωνιστικά μοντέλα, επειδή ίσως περιέχουν πληροφορίες που θα τον οδηγήσουν στο συμπέρασμα ότι η επιλογή του είναι λανθασμένη. Αντίθετα τείνει να αναζητεί τα πλεονεκτήματα του αυτοκινήτου που αγόρασε, επιβεβαιώνοντας έτσι την επιλογή του

Πολλές φορές μάλιστα οι άνθρωποι όχι μόνο αγνοούν κάποια νέα πληροφορία που συγκρούεται με τις αποφάσεις τους, αλλά σκοπίμως εκλαμβάνουν τα αντίθετα νέα ως συμπληρωματική απόδειξη των όσων ισχυρίζονται (confirmatory bias).

Η αποφυγή της διανοητικής διαφωνίας μπορεί να μας επηρεάσει στη λήψη αποφάσεων κατά δύο τρόπους:

α) μπορεί κάποιος να αποφεύγει να πάρει σημαντικές αποφάσεις για να μη βρεθεί στη δύσκολη θέση να αντιμετωπίσει την κατάσταση και

β) η απόρριψη των νέων πληροφοριών που μπορεί να μας δείχνουν ότι κάποια εισηγμένη απόφαση είναι λανθασμένη, μας εμποδίζει στην αμερόληπτη αποτίμηση των επενδυτικών αποφάσεων και του χαρτοφυλακίου μας. Έτσι, εθελουφλούμε με αποτέλεσμα να μην μπορούμε να αναδιαρθρώσουμε το χαρτοφυλάκιό μας, ώστε να μειώσουμε τις ζημιές και να αυξήσουμε τα κέρδη μας.

Στο χώρο των επενδύσεων, όταν οι επιλογές των επενδυτών αποδειχθούν κερδοφόρες, τείνουν να τις αποδίδουν σε εξυπνάδα, στρατηγική, υπομονή και οτιδήποτε άλλο βελτιώνει την εικόνα τους στους τρίτους αλλά και στον ίδιο τους τον εαυτό. Όταν όμως οι επενδυτικές τους επιλογές αποδειχθούν ζημιογόνες, τότε δεν συνηθίζουν να κατηγορούν τον εαυτό τους, αλλά την ατυχία τους και τους άλλους.

5.1.10. Σφάλμα αυτοεπιβράβευσης (Self Attribution Bias)

Το σφάλμα αυτοεπιβράβευσης είναι συνέπεια της υψηλής αυτοεκτίμησης των ατόμων για τον εαυτό τους. Έτσι λοιπόν συχνά θα ακούσουμε επενδυτές να επιβραβεύουν τον εαυτό τους για τις επιτυχίες τους, ενώ αντίθετα θα επιρρίπτουν ευθύνες για τις δικές τους αποτυχημένες επιλογές σε τρίτους. Επιπλέον αν δεν καταφέρουν να προσδώσουν τις ευθύνες σε τρίτους, τότε φροντίζουν να υποβαθμίσουν την αποτυχία τους.

Όπως όλοι γνωρίζουμε η αποτυχία και τα λάθη είναι αναπόφευκτα, πόσο μάλλον στο χώρο των επενδύσεων όπου τα λάθη ενισχύουν την «παιδεία» του κάθε επενδυτή. Οι επενδυτές οι οποίοι αποφεύγουν να αναγνωρίσουν και να παραδεχθούν τα λάθη τους χάνουν το πολυτιμότερο εφόδιο που χρειάζεται κανείς στο χρηματιστήριο, την εμπειρία. Κατ' αυτό τον τρόπο οδηγείται σχεδόν με μαθηματική ακρίβεια στην επόμενη αποτυχία.

Πολλές φορές οι περήφανοι επενδυτές εξιστορούν μέσα από τις πετυχημένες επενδύσεις τους, την εξυπνάδα, την διορατικότητα καθώς και την ικανότητα που έχουν στο παιχνίδι των επενδύσεων. Η συνεχής αυτοεπιβράβυσή τους, συχνά τους εμποδίζει να αναγνωρίσουν τις πετυχημένες κινήσεις άλλων επενδυτών, τους οποίους θεωρούν μάλλον υποδεέστερους. Αρνούμενοι όμως να δουν τις επιτυχίες των άλλων μένουν στάσιμοι σε γνώσεις, κινήσεις και πρακτικές με αποτέλεσμα την κακή διάρθρωση του χαρτοφυλακίου τους και όπως είναι αναμενόμενο τη μείωση των κερδών τους.

5.1.11. Σφάλμα Διαθεσιμότητας (Availability Bias)

Το σφάλμα διαθεσιμότητας οφείλεται στο γεγονός ότι οι άνθρωποι θέλουν να παίρνουν γρήγορα και εύκολα τις αποφάσεις τους. Αξιολογούν λοιπόν μια κατάσταση με βάση τις πληροφορίες που έχουν εύκολα διαθέσιμες από το περιβάλλον τους. Φυσικά το περιβάλλον κάποιου μπορεί να αποτελέσει δείγμα το οποίο να μην δεν είναι ικανό για την άντληση ασφαλών συμπερασμάτων, δεν αποκλείεται όμως, συνήθως τυχαία, να οδηγήσει κάποιες στιγμές σε σωστές επιλογές.

Ας δούμε την παρακάτω ερώτηση: Ποια είναι η πιο συχνή αιτία θανάτου στις Η.Π.Α., οι αυτοκτονίες ή τα εγκεφαλικά; Πώς όμως οι άνθρωποι απαντούν αυτήν την ερώτηση; Η πλειοψηφία απαντά με βάση πόσα περιστατικά από την κάθε κατηγορία τους έρχονται γρήγορα στο μυαλό. Αν οι άνθρωποι φέρνουν στη μνήμη τους περισσότερα περιστατικά αυτοκτονιών παρά εγκεφαλικών, τότε θα απαντήσουν

«αυτοκτονίες». Αυτό ονομάζεται αρχή της διαθεσιμότητας, ο βαθμός δηλαδή στον οποίο οι πληροφορίες είναι εύκολα διαθέσιμες και μπορεί να οδηγούν σε λάθος συμπεράσματα.

Στο παραπάνω παράδειγμα, οι περισσότεροι άνθρωποι στηρίζονται στις πληροφορίες που τους παρέχουν τα μέσα μαζικής ενημέρωσης σε ότι αφορά τις αυτοκτονίες και τα εγκεφαλικά. Αν όμως τα μέσα προβάλλουν περισσότερο το ένα είδος θανάτου από το άλλο, γιατί το ένα παρουσιάζει μεγαλύτερο τηλεοπτικό ενδιαφέρον από το άλλο, τότε οι άνθρωποι που στηρίζονται στον κανόνα της διαθεσιμότητας, θα θυμούνται περισσότερο περιστατικά θανάτου του ενός είδους σε σχέση με το άλλο. Έτσι προβαίνουν σε λάθος εκτιμήσεις και υπολογισμούς.

Πράγματι, στις Η.Π.Α. η πιο συχνή αιτία θανάτου είναι τα εγκεφαλικά. Στην πραγματικότητα τα εγκεφαλικά συμβαίνουν έντεκα φορές πιο συχνά απ' ότι οι αυτοκτονίες. Οι άνθρωποι που στηρίζονται στον κανόνα της διαθεσιμότητας εκπλήσσονται από το γεγονός αυτό, στηριζόμενοι στις μονόπλευρες πληροφορίες που έχουν από τα μέσα μαζικής ενημέρωσης, τα οποία προβάλλουν περισσότερο περιστατικά αυτοκτονιών.

5.1.12. Ψυχολογία της Αγέλης (Part of the Herd)

Σύμφωνα με τους εξελικτικούς βιολόγους, στην εξέλιξη του ανθρώπου υπήρχε μία εποχή όπου η διαβίωση και η λειτουργία σε κοπάδια ήταν το κύριο χαρακτηριστικό της επιβίωσης. Έτσι η βαθιά ριζωμένη ψυχολογική τάση να λειτουργούν οι άνθρωποι ως αγέλη, ειδικά σε συνθήκες κινδύνου, ήταν ένας προστατευτικός μηχανισμός και αποτελούσε αναπόσπαστο κομμάτι της ανθρώπινης φύσης.

Ψυχολογικά πειράματα έχουν δείξει ότι οι άνθρωποι όταν λειτουργούν μόνοι, δίνει σωστές απαντήσεις σε ερωτήσεις παρατηρητικότητας, εάν ενταχθεί σε μια ομάδα όμως τείνει να παρασύρεται και να δίνει λανθασμένες απαντήσεις, παρότι όταν ήταν μόνος του δεν τις είχε δώσει. Αυτό μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι το άτομο φοβάται να εκφράσει διαφορετική γνώμη από αυτή του πλήθους.

Οι άνθρωποι ακολουθούν το πλήθος, με τη σκέψη ότι όλοι οι άλλοι αποκλείεται να κάνουν λάθος, δεδομένου ότι στην καθημερινή μας ζωή ξέρουμε πως, όταν μια ομάδα ανθρώπων έχουν την ίδια άποψη, τότε πιθανότατα αυτή η άποψη είναι η σωστή (Shiller, 2000).

Η ψυχολογία της αγέλης αναλύθηκε και από εντομολόγους με το παρακάτω πείραμα. Έφτιαξαν δυο απόλυτα ίδιες εστίες τροφής για μυρμήγκια. Τα μυρμήγκια θα έπρεπε λογικά να πάνε μισά στη μια εστία και τα υπόλοιπα μισά να πάνε στην άλλη εστία, πράγμα που σημαίνει ότι η τροφή θα έπρεπε να τελειώσει ταυτόχρονα και στις δυο εστίες. Όμως τα μυρμήγκια είχαν διαφορετική άποψη κι έτσι το 80% των μυρμηγκιών μαζεύτηκαν στην μια εστία και το 20% στην άλλη, με αποτέλεσμα να τελειώσει πιο γρήγορα η τροφή στην μια εστία απ' ότι στην άλλη. Τα μυρμήγκια δηλαδή ακολούθησαν την αγέλη.

Το ίδιο φαινόμενο παρατηρείται και στους ανθρώπους και πιο συγκεκριμένα στην περίπτωση μας στο χώρο του χρηματιστηρίου. Όταν έχουμε λοιπόν να διαλέξουμε ανάμεσα σε δυο πανομοιότυπες μετοχές, οι άνθρωποι επιλέγουν αυτή την οποία αγοράζει το πλήθος, το οποίο ακολουθεί τις φήμες και όχι τις πληροφορίες που βασίζονται στα οικονομικά μεγέθη. Αποτέλεσμα αυτού είναι η υπερβάλλουσα ζήτηση της μιας μετοχής άρα και η άνοδος της τιμής της και η μειωμένη ζήτηση της άλλης άρα και η πτώση της τιμής της.

Όταν οι άνθρωποι λειτουργούν ως αγέλη συνήθως δεν υπακούν στη λογική τους. Ακολουθούν μια γενικότερη τάση που υπάρχει στην αγορά και οδηγούνται σε μαζικές πωλήσεις ή αγορές μιας μετοχής μόνο και μόνο επειδή παρασύρεται ο ένας απ' τον άλλο. Μία ίσως σωστή επενδυτική κίνηση είναι να ακολουθήσει κανείς την αντίθετη κατεύθυνση από αυτήν της αγέλης. Όταν το πλήθος αγοράζει μία μετοχή και κατευθύνει την αγορά ανοδικά, ο ορθολογικός επενδυτής αρχίζει και πουλάει τις μετοχές που ήδη έχει στα χέρια του, προκειμένου να αποκομίσει το μέγιστο δυνατό κέρδος εκμεταλλευόμενος αυτή την ευκαιρία. Εάν δεν το πράξει εγκαίρως οι πιθανότητες, σε μια ήδη ανοδική αγορά, να ανέβουν ακόμα περισσότερο οι τιμές των μετοχών είναι πολύ λιγότερες σε σχέση με τις πιθανότητες που έχουν για να κατέβουν. Αντίθετα, όταν η αγέλη πουλά μαζικά μετοχές, με αποτέλεσμα να ωθεί την αγορά προς τα κάτω, ο ορθολογικός επενδυτής βρίσκει πολύ καλές επενδυτικές ευκαιρίες.

Η ψυχολογία της αγέλης μπορεί να οδηγήσει σε καταστροφικά αποτελέσματα, αφού οι άνθρωποι δεν δρουν ορθολογικά, παίρνουν αποφάσεις με μεγάλη ταχύτητα και χωρίς να λαμβάνουν υπ' όψιν τους βάσιμες οικονομικές πληροφορίες. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούν τα χρηματιστηριακά κραχ και ιδιαίτερα η λεγόμενη «Μαύρη Δευτέρα» στις 19/10/87, όταν ο Dow Jones έχασε 23% της αξίας του μέσα σε μια μέρα, σημειώνοντας την μεγαλύτερη ημερήσια πτώση στην ιστορία. Το εκπληκτικό είναι πως εκείνη την ημέρα δεν υπήρχαν αρνητικές οικονομικές εξελίξεις. Απλώς επειδή η αγέλη

προέβλεπε πτώση των μετοχών, οι επενδυτές ακολουθώντας τους πολλούς πωλούσαν μετοχές, με αποτέλεσμα οι τιμές να πέφτουν ακόμα περισσότερο.

Μία άλλη σημαντική παράμετρος της συμπεριφοράς της αγέλης είναι η προφορική επικοινωνία από στόμα σε στόμα (word of mouth). Οι άνθρωποι ως επί το πλείστον εμπιστεύονται περισσότερο τους φίλους και τους συγγενείς παρά τα μέσα μαζικής ενημέρωσης. Όμως τα μέσα αυτά έχουν την δυνατότητα πληροφόρησης και την ικανότητα να δημιουργούν συμπεριφορές.

5.1.13. Ο πίσω καθρέφτης (Buffet's Rearview Mirror)

Ο **Warren Buffet** με πολυετή πείρα στην αγορά ισχυρίζεται ότι οι άνθρωποι χρησιμοποιούν τα πρόσφατα ιστορικά στοιχεία ως σημείο αναφοράς των προβλέψεών τους. Έτσι όταν τελειώνει ένας οικονομικός κύκλος ανόδου οι επενδυτές εξακολουθούν να αγοράζουν ενώ θα έπρεπε να πωλούν και αντίστροφα όταν τελειώνει ένας οικονομικός κύκλος καθόδου, οι επενδυτές πωλούν ενώ θα έπρεπε να αγοράζουν.

Επομένως γίνεται φανερό ότι συμπεριφορές που για μεγάλο χρονικό διάστημα επιβραβεύονταν, θα συνεχίσουν να επιβραβεύονται για πολύ καιρό ακόμα και όταν η επιβράβευση σταματήσει. Αντίθετα συμπεριφορές που για μεγάλο χρονικό διάστημα είχαν αρνητικά αποτελέσματα, θα σταματήσουν να εμφανίζονται ακόμα και αν τα αρνητικά αποτελέσματα πάψουν να υφίστανται. Για παράδειγμα, ένας επενδυτής που σημείωσε ζημιές από την επένδυση σε συγκεκριμένη κατηγορία Α/Κ, συμπεραίνει ότι η κατηγορία αυτή δεν αποδίδει και άρα σταματά να επενδύει σε αυτήν ακόμα και αν οι καινούριες τάσεις και πληροφορίες είναι θετικές.

5.1.14. Επίπεδα αναφοράς (Reference Levels)

Ακόμα και στην καθημερινή μας ζωή παρουσιάζει αρκετό ενδιαφέρον το πώς μια κατάσταση διαφέρει ανάλογα το σημείο (επίπεδο) αναφοράς, παρότι η κατάσταση είναι ίδια. Για παράδειγμα, την ίδια θερμοκρασία, άνθρωποι που ζουν στην Καλαμάτα και έχουν συνηθίσει τη ζέστη και άνθρωποι που ζουν στην Καστοριά και έχουν συνηθίσει το κρύο αντιλαμβάνονται διαφορετικά την θερμοκρασία μιας ημέρας. Οι μεν θεωρούν τη θερμοκρασία χαμηλή και οι δε την θεωρούν υψηλή.

Στο χρηματιστήριο, η ικανοποίηση από την επίτευξη κέρδους και ο πόνος που συνεπάγεται από την απώλεια χρημάτων, αποτελούν τα πιο σημαντικά κίνητρα της

ανθρώπινης συμπεριφοράς. Μερικές φορές όμως ίσως είναι δύσκολο να αποφασίσουμε αν κάποιες επενδύσεις μας αποφέρουν κέρδη ή ζημιές.

Έστω ότι ένας επενδυτής αγοράζει μία μετοχή με τιμή 100 ευρώ. Στο τέλος του έτους, η μετοχή έχει φτάσει στα 200 ευρώ. Ο επενδυτής σε αυτό το σημείο παρατηρεί ένα κέρδος 100 ευρώ. Οκτώ μήνες αργότερα ο επενδυτής πουλά αυτή τη μετοχή στη τιμή των 150 ευρώ. Το κέρδος του είναι λιγότερο κατά 50 ευρώ εάν πουλούσε την μετοχή πριν από οκτώ μήνες. Παρόλα αυτά το κέρδος του δηλαδή είναι 50 ευρώ. Το ερώτημα λοιπόν είναι: ο επενδυτής νιώθει χαρούμενος με το κέρδος ή νιώθει άσχημα για τη ζημιά;

Η απάντηση στο παραπάνω ερώτημα εξαρτάται από το επίπεδο αναφοράς. Επίπεδο αναφοράς ονομάζουμε αυτό που έχουμε ως βάση για να το συγκρίνουμε με κάτι άλλο. Στο παράδειγμά μας επίπεδο αναφοράς είναι η τιμή της μετοχής με την οποία θα συγκριθεί η τρέχουσα τιμή κατά την οποία ο επενδυτής πούλησε την μετοχή δηλαδή. Η τρέχουσα τιμή είναι 150 ευρώ, αλλά η τιμή αναφοράς είναι η τιμή αγοράς (100 ευρώ) ή η τιμή στο τέλος του χρόνου (200 ευρώ); Ανάλογα με το ποιο επίπεδο αναφοράς θα επιλέξει ο επενδυτής, θα καθορίσει αν θα νιώσει χαρά από το κέρδος ή πόνο από την ζημιά.

Αν ο επενδυτής επιλέξει ως σημείο αναφοράς την τιμή των 200 ευρώ η οποία σημειώθηκε το τέλος του χρόνου, μπορεί να θεωρήσει ότι έχασε χρήματα και είναι πιθανόν να μην πουλήσει στην τιμή των 150 ευρώ και να περιμένει να ανέβει η μετοχή πάλι για να ελαχιστοποιήσει την ζημιά.

Έρευνες έχουν δείξει ότι οι επενδυτές θεωρούν ως σημείο αναφοράς την τιμή αγοράς μιας μετοχής. Ωστόσο εάν η αγορά έγινε πριν από μεγάλο χρονικό διάστημα, χρησιμοποιούν μια πιο πρόσφατη τιμή ως σημείο αναφοράς. Είναι πολύ πιθανόν να χρησιμοποιεί τον μέσο όρο της προηγούμενης χρονιάς, ωστόσο πιο σύνηθες είναι να χρησιμοποιείται η υψηλότερη τιμή της προηγούμενης χρονιάς.

5.1.15. Μη γραμμικό ζύγισμα πιθανοτήτων (Non-linear weighting of probability)

Η παραδοσιακή οικονομική θεωρία μας λέει ότι αβέβαια ενδεχόμενα θα πρέπει να εκτιμώνται από ένα σταθμισμένο μέσο όρο των πιθανών αποτελεσμάτων, το καθένα ζυγισμένο με βάση την πιθανότητά του να συμβεί. Αυτό σημαίνει ότι ένα ενδεχόμενο που έχει πιθανότητα να συμβεί 10%, θα πρέπει ζυγίζεται δέκα φορές περισσότερο από

ένα ενδεχόμενο που έχει πιθανότητα 1%. Επίσης, μια αύξηση κατά 1% της πιθανότητας να πραγματοποιηθεί ένα γεγονός θα πρέπει να έχει την ίδια επίδραση στη στάθμιση των αποτελεσμάτων, είτε η αρχική πιθανότητα είναι 0% ή 41% ή 99%.

Στην πραγματικότητα όμως αυτό δεν συμβαίνει. Οι άνθρωποι είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν πολύ περισσότερα για να αυξήσουν την πιθανότητα να πραγματοποιηθεί ένα επιθυμητό γεγονός από 0% σε 1%, ή από 99% σε 100%, από ότι είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν για να αυξήσουν την πιθανότητα από 41% σε 42%. Οι άνθρωποι υπερεκτιμούν τις μικρές πιθανότητες και υποεκτιμούν τις μεσαίες και πολύ περισσότερο τις μεγάλες.

Κατ' αυτόν τον τρόπο εξηγούνται πολλές αποφάσεις των ανθρώπων κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας. Οι άνθρωποι συγκεκριμένα προτιμούν να στοιχηματίζουν σε τυχερά παιχνίδια που ο στόχος εμπεριέχει μεγάλα κέρδη αλλά έχει μικρές πιθανότητες να επιτευχθεί, ακριβώς λόγω της υπερεκτίμησης των μικρών πιθανοτήτων. Γι' αυτό οι περισσότεροι βρίσκουν πιο ελκυστική την πιθανότητα 1% να κερδίσουν 1.000 ευρώ από ένα σίγουρο κέρδος των 10 ευρώ. Επίσης, οι περισσότεροι άνθρωποι που έχουν 99% πιθανότητα να κερδίσουν 1.000 ευρώ θα είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν πολύ περισσότερα από 10 ευρώ για να εξαφανίσουν την πιθανότητα να χάσουν το ποσό. Γενικά το μη γραμμικό ζύγισμα των πιθανοτήτων, κάνει τους ανθρώπους να έλκονται από την αγορά λαχείων και συμβολαίων ασφάλισης.

5.2. Συναισθηματικά λάθη

Οι άνθρωποι σε όλες τις εκφάνσεις της ζωής του και όπως είναι φυσικό και στις επενδυτικές του δραστηριότητες, δεν λειτουργούν πάντα ορθολογικά, όπως δηλαδή ορίζει η οικονομική θεωρία. Σε περιόδους αβεβαιότητας ενισχύεται η παραπάνω θεωρία και οι άνθρωποι διακατέχονται από φόβο και απληστία, συναισθήματα τα οποία σε τέτοιες περιόδους γίνονται κυρίαρχα, αναδεικνύοντας το άγχος και τον πανικό.

Παρακάτω θα αναλύσουμε μερικά από τα σφάλματα τα οποία υποκινούνται από τα συναισθήματα των ανθρώπων. Αυτά είναι:

Υπερβολική Αυτοπεποίθηση (Overconfidence)

Οικειότητα (Familiarity)

Υπεραισιοδοξία (Optimism)

Αποτέλεσμα κληροδοτήματος (Endowment effect)

Αποστροφή της αμφιβολίας (Ambiguity aversion)

Αποστροφή της μετάνοιας (Regret aversion)
Αποτέλεσμα της διάθεσης (Disposition effect)
Αποστροφή της ζημιάς (Loss aversion)
Μυωπική αποστροφή της ζημιάς (Myopic loss aversion)
Equity premium puzzle
Αυτοέλεγχος (Self-control)
Φαινόμενο απομόνωσης (Isolation effect)
Φαινόμενο σιγουριάς (Certainty effect)
Φαινόμενο αντανάκλασης (Reflection effect)

5.2.1. Υπερβολική αυτοπεποίθηση (Overconfidence)

Οι άνθρωποι πιστεύουν ότι μπορούν να καταφέρουν οτιδήποτε με το οποίο θα καταπιαστούν, υποτιμώντας τον κίνδυνο. Η υπερβολική αυτοπεποίθηση μπορεί να οδηγήσει σε ολέθριες οικονομικές αποφάσεις, λόγω της υποτίμησης του ρίσκου που εμπεριέχει. Για παράδειγμα η έναρξη κάθε επιχειρηματικής δραστηριότητας εμπεριέχει κίνδυνο και στην πραγματικότητα οι περισσότεροι νέοι επιχειρηματίες αποτυγχάνουν. Σε δείγμα 2.994 νέων επιχειρηματιών που ρωτήθηκαν για τις πιθανότητες επιτυχίας τους, όλοι έδωσαν στον εαυτό τους ποσοστό επιτυχίας 70%. Παρόλα αυτά μόνο το 39% από αυτούς πίστευαν ότι επιχειρήσεις σαν τη δική τους θα είχαν πιθανότητες επιτυχίας. Γιατί άραγε δίνουν στον εαυτό τους διπλάσιες πιθανότητες επιτυχίας από ότι στους άλλους στον ίδιο επιχειρηματικό κλάδο; Προφανώς λόγω υπερβολικής αυτοπεποίθησης.

Στο χώρο του χρηματιστηρίου τώρα, οι άνθρωποι που επενδύουν σε μία περίοδο ευημερίας απολαμβάνουν τα κέρδη τους μέχρι τη στιγμή που θα παρουσιαστεί κάποια πτώση. Το πρόβλημα είναι όταν οι άνθρωποι συγχέουν μία τυχαία επιτυχία με τις ικανότητες που έχουν στο παιχνίδι του χρηματιστηρίου. Σε μια ανοδική αγορά είναι εύκολο να κερδίζεις, πράγμα που δεν αντιλαμβάνονται οι επενδυτές. Οι ψυχολόγοι λένε ότι οι άνθρωποι αποκτούν υπερβολική αυτοπεποίθηση όταν γεύονται την επιτυχία νωρίς και διαθέτουν πολλές πηγές πληροφόρησης. Ο όγκος αυτός των πληροφοριών που κατέχει παραπλανά τον επενδυτή με αποτέλεσμα να κάνει λάθος κινήσεις.

Πιο συγκεκριμένα οι άνθρωποι έχουν την τάση να πιστεύουν ότι όσο περισσότερες πληροφορίες διαθέτουν τόσο πιο ακριβείς θα είναι οι προβλέψεις τους. Αυτό όμως στην πραγματικότητα δεν είναι πάντα αληθές για τρεις κυρίως λόγους:

1. Κάποιες πληροφορίες δεν μας βοηθούν στις προβλέψεις μας, αντιθέτως μας παραπλανούν.
2. Πολλοί άνθρωποι δεν έχουν την εκπαίδευση την πείρα και την ικανότητα να ερμηνεύσουν σωστά τις πληροφορίες.
3. Οι άνθρωποι εκλαμβάνουν τις νέες πληροφορίες ως επιβεβαίωση των προηγούμενων πεποιθήσεών τους.

Ας δούμε ένα παράδειγμα: Αν ρίξουμε ένα ζάρι και προσπαθήσουμε να μαντέψουμε ποιος αριθμός θα εμφανιστεί, προφανώς όποιον αριθμό και να επιλέξουμε θα έχουμε πιθανότητες μία στις έξι να είμαστε σωστοί. Αν τώρα έχουμε την πληροφορία ότι τις τελευταίες πέντε φορές εμφανίστηκε ο αριθμός τέσσερα, στην πραγματικότητα στην επόμενη ζαριά όποιος αριθμός και αν επιλεγεί μεταξύ 1 και 6 έχει ακριβώς τις ίδιες πιθανότητες εμφάνισης (μία προς έξι) ανεξαρτήτως της νέας πληροφορίας. Παρόλα αυτά πολλοί άνθρωποι πιστεύουν ότι ο αριθμός τέσσερα έχει μεγαλύτερες πιθανότητες εμφάνισης, ενώ άλλοι πιστεύουν ότι το τέσσερα έχει μικρότερες πιθανότητες εμφάνισης. Και οι δύο ομάδες πιστεύουν ότι η πιθανότητα σωστής πρόβλεψης είναι μεγαλύτερη από την πραγματική. Η νέα δηλαδή πληροφορία τους δίνει μεγαλύτερη εμπιστοσύνη για τις προβλέψεις τους, παρότι οι πιθανότητες τους να είναι σωστοί δεν αλλάζουν.

Η υπερβολική αυτοπεποίθηση είναι υπεύθυνη για τον μεγάλο όγκο συναλλαγών, για τα υψηλά κόστη και τις χαμηλές αποδόσεις. Έρευνα η οποία διεξήχθη από τον Brad Barber και τον Terrance Odean, σε δείγμα 60.000 επενδυτών, για 6 χρόνια έως το 1996, έδειξε ότι οι επενδυτές στρέφονται σε χαρτοφυλάκια με υψηλά beta και μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης. Κατά το συγκεκριμένο διάστημα, οι επενδυτές ανέβηκαν πάνω από το χρηματιστηριακό δείκτη κατά 60 μονάδες, χωρίς όμως να έχουν υπολογιστεί τα κόστη συναλλαγών. Τα κόστη αυτά μείωσαν τις αποδόσεις κατά 240 μονάδες. Όπως άλλωστε ήταν αναμενόμενο τα άτομα με μεγαλύτερο όγκο συναλλαγών έχασαν περισσότερο, σημειώνοντας υπο-επίδοση της τάξης των 500 μονάδων.

Μία άλλη έρευνα των ίδιων ερευνητών σχετικά με το φύλων και την οικογενειακή κατάσταση των επενδυτών έδειξε ότι : οι άνδρες συναλλάσσονται συχνότερα από τις γυναίκες. Η έρευνα διεξήχθη από το 1991 έως το 1997 σε 38.000 νοικοκυριά και βρήκαν ότι οι ανύπανδροι άνδρες συναλλάσσονται με ετήσιο turnover 85%, οι παντρεμένοι σε ποσοστό 73% (προφανώς η ύπαρξη γυναίκας στο σπίτι τους μειώνει την αυτοπεποίθηση), ενώ οι παντρεμένες γυναίκες σε ποσοστό 53% και οι ανύπαντρες σε ποσοστό 51%.

Επίσης αξίζει να σημειωθεί ότι οι άνθρωποι αποκτούν περισσότερη αυτοπεποίθηση όταν νιώθουν εξοικειωμένοι με το αντικείμενο που διαπραγματεύονται ή όταν αναλαμβάνουν οι ίδιοι την ενεργό δράση. Για παράδειγμα όταν ρίχνουν εκείνοι τα ζάρια νιώθουν περισσότερες τις πιθανότητες να φέρουν εξάρες παρά όταν κάποιος άλλος ρίξει τα ζάρια.

5.2.2. Οικειότητα (Familiarity)

Οι άνθρωποι έχουν την τάση να δείχνουν προτίμηση σε ότι τους είναι οικείο. Η οικειότητα δημιουργεί την αίσθηση της ασφάλειας και της σιγουριάς. Για παράδειγμα η τάση των εργαζόμενων να επενδύουν σε μετοχές της εταιρίας όπου εργάζονται. Για να πετύχουμε όμως την ελαχιστοποίηση του κινδύνου στο χαρτοφυλάκιό μας, πρέπει να επιλέξουμε μετοχές και ομόλογα διαφορετικών εταιριών. Παρόλα αυτά οι επενδυτές επιμένουν να επενδύουν στην εταιρία όπου εργάζονται, θεωρώντας ότι ο κίνδυνος είναι μικρότερος επειδή νιώθουν οικειότητα με την εταιρία. Στην πραγματικότητα, αυτό που καταφέρνουν είναι να κάνουν την εξάρτησή τους από την εταιρία ακόμα μεγαλύτερη.

Αν για παράδειγμα η εταιρία χρεοκοπήσει, οι άνθρωποι δεν θα χάσουν μόνο την δουλειά τους αλλά και πολλά χρήματα τα οποία είχαν επενδύσει στις μετοχές της εταιρίας. Αλλά και στην περίπτωση που δεν χρεοκοπήσει αλλά παρουσιάσει δραματική πτώση η αξία της μετοχής της, οι άνθρωποι που είναι έτοιμοι να συνταξιοδοτηθούν, θα πάρουν μικρότερη σύνταξη.

Το παραπάνω φαινόμενο είναι αρκετά συχνό και αποδεικνύεται από μία έρευνα που διεξήχθη στην Αμερική για τις 246 μεγαλύτερες αμερικανικές εταιρίες για τις οποίες βρέθηκε ότι το 42% των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων ήταν επενδυμένα σε μετοχές των εταιριών αυτών. Οι ίδιοι οι επενδυτές παίρνουν αυτή την απόφαση γιατί νιώθουν μεγαλύτερη σιγουριά όταν επενδύουν σε κάτι που γνωρίζουν, σε κάτι οικείο.

Μια άλλη εφαρμογή της επιθυμίας των ανθρώπων για ασφάλεια και σιγουριά, είναι το λεγόμενο home equity bias. Πρόκειται για την τάση των ανθρώπων να επενδύουν τα χρήματά τους εντός των συνόρων και όχι στο εξωτερικό λόγω του ότι νιώθουν πιο οικείες τις εγχώριες παρά τις ξένες εταιρείες.

Οι αναλυτές για καλύτερη διάθρωση του χαρτοφυλακίου προτείνουν την διεθνή διαφοροποίηση του ως εξής: το 47,8% θα πρέπει να τοποθετηθεί σε μετοχές των Η.Π.Α., το 26,5% σε μετοχές της Ιαπωνίας και το 13,8% σε μετοχές του Ηνωμένου Βασιλείου. Παρόλα αυτά οι επενδυτές έχουν διαφορετική άποψη. Οι αμερικάνοι

επενδυτές επενδύουν το 93% των χαρτοφυλακίων τους σε μετοχές των Η.Π.Α. (και όχι το 47,8% που προτείνεται). Οι Ιάπωνες επενδύουν το 98% σε Ιαπωνικές μετοχές και οι Άγγλοι το 82% σε Αγγλικές μετοχές. Γίνεται λοιπόν φανερό ότι οι άνθρωποι προτιμούν τις εγχώριες μετοχές με τις οποίες είναι περισσότερο εξοικειωμένοι.

Ακόμα όμως κι αν επενδύσουν σε χώρες του εξωτερικού επιλέγουν συνήθως μεγάλες εταιρίες με προϊόντα γνωστά σε όλο τον κόσμο με τις οποίες νιώθουν πιο οικεία. Είναι λοιπόν φανερό ότι οι άνθρωποι αναζητούν καταστάσεις που να τους κάνουν να νιώθουν ασφάλεια, οτιδήποτε άγνωστο σε αυτούς έχει ακριβώς τα αντίθετα αποτελέσματα, δηλαδή φόβος και ανασφάλεια.

Παρόμοιο σφάλμα αποτελεί το λεγόμενο status quo, δηλαδή η επιθυμία των ανθρώπων να μείνουν τα πράγματα ως έχουν, καθώς και η προσκόλληση (attachment bias), όπου οι άνθρωποι δένονται συναισθηματικά με μια κατάσταση και την ωραιοποιούν, προκειμένου να μην την αποχωριστούν.

5.2.3. Υπεραισιοδοξία (Optimism)

Η υπεραισιοδοξία κάνει τους ανθρώπους να υπερεκτιμούν την πιθανότητα το αποτέλεσμα των επιλογών τους να είναι θετικό, υποεκτιμώντας τον παράγοντα τύχη και τους κινδύνους που ελλοχεύουν. Ψυχολόγοι λένε ότι τα άτομα μικρότερης ηλικίας είναι πιο αισιόδοξα και θεωρούν μεγαλύτερη την πιθανότητα να τους συμβούν θετικά γεγονότα. Το ίδιο ισχύει και για τις ηλικίες των 25 και 45 ετών αλλά σε μικρότερο βαθμό.

Οι αισιόδοξοι επενδυτές χαρακτηρίζονται από την ψευδαίσθηση του ελέγχου και πιστεύουν ότι μπορούν να καθορίζουν την έκβαση των γεγονότων λόγω των σπουδαίων ικανοτήτων τους. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούν οι τζογαδόροι, οι οποίοι τείνουν να θεωρούν τα παιχνίδια της τύχης ως παιχνίδια ικανοτήτων και όταν κερδίζουν εκθειάζουν τον εαυτό τους ως ικανό και έξυπνο παίχτη.

Γίνεται λοιπόν φανερό ότι η αισιοδοξία σε συνδυασμό με την υπερβολική αυτοπεποίθηση μπορούν να φανούν καταστροφικές για την οικονομική ζωή των επενδυτών καθώς οδηγούν σε υποτίμηση του κινδύνου, μη διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων καθώς και σε παράτολμες κινήσεις λόγω υπερεκτίμησης των γνώσεων και ικανοτήτων τους.

5.2.4. Αποτέλεσμα κληροδοτήματος (Endowment effect)

Οι άνθρωποι όταν έρχονται αντιμέτωποι με νέες επιλογές, συχνά μένουν προσκολλημένοι στο ήδη υπάρχον «status quo». Αγοράζουν τις ίδιες μάρκες προϊόντων, μένουν στην ίδια δουλειά, επενδύουν στις ίδιες εταιρείες. Οι άνθρωποι επιθυμούν να μένουν τα πράγματα στη ζωή τους όπως είναι. Ένα από τα σφάλματα που συνδέονται με αυτήν την τάση των ανθρώπων είναι το αποτέλεσμα κληροδοτήματος.

Ας δούμε ένα παράδειγμα. Φανταστείτε ένα συλλέκτη τηλεκαρτών, ο οποίος αγοράζει τηλεκάρτες έναντι 2 ευρώ την μία και τις τοποθετεί σε άλμπουμ. Μετά από 15 χρόνια η τηλεκάρτα πωλείται προς 8 ευρώ η μία. Τι θα κάνει ο συλλέκτης τηλεκαρτας; Θα πουλήσει τις τηλεκάρτες για να αγοράσει με τα χρήματα περισσότερες τηλεκάρτες ή θα τις κρατήσει; Το αποτέλεσμα κληροδοτήματος προβλέπει ότι θα κρατήσει τις τηλεκάρτες γιατί αισθάνεται ότι η αξία τους είναι πολύ περισσότερη από 8 ευρώ. Τι όμως δημιουργεί το αποτέλεσμα κληροδοτήματος; Υπερεκτιμούμε πράγματι την αξία των πραγμάτων που κατέχουμε ή απλά ο αποχωρισμός του είναι πολύ επώδυνος;

Το αποτέλεσμα κληροδοτήματος όπως είναι φυσικό επηρεάζει και τις επενδυτικές μας αποφάσεις. Οι επενδυτές τείνουν να είναι σταθεροί στις επενδύσεις που ήδη έχουν και συχνά δυσκολεύονται να τις αποχωριστούν με αποτέλεσμα να μην διαφοροποιούν το χαρτοφυλάκιό τους. Ας υποθέσουμε ότι σας αφήνει κάποιος κληρονομιά τις επενδύσεις του στο χρηματιστήριο σε μετοχές υψηλού κινδύνου. Το πώς έχουν επενδυθεί τα χρήματα αρχικά είναι αυτό που θα επηρεάσει άμεσα τον αποδέκτη της κληρονομιάς. Τις περισσότερες φορές οι επενδυτές τέτοιου τύπου συνεχίζουν και επενδύουν σε μετοχές ίδιας φύσης, στο συγκεκριμένο παράδειγμα, ο επενδυτής θα συνεχίσει να επενδύει σε μετοχές υψηλού κινδύνου. Οι επενδυτές δηλαδή επηρεάζονται πολύ από την κατάσταση που κληρονομούν, δηλαδή το ήδη υπάρχον status quo.

Το πρώτο βήμα για να ξεπεράσουμε σφάλματα όπως το status quo, το αποτέλεσμα κληροδοτήματος και την προσκόλληση σε κάποια επένδυση, είναι να συνειδητοποιήσουμε το πρόβλημα. Αν αναρωτηθούμε: «αν είχα μόνο μετρητά, θα διάλεγα αυτές τις επενδύσεις;» Αν η απάντηση στην ερώτηση αυτή είναι όχι, τότε σίγουρα διακατέχετε από τις παραπάνω μεροληψίες. Το επόμενο βήμα είναι να είμαστε αποφασιστικοί με τις επενδυτικές μας αποφάσεις. Το σημαντικό είναι να

πάρουμε την απόφαση της επένδυσης. Το ποια επιλογή είναι η καλύτερη δεν έχει τόση σημασία.

Για παράδειγμα κάποιος επενδυτής έχει στην κατοχή του ένα σεβαστό χρηματικό ποσό το οποίο σκέφτεται να επενδύσει. Η πρώτη επιλογή του είναι να επενδύσει τα χρήματά του σε ένα χαρτοφυλάκιο το οποίο του δίνει συνολική απόδοση 15%. Η δεύτερη επιλογή του είναι να περιμένει να φτιάξει ένα χαρτοφυλάκιο με απόδοση 17%. Το status quo θα κάνει κατά πάσα πιθανότητα τον επενδυτή να περιμένει την μεγαλύτερη απόδοση. Όμως μπορεί το χαρτοφυλάκιο αυτό μπορεί να χρειαστεί μεγάλο χρονικό διάστημα για να επιτευχθεί. Παρόλο που θα έχει επιτύχει μεγαλύτερη απόδοση τα χρήματα τα οποία έχασε όσο έψαχνε την μεγαλύτερη απόδοση είναι πολλά. Η σωστή στρατηγική λοιπόν είναι πρώτα να επενδύουμε και έπειτα να σκεφτόμαστε τις τροποποιήσεις για την μέγιστη δυνατή απόδοση.

Βέβαια αξίζει να σημειώσουμε ότι μερικές φορές τα σφάλματα αυτά φάνηκαν σωτήρια για μεγάλο αριθμό των επενδυτών. Επενδυτές οι οποίοι έμειναν προσκολλημένοι σε εταιρείες της «παλιάς οικονομίας» και δεν ακολούθησαν το νέο ρεύμα του χρηματιστηρίου, έσωσαν έτσι τον εαυτό τους από πολλές χρηματιστηριακές φούσκες.

5.2.5. Αποστροφή της αμφιβολίας (Ambiguity aversion)

Ας υποθέσουμε ότι σας δίνεται η δυνατότητα να επιλέξετε ανάμεσα σε σίγουρο κέρδος 1.000 ευρώ και σε ένα στοίχημα με πιθανότητα κέρδους 3.000 ευρώ ή την πιθανότητα να μην κερδίσετε τίποτα. Σε έρευνα που έγινε σε φοιτητές, περίπου το 40% απάντησαν ότι δέχονταν το στοίχημα. Οι άνθρωποι ακόμα και στην καθημερινή τους ζωή εάν δεν έχουν στη διάθεσή τους κάποια δεδομένα δεν τολμούν εύκολα να πάρουν μία απόφαση η οποία εμπεριέχει ρίσκο.

Έρευνες έδειξαν ότι η αποστροφή της αμφιβολίας ενισχύεται όταν οι άνθρωποι νιώθουν ότι δεν μπορούν να εκτιμήσουν τις πιθανότητες τους σχετικά με κάποιο ζήτημα. Σκεφτείτε ότι ένα μπαούλο το οποίο περιέχει 50 λούτρινα αρκουδάκια σε διάφορα χρώματα, σε άγνωστη αναλογία. Οι επιλογές σας είναι πρώτον να επιλέξετε ένα σίγουρο κέρδος 2.000 ευρώ χωρίς να χρειαστεί να τραβήξετε ένα αρκουδάκι από το μπαούλο και δεύτερον εάν τραβήξετε ένα καφέ αρκουδάκι να κερδίσετε 10.000 ευρώ, αντίθετα εάν τραβήξετε λάθος αρκουδάκι δεν θα κερδίσετε τίποτα. Οι περισσότεροι επιλέγουν το σίγουρο κέρδος γιατί οι πιθανότητες που έχουν για να κερδίσουν τους

είναι άγνωστες μιας και δεν ξέρουν πόσα αρκουδάκια καφέ χρώματος υπάρχουν μέσα στο μπαούλο. Το φαινόμενο αυτό είναι γνωστό ως αποστροφή στην αμφιβολία. οι άνθρωποι δηλαδή προτιμούν το γνώριμο από το άγνωστο.

Η αποστροφή της αμφιβολίας υπάρχει περίπτωση να επηρεάζει τους επενδυτές ώστε να κάνουν λανθασμένες κινήσεις, να μην επιλέγουν σωστά τις μετοχές τις οποίες χρειάζεται για να επιτευχθεί η μεγιστοποίηση του κέρδους και η ελαχιστοποίηση του κινδύνου.

5.2.6. Αποστροφή της μετάνοιας (Regret aversion)

Η μετάνοια μπορεί να χαρακτηριστεί ως μία επίπονη ψυχοπνευματική διαταραχή που προκαλείται από σύγκρουση συναισθημάτων. Η μετάνοια συνοδεύεται από ένα οδυνηρό συναίσθημα για μια απόφαση η οποία οδήγησε σε άσχημο αποτέλεσμα. Ο πόνος που νιώθει ο επενδυτής έχει να κάνει με την συνειδητοποίηση ότι θα μπορούσε να είχε ενεργήσει διαφορετικά και θα μπορούσε να είχε αποφύγει τη ζημιά ή να είχε αποκομίσει μεγαλύτερο κέρδος.

Ωστόσο υπάρχουν δύο είδη μετάνοιας. Πρώτον μπορούμε να μετανιώσουμε για κάτι το οποίο κάναμε και δεύτερον μπορούμε να μετανιώσουμε για κάτι το οποίο δεν κάναμε. Αντιπροσωπευτικό παράδειγμα είναι όταν κάποιος παίζει λόττο και επιλέγει συνεχώς τα ίδια νούμερα για χρόνια. Δεν έχει κερδίσει όμως και σκέφτεται την επόμενη φορά το ενδεχόμενο να παίξει διαφορετικούς αριθμούς. Οι πιθανότητες να κερδίσουν οι καινούργιοι αριθμοί είναι ίδιες με τις πιθανότητες που έχουν οι παλιοί αριθμοί. Εάν ο παίκτης επιλέξει τελικά να μην παίξει τους καινούργιους αριθμούς και κερδίσουν τότε η μετάνοια του θα είναι για κάτι το οποίο δεν έκανε. Αν πάλι επιλέξει να παίξει τους καινούργιους αριθμούς και κερδίσουν οι παλιοί, τότε θα μετανιώνει για κάτι το οποίο έκανε.

Ποιος πόνος όμως είναι πιο δυνατός; Συνήθως πιο δυνατός είναι ο πόνος που νιώθει κανείς για κάτι που έκανε, δηλαδή στο συγκεκριμένο παράδειγμα, πιο δυνατός είναι ο πόνος που προκύπτει από την επιλογή των νέων αριθμών. Αυτό είναι λογικό αν αναλογιστεί κανείς ότι έχετε επενδύσει συναισθηματικά πολύ περισσότερο στα παλιά νούμερα, τα οποία τα επιλέγετε εδώ και τόσο καιρό. Εντούτοις, οι ψυχολόγοι **Thomas Gilovich** και **Victoria Husted-Medvec** διαπίστωσαν ότι βραχυπρόθεσμα μόνο είναι μεγαλύτερος ο πόνος της μετάνοιας για κάτι που κάποιος έκανε. Μακροπρόθεσμα, και

όταν οι άνθρωποι κάνουν αναδρομή στο παρελθόν, νιώθουν μεγαλύτερο πόνο για πράγματα που δεν έκαναν.

Το βασικό χαρακτηριστικό της θεωρίας της μετάνοιας είναι ότι ο άνθρωπος αρνείται να χάσει. Η αναγνώριση της ζημιάς, όταν αυτή πραγματοποιείται, ισοδυναμεί με αναγνώριση της λανθασμένης κίνησης. Η ζημιά που θα υποστεί κάποιος είναι σίγουρο ότι θα του δημιουργήσει τύψεις και μεταμέλεια για τις επιλογές του που τον οδήγησαν στη ζημιά.

Για παράδειγμα, όταν αγοράζουμε και πωλούμε το ίδιο πράγμα δίνουμε πολύ διαφορετικές τιμές στο προϊόν. Σε κάτι το οποίο κατέχουμε και θέλουμε να πουλήσουμε συχνά οι άνθρωποι τείνουν να το κοστολογούν υψηλότερα, παρά όταν θέλουμε το ίδιο πράγμα να το αγοράσουμε, όταν δηλαδή δεν είναι δικό μας. Προφανώς μας ενοχλεί η ιδέα ότι κάποιος θα πάρει χρησιμότητα από αυτό που εμείς δεν θα έχουμε πλέον. Το ίδιο συμβαίνει και στο χρηματιστήριο, όταν ένας επενδυτής πουλάει μία μετοχή, φοβάται μην μετανιώσει που την πούλησε, σε περίπτωση που κάποιος άλλος κερδίσει αυτά που πιθανότατα να κέρδιζε εκείνος εάν είχε κρατήσει την μετοχή.

Το συναίσθημα της μετάνοιας είναι πολλές φορές πολύ πιο δυσάρεστο από την ίδια τη ζημιά. Γι' αυτό οι άνθρωποι συχνά τείνουν να υπολογίζουν τις ζημιές με τρόπο που θα τους κάνει να αισθανθούν καλύτερα. Για παράδειγμα στρογγυλοποιούν τη ζημιά προς τα κάτω, πράγμα που κάνει το συναίσθημα της μετάνοιας να μειώνεται.

5.2.7. Αποτέλεσμα της διάθεσης (Disposition effect)

Το αποτέλεσμα της διάθεσης είναι το χαρακτηριστικό των ανθρώπων, οι οποίοι ρευστοποιούν τις κερδοφόρες επενδύσεις τους σε αντίθεση με τις ζημιογόνες τις οποίες κρατούν στο χαρτοφυλάκιο τους περισσότερο χρονικό διάστημα έχοντας την ελπίδα ότι θα ανακάμψουν στο μέλλον. Έρευνες έδειξαν ότι οι επενδυτές είναι 50% πιο πιθανό να πουλήσουν μια κερδοφόρα μετοχή από μία ζημιογόνα. Όταν ένας επενδυτής πουλάει μία μετοχή με κέρδη, η πώληση αντιπροσωπεύει το 23% των συνολικών κερδών του χαρτοφυλακίου του. Με άλλα λόγια οι επενδυτές πουλάνε μετοχές με μεγάλα κέρδη, που αντιπροσωπεύουν το ¼ των συνολικών κερδών.

Το πρώτο πρόβλημα που δημιουργεί αυτή η τακτική είναι φορολογικό. Πουλώντας μία μετοχή με κέρδη, ο επενδυτής φορολογείται περισσότερο σε σχέση με το αν πουλήσει μία μετοχή με ζημιά. Με αυτό τον τρόπο μειώνεται το ποσοστό φορολόγησης, άρα και οι ζημιές. Αυτό βέβαια δεν σημαίνει ότι πρέπει να πουλάμε μια

μετοχή αμέσως μόλις πέσει η τιμή της, γιατί οι διακυμάνσεις στο χρηματιστήριο είναι κάτι πολύ φυσικό. Εάν η τιμή της μετοχής έχει καθοδική πορεία τους τελευταίους 6 ή 9 μήνες, τότε πραγματικά θα πρέπει να σκεφτούμε την πώληση της. Ένα άλλο πρόβλημα είναι ότι επιτυγχάνουμε μικρότερη απόδοση του χαρτοφυλακίου μας πουλώντας πολύ γρήγορα τις μετοχές που φέρνουν κέρδη και κρατώντας τις ζημιογόνες.

Το αποτέλεσμα της διάθεσης σχετίζεται στενά με τα μέσα ενημέρωσης και τις νέες πληροφορίες. Σε έρευνα που έγινε για την επίδραση τους στην επενδυτική συμπεριφορά των νέων πληροφοριών τόσο για μια συγκεκριμένη επιχείρηση όσο και για την οικονομία γενικότερα προέκυψαν τα κάτωθι χρήσιμα συμπεράσματα:

α) Τα νέα για μια συγκεκριμένη επιχείρηση σχετίζονται στενά με το αποτέλεσμα της διάθεσης. Τα καλά νέα οδηγούν σε πώληση των μετοχών της ενώ τα κακά νέα κάνουν τους επενδυτές να κρατούν τις μετοχές που χάνουν. Αυτό συμβαίνει γιατί ο πόνος της μετάνοιας είναι πολύ ισχυρός αφού οι ζημιές οφείλονται αποκλειστικά στην λανθασμένη επιλογή του επενδυτή.

β) Αντίθετα τα νέα για την οικονομία γενικότερα δεν σχετίζονται με το αποτέλεσμα της διάθεσης. Στην πραγματικότητα οι επενδυτές είναι λιγότερο πιθανό να πουλήσουν κερδοφόρες μετοχές απ' ότι συνήθως, μετά την ανακοίνωση καλών νέων για την οικονομία. Επίσης, η ανακοίνωση κακών νέων για την οικονομία φέρνει μικρότερο πόνο μετάνοιας. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι επενδυτές αποδίδουν τις ζημιές σε παράγοντες πέρα των δυνατοτήτων τους, νιώθουν λιγότερη πίεση και άρα παρακινούνται πιο εύκολα να πουλήσουν τις ζημιογόνες μετοχές.

Για να αποφύγει κανείς τέτοιου είδους λάθη, ο επενδυτής θα πρέπει να παίρνει τις αποφάσεις για τις πωλήσεις των μετοχών από την αρχή, πριν δεθεί συναισθηματικά με αυτή. Ένας τρόπος είναι να ορίζεται εντολή stop-loss την στιγμή που έχει αγοραστεί η μετοχή και δεν έχει μεταβληθεί η τιμή της. Δίνοντας εξ αρχής μια εντολή stop-loss η μετοχή θα πουληθεί αυτόματα στην τιμή που έχει οριστεί και έτσι περιορίζεται η ζημιά καθώς και το συναίσθημα της μετάνοιας που νιώθει ο επενδυτής.

5.2.8. Αποστροφή της ζημιάς (Loss aversion)

Οι άνθρωποι σε όλες τις εκφάνσεις της ζωής τους απεχθάνονται τη ζημιά, το ίδιο συμβαίνει και στον επενδυτικό τομέα. Εμπειρικές μελέτες έδειξαν ότι το να χάσει κανείς 1 ευρώ είναι σχεδόν διπλάσια οδυνηρό από την ευχαρίστηση που αισθάνεται κανείς όταν κερδίζει. Σε έρευνα η οποία διεξήχθη σε μεγάλο αριθμό ατόμων, τέθηκε η

παρακάτω ερώτηση: Θα δεχόσασταν ένα στοίχημα όπου με τη ρίψη ενός νομίσματος, αν έρθει κορώνα θα κερδίσετε 400 ευρώ, ενώ αν έρθει γράμματα θα χάσετε 200 ευρώ. Το 40% αρνήθηκε το στοίχημα, παρόλο που το κέρδος ήταν διπλάσιο από τη ζημιά. Με αυτό το παράδειγμα γίνεται ολοφάνερο ότι ο πόνος της ζημιάς είναι πολύ μεγαλύτερος από τη χαρά που προκαλεί ακόμα και το διπλάσιο κέρδος.

Η αποστροφή της ζημιάς είναι κυρίαρχο στοιχείο στην ψυχολογία των επενδυτών. Έτσι, επενδυτές οι οποίοι έχουν υποστεί ζημιές κατά το παρελθόν, γίνονται πολύ επιφυλακτικοί στις μελλοντικές τους επιλογές και οι κινήσεις τους διακρίνονται από έντονο συντηρητισμό. Αποφεύγουν τον κίνδυνο (snake-bit effect), γιατί φοβούνται ότι ρισκάροντας θα υποστούν και πάλι ζημιές καθώς επίσης και τα δυσάρεστα συναισθήματα που αυτές συνεπάγονται.

Επίσης έρευνες του **Tversky** και **Kahneman** έδειξαν ότι οι άνθρωποι αποστρέφονται τον κίνδυνο περισσότερο σε περιβάλλον κερδών από ότι σε περιβάλλον ζημιών. Αυτό φαίνεται από το ακόλουθο παράδειγμα:

Διαλέξτε ανάμεσα σε:

1.A) Σίγουρο κέρδος 10.000 ευρώ

B) Κέρδος 15.000 ευρώ με πιθανότητα 80% και κέρδος 0 με πιθανότητα 20%.

Διαλέξτε ανάμεσα σε:

2.α) Σίγουρη ζημιά 10.000 ευρώ

β) Ζημιά 15.000 ευρώ με πιθανότητα 80% και ζημιά 0 με πιθανότητα 20%.

Η πλειοψηφία των ανθρώπων στην πρώτη ερώτηση προτιμούν το σίγουρο κέρδος των 10.000 ευρώ και αρνούνται να ρισκάρουν σε περιβάλλον κερδών. Αντίθετα, στη δεύτερη ερώτηση οι περισσότεροι άνθρωποι επέλεξαν το β, γιατί αποστρέφονται τη σίγουρη ζημιά και ρισκάρουν προκειμένου να την αποφύγουν, ακόμα και αν οι πιθανότητες είναι εναντίον τους. Γίνεται δηλαδή φανερό ότι σε περιβάλλον ζημιών οι άνθρωποι ρισκάρουν περισσότερο, κινούμενοι ακριβώς από την ίδια την αποστροφή της ζημιάς.

5.2.9. Μυωπική αποστροφή της ζημιάς (Myopic loss aversion)

Η μυωπική αποστροφή στις ζημιές είναι ένας συνδυασμός μεγαλύτερης ευαισθησίας στις απώλειες παρά στα κέρδη. Η επενδυτική συμπεριφορά θεωρείται μερικές φορές μυωπική επειδή αγνοεί οτιδήποτε μπορεί να συμβεί μετά το τέλος ενός επενδυτικού ορίζοντα τον οποίο θέτουν οι επενδυτές (single period horizon).

Ας δούμε ένα παράδειγμα, για να γίνει το θέμα πιο κατανοητό. Φανταστείτε ένα στοίχημα που το αποτέλεσμά του εξαρτάται από το στρίψιμο ενός δίκαιου νομίσματος. Αν το αποτέλεσμα είναι κορώνα, κερδίζετε 4.000 ευρώ. Αν το αποτέλεσμα είναι γράμματα, χάνετε 2.000 ευρώ. Αν είχατε την ευκαιρία να παίξετε αυτό το στοίχημα μόνο μια φορά, θα στοιχηματίζατε;

Η ζημιά των 2.000 ευρώ είναι επώδυνη, παρότι έχετε ίσες πιθανότητες να κερδίσετε 4.000 ευρώ. Σε έρευνα που έγινε, λιγότερο από το 40% των ερωτηθέντων απάντησαν ότι θα δέχονταν το στοίχημα. Σίγουρα μεγάλο ρόλο παίζουν τα ποσά του στοιχήματος.

Αν δώσουμε το ίδιο στοίχημα με μικρότερα ποσά, δηλαδή ζημιά 200 ευρώ και κέρδος 400 ευρώ, τότε το 60% δέχεται το στοίχημα. Και πάλι όμως μένει ένα 40% που φοβάται να χάσει 200 ευρώ.

Ας υποθέσουμε τώρα ότι σας δινόταν η ευκαιρία να παίξετε το στοίχημα αυτό δύο φορές κρατώντας τα ποσά στα 200 ευρώ και 400 ευρώ. Θα γινόταν το στοίχημα περισσότερο ελκυστικό; Η απάντηση είναι ναι, αφού το 70% των ερωτηθέντων απάντησαν ότι θα δέχονταν το στοίχημα.

Τέλος, τι θα γινόταν αν σας δινόταν η ευκαιρία να παίξετε αυτό το παιχνίδι εκατό φορές; Το ποσοστό των ανθρώπων που δέχτηκαν το στοίχημα αυξήθηκε σε 90%. Γίνεται λοιπόν φανερό ότι η ανοχή των ανθρώπων ως προς τον κίνδυνο αυξάνεται, όσο αυξάνεται ο αριθμός των επαναλήψεων του στοιχήματος.

Δύο επιπτώσεις της μυωπικής αποστροφής στις απώλειες έχουν εξετασθεί πειραματικά. Πρώτον, επενδυτές που εμφανίζουν μυωπική αποστροφή στις ζημιές είναι περισσότερο πρόθυμοι να αποδεχθούν κινδύνους, εάν δεν αποτιμούν συχνά τις επενδύσεις τους. Δεύτερον, εάν τα κέρδη αυξάνονται επαρκώς, εξαλείφουν πιθανές χρηματιστηριακές ζημιές, και οι επενδυτές αναλαμβάνουν περισσότερους κινδύνους.

Ο **Benartzi** και ο **Thaler** υποστηρίζουν ότι πολλοί επενδυτές κρατούν εξαιρετικά συντηρητικά χαρτοφυλάκια. Αυτό συμβαίνει επειδή εστιάζουν υπερβολικά στις πιθανές βραχυχρόνιες ζημιές. Η μυωπική αποστροφή της ζημιάς κάνει τους επενδυτές να έχουν χαρτοφυλάκια αποτελούμενα από λίγες μετοχές και πολλές επενδύσεις σταθερού εισοδήματος. Κατ' αυτόν τον τρόπο δεν είναι ποτέ αναγκασμένοι να αναγνωρίσουν κάποια ζημιά, όσο κρατούν τα αξιόγραφα αυτά μέχρι τη λήξη τους.

Η μυωπική αποστροφή της ζημιάς που οδηγεί τους επενδυτές να επιλέγουν συντηρητικά χαρτοφυλάκια, ακυρώνεται όμως από την υπερβολική αισιοδοξία που οδηγεί τους επενδυτές στην επιλογή χαρτοφυλακίων άκρως επιθετικών. Η μυωπική

αποστροφή της ζημιάς αποτελεί ίσως την πιθανότερη εξήγηση για το λεγόμενο Equity premium puzzle το οποίο θα εξετάσουμε στην επόμενη παράγραφο.

5.2.10. Equity premium puzzle

Το equity premium puzzle αποτελεί μία αρκετά πρόσφατη θεωρία της προηγούμενης δεκαετίας σύμφωνα με την οποία ερμηνεύτηκε η σαφής υπεροχή αποδόσεων των μετοχών έναντι αυτών των ομολόγων χωρίς κίνδυνο. Σύμφωνα λοιπόν με τη θεωρία αυτή, μία αιτία για τη διαφορά απόδοσης που παρατηρήθηκε, ήταν η έντονη αποστροφή της ζημιάς η οποία προκάλεσε την απομάκρυνση των επενδυτών από τις μετοχές. Η ποσοστιαία διαφορά των αποδόσεων αυτών καλείται από τους οικονομολόγους Equity Premium Puzzle.

Οι **Benartzi** και **Thaler** (1995) υποστηρίζουν ότι ιστορικά η πρόθεση των επενδυτών να κρατήσουν τις μετοχές, πηγάζει από το ότι οι χρονικοί τους ορίζοντες είναι βραχυπρόθεσμοι. Είναι αυτό που ονομάζουμε μυωπική αποστροφή της ζημιάς. Η λύση στο μεροληπτικό αυτό σφάλμα είναι η αξιολόγηση του χαρτοφυλακίου λιγότερο συχνά, όχι περισσότερο από μια φορά το χρόνο. Στην πραγματικότητα οι επενδυτές εξετάζουν τις μετοχές πολύ πιο συχνά. Ο John Pound και ο Robert Shiller(1989) βρήκαν ότι οι επενδυτές περνούν περισσότερο από μισή ώρα την ημέρα παρακολουθώντας τις πιο πρόσφατες μετοχές που αγόρασαν.

Επίσης πρέπει να σημειωθεί, ότι οι Nicholas Barberis, Ming Huang και Tano Santos (1999) χρησιμοποίησαν το «house money effect» για να προχωρήσουν ακόμη περισσότερο. Υποστήριξαν ότι μετά από μια ανοδική πορεία του χρηματιστηρίου, το «house money effect» κάνει τους ανθρώπους περισσότερο ανεκτικούς στον κίνδυνο και μειώνει το equity premium. Αντίθετα μετά από μια καθοδική πορεία του χρηματιστηρίου, οι άνθρωποι γίνονται λιγότερο ανεκτικοί στον κίνδυνο και το equity premium αυξάνεται.

5.2.11. Αυτοέλεγχος (Self-control)

Οι άνθρωποι, έρχονται συχνά αντιμέτωποι με τους δύο εαυτούς τους, να επιλέξουν ανάμεσα σε αποφάσεις που θα κάνουν το παρόν τους καλύτερο και σε αποφάσεις που κάνουν το μέλλον τους καλύτερο.

Το κομμάτι του ανθρώπου που σκέφτεται το παρόν είναι ο doer (πράτων), ο οποίος αποτελεί την συναισθηματική πλευρά του εαυτού μας. Ο doer επιθυμεί την

κατανάλωση στο παρόν, λειτουργεί με βάση τις επιθυμίες του και καθυστερεί την εκπλήρωση ανεπιθύμητων καθηκόντων. Αντίθετα, αυτός που σκέφτεται το μέλλον είναι ο planner (σχεδιαστής), ο οποίος αποτελεί τη λογική πλευρά του εαυτού μας. Ο planner αποταμιεύει για μελλοντική κατανάλωση, δείχνει ισχυρή θέληση και εκπληρώνει όλα τα δυσάρεστα καθήκοντα του παρόντος.

Η έλλειψη αυτοέλεγχου οδήγησε στη δημιουργία των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων τα οποία βοηθούν τους ανθρώπους στην αποταμίευση. Τα προγράμματα αυτά προσφέρουν φορολογικές απαλλαγές και μεγάλες ποινές σε τυχόν πρόωρη ανάληψη των χρημάτων, πράγμα που πολλές φορές είναι αποτρεπτικό στο να μπούμε στο πειρασμό να χρησιμοποιήσουμε τα χρήματα αυτά.

Ένας τρόπος να ελέγξει κανείς και τους δύο εαυτούς του (τον σχεδιαστή και αυτόν που πράττει) είναι να προτιμήσει μετοχές οι οποίες δίνουν μερίσματα. Οι μετοχές αυτές παρόλο που δεν είναι πολύ κερδοφόρες σε σχέση με τις άλλες μετοχές που δεν δίνουν μερίσματα, είναι μία καλή λύση για τους επενδυτές οι οποίοι δεν έχουν αυτοέλεγχο. Εφαρμόζοντας ως αρχή τους να μην πειράζουν το κεφάλαιο που έχουν επενδύσει, εισπράττουν το μέρισμα το οποίο θεωρούν ως εισόδημα που σημαίνει ότι είναι προς κατανάλωση. Με αυτό τον τρόπο οι επενδυτές δεν χάνουν τον αυτοέλεγχο τους και αποταμιεύουν τα χρήματα που επιθυμούν.

5.2.12. Φαινόμενο απομόνωσης (Isolation effect)

Οι **Kahneman** και **Tversky** έδειξαν ότι οι άνθρωποι προκειμένου να αποφασίσουν μεταξύ δυο εναλλακτικών επιλογών, κατακερματίζουν τα δεδομένα των δύο αυτών επιλογών, κρατώντας μόνο τις διαφορές τους, πράγμα που πολλές φορές αλλοιώνει το αποτέλεσμα γιατί δεν έχουν ληφθεί υπόψη όλα τα δεδομένα.

Για να γίνει πιο κατανοητό ας δούμε το παρακάτω παράδειγμα. Φανταστείτε ένα παιχνίδι το οποίο αποτελείται από δύο επίπεδα. Για να περάσετε το πρώτο επίπεδο και να συνεχίσετε στο επόμενο έχετε 25% πιθανότητα (πράγμα που σημαίνει ότι υπάρχει 75% πιθανότητα να μην περάσετε στο επόμενο επίπεδο και άρα να μην κερδίσετε τίποτα). Εάν φτάσετε στο δεύτερο επίπεδο έχετε τις εξής δύο επιλογές:

A) να επιλέξετε 5.000 ευρώ σίγουρου κέρδους και

B) να επιλέξετε 6.000 ευρώ κέρδος με πιθανότητα 80%.

Η επιλογή σας πρέπει να γίνει πριν ξεκινήσετε το παιχνίδι.

Το 80% περίπου επέλεξαν το Α στο δεύτερο επίπεδο αγνοώντας τελείως το πρώτο επίπεδο και επιλέγοντας το σίγουρο κέρδος. Αν όμως λάβουμε υπόψη και το πρώτο επίπεδο, οι επιλογές Α και Β ισοδυναμούν με τις ακόλουθες:

A) 25% πιθανότητα να κερδίσετε 5.000 ευρώ και

B) $25\% \cdot 80\% = 20\%$ πιθανότητα να κερδίσετε 6.000 ευρώ

Σε αυτές τις δύο επιλογές η πλειοψηφία των ερωτηθέντων επιλέγει το Β.

Το φαινόμενο αυτό ονομάζεται φαινόμενο της απομόνωσης. Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι οι προτιμήσεις των ανθρώπων είναι αυτές που καθορίζουν τον τρόπο με τον οποίο αναλύουν τα πράγματα και καταλήγουν σε ένα δικό τους συμπέρασμα. Ο διαφορετικός τρόπος προσέγγισης και διάσπασης του προβλήματος οδηγεί σε διαφορετικές προτιμήσεις.

5.2.13. Φαινόμενο σιγουριάς (Certainty effect)

Σύμφωνα με την παραδοσιακή θεωρία, οι άνθρωποι επιλέγουν συνήθως ότι τους παρέχει τη μεγαλύτερη αναμενόμενη χρησιμότητα. Ο **Maurice Allais** απέδειξε ότι οι άνθρωποι υπερεκτιμούν ενδεχόμενα που θεωρούνται χρήσιμα από άλλα που θεωρούνται σχεδόν χρήσιμα. Το φαινόμενο αυτό καλείται φαινόμενο της σιγουριάς και οδηγεί πολλές φορές σε επιλογές που δεν έχουν τη μέγιστη αναμενόμενη χρησιμότητα.

. Έστω λοιπόν ότι σε ένα παιχνίδι σας δίνετε η δυνατότητα εάν κερδίσετε να επιλέξετε ανάμεσα στις εξής δύο επιλογές:

A) Σίγουρο κέρδος 15.000 ευρώ και

B) 12% πιθανότητα κέρδους 40.000 ευρώ, 82% πιθανότητα κέρδους 15.000 ευρώ και 6% πιθανότητα να μην κερδίσετε τίποτα.

Οι περισσότεροι από τους ερωτηθέντες απάντησαν την Α επιλογή. Έχοντας πάντα ως δεδομένο την αποστροφή τους προς τη ζημιά, οι άνθρωποι λοιπόν προτιμούν το σίγουρο κέρδος ανεξάρτητα από το ύψος ή το μέγεθος αυτού.

5.2.14. Φαινόμενο αντανάκλασης (Reflection effect)

Σύμφωνα με το φαινόμενο αυτό λειτουργεί με τον ίδιο τρόπο και στα θετικά και στα αρνητικά ενδεχόμενα. Παρατηρείται δηλαδή η ύπαρξη ενός καθρέφτη ο οποίος κατευθύνει προς την ίδια κατεύθυνση δύο θεωρητικά αντικρουόμενα ενδεχόμενα.

Για παράδειγμα, αν κάποιος επιλέξει 6.000 ευρώ σίγουρου κέρδους από κέρδος 8.000 ευρώ με πιθανότητα 80%, τότε είναι πολύ πιθανό να προτιμήσει να χάσει 8.000

ευρώ με πιθανότητα 80% από το να χάσει σίγουρο κέρδος 6.000 ευρώ. Το φαινόμενο αυτό ονομάστηκε από τον **Kahnemann** και **Tversky**, φαινόμενο της αντανάκλασης,

Κεφάλαιο 6^ο : Η Ψυχολογία του Επενδυτή

6.1. Ο ρόλος της ψυχολογίας στο χρηματιστηριακό γίγνεσθαι

Η ψυχολογία του χρηματιστηρίου είναι μία «επιστήμη». Τα βαθύτερα ψυχολογικά αίτια των επενδυτών καθώς και οι αντιδράσεις τους σε μία κατάσταση πραγματικά δεν μπορεί να προβλεφτεί. Οι λέξεις που χρησιμοποιούν στο χρηματιστήριο είναι το ίσως, πιθανόν, ενδέχεται, πιστεύω, νομίζω κ.λπ.

Ο καθένας λέει την άποψή του βασισμένος σε δικές του θεωρίες και τα δικά του πιστεύω. Έτσι όπως είναι φυσικό οι απόψεις πολλές φορές είναι εντελώς διαφορετικές μεταξύ τους.

Συχνά λένε ότι το χρηματιστήριο είναι αδιαφανές. Αν δεν ήταν, δεν θα ήταν χρηματιστήριο. Οι χρηματιστές κινούνται σε θολά νερά, που τα θολώνουν ακόμα περισσότερο οι ίδιοι με τις αναλύσεις τους. Τα μέσα μαζικής ενημέρωσης με τη σειρά τους επιδεινώνουν την εκάστοτε κατάσταση κι έτσι επικρατεί πλήρης σύγχυση.

Πολλές φορές τα γεγονότα προηγούνται των εξελίξεων, που προσπαθούν να αναλύσουν οι χρηματιστές στη συνέχεια, με δικές του εξηγήσεις ο καθένας που εφευρίσκει στα γρήγορα. Για παράδειγμα οι τιμές πέφτουν, άρα φταίει η ανεργία, ο πληθωρισμός, τα επιτόκια κ.λπ.

Η αντίδραση του κοινού σε μια συγκεκριμένη οικονομική πληροφορία δεν μπορεί να εκτιμηθεί αν θα επιδράσει αρνητικά ή θετικά. Ο **Andre Kostolany** χαρακτηρίζει την συγκεκριμένη συμπεριφορά όπως αυτή του αλκοολικού. Όπως ένας αλκοολικός κλαίει όταν ακούει καλά νέα και γελά με τα άσχημα.

Οι επενδυτές συχνά είναι απαισιόδοξοι χωρίς κάποιο ιδιαίτερο λόγο. Αυτό οφείλεται κυρίως στο χαρακτήρα των επενδυτών που δεν τους ενδιαφέρει πολύ το «παιχνίδι» του χρηματιστηρίου και αναλογίζονται πολύ τα πράγματα. Άνθρωποι χωρίς πάθος, όσοι περισσότεροι από αυτούς εισέρχονται στο χρηματιστήριο τόσο πιο ασταθές γίνεται το κλίμα στο χρηματιστήριο.

Μερικές φορές συμβαίνει να ανεβαίνουν οι τιμές στο χρηματιστήριο και ταυτόχρονα να γίνονται πολλοί μεγάλοι τζίροι. Οι αναλυτές σε τέτοιες περιστάσεις λένε ότι το χρηματιστήριο είναι σταθερό, επειδή ο υψηλός τζίρος αποδεικνύει ότι το κοινό ενδιαφέρεται για το χρηματιστήριο. Κατά την άποψη του Kostolany αυτό είναι ένα θεμελιώδες λάθος. Επισημαίνει ότι όσο πιο μεγάλος είναι ο τζίρος στο χρηματιστήριο, με αυξανόμενες τις τιμές, τόσα περισσότερα χαρτιά αλλάζουν χέρια και πάνε από τα

«δυνατά» στα «αδύναμα», δηλαδή από τους ψυχολογικά σταθερούς στους ψυχολογικά ασταθείς παίκτες. Αν όμως όλα τα χαρτιά βρίσκονται στα αδύναμα χέρια τότε να αναμένετε σίγουρα το κραχ από στιγμή σε στιγμή.

6.2. Η ψυχολογία της μάζας

«Οι μάζες έχουν πλήρη άγνοια», έγραψε ο Γκιστάβ Λε Μπον στην κλασική μελέτη του Ψυχολογία των μαζών (1895). Όμως σ' αυτή ακριβώς την ιδιότητα κρύβεται το μυστικό της δύναμης τους. Ακόμα κι αν είναι εξαιρετικά ευφυείς άνθρωποι τους κατευθύνει το συναίσθημα και όχι η λογική.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι αυτό του χρηματιστή που αποφασίζει για κάποιο λόγο να πουλήσει όλα του τα χαρτιά. Με το που εισέρχεται στο χώρο του χρηματιστηρίου διαπιστώνει ότι υπάρχει ένα κλίμα αισιοδοξίας. Αμέσως λοιπόν αλλάζει γνώμη και αντί να πουλήσει αγοράζει επιπλέον χαρτιά.

Στην Αμερική όσον αφορά σ' αυτό το ζήτημα ο «τίκερ» (ηλεκτρονικό σύστημα παρουσίασης πληροφοριών για τα χρεόγραφα) παίζει ένα μεγάλο και συχνά καθοριστικό ρόλο. Εκατοντάδες χιλιάδες, αν όχι εκατομμύρια άνθρωποι παρακολουθούν τον τίκερ που καταγράφει όλες τις συναλλαγές. Όταν ανεβαίνουν οι τιμές, οι παρατηρητές των τιμών και του όγκου συναλλαγών ετοιμάζονται να πουλήσουν χωρίς δεύτερη σκέψη. Ο τίκερ δείχνει με τις τρέχουσες τιμές τη γνώμη των μαζών και ασκεί κατ' αυτόν τον τρόπο στο μεμονωμένο άτομο μία ακατανίκητη έλξη να τις ακολουθήσει.

Ο καθοριστικός παράγοντας της βραχυπρόθεσμης τάσης του χρηματιστηρίου είναι, πέραν της ψυχολογίας, η τεχνική δομή της αγοράς. Δηλαδή αν τα αξιόγραφα βρίσκονται σε χέρια επενδυτών με γερά νεύρα ή σε χέρια που τρέμουν. Βραχυπρόθεσμα η κατάσταση της οικονομίας δεν έχει καμιά απολύτως επίδραση στις τιμές των μετοχών, στα επιτόκια και στις τάσεις του οικονομικού κλάδου.

Ο καθοριστικός παράγοντας για τη μεσοπρόθεσμη τάση του χρηματιστηρίου, εκτός από την ψυχολογία, είναι το κατώτατο επιτόκιο. Ο τόκος, δηλαδή η ρευστότητα στην αγορά κεφαλαίου, καθορίζει την προσφορά και την ζήτηση. Ο τόκος έχει άμεση επίδραση στην αγορά των δανείων. Όταν η απόδοση των δανείων είναι μικρή, τότε εισέρχονται περισσότερα ρευστά διαθέσιμα στο χρηματιστήριο. Όμως η επίδραση αυτή γίνεται αντιληπτή μόνο μεσοπρόθεσμα.

Για τις μακροχρόνιες τάσεις, όμως, η ψυχολογία δεν παίζει τόσο ουσιαστικό ρόλο. Για παράδειγμα η Siemens δεν θα είχε γίνει ποτέ αυτό που είναι, αν δεν υπήρχαν ουσιαστικοί λόγοι για να πετύχει. Δεν ήταν η ψυχολογία αυτή που έκανε τις μετοχές της εταιρίας να φτάσουν στο επίπεδο που βρίσκονται.

Καθοριστικοί λοιπόν για την συνολική τάση του χρηματιστηρίου, είναι δύο βασικοί παράγοντες :

1. Η σχέση της ποσότητας του χρήματος και της έκδοσης νέων αξιογράφων.
2. Το ψυχολογικό στοιχείο, η αισιοδοξία ή απαισιοδοξία.

Όλα τα γεγονότα, πολιτικά, οικονομικά είτε είναι σημαντικά ή ασήμαντα τώρα, στο τέλος θα καταλήξουν σε αυτά τα δυο δεδομένα. Αυτή η θεωρία έχει εκφραστεί ως μαθηματική εξίσωση, η οποία θα έπρεπε να είναι η βασική αρχή κάθε χρηματιστηριακής τάσης.

$$T (\text{τάση}) = X (\text{χρήμα}) + \Psi (\text{ψυχολογία})$$

Με τον όρο «χρήμα» εννοούμε το χρήμα που διατίθεται στο χρηματιστήριο. Όταν συνεχώς εκδίδονται μεγάλες ποσότητες από ομόλογα με υψηλά επιτόκια, όταν οι τράπεζες καταβάλλουν υψηλούς τόκους για τις προθεσμιακές καταθέσεις, τότε είναι πολύ λογικό να μην υπάρχουν μεγάλες ποσότητες χρηματικών διαθεσίμων για την αγορά μετοχών. Με λίγα λόγια, ο παράγοντας «χρήμα» εξαρτάται από το μακροχρόνιο ύψος των επιτοκίων.

Αντίθετα, ο παράγοντας «ψυχολογία», αν τον δει κανείς με προσοχή, είναι το άθροισμα ενός μεγάλου αριθμού διαφορετικών παραγόντων μικρότερης σπουδαιότητας. Για παράδειγμα ας υποθέσουμε ότι μειώνονται τα κέρδη και τα μερίσματα μίας εταιρίας, ότι οι φόροι αυξάνονται κ.λπ. , ότι έχουμε δηλαδή ένα πλήθος αρνητικών παραγόντων. Οι επενδυτές μπορεί να εκτιμούν το μέλλον με αισιοδοξία και να δέχονται τα γεγονότα αυτά με θετική πλευρά και ότι είναι παροδικά. Ο παράγοντας «ψυχολογία» στη συγκεκριμένη περίπτωση παραμένει θετικός σε αντίθεση με τα αρνητικά γεγονότα. Ο πόλεμος ή ειρήνη δεν είναι τόσο καθοριστικοί παράγοντες για το χρηματιστήριο όσο η ψυχολογική αντίδραση των επενδυτών σε τέτοιες καταστάσεις.

Το πώς αξιολογεί κανείς τη σχέση τιμής-κέρδους μίας μετοχής (στην Αμερική αυτό λέγεται «price earning ratio») είναι καθαρά ψυχολογικό θέμα. Μπορεί να τύχει οι αναλυτές να δίνουν εκδοχές εντελώς αντίθετες μεταξύ τους για την ίδια μετοχή. Άλλοτε την θεωρείτε υποτιμημένη και άλλοτε υπερτιμημένη με βάση την κρίση των αναλυτών που εξαρτάται από ψυχολογικούς παράγοντες.

Εκείνοι που θεωρούν τη σχέση τιμή-κέρδους ως απλά μαθηματικά του τύπου «ένα κι ένα κάνουν δύο» δεν θα έπρεπε ποτέ να αγοράσουν μετοχές. Το πόσο λάθος κάνουν με αυτή την αντίληψη τους διαπιστώνεται καλύτερα με τις εταιρίες εκείνες που λειτουργούν με ζημιά. Σύμφωνα με τους αναλυτές δεν θα έπρεπε κανείς να αγγίζει αυτά τα αξιόγραφα, επειδή θεωρητικά βρίσκονται στη σχέση τιμής-κέρδους υπό το μηδέν. Τα πιο ενδιαφέροντα χρηματιστηριακά «χτυπήματα» γίνονται συχνά με μετοχές τέτοιων εταιριών. Αγοράζεις λοιπόν τις μετοχές τους που λειτουργούν με ζημιά κι όταν αυτές οι εταιρίες πραγματοποιούσαν πάλι κέρδη (στα αγγλικά αυτό λέγεται «turn around situation», δηλαδή θεαματική μεταβολή προς το καλύτερο), οι τιμές των μετοχών τους όδευαν με μεγάλη ταχύτητα προς την κορυφή.

Οι τιμές των μετοχών αντανακλούν την πραγματική τους αξία μόνο σε εξαιρετικές περιπτώσεις, διαφορετικά αντανακλούν τη σχέση της προσφοράς και της ζήτησης. Ανεξάρτητα από πού προέρχεται η προσφορά, όταν έρχεται οι τιμές των μετοχών πέφτουν.

Αυτός ο ισχυρισμός είναι εξίσου λογικός όσο λογικός θα ήταν και ο ακόλουθος : αν ανέβουν τα μερίσματα των μετοχών πετρελαίου, τότε οι τιμές των μετοχών αυτών θα πάνε στα ύψη. Όμως οι αγορές και οι πωλήσεις δεν πραγματοποιούνται μόνο όταν πίσω τους υπάρχουν καλά θεμελιωμένοι συλλογισμοί. Κατά συνέπεια αυτού οι τιμές ταλαντεύονται αποκλειστικά υπό την πίεση της προσφοράς και της ζήτησης.

Αρκετά ενδιαφέρον θα παρουσίαζε μια έρευνα σχετικά με τους λόγους που παρακίνησαν τους εκάστοτε επενδυτές είτε να αγοράσουν είτε να πουλήσουν. Οι λόγοι θα μπορούσαν να καλύψουν ένα ευρύ φάσμα. Κάποιος θα πουλούσε τα χαρτιά του επειδή είχε κάποια υποχρέωση να εξοφλήσει, άλλος πάλι επειδή θέλει να αγοράσει αυτοκίνητο, ένας τρίτος θα ήθελε να παντρέψει την κόρη του, ένας τέταρτος θα πουλούσε τα χαρτιά του με την ελπίδα να τα αγοράσει στη συνέχεια σε χαμηλότερη τιμή. Ένας άλλος θα ήθελε να αγοράσει χαρτιά γιατί πούλησε ένα διαμέρισμα και έχει αρκετό ρευστό να διαθέσει ή επειδή πούλησε όλα του τα χαρτιά σε υψηλότερη τιμή και θέλει να τα επαναγοράσει.

Με αυτή την θέση μπορεί κανείς εύκολα να οδηγηθεί εις άτοπον (ad absurdum). Ας υποθέσουμε ότι μια αξία αυξάνεται μέχρι το επίπεδο εκείνο που υπολόγιζε ο επενδυτής. Με αυτόν τον τρόπο όμως φτάνει σε μια επικίνδυνη ζώνη. Υπάρχουν λίγοι μόνο που ενδιαφέρονται να αγοράσουν και εκείνοι που έχουν ήδη τα χαρτιά προσπαθούν τώρα με τις αναμενόμενες υψηλές τιμές να τα ξεφορτωθούν για να εξασφαλίσουν τα κέρδη τους. Τότε αυτό που πραγματικά συμβαίνει είναι ότι θέλουν να

περάσουν όλοι μαζί ταυτόχρονα από μία και μοναδική πόρτα. Κι έτσι επέρχεται η πτώση των τιμών.

Το φαινόμενο αυτό μπορεί να εξελιχθεί και με τον αντίστροφο τρόπο. Ας πάρουμε λοιπόν μια μετοχή που η εταιρία παρουσιάζει σοβαρές οικονομικές δυσκολίες, η τιμή της κανονικά θα έπρεπε να πέσει και να κινηθεί σε χαμηλό επίπεδο. Ωστόσο η τιμή της διατηρείται σε υψηλά επίπεδα παρά τις κακές ειδήσεις.

Στην γλώσσα του χρηματιστηρίου αυτό το φαινόμενο αποκαλείται «fait accompli», ολοκληρωμένο γεγονός. Παρουσιάζεται επειδή πολλοί επενδυτές έχουν πουλήσει τα χαρτιά τους σε ανθρώπους που θεωρούν βέβαιη την χρεοκοπία της εταιρίας και γι' αυτό το λόγο έχουν διαφορετικές προθέσεις. Όσοι κερδοσκοπούν με την πτώση των τιμών βρίσκουν την ευκαιρία να εξασφαλίσουν το κέρδος τους. Αγοράζουν λοιπόν μετοχές κι επιτυγχάνουν την άνοδο των τιμών. Πολλές φορές έχει συμβεί ομόλογα και μετοχές εταιριών που βρίσκονται στα πρόθυρα της χρεοκοπίας ή είχαν ήδη χρεοκοπήσει να διατηρούν σε σχετικά υψηλά επίπεδα τις τιμές τους πριν να πέσουν τελείως χαμηλά. Όταν υπολογίζει κανείς ότι θα πέσουν οι τιμές, τότε συμβαίνει ακριβώς το αντίθετο: αυτό είναι το «fait accompli».

Ο **Kostolany** είχε δώσει το παράδειγμα σχετικά με το θέμα, το παράδειγμα του άνδρα που περπατάει παρέα με το σκύλο του. Ο άνδρας που περπατά με σταθερό βήμα είναι η οικονομία. Ο σκύλος απεικονίζει τα αξιόγραφα. Φανταστείτε λοιπόν τον άνδρα να περπατά με σταθερό βήμα και τον σκύλο να τρέχει μπρος πίσω, δεξιά αριστερά και να επιστρέφει ξανά στον κύριο του. Έπειτα να τρέχει πάλι μπροστά και να επιστρέφει, η κίνηση του αυτή λοιπόν αναπαριστά την πορεία των αξιογράφων. Προχωρούν και οι δύο, και ο άνδρας και ο σκύλος. Τελικά φτάνουν μαζί στον προορισμό τους. Ενώ ο άνδρας περπάτησε ένα χιλιόμετρο, ο σκύλος έκανε τον ίδιο δρόμο τρεις ή τέσσερις φορές. Το ίδιο συμβαίνει και με τις κινήσεις του χρηματιστηρίου, ενώ προπορεύεται, επανέρχεται και συνοδεύει την οικονομική επέκταση.

Οι δύο ουσιαστικοί παράγοντες, η ψυχολογία της μάζας και η χρηματοπιστωτική κατάσταση δεν επιδρούν ταυτόχρονα. Η χρηματαγορά και η οικονομική ζωή βρίσκονται σε στενή συνάρτηση. Όμως ότι είναι ευνοϊκό για την επιχειρηματική ζωή συχνά δεν είναι ευνοϊκό για το χρηματιστήριο.

Οι παράγοντες χρήμα και φαντασία καθορίζουν περισσότερο την γενικότερη τάση του χρηματιστηρίου και όχι την τάση των επιμέρους μετοχών. Υπάρχουν βέβαια πάντα και οι εξαιρέσεις. Η τιμή μιας μετοχής μπορεί να ανέβει ακόμα κι όταν υπάρχει κλίμα απαισιοδοξίας, αν υπάρχουν ουσιαστικοί και σημαντικοί λόγοι γι' αυτό. Αυτό

μπορεί να συμβεί με αργούς ρυθμούς επειδή η μετοχή κατά κάποιο τρόπο πηγαίνει αντίθετα στο ρεύμα. Υπάρχει περίπτωση βέβαια να συμβαίνει και το αντίστροφο : όταν οι βασικοί λόγοι υποδεικνύουν αισιόδοξο κλίμα υπέρ μιας μετοχής, τότε η μετοχή θα ανέβει πολύ πιο γρήγορα απ' ό τι οι άλλες. Μπορεί όμως μια μετοχή να πέσει πάρα πολύ λόγω των βασικών αρχών που ισχύουν στην περίπτωση της, ακόμα κι αν η αγορά είναι στη συνολική της εικόνα αισιόδοξη.

Το σύνολο του χρηματιστηρίου λοιπόν έχει μια τάση και οι μετοχές έχουν την δική τους λόγω των βασικών αρχών. Οι βασικές αρχές είναι σαφώς πολύ σημαντικές, όμως ενάντια στο ισχυρό ρεύμα της επενδυτικής κίνησης δεν είναι δυνατόν να επικρατήσουν πλήρως.

Πολύ συχνά η εξέλιξη των τιμών είναι αντίθετη στη θεμελιώδη κατεύθυνση. Τότε η οικονομική ευφορία φέρνει υψηλά επιτόκια και μικρή ρευστότητα επειδή οι ίδιες οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τα ρευστά διαθέσιμα τους για άμεσες επενδύσεις. Έτσι με αυτό τον τρόπο ανεβαίνει το χρηματιστήριο παρά την οικονομική ύφεση και τα κέρδη και τα μερίσματα των εταιριών τα οποία είναι μηδαμινά. Σε μια περίοδο αναγέννησης της οικονομίας, όταν εμπόριο και βιομηχανία ανθούν και τα διαθέσιμα κεφάλαια χρησιμοποιούνται για επεκτάσεις, η Κεντρική Τράπεζα επιβάλλει περιοριστικά μέτρα ώστε να αποφευχθεί η ανατροπή των ισορροπιών της οικονομίας.

Η ισορροπία αυτή επιτυγχάνεται με τη σωστή διαχείριση της ποσότητας του χρήματος που κινείται στην αγορά είτε με την αύξηση του προεξοφλητικού επιτοκίου είτε με την μη έγκριση των πιστώσεων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Είναι ολοφάνερο ότι οι τιμές των μετοχών δεν ανταποκρίνονται ποτέ στην πραγματική τους αξία. Είναι πάντοτε υψηλότερες ή χαμηλότερες. Μία μετοχή όμως θα μπορούσαμε να πούμε ότι έχει μετρήσιμη αξία; Αν συνέβαινε αυτό, τότε θα μπορούσαμε με ακρίβεια να υπολογίζουμε την αξία της μετοχής και κατ' επέκταση της εταιρίας. Έτσι δεν θα υπήρχε χρηματιστήριο. Θα υπήρχε μια σταθερή τιμή για όλες τις μετοχές, η οποία θα υπολογιζόταν με τη βοήθεια ηλεκτρονικού υπολογιστή. Κάτι τέτοιο όμως δεν ισχύει, και γι' αυτό τον λόγο καμία θεωρία που θέλει να προβλέπει την τάση του χρηματιστηρίου μέσω ηλεκτρονικού υπολογιστή δεν είναι σωστή.

Η εκτίμηση μιας μετοχής εξαρτάται από τα μεμονωμένα άτομα, ο ίδιος άνθρωπος μπορεί να έχει διαφορετική άποψη κάθε μέρα. Την κρίση του την επηρεάζουν πολλοί παράγοντες. Η καλή ή κακή διάθεση του αγοραστή και τα προσωπικά του προβλήματα είναι ένα παράδειγμα.

Δεν ισχύει όμως το ίδιο όταν κάποιος θέλει να εκτιμήσει την γενικότερη τάση του χρηματιστηρίου. Η διάθεση που επικρατεί στο χρηματιστήριο είναι θέμα της συμφωνίας μεταξύ των παικτών, στο αν το κλίμα θα είναι θετικό ή αρνητικό. Αυτό το λεγόμενο χρηματιστηριακό κλίμα που δημιουργείται από αυτή τη συμφωνία παίζει καθοριστικό ρόλο στην εξέλιξη των τιμών.

Είναι δύσκολο βέβαια να πει κανείς πως δημιουργείται μια συγκεκριμένη διάθεση. Κι αυτό συμβαίνει επειδή η διάθεση δεν έχει να κάνει με το μέλλον αλλά με το παρόν. Την απαισιοδοξία ή την αισιοδοξία την καθορίζουν ποικίλοι παράγοντες, οικονομικοί, πολιτικοί, δυσπιστία ή εμπιστοσύνη απέναντι στην εκάστοτε κυβέρνηση και την οικονομική πολιτική της. Αυτοί οι παράγοντες όμως δεν μπορούν να αξιολογηθούν με αντικειμενικό τρόπο από όλους.

Αυτό που αποκαλείται κλίμα ή διάθεση του χρηματιστηρίου δεν ακολουθεί καμία λογική και συνέχεια εκπλήσσει ακόμα και τους ειδικούς. Η λογική του χρηματιστηρίου δεν έχει καμία σχέση με την λογική της καθημερινής ζωής.

Ο κόσμος λέει : ανεβαίνει το χρηματιστήριο, έρχεται το κοινό – πέφτει το χρηματιστήριο, φεύγει το κοινό. Αν παίρναμε κατά γράμμα αυτή τη φράση, δεν θα έπρεπε καν να μιλάμε για την «ψυχολογία του χρηματιστηρίου», επειδή το χρηματιστήριο είναι ψυχολογία.

6.3. Η Θεωρία της Κυκλικής Εξέλιξης των Τιμών

Κάθε χρηματιστηριακός κύκλος αποτελείται από τρεις φάσεις :

1. την φάση της διόρθωσης
2. την φάση της προσαρμογής ή συνοδείας
3. την φάση της υπερβολής

Ας πάρουμε για παράδειγμα μία ανοδική κίνηση. Κατά τη διάρκεια της νέας πρώτης φάσης η τιμή που είχε πέσει χαμηλά διορθώνεται φτάνοντας σε ένα επίπεδο το οποίο είναι κατά κάποιο τρόπο ρεαλιστικό και δικαιολογημένο. Στη δεύτερη φάση η τιμή εξελίσσεται παράλληλα με τα τρέχοντα γεγονότα. Αν αυτά δεν είναι ευνοϊκά για τη μετοχή, τότε η τιμή της δικαιολογημένα υποχωρεί. Αν πάλι τα γεγονότα είναι θετικά, η τιμή της μετοχής ανεβαίνει. Σ' αυτή τη δεύτερη φάση υπάρχει ο κίνδυνος η ευνοημένη από τα θετικά γεγονότα τιμή της μετοχής να περάσει αυτόματα στην τρίτη φάση. Σε αυτή τη φάση της αγοράς των αισιόδοξων επενδυτών οι τιμές εκτινάσσονται στα ύψη. Οι τιμές και οι διαθέσεις εξελίσσονται αμοιβαία. Οι αυξημένες τιμές δημιουργούν καλή

διάθεση, η αισιοδοξία δεν έχει πια όρια και γίνεται ευφορία και αυτή ωθεί τις τιμές ακόμα πιο ψηλά. Οι τιμές πια καθορίζονται αποκλειστικά από την μαζική υστερία.

Στην κυκλική κίνηση μιας πτώσης των τιμών οι χαμηλές τιμές υποδηλώνουν στην τρίτη φάση ένα κλίμα απαισιοδοξίας, το οποίο πιέζει στη συνέχεια τις τιμές και έχει ως συνέπεια την κατακόρυφη πτώση τους. Αυτό το κύμα πτώσης ή ανόδου των τιμών διαρκεί μέχρις ότου ένα ψυχολογικό «ηλεκτροσόκ» σπάσει αυτό το φαύλο κύκλο προς τη μία ή την άλλη κατεύθυνση.

Όταν όμως το «ηλεκτροσόκ» δεν έρχεται, αν και υπάρχουν ήδη επιχειρήματα προς την αντίθετη κατεύθυνση, τότε αυτή η τελευταία καθαρά ψυχολογική φάση εξαντλείται σιγά σιγά. Και μια ωραία πρωία η τάση της αγοράς αλλάζει χωρίς να υπάρχει προειδοποίηση, προς μεγάλη έκπληξη του επενδυτικού κοινού κι ακόμα περισσότερο των ειδικών που δεν ήταν προετοιμασμένοι για μια τέτοια αλλαγή. Έτσι αρχίζει η κυκλική αντίστροφη πορεία (στην περίπτωσή μας η διόρθωση, η προσαρμογή και η υπερβολή σε πτωτική πορεία). Στο χρηματιστήριο αυτή είναι η αιώνια περιστροφή.

Στην τρίτη φάση, δηλαδή την φάση της υπερβολής σε μία πτωτική αγορά ένας κερδοσκόπος πρέπει να αγοράσει και να μην φοβηθεί ακόμα κι αν οι τιμές συνεχίζουν να πέφτουν. Στην πρώτη φάση της ανοδικής κίνησης θα έπρεπε να συνεχίζει να αγοράζει, επειδή το χαμηλότερο σημείο της τιμής έχει ξεπεραστεί. Στη δεύτερη φάση θα έπρεπε τελικά να παραμείνει μόνο θεατής, να παρακολουθεί μόνο και να περιμένει να πουλήσει κατά την τρίτη φάση όπου επικρατεί ευφορία στην αγορά. Αυτό σημαίνει ότι κατά τη διάρκεια της κυκλικής κίνησης του χρηματιστηρίου πρέπει να πηγαίνει κανείς κατά τα 2/3 ενάντια στην τάση και κατά το 1/3 σύμφωνα με την τάση.

Είναι βέβαια πολύ δύσκολο για έναν κερδοσκόπο να πάει ενάντια στη φάση της υπερβολής. Δεν του είναι καθόλου εύκολο να κινηθεί αντίθετα από τους ειδικούς και τα μέσα μαζικής ενημέρωσης που συμβουλεύουν τους άλλους να πουλήσουν (και το αντίστροφο). Γιατί ακόμα κι εκείνος που γνωρίζει πολύ καλά τη συγκεκριμένη θεωρία και θα ήθελε φυσικά να ακολουθήσει, αλλάζει σχεδόν πάντα γνώμη την τελευταία στιγμή, πιεσμένος από την μαζική ψύχωση. Λέει στον εαυτό του ότι: θα έπρεπε στ' αλήθεια να μπω τώρα στο παιχνίδι κι ότι αυτή τη φορά η κατάσταση είναι διαφορετική. Αργότερα βέβαια αποδεικνύεται ότι κι αυτή τη φορά η αντικυκλική αντίδραση θα ήταν καλύτερη. Πρέπει να είναι κανείς πολύ εκπαιδευμένος, κυνικός και υπερόπτης για να ξεφύγει από την μαζική υστερία. Σίγουρα το να χαρακτηρίζεται κανείς από τέτοια στοιχεία δεν είναι και ότι καλύτερο, όμως είναι πολύ χρήσιμα για να μπορέσει κάποιος

να σκεφτεί ανεξάρτητα για να φτάσει στην επιτυχία. Γι' αυτό το λόγο στο χρηματιστήριο μόνο ένα μικρό ποσοστό ανθρώπων μπορεί να κερδοσκοπεί με επιτυχία.

Όποιος θέλει να προβλέψει τις τιμές των μετοχών ή γενικότερα την τάση του χρηματιστηρίου είναι ή βλάκας ή τσαρλατάνος ή και τα δύο ταυτόχρονα. Μόνο η μεγάλη εμπειρία χαρίζει σε κάποιον αυτό που αποκαλούμε «έκτη αίσθηση» στο χρηματιστήριο. Ακόμα όμως κι ο πιο έμπειρος κερδοσκόπος μπορεί να κάνει λάθος. Άλλωστε σε αυτά τα λάθη οφείλει και την εμπειρία του. Ένας κερδοσκόπος που δεν έχει χρεοκοπήσει τουλάχιστον δυο φορές στη ζωή του δεν είναι άξιος να λέγεται κερδοσκόπος.

Κεφάλαιο 7^ο : Χρηματιστηριακές Κρίσεις

7.1. Εισαγωγή

Οι ψυχολογικές αντιδράσεις των μαζών εξαπλώνονται όπως οι ασθένειες. Όταν κάποιος βήξει, αμέσως βήχουν όλοι. Αυτό το πράγμα κατά κάποιο τρόπο συμβαίνει και στο χρηματιστήριο.

Η κοινή γνώμη συνειδητοποιεί την παρουσία του χρηματιστηρίου από τους τίτλους των εφημερίδων που επισημαίνουν τις απώλειες από την πτώση των τιμών ή μάλλον από το χρηματιστηριακό κραχ.

Το χρηματιστηριακό κραχ είναι μία πολύ αισθητή πραγματικότητα για την υγεία του κερδοσκόπου και μάλιστα γίνεται περισσότερο αισθητή όσο πιο ξαφνικά συμβαίνει. Οι τιμές κινούνται ομαλά, παρουσιάζουν ανοδική πορεία πώληση με την πώληση χωρίς να τους δίνει κανείς καμία ιδιαίτερη προσοχή, ενώ το χρηματιστηριακό κραχ είναι προ των πυλών. Έρχεται ξαφνικά και καταστρέφει τις περιουσίες.

Η κατάσταση του χρηματιστηρίου είναι ικανοποιητική όταν το κλίμα είναι σταθερό. Όταν όλα πάνε καλά ο κύριος κερδοσκόπος εισπράττει τα κέρδη του ικανοποιημένος. Του φαίνεται πολύ φυσικό να συμβαίνει αυτό και δεν του περνά καν απ' το μυαλό ότι μπορεί να συμβεί το αντίθετο. Κι όταν το χρηματιστηριακό κραχ έρθει στην πραγματικότητα τότε νιώθει βαθιά θλίψη και αδικημένος από την μοίρα. Το κέρδος αποτελεί την ψευδαίσθηση τώρα και η απώλεια την σκληρή πραγματικότητα.

Την ιστορία του χρηματιστηρίου τη χαρακτηρίζει η εναλλαγή μεταξύ καλών και κακών περιόδων: τα μπουμ και τα κραχ του χρηματιστηρίου. Τα δυο τους αποτελούν αχώριστο ζευγάρι. Τα μπουμ φουσκώνουν στην περίοδο της άνθισης αργά αργά σαν μπαλόني. Και τότε, εντελώς ξαφνικά, το μπαλόني γίνεται τεράστιο και μπορεί να σκάσει από το τσίμπημα μιας βελόνας. Υπάρχει ένας νόμος στην κερδοσκοπία: δεν υπάρχει κραχ στο οποίο δεν προηγήθηκε ένα «μπουμ», και δεν υπάρχει «μπουμ» που να μην τελειώνει με ένα χρηματιστηριακό κραχ.

Οι Γάλλοι δανείστηκαν τη γερμανική λέξη «κραχ» (θόρυβος) για τη χρηματιστηριακή χρεοκοπία, την οποία προφέρουν «κρακ». Οι Άγγλοι χρησιμοποιούν το «crash».

Ακόμα και σήμερα οι επενδυτές δεν μπορούν να ξεχάσουν τα χρηματιστηριακά κραχ του παρελθόντος που τους συντάραξαν για τα καλά.

7.2. Το χρηματιστηριακό κραχ της 19^{ης} Οκτωβρίου 1987

Κατά την διάρκεια του καλοκαιριού του '87 τα επιτόκια άρχισαν να ανεβαίνουν με σταθερό ρυθμό, αν και δεν υπήρχε λόγος για κάτι τέτοιο. Η αισιοδοξία όμως ήταν πολύ περισσότερη απ' ό,τι τα ανερχόμενα επιτόκια και οι τιμές ανέβαιναν με ραγδαίο ρυθμό στα ύψη. Αυτό συμβαίνει κι όταν η αγορά κυλάει κανονικά. Στη συνέχεια όμως η Federal Reserve, η αμερικανική Κεντρική Τράπεζα, έσφιξε περισσότερο τον κλοιό γύρω από τα επιτόκια ως αποτέλεσμα της πολιτικής της Κεντρικής Τράπεζας της Γερμανίας που υπό τη διεύθυνση του κυρίου Σλέσινγκερ καθόριζε υψηλά επιτόκια για την καταπολέμηση του πληθωρισμού. Αυτό ήταν το τσίμπημα της βελόνας που έσκασε το φουσκωμένο μπαλόνι.

Ήταν φυσικό, καθώς τα επιτόκια ανέβαιναν, ότι ο αέρας θα έβγαινε από μόνος του σε μερικούς μήνες από το μπαλόνι. Μία πτώση κατά 25% ως αντίδραση σε τιμές που έχουν αγγίξει την κορυφή, σε μια πενταετή ανοδική πορεία δεν είναι τίποτα το καινούργιο. Όμως η βύθιση του δείκτη Dow Jones κατά 500 μονάδες (22%) σε μία μέρα ήταν μεγάλη έκπληξη για όλους.

Οι τιμές από τον Ιούλιο-Αύγουστο που ήταν σε αρκετά υψηλό επίπεδο είχαν σταδιακά αρχίσει να πέφτουν. Το ότι ήρθε όμως το χρηματιστηριακό κραχ τόσο ξαφνικά οφείλεται σε μια σειρά από γεγονότα. Καταρχάς, υπήρχε η αλαζονεία των τυχοδιωκτών παικτών στο Σικάγο. Εκεί μπορούσε κανείς βάζοντας μόνο 5% του ποσού να παίζει με συμβόλαια ύψους εκατομμυρίων.

Το εμπόριο με τα συμβόλαια επί των χρηματιστηριακών δεικτών είναι ένα από τα πιο μπερδεμένα παιχνίδια με τα οποία οι διαφθορείς παρασύρουν το κοινό στο μεγάλο καζίνο που μεταβάλλει το χρηματιστήριο. Εκτός από τους θεσμικούς επενδυτές οι μικροί παίκτες είναι αυτοί που κυρίως καταλαμβάνουν ένα μεγάλο τμήμα της αγοράς. Ο δείκτης δεν είναι τίποτα άλλο παρά η μέση τιμή. Δείκτες πάντα υπήρχαν, όμως το εμπόριο τους αποτελεί εφεύρεση των χρηματιστών του Σικάγο, οι οποίοι έβγαλαν πολλά χρήματα με προθεσμιακές αγοραπωλησίες εμπορευμάτων κατά την διάρκεια του μακροχρόνιου πληθωρισμού. Καθώς το εμπόριο με τις πρώτες ύλες έφτανε στο τέλος του, μιας και ο πληθωρισμός είχε καταπολεμηθεί με επιτυχία, οι χρηματιστές ξεκίνησαν τη νέα επιχείρηση με τα συμβόλαια επί των χρηματιστηριακών δεικτών. Ένα τέτοιο συμβόλαιο αποτελείται από 500 διαφορετικές μετοχές ύψους 170.000 δολαρίων περίπου (σύμφωνα με την μέτρηση του Ιουλίου του 1990). Για να παίζει κανείς σ' αυτό το παιχνίδι χρειαζόταν μόνο 10.000 δολάρια. Στη γλώσσα των

τραπεζιτών θα έλεγε κανείς ότι οι μετοχές αγοράστηκαν με πίστωση 94%. Αυτό το γεγονός είναι πολύ σπάνιο, δεν υπήρχε καν ούτε στα εύφορα χρηματιστήρια της δεκαετίας του '20 , όπου έπρεπε να βάλει κανείς τουλάχιστον ένα 10% της αξίας των μετοχών που αγόραζε.

Οι επενδυτές λοιπόν δεν μπορούν μόνοι τους να υπολογίσουν την αξία ενός συμβολαίου που όπως αναφέραμε παραπάνω αποτελείται από 500 διαφορετικές μετοχές. Με αυτό τον τρόπο δίνεται η ευκαιρία στους επαγγελματίες να υπολογίζουν τα πάντα μέσω ηλεκτρονικού υπολογιστή. Ο επενδυτής αντιδρά σύμφωνα με τις ενδείξεις του ηλεκτρονικού υπολογιστή ο οποίος παίρνει ένα δείγμα 50 με 100 μετοχών και παρουσιάζει την τιμή τους.

Αν, για παράδειγμα, το συμβόλαιο επί του χρηματιστηριακού δείκτη βρίσκεται κατά μισή ποσοστιαία μονάδα υψηλότερα απ' ότι οι τιμές των μετοχών τότε την ίδια χρονική στιγμή ο εμπορευόμενος πουλάει το συμβόλαιο αυτό και αγοράζει μετοχές. Αν αντίθετα το συμβόλαιο βρίσκεται κατά μισή ποσοστιαία μονάδα χαμηλότερα από το σημείο που θα έπρεπε να είναι, αγοράζει συμβόλαια επί χρηματιστηριακών δεικτών και πουλάει μετοχές. Αυτό τότε ονομάζεται αρμπιτράζ θέσης, επειδή οι μετοχές ποτέ δεν λαμβάνονται ούτε παραδίδονται. Αυτή η ιστορία βασίζεται στο γεγονός ότι όλες αυτές οι μικρές διαφορές εξομοιώνονται πάρα πολύ γρήγορα. Όταν όμως οι τιμές των μετοχών έπεφταν λόγω της αύξησης των επιτοκίων οι παίκτες χρειάστηκε να βάλουν περισσότερα χρήματα, επειδή η πτώση των τιμών σχεδόν εξαφάνισε την κάλυψη του 5%. Αν τα χρήματα δεν καταβληθούν αμέσως τότε θα υπάρχει πρόβλημα. Αυτό ήταν και το πρώτο κύμα μαζικών πωλήσεων.

Ο δεύτερος τεχνικός λόγος για το κραχ της 19^{ης} Οκτωβρίου του 1987 ήταν οι πανέξυπνοι χρηματοοικονομικοί μάνατζερ των μεγάλων οργανισμών, οι λεγόμενοι golden boys (χρυσά αγόρια). Οι golden boys οι οποίοι ήταν αυτοί που αποφάσιζαν για τα δισεκατομμύρια μετοχών που βρίσκονταν στο χαρτοφυλάκιο τους θέλησαν να ασφαλίσουν τα χαρτοφυλάκια τους λόγω φόβου. Οι φόβοι τους μάλιστα βγήκαν αληθινοί μιας και μόνο στη Νέα Υόρκη έχασαν την δουλειά τους 60.000 από αυτούς μετά το κραχ. Επειδή φοβήθηκαν λοιπόν πούλησαν στο Σικάγο έναντι δισεκατομμυρίων δολαρίων στην προθεσμιακή αγορά επί των χρηματιστηριακών δεικτών ρίχνοντας τις τιμές κατακόρυφα.

Αυτή η λεγόμενη ασφάλιση χαρτοφυλακίου (portfolio insurance) αρχικά είχε εκπονηθεί για μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τα οποία ήθελαν να προστατευθούν

από μια πιθανή πτώση του χρηματιστηρίου. Δεν πούλησαν όμως τις μετοχές αλλά τους ίδιους τους δείκτες. Κι όπως ήταν φυσικό η αντίδραση ήταν αλυσιδωτή.

Όσο πιο χαμηλά έπεφταν οι τιμές, τόσο περισσότερα συμβόλαια υπήρχαν προς πώληση. Η αγορά πήρε ουσιαστικά την κατηφόρα εξαιτίας της αύξησης των επιτοκίων. Το γεγονός ότι εξελίχθηκε σε κραχ οφείλεται στο παιχνίδι που έγινε στο Σικάγο. Στη συνέχεια ακολούθησαν οι μικρομέτοχοι οι οποίοι πούλησαν και αυτοί με την σειρά τους και ύστερα απ' αυτό το κοινό κατελήφθη στο μεγαλύτερο μέρος του από πανικό. Όταν το κοινό βλέπει μια βουτιά του δείκτη Dow Jones 500 μονάδων τρέχει πανικόβλητο να ξεπουλήσει ολόκληρο το χαρτοφυλάκιο του. Πολλοί αναλυτές έκαναν λόγο για «τρέλα, χάος, πανικό, ψύχωση». Ψυχολόγοι, ειδικευμένοι σ' αυτόν τον τομέα, είδαν τις θεωρίες τους να επιβεβαιώνονται. Τη θέση που κατείχε η λογική μέχρι εκείνη τη στιγμή την είχε καταλάβει για τα καλά η υπερβολική απαισιοδοξία. Το κραχ όμως ήρθε από την αλαζονεία των ανθρώπων κι όχι από κάποια σκοτεινή δύναμη.

Σε εποχές οικονομικής άνθισης οι επενδυτές γίνονται ιδιαίτερα αλαζόνες και μέσα στην ευφορία και την ικανοποίηση που τους διακατέχει δεν βλέπουν ότι το μπαλόνι μπορεί να σκάσει. Το τσίμπημα της βελόνας έρχεται πάντα, όπως λέμε ότι, ότι ανεβαίνει, κατεβαίνει. Ένας κύκλος όπως η παλίρροια και η άμπωτη, με μία διαφορά όμως: οι ωκεανογράφοι μπορούν να υπολογίσουν με ακρίβεια δευτερολέπτου την παλίρροια και την άμπωτη.

7.3. Το Χρηματιστηριακό Κραχ της 29^{ης} Οκτωβρίου 1929

Το κραχ της 29^{ης} Οκτωβρίου 1929 έμεινε στην ιστορία όχι για το μέγεθος της πτώσης την «Μαύρη Τρίτη» αλλά για την μετέπειτα οικονομική κρίση που έφερε. Ήταν μια κρίση τόσο βαθιά που μετονομάστηκε Great Depression. Ο αντίκτυπος της χρηματιστηριακής πτώσης έγινε τόσο εμφανής στην πραγματική οικονομία των Η.Π.Α. που οδήγησε μία ολόκληρη γενιά σε οικονομικό μαρασμό. Χιλιάδες επιχειρήσεις κατέρρευσαν, τράπεζες αφανίστηκαν σε μερικές μόνο ημέρες, επενδύσεις και περιουσίες.

Το δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1920 ήταν μια περίοδος εντυπωσιακής οικονομικής προόδου, με τις Ηνωμένες Πολιτείες να δρέπουν τους καρπούς της μεταπολεμικής ανάκαμψης και της τεχνολογικής ανάπτυξης. Μεταξύ 1919 και 1929 ο αριθμός των αυτοκινήτων στους αμερικανικούς δρόμους υπερτριπλασιάστηκε, οι πωλήσεις των ραδιοφώνων αυξήθηκαν από 60.000.000 δολάρια το 1922 σε

843.000.000 δολάρια, 7 χρόνια αργότερα. Η ανάπτυξη φαινόταν να μη σχετίζεται με τη δημιουργία κάποιας χρηματιστηριακής φούσκας (financial bubble). Αντίθετα, μερίδα ιστορικών υποστήριζε πως οι βιομηχανίες βοηθούσαν η μία την άλλη να δημιουργήσουν αυθεντική οικονομική ανάπτυξη: οι πωλήσεις αυτοκινήτων ενίσχυαν τους παραγωγούς ελαστικών, τους κατασκευαστές οδών και τους εργαζόμενους στη μεταλλουργία. Όλα ήταν μια δημιουργική αλυσίδα. Την περίοδο του κραχ η Νέα Υόρκη είχε αναδειχθεί σε σημαντική χρηματοοικονομική μητρόπολη. Το χρηματιστήριό της ήταν το μεγαλύτερο του κόσμου. Η δεκαετία του '20 βρήκε την πόλη να ευημερεί και να διαθέτει ρευστό. Ο κόσμος είχε πειστεί πως η ανοδική πορεία της αγοράς θα διατηρούνταν. Από το 1921 έως το 1929 ο Dow Jones εκτινάχθηκε από τις 60 μονάδες στις 400. Από τη μια στιγμή στην άλλη δημιουργήθηκαν νέοι εκατομμυριούχοι. Η επένδυση στο χρηματιστήριο έγινε σύντομα το αγαπημένο χόμπι των Αμερικανών. Οι επενδυτές έβαζαν υποθήκη τα σπίτια τους ή επένδυαν τις αποταμιεύσεις μιας ζωής σε «καυτές» μετοχές. Για τον μέσο επενδυτή οι μετοχές ήταν σίγουρο χαρτί. Ελάχιστοι ήταν εκείνοι που μελετούσαν τα θεμελιώδη μεγέθη των εταιρειών όπου επένδυαν και ακόμη λιγότεροι εκείνοι που περίμεναν ένα κραχ.

Μετά από μια ξέφρενη πενταετία που ο Dow Jones πενταπλασίασε την αξία του, ο δείκτης έφτασε στις 381,17 μονάδες στις 3 Σεπτεμβρίου 1929. Μετά από αυτό και για ένα μήνα η αγορά άρχισε να πέφτει, χάνοντας περίπου το 17% της αξίας της. Η πτώση επιταχύνθηκε φτάνοντας στη Μαύρη Πέμπτη 24 Οκτωβρίου. Ο αριθμός ρεκόρ των 12.900.000 μετοχών άλλαξε χέρια εκείνη την ημέρα. Η ευφορία και τα κέρδη της bull market κατέρρευσαν στις 24 Οκτωβρίου 1929, όταν οι τιμές των μετοχών στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης άρχισαν να πέφτουν με άνευ προηγουμένου ρυθμό και συνέχισαν για έναν ολόκληρο μήνα. Τις ημέρες που οδήγησαν στην Μαύρη Πέμπτη η αγορά ήταν ασταθής.



Περίοδοι πωλήσεων πανικού και υψηλών συναλλαγών διαδέχονταν σύντομες περιόδους υψηλότερων τιμών και ανάκαμψης. Την Παρασκευή 25 Οκτωβρίου τραπεζίτες της Wall Street συναντήθηκαν να βρουν μια λύση για να αντιμετωπισθεί ο πανικός και το χάος που είχε δημιουργηθεί. Στη συνάντηση συμμετείχαν ο Thomas W. Lamont, επικεφαλής της Morgan Bank, ο Albert Wiggin, επικεφαλής της Chase

National Bank, και ο Charles E. Mitchell, πρόεδρος της National City Bank. Επέλεξαν τον Richard Whitney, αντιπρόεδρο του χρηματιστηρίου, για να τους εκπροσωπήσει. Έχοντας τη στήριξη των οικονομικών παραγόντων ο Whitney έδωσε εντολή για την αγορά ενός μεγάλου πακέτου μετοχών στην US Steel σε τιμή πολύ πάνω από την τρέχουσα. Μπροστά στους έκπληκτους χρηματιστές ο Whitney έδωσε παρόμοιες εντολές και για άλλες blue chip μετοχές. Η τακτική ήταν παρόμοια με εκείνη που είχε δώσει τέλος στον πανικό του 1907. Το 1929 όμως το κόλπο έπιασε μόνο προσωρινά. Το Σαββατοκύριακο τα γεγονότα δραματοποιήθηκαν ιδιαίτερα από τις εφημερίδες στις Ηνωμένες Πολιτείες. Τη Δευτέρα 28 Οκτωβρίου ακόμη περισσότεροι επενδυτές αποφάσισαν να βγουν από την αγορά και ο πανικός συνεχίστηκε με πτώση 13% του Dow Jones εκείνη την ημέρα. Την επόμενη ημέρα, τη Μαύρη Τρίτη 29 Οκτωβρίου, 16.400.000 μετοχές άλλαζαν χέρια, αριθμός που έσπασε το ρεκόρ που είχε σημειωθεί πριν από πέντε ημέρες και καταρρίφθηκε μόλις το 1969.

Μέλη της οικογένειας Ρόκφελερ και άλλοι οικονομικοί παράγοντες άρχισαν να αγοράζουν μεγάλα πακέτα μετοχών, για να δείξουν στο επενδυτικό κοινό ότι είχαν πίστη στην αγορά, όμως οι προσπάθειές τους δεν κατάφεραν να αποτρέψουν την πτώση. Ο Dow Jones έχασε 12% εκείνη την ημέρα και η αγορά 14 δισ. δολ. από την αξία της, φέρνοντας τις απώλειες της εβδομάδας σε 30 δισ. δολ., δέκα φορές τον ετήσιο προϋπολογισμό της ομοσπονδιακής κυβέρνησης και πολλές φορές περισσότερα από όσα είχαν ξοδέψει οι Η.Π.Α. στον Α' Παγκόσμιο Πόλεμο.

Εκτός από τους μικροεπενδυτές και οι τράπεζες είχαν εκτεθεί σημαντικά στο χρηματιστήριο. Όταν οι μετοχές ήταν άχρηστα χαρτιά, τα χρήματα των καταθετών τους είχαν γίνει καπνός. Μαζικές αναλήψεις καταθέσεων έφεραν πανικό, τράπεζες κατέρρευσαν, χρηματιστηριακοί οίκοι πτώχευσαν, άνθρωποι άρχισαν να πέφτουν από τα κτίρια. Εκτιμάται ότι περίπου 140 δισ. δολ. καταθέσεων εξατμίστηκαν και 10.000 τράπεζες έβαλαν λουκέτο.

Πάντως όσοι εμφανίστηκαν προνοητικοί κατάφεραν να κερδίσουν. Μία από τις ιστορίες αυτού του τύπου ήταν εκείνη του πατέρα του John F. Kennedy, Joseph Kennedy, ο οποίος πούλησε πριν από το κραχ και έβγαλε εκατομμύρια, καθώς άκουσε τυχαία νεαρούς λούστρους στο δρόμο να σχεδιάζουν πώς θα κερδοσκοπήσουν στην αγορά, εικόνα ενδεικτική της ελαφρότητας που περικύκλωνε το χρηματιστήριο.

Μετά το κραχ ο Dow Jones ανέκαμψε για λίγο στις αρχές του 1930, ξανακυλώντας στη συνέχεια στα χαμηλά του 1932. Η αγορά δεν επέστρεψε στα προ

του 1929 επέπεδα πριν από τα τέλη του 1954 και στις 8 Ιουλίου 1932 βρισκόταν σε χαμηλότερο επίπεδο από το 1800.

Στη μεγάλη ύφεση που ακολούθησε το κραχ η φτώχεια έγινε καθημερινότητα. Πρώην εκατομμυριούχοι επιχειρηματίες κατέληξαν να πουλάνε μήλα και μολύβια στις γωνίες των δρόμων και το ένα τρίτο των Αμερικανών βρέθηκε κάτω από το όριο της φτώχειας.

Το κραχ της Wall Street είχε τεράστιο αντίκτυπο στην αμερικανική οικονομία και παραμένει μέχρι σήμερα πηγή έντονης ακαδημαϊκής συζήτησης για τις συνέπειές του. Το βασικό ερώτημα είναι αν το κραχ προκάλεσε την ύφεση που ακολούθησε ή αν ήταν απλώς ένα σύμπτωμα της οικονομικής φούσκας που είχε δημιουργηθεί από την πιστωτική μανία.

7.4. Οι επιπτώσεις της κρίσης του 1929 στην Ελληνική Οικονομία

Ετεροχρονισμένα έφθασαν στην Ελλάδα οι επιπτώσεις της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης του 1929. Η οικονομία της χώρας μόλις ένα χρόνο νωρίτερα, κατά το 1928, είχε καταφέρει να αφήσει προσωρινά πίσω της τη νομισματική αστάθεια. Το θετικό αυτό αποτέλεσμα ήταν καρπός της εμμονής της κυβέρνησης Βενιζέλου στην πολιτική υπεράσπισης της δραχμής, που οδήγησε στη νομισματική σταθεροποίηση μέχρι τη στιγμή της αποχώρησης της Βρετανίας από το σύστημα της χρυσής βάσης (gold standard), οπότε έντονος προβληματισμός προκλήθηκε στη χώρα για την πιθανότητα υποτροπής και της ελληνικής οικονομίας.

Παραδόξως, η εικόνα που παρουσίαζε τότε η οικονομική ζωή της χώρας, έδινε την εντύπωση ότι ξεχειλίζει από «ευζωία», καλοπέραση και οικονομική «ευπραγία». Χαρακτηριστικά, η εφημερίδα Πρωία έδινε την εικόνα της εποχής: «...ταβέρνες γεμάτες, κουρεία γεμάτα, τεχνίτες που δεν ευκαιρούσαν να επιδιορθώσουν ζημιές, χοροί, πανηγύρια, κέφι παντού». Όλα αυτά έδειχναν, προφανώς, τη δυσανάλογη κατάσταση μιας κοινωνίας, που παρέσυρε την οικονομία της πάνω από τις δυνατότητές της.

Απόρροια του χρηματιστηριακού «κραχ» της Αμερικής, υπήρξε μία παρατεταμένη πίεση στις τιμές των βιομηχανικών και γεωργικών αξιών. Στο χρηματιστηριακό χώρο, όταν η κατάσταση επιδεινώθηκε, συγκρατήθηκαν προσωρινά τα πράγματα, μόνο χάρη στην απόφαση του Συνδικάτου των Τραπεζών για χορήγηση (αλληλέγγυου) δανείου 70 εκατομμυρίων σε τριάντα επτά μέλη του Χρηματιστηρίου,

ώστε να προκύψει ανακούφιση της αγοράς. Συγχρόνως, απαγορεύτηκαν οι προθεσμιακές συναλλαγές.

Τα μέτρα αυτά δεν στάθηκαν ικανά για τη συγκράτηση της κατάρρευσης του Χ.Α.Α. Η Επιτροπή σε έκτακτη επίσκεψή της στον υπουργό Οικονομικών ζήτησε τη σοβαρή, αγοραστική παρέμβαση του κράτους, για την έκτακτη αντιμετώπιση της κατάστασης. Άλλωστε, εκτός από την παγκόσμια οικονομική κρίση, βασικοί λόγοι της κατακρήμνισης των τιμών στην Ελλάδα θεωρούνταν και οι ακόλουθοι:

- η αθρόα έκδοση κρατικών ομολογίων με υψηλό τόκο, που επέφερε παραγκωνισμό των εταιρικών αξιών.
- η στενότητα του χρήματος και
- η βαριά φορολογία των Αωνύμων Εταιριών.

Πράγματι, η κυβέρνηση, ανησυχώντας σοβαρά για την πτώση του Χ.Α.Α., αποφάσισε τη μείωση της φορολογίας των εταιριών και την ενίσχυση των βιομηχανιών με δάνεια. Στις αρχές του 1930, η μετοχή της Εταιρίας Λιπασμάτων σημείωσε κάθετη και παρατεταμένη πτώση. Για να αποτραπεί τότε η γενίκευση του κακού παρενέβη η Εθνική Τράπεζα με αγορές μεγάλου αριθμού μετοχών, ενέργεια που ανακούφισε την αγορά για λίγες μόνο μέρες.

Στις 22 Ιανουαρίου, σημειώθηκε μεγάλη υποτίμηση σε όλα τα χρεόγραφα. Τα μέλη του χρηματιστηρίου δεν έκρυσαν τους φόβους τους για επικείμενη καταστροφή. Η Εθνική Τράπεζα ήταν αυτή που κλήθηκε και πάλι από την Επιτροπή σε ρόλο σωτήρα για να προλάβει το κακό και τα κατάφερε τελικά προβαίνοντας σε σημαντικές αγορές χρεογράφων. Με αυτό τον τρόπο επήλθε κάποια σταθερότητα, ώστε η Επιτροπή ζήτησε κι επανέφερε τις συναλλαγές μετοχών με προθεσμία.

Όμως, οι ανεπανόρθωτες ζημιές, η απραξία που επικρατούσε στις συναλλαγές και ο δυσανάλογα μεγάλος αριθμός χρηματιστών σε σχέση με τις ανάγκες του χρηματιστηρίου ώθησαν την Επιτροπή να μελετήσει τρόπο «εθελουσίας εξόδου κάποιων χρηματιστών» από το επάγγελμα για την αποσυμφόρηση του χώρου. Άλλοι τέσσερις χρηματιστές που πτώχευσαν, έχασαν τις θέσεις τους.

Συμπερασματικά, η Ελλάδα πρόσκαιρα κατάφερε να αποφύγει το δραματικό κόστος της κρίσης που γνώρισαν άλλες ευρωπαϊκές χώρες. Η ύφεση και στην Ελλάδα ασφαλώς ήταν αναπότρεπτη αφού η κρίση έπληξε όλη την Ευρώπη. Η ανατολή του 1931, βρήκε, κατ' αρχήν, τις τιμές των μετοχικών αξιών σε σταθερότητα και βελτίωση. Η μετοχή της Εθνικής είχε ήδη ανέβει στις 80.000 δραχμές. Παρά ταύτα, η αυξημένη ανεργία φαινόταν να ευθύνεται για τη νέα κάμψη του δείκτη. Αρκετά μέλη του Χ.Α.Α.

τότε, βρέθηκαν στη σκληρή ανάγκη να ζητήσουν προσωρινή, οικονομική ενίσχυση από τη Διοικούσα Επιτροπή.

Κατόπιν, επακολούθησε μαζική και γενικευμένη πτώση των τιμών, που κυριολεκτικά οδήγησε σε ιδιαίτερα κρίσιμη κατάσταση το χρηματιστήριο. Οι αρχές αναγκαστικά επέβαλαν και πάλι αναστολή στις προθεσμιακές συναλλαγές (με εξαίρεση τα χρεόγραφα του Δημοσίου).

Η υποτίμηση των αξιών συνεχίστηκε και κατά τον Αύγουστο του 1931, οπότε και επικρατούσε σοβαρά η άποψη για κλείσιμο του Χρηματιστηρίου ως μέτρο έσχατης ανάγκης. Η κυβέρνηση έχοντας στραμμένη την προσοχή της στο νομισματικό πρόβλημα, που προκλήθηκε με την πτώση της χρυσής λίρας, αγωνιζόταν να επιτύχει κάποια νομισματική σταθεροποίηση.

Η επιδεινούμενη κρίση οδηγούσε με μαθηματική ακρίβεια στο κλείσιμο του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Μετά από κοινή σύσκεψη του προέδρου του χρηματιστηρίου Γεωργίου Σωτηρόπουλου, του πρωθυπουργού, Ελευθέριου Βενιζέλου, των υπουργών Οικονομικών και των διοικητών των τραπεζών Εθνικής και Ελλάδος, συμφωνήθηκε, περισσότερο για λόγους εντυπώσεων στο εξωτερικό, η απόφαση για το κλείσιμο του χρηματιστηρίου να ληφθεί από την Επιτροπή του και μόνο.

Αμέσως, επιβλήθηκε αναστολή της λειτουργίας του Χ.Α.Α. επ' αόριστον, αφού όλοι, ήδη, είχαν αντιληφθεί πως κάθε επέμβαση για τη συγκράτηση των τιμών και την αντιμετώπιση της καταιγίδας ήταν μάταιη. Ακολούθως, το Χρηματιστήριο παρέμεινε κλειστό για το μακρό διάστημα των δεκαπέντε μηνών, από τις 20 Σεπτεμβρίου 1931 μέχρι τις 16 Δεκεμβρίου, παραμονές Χριστουγέννων του 1932.

7.6. Άλλα Χρηματιστηριακά Κραχ που άφησαν εποχή

Το Κραχ του 1907

Η πρώτη οικονομική κρίση του εικοστού αιώνα, έγινε τον Οκτώβρη του 1907. Μέσα σε λίγες ημέρες ο δείκτης μετοχών της Wall Street έπεσε στο 50% της αξίας του 1906, με αποτέλεσμα όλοι οι επενδυτές να τρέχουν να αποσύρουν μαζικά από τις τράπεζες τις καταθέσεις τους.

Το κακό ξεκίνησε με την ανάκληση δανείων από κάποιες τράπεζες της Νέας Υόρκης και αστραπιαία απλώθηκε σε ολόκληρη τη χώρα. Μια οικονομική καταιγίδα

που θα είχε συμπαράσχει τους πάντες και τα πάντα, αν δεν είχαν τότε σώσει την κατάσταση: ο πρόεδρος *Θιόντορ Ρούζβελτ* και ο τραπεζίτης *Τζον Πιερπόν Μόργκαν*, ιδρυτής του ομώνυμου χρηματοοικονομικού κολοσσού. Ο Μόργκαν έκανε τις δέουσες κινήσεις που έσωσαν το σύστημα: ήταν ο άνθρωπος που κράτησε ανοικτό το χρηματιστήριο ενώ καταποντιζόταν, υπογράφοντας προσωπικές επιταγές για όλους τους χρηματομεσίτες. Και ο διορατικός Ρούζβελτ ήταν αυτός που έβαλε φρένο στους μεγαλοτραπεζίτες που θησαύριζαν, παίζοντας με τα χρήματα που τους εμπιστεύονταν οι πελάτες τους, δηλαδή εκατομμύρια μικροκαταθέτες.

Ο Μόργκαν έσωσε τότε την κατάσταση όχι μόνο ως συντονιστής ενός επιτελείου τραπεζιτών και χρηματιστών που κατεύθυνε τη ροή του χρήματος. Έριξε στην αγορά χρήμα από την προσωπική του περιουσία - έφερε το υπερωκεάνιο «Λουζιτάνια» από την Αγγλία φορτωμένο με ράβδους χρυσού και ήταν το μεγαλύτερο φορτίο χρυσού που διέσχισε ποτέ τον Ατλαντικό. Και όσο για τον Ρούζβελτ, η διορατικότητά του τον έσπρωξε στα δέοντα ώστε να ψηφιστεί από το Κογκρέσο στις 22 Δεκεμβρίου 1913 (χρονιά που πέθανε ο Μόργκαν) ο νόμος ΓκλάσΟουεν (Glass-Owen) για την ίδρυση της Κεντρικής Τράπεζας των Η.Π.Α. (Federal Reserve).

Σύγχρονα Κραχ

Ο δείκτης της Wall Street αποτελεί για τους Αμερικανούς - αλλά και για την παγκόσμια Οικονομία - την απόλυτη ένδειξη της διεθνούς οικονομικής δραστηριότητας. Ωστόσο, δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις που ο «ναός του χρήματος» έχει δεχθεί ισχυρά πλήγματα, κυρίως λόγω εξωτερικών παραγόντων. Η τρομοκρατική επίθεση της 11^{ης} Σεπτεμβρίου, η πετρελαϊκή κρίση και η κρίση με τις εταιρίες πληροφορικής φέρνουν στο «κόκκινο» το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και στο «πράσινο» τον πανικό στις παγκόσμιες αγορές.

Αξιοσημείωτη κρίση που σημειώθηκε την περίοδο 1995-2003 ήταν η φούσκα των εταιριών πληροφορικής (dot.com). Οι τιμές των εταιριών αυτών, που ιδρύθηκαν κατά δεκάδες, αυξήθηκαν με εντυπωσιακούς ρυθμούς ως αποτέλεσμα της προσδοκίας ότι μετά την αγορά τους από τον επενδυτή θα συνεχιζόταν η ίδια εντυπωσιακή άνοδος. Το φαινόμενο αυτό διέχυσε μία γενικότερη ευφορία στην αγορά, η οποία όμως ανακόπηκε απότομα την άνοιξη του 2000. Μία από τις μεγαλύτερες απώλειες ήταν η πτώση της αγοράς NASDAQ κατά 80% και η διακοπή λειτουργίας στο Χρηματιστήριο

της Φρανκφούρτης, της αγοράς όπου διαπραγματεύονταν τέτοιες μετοχές μικρών εταιριών σχετικά με τις τεχνολογικές καινοτομίες.

Στις μέρες μας μία οικονομική κρίση «μας χτυπάει την πόρτα» και όλοι σπεύδουν να την συγκρίνουν με την κρίση του 1929. Παρακάτω παρουσιάζεται ο πίνακας της σύγκρισης των δύο αυτών μεγάλων οικονομικών κρίσεων.

	1929	2008
Η φούσκα	Η αμερικανική οικονομία είναι η μεγαλύτερη του πλανήτη, παράγοντας το 1929 το 35% του παγκόσμιου ΑΕΠ. Πριν από την έναρξη της κρίσης προηγήθηκε μία περίοδος υπερθέρμανσης της αξίας του Χρηματιστηρίου, συνοδευόμενη από σκάνδαλα διαφθοράς, απληστία και ανάληψη υπερβολικών κινδύνων.	Η οικονομία των Η.Π.Α. παραμένει η μεγαλύτερη παγκοσμίως, διατηρώντας μερίδιο 27% στο παγκόσμιο ΑΕΠ. Η «φούσκα» αυτή τη φορά δεν ήταν το Χρηματιστήριο, αλλά η αγορά καινήτων χαμηλής εξασφάλισης (subprime). Το μερίδιο των subprimes στη συνολική αγορά των δανείων αυξήθηκε από 9% το 2003 στο 24% το 2007.
Το δόλωμα	Σε μία δύσκολη οικονομική περίοδο, η Wall Street σημείωνε διαδοχικά ρεκόρ, ωθούμενη από φήμες που διακινούσαν τα παπαγαλάκια χρηματιστών και τραπεζιτών. Ο χρηματιστηριακός δείκτης S&P ανέβηκε από 12,6 μονάδες τον Αύγουστο του 2009 σε 31,7 τον Αύγουστο, για να καταρρεύσει στις 4 μονάδες από τον Οκτώβριο του 1929 μέσα σε λίγους μήνες.	Τα στεγαστικά δάνεια subprimes απευθύνονταν σε Αμερικανούς πολίτες που δεν είχαν μεγάλη οικονομική επιφάνεια. Με μηδενική προκαταβολή και ελκυστικά επιτόκια για τα πρώτα έτη, οι φτωχοί Αμερικανοί του Νότου και αργότερα όλης της χώρας βρέθηκαν με σπίτι. Μόνο που η περίοδος χάριτος έληξε το 2007, με τα επιτόκια να τετραπλασιάζονται, προκαλώντας κύμα κατασχέσεων.

<p>Οι τραπεζίτες</p>	<p>Ο χρηματιστηριακός πυρετός του Μεσοπολέμου δεν μπορούσε να αφήσει ανεπηρέαστους τους μεγάλους τραπεζίτες της Wall Street. Η απληστία για γρήγορο κέρδος τους ώθησε να αγοράσουν μετοχές με τα χρήματα των καταθετών τους. Από τις 29 Οκτωβρίου, όταν άρχισε το κραχ, οι μετοχές έγιναν χαρτάκια και οι τράπεζες χρεοκόπησαν.</p>	<p>Οι μεγάλες επενδυτικές τράπεζες τύπου Lehman Brothers μπήκαν στην αγορά των subprimes όχι χορηγώντας δάνεια (άλλωστε δεν είχαν το δικαίωμα), αλλά αγοράζοντας τους τίτλους των δανείων και μεταπωλώντας τους τίτλους αυτούς στην πιστωτική αγορά. Τα παράγωγα προϊόντα λειτουργούσαν ως πονταρίσματα, που έχασαν πλήρως την αξία τους όταν κατέρρευσε η αμερικανική αγορά ακινήτων.</p>
<p>Το κραχ</p>	<p>Ήδη από το Σεπτέμβριο του 1929 είχαν φανεί τα πρώτα σημάδια. Ο Dow Jones, που είχε πενταπλασιάσει την τιμή του στις 381 μονάδες, έχασε το 17% της αξίας του. Η αστάθεια και η πτώση συνεχίσθηκαν όλο τον Οκτώβριο μέχρι τη «μαύρη Τρίτη» της 29ης Οκτωβρίου, όταν η αγορά κατέρρευσε, όλοι ξεπουλούσαν μετοχές που έγιναν χαρτιά. Μέσα σε μία ημέρα όλοι έγιναν φτωχοί και 1.500 τράπεζες έκλεισαν.</p>	<p>Τα πρώτα μαύρα σύννεφα είχαν φανεί από την άνοιξη του 2007 όταν χρεοκόπησε η Countrywide, που χορηγούσε δάνεια subprimes. Σύντομα αποκαλύφθηκε ότι τα ομόλογα των δανείων, που έγιναν γνωστά ως τοξικά, είχαν μολύνει το πιστωτικό σύστημα της Δύσης. Από τον Αύγουστο του 2008 μέχρι σήμερα έχουν καταρρεύσει δεκάδες τράπεζες σε Η.Π.Α. και Δυτική Ευρώπη.</p>
<p>Οι αυτοκτονίες</p>	<p>Τραπεζίτες που είχαν παίξει στο Χρηματιστήριο τις</p>	<p>Στους σύγχρονους καιρούς, οι τραπεζίτες που οδήγησαν</p>

	καταθέσεις των πελατών τους πτώχευσαν. Αρκετοί από τους αυτούς βουτούσαν στο κενό από τα κτίρια της Wall Street. Στην αποφράδα χρονιά του 1929 σημειώθηκαν 23.000 αυτοκτονίες.	τις επιχειρήσεις τους στο λουκέτο φεύγουν με παχυλά bonus (τα περίφημα χρυσά αλεξίπτωτα) και δεν αυτοκτονούν. Μία αυτοκτονία έχει καταγραφεί στο City του Λονδίνου από επενδυτή που έπεσε στις γραμμές του τρένου.
Η φτώχεια	Πάνω από 12 εκατομμύρια Αμερικανοί έμειναν άνεργοι, 20.000 επιχειρήσεις έβαλαν λουκέτο, ενώ η οικονομία μπήκε σε ύφεση. Ακόμη και μεγαλοεπιχειρηματίες, που χρεοκόπησαν, πουλούσαν μήλα στους δρόμους έξω από τα πολυτελή πρώην γραφεία τους.	Η ανεργία στις Η.Π.Α. έφθασε στο 6,1%, το υψηλότερο επίπεδο των τελευταίων 5 ετών. Περισσότεροι από 9,5 εκατομμύρια Αμερικανοί είναι άνεργοι, ενώ, σύμφωνα με εκτιμήσεις του ΔΝΤ, η οικονομία των Η.Π.Α. βρίσκεται στα πρόθυρα της ύφεσης.
Το σχέδιο διάσωσης	Συγκροτήθηκε Φορέας Πιστωτικής Ανασυγκρότησης που επέτρεψε στις υπερχρεωμένες τράπεζες να λειτουργήσουν διαγράφοντας χρέη. Δόθηκαν δάνεια σε 6.648 επιχειρήσεις, ενώ ο Πιστωτικός Φορέας λειτουργησε για 21 χρόνια με έμφαση στην ενίσχυση μικρών επιχειρήσεων και βιομηχανιών.	Στις Η.Π.Α., το Σχέδιο Πόλσον έχει διετή διάρκεια, ενώ στην Ευρώπη η βοήθεια δίδεται με κρατικοποιήσεις τραπεζών ή διοχέτευση κεφαλαίων. Τα χρήματα προορίζονται κυρίως για αγορά τοξικών ομολόγων από μεγάλες τράπεζες και όχι από μικρές επιχειρήσεις. Το κόστος εκτιμάται ότι θα ξεπεράσει το 1,4 τρισ. δολ.
Οι διαφορές	Υπήρχε γεωπολιτική αστάθεια, ενώ η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α. (Fed)	Υπάρχει σχετική πολιτική σταθερότητα, ενώ διαρκώς ενισχύουν τις δυνάμεις τους

	<p>επιχείρησε να σπάσει τη φούσκα του Χρηματιστηρίου ανεβάζοντας τα επιτόκια και περιορίζοντας τη ρευστότητα, με αποτέλεσμα το χρήμα να σταματήσει να κυκλοφορεί. Επιπλέον, το θεσμικό πλαίσιο για τη λειτουργία των τραπεζών ήταν ατελές.</p>	<p>και άλλες χώρες όπως η Κίνα, η Ινδία κ.λπ. Η Fed έχει πάρει το μάθημα του 1929 και τροφοδοτεί τη ρευστότητα μειώνοντας διαρκώς τα επιτόκια. Οι από ταμειυτές είναι εξασφαλισμένοι σε σημαντικό βαθμό από το Ταμείο Εγγύησης Κατάθεσεων.</p>
--	--	--

ΠΗΓΗ: Ελεύθερος Τύπος

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η πορεία του χρηματιστηριακού δείκτη δεν εξαρτάται μόνο από τα θεμελιώδη οικονομικά στοιχεία των εταιριών και το κοινωνικό – οικονομικό – πολιτικό περιβάλλον αλλά και από την ψυχολογία των επενδυτών. Οι επιλογές που κάνουν οι επενδυτές σε δεδομένες χρονικές στιγμές και κάτω από συγκεκριμένες συνθήκες επηρεάζουν κατά κύριο λόγο το κλίμα του χρηματιστηρίου. Η ιστορία έχει δείξει ότι οι μεγάλες καταρρεύσεις στις παγκόσμιες χρηματαγορές δημιουργήθηκαν λόγω της αντίδρασης των επενδυτών σε κάποιες πληροφορίες. Σε αυτό το σημείο γίνεται και κατανοητή η δύναμη που έχει η μάζα, σε τέτοιες περιπτώσεις. Ο πανικός που επικρατεί είναι αυτός ο οποίος καθοδηγεί τις εξελίξεις. Χαρακτηριστικά παραδείγματα είναι τα χρηματιστηριακά κραχ του 1929 και του 1987. Στην πραγματικότητα ο γενικός δείκτης το 1987 έπεσε κατά πολλές περισσότερες μονάδες από το γενικό δείκτη του 1929, όμως ο πανικός που επικράτησε το 1929 ήταν πολύ μεγαλύτερος, ώστε να θυμόμαστε το κραχ του 1929 ως το μεγαλύτερο κραχ που έχει συμβεί.

Πολλά χρηματιστηριακά κραχ όμως έχουν δώσει τη θέση τους πολλές φορές σε μεγάλες ανόδους, οι οποίες επέφεραν τεράστια κέρδη σε αυτούς που τόλμησαν να πάνε ενάντια στη μάζα. Εκείνοι οι οποίοι δεν ακολούθησαν τη μάζα και πορεύτηκαν μόνοι, ανταμείφθηκαν πλουσιοπάροχα για την επιλογή τους αυτή. Βέβαια το να πηγαίνει κάποιος αντίθετα στη μάζα δεν είναι απαραίτητα και το σωστό εάν όμως κάποιος λάβει υπόψη του όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες που μπορεί να χρησιμοποιήσει και συμπεριλάβει φυσικά και τον ανθρώπινο παράγοντα, τότε καλό θα ήταν να προσπαθήσει να πορευτεί μόνος.

Η προσπάθεια των επενδυτών να επιτύχουν κέρδη μέσω των επενδύσεων τους, κάνει τους επενδυτές να θέλουν την σίγουρη επιτυχία, πράγμα που πολλές φορές τους οδηγεί σε λάθος συμπεράσματα. Υπάρχουν πολλοί αναλυτές που αποπροσανατολίζουν τους επενδυτές με τις θεωρίες τους. Οι θεωρίες αυτές πολλές φορές δεν λαμβάνουν υπόψη την ψυχολογία των επενδυτών. Σε αυτό το σημείο κάνει την εμφάνισή της η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, η οποία συνδυάζει την ψυχολογία με την οικονομία. Δεν είναι τυχαίο που το 2002 το βραβείο Nobel οικονομικών απενεμήθη σε ψυχολόγο επιστήμονα, πράγμα που αποδεικνύει το ρόλο της ψυχολογίας στην οικονομία και την άμεση σχέση τους. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική και κατ'

επέκταση η ψυχολογία είναι σε θέση να αντιμετωπίσει προβλήματα που η παραδοσιακή οικονομική θεωρία δεν μπορούσε πιο πριν.

Οι επενδυτές παρασυρόμενοι πολλές φορές από την ψυχική τους διάθεση, υποκύπτουν σε ποικίλα σφάλματα, τα οποία είναι πολύ δύσκολο να προβλέψει κανείς και να αποτιμήσει την αγορά. Το σίγουρο είναι ότι οι επενδυτές δεν κάνουν συνεχώς τα ίδια λάθη κι έτσι οι διακυμάνσεις της αγοράς δεν μπορούν ποτέ να προβλεφτούν.

Τέλος, θα μπορούσαμε να αναφέρουμε μερικές συμβουλές προς τους μελλοντικούς επενδυτές:

1. Να μην σας παρασύρουν οι διάφοροι αναλυτές με τις προβλέψεις τους και οι διακυμάνσεις του χρηματιστηρίου.
2. Η στρατηγική της επένδυσής σας να στηρίζεται αποκλειστικά στις δικές σας απαιτήσεις. Ανάλογα δηλαδή την δική σας οικονομική κατάσταση και ανοχή στο κίνδυνο.
3. Να θυμάστε ότι ο σωστός επενδυτής είναι ο ενημερωμένος επενδυτής, γι' αυτό θα πρέπει να μελετάται συχνά ότι μπορεί να σας φανεί χρήσιμο στο να κάνετε μια σωστή επένδυση.
4. Αν επενδύσετε σε μετοχές τότε θα πρέπει να μάθετε όσα περισσότερα πράγματα μπορείτε για αυτές.
5. Να μαθαίνεται από τα λάθη σας και κυρίως να προσπαθείτε να μην τα επαναλαμβάνεται.

Ο ασφαλέστερος τρόπος για να κερδίσει κάποιος στο χρηματιστήριο συνιστάται στην απλούστερη των στρατηγικών. Δεν χρειάζεται να γνωρίζει απίθανα μοντέλα προβολών και προβλέψεων ή μαθηματικά μοντέλα και τεχνικούς δείκτες.

Ο Andre Kostolany λοιπόν έλεγε : «Πας στο χρηματιστήριο και αγοράζεις μετοχές. Ύστερα περνάς από το φαρμακείο και αγοράζεις υπνωτικά φάρμακα. Πηγαίνεις σπίτι σου, παίρνεις τα χάπια σου και κοιμάσαι για τρία και πλέον χρόνια». (δηλαδή δεν ενδιαφέρεσαι πως πάνε οι μετοχές σου αυτό το χρονικό διάστημα).

ΛΕΞΙΚΟ ΟΡΩΝ

Αμοιβαίο Κεφάλαιο: Σύνολο ενεργητικού που αποτελείται από μετρητά και χρεόγραφα και διαιρείται σε ισόποσα μικρά μερίδια. Το ενεργητικό κατατίθεται σε θεματοφύλακα και διαχειρίζεται από Α.Ε. διαχείρισεως.

Ανώνυμες μετοχές: Οι μετοχές οι οποίες δεν αναγράφουν επί του τίτλου το όνομα του κατόχου και μεταβιβάζονται δι' απλής παράδοσης.

Αποτελεσματική αγορά: Η αγορά (κεφαλαίου ή χρήματος) στην οποία οι τρέχουσες τιμές αγοράς αντανακλούν πλήρως όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση. Δηλαδή, δεδομένης της πληροφόρησης που υπάρχει δεν συντρέχει κάποιος λόγος να πιστεύουμε ότι οι τιμές είναι πολύ χαμηλές ή πολύ ψηλές.

Αρκούδα (bear): ονομάζουμε έτσι τον επενδυτή που πιστεύει ότι η τιμή μιας μετοχής, ένας κλάδος θα παρουσιάσει κάθοδο. Το αντίθετο της λέξης αυτής είναι το ταύρος (bull).

Αρμπιτράζ (Arbitrage): Η μεταφορά τίτλων από ένα χρηματιστήριο σε άλλο με σκοπό την απόκτηση κέρδους, αν υπάρχουν διαφορές μεταξύ των τιμών και οι ίδιοι τίτλοι διαπραγματεύονται και στα δύο χρηματιστήρια.

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς: Αποτελείται από εκπροσώπους υπουργείων, τραπεζών, χρηματιστηρίου και εμπορικών επιμελητηρίων και έχει πολλές αρμοδιότητες στα θέματα του χρηματιστηρίου και γενικότερα ασχολείται με την ανάπτυξη και τη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς στην Ελλάδα. Το εποπτικό όργανο των Α.Ε.Δ.Α.Κ. και των Α.Ε.Ε.Χ. Χορηγεί την άδεια λειτουργίας τους και ελέγχει την λειτουργία τους.

Έξυπνο χρήμα (smart money): Οι έμπειροι επενδυτές οι οποίοι ανακαλύπτουν επενδυτικές ευκαιρίες ή τάσεις τιμών μετοχών νωρίτερα από τους υπόλοιπους επενδυτές. Ταυτίζονται με τους θεσμικούς επενδυτές.

Εταιρία ανώνυμη (Α.Ε.): Είναι εκείνη της οποίας το κεφάλαιο διαιρείται σε μετοχές μεταβιβάσιμες και που όλοι οι εταίροι (μέτοχοι) ευθύνονται μέχρι το ποσό της εισφοράς τους.

Εταιρία επενδύσεων: Ανώνυμη εταιρία με αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση χαρτοφυλακίου χρεογράφων (μετοχών, ομολόγων, ομολογιών).

Κερδοσκόπος: Ο επενδυτής που προσπαθεί να εκμεταλλευθεί τις προβλέψεις του για την μελλοντική πορεία της αγοράς. Ο ρόλος του είναι σημαντικός μια και προσφέρει στην αγορά συνεχή ρευστότητα.

Μετοχή: Η μετοχή είναι ένα επενδυτικό αξιόγραφο που αποτελεί ένα τίτλο ιδιοκτησίας ενός ποσοστού μιας εταιρίας. Με την αγορά μετοχών ο επενδυτής είναι ιδιοκτήτης της εταιρίας κατά το ποσοστό των μετοχών της εταιρίας που κατέχει. Όλες οι μετοχές που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, Χ.Α.Α., έχουν άυλη μορφή.

Ομόλογα τραπεζικά: Τίτλοι ομολογιακών δανείων που εκδίδονται από τράπεζες και είναι περιορισμένης διάρκειας (για 1 χρόνο, με δικαίωμα ανανέωσης για άλλα 3 χρόνια).

Ομολογίες: Πιστωτικοί τίτλοι οι οποίοι βεβαιώνουν το ποσό που δάνεισε ο κάτοχος αυτών (ομολογιούχος), στο κράτος, την επιχείρηση κτλ.

Ομόρρυθμη εταιρία (Ο.Ε.): Είναι εκείνη της οποίας κάθε εταίρος ευθύνεται απεριόριστα για όλες τις υποχρεώσεις της εταιρίας, δηλαδή όχι μόνο μέχρι το ποσό της εισφοράς του, αλλά και με ολόκληρη την ατομική του περιουσία.

Ονομαστικές μετοχές: Αυτές που φέρουν τα στοιχεία ταυτότητας του κατόχου και μεταβιβάζονται δι' οπισθογράφησης αυτού που την πωλεί. Ονομαστικές είναι οι μετοχές τραπεζών, ασφαλειών και εταιριών κοινής ωφέλειας.

Συνεγγυτικό: Νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου, που μέλη του είναι υποχρεωτικά όλοι χρηματιστές. Σ' αυτό κατατίθεται η εγγύηση κάθε νεοδιοριζόμενου χρηματιστή, για την ασφάλεια των χρηματιστηριακών συναλλαγών.

S&P 500: Ο κυριότερος δείκτης αναφοράς για τις αμερικανικές αγορές μετοχών που αποτελείται από 500 αμερικανικές εταιρίες μεγάλης κεφαλαιοποίησης (>5 δισ \$) και με μεγάλη διασπορά (>50%). Παρόλο που επικεντρώνεται στα «βαριά χαρτιά», ουσιαστικά καλύπτει περίπου το 75% της συνολικής αγοράς. Ο οίκος S&P είναι ο δημιουργός του δείκτη και αυτός που έχει θέσει συγκεκριμένους κανόνες για την λειτουργία του.

Ταύρος (bull): Ο επενδυτής ο οποίος πιστεύει ότι μία συγκεκριμένη μετοχή, κλάδος ή η αγορά στο σύνολό της πρόκειται να σημειώσει άνοδο.

FTSE: Είναι ο δείκτης μετοχών του χρηματιστηρίου του Λονδίνου Financial Times Stock Exchange 100. Αποτελείται από 100 εταιρίες μεγάλης κεφαλαιοποίησης.

Χαρτιά: Λέξη που χρησιμοποιείται στο χρηματιστήριο για τα χρεόγραφα γενικότερα, δηλαδή τις μετοχές και τις ομολογίες. Όταν λέμε για παράδειγμα ότι σήμερα ανέβηκαν τα χαρτιά στο χρηματιστήριο, εννοούμε πως υπήρχε μια ανοδική τάση των τιμών.

Χαρτοφυλάκιο (Portfolio): Το σύνολο των κινητών αξιών και χρεογράφων τα οποία κατέχει ο επενδυτής.

Χρεόγραφα: Κοινή ονομασία των πιστωτικών τίτλων γενικά. Χρεόγραφα στο χρηματιστήριο Αθηνών είναι οι μετοχές, οι ομολογίες και τα τραπεζικά ομόλογα.

Χρήμα: Οτιδήποτε γίνεται ως γενικά αποδεκτό ως μέσο ανταλλαγής μεταξύ των ατόμων μιας κοινωνίας. Οι βασικές λειτουργίες του χρήματος είναι 3: μέσο συναλλαγής, μονάδα μέτρησης αξίας και μέσο διατήρησης αξιών. Τα είδη χρήματος σήμερα είναι πολλά: κέρματα, χαρτονομίσματα, τραπεζικές επιταγές, πιστωτικές κάρτες (πλαστικό χρήμα), κ.ά.

Χρηματιστήρια αξιών: Ο τόπος όπου πραγματοποιούνται συναλλαγές με κινητές αξίες (μετοχές), σε αντίθεση με τα χρηματιστήρια εμπορευμάτων, πολύτιμων μετάλλων, ασφαλειών συναλλάγματος κλπ.

Χρηματιστής (Broker): Έμπορος που διορίζεται με Προεδρικό Διάταγμα και μεσολαβεί στη σύναψη χρηματιστηριακών συναλλαγών, έναντι ορισμένης αμοιβής (προμήθεια).

Χρυσά παιδιά (Golden boys): Αναφέρεται στους traders μετοχών οι οποίοι ως γνωστόν παίρνουν μεγάλους μισθούς και πολύ μεγαλύτερες έκτακτες αμοιβές (bonus).

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Αλεξιάκης Α. Χρήστος, (2003) : Χρηματιστήριο, το παιχνίδι της λογικής και της παρόρμησης, Αθήνα 2003: Εκδόσεις Κριτική Α.Ε.

Αλεξιάκης Α. Χρήστος, (2008) : Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, Αθήνα 2008: Εκδόσεις Σταμούλης

Κιόχος Π. – Παπανικολάου Γ, (2000) : Χρήμα – Πίστη – Τράπεζες, Αθήνα 2000: Εκδόσεις Ελληνικά Γράμματα

Κιόχος Π – Παπανικολάου Γ. – Κιόχος Α., (2001) : Χρηματιστήριο Αξιών και Παραγώγων Διεθνή Χρηματιστήρια, Αθήνα 2001: Εκδόσεις Σταμούλης

Kostolany Andre, (2000): Η ψυχολογία του χρηματιστηρίου (Kostolany's Borsenpsychologie), Αθήνα 2000 Stoupas Publications

Κοιττσας Αθ. Γεώργιος, (1979) : Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, Οργάνωση – λειτουργία- επενδύσεις, Αθήνα 1979

Barber Brad, Thaler Richard (2001): A Survey of Behavioral Finance

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

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

Black F (1986): "Noise", Journal of finance, Vol XLI ,No 3, pp. 529-541.

Cohen D (2001): "Fear, Greed and Panic.The psychology of Stock Market", Wiley.

Cutler D.M, Poterba J.M and Summers L.H (1989): "What moves stock prices: Journal of portofolio Management, 15,4-12.

DeBondt W. and Thaler R., (1987): "Further Evidence on Investors Overreaction and Stock Market Seasonality", Journal of Finance, XLII, 557-581.

Fama E. (1972): "Components of Investment Performance", Journal of Finance, pp.551-567

Festinger (1957): "A theory of Cognitive Dissonance", Standford University Press.

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

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

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

Hersh Shefrin (2002): "Beyond Greed and Fear", published by Oxford University Press.

Kahneman D., Knetsch J.L and Thaler R.H (1991): "Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias."Journal of Economic Perspectives, Vol.5, part 1, pp.193-206.

Kahneman D and Tversky A., (1973): On the psychology of prediction' Psychological Review, Vol 80, pp.237-251.

Kahneman D., and Tversky A., (1979): "Prospect Theory: An analysis of decision under risk" Econometrica, Vol.47 n.2, pp.263-290.

Kahneman D., and Tversky A., (1982): "The psychology of preferences". Scientific American, 246:pp.160-173.

Kahneman D., Slovic P., and Tversky A., (1982): *Judgement under uncertainty: Heuristics and Biases*, New York: Cambridge University Press.

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

Lifson E. Lawrence, Geist A. Richard (1999): "The Psychology of Investing", published by John Wiley and Sons.

Sherfin H, and Statman M (1985): "The Disposition to Sell winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence" *Journal of Finance*, Vol 40, pp.777- 790.

Shlomo, Benartzi, H. Thaler (1995): «Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle" *The Quarterly Journal of Economics*, Vol 110, No 1. pp. 73-92. Summers L.H (1986): "Does the stock market rationally reflect fundamental values?", *Journal of Finance*, Vol 41,pp. 591-601.

Thaler R., and Sherfin H. (1981): "An economic theory of Self- Control", *Journal of Political Economy*, Vol 89, pp.392-410.

Thaler R.H (1985): "Mental accounting and consumer choice", *Marketing Science*, Vol 4, pp.199-214.

Thaler R.H and Johnson E.J (1990): "Gambling with the house money and trying to break even: the effects of prior outcomes on risky choice", *Management Science*, 36: 643-660.

Thaller R.H (1993): "Advances in Behavioral Finance", published by Russell Sage Foundation.

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

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

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

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

Tversky A., and Kahneman D., (1971): "Belief in the law of small numbers", Hebrew University of Jerusalem, Psychological Bulletin, Vol 76, No 2, pp. 105-110.

Tversky A., and Kahneman D., (1986): "Rational choice and the Framing of Decisions", Journal of Business, Vol 59, pp. 251-278.

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

ΕΦΗΜΕΡΙΔΕΣ

Ελεύθερος Τύπος

Ο Κόσμος του επενδυτή

Κέρδος

Βήμα

Καθημερινή

Ελευθεροτυπία

Έθνος

Θέμα

ΔΙΕΥΘΥΝΣΕΙΣ INTERNET

(να ληφθεί υπόψη ότι οι ιστοσελίδες ενδέχεται να αλλάζουν χωρίς προειδοποίηση)

Εθνική Στατιστική Υπηρεσία	www.statistics.gr
Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς	http://cysec.gov.cy
Επενδυτικό Portal	www.grinvest.gr
Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών	www.ypetho.gr
Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών	www.ase.gr
Investment Research Analysis Journal	www.iraaj.gr

ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών 125 χρόνια, Ειδική Έκδοση

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Π.1. Χρηματιστήριο Αθηνών

Πάνω από το ιστορικό καφενείο «Η Ωραία Ελλάς» στη διασταύρωση των οδών Ερμού και Αιόλου, βρισκόταν ,από το 1870, η «Λέσχη Εμπόρων των Αθηνών» που χρησίμευε ως τόπος συναντήσεως των επαγγελματιών, αλλά συχνά και ως πρακτορείο ειδήσεων. Στο χώρο αυτό κάθε απόγευμα διεξάγονταν διαπραγματεύσεις επί των ομολογιών των εθνικών δανείων που εκδίδονταν τότε. Σταδιακά και με τη διάδοση των μετοχικών τίτλων, δημιουργήθηκε η διάθεση για σημαντικότερες συναλλαγές. Με την πάροδο του χρόνου, η λέσχη πάνω από το καφενείο «Η Ωραία Ελλάς»,μετατράπηκε από ψυχαγωγικό κέντρο ορισμένης επαγγελματικής τάξης σε «Μετοχοπρατήριο» σύμφωνα με τον Γρ. Ευαγγελίδη που της έδωσε αυτή την ονομασία. Και αυτό διότι οι συναλλαγές που εισήγαγαν οι πρώην «χαβιαροχανίτες» ομογενείς ήταν γνήσιες χρηματιστηριακές πράξεις, που είχαν αναπτυχθεί στα ήδη οργανωμένα Χρηματιστήρια άλλων χωρών. Έτσι άρχισε να λειτουργεί ένα «ανεπίσημο» Χρηματιστήριο στη πόλη της Αθήνας. Έμβλημά του ήταν ο Φτερωτός Ερμής, απ' όπου αργότερα εμπνεύσθηκε και το έμβλημα του το «επίσημο» Χρηματιστήριο.

Οι ανάγκες που πρέπει να καλύψει ένα Χρηματιστήριο λογικά προηγούνται της λειτουργίας του. Στη χώρα μας ωστόσο αυτή η αρχή καταστρατηγήθηκε. Όταν η Ερμούπολη της Σύρου μεσουρανούσε ως η ελληνική πόλη με την μεγαλύτερη αστική ανάπτυξη, ο οικονομικός τύπος της πόλης δεν παρέλειπε να επισημαίνει την έλλειψη Χρηματιστηρίου που η σύστασή του θα αποτελούσε τον πυρήνα για τον σχηματισμό ομοίων στη συνέχεια, στον Πειραιά, την Αθήνα και την Πάτρα. Καθώς η Ερμούπολη άρχισε να παρακμάζει η σκυτάλη της πρώτης εμπορικής πόλης πέρασε στον Πειραιά. Εκεί είχε ήδη αναγερθεί χρηματιστηριακό μέγαρο, πριν ακόμα ιδρυθεί επισήμως χρηματιστήριο. Συμπερασματικά αναφέρεται ότι το πρώτο ελληνικό Χρηματιστήριο, που ιδρύθηκε στον Πειραιά, ήταν μικτή αγορά εμπορευμάτων και αξιών ταυτοχρόνως.

Όμως, το συγκεκριμένο Χρηματιστήριο, ποτέ δεν μπόρεσε να αποκτήσει επαρκή κίνηση χρηματιστηριακών τίτλων. Το αξιομνημόνευτο της ιδρύσεως του Πειραιϊκού Χρηματιστηρίου αφορά περισσότερο στην κατασκευή του κτιρίου και λιγότερο στη λειτουργία του. Την εποχή εκείνη, το Μάιο του 1873, τα μέλη της Λέσχης ονόμασαν τη Λέσχη τους Χρηματιστήριο και προχώρησαν ακόμη και στην

εκλογή Προέδρου. Ως πρώτος Πρόεδρος, εκλέχθηκε ο Γεώργιος Ιγγλέσης. Στην αρχή, οι λίγες πράξεις που συνάπτονταν στη Λέσχη δεν ήταν αρκετές για να δημιουργήσουν χρηματιστηριακή ατμόσφαιρα. Στη συνέχεια όμως, όσο αυξανόταν ο κερδοσκοπικός παροξυσμός που είχε καταλάβει το πλήθος, κυρίως μετά από την ίδρυση της Εταιρίας του Λαυρίου, γινόταν ολοένα και πυκνότερες οι συγκεντρώσεις στο καφενείο και στο χώρο μπροστά από αυτό.

Η ατμόσφαιρα, όπως αναφέρθηκε, άρχισε να θερμαίνεται κατά το Μαΐου του 1873, όταν κυκλοφόρησαν 100,000 μετοχές της εταιρείας του Λαυρίου και αποτέλεσαν αποκλειστικό σχεδόν αντικείμενο αγοραπωλησιών στη Λέσχη, το καφενείο και τους δρόμους.

1870 – 1873

Κύριο αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην «ανεπίσημη» χρηματιστηριακή αγορά της Αθήνας, ήταν οι ομολογίες των Εθνικών Δανείων. Διαπραγματεύονταν όμως και μετοχές της Εθνικής Τράπεζας και της Εταιρίας της Εθνικής Ατμοπλοΐας της Ελλάδας. Μετά το 1873, άρχισαν να διαπραγματεύονται οι μετοχές της «Ανωνύμου Εταιρίας των Μεταλλουργείων του Λαυρίου», των ασφαλιστικών εταιρειών «Φοίνιξ» και «Άγκυρα» και της «Ανωνύμου Εταιρίας Αερίοφωτος Αθηνών». Στη συνέχεια, με την έξαρση της «μεταλλομανίας» και την ίδρυση πολλών μεταλλευτικών εταιριών, σημειώνονται διαπραγματεύσεις των μεταλλευτικών εταιριών «Ελληνική Μεταλλευτική Εταιρία», «Ο Λαυρεωτικός Όλυμπος», «Νικίας», «Ο Περικλής» και «Η Κάρυστος».

1873 – 1876

Παρά το γεγονός ότι η ελληνική οικονομία δεν ήταν τόσο αναπτυγμένη για να δικαιολογήσει τη λειτουργία και άλλων τραπεζών πέραν της Εθνικής Τράπεζας, κατά την περίοδο αυτή, εκτός από τη «μεταλλομανία», παρατηρείται και το φαινόμενο της «τραπεζομανίας» Αυτό εκδηλώνεται με την ίδρυση νέων τραπεζών, οι περισσότερες από τις οποίες δεν κατάφεραν να επιβιώσουν για μεγάλο χρονικό διάστημα. Οι παρακάτω τράπεζες ήταν οι πρώτες που οι μετοχές τους διαπραγματεύθηκαν στο Χρηματιστήριο Αθηνών:

Α. Εθνική Τράπεζα Ιδρύθηκε το 1841, με αρχικό κεφάλαιο 5.000.000 δραχμών και άρχισε τις εργασίες της στις 22 Ιανουαρίου 1842. Η μετοχή της αποτελούσε την ασφαλέστερη επένδυση σε βαθμό ώστε τα ευαγή ιδρύματα μετέτρεπαν τα διαθέσιμά τους σε μετοχές της Εθνικής.

Β. Ναυτική Τράπεζα ο «Αρχάγγελος» Ιδρύθηκε με Β.Δ. του 1870 και με αρχικό κεφάλαιο 4.000.000 φράγκα (20.000 μετοχές). Ξεκίνησε ως τράπεζα με ευοίωνες προοπτικές, αλλά περισσότερο λειτούργησε ως Ανώνυμη Ασφαλιστική Εταιρία.

Γ. Γενική Πιστωτική Τράπεζα Προήλθε από την, εντός τριών ημερών, αστραπιαία συνένωση δύο τραπεζών, που ίδρυσαν το 1872 αντίστοιχες ομάδες ομογενών. Το κεφάλαιο ανέρχονταν σε 14.00.000 δραχμές (56.000 μετοχές).

Δ. Τράπεζα Βιομηχανικής Πίστεως

Το 1873, στην ακμή της «μεταλλομανίας» ιδρύεται η Τράπεζα Βιομηχανικής Πίστεως, με πρωτοβουλία ομογενών και ντόπιων κεφαλαιούχων και με αρχικό κεφάλαιο 5.000.000 φράγκα (50.000 μετοχές). Η ίδρυση του Χ.Α.Α, ύστερα από μακρόχρονη προεργασία, επίπονες ταλαντεύσεις και πολυκύμαντες διαδικασίες, υπήρξε σταθμός στην οικονομική ιστορία του έθνους. Ανταποκρίθηκε μαχητικά στην ανάγκη εκσυγχρονιστικών μεταρρυθμίσεων και στα πλαίσια της μεγάλης προσπάθειας για την οικονομική ανόρθωση του τόπου. Παράλληλα, από τη σύσταση του έως και σήμερα, προσαρμόστηκε με σχετική ευελιξία στα διεθνή πρότυπα και τις χρηματοοικονομικές αντιλήψεις των εποχών. Η ιστορία του Χ.Α.Α. αρχίζει στις 30 Σεπτεμβρίου 1876 όταν επί κυβέρνησης του Αλεξάνδρου Κουμουνδούρου, δόθηκε η κυβερνητική έγκριση για τη σύσταση του.

1929 – 1933

«Ο λαός πεινά - οι καρχαρίες πλουτίζουν». Κάπως έτσι θα μπορούσαν να περιγραφούν απλοϊκά οι επιπτώσεις της κρίσης του 1929-1933 στην Ελλάδα. Οι φράσεις αυτές κι άλλες παρόμοιες βρίσκονται -τότε- στην ημερήσια διάταξη. Οι συγκεκριμένες δεν προέρχονται από κομμουνιστικές εφημερίδες, αλλά από αστικές αντιβενιζελικές. Εκφράζουν σχηματικά τον τρόπο που βιώνει η κοινωνία τα όσα διαδραματίζονταν. Σ αντίθεση με την επίσημη εικόνα, που προβάλλει από τους οικονομικούς δείκτες της ίδιας περιόδου. Ότι, δηλαδή, οι επιπτώσεις του κραχ στη χώρα μας δεν είχαν τις δραματικές διαστάσεις που πήραν αλλού...

Η «μαύρη Πέμπτη» της 24ης Οκτωβρίου 1929 θα περάσει απαρατήρητη στην Ελλάδα. Το ίδιο και οι επόμενες «μαύρες» μέρες για τα διεθνή χρηματιστήρια. Τα πρώτα τηλεγραφήματα των ξένων πρακτορείων περί χρηματιστηριακού πανικού θα δημοσιευτούν στον ελληνικό Τύπο σχεδόν μία εβδομάδα μετά τη θυελλώδη έναρξη του κραχ.

Το γεγονός από μόνο του δείχνει όχι μόνο το επίπεδο ενημέρωσης, αλλά και γενικά το «καθυστερημένο» παντού στη χώρα. Ενδεικτικό είναι ότι ενώ η Wall Street φλέγεται κι αρχίζουν να παίρνουν φωτιά άλλα χρηματιστήρια, το ελληνικό ακολουθεί για αρκετό καιρό τη συνήθη πορεία του. Με μικροδιακυμάνσεις, που αποδίδονται στην κυβερνητική αστάθεια της Γαλλίας!

Καθυστερημένη η ενημέρωση για την κρίση, καθυστερημένες και οι επιπτώσεις της στην ελληνική οικονομία, αλλά και την πολιτική. Για πολλούς και διάφορους λόγους, που μπορούν να συνοψιστούν στον χαρακτήρα και τη δομή της οικονομίας της (κυρίως γεωργική, περιορισμένη βιομηχανία, κατεξοχήν ελλειμματική στις εξωτερικές συναλλαγές, εξαρτημένη από τον δανεισμό κ.ά.).

Η συζήτηση, που γίνεται αρχικώς στη χώρα, περιστρέφεται γύρω από το ερώτημα αν «η στενότης χρήματος» εκείνων των ημερών είναι συγκυριακή ή σύμπτωμα της κρίσης. Αν οφείλεται σε παραδοσιακά τραπεζικά κερδοσκοπικά «κόλπα» και στον πόλεμο που μαίνεται μεταξύ της νεοσύστατης Τραπέζης της Ελλάδος και της Εθνικής (μια σύγκρουση που δεν είναι μόνο οικονομική, αλλά και πολιτική - κομματική).

Στο μείζον ερώτημα αν υπάρχει ή όχι οικονομική κρίση, η κυβέρνηση του Ελ. Βενιζέλου σπεύδει να δώσει κατηγορηματικά αρνητική απάντηση. Όπως αρνητικά απαντά στο ίδιο ζήτημα αν όσα συμβαίνουν διεθνώς (χρηματοπιστωτική - τραπεζική κρίση και οικονομική ύφεση) είναι δυνατόν να φθάσουν στη χώρα μας. Διασκεδάζοντας τις εντυπώσεις και τους φόβους, ο ίδιος ο πρωθυπουργός δίνει και φραστικές εγγυήσεις για τη «δημόσια πίστη και τις καταθέσεις» (Νοέμβριος 1929)! Οι «μαύρες μέρες» της Wall Street μοιάζουν απόμακρες και ξένες. Η εντύπωση που καλλιεργείται είναι πως δεν έχουν σχέση με την ελληνική οικονομία, που προχωρά με αισιοδοξία στο πρόγραμμα για τη σταθεροποίηση της δραχμής, τα μεγάλα παραγωγικά έργα, την ανασυγκρότηση, τις καλύτερες μέρες κ.λπ.

Μάταια ο νεαρός καθηγητής Οικονομίας Ξ. Ζολώτας κρούει τον κώδωνα του κινδύνου, αν και λίγο διστακτικά: «Όλη η Αθήνα ρωτά, γράφει στα τέλη του 1929, υφίσταται οικονομική κρίσις εις την Ελλάδα;». Η καταφατική απάντηση δεν γίνεται

γενικώς αποδεκτή. Όχι μόνο στη συγκεκριμένη συγκυρία, αλλά και τα επόμενα δυο-τρία χρόνια.

Ενώ η κρίση απλώνεται στον χρηματιστηριακό τομέα, στον τραπεζικό και την πραγματική οικονομία όλοι οι αρμόδιοι, ακόμη και το 1931, υποστηρίζουν ότι η Ελλάδα έχει αποφύγει τις χειρότερες συνέπειες. Αυτάρεσκα προβάλλονται ως απόδειξη οικονομικής υγείας οι τρεις συνεχόμενοι ισοσκελισμένοι προϋπολογισμοί (1929-1931). Ούτε η αντιβενιζελική αντιπολίτευση, όμως, έχει καταλάβει τι συμβαίνει. Επιρρίπτει ευθύνες στην πολιτική της ΤτΕ (πολιτικός στόχος της είναι η συγχώνευση με την Εθνική) και στο σπάταλο κράτος. Αργησαν απελπιστικά πολιτικοί και οικονομολόγοι να αντιληφθούν ότι η παλιά διεθνής οικονομική τάξη είχε ανατραπεί. Έμειναν καθηλωμένοι σε οικονομικές αρχές του φιλελευθερισμού. Δηλαδή της κυρίαρχης τότε «ορθοδόξου οικονομίας» που κατέρρεε. Ίσως αυτή να είναι και η μεγαλύτερη ομοιότητα μεταξύ της κρίσης του 1929-1933 και των ημερών μας, σε κυβερνητικό επίπεδο.

Τυπικά, οι επιπτώσεις της κρίσης έγιναν αισθητές με τρία διαδοχικά κύματα: 1) Από την αρχή της κρίσης έως τον Σεπτέμβριο του 1931, όταν εγκαταλείπεται η σύνδεση της δραχμής με την αγγλική λίρα (μέσω στερλίνας συνδέεται η δραχμή με τον «χρυσό κανόνα»). 2) Από τη σύνδεση της δραχμής με το δολάριο έως την εγκατάλειψη του «κανόνα του χρυσού» τον Απρίλιο του 1932. 3) Από την κήρυξη πτώχευσης μέχρι την τυπική λήξη της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης το 1933.

Το Ανώτατο Οικονομικό Συμβούλιο (ένα σώμα οικονομικών εμπειρογνομόνων που συστάθηκε τη δεκαετία του 1930) χωρίζει την περίοδο και τις επιπτώσεις της στην οικονομία σε πέντε στάδια. Σε καθένα αποδίδει κι ένα χαρακτηριστικό, με βάση τις εκτιμήσεις του για τις παρενέργειες που είχε: 1929: μικρή πτώση 1930: γρήγορη πτώση της οικονομίας τέλος 1931: απότομη και κατακόρυφη πτώση 1932: μικρή άνοδος 1933: ακόμη μικρότερη άνοδος.

Πέρα από τις συγκεκριμένες οικονομικές επιπτώσεις της παγκόσμιας κρίσης του 1929-1933 στα καθ' ημάς, προκύπτουν μερικά γενικότερα συμπεράσματα, με κάποια επικαιρότητα ενδεχομένως:

Η βενιζελική κυβέρνηση, σε πρώτη φάση, έχει την πίστη ότι η στερλίνα και ολόκληρο το σύστημα δεν μπορεί να καταρρεύσει. Αυτό θα σήμαινε, υποτίθεται, το τέλος «της κεφαλαιοκρατικής δημοκρατικής τάξεως». Το επακόλουθο είναι ότι εξαντλείται στην αναζήτηση κεφαλαίων από το εξωτερικό, που δεν βρίσκει, αφού πια δεν είναι διαθέσιμα. Όταν η παγκόσμια κρίση βιώνεται κυρίως ως νομισματική στην

Ελλάδα, πολιτικοί και οικονομολόγοι αυτοσχεδιάζουν προσκολλημένοι σε θρυμματισμένες από την πραγματικότητα οικονομικές αρχές. Αποσπασματικά και χωρίς σχέδιο. Ο αστικός κόσμος στο σύνολό του πίστευε ακόμη σ' ένα σύστημα διεθνών σχέσεων, το οποίο παράπαιε. Πόνταρε σε μια αδύνατη και ανέφικτη διεθνή συνεννόηση. Η Ελλάδα παρακολουθούσε απλώς την οικονομική κρίση να εξελίσσεται. Έτσι, μοιραία η χώρα οδηγήθηκε στη χρεοκοπία το 1932. Ακριβώς την περίοδο που έτεινε να κλείσει τυπικά ο κύκλος της παγκόσμιας κρίσης. Η Ελλάδα απέναντι στην κρίση ήταν σαν ένα πλοίο που κατέβασε τα πανιά και κινούνταν στο άγνωστο.

Ο πανικός καταλαμβάνει το ελληνικό πιστωτικό σύστημα από τις 21 έως τις 26 Σεπτεμβρίου 1931. Δηλαδή, όταν αποφασίζεται η αποσύνδεση της αγγλικής λίρας από τον «χρυσό κανόνα» και αίρεται η μετατρεψιμότητα της δραχμής σε χρυσό (η μετατρεψιμότητα του ελληνικού νομίσματος γινόταν μέσω της στερλίνας). Μέσα σε έξι μέρες η Τράπεζα της Ελλάδος έχασε συνάλλαγμα συνολικής αξίας 3,6 εκατ. δολαρίων. Στο όργιο κερδοσκοπίας και φυγάδευσης κεφαλαίων στο εξωτερικό πρωτοστάτησαν όχι μόνο Έλληνες μεγαλοκαπιταλιστές, αλλά και τράπεζες.

21 Σεπτεμβρίου 1931

Η Ελλάδα αντί να εγκαταλείψει τη χρυσή βάση, όπως η αγγλική λίρα, με την οποία ήταν έως τότε συνδεδεμένη, συνδέεται με το δολάριο. Δηλαδή, με άλλο νόμισμα χρυσής βάσης (το δολάριο θα εγκαταλείψει αργότερα τον «χρυσό κανόνα»).

25 Απριλίου 1932

Η δραχμή εγκαταλείπει καθυστερημένα τη «χρυσή βάση». Επανέρχεται το καθεστώς αναγκαστικής κυκλοφορίας του παρελθόντος. Έτσι χρεοκοπεί το πρόγραμμα σταθεροποίησης της δραχμής που είχε αρχίσει από το 1927-1928 και στο οποίο βασιζόταν όλο το οικονομικό οικοδόμημα του βενιζελισμού.

1 Μαΐου 1932

Η κυβέρνηση κηρύσσει «στάση πληρωμών». Η Ελλάδα δεν μπορούσε πλέον να πληρώσει τα χρέη και τους τόκους από τον δανεισμό της. Ήταν η τέταρτη χρεοκοπία στη νεοελληνική Ιστορία (η πρώτη το 1827, η δεύτερη το 1843, η τρίτη το 1893).

Η δίνη της κρίσης

Οι επιπτώσεις από το κραχ του 1929 στην πραγματική ελληνική οικονομία θα αρχίσουν να γίνονται βαθμιαία αισθητές. Από το πρώτο, όμως, στάδιο θα πληγούν οι εξαγωγές. Η κρίση χτυπά πρώτα τη γεωργία. Κυρίως ο καπνός και η σταφίδα, που είναι τα κατεξοχήν εξαγωγίμα προϊόντα της χώρας. Οι τιμές κατακυλάνε και η παραγωγή μένει αδιάθετη. Στη γεωργική κρίση θα προστεθεί άμεσα, αλλά θα γίνει κάπως βραδύτερα αισθητός, ο δραστικός περιορισμός του μεταναστατευτικού συναλλάγματος, αλλά και του ναυτιλιακού.

Τα εμβάσματα των Ελλήνων μεταναστών στο εξωτερικό και ειδικά στις Η.Π.Α. παίρνουν την κατιούσα. Το ίδιο συμβαίνει, σε ανάλογη κλίμακα, με το ναυτιλιακό συνάλλαγμα, καθώς πολλά πλοία στην εξέλιξη της κρίσης «δένουν». Η ανεργία στον χώρο της ναυτιλίας έχει άμεσες και ορατές επιπτώσεις.

Η κερδοσκοπία με τον χρυσό και το συνάλλαγμα, όσο η δραχμή διατηρεί τη μετατρεψιμότητά της, «συμπληρώνουν» το πρόβλημα. «Η χώρα πάσχει από κρίσιν του μεγάλου κέρδους», διαπιστώνει αρχές του 1930 ο Ξ. Ζολώτας.

Αλλά η κρίση θ' αρχίσει να παίρνει εκρηκτικές διαστάσεις όταν κλείνουν οι στρόφιγγες του εξωτερικού δανεισμού. Οι οικονομικοί σχεδιασμοί της κυβέρνησης βρίσκονται στον αέρα και τα μεγάλα παραγωγικά έργα στη Μακεδονία, τη Θεσσαλία κ.α., που βασιζόνταν στον δανεισμό και αναμένονταν να αποδώσουν στο μέλλον, στοιχειώνουν. Επέρχεται ουσιαστικά το τέλος του βενιζελικού προγράμματος οικονομικής ανοικοδόμησης, όταν όλες οι επίμονες προσπάθειες της κυβέρνησης στο Λονδίνο, το Παρίσι κ.α. για άμεσο δανεισμό πέφτουν στο κενό.

Η τραγωδία αρχίζει όταν ο Βενιζέλος χάνει οριστικά τη «μάχη της δραχμής» τον Σεπτέμβριο του 1931. Δηλαδή, τότε που πολλές χώρες εγκαταλείπουν τον «κανόνα του χρυσού» (εξασφάλιση της σταθερότητας της ισοτιμίας των νομισμάτων μέσω της σύνδεσης του κυκλοφορούντος χρήματος με τον χρυσό στα αποθέματα μιας κεντρικής τράπεζας). Η δραχμή συνδεδεμένη με τον «κανόνα» μέσω της αγγλικής λίρας, καθώς η τελευταία εγκαταλείπει τον κανόνα, βρίσκεται στη δίνη της κρίσης. Η «βασίλισσα των νομισμάτων» συμπαρασύρει στην πτώση το ελληνικό νόμισμα. Ο πανικός, ετεροχρονισμένα, καταλαμβάνει και τη Σοφοκλέους. Οι πάντες καταριούνται τους οικονομολόγους, ενώ κανείς δεν ξέρει τι θα ξημερώσει. Παρά τις διαβεβαιώσεις Βενιζέλου ότι «έχει απόλυτον την πεποίθησιν για συγκράτησιν και σταθερότητα του

ελληνικού νομίσματος» και τα μέτρα που παίρνονται, το νόμιμο συνεχίζεται. Η ελληνική χρηματαγορά κλείνει επ' αόριστον.

Οι συνέπειες

Η επιμονή της κυβέρνησης, αλλά και των άλλων αστικών κομμάτων εξουσίας, να παραμείνει η δραχμή στον χρυσό κανόνα, μέσω της σύνδεσής της πλέον με το δολάριο, θα συσσωρεύσει νέα δεινά μετά το 1931. Η ελληνική χρηματοπιστωτική κρίση θα κορυφωθεί την άνοιξη του 1932, ενώ τα αποθεματικά σε χρυσό και συνάλλαγμα θα μειωθούν δραματικά. Το συνάλλαγμα θα φυγαδεύεται στο εξωτερικό και θα οργιάζουν κερδοσκοπικά παιχνίδια, με πρωταγωνιστή την Εθνική Τράπεζα.

Ένα μόνο στοιχείο είναι πολύ χαρακτηριστικό: τα αποθέματα σε χρυσό και συνάλλαγμα στην ΤτΕ το 1928 ήταν της τάξης των 4,3 δισ. δραχμών και τον Μάιο του 1932 μόλις 176 εκ. Όλα αυτά είχαν, φυσικά, επιπτώσεις στην παραγωγή, τα εισοδήματα, ειδικά τα λαϊκά, την απασχόληση, την κατανάλωση. Η ανεργία καλπάζει, η αξία της εργασίας μειώνεται δραματικά. Από τις στατιστικές προκύπτει ότι οι μισθωτοί, που δεν έχουν χάσει τη δουλειά τους, βρίσκονται στο όριο της επιβίωσης σε όλη την ευρύτερη περίοδο. Επισήμως η ανεργία από τις 75.000 το 1928 εκτοξεύτηκε στις 237.000 το 1932. Οι τιμές καταναλωτή υπερδιπλασιάστηκαν, ενώ οι μισθοί παρακολουθούσαν την κατακόρυφη άνοδο από πολύ μακριά.

Υπάρχει η εντύπωση ότι στη χώρα μας δεν παρατηρήθηκαν τα ακραία μαζικά φαινόμενα των επιπτώσεων που είχε η κρίση αλλού. Πρόκειται για λανθασμένη εντύπωση. Ένα ξεφύλλισμα του Τύπου της εποχής πείθει για το αντίθετο και τη δυστοχία μεγάλων τμημάτων του αγροτικού και αστικού πληθυσμού. Άλλωστε στη χώρα μας εκείνη την περίοδο, μετά το δράμα της μικρασιατικής καταστροφής και τους 1,5 εκατ. πρόσφυγες, η φτώχεια ήταν ενδημικό φαινόμενο. Το νέο είναι ότι και η πείνα από ατομικό γίνεται κοινωνικό φαινόμενο.

Η κατάσταση πυροδότησε δυναμικές κινητοποιήσεις των εργαζομένων, που πολλές φορές πήραν άγριες διαστάσεις. Η «πάλη των τάξεων» παίρνει πρωτοφανείς διαστάσεις. Το κράτος και οι εργοδότες κατέφυγαν στον αυταρχισμό, στην αστυνομοκρατία και τη στρατοκρατία. Από την άποψη αυτή είναι πολύ χαρακτηριστικό ότι ο πρωθυπουργός Ελ. Βενιζέλος αποκαλείται στον κομμουνιστικό Τύπο «δικτάτορας». Σε πολιτικό επίπεδο, οι πολιτικές επιπτώσεις της κρίσης ήταν η ήττα του Βενιζέλου και η αυτοεξορία του από την Ελλάδα. Ακόμη η χρεοκοπία του

δικομματισμού της εποχής (Φιλελεύθεροι - Λαϊκοί) και η αδυναμία κυβερνητικής αυτοδυναμίας. Η κατάληξη ήταν η επιβολή της βασιλομεταξικής δικτατορίας της 4ης Αυγούστου 1936.

Πρόσφατη Ιστορία

Το Χρηματιστήριο Αθηνών παίζει μεγάλο ρόλο στην οικονομική ανάπτυξη της Ελλάδας στο τελευταίο μισό του 20ου αιώνα. Γεγονότα τα οποία επηρέασαν ο Χρηματιστήριο είναι η ένταξη της Ελλάδας στην Νομισματική και Οικονομική Ενοποίηση (ONE) και το Χρηματιστηριακό κραχ του 1999 το οποίο σημάδεψε τις ζωές πολλών ελληνικών οικογενειών.

Ελληνικό Χρηματιστηριακό Κραχ του 1999

Η ιστορία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών σημαδεύτηκε από το *κραχ του 99* (ή γεγονότα του 99) στα οποία ενεπλάκη μεγάλο μέρος των Ελλήνων. Έχει εκτιμηθεί ότι περίπου εκατό δισεκατομμύρια ευρώ άλλαξαν χέρια μεγάλο μέρος από τα οποία έχασαν οι λεγόμενοι μικροεπενδυτές.

Η απότομη πτώση του Χρηματιστηρίου ακολούθησε την άνοδο των προηγούμενων ετών που κορυφώθηκε το 1999 και συνδέθηκε με την ένταξη της Ελλάδας στην ONE και την προοπτική ανάληψης των Ολυμπιακών Αγώνων της Αθήνας του 2004. Ανάλογη πορεία ακολουθούσαν και τα χρηματιστήρια διεθνώς, λόγω της αισιοδοξίας περί νέας οικονομίας, δηλαδή μόνιμη και σημαντική άνοδος της παραγωγικότητας χάριν στις επαναστάσεις της πληροφορικής. Πρελούδιο της κρίσης θεωρείται η οικονομική κρίση στην Ασία που προκάλεσε το μίνι κραχ του 1997 (October 27, 1997 mini-crash).

Στην Ελλάδα το καλοκαίρι του 1999 πολλοί Έλληνες ασχολούνταν με το χρηματιστήριο: ακόμα και σε μικρά χωριά υπήρχαν ΕΛΔΕ (γραφεία αγοράς και πώλησης μετοχών), και πολλές μικρές εταιρίες εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο. Οι ενεργοί κωδικοί επενδυτών στο ΧΑΑ έφτασαν το 1,5 εκ περίπου, όταν οι Έλληνες εργαζόμενοι είναι περίπου 4,5 εκ. Με τον γενικό δείκτη να καταρρίπτει καθημερινά κάθε ρεκόρ πολλοί Έλληνες πίστεψαν ότι έλυσαν το οικονομικό πρόβλημα της ζωής τους. Η πτώση που ξεκίνησε στις 23 Σεπτεμβρίου συνεχίστηκε για αρκετά χρόνια εξανεμίζοντας την αξία των μετοχών. Πολλές από τις μετοχές που είχαν εισαχθεί στο

Χρηματιστήριο αποδείχτηκαν «φούσκες», δηλαδή άνευ αντικρίσματος μετοχές με εταιρίες χωρίς έργο αλλά μόνο σκοπό την ελκυστική εικόνα στο χρηματιστήριο.

Θεωρείται από πολλούς το μεγαλύτερο οικονομικοπολιτικό σκάνδαλο της μεταδικτατορικής Ελλάδας, καθώς αποτέλεσε την αφορμή για σημαντικού μεγέθους αναδιανομή πλούτου. Πιστεύεται ότι το χρηματιστήριο χειραγωγήθηκε αθέμιτα από διάφορους παράγοντες. Πολλοί επιρρίπτουν ευθύνες κυρίως στην τότε κυβέρνηση καθώς υπάρχουν καταγεγραμμένες δηλώσεις υψηλών στελεχών ότι οι ανοδικές τάσεις αντικατοπτρίζουν την κατάσταση της οικονομίας της εποχής. Επίσης, η δικαστική διερεύνηση της υπόθεσης αποδείχτηκε εκ των υστέρων ότι κάλυψε ευθύνες, πράγμα που οδήγησε σε δεύτερο σκάνδαλο στο δικαστικό κύκλωμα.

Οι επιπτώσεις στην οικονομία όμως ήταν μάλλον μικρές. Και οι επιπτώσεις στους πολίτες υπερτιμήθηκαν από μέρος της πολιτικής και τον τύπο. Για παράδειγμα αιτιάσεις ότι χάθηκαν δεκάδες δισεκατομμύρια ευρώ από την περιουσία του ελληνικού λαού υπόκεινται συνήθως σε δυο πλάνες:

1. μεγάλο μέρος του ΧΑΑ είναι σε χέρια ξένων επενδυτών (τον Αύγουστο 2006 σχεδόν 42%).
2. η άνοδος μιας μετοχής κατά 100% δεν σημαίνει πραγματικά κέρδη 100% για τους επενδυτές. Είναι μόνο χάρτινα κέρδη, αν όλοι οι επενδυτές προσπαθούσαν να ρευστοποιήσουν οι τιμές θα έπεφταν κατά πολύ. Έτσι η πτώση από τα ανώτατα επίπεδα του 1999 δεν σημαίνει ότι οι επενδυτές είχαν μεγάλα κέρδη και τα έχασαν, σημαίνει ότι ποτέ δεν μπόρεσαν να ρευστοποιήσουν δυνάμει κέρδη. Πραγματικά χαμένοι επενδυτές, είναι μόνο αυτοί που αγόρασαν στα υψηλότερα και πούλησαν στα χαμηλότερα σημεία, δηλαδή ένα πολύ μικρό ποσοστό των επενδυτών.

Π.2. Χρηματιστηριακές Φούσκες: Ιστορικά Παραδείγματα

Η Μανία της Τουλίπας (Ολλανδία 1636-1637)

Οι τουλίπες έφθασαν από την Τουρκία στην Ολλανδία το φθινόπωρο του 1593. Η κερδοσκοπία στους κοινούς βολβούς (tulpenwoerde) άρχισε τον Νοέμβριο του 1636, ενώ οι τιμές εκτοξεύτηκαν μέχρι τον Φεβρουάριο του 1637, οπότε στο κέντρο εμπορίου λουλουδιών Haarlem κυκλοφόρησαν φήμες ότι δεν υπήρχαν πια αγοραστές, και την επόμενη μέρα ήταν αδύνατο να πωληθούν τουλίπες σε οποιαδήποτε τιμή. Έτσι, στις 3 Φεβρουαρίου του ίδιου έτους η αγορά της τουλίπας κατέρρευσε απότομα.

Από το 1630 επικρατούσε σε ολόκληρη την Ολλανδική Δημοκρατία μια αυξημένη αισιοδοξία για το μέλλον του εμπορίου της χώρας, αποτέλεσμα της οριστικής πλέον λήξης της Ισπανικής Κατοχής, αλλά και της άνθησης κατά την περίοδο εκείνη του ολλανδικού εμπορίου υφασμάτων. Ταυτόχρονα, η απότομη αύξηση των τιμών των σπιτιών στη χώρα προκάλεσε έκρηξη στον κατασκευαστικό τομέα, δημιουργώντας μεγάλο αριθμό ακριβών σπιτιών στα προάστια. Σιγά – σιγά η καλβινιστική αυστηρότητα της Ολλανδικής Δημοκρατίας υποχώρησε, ενώ οι πολίτες της, κατέχοντας το υψηλότερο εισόδημα στην Ευρώπη, μετατράπηκαν σε καταναλωτικό έθνος. Προσπαθώντας να συνδυάσουν την επιθυμία τους για επίδειξη με τη συνεχή αναζήτηση πλούτου, θεώρησαν την τουλίπα ιδανικό αντικείμενο έκφρασης των στόχων τους. Δεν υπήρξε όμως τυχαία η επιλογή αυτού του λουλουδιού. Η διαφορετική, από όλα τα υπόλοιπα λουλούδια, μορφή του, του πρόσδιδε τον χαρακτηρισμό του εξωτικού φυτού, ενώ η ποικιλοχρωμία των ανθών του, την οποία κανένας δεν μπορούσε να προβλέψει, καθιστούσε το φυτό σπάνιο.

Έτσι, οι υψηλές τιμές της τουλίπας ως αγαθού πολυτελείας μπορούν καταρχάς να αποδοθούν στη σπανιότητα τους και στην τεράστια ζήτηση. Οι τουλίπες επίσης προσβάλλονταν από έναν ιό, του οποίου αποτέλεσμα ήταν να δημιουργούνται θαυμάσια σχέδια στο λουλούδι. Οι τουλίπες μπορούσαν να αναπαραχθούν είτε μέσω σπόρων, είτε μέσω μπουμπουκιών στον μητρικό βολβό. Τα σχέδια εντούτοις, δεν μπορούσαν να αναπαραχθούν με την καλλιέργεια του σπόρου, αλλά μόνο με καλλιέργεια από τον αρχικό βολβό. Έτσι, το μέγεθος του αρχικού βολβού καθόριζε τον αριθμό των απογόνων και επομένως και την αξία του, που για βολβούς σπάνιας τουλίπας μπορούσε να φτάσει αστρονομικές τιμές. Ένας βολβός που είχε παραχθεί με

ιό αντιπροσώπευε ένα δίπλωμα ευρεσιτεχνίας ή ένα μονοπώλιο για όλες τις τουλίπες του ίδιου τύπου που θα προερχόταν από αυτόν.

Η τουλίπα περιορισμένη στους κήπους των ευγενών, αρχικά συνδύαζε την αγάπη για επίδειξη με τη μανία για πλούτο. Το πρώτο θύμα του αυξανόμενου πάθους για το σπάνιο αυτό φυτό υπήρξε ο βοτανολόγος Carol Cluzious, ο οποίος λέγεται ότι πωλούσε βολβούς τουλίπας σε υπερβολικές τιμές. Η τιμή ενός ειδικού, σπάνιου τύπου τουλίπας, αποκαλούμενου *Semper Augustus*, ήταν 1.000 φιορίνια το 1623, 1.200 φιορίνια το 1624, 2.000 φιορίνια το 1625 και 5.500 φιορίνια το 1637, ενώ το μέσο ετήσιο εισόδημα τότε ήταν μόνο 150 φιορίνια. Οι τουλίπες ανταλλάσσονταν επίσης με γη, ζώα πολύτιμα για γεωργικές εργασίες και σπίτια. Σε αυτά τα επίπεδα τιμών ένας βολβός τουλίπας θα μπορούσε να ανταλλαχθεί με ένα σπίτι με κήπο στο ομορφότερο κανάλι του Amsterdam και μια άμαξα. Δυο χρόνια μετά το ξέσπασμα της κρίσης, το 1739, οι τιμές είχαν μειωθεί στο ένα διακοσιοστό της μέγιστης τιμής.

Κατά τη διάρκεια της αγοραστικής μανίας οι προσωπικές διαπραγματεύσεις ανάμεσα σε ιδιώτες μετατράπηκαν σε ομαδικές, και ταυτόχρονα δημιουργήθηκαν «Σύλλογοι», δωμάτια δηλαδή διάφορων πανδοχείων, όπου έμποροι και κερδοσκόποι μπορούσαν άνετα να συναλλάσσονται σε ένα ευχάριστο περιβάλλον, καταβάλλοντας μόνο ένα μικρό ποσό για τα άκρως απαραίτητα των «Συλλόγων».

Όταν το εμπόριο της τουλίπας είχε φτάσει στο ζενίθ, δημιουργήθηκε μια προθεσμιακή αγορά τουλίπας, γνωστή στα ολλανδικά ως *windhandel* (το εμπόριο του αέρα), άμεσο αποτέλεσμα του γεγονότος ότι, όταν οι βολβοί δεν είχαν φυτρώσει, καμία παράδοση δεν ήταν εφικτή. Στο *windhandel*, οι πωλητές υπόσχονταν την παράδοση της συμφωνηθείσας ποσότητας βολβών του συγκεκριμένου είδους και βάρους την επόμενη άνοιξη, ενώ ταυτόχρονα οι αγοραστές αποκτούσαν δικαίωμα για τη μεταβίβαση των βολβών σε αυτούς. Εν τω μεταξύ, οποιαδήποτε διαφορά προέκυπτε, λόγω αλλαγής της τιμής της τουλίπας στην αγορά διακανονιζόταν με μετρητά. Να σημειώσουμε ότι οι περισσότερες συναλλαγές πραγματοποιούνταν με προσωπικά πιστωτικά γραμμάτια με προθεσμία ως την άνοιξη, όταν δηλαδή θα γινόταν και η παράδοση των βολβών. Οι συνθήκες που επικρατούσαν ήταν επόμενο ότι θα οδηγούσαν σε μια εντελώς αφερέγγυα κατάσταση: Συναλλαγές βολβών τουλίπας που ήταν ανέφικτο να παραδοθούν, γιατί δεν υπήρχαν, και πληρωμές βολβών με γραμμάτια που ήταν αδύνατο να εξοφληθούν, γιατί δεν υπήρχαν χρήματα. Η κυβερνητική επιτροπή που συστήθηκε για το θέμα αυτό μετά την πτώση των τιμών αποφάσισε την ακύρωση των υπαρχόντων συμβολαίων για αγοραπωλησίες τουλίπας, με την πληρωμή μόνο του 3,5% της συμφωνημένης τιμής,

δίνοντας τέλος με αυτό τον τρόπο στις συνεχιζόμενες όλη εκείνη την περίοδο προσφυγές στα δικαστήρια για υποθέσεις αγοραπωλησίας τουλίπας.

Η τουλίπα έγινε σύμβολο της αφροσύνης, καθώς η εφήμερη ομορφιά της θεωρήθηκε ότι αποτελεί μια γοητευτική αυταπάτη για τον απρόσεκτο επενδυτή. Τα πέταλά της ανοίγουν ξαφνικά, επιδεικνύοντας εξαιρετικά χρώματα και σχέδια και στη συνέχεια μαραίνονται. Λειτουργεί δηλαδή όπως μια φούσκα, η οποία μεγαλώνει γρήγορα, γοητεύοντας τους θεατές, αλλά και εξαφανίζεται σε μια στιγμή.

Η Φούσκα του Mississippi (Γαλλία 1719 – 1720)

Ο John Law γεννήθηκε στο Εδιμβούργο της Σκωτίας το 1671. Ο πατέρας του ήταν χρυσοχόος που δάνειζε χρήματα, και ο Law έμαθε τις τραπεζικές λειτουργίες στην οικογενειακή επιχείρηση. Καταδικασμένος για δολοφονία μετά από μονομαχία, ο Law δραπέτευσε από τη φυλακή και έφυγε από την Αγγλία για να περιπλανηθεί στην Ευρώπη. Το μαθηματικό του μυαλό του επέτρεψε να κερδίσει τα πρώτα του χρήματα σε τυχερά παιχνίδια και να μελετήσει τις αρχές χρηματοδότησης στη Βενετία, τη Γένοβα και το Άμστερνταμ.

Το 1715 η Γαλλία οδηγήθηκε σε πτώχευση από τους πολέμους. Μέχρι την ώρα του θανάτου του βασιλιά Λουδοβίκου ΙΔ, το 1715, το Υπουργείο Οικονομικών ήταν σε χασομική κατάσταση, με την αξία του μεταλλικού νομίσματος να έχει μεγάλη διακύμανση, με καθυστερούμενα χρέη και με υψηλούς φόρους που πίεζαν σημαντικά την οικονομική δραστηριότητα. Την ίδια χρονιά ο Law κινήθηκε προς το Παρίσι, όπου συνδέθηκε φιλικά με τον αντιβασιλέα Λουδοβίκο ΙΕ.

Τον Μάιο του 1716 ο Law ίδρυσε την Banque Generale, η οποία είχε το δικαίωμα να εκδίδει τραπεζογραμμάτια πληρωτέα στην αξία μεταλλικού νομίσματος. Η στρατηγική του Law βοήθησε τους Γάλλους να μετατρέψουν το μεταλλικό νόμισμα σε χαρτονόμισμα και το καθιέρωσε ως μέσο συναλλαγής. Ο Law πίστευε ότι η χρήση του χαρτονομίσματος θα αύξανε την κυκλοφορία του χρήματος, η οποία με τη σειρά της θα ενίσχυε την οικονομική δραστηριότητα. Αυτές οι συνθήκες θα επέτρεπαν την αναθέρμανση της οικονομίας και τη βελτίωση των οικονομικών του κράτους.

Τον Αύγουστο του 1717, ο John Law ίδρυσε μια επιχείρηση στην οποία ο γάλλος αντιβασιλέας έδωσε μονοπώλιο τα δικαιώματα εμπορικών συναλλαγών με τις γαλλικές αποικίες, τη γαλλική Louisiana στη Βόρεια Αμερική, καθώς και τα καναδικά

δέρματα καστόρων, και την ονόμασε *Compagnie d' Occident*, που έμεινε γνωστή ως Εταιρία του Mississippi (*Mississippi Company*).

Τον Δεκέμβριο του 1718 η *Banque Generale* ονομάστηκε *Banque Royale*, και η ιδιοκτησία μεταφέρθηκε από το Law στον αντιβασιλέα, αν και ο Law διατήρησε τον έλεγχο της τράπεζας. Από τα μέσα του 1719 η *Compagnie d' Occident* επεκτάθηκε και μονοπωλούσε όλο το γαλλικό εμπόριο εκτός Ευρώπης, πάντα με τη βοήθεια του μετόχου – αντιβασιλέα. Τον Ιούλιο του 1719 η *Compagnie* αγόρασε το δικαίωμα να εκδίδει νέα νομίσματα, τον Αύγουστο του 1719 αγόρασε το δικαίωμα συλλογής όλων των γαλλικών έμμεσων φόρων και τον Οκτώβριο του 1719 ανέλαβε και την είσπραξη των άμεσων φόρων. Τέλος, προωθήθηκε ένα σχέδιο για να αναδομήσει το μεγαλύτερο μέρος του εθνικού χρέους, που προέβλεπε ότι το υπόλοιπο του υπάρχοντος κυβερνητικού χρέους θα ανταλλάσσόταν με τις μετοχές της *Compagnie*. Βασισμένος στον αναμενόμενο πλούτο από το μονοπώλιο εμπορικών συναλλαγών, ο Law υποσχέθηκε υπέρογκα κέρδη στους μετόχους. Οι δραστηριότητές του χρηματοδοτήθηκαν με έκδοση μετοχών και είχαν την υποστήριξη της τραπεζικής εταιρίας του επιχειρηματικού του ομίλου, εφόσον οι μετοχές της εταιρίας μπορούσαν να αγοραστούν με τραπεζογραμμάτια της τράπεζάς του, τα οποία τύπωνε ανεξέλεγκτα, οδηγώντας τον πληθωρισμό στα ύψη. Η τιμή της μετοχής της *Compagnie* ήταν περίπου 500 λίβρες τον Ιανουάριο του 1719 και έφθασε σχεδόν 10.000 λίβρες τον Δεκέμβριο του 1719.

Η φούσκα έσκασε τον Μάιο του 1720, όταν ένας έλεγχος στην τράπεζα *Royale* έκανε την κυβέρνηση να αναγνωρίσει ότι το ποσόν μεταλλικού νομίσματος στη χώρα υπολείπεται σημαντικά από το ποσό χαρτονομίσματος στην κυκλοφορία. Στις 21 Μαΐου η κυβέρνηση εξέδωσε διάταγμα που υποτιμούσε βαθμιαία τις μετοχές της Εταιρίας του Mississippi . Στις 27 Μαΐου η τράπεζα *Royale* σταμάτησε την ανταλλαγή των τραπεζογραμμάτων της με νομίσματα πολύτιμου μετάλλου. Μέχρι τον Νοέμβριο οι μετοχές στην επιχείρηση του Mississippi είχαν χάσει κάθε αξία, η επιχείρηση στερήθηκε τελικά των υπολοίπων περιουσιακών της στοιχείων, και ο Law αναγκάστηκε να εγκαταλείψει τη χώρα.

Η Φούσκα της Νότιας Θάλασσας (Αγγλία 1719 – 1720)

Το 1719 στη Γαλλία, η Εταιρία του Mississippi γνώριζε τεράστια άνθηση, ενώ οι τιμές των μετοχών της είχαν αρχίσει να εκτοξεύονται στα ύψη. Η κυριαρχία της Γαλλίας σε ολόκληρη την Ευρώπη ήταν δεδομένη, και αυτό προκαλούσε έντονη ανησυχία στην κυβέρνηση των φιλελευθέρων της Αγγλίας, που δεν άργησε να αντιδράσει αναζητώντας διέξοδο για να βελτιωθούν τα δημόσια οικονομικά της χώρας.

Έτσι, συμφώνησε να αναλάβει η Εταιρία, γνωστή και ως Εταιρία της Νότιας Θάλασσας (South Sea Company), περισσότερο από το μισό βρετανικό εθνικό χρέος. Ως αντάλλαγμα η κυβέρνηση θα κατέβαλλε ετήσια ένα ποσό στην εταιρία για την εξόφληση των τόκων, θα παρέτεινε την παραχώρηση του μονοπωλίου του εμπορίου με τις ισπανικές αποικίες στη Νότια Αμερική καθώς και του αποκλειστικού δικαιώματος της πώλησης σκλάβων στην ίδια περιοχή.

Έτσι, η Εταιρία της Νότιας Θάλασσας έκανε τη δελεαστική προσφορά στους δικαιούχους των ετήσιων κρατικών προσόδων να μετατρέψουν την απαίτηση τους σε μετοχές της εταιρίας. Το δέλεαρ ήταν μια τιμή της μετοχής της εταιρίας μεγαλύτερη από την ονομαστική της αξία. Επιπρόσθετα, όσο μεγαλύτερη τιμή είχε η μετοχή πριν από την μετατροπή, τόσο λιγότερες μετοχές θα ανταλλάσσονταν με τις ετήσιες προσόδους. Για παράδειγμα, αν η τιμή της κάθε μετοχής ήταν διπλάσια της ονομαστικής και όλοι οι δικαιούχοι των προσόδων δέχονταν τη μετατροπή, τότε θα ήταν απαραίτητη η χρησιμοποίηση μόνο των μισών μετοχών, ενώ οι υπόλοιπες θα μπορούσαν να πωληθούν στην αγορά, δημιουργώντας ένα μεγάλο πλεόνασμα ρευστών διαθεσίμων για τους μετόχους της εταιρίας.

Στις 21 Ιανουαρίου 1720 η τιμή των μετοχών της Εταιρίας της Νότιας Θάλασσας άρχισε να διαγράφει ανοδική πορεία, για να φθάσει από τις 128 στερλίνες που ήταν στην αρχή του χρόνου, στις 187 στερλίνες στα μέσα Φεβρουαρίου. Το γεγονός αυτό φανερώνει την απληστία του επενδυτικού κοινού, πριν καν δοθεί από το Κοινοβούλιο στην εταιρία η άδεια για τη μετατροπή, και πριν ακόμη ανακοινωθούν στους δικαιούχους των προσόδων οι όροι μετατροπής. Ενώ η τιμή της μετοχής είχε υπερβεί τις 300 στερλίνες, ο υπουργός Οικονομικών αρνήθηκε πρόταση που κατατέθηκε στη Βουλή των Κοινοτήτων για τον καθορισμό της αξίας της μετοχής της Εταιρίας της Νότιας Θάλασσας. Εν τω μεταξύ, μεγάλα πακέτα μετοχών είχαν κρυφά διανεμηθεί σε αρκετά μέλη της κυβέρνησης και της Αυλής με ευνοϊκούς όρους, προσφέροντας στους κατόχους τους σημαντικά κέρδη. Ήταν επόμενο τα άτομα αυτά,

που ασκούσαν σημαντική επιρροή, να επιθυμούν έντονα την αύξηση της τιμής της μετοχής της Εταιρίας της Νότιας Θάλασσας. Στις 23 Μαρτίου 1720 ανακοινώθηκε ότι η εταιρία μπορούσε να καθορίσει από μόνη της τους όρους της μετατροπής.

Στις 14 Απριλίου 1720, αφού το Νομοσχέδιο για την Εταιρία της Νότιας Θάλασσας πήρε τη βασιλική έγκριση, άρχισε η πρώτη δημόσια εγγραφή για τις μετοχές της εταιρίας, οι οποίες αγοράστηκαν άμεσα από το ενθουσιασμένο επενδυτικό κοινό, εφόσον δόθηκαν ιδιαίτερα ευνοϊκοί όροι. Η εγγραφή πριν από τη μετατροπή των προσόδων προκαλούσε ταυτόχρονα σύγχυση στους πάντες για τον υπολογισμό της πραγματικής αξίας των μετοχών, αφού κανείς δεν γνώριζε τα κέρδη που θα προέκυπταν από τη μετατροπή, μια σύγχυση όμως εσκεμμένη, διότι σύμφωνα με τον John Blunt, έναν από τους ιδρυτές της εταιρίας, «όσο μεγαλύτερη σύγχυση, τόσο το καλύτερο. Οι άνθρωποι δεν πρέπει να γνωρίζουν τι κάνουν...».

Έτσι, οι εγγραφές των δικαιούχων έγιναν χωρίς να τους έχουν γνωστοποιηθεί οι ακριβείς όροι της μετατροπής. Αποδοχή της μετατροπής στα «τυφλά» έγινε τελικά από το 80% περίπου των δικαιούχων. Ο τελικός απολογισμός ήταν ο εξής: από τις προσόδους αξίας 31.000.000 στερλινών που η εταιρία προσφέρθηκε να εξαγοράσει, εξοφλήθηκαν απαιτήσεις 26.000.000 στερλινών, με αντάλλαγμα μετοχές της Εταιρίας της Νότιας Θάλασσας, ονομαστικής αξίας μόνο 8.500.000 στερλινών.

Η περίπτωση της επιχείρησης της Νότιας Θάλασσας δημιούργησε μια ευρύτερη χρηματιστηριακή μανία, με την ίδρυση αρκετών εταιριών μετοχικού κεφαλαίου, χωρίς όμως σαφή επιχειρηματική δραστηριότητα. Για κάποιες τέτοιες εταιρίες η τιμή της μετοχής τους άγγιξε τις 70 στερλίνες πριν καν ιδρυθεί η εταιρία! Η άνοδος των τιμών των μετοχών είχε πάρει ευρύτατες διαστάσεις. Η συνολική κεφαλαιοποίηση της χρηματιστηριακής αγοράς του Λονδίνου έφτασε στο ανώτατο όριό της το καλοκαίρι του 1720, υπερβαίνοντας τις 500.000.000 στερλίνες, ποσό σχεδόν εκατονταπλάσιο εκείνου του 1695. Αξίζει ακόμη να αναφέρουμε πως πολλές από τις «εταιρίες» υιοθετούσαν σχέδια τρελά, άχρηστα και γελοία, μόνο και μόνο για να αποκομίσουν όσο το δυνατόν υψηλότερα οικονομικά οφέλη. Άλλες πάλι παρέμεναν ως θρύλοι με τη πιο γνωστή εκείνη «για την πραγματοποίηση ενός εγχειρήματος με το μεγάλο πλεονέκτημα που κανείς δεν γνώριζε ποια ήταν». Από τις 190 τέτοιες «εταιρίες» που ιδρύθηκαν το 1720, μόνο 4 τελικά επιβίωσαν.

Στις 15 Ιουνίου 1720, η Εταιρία της Νότιας Θάλασσας πραγματοποίησε την Τρίτη εγγραφή για την αγορά μετοχών, χωρίς όμως να υπάρχουν περιορισμοί στον αριθμό των μετοχών προς διάθεση. Σε λίγες ώρες έγιναν εγγραφές για μετοχές αξίας

50.000.000 στερλινών. Για ακόμη μια φορά κινητήρια δύναμη υπήρξαν οι διευκολύνσεις που δόθηκαν στην καταβολή των χρημάτων, όπως προκαταβολή της τάξεως του 10%, η επόμενη δόση μετά από ένα χρόνο και η εξόφληση των υπολοίπων δόσεων μέσα σε 4 χρόνια.

Όλο αυτό το κερδοσκοπικό «παιχνίδι» αποτελούσε και τον βασικό στόχο του Blunt, ο οποίος, σε συνεργασία με μέλη του διοικητικού συμβουλίου, δεν έδειξε καμία προθυμία ελέγχου του κερδοσκοπικού χειμάρρου. Αντίθετα, υιοθέτησε μια αμετροεπή συμπεριφορά, όπως εξάλλου όλοι οι χρηματιστές που διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο σε μια κερδοσκοπική μανία, προσπαθώντας να επιτύχει τις προσωπικές του φιλοδοξίες. Ούτως ή άλλως το σχέδιο της Νότιας Θάλασσας είχε προετοιμαστεί με πρόθεση την αποκόμιση υψηλών προσωπικών κερδών. Πωλούσε μετοχές, όταν είχαν φτάσει στο ανώτατο όριό τους, για να αγοράσει γη, «κινούσε» μετοχές που δεν του άνηκαν, πιστεύοντας ότι θα τα καταφέρει να τις αγοράσει σε χαμηλότερη τιμή, ενώ, όταν ανακοινώθηκε η τέταρτη και τελευταία εγγραφή, έχοντας συνειδητοποιήσει τη σταδιακή παρακμή του «παιχνιδιού», ανάγκασε τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου να αγοράσουν μετοχές μεγάλης αξίας.

Από κοινωνική άποψη μπορούμε να επισημάνουμε πως, καθ' όλη τη διάρκεια των εγγραφών, οι κερδοσκόποι που συμμετείχαν στο σχέδιο της Εταιρίας της Νότιας Θάλασσας άνηκαν σε όλες τις κοινωνικές τάξεις. Καταρχάς, ο βασιλιάς Γεώργιος Α, στον οποίο πιθανώς να είχε δοθεί από την εταιρία μερίδιο μετοχών, όταν ξεκίνησε το σχέδιο. Ύστερα, ένα ετερόκλητο σύνολο από δούκες, κομήτες, βαρόνους, περισσότερους από 100 λόρδους και πάνω από 300 μέλη του Κοινοβουλίου. Ακόμη, ευγενείς της επαρχίας και πλούσιοι γαιοκτήμονες έρχονταν στο Λονδίνο για να αγοράσουν μετοχές. Σημαντικό μέρος των κερδοσκόπων αποτελούσαν και οι γυναίκες της εποχής. Το κερδοσκοπικό κοινό όμως δεν περιορίστηκε μόνο στα σύνορα της χώρας. Ξένοι κερδοσκόποι, στην πλειονότητά τους Ολλανδοί, είχαν φθάσει στη Μεγάλη Βρετανία.

Η συντήρηση όμως του κερδοσκοπικού σχεδίου της Νότιας Θάλασσας ήταν ανέφικτη, αφού η ευπιστία της κοινής γνώμης είχε αρχίσει να κλονίζεται, ενώ ταυτόχρονα οι περισσότεροι από τους κατόχους μετοχών της εταιρίας (συμπεριλαμβανομένων και των ιδρυτών της) είχαν αρχίσει να τις εκποιούν. Η φούσκα της Νότιας Θάλασσας είχε ήδη αρχίσει να ξεφουσκώνει. Έως τα μέσα Αυγούστου του 1720 τα φύλλα των εφημερίδων γέμισαν με λίστες πτώχευσης, απόδειξη του πολύ μεγάλου αριθμού συναλλαγών με πίστωση που είχαν πραγματοποιηθεί όλο αυτό το

διάστημα. Χιλιάδες περιουσίες, μικρές ή μεγάλες χάνονταν καθημερινά, την ίδια στιγμή που οι υπεύθυνοι, με κύριο εκπρόσωπο φυσικά τον John Blunt, προσπαθούσαν απεγνωσμένα να κάνουν κάτι για να ανακόψουν την πτωτική πορεία της κερδοσκοπίας. Η πλήρης κατάρρευση επήλθε τον Σεπτέμβριο του 1720, όταν η τιμή της μετοχής της Εταιρίας της Νότιας Θάλασσας άγγιξε τις 135 στερλίνες, σε αντίθεση με τις 1.000 στερλίνες που είχε φτάσει 3 μήνες πριν. Οι επενδυτές ξεσηκώθηκαν εναντίον της εταιρίας, το Κοινοβούλιο ανασυγκροτήθηκε, ενώ ο Γεώργιος Α επέστρεψε εσπευσμένα στο Λονδίνο. Μια επιτροπή ανέλαβε την έρευνα της υπόθεσης της Εταιρίας της Νότιας Θάλασσας στις αρχές του 1721. Η επιτροπή αποκάλυψε δωροδοκίες και μεγάλη απάτη μεταξύ των διευθυντών, των στελεχών της επιχείρησης και των φίλων τους. Όμως, αρκετοί από τους βασικούς ιθύνοντες της δημιουργίας της φούσκας της Νότιας Θάλασσας είχαν εγκαταλείψει τη χώρα, παίρνοντας μαζί τους αρχεία που αποδείκνυαν την ενοχή τους. Όσοι παρέμειναν, ανακρίθηκαν, κι μεγάλες εκτάσεις γης δημεύτηκαν. Λίγο καιρό αργότερα ανέλαβε την εξουσία ο Robert Walpole προσπαθώντας να αποκαταστήσει τη δημόσια εμπιστοσύνη με μια σειρά μέτρων. Παρά την εφαρμογή τους, οι επιπτώσεις της φούσκας στις τύχες πάμπολλών οικογενειών δεν μπόρεσαν να ξεπεραστούν. Η περίπτωση της Εταιρίας της Νότιας Θάλασσας παρέμεινε στη μνήμη ολόκληρου του Δυτικού κόσμου για το υπόλοιπο του 18^{ου} αιώνα.

Χρηματιστηριακές Κρίσεις στην Ελλάδα (1873 – 2000)

Στη χώρα μας η πρώτη μεγάλη κρίση, με ευρύ κοινωνικό αντίκτυπο, ήταν αυτή που αφορούσε τις μετοχές της ελληνικής εταιρίας Λαυρίου, προτού το Χρηματιστήριο Αθηνών λειτουργήσει επίσημα.

Το 1864 τα μεταλλεία Λαυρίου παραχωρήθηκαν στον ιταλό επιχειρηματία Serpieri και δημιουργήθηκε η ιταλογαλλική Εταιρία Roux-Serpieri. Το «λαυρεωτικό ζήτημα» οδήγησε τελικά σε σύγκρουση το ελληνικό κράτος με την ξένη εταιρία και συντάραξε όχι μόνο την Αθήνα, αλλά και το πανελλήνιο. Τούτο διότι, το 1867 η εταιρία επιχείρησε να εκμεταλλευτεί και τις εκβολάδες (μεταλλούχα σώματα τα οποία είχαν εξορυχτεί από τους αρχαίους κατοίκους της περιοχής και είχαν αφηθεί στην επιφάνεια του εδάφους), δηλαδή τις εξορυκτικές δυνατότητες των περιφερειακών κοιτασμάτων και αποβλήτων. Το γεγονός προκάλεσε λαϊκές αντιδράσεις, και η κυβέρνηση, με νόμο που ψηφίστηκε στη Βουλή, απαγόρευσε την εκμετάλλευση των εκβολάδων από την εταιρία, εφόσον, σύμφωνα με φήμες της εποχής, από τη βιομηχανική επεξεργασία τους

θα μπορούσαν να κερδηθούν δεκάδες δισεκατομμύρια από τα οποία θα μπορούσε να διασωθεί η ελληνική οικονομία, αφού τα κέρδη από την εκμετάλλευση των μεταλλείων θα κάλυπταν το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού και θα αποπλήρωναν τις υποχρεώσεις σε δάνεια που είχε το ελληνικό κράτος. Αποτέλεσμα των διαδόσεων αυτών ήταν η άνοδος των τιμών των μετοχών, αφού κατέλαβε κρίση «μεταλλομανίας» όλους τους Έλληνες, που προσπαθούσαν να πλουτίσουν αγοράζοντας μανιωδώς τις μετοχές της εταιρίας.

Με τα γεγονότα αυτά δημιουργήθηκε κυβερνητική κρίση, παραιτήθηκε η κυβέρνηση Βούλγαρη λόγω της διαμάχης της με τον βασιλιά για το θέμα, κι ανέλαβε πρωθυπουργός ο Επαμεινώνδας Δεληγιώργης που υποστήριξε απόψεις που ήταν πάλι αντίθετες στα συμφέροντα των ξένων. Η συμβουλευτική πίεση της Ρωσίας, Αγγλίας, Αυστρίας για να δεχθεί η Ελλάδα ξένη διαιτησία απορρίφθηκε από την ελληνική κυβέρνηση ως αρχή ετεροδικίας. Ο ασφυκτικός κλοιός που έφτασε μέχρι και πληροφορίες για άμεση επέμβαση 3 γαλλικών πλοίων, που θα επέβαλαν έτσι κι αλλιώς τη θέληση της ξένης εταιρίας με τα τηλεβόλα, ανάγκασε την Ελλάδα να δεχθεί συμβιβασμό.

Εντέλει, τη διαμάχη έλυσε η ίδια εταιρία, που μεταβίβασε τα δικαιώματα της επί των μεταλλείων του Λαυρίου. Η κυβέρνηση, στη συνέχεια, βρήκε αγοραστή της εταιρίας στο πρόσωπο του Ανδρέα Συγγρού, και οι μετοχές της Roux-Serpièri-Fressynet C.E. μεταβιβάστηκαν στην τράπεζα του, την τράπεζα της Κωνσταντινουπόλεως. Έτσι ιδρύθηκε η Ελληνική Εταιρία Μεταλλουργείων Λαυρίου και, σύμφωνα με τη σύμβαση που υπογράφηκε, χορηγήθηκε στο ελληνικό δημόσιο το ποσοστό του 44% της καθαρής προσόδου από την εκμετάλλευση των μεταλλείων. Άμεσα η εταιρία προχώρησε σε μετοχοποίηση. Το αντίτιμο των μετοχών θα καταβαλλόταν σε 3 δόσεις: 50 φράγκα ανά μετοχή, 45 φράγκα μετά από 4 μήνες και 45 φράγκα μετά από άλλους 3 μήνες. Τέλος, τα υπόλοιπα 60 φράγκα θα καταβάλλονταν σε περίπτωση ανάγκης για την εταιρία και ύστερα από απόφαση του διοικητικού συμβουλίου. Τότε, όλοι, ακόμη και οι ασθενέστεροι οικονομικά, έσπευσαν να αποκτήσουν μετοχές, ακόμη και υπερτιμημένες, λόγω της φήμης ότι τα μεταλλεύματα ήταν αργυρούχα, ενώ κανείς δεν αναρωτήθηκε εάν υπήρχε το ανάλογο αντίκρισμα στα μεταλλεία του Λαυρίου.

Μετά από αυτήν την απότομη και πυρετώδη άνοδο επήλθε η ακάθεκτη πτώση των τιμών των μετοχών, καθώς τα αμύθητα πλούτη αποδείχθηκαν απλώς μία φαντασίωση. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα πάρα πολλοί άνθρωποι από διάφορες

οικονομικές και κοινωνικές τάξεις να καταστραφούν οικονομικά, παρασυρόμενοι από την αφέλεια τους και τη δίψα τους για πλουτισμό. Τον Νοέμβριο του 1873, η τιμή της μετοχής της εταιρίας είχε σχεδόν μηδενιστεί. Η πτώση των τιμών της Μεταλλευτικής Εταιρίας Λαυρίου επηρέασε τις τιμές και των υπολοίπων μετοχών, με πολλαπλές αρνητικές επιπτώσεις για τη σταθερότητα του πολιτικού βίου της χώρας, ενώ σημαντική ήταν η οικονομική καταστροφή μεγάλου αριθμού πολιτών. Η συνολική ζημιά ήταν πολύ μεγάλη, και το μεγαλύτερο μέρος αφορούσε ζημιές των κατοίκων της Αθήνας.

Αν τα Λαυρεωτικά είναι η πρώτη χρηματιστηριακή κρίση στη νεότερη ελληνική ιστορία, η πρόσφατη κρίση του 2000 δεν είναι σίγουρα και η τελευταία. Πριν φτάσουμε όμως στην κρίση αυτή, πρέπει να εξετάσουμε τους λόγους που οδήγησαν στην υπερβολική άνοδο των χρηματιστηριακών τιμών:

Ένα από τα σημαντικότερα γεγονότα που οδήγησαν στους σχετικά πρόσφατους φρενήρεις ρυθμούς του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών ήταν η είσοδος της Ελλάδας στην Οικονομική Ένωση (ΟΝΕ). Μια εξέλιξη ιδιαίτερος σημαντική για την ελληνική οικονομία, αφού αυτή η προοπτική δημιουργούσε τις απαραίτητες προϋποθέσεις για οικονομική ευμάρεια και σταθερότητα στο μέλλον. Δεν ήταν ωστόσο ο μόνος λόγος που υπήρχε ιδιαίτερα ευνοϊκό επενδυτικό κλίμα στην Ελλάδα. Το 1993, στη διάρκεια της Συνόδου του Μάαστριχ, αποφασίστηκε από τις χώρες που πήραν μέρος να διοχετευτούν κοινοτικά κεφάλαια για την υποβοήθηση των ασθενέστερων οικονομιών της Ευρωπαϊκής Κοινότητας. Η οικονομική βοήθεια, που περιελάμβανε και την Ελλάδα, είναι γνωστή ως Κοινοτικό Πλαίσιο Στήριξης. Ως αποτέλεσμα, η χρηματιστηριακή αγορά γέμισε με ενθουσιασμό, καθώς οι επενδυτές, εγχώριοι και ξένοι, αντιλαμβάνονταν ότι η ελληνική οικονομία θα άρχιζε να συγκλίνει με τις οικονομίες των υπολοίπων κρατών της Δυτικής Ευρώπης από εκείνη τη στιγμή και ύστερα. Η περίοδος 1993 – 1996 μπορεί να χαρακτηριστεί από τη διαρκή άνοδο του όγκου των συναλλαγών και την αύξηση του μεγέθους των θεσμικών επενδυτών. Η οικονομία της χώρας βρισκόταν σε πολύ καλό δρόμο. Από τις αρχές του 1997 παρατηρήθηκε αυξητική τάση στις τιμές των μετοχών καθώς και στον όγκο συναλλαγών. Σημαντικό ρόλο έπαιξαν και οι διεθνείς αγορές που περνούσαν περίοδο ανάπτυξης, ο εκσυγχρονισμός του χρηματιστηρίου και η προσπάθεια για μετάταξη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) στις ώριμες αγορές, καθώς και η ανάληψη των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004 από την Ελλάδα, που πυροδότησε έντονα τη ζήτηση μετοχών. Μετά από μια σειρά ετών που ο γενικός δείκτης κυμαινόταν μεταξύ 750 και

1.100 μονάδων, στις 9 Σεπτεμβρίου του 1997 δημιουργήθηκε νέο ιστορικό ρεκόρ στις 1.688,51 μονάδες. Ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών ανήλθε στα 21 δις δραχμές.

Το θετικό κλίμα κυριάρχησε και το 1998 αφού η ένταξη στην ONE ήταν πλέον ένα ορατός στόχος, όταν και η δραχμή εντάχθηκε στον Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος, στο μεταβατικό στάδιο. Έτσι αναγνωριζόταν επίσημα η υποψηφιότητα της χώρας για ένταξη στην ONE. Αυτό ισχυροποίησε τη θέση της στη Διεθνή Επενδυτική Κοινότητα, με αποτέλεσμα της εισροή μεγάλου ύψους ξένου επενδυτικού κεφαλαίου. Η τελική ένταξη συνοδεύτηκε από ταυτόχρονη υποτίμηση της δραχμής, προκειμένου να διατηρηθεί η διεθνής ανταγωνιστικότητα της χώρας. Παράλληλα δρομολογήθηκαν κάποιες σημαντικές και υποχρεωτικές λόγω ένταξης στην ONE εξελίξεις, οι οποίες ήταν πτώση των επιτοκίων και του πληθωρισμού, ενίσχυση των αποκρατικοποιήσεων και επιτάχυνση των θεσμικών μεταβολών στην λειτουργία της οικονομίας.

Η ανοδική πορεία του ΧΑΑ συνεχίστηκε και το 1999, οπότε η χρηματιστηριακή έξαρση ήταν ισχυρότατη. Χαρακτηριστικά στο τέλος 1998 υπήρχαν περίπου 368.000 ενεργοί κωδικοί επενδυτών και στο τέλος του 1999 περίπου 1.470.000. Κατά τη διάρκεια του έτους ο μέσος όρος συναλλαγών ξεπερνούσε τα 220 δις δραχμές, ενώ την προηγούμενη χρονιά οι συναλλαγές κυμαίνονταν στα 55 δις δραχμές. Τον Σεπτέμβριο, όταν και άρχισε η μεγάλη κρίση, ανοίγονταν 5.000 – 6.000 κωδικοί κάθε μέρα, και η ενασχόληση με το χρηματιστήριο πήρε διαστάσεις φρενιτίδας. Η χώρα ζούσε στον πυρετό του χρηματιστηρίου, και η άνοδο του γενικού δείκτη τιμών ήταν για μεγάλο διάστημα κεντρικό θέμα σε κάθε έκφανση της ζωής. Μάλιστα τηλεοπτική σταθμοί πρόβαλλαν έκτατα δελτία κατά την διάρκεια των ημερήσιων συνεδριάσεων, προκαλώντας με τη σειρά τους τον κόσμο να επενδύσει το κεφάλαιό του σε κάτι «σίγουρο» λόγω της συνεχιζόμενης ανόδου του Γενικού Δείκτη. Ο κόσμος πίστεψε ότι θα έλυne το οικονομικό πρόβλημα της ζωής. Ήταν πολύ εύκολο να συμμετάσχει αφού πολλαπλασιάστηκαν οι μεσάζοντες, οι Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ) και οι Ανώνυμες Εταιρίες Λήψης και Διαβίβασης Εντολής (ΑΕΛΔΕ), τα οποίες μπορούσε να βρει ακόμα και σε μικρά χωριά. Οι εταιρίες αυτές όμως στις περισσότερες περιπτώσεις στελεχώνονταν από άτομα τα οποία ούτε τις επαγγελματικές γνώσεις είχαν ούτε και την απαιτούμενη εμπειρία, ώστε να συμβουλέψουν τον κόσμο για να επενδύσει σε υγιείς εταιρίες. Ο καθένας έκανε κινήσεις ανάλογα με το ποιον συμβουλευόταν. Ήταν φυσικό ωστόσο αυτός που διέδιδε μία πρόταση αγοράς να επιβεβαιώνεται, αφού η ζήτηση ήταν πολύ μεγαλύτερη από την προσφορά τις

περισσότερες φορές. Κανείς δεν ενδιαφερόταν για τα οικονομικά στοιχεία της εταιρίας στη οποία επένδυε, παρά μόνο για το αν η τιμή της μετοχής της θα ανέβαινε, με έμφαση στο πόσο γρήγορα θα ανέβαινε. Έτσι επενδύθηκαν πολλά χρήματα σε μετοχές εταιριών χωρίς έργο, και με μοναδικό τους προσόν τις φήμες για την ελκυστική εμφάνισή τους στο χρηματιστήριο.

Η συσσωρευμένη όμως υπερτίμηση των τιμών των μετοχών με αποκορύφωμα την 17^η Σεπτεμβρίου 1999, όταν ο γενικός δείκτης έφτανε τις 6.355 μονάδες, έμελλε να ακολουθηθεί από μία μακροχρόνια πτώση που διήρκεσε μέχρι και τις αρχές του 2003. Η ψυχολογία του κοινού είχε πλέον αντιστραφεί και επικράτησε ένα κλίμα μαζικών ρευστοποιήσεων. Ως σημαντική αφορμή των μαζικών πωλήσεων θεωρήθηκε τότε το κλείσιμο του «αέρα», της πίστωσης δηλαδή που παρείχαν οι ΑΧΕΠΕΥ στους πελάτες τους για να αγοράσουν μετοχές χωρίς την καταβολή μετρητών εντός του 3ημέρου της εκκαθάρισης. Από το τρίτο 10ήμερο του Σεπτεμβρίου 1999 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ζήτησε από τις χρηματιστηριακές εταιρίες να της υποβάλλουν στοιχεία για την κεφαλαιακή τους επάρκεια και τα μεγάλα χρηματοδοτικά τους ανοίγματα. Έτσι η χρηματιστηριακές εταιρίες έπρεπε να κλείσουν τυχόν αγορές μετοχών «αέρα» από πελάτες τους και από εντολές μέσω των ΕΛΔΕ που συνεργάζονταν.

Σε όλα αυτά ήρθαν να προστεθούν και δηλώσεις ευρωπαϊών αξιωματούχων στα μέσα Οκτωβρίου, σύμφωνα με τις οποίες η δραχμή ήταν αρκετά υπερτιμημένη σε σχέση με την κεντρική της ισοτιμία, αλλά και κύμα ρευστοποιήσεων στη Wall Street, που προκάλεσε ανησυχία σε όλες τις διεθνείς αγορές και επιβάρυνε ακόμα περισσότερο το ήδη αρνητικό κλίμα της Σοφοκλέους. Πρέπει να τονίσουμε ότι εγγραφή νέων επενδυτών από τον Σεπτέμβριο του 1999 και μετά συνεχίστηκε σε υψηλά επίπεδα, κι έτσι δημιουργήθηκε η κατηγορία των «εγκλωβισμένων» - κυρίως ιδιωτών – επενδυτών, που μπήκε στο χρηματιστήριο όταν οι τιμές ήταν ιδιαίτερα υψηλές. Αποτέλεσμα αυτού ήταν, όταν άρχισε η κατακόρυφη πτώση των τιμών των μετοχών, να μην τους συμφέρει να ρευστοποιήσουν, διότι έτσι θα έχαναν μεγάλο μέρος του αρχικού του κεφαλαίου. Σύμφωνα με εκτιμήσεις, τον Δεκέμβριο του 1999 οι εγκλωβισμένοι ξεπερνούσαν τις 400.000 και είχαν καταγράψει απώλειες 40% με 50% του αρχικού τους κεφαλαίου, σύμφωνα πάντα με τη διαφορά στις αξίες αγοράς και στις τότε αξίες των μετοχών τους. Το αγοραστικό ενδιαφέρον ήταν ελάχιστο, ενώ ήταν πολλές οι μέρες που η πλειονότητα των μετοχών έκλεινε στο κατώτατο ημερήσιο επιτρεπτό όριο διακύμανσης (-8%). Στα μέσα του Δεκεμβρίου του 1999 πρόσθετο αρνητικό ρόλο έπαιξαν οι ξένοι θεσμικοί

επενδυτές, αφού προχώρησαν σε ρευστοποίηση μέρους ή του συνόλου το χαρτοφυλακίου τους για τους εξής δυο λόγους:

- Το τελευταίο 15νθήμερο του 1999 δεν μπορούσαν να κάνουν συναλλαγές εξαιτίας διατάξεων του εσωτερικού κανονισμού, που προέβλεπαν ότι στο διάστημα αυτό δεν θα έκαναν συναλλαγές σε χρηματιστήρια χωρών οι οποίες θεωρούνταν ευάλωτες στον ιό του 2000.
- Τις ημέρες αυτές έπρεπε να κλείσουν τα λογιστικά τους βιβλία και να καταγράψουν σε αυτά τα αποτελέσματα της χρονιάς που πέρασε.

Το αρνητικό κλίμα άλλαξε για λίγο από τον ερχομό του νέου έτους, αλλά από τον Απρίλιο και μετά το Ελληνικό Χρηματιστήριο ακολούθησε την πτώση των διεθνών χρηματιστηρίων. Οι έλληνες θεσμικοί επενδυτές διατήρησαν στάση αναμονής, κρατώντας το 10 – 20% των κεφαλαίων τους σε ρευστό, ενώ αρκετοί ξένοι απέσυραν τα κεφάλαιά τους και τα τοποθέτησαν σε μετοχές αναδυόμενων χρηματιστηρίων.

Η κατάσταση αυτή συνεχίστηκε μέχρι και τις αρχές του 2001, όταν ο γενικός δείκτης έδειχνε να σταθεροποιείται στις 3.000 μονάδες. Για το διάστημα Δεκεμβρίου 2000 – Μαΐου 2001 ο γενικός δείκτης ανήλθε στα επίπεδα των 3.000 με 3.200 μονάδων. Όμως δεν έμελλε να σταματήσει εκεί ο κατήφορος. Η ψυχολογία των επενδυτών ήταν τόσο αρνητική, ώστε με την παραμικρή αφορμή το χρηματιστήριο έπαιρνε την κατιούσα. Χρειάστηκε να περάσουν άλλα 2 χρόνια, μέχρι την 31^η Μαρτίου 2003, όταν σημειώθηκε το χαμηλότερο σημείο στο Γενικό Δείκτη αφότου ξεκίνησε η κρίση. Τότε ο γενικός δείκτης είχε κλείσει στις 1.467 μονάδες, κυρίως επειδή φαινόταν ότι ο πόλεμος που είχε αρχίσει στο Ιράκ στις 19 Μαρτίου 2003 θα είχε πολύ μέλλον ακόμη. Όμως εκεί άρχισε απρόσμενα να παίρνει σάρκα και οστά μία γενική ανάκαμψη των διεθνών αγορών. Ύστερα από 3 χρόνια συνεχών αρνητικών επιδόσεων, σε μία από τις χειρότερες, σε παγκόσμια κλίμακα, συγκυρίες των τελευταίων 70 ετών, όπως μαρτυρούν τα στοιχεία, είχαμε επιτέλους μία σταθεροποίηση των χρηματιστηριακών αγορών.

Π.3. Ο δάσκαλος John Maynard Keynes

Τελειώνοντας την εργασία αυτή θα παραθέσουμε τις απόψεις που διατύπωσε ο Keynes για το ρόλο και τη λειτουργία του χρηματιστηρίου στην οικονομία και στην κοινωνία (Keynes,1936). Οι απόψεις του Keynes, παρότι διατυπώθηκαν πολλά χρόνια πριν, χαρακτηρίζονται από μία διαχρονικότητα. Αυτό συμβαίνει διότι οι θέσεις του Keynes στηρίζονται σε μεγάλο βαθμό στην ανθρώπινη φύση, η οποία παραμένει αναλλοίωτη στην πάροδο του χρόνου.

Η γνώμη ενός πετυχημένου «Παίκτη»

(Αποσπάσματα από το 12^ο Κεφάλαιο της «Γενικής Θεωρίας» του J.M.Keynes)

Οι προσδοκίες

Πώς διαμορφώνονται οι ανθρώπινες προσδοκίες που αποτελούν άλλωστε και το κλειδί του χρηματιστηριακού «παιχνιδιού»;

«Οι θεωρήσεις πάνω στις οποίες βασίζονται οι προσδοκίες για μελλοντικές αποδόσεις, είναι, εν μέρει, γεγονότα υφιστάμενα, τα οποία, με σχετική βεβαιότητα, μπορούμε να υποθέσουμε ότι είναι γνωστά και, εν μέρει, γεγονότα μελλοντικά, τα οποία μπορούν να προβλεφτούν με περισσότερη ή λιγότερη εμπιστοσύνη».

«Θα ήταν ανόητο, διαμορφώνοντας τις προσδοκίες μας, να αποδώσουμε μεγάλη βαρύτητα σε ζητήματα πολύ αβέβαια. Λογικό είναι, επομένως, να καθοδηγούμαστε σε σημαντικό βαθμό από τα γεγονότα για τα οποία αισθανόμαστε κάποια βεβαιότητα, έστω και αν δεν είναι τόσο πολύ σχετικά με το ζήτημα όσο άλλα γεγονότα, για τα οποία η γνώση μας είναι ασαφής και ελλιπής. Για το λόγο αυτόν, τα γεγονότα της υπάρχουσας κατάστασης εισέρχονται, κάπως δυσανάλογα, στη διαμόρφωση των μακροπρόθεσμων προσδοκιών. Η συνήθης πρακτική είναι να προβάλλουμε την υφιστάμενη κατάσταση στο μέλλον, τροποποιημένη μόνο στο βαθμό που έχουμε κάπως συγκεκριμένους λόγους να προσδοκούμε κάποια μεταβολή».

«Η κατάσταση των μακροπρόθεσμων, στις οποίες βασίζονται οι αποφάσεις μας, δεν εξαρτάται, επομένως, μόνο από την πιθανότερη πρόβλεψη που μπορούμε να κάνουμε. Εξαρτάται, επίσης, από την εμπιστοσύνη με την οποία κάνουμε τα σχετικά πρόβλεψη – από το μέγεθος της πιθανότητας να αποδεχτεί εσφαλμένη η καλύτερή μας πρόβλεψη. Αν προσδοκούμε μεγάλες μεταβολές, αλλά δεν είμαστε καθόλου βέβαιοι ως προς την ακριβή μορφή που θα έχουν, τότε η εμπιστοσύνη μας θα είναι μικρή».

«Το χαρακτηριστικό γεγονός είναι η εξαιρετική αβεβαιότητα της βάσης των γνώσεων πάνω στην οποία πρέπει να στηριχθούν οι εκτιμήσεις μας για τη μελλοντική απόδοση. Οι γνώσεις μας για τους παράγοντες που θα κατευθύνουν την απόδοση μιας επένδυσης είναι, εδώ και λίγα χρόνια, συνήθως πολύ ισχνές και αμελητέες. Αν μιλήσουμε ειλικρινά, πρέπει να ομολογήσουμε ότι οι γνώσεις μας για την εκτίμηση της απόδοσης, για τα επόμενα 10 χρόνια, ενός σιδηροδρόμου, ενός ορυχείου χαλκού, ενός υφαντουργείου, της φήμης ενός φαρμάκου, ενός υπερωκεάνιου, ενός κτιρίου στο Σίτυ του Λονδίνου είναι ελάχιστες και κάποτε μηδαμινές. Το ίδιο ισχύει και για την εκτίμηση της απόδοσής τους για τα επόμενα 5 χρόνια. Πραγματικά, όσοι προσπαθούν, σοβαρά, να κάνουν κάποια τέτοια εκτίμηση είναι, συχνά, τόσο λίγοι ώστε η συμπεριφορά τους να μην επηρεάζει την αγορά».

(Αποσπάσματα από την Γενική Θεωρία, Κεφάλαιο 12. Μέρη I, II, III)

Οι επιχειρηματίες και οι επιχειρήσεις

Βασικό στοιχείο του χρηματιστηριακού «παιχνιδιού» είναι οι επιχειρήσεις των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται. Αποτελούν και αυτές με τη σειρά τους «παιχνίδι»;

«Παλαιότερα, όταν οι επιχειρήσεις κατέχονταν από τους επιχειρηματίες ή από φίλους τους και συνεταίρους τους, οι επενδύσεις εξαρτιόνταν από την ύπαρξη ατόμων ιδιαίτερης ιδιοσυγκρασίας και δημιουργικής ροπής που ασκούσαν την επιχειρηματική δραστηριότητα ως τρόπο ζωής, χωρίς να στηρίζονται σε ακριβείς υπολογισμούς του προσδοκώμενου κέρδους. Εν μέρει ήταν ζήτημα τύχης, παρά το γεγονός ότι το τελικό αποτέλεσμα καθοριζόταν σε μεγάλο βαθμό από το επίπεδο των ικανοτήτων και το χαρακτήρα των επιχειρηματιών. Κάποιοι θα αποτύγγαναν και κάποιοι θα επιτύγγαναν.

Όμως, ακόμη και ύστερα από το γεγονός, κανένας δεν θα γνώριζε αν ο μέσος όρος των αποτελεσμάτων σε σχέση με τα επενδεδυμένα κεφάλαια είχε υπερβεί, ήταν ίσως ή υστερούσε από το επικρατούν επιτόκιο».

«Οι επιχειρηματίες παίζουν ένα μικτό παιχνίδι δεξιοτήτων και τύχης, το μέσο αποτέλεσμα των οποίων είναι άγνωστο σε κείνους που συμμετέχουν. Αν η ανθρώπινη φύση δεν αισθανόταν τον πειρασμό να δοκιμάσει την τύχη της ή την ικανοποίηση (εκτός του κέρδους) κατασκευάζοντας ένα εργοστάσιο, ένα σιδηρόδρομο, ένα ορυχείο ή ένα αγρόκτημα, μπορεί να μην υπήρχαν πολλές επενδύσεις, απλώς ως αποτέλεσμα ψυχρού υπολογισμού»

(Αποσπάσματα από τη Γενική Θεωρία, Κεφάλαιο 12, Μέρος III)

Οι διακυμάνσεις της αγοράς

Γιατί ενώ τα κέρδη των επιχειρήσεων δεν διακυμαίνονται καθημερινά, οι τιμές των μετοχών που συναρτώνται άμεσα με τα κέρδη των εταιριών διακυμαίνονται και μάλιστα έντονα;

«Οι καθημερινές διακυμάνσεις των κερδών των υφισταμένων επενδύσεων, που έχουν εφήμερο και εποχιακό χαρακτήρα, τείνουν να ακούν υπερβολική, ακόμη και παράδοξη, επιρροή στην αγορά. Λέγεται, παραδείγματος χάριν, ότι οι μετοχές των αμερικανικών εταιριών που παράγουν πάγο τείνουν να πωλούνται ακριβότερα το καλοκαίρι, όταν τα κέρδη τους είναι υψηλά, παρά το χειμώνα, που κανείς δεν χρειάζεται πάγο. Η αργία των τραπεζών μπορεί να αυξάνει την αγοραία αποτίμηση του βρετανικού σιδηροδρομικού δικτύου κατά πολλά εκατομμύρια λίρες».

«Μια συμβατική αξιολόγηση, που διαμορφώνεται ως αποτέλεσμα της μαζικής ψυχολογίας μεγάλου αριθμού αμαθών ατόμων, υπόκειται σε βίαιη μεταβολή ως αποτέλεσμα αιφνίδιας μεταβολής της γνώμης λόγω γεγονότων που, πραγματικά, δεν επηρεάζουν ιδιαίτερα τις προσδοκώμενες αποδόσεις. Ο παράγοντας αυτός δεν επιτρέπει να εδραιωθεί η πεποίθηση ότι η σταθερότητα θα διαρκέσει. Ιδιαίτερα σε ανώμαλες εποχές, όταν η υπόθεση ότι θα συνεχιστεί επ' αόριστον η υφιστάμενη κατάσταση δεν είναι τόσο εύλογη όσο συνήθως, έστω και αν δεν υπάρχουν σαφείς λόγοι για

συγκεκριμένη μεταβολή, η αγορά θα υπόκειται σε κύματα αισιοδοξίας και απαισιοδοξίας, πράγματα παράλογα, αλλά παρ' όλα αυτά, θεμιτά, όταν δεν υπάρχει στερεή βάση για λογικούς υπολογισμούς».

(Αποσπάσματα από τη Γενική Θεωρία, Κεφάλαιο 12, Μέρος IV)

Οι χρηματιστηριακές τιμές

Στο χρηματιστηριακό «παιχνίδι» η επιτυχία βρίσκεται στο να αγοράζουμε χαμηλά και πουλάμε ψηλά. Πώς καθορίζονται όμως οι χρηματιστηριακές τιμές, ώστε να γνωρίζουμε τι είναι ψηλά και τι χαμηλά;

«Υπάρχει, όμως, ένα χαρακτηριστικό που αξίζει να προσέξουμε ιδιαίτερα. Θα μπορούσε κανείς να υποθέσει ότι ο ανταγωνισμός μεταξύ των ειδικών επαγγελματιών, που κατέχουν κρίση και γνώση πάνω από εκείνη του μέσου ιδιώτη επενδυτή, θα διόρθωνε τις παραδοξότητες του εγκαταλελειμμένου στον εαυτό του αμαθούς ατόμου. Συμβαίνει, ωστόσο, η ενέργεια και η ικανότητα του επαγγελματία επενδυτή και κερδοσκόπου να διοχετεύεται αλλού. Οι περισσότεροι εξ αυτών, πράγματι, δεν απασχολούνται με μακροπρόθεσμες προβλέψεις για την πιθανή απόδοση μιας επένδυσης καθ' όλη τη διάρκεια της ζωής της, αλλά ενδιαφέρονται να προβλέψουν πιθανές αλλαγές στη συμβατική βάση αποτίμησης, λίγο νωρίτερα από τον πολύ κόσμο. Δεν νοιάζονται για την πραγματική αξία που έχει μια επένδυση για κάποιον που την αγοράζει «για να την κρατήσει», αλλά για την αποτίμηση της από την αγορά, υπό την επίδραση της μαζικής ψυχολογίας, 3 μήνες ή 1 έτος νωρίτερα. Επιπλέον, η συμπεριφορά αυτή δεν είναι το αποτέλεσμα μιας ροπής προς εσφαλμένες κατευθύνσεις. Είναι αναπόφευκτο αποτέλεσμα μιας επενδυτικής αγοράς οργανωμένης με βάση το πρότυπο που περιγράψαμε. Δεν είναι, ασφαλώς, λογικό ν πληρώνει κάποιος 25 για μια επένδυση για την οποία πιστεύει ότι η προσδοκώμενη απόδοσή της δικαιολογεί μια αξία 30, αν επίσης, πιστεύει ότι η αγορά, σε 3 μήνες, θα την αποτιμήσει 20».

«Έτσι ο επαγγελματίας επενδυτής είναι υποχρεωμένος να εστιάζει την προσοχή του στην ανίχνευση εκείνων των επικείμενων μεταβολών, στις ειδήσεις ή στην ατμόσφαιρα, οι οποίες, όπως μας διδάσκει η πείρα, επιδρούν σοβαρά στη μαζική ψυχολογία της αγοράς. Αυτό είναι το αναπόφευκτο αποτέλεσμα των επενδυτικών

αγορών που είναι οργανωμένες με βάση το κριτήριο της αποκαλούμενης «ρευστότητας». Από τα αξιώματα της ορθόδοξης οικονομικής κανένα, ασφαλώς, δεν είναι περισσότερο αντικοινωνικό από το φетиχ της ρευστότητας, το δόγμα, δηλαδή, ότι οι επενδυτικοί οργανισμοί έχουν τη θετική τάση να συγκεντρώνουν τους πόρους τους σε «ρευστούς» τίτλους. Λησμονείται ότι δεν υφίσταται τέτοιο πράγμα, όπως ρευστότητα επενδύσεων για το κοινωνικό σύνολο. Ο κοινωνικός σκοπός της εξειδικευμένης επένδυσης θα έπρεπε να είναι η υπερνίκηση των σκοτεινών δυνάμεων του χρόνου και της άγνοιας που περιβάλλουν το μέλλον μας. Ο τελικός, ιδιωτικός σκοπός της πλέον εξειδικευμένης επένδυσης θα έπρεπε να είναι η υπερνίκηση των σκοτεινών δυνάμεων του χρόνου και της άγνοιας που περιβάλλουν το μέλλον μας. Ο τελικός, ιδιωτικός σκοπός της πλέον εξειδικευμένης επένδυσης, σήμερα, είναι «να κροταλίζει το πολυβόλο», όπως τόσο εκφραστικά λένουν οι Αμερικάνοι, να εξαπατάς με τεχνάσματα το πλήθος και να περνάς το κακό ή το υποτιμημένο κέρμα στον άλλον».

«Αυτή η μάχη των ευφυών να προβλέψουν τη βάση της συμβατικής αποτίμησης λίγους μήνες νωρίτερα και όχι την προσδοκώμενη απόδοση μιας επένδυσης μακροχρόνια, δεν απαιτεί καν αφελείς μεταξύ του κοινού για να θρέψουν τα στομάχια του επαγγελματία – μπορεί να διεξαχθεί, η μάχη αυτή, μεταξύ των ιδίων των επαγγελματιών».

«Πρόκειται, τρόπος του λέγειν, για το παιχνίδι σναπ ή μουντζούρη ή της μουσικής καρέκλας – για διασκέδαση, στην οποία νικητής είναι εκείνος που λέγει σναπ ούτε πολύ γρήγορα ούτε πολύ αργά, εκείνος που περνάει το μουντζούρη στον επόμενο παίκτη προτού κλείσει το παιχνίδι, εκείνος που εξασφαλίζει μια καρέκλα για τον εαυτό του όταν σταματά η μουσική. Τα παιχνίδια αυτά παίζονται με ζήλο και ευχαρίστηση, αν και όλοι οι παίκτες γνωρίζουν ότι κυκλοφορεί ο μουντζούρης ή πως όταν σταματήσει η μουσική μερικοί από τους παίκτες θα βρεθούν όρθιοι.

Ή, για να αλλάξουμε ελαφρώς τη μεταφορά, η επαγγελματική επένδυση μπορεί να παρομοιαστεί με εκείνους τους διαγωνισμούς των εφημερίδων στους οποίους οι συναγωνιζόμενοι πρέπει να διαλέξουν τις 6 ωραιότερες φυσιογνωμίες από 100 φωτογραφίες και το βραβείο απονέμεται στο διαγωνιζόμενο εκείνον του οποίου η εκλογή αντιστοιχεί περισσότερο στις μέσες προτιμήσεις των διαγωνιζόμενων συνολικά. Έτσι, ο κάθε διαγωνιζόμενος πρέπει να επιλέξει όχι τις φωτογραφίες εκείνες που ο ίδιος θεωρεί ωραιότερες, αλλά εκείνες που θεωρεί πιθανότερο να αρέσουν στους άλλους

διαγωνιζόμενους, όλοι από τους οποίους εξετάζουν το πρόβλημα από την ίδια οπτική. Δεν πρόκειται για περίπτωση επιλογής εκείνων, που κατά την καλύτερη κρίση κάποιου, είναι πραγματικά οι ωραιότερες, ούτε καν εκείνων που η μέση αντίληψη θεωρεί ωραιότερες. Έχουμε φτάσει στον τρίτο βαθμό, όπου χρησιμοποιούμε την ευφυΐα μας για να προβλέψουμε ποια νομίζει η μέση γνώμη ότι θα είναι η μέση γνώμη. Πιστεύω ότι υπάρχουν και μερικοί που εξασκούν τον τέταρτο, τον πέμπτο και ακόμη ανώτερο βαθμό».

«Αν ο αναγνώστης αντιτείνει ότι ένα επιδέξιο άτομο πρέπει να αποκομίζει πολλά κέρδη, μακροπρόθεσμα, εις βάρος των άλλων παικτών, εφόσον ανεπηρέαστος από την επικρατούσα ευφορία συνεχίζει να επενδύει στις καλύτερες γνήσιες μακροχρόνιες προσδοκίες που μπορεί να διαμορφώνει, πρέπει να λάβει ως απάντηση ότι, πρώτα απ' όλα, πράγματι υπάρχουν τέτοια σοβαρά άτομα και ότι για μια επενδυτική αγορά είναι πολύ σημαντικό αν τα άτομα αυτά ασκούν ή όχι επιρροή ισχυρότερη από τους παίκτες. Αλλά πρέπει, επίσης, να προσθέσουμε ότι υπάρχουν πολλοί παράγοντες που διακυβεύουν την υπεροχή των ατόμων αυτών στις σύγχρονες επενδυτικές αγορές. Επενδύσεις βασιζόμενες σε γνήσιες μακροπρόθεσμες προσδοκίες είναι τόσο δύσκολες ώστε σπάνια πραγματοποιούνται. Εκείνος που τις επιχειρεί πρέπει, ασφαλώς, να εργάζεται περισσότερο και να διατρέχει μεγαλύτερους κινδύνους από εκείνον ο οποίος προσπαθεί να μαντέψει καλύτερα από το πλήθος πώς θα συμπεριφερθεί το πλήθος και σε ισοδύναμη ευφυΐα, μπορεί να κάνει πιο καταστρεπτικά σφάλματα. Δεν υπάρχει σαφής απόδειξη από την εμπειρία ότι η επενδυτική πολιτική που κοινωνικά είναι συμφέρουσα συμπίπτει με εκείνη που είναι και η πιο κερδοφόρα. Απαιτείται περισσότερη ευφυΐα για να υπερνικηθούν οι δυνάμεις του χρόνου και η άγνοιά μας για το μέλλον, παρά για να πυροβολούμε. Εξάλλου, η ζωή δεν είναι αρκετά μακρόχρονη – η ανθρώπινη φύση επιθυμεί γρήγορα αποτελέσματα, ο ζήλος για να κάνουμε χρήματα γρήγορα είναι μεγάλος, και κέρδη σε απώτερο χρόνο προεξοφλούνται από το μέσο άνθρωπο με πολύ υψηλή τιμή. Το παίγνιο της επαγγελματικής επένδυσης είναι ανυπόφορα πληκτικό και πολύ κοπιαστικό για οποιονδήποτε στερείται απολύτως του ενστίκτου του κερδοσκόπου, ενώ εκείνος που το διαθέτει πρέπει να καταβάλλει στη ροπή αυτήν το ανάλογο τίμημα. Επιπλέον, ο επενδυτής που προτίθεται να αγνοήσει τις βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις χρειάζεται περισσότερους πόρους για ασφάλεια και δεν πρέπει να δρα σε μεγάλη κλίμακα, ίσως και καθόλου, με δανεικά χρήματα – ένας ακόμη λόγος για την υψηλότερη απόδοση του

παιχνιδιού με δεδομένο απόθεμα ευφυΐας και πόρων. Τελικά, εκείνος που προάγει το κοινό συμφέρον, εκείνος που στην πράξη υφίσταται την περισσότερη κριτική, αδιάφορα αν τα επενδυτικά κεφάλαια τα διαχειρίζονται επιτροπές ή συμβούλια ή τράπεζες είναι ο μακροπρόθεσμος επενδυτής. Είναι χαρακτηριστικό της ουσίας της συμπεριφοράς του να είναι εκκεντρικός, αντισυμβατικός και παράτολμος στα μάτια της κοινής γνώμης. Αν επιτύχει, θα επιβεβαιώσει τη γενική πεποίθηση ότι είναι παράτολμος, ενώ αν βραχυπρόθεσμα αποτύχει, πράγμα πολύ πιθανό, δεν θα τον κρίνουν με ιδιαίτερη επιείκεια. Η σοφία, παγκοσμίως, διδάσκει ότι για την φήμη είναι καλύτερα να αποτύχει κανείς συμβατικά παρά να πετύχει αντισυμβατικά».

(Αποσπάσματα από την Γενική Θεωρία, Κεφάλαιο 12, Μέρος IV)

Η κερδοσκοπία

Κατά κάποιους η κερδοσκοπία είναι μια ανήθικη ενέργεια, κατά άλλους είναι βασικό συστατικό του χρηματιστηριακού «παιχνιδιού». Τι είναι όμως η κερδοσκοπία;

«Αν μου επιτραπεί να χρησιμοποιήσω τον όρο κερδοσκοπία, για να δηλώσω την δραστηριότητα της πρόβλεψης της ψυχολογίας της αγοράς, και τον όρο επιχειρηματικότητα για να δηλώσω την δραστηριότητα της πρόβλεψης της προσδοκώμενης απόδοσης του ενεργητικού στη διάρκεια της ζωής του, τότε δεν συμβαίνει πάντοτε να υπερισχύει η κερδοσκοπία της επιχειρηματικότητας. Καθώς βελτιώνεται η οργάνωση των επενδυτικών αγορών, ο κίνδυνος να κυριαρχήσει η κερδοσκοπία, πραγματικά αυξάνεται. Σε μία από τις μεγαλύτερες επενδυτικές αγορές του κόσμου, δηλαδή στη Νέα Υόρκη, η επίδραση της κερδοσκοπίας (με την προαναφερθείσα έννοια) είναι τεράστια. Ακόμη και εκτός του πεδίου της οικονομίας, η αμερικανοί τείνουν υπερβολικά να ενδιαφέρονται να ανακαλύψουν τι πιστεύει η κοινή γνώμη ότι είναι η κοινή γνώμη. Και η εθνική αυτή αδυναμία βρίσκει τη θεία δίκη της στο χρηματιστήριο. Λέγεται ότι είναι σπάνιο για έναν αμερικανό να επενδύει «για εισόδημα», όπως κάνουν ακόμη, πολλοί άγγλοι, κι ότι αυτός δεν αγοράζει εύκολα μία επένδυση παρά μόνο με την ελπίδα της υπεραξίας του κεφαλαίου. Πρόκειται για μια άλλη διατύπωση του ότι, όταν ο αμερικανός αγοράζει μία επένδυση προσβλέπει όχι τόσο στην μελλοντική της απόδοση όσο σε μια ευνοϊκή μεταβολή στη συμβατική βάση αποτίμησης, δηλαδή είναι, με την προαναφερθείσα έννοια κερδοσκόπος».

«Τα πράγματα όμως γίνονται σοβαρά, όταν γίνεται η επιχειρηματικότητα μία φυσαλίδα στη δίνη της κερδοσκοπίας. Όταν η κεφαλαιακή ανάπτυξη μιας χώρας γίνεται υποπροϊόν των δραστηριοτήτων τύπου καζίνο, τότε, πιθανόν, κάτι δεν πάει καλά. Το μέτρο της επιτυχίας της Wall Street, ως θεσμού του οποίου ο κύριος κοινωνικός σκοπός είναι να κατευθύνει νέες επενδύσεις στα πιο κερδοφόρα κανάλια από άποψη μελλοντικών αποδόσεων, δεν μπορεί να θεωρηθεί θρίαμβος του καπιταλισμού του laissez – faire – πράγμα που δεν είναι περίεργο αν σωστά πιστεύω ότι οι καλύτεροι εγκέφαλοι της Wall Street έχουν πραγματικά διαφορετικό στόχο».

«Οι τάσεις αυτές είναι σχεδόν αναπόφευκτο αποτέλεσμα του ότι έχουμε επιτυχώς οργανώσει «ρευστές» επενδυτικές αγορές. Συνήθως, υπάρχει συναίνεση ότι τα καζίνο, για το συμφέρον του κόσμου, θα έπρεπε να είναι απροσπέλαστα και δαπανηρά. Ίσως το ίδιο ισχύει και για τα χρηματιστήρια. Ότι οι αμαρτίες του χρηματιστηρίου του Λονδίνου είναι λιγότερες από τις αμαρτίες της Wall Street, μπορεί να οφείλεται όχι τόσο πολύ σε διαφορές του εθνικού χαρακτήρα όσο στο γεγονός ότι για το μέσο άγγλο η Θρόγκμορτον Στριτ, σε σύγκριση με τη Wall Street για το μέσο αμερικανό, απρόσιτη και πολύ ακριβή. Η «προμήθεια» του χρηματομεσίτη, οι υψηλές επιβαρύνσεις του χρηματιστή και ο βαρύς φόρος μεταβίβασης, που πρέπει να καταβληθεί στο δημόσιο, τα οποία βαρύνουν τις συναλλαγές στο χρηματιστήριο του Λονδίνου, μειώνουν αρκετά της ρευστότητα της αγοράς (αν και η πρακτική του 15νθήμερου διακανονισμού λειτουργεί αντίθετα) ώστε να αποκλείουν μεγάλο ποσοστό των συναλλαγών οι οποίες χαρακτηρίζουν την Wall Street. Η εισαγωγή σημαντικού φόρου μεταβίβασης σε όλες τις συναλλαγές θα μπορούσε να αποδειχθεί η χρησιμότερη μεταρρύθμιση με στόχο την άμβλυνση της κυριαρχίας της κερδοσκοπίας επί της επιχειρηματικότητας στις Η.Π.Α.».

(Αποσπάσματα από την Γενική Θεωρία, Κεφάλαιο 12, Μέρος VI)