

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

ΨΥΧΟΛΟΓΙΑ ΕΠΕΝΔΥΤΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ



ΦΟΙΤΗΤΗΣ : ΟΔΥΣΣΕΑΣ ΚΟΝΤΙΖΑΣ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : Α. ΛΥΓΓΙΤΣΟΣ

ΜΑΪΟΣ 2009

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	2
ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ.....	4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ	
ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΚΑΙ ΟΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΕΣ ΤΟΥ.....	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ	
ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ.....	8
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ	
ΣΥΝΑΙΣΘΗΜΑΤΙΚΕΣ ΜΕΡΟΛΗΨΙΕΣ ΚΑΤΩ ΑΠΟ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ.....	14
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ	
ΔΙΑΝΟΗΤΙΚΑ ΛΑΘΗ (COGNITIVE BIASES).....	37
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ	
Noise.....	60
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ	
ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΡΟΛΗΠΤΙΚΩΝ ΣΦΑΛΜΑΤΩ ...	76
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	81
ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ.....	82
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	83

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η εμφάνιση της γνωστής φούσκας στα τέλη της δεκαετίας του '90 έφερε στο προσκήνιο το ερώτημα σχετικά με το αν οι αγορές είναι ορθολογικά αποτιμημένες. Για να δωθεί μία απάντηση στο παραπάνω ερώτημα είναι απαραίτητο πρώτα να κατανοήσουμε τη συμπεριφορά του επενδυτή και να καθορίσουμε ποια είναι η σωστή αποτίμηση της αγοράς.

Παραδοσιακά οι οικονομολόγοι παραδέχονται σε όλες τις υποθέσεις τους ότι η Αγορά είναι Ορθολογική, γεγονός που έχει οδηγήσει και στην ανάπτυξη της **Υπόθεσης της Αποτελεσματικότητας της Αγοράς**. Σύμφωνα με αυτή την υπόθεση οι ορθολογικοί επενδυτές παίρνουν τις αποφάσεις τους βασιζόμενοι στα θεμελιώδη στοιχεία της κάθε εταιρίας και εκμεταλλευόμενοι κάθε διαθέσιμη πληροφόρηση σχετικά με αυτή. Αν όμως θεωρήσουμε ότι υπάρχουν και **μη ορθολογικοί επενδυτές**, τότε προκύπει το ερώτημα πώς αυτοί επηρεάζουν τη λειτουργία της αγοράς;

Το βασικό επιχείρημα που χρησιμοποιείται από τους παραδοσιακούς οικονομολόγους απέναντι σ' αυτή την υπόθεση είναι ότι οι μη ορθολογικοί επενδυτές θα βρεθούν εκτός αγοράς λόγω της καταλυτικής παρουσίας των arbitrageurs. Έτσι λοιπόν η αγορά δεν μπορεί να επηρεαστεί από την ύπαρξη ορισμένων μη ορθολογικών επενδυτών. Το παραπάνω επιχείρημα ίσως με μια πρώτη ματιά να φανεί λογικό και η υπόθεση της Αποτελεσματικότητας της Αγοράς να φαίνεται ότι διατηρεί την ισχύ της, όμως σίγουρα εξακολουθεί να μην δίνεται καμία απάντηση στα ερωτήματα σχετικά με τις φούσκες, την ύπαρξη αυξημένης μεταβλητότητας των μετοχών, τις τοπικιστικές επενδύσεις (όλοι οι επενδυτές προτιμούν κατά κύριο λόγο τις μετοχές της πατρίδας τους) ανεξάρτητα με τον αν οι διεθνείς επενδύσεις τους προσφέρουν καλύτερες σχέσεις αποδόσεως-κινδύνου και γενικά σε όλες τις ανωμαλίες της αγοράς.

Πολλοί λοιπόν αναλυτές, προκειμένου να δώσουν απαντήσεις στα παραπάνω ερωτήματα άρχισαν να εξετάζουν πιο προσεκτικά τη συμπεριφορά των μη ορθολογικών επενδυτών, τους οποίους ονόμασαν "noise traders". Το νέο αυτό πεδίο οικονομικής επιστήμης που άρχισε να δημιουργείται ονομάστηκε **Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική (Behavioral Finance)** και η βασική της υπόθεση είναι ότι: όταν το μέγεθος των noise traders στην αγορά υπερβαίνει κάποιο επίπεδο, τότε οι arbitrageurs αδυνατούν να τους εξαλείψουν λόγω κεφαλαιακών περιορισμών.

Σ' αυτή την περίπτωση οι τιμές μπορεί να αποκλίνουν από τις θεμελιώδεις αποτιμήσεις των μετοχών ακόμη και για εκτεταμένα χρονικά διαστήματα (γεγονός που μπορεί να οδηγήσει στη δημιουργία χρηματιστηριακής φούσκας). Επίσης, αλλαγές στον τρόπο σκέψης των noise traders μπορεί να οδηγήσει σε αλλαγές τις τιμές των μετοχών ακόμη και χωρίς καμία αλλαγή στα θεμελιώδη μεγέθη τους (γεγονός που εξηγεί την υψηλή μεταβλητότητα των μετοχών). Η ύπαρξη των noise traders δημιουργεί στην αγορά έναν επιπλέον κίνδυνο, τον κίνδυνο των μη ορθολογικών επενδυτών (noise trader risk) ο οποίος αντανακλά το γεγονός ότι οι μετοχές μπορεί να διαπραγματεύονται σε απόκλιση από τη θεμελιώδη τους αποτίμηση ακόμα και για μεγάλες χρονικές περιόδους. Το noise trader risk λοιπόν οδηγεί τους **ορθολογικούς επενδυτές** στην απαίτηση **υψηλότερης αναμενόμενης απόδοσης** για την ανάληψή του, ενώ οι **μη ορθολογικοί επενδυτές δεν απαιτούν** κάτι τέτοιο. Όταν λοιπόν η αγορά δίνει την απαιτούμενη από τους ορθολογικούς επενδυτές απόδοση, οι noise traders την απολαμβάνουν εξίσου. Μόνο που για τους noise traders αυτή η απόδοση είναι υψηλότερη από αυτή που απαιτούσαν με αποτέλεσμα η διαδικασία αυτή να τους αποζημιώνει για τη μη ορθολογική συμπεριφορά τους!!

ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Πληθώρα μελετών έχουν ασχοληθεί στο εξωτερικό με την έρευνα της ψυχολογίας των επενδυτών. Στην Ελλάδα προς το παρόν δεν έχει ασχοληθεί κανείς με τον έλεγχο των σχετικών υποθέσεων που προκύπτουν από τη θεωρία, και κατά συνέπεια δεν έχει γίνει εμπειριστατωμένη μελέτη πάνω σε αυτό το θέμα. Θα ήταν καλό να μπορούσαμε να εξάγουμε συμπεράσματα σχετικά με το τι επηρεάζει τη συμπεριφορά των επενδυτών στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Καλό θα ήταν επίσης να περιορίσουμε τους αρνητικούς παράγοντες που επιδρούν στη διαμόρφωση της επενδυτικής συμπεριφοράς. Συνεχώς οι επενδυτές πρέπει να λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις, όπως η κατάλληλη στιγμή για αγορά η πώληση, ο προσδιορισμός του Επενδυτικού ορίζοντα, ο προσδιορισμός του κατάλληλου χαρτοφυλακίου. Η Οικονομική θεωρία έχει να προσφέρει πολλά στο τομέα αυτόν, και δεν μπορούμε να αρνηθούμε την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων της, παρόλα αυτά όμως, υπάρχουν ερωτήματα που δεν μπορεί να δώσει απαντήσεις ικανοποιητικές γιατί σε πολλά σημεία υπεισέρχεται ο ανθρώπινος παράγοντας πού είναι απρόβλεπτος. Ένα από τα πιο βασικά συμπεράσματα της θεωρίας είναι ότι ενώ οι επενδυτές θεωρούνται ως Ορθολογικοί στη πράξη δεν αντιδρούν πάντα ως τέτοιοι. Έχουν υπερβολική εμπιστοσύνη στις ικανότητές τους, σε περιβάλλον κερδών αποφεύγουν το κίνδυνο ενώ σε περιβάλλον ζημιών αναλαμβάνουν μεγαλύτερο ρίσκο. Αυτές τις καταστάσεις άγχους, πανικού, μετάνοιας τις βλέπουμε καθημερινά, ακόμη και σε μας τους ίδιους εν τούτοις δεν έχουν ακόμη ερευνηθεί και δεν δείχνουν εμπράκτως τα ευρήματα της βιβλιογραφίας.

Τι είναι Behavioral Finance

Έχει αναπτυχθεί ένας κλάδος που προσπαθεί να δώσει απαντήσεις στα ερωτήματα τα οποία προκύπτουν από τη συμπεριφορά των επενδυτών και δέχεται βέβαια σημαντικές επιρροές από την Ψυχολογία και ονομάζεται **Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική (Behavioral Finance)**. Behavioral Finance είναι ο συνδυασμός της κλασσικής οικονομικής και χρηματοοικονομικής θεωρίας με τη Ψυχολογία και τις επιστήμες που ασχολούνται με τη λήψη των αποφάσεων. Βασικό μέλημα της επιστήμης είναι να δώσει εξηγήσεις στις ανωμαλίες και τα ερωτήματα που δεν μπορεί να δώσει η Ορθολογική Θεωρία. Ασχολείται επίσης με τη μελέτη του τρόπου με τον οποίο οι επενδυτές κάνουν συστηματικά λάθη κρίσης. Επίσης μελετά το πώς οι επενδυτές δημιουργούν προσδοκίες για το μέλλον, και πώς αυτές επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών.

Οι επενδυτές προσπαθούν τις περισσότερες φορές να πάρουν σωστές αποφάσεις οι οποίες είναι σχετικές με τη διασπορά του χαρτοφυλακίου τους για να περιορίσουν το κίνδυνο, να αγοράσουν νέες μετοχές , να πουλήσουν τις ήδη υπάρχουσες . Υποθέτουμε ότι οι επενδυτές ενεργούν Ορθολογικά και σκοπός τους είναι η μεγιστοποίηση των επενδύσεών τους. Οι έρευνες όμως έδειξαν ότι υπάρχουν τάσεις αντίθετες με αυτό το σκοπό, οι οποίες υιοθετούνται και οι οποίες βέβαια δεν είναι οι πλέον επωφελείς για τη μεγιστοποίηση των επενδύσεών τους. Σκοπός μας είναι να περιορίσουμε τέτοιου είδους συμπεριφορές και να δείξουμε ότι αυτές δεν οδηγούν στα αναμενόμενα αποτελέσματα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΚΑΙ ΟΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΕΣ ΤΟΥ

Η χρηματιστηριακή αγορά είναι μια αγορά σύνθετη και πολύπλοκη και η μελέτη της δεν αποτελεί απλώς επιστήμη αλλά και τέχνη. Παρά τις πολλές μελέτες και αναλύσεις που έχουν γίνει, η κατανόησή της παραμένει ιδιαίτερα δύσκολη, γιατί πέρα από μαθηματικά και στατιστικά μοντέλα, περιλαμβάνει και κανόνες ανθρώπινης συμπεριφοράς και ψυχολογίας που την καθιστούν μυστηριώδη και απρόβλεπτη. Οι συμμετέχοντες σε αυτήν προσδοκούν το μεγαλύτερο δυνατό κέρδος και χρησιμοποιούν θεμιτά και αθέμιτα πολλές φορές μέσα για να το επιτύχουν. Το χρηματιστήριο αποτελεί ένα μέρος, όπου μπορεί κανείς να βρει τα όρια της απληστίας και του φόβου του, πληρώνοντας ασφαλώς και το ανάλογο αντίτιμο. Παρακάτω παραθέτουμε τις βασικές λειτουργίες του χρηματιστηρίου:

A) Πρωτογενής λειτουργία του χρηματιστηρίου

Ο ρόλος της πρωτογενούς χρηματιστηριακής αγοράς είναι η δυνατότητα μεταβίβασης του επιχειρηματικού κινδύνου από τον επιχειρηματία σε άλλους επενδυτές. Πιο συγκεκριμένα, η επένδυση για τη δημιουργία μιας επιχείρησης (εμπορικής, βιομηχανικής κ.λ.π) εμπεριέχει αβεβαιότητα και συνεπώς κίνδυνο για τις μελλοντικές αποδόσεις της επιχείρησης. Έτσι ένας επιχειρηματίας ο οποίος χρηματοδοτεί την επιχείρησή του αποκλειστικά και μόνο με δικά του χρήματα, θα είναι και ο μοναδικός αποδέκτης των πιθανών μελλοντικών κερδών ή ζημιών. Ωστόσο, ένας επιχειρηματίας μπορεί να αποφασίσει να μην χρηματοδοτήσει μόνος του την επιχείρηση, αλλά να αντλήσει πόρους από άλλους επενδυτές και να μοιραστεί μαζί τους τον κίνδυνο, εφόσον αυτοί το επιθυμούν, μέσω της έκδοσης μετοχών. Η αμοιβή των επενδυτών για τη χρηματοδότηση της επιχείρησης θα είναι η συμμετοχή τους στα κέρδη, δηλαδή η είσπραξη μερίσματος. Το μέρισμα θα είναι υψηλό σε κερδοφόρες περιόδους, χαμηλό σε λιγότερο κερδοφόρες και μηδενικό σε ζημιογόνες περιόδους. Επίσης, οι επενδυτές σε περιόδους κερδοφορίας θα εισπράττουν κέρδη και από την αύξηση της τιμής της μετοχής που επένδυσαν, εφόσον οι προοπτικές της εν λόγω επιχείρησης θα θεωρούνται καλές. Οι επενδυτές που συμμετέχουν σε αυτήν την διαδικασία, επιλέγουν να χρηματοδοτήσουν τις καλύτερες κατά την άποψή τους εταιρείες,

οδηγώντας ίσως την κοινωνία σε ένα άριστο ή αποτελεσματικό καταμερισμό των κεφαλαίων της στην οικονομία. Γι' αυτό το λόγο άλλωστε το χρηματιστήριο θεωρείται ένα δημοκρατικό πλειοψηφικό σύστημα. Στο σύστημα αυτό σημασία δεν έχει η γνώμη των ειδικών, αλλά η γνώμη των πολλών, όπως άλλωστε σε όλα τα δημοκρατικά συστήματα.

B) Δευτερογενής λειτουργία του χρηματιστηρίου

Η δευτερογενής λειτουργία του χρηματιστηρίου είναι η δυνατότητα μεταβίβασης της κατανάλωσης και του κινδύνου μεταξύ των επενδυτών. Είναι δηλαδή δυνατόν, ένας επενδυτής που αγόρασε κάποια μετοχή, να επιθυμεί να την πουλήσει σε κάποια χρονική στιγμή σε κάποιον άλλο επενδυτή. Αυτό μπορεί να συμβεί γιατί ο επενδυτής μπορεί να θέλει ρευστότητα για να καλύψει κάποια ανάγκη ή επιθυμία του ή γιατί επιθυμεί να στραφεί σε κάποια άλλη επένδυση που θεωρεί καλύτερη. Ο νέος επενδυτής, που αγόρασε τη μετοχή αυτή θα απολαμβάνει τώρα τα μερίσματα ως αμοιβή για την ανάληψη του κινδύνου που προϋποθέτει η αγορά αυτή. Η συμμετοχή όμως στο παιχνίδι του χρηματιστηρίου γίνεται όχι μόνο για το κέρδος αλλά και για τη συγκίνηση που προσφέρει το παιχνίδι. Υπάρχουν επενδυτές που έχουν ελάχιστες μετοχές, απλώς και μόνο για να συμμετέχουν. Οι παίχτες συμμετέχουν για να γευτούν τη μαγεία του παιχνιδιού και δεν σταματούν ποτέ, ούτε όταν αποκομίσουν μεγάλα κέρδη. Ένας μεγάλος οικονομολόγος του προηγούμενου αιώνα, ο John Maynard Keynes, όταν αρρώστησε από την καρδιά του, από τις ελάχιστες συνήθειες που διατήρησε ήταν η ενασχόληση με το χρηματιστήριο. Το χρηματιστήριο παρέχει επίσης στον άνθρωπο την ευχαρίστηση να κερδίζει τους άλλους, να βελτιώνει την αυτοεικόνα του και να ανεβάζει την αυτοπεποίθησή του. Οι άνθρωποι συναγωνίζονται σε ένα παιχνίδι ικανότητας και τύχης που κύριο χαρακτηριστικό του αποτελεί η εμπορευσιμότητα, δηλαδή η σιγουριά ότι το παιχνίδι συνεχίζεται.

Τέλος, μια άλλη σημαντική λειτουργία της δευτερογενούς χρηματιστηριακής αγοράς είναι η αναδιανομή του εισοδήματος που πραγματοποιείται μέσω της αγοραπωλησίας των μετοχών. Το ερώτημα βέβαια που τίθεται είναι τι μορφή πρέπει να έχει η διανομή αυτή: Από τους λιγότερο ικανούς στους περισσότερο ικανούς; Από τους λιγότερο πληροφορημένους στους περισσότερο πληροφορημένους; Είναι μια αναδιανομή προς όφελος των οικονομικά ασθενέστερων ή μια διανομή κατά την οποία οι φτωχοί γίνονται φτωχότεροι και οι πλούσιοι πλουσιότεροι;

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ (BEHAVIOURAL FINANCE)

Η εμφάνιση

Το πεδίο της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής δεν είναι νέο. Αν και ένα σημαντικό κομμάτι των επενδυτών εδώ και αρκετά χρόνια έχει συνειδητοποιήσει ότι η Ψυχολογία κρατά ένα ρόλο-κλειδί στην προσπάθεια ερμηνείας της συμπεριφοράς των αγορών, μόνο σχετικά πρόσφατα πραγματοποιήθηκαν επίσημες μελέτες στον εν λόγω τομέα. Η εργασία του Paul Slovic (1972) που αναφέρεται στις παρανοήσεις των ατόμων σχετικά με την έννοια του κινδύνου και οι εργασίες των Amos Tversky και Daniel Kahneman σχετικά με τη μεροληψία στη λήψη των αποφάσεων (1974) και τον τρόπο συγκρότησής τους (1979), έριξαν τους πρώτους σπόρους. Παρά το γεγονός ότι έχουν δοθεί διάφοροι ορισμοί της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, παρατηρείται σχετική συμφωνία μεταξύ τους. Ο Litner (1998) ορίζει τη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική ως «την μελέτη του τρόπου με τον οποίο οι άνθρωποι ερμηνεύουν και ενεργούν στη ροή πληροφοριών, έτσι ώστε να πάρουν επενδυτικές αποφάσεις». Ο Thaler (1993) την ορίζει σαν «απλά ανοιχτόμυαλη Χρηματοοικονομική», υποστηρίζοντας ότι «μερικές φορές για να βρούμε λύση σε ένα εμπειρικό οικονομικό πρόβλημα είναι απαραίτητο να δεχτούμε την πιθανότητα ότι, κατά διαστήματα, κάποιος από τους παράγοντες της οικονομίας συμπεριφέρονται λιγότερο από απόλυτα ορθολογικά». Ο Olsen (1998) θεωρεί ότι «η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική δεν προσπαθεί να ορίσει την ορθολογική συμπεριφορά ή να χαρακτηρίσει τη λήψη των αποφάσεων σαν μεροληπτική ή λανθασμένη, αλλά επιδιώκει να κατανοήσει και να προβλέψει τις συστηματικές συνέπειες των ψυχολογικών διαδικασιών διαμόρφωσης των αποφάσεων στις χρηματοοικονομικές αγορές».

Πρέπει να σημειωθεί ότι προς το παρόν δεν υπάρχει ενιαία θεωρία της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής. Ο Olsen (1998) τονίζει ότι η μεγαλύτερη έμφαση στη βιβλιογραφία έχει δοθεί στην εύρεση εκείνων των γνωρισμάτων της

συμπεριφορικής λήψης αποφάσεων, που είναι πιο πιθανό να επιδρούν συστηματικά στη συμπεριφορά των αγορών.

Η αμφισβήτηση της ορθολογικότητας

Η παραδοσιακή Χρηματοοικονομική υποστηρίζει ότι οι αποφάσεις λαμβάνονται ορθολογικά, με βασική επιδίωξη τη μεγιστοποίηση της χρησιμότητας. Αντίθετα, η Γνωστική Ψυχολογία θεωρεί ότι η διαδικασία διαμόρφωσης αποφάσεων υπόκειται σε αρκετές γνωστικές πλάνες, οι οποίες μπορούν να ομαδοποιηθούν σε δύο κατηγορίες, σε εκείνες που προκύπτουν μέσω της «ευρητικής» μεθόδου και εκείνες που προκαλούνται από την υιοθέτηση «διανοητικών καλουπιών».

Διαδικασίες λήψης αποφάσεων μέσω της ευρητικής μεθόδου

Η ευρητική μέθοδος αναφέρεται σε εκείνες τις εμπειρικές μεθόδους που χρησιμοποιούνται στη λήψη αποφάσεων, μέσα σε σύνθετα και αβέβαια περιβάλλοντα. Δεν πρόκειται τόσο για μια διαδικασία αυστηρά ορθολογική, όπου συγκεντρώνονται όλες οι σχετικές πληροφορίες και αξιολογούνται αντικειμενικά, αλλά μάλλον για χρησιμοποίηση διανοητικών σύντομων δρόμων στην επεξεργασία αυτών των πληροφοριών. (Kahneman και Tversky, 1974). Υπάρχει συχνά ένας πολύ καλός πρακτικός λόγος για τη χρήση της ευρητικής μεθόδου στη διαδικασία λήψης αποφάσεων : Ο πολύ περιορισμένος διαθέσιμος χρόνος. Ερευνητές της Εξελικτικής Ψυχολογίας υποστηρίζουν ότι οι ρίζες της μεθόδου αυτής βρίσκονται πολύ βαθιά στην εξέλιξη του ανθρωπίνου είδους (Barrow 1992). Όμως, όπως θα δούμε στη συνέχεια, μπορεί να καταλήξει σε πολύ «φτωχά» αποτελέσματα. Τυπικά παραδείγματα διανοητικών πλανών αποτελούν:

- Η αντιπροσωπευτικότητα
- Η υπερεμπιστοσύνη
- Η «αγκυροβόληση»
- Η πλάνη του «τζογαδόρου»
- Η μεροληψία λόγω διαθεσιμότητας.

Η αντιπροσωπευτικότητα αναφέρεται στην τάση να λαμβάνονται αποφάσεις βασισμένες σε στερεότυπα, δηλαδή στην τάση μας να βλέπουμε «πρότυπα» ή «τάσεις» εκεί που ίσως να μην υπάρχουν. Η αντιπροσωπευτικότητα πολλές φορές εμφανίζεται φορώντας το προσωπίο του «νόμου των μικρών αριθμών», σύμφωνα με τον οποίο οι επενδυτές τείνουν να υποθέτουν ότι πρόσφατα γεγονότα θα συνεχιστούν και στο μέλλον. Αρκεί να σκεφτούμε πόσο συνηθισμένο είναι για τους επενδυτές να επιδιώκουν την αγορά μετοχών που έχουν σημειώσει υψηλές αποδόσεις στο πρόσφατο παρελθόν, ενώ παράλληλα, να αποφεύγουν τις μετοχές με χαμηλές αποδόσεις κατά το ίδιο διάστημα. Η συμπεριφορά αυτή θα μπορούσε να αποτελέσει μια εξήγηση για την υπεραντίδραση του επενδυτή, έννοια που εισήγαγαν οι DeBondt και Thaler (1985).

Η υπερεμπιστοσύνη - που αποτελεί και το αντικείμενο μελέτης της παρούσας εργασίας - οδηγεί τους επενδυτές στην τάση να υπερεκτιμούν τις προβλεπτικές τους ικανότητες και να πιστεύουν πως κατέχουν την τέχνη του «timing» της αγοράς. Μελέτες έχουν δείξει ότι μία παρενέργεια της υπερεμπιστοσύνης του επενδυτή, είναι η πραγματοποίηση υπερβολικού αριθμού συναλλαγών. Η υπερεμπιστοσύνη σε καμία περίπτωση δεν περιορίζεται στους μεμονωμένους επενδυτές. Έχει αποδειχτεί ότι οι οικονομικοί αναλυτές αργούν πολύ να αναθεωρήσουν την προηγούμενη εκτίμησή τους σχετικά με τις μελλοντικές προοπτικές απόδοσης της μετοχής μιας εταιρείας, ακόμη και αν υπάρχουν αδιάσειστα στοιχεία ότι η εκτίμηση αυτή είναι λανθασμένη. Η «αγκυροβόληση» προκύπτει όταν μια κλίμακα τιμών παγιώνεται στις πρόσφατες παρατηρήσεις. Αυτό μπορεί να οδηγήσει τους επενδυτές στο να αναμένουν μια μετοχή να διαπραγματεύεται στο ίδιο εύρος τιμών ή να περιμένουν τα κέρδη μίας εταιρείας να ακολουθούν τις γραμμές των ιστορικών τάσεων, με πιθανό επακόλουθο την υπεραντίδραση σε ενδεχόμενη αλλαγή αυτών των τάσεων. Η πλάνη του τζογαδόρου εμφανίζεται όταν τα άτομα προβλέπουν άτοπα ότι μία τάση θα αντιστραφεί. Οι επενδυτές μπορεί έτσι να οδηγηθούν στο να αναμένουν το τέλος μιας σειράς καλών ή κακών αποδόσεων της αγοράς. Με άλλα λόγια, η πλάνη του τζογαδόρου μπορεί να θεωρηθεί σαν μια ακραία μορφή πίστης στην επιστροφή σε κάποιο μέσο. Η επιστροφή στο μέσο συναντάται σε πολλά ανθρώπινα συστήματα και υπονοεί ότι μια ακραία τάση θα τείνει πάντα να πλησιάσει το μέσο. Πολλές φορές, η τάση αυτή έχει ερμηνευθεί λανθασμένα. Για παράδειγμα, κάθε ανοδική τάση πρέπει να ακολουθείται από μία καθοδική για να ικανοποιείται ο νόμος των μέσων όρων.

Η μεροληψία λόγω διαθεσιμότητας σημαίνει ότι οι άνθρωποι, όταν λαμβάνουν αποφάσεις, ρίχνουν αδικαιολόγητα μεγάλο βάρος σε πληροφορίες στις οποίες έχουν εύκολη πρόσβαση. Αν και τα πιο πάνω παραδείγματα γνωστικών πλανών παρατηρούνται ευρέως, η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική δεν ισχυρίζεται ότι όλοι οι επενδυτές θα γίνονται θύματά τους ταυτόχρονα. Το πόσο ευάλωτος είναι ο κάθε επενδυτής σε αυτές τις πλάνες, φαίνεται να είναι συνάρτηση πολλών μεταβλητών. Αναφέρουμε ενδεικτικά ότι έχει αποδειχτεί πως η εμπειρία του επενδυτή παίζει ένα είδος επεξηγηματικού ρόλου στην ευπάθειά του αυτή και έτσι, οι λιγότερο έμπειροι επενδυτές είναι επιρρεπείς στην πλάνη της αντιπροσωπευτικότητας, ενώ οι πιο έμπειροι υποπίπτουν στην πλάνη του τζογαδόρου (Shefrin 2000).

Η Θεωρία των Προσδοκιών

Η δεύτερη κατηγορία πλανών που μπορούν να επιδράσουν στη διαδικασία λήψης αποφάσεων, έχουν κατάλληλα ομαδοποιηθεί υπό τη σκέπη της θεωρίας των προσδοκιών (Kahneman και Tversky 1979). Η θεωρία αυτή προτείνει ένα περιγραφικό πλαίσιο για τον τρόπο με τον οποίο τα άτομα λαμβάνουν αποφάσεις κάτω από συνθήκες κινδύνου και αβεβαιότητας και ενσωματώνει ένα πλουσιότερο συμπεριφορικό πλαίσιο από εκείνο της θεωρίας της υποκειμενικής αναμενόμενης χρησιμότητας, που αποτελεί τη βάση πολλών οικονομικών μοντέλων.

Πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση της Θεωρίας των Προσδοκιών, είναι σημαντικό να αναφέρουμε ότι για τη μελέτη τους αυτή ("Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk" – 1979), οι Kahneman και Tversky κέρδισαν το βραβείο Nobel Οικονομικών για το 2002, και μαζί με αυτό τη διεθνή αναγνώριση της συνεισφοράς της ψυχολογικής έρευνας στην Οικονομική Επιστήμη.

Η θεωρία των προσδοκιών μπορεί να παρουσιαστεί με πολυάριθμους τρόπους αλλά, κατά βάση, περιγράφει πολλές καταστάσεις του μυαλού οι οποίες αναμένεται να ασκήσουν επίδραση στη λήψη αποφάσεων. Οι έννοιες κλειδιά της θεωρίας περιλαμβάνουν:

- Αποστροφή για τις απώλειες

- Αποστροφή για τη μετάνοια
- Διανοητική λογιστική
- Αυτοέλεγχος

Η αποστροφή για τις απώλειες βασίζεται στην ιδέα ότι μια τιμωρία που σχετίζεται με μια δεδομένη απώλεια, είναι μεγαλύτερη από την ανταμοιβή για ένα κέρδος ίδιου μεγέθους. Αν οι επενδυτές αποστρέφονται τις απώλειες, ίσως να είναι διστακτικοί στο να τις αποδεχθούν όταν αυτές εμφανίζονται. Η αποστροφή για τις απώλειες δεν υπονοεί ότι οι επενδυτές είναι συνεπείς ως προς την στάση τους απέναντι στον κίνδυνο. Μία υπόθεση – κλειδί της οικονομικής θεωρίας είναι το ότι οι επενδυτές απεχθάνονται τον κίνδυνο. Αυτό ίσως να μην ισχύει πάντα στον πραγματικό κόσμο. Έχει αποδειχτεί ότι οι άνθρωποι προτιμούν να παίζουν σίγουρο παιχνίδι όταν προστατεύουν τα κέρδη τους, ενώ, είναι διατεθειμένοι να ρισκάρουν όταν προσπαθούν να ξεπεράσουν μια κατάσταση συνεχών απωλειών.

Η αποστροφή για τη μετάνοια σχετίζεται με την επιθυμία των ατόμων να αποφύγουν το συναίσθημα του πόνου που απορρέει από το αποτέλεσμα μιας λανθασμένης επενδυτικής επιλογής. Η αποστροφή αυτή, δεν έχει να κάνει μόνο με τις τύψεις του ατόμου για τις οικονομικές απώλειες, αλλά περιλαμβάνει και το αίσθημα της υπαιτιότητας του. Οι επενδυτές για να αποφύγουν αυτές τις δυσάρεστες συνέπειες συχνά κρατούν μετοχές που παρουσιάζουν πολύ χαμηλές αποδόσεις ή ακόμη και ζημιές. Με τη μη πώληση αυτών των μετοχών, δεν αναγκάζονται να παραδεχτούν τις σχετικές απώλειες.

Η επιθυμία των επενδυτών να αποφύγουν τη μετάνοια, ίσως τους κάνει λιγότερο πρόθυμους να επενδύσουν νέα ποσά σε επενδύσεις ή αγορές που έχουν φτωχές αποδόσεις κατά το πρόσφατο παρελθόν. Το γεγονός αυτό μπορεί να δώσει μια μερική εξήγηση στο γιατί οι εταιρείες διανέμουν μερίσματα. Χωρίς να λάβουμε υπόψη τη φορολογία, οι επενδυτές θα έπρεπε να είναι αδιάφοροι ανάμεσα στο αν η εταιρεία διανέμει μερίσματα ή κρατά και επενδύει στο εσωτερικό της τα κέρδη, με τρόπο τέτοιο ώστε να παράγουν μερίσματα στο μέλλον, ακόμη και με την πώληση μετοχών εάν χρειαστεί. Όμως, η πώληση μετοχών εκθέτει τον επενδυτή στον κίνδυνο του να μετανιώσει για την επιλογή του, στην περίπτωση που η τιμή των μετοχών σημειώσει αργότερα άνοδο.

Η αποστροφή για το συναίσθημα της μετάνοιας μπορεί να προκαλέσει ένα είδος αγελαίας συμπεριφοράς των επενδυτών. Για παράδειγμα, μπορεί να οδηγήσει

ομαδικά σε επενδύσεις σε «καταξιωμένες και ευυπόληπτες» εταιρείες, γιατί υπάρχει η πεποίθηση ότι αυτές οι επενδύσεις προσφέρουν απεριόριστη ασφάλεια και προστασία από τον κίνδυνο της μετέννοιας (Koenig 1999). Μπορεί επίσης να ασκήσει σημαντική επίδραση στη συμπεριφορά των επαγγελματιών συμβούλων επενδύσεων και χρηματιστών, οι οποίοι είναι πιθανό να προχωρήσουν στην πώληση μετοχών που παρουσιάζουν απώλειες, χωρίς να δώσουν χρόνο για πιθανή αναστροφή, για να αποφύγουν να εξηγήσουν στους πελάτες τους γιατί κρατούν μετοχές που τους ζημιώνουν.

Η «διανοητική λογιστική» είναι το όνομα που έχει δοθεί στην τάση των ατόμων να οργανώνουν τον κόσμο σε διαφορετικούς «λογαριασμούς» του μυαλού. Οι επενδυτές τείνουν να αντιμετωπίζουν κάθε κομμάτι του χαρτοφυλακίου τους με ένα διαφορετικό τρόπο. Αυτό είναι δυνατό να έχει ως αποτέλεσμα ανεπαρκείς αποφάσεις. Έχει παρατηρηθεί ότι οι άνθρωποι δεν παρουσιάζουν συνέπεια στον τρόπο διαμόρφωσης των επενδυτικών τους αποφάσεων και έτσι, μπορεί κάποιος να δανείζεται με υψηλό επιτόκιο για να αγοράσει ένα καταναλωτικό αγαθό, ενώ, παράλληλα, να αποταμιεύει με χαμηλότερο επιτόκιο για να χρηματοδοτήσει τις σπουδές του παιδιού του στο μέλλον.

Η υιοθέτηση της «διανοητικής λογιστικής» έχει συνέπειες στη διαχείριση των χαρτοφυλακίων των επενδυτών, οι οποίοι είναι λιγότερο πρόθυμοι να πουλήσουν μια επένδυση που πέφτει γιατί ο αντίστοιχος «λογαριασμός .» δείχνει απώλειες.

Μία άλλη πτυχή της «διανοητικής λογιστικής» έχει να κάνει με την παρατήρηση ότι οι άνθρωποι διαφέρουν ως προς τον τρόπο που αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο ανάμεσα στους διαφορετικούς τους «λογαριασμούς». Μπορεί να αποφεύγουν τον κίνδυνο στις αποταμιευτικές τους επενδύσεις, ενώ στις πιο κερδοσκοπικές να τον επιδιώκουν.

Ο Markowitz τόνισε ότι το μειονέκτημα αυτής της κατηγοριοποίησης σε διαφορετικούς «διανοητικούς λογαριασμούς» είναι το ότι αγνοούμε τις συνδιακυμάνσεις τους και τα χαρτοφυλάκια βρίσκονται κάτω από το Μέτωπο Αριστων Επιλογών (Efficient Frontier). Αυτή η τάση υιοθέτησης «διανοητικών καλουπιών», μπορεί να εξηγηθεί από τον ελλιπή αυτοέλεγχο των επενδυτών. Όπως σημείωσαν οι Thaler και Shefrin (1981), οι επενδυτές υπόκεινται σε πειρασμούς και προσπαθούν να βρουν εκείνα τα εργαλεία που θα βελτιώσουν τον αυτοέλεγχό τους. Με το να διαχωρίζουν νοερά τις οικονομικές πηγές τους σε «κεφάλαιο για επένδυση» και «χρήματα για κατανάλωση», μπορούν καλύτερα να ελέγξουν την ροπή τους στην υπερκατανάλωση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

ΣΥΝΑΙΣΘΗΜΑΤΙΚΕΣ ΜΕΡΟΛΗΪΕΣ ΚΑΤΩ ΑΠΟ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ (EMOTIONAL BIASES UNDER UNCERTAINTY)

Η ανθρώπινη συμπεριφορά είναι πολύπλοκη και πολυσύνθετη. Οι άνθρωποι σε όλες τις εκφάνσεις της ζωής και ασφαλώς και στις επενδυτικές τους δραστηριότητες, δεν λειτουργούν πάντα ορθολογικά και σύμφωνα με τη θεωρία της χρησιμότητας. Αντίθετα, κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας, υποπίπτουν σε μεροληπτικά σφάλματα, τα οποία καταδεικνύουν τις ψυχολογικές τους διακυμάνσεις, το άγχος και τον πανικό που τους δημιουργεί η αβεβαιότητα και το άγνωστο. Ως εκ τούτου οδηγούνται σε λανθασμένες κινήσεις που σε τελική ανάλυση εναντιώνονται στο συμφέρον τους. Παρακάτω θα αναλύσουμε μερικά από τα σφάλματα αυτά τα οποία γίνονται υπό συνθήκες αβεβαιότητας και υποκινούνται από τα συναισθήματα των ανθρώπων, το φόβο, την απληστία αλλά και τη γενικότερη ψυχολογική τους σύγχυση.

ΥΠΕΡΒΟΛΙΚΗ ΑΥΤΟΠΕΠΟΙΘΗΣΗ(OVERCONFIDENCE)

Οι άνθρωποι συνήθως χαρακτηρίζονται από υπερβολική αυτοπεποίθηση. Οι ψυχολόγοι λένε ότι η υπερεμπιστοσύνη οδηγεί τους ανθρώπους σε υπερεκτίμηση των γνώσεων και ικανοτήτων τους και υποτίμηση των κινδύνων. Ας σκεφτούμε την παρακάτω ερώτηση: Πόσο καλός οδηγός είστε; Συγκρίνοντας τον εαυτό σας με τους άλλους οδηγούς, είστε στον μέσο όρο, πάνω ή κάτω από αυτόν; Αν το στοιχείο της υπερεμπιστοσύνης δεν παρεμβαλλόταν τότε το πιθανότερο θα ήταν το ένα τρίτο των ερωτηθέντων να απαντούσε ότι βρίσκεται στο μέσο, το ένα τρίτο ότι βρίσκεται πάνω από το μέσο όρο και το ένα τρίτο ότι βρίσκεται κάτω από το μέσο όρο. Στην πραγματικότητα όμως οι άνθρωποι χαρακτηρίζονται από υπερβολική αυτοπεποίθηση και γι'αυτό στην ερώτηση αυτή η συντριπτική πλειοψηφία απαντά ότι βρίσκεται πάνω από τον μέσο όρο.

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. Στον χώρο του Χρηματιστηρίου τώρα, οι άνθρωποι που επένδυσαν στη Αμερική στα τέλη της δεκαετίας του 1990 πιθανότατα απήλαυσαν μεγάλα κέρδη, λόγω της συνεχώς ανοδικής πορείας της χρηματιστηριακής αγοράς. Τα πρόβλημα αρχίζει όταν οι άνθρωποι συγχέουν μία τυχαία επιτυχία- είναι εύκολο να κερδίζεις σε μια συνεχώς ανοδική αγορά- με την ικανότητα να επιλέγεις τις σωστές επενδυτικές στρατηγικές. Οι ψυχολόγοι έχουν βρει ότι οι άνθρωποι αποκτούν υπερβολική αυτοπεποίθηση όταν γεύονται την επιτυχία νωρίς και όταν διαθέτουν μεγάλο όγκο πληροφοριών, οπότε κινδυνεύουν να πέσουν στην πλάνη της γνώσης και την ψευδαισθηση του ελέγχου. 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: α) Κάποιες πληροφορίες δεν μας βοηθούν στις προβλέψεις μας, αντιθέτως μας παραπλανούν β) Πολλοί άνθρωποι δεν έχουν την εκπαίδευση την πείρα και την ικανότητα να ερμηνεύσουν σωστά τις πληροφορίες και γ) Οι άνθρωποι να 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 τρεις φορές εμφανίστηκε ο αριθμός πέντε, 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 πέντε έχει μεγαλύτερες πιθανότητες εμφάνισης, ενώ άλλοι πιστεύουν ότι το πέντε 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. Παρόμοια στο παιχνίδι του χρηματιστηρίου, οι επενδυτές χρησιμοποιούν συχνά παρελθούσες αποδόσεις ως βασικό κριτήριο των μελλοντικών τους προβλέψεων. Αλλά και τις νέες ακόμα πληροφορίες οι επενδυτές τις ερμηνεύουν όχι αντικειμενικά, αλλά για να στηρίξουν τις προηγούμενες αποφάσεις τους. Έτσι, η ανακοίνωση μιας εταιρείας για μείωση κερδών μπορεί να οδηγήσει σε ετερογένεια απόψεων : άλλοι επενδυτές προβαίνουν σε πώληση των μετοχών της συγκεκριμένης εταιρείας(γιατί πιστεύουν ότι δεν έχει μελλοντικές προοπτικές) και άλλοι σε αγορά μετοχών (γιατί τη θεωρούν ως καλή επενδυτική ευκαιρία).

Η υπερεμπιστοσύνη είναι επιπλέον υπεύθυνη για τον μεγάλο όγκο συναλλαγών για τα υψηλά κόστη και τις χαμηλότερες αποδόσεις. Έρευνα από τον Brad Barber και τον Terrance Odean σε δείγμα 60.000 επενδυτών που διεξήχθη για 6 χρόνια έως το 1996, έδειξε ότι οι επενδυτές ρέπουν 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 υποεπίδοση της τάξης των 500 μονάδων. Ταυτόχρονα έχει παρατηρηθεί ότι οι άνθρωποι έχουν μεγαλύτερο βαθμό αυτοπεποίθησης όταν αρχίζουν να συναλλάσσονται , ενώ όσο μεγαλώνουν και αποκτούν μεγαλύτερη εμπειρία, γίνονται περισσότερο ρεαλιστές και η αυτοπεποίθησή τους μειώνεται. Επίσης πρέπει να σημειωθεί ότι οι άνθρωποι αποκτούν περισσότερη αυτοπεποίθηση όταν νιώθουν εξοικειωμένοι με το αντικείμενο με το οποίο διαπραγματεύονται καθώς επίσης όταν αναλαμβάνουν οι ίδιοι ενεργό δράση. Για παράδειγμα όταν ρίχνουν ένα ζάρι, νιώθουν ότι έχουν περισσότερες πιθανότητες επιτυχίας, αν στρίψουν οι ίδιοι το νόμισμα. Επίσης στο ίδιο παράδειγμα, είναι πρόθυμοι να στοιχηματίσουν περισσότερα χρήματα, πριν γίνει η ρίψη του νομίσματος παρά αν έχει ήδη γίνει και το αποτέλεσμα έχει κρατηθεί κρυφό. Ταυτόχρονα επιτυχίες στην αρχή δημιουργούν την ψευδαίσθηση του ελέγχου και τις ικανότητες πρόβλεψης(δύο σωστές αρχικές προβλέψεις στη ρίψη του νομίσματος οδηγούν στην ψευδαίσθηση ότι θα προβλεφθεί σωστά και η επόμενη ρίψη. Τέλος, αναφορικά με το γένος, έχει παρατηρηθεί ότι οι άνδρες έχουν πολύ μεγαλύτερη αυτοπεποίθηση απ' ότι οι γυναίκες σε ότι αφορά εργασίες που απαιτούν

μυϊκή δύναμη καθώς και στον τομέα των οικονομικών. Ως εκ τούτου οι άνδρες συναλλάσσονται συχνότερα από τις γυναίκες. Οι Brad Barber και Terrance Odean σε έρευνα που διεξήγαγαν σε 38.000 νοικοκυριά από το 1991 έως το 1997, 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%.

ΥΠΕΡΑΙΣΙΟΔΟΞΙΑ (OPTIMISM)

Άλλο ένα μεροληπτικό σφάλμα στο οποίο υποπίπτουν οι επενδυτές είναι η υπερβολική αισιοδοξία. Στα πλαίσια αυτού του σφάλματος οι άνθρωποι συχνά υπερεκτιμούν τις ικανότητές τους, την πιθανότητα το αποτέλεσμα των επιλογών τους να είναι θετικό και την ικανότητά τους να μπορούν να επηρεάσουν θετικά το μέλλον, υποεκτιμώντας τον παράγοντα τύχη καθώς και τους κινδύνους που ελλοχεύουν. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούν πρωτοετείς φοιτητές πανεπιστημίου οι οποίοι ερωτηθέντες για το πόσοι πιστεύουν ότι δεν θα περάσουν τα μαθήματα του πρώτου έτους σε μια εξεταστική, απάντησαν ότι θα αποτύχουν σε ποσοστό 10-15%, ενώ στη πραγματικότητα το ποσοστό αποτυχίας είναι πολύ μεγαλύτερο.

Άλλο παράδειγμα αποτελούν οι άνθρωποι νεαρής κυρίως ηλικίας οι οποίοι στερούνται αναπηρικής ασφαλιστικής κάλυψης. Ο O' Neill επισημαίνει ότι άτομα στην ηλικία των είκοσι έχουν περισσότερες πιθανότητες να αντιμετωπίσουν κάποια αναπηρία παρά το ενδεχόμενο του θανάτου. Γιατί όμως δεν το λαμβάνουν αυτό υπ' όψιν τους οι άνθρωποι νεαρής ηλικίας; Προφανώς λόγω υπερβολικής αισιοδοξίας. Στην πραγματικότητα οι άνθρωποι που ανήκουν ηλικιακά στην εφηβία και στα πρώτα χρόνια της δεκαετίας των είκοσι είναι οι πιο αισιόδοξοι και σύμφωνα με τον ψυχολόγο Neil Weinstein (1980) τα άτομα αυτά θεωρούν ότι είναι περισσότερο πιθανό να τους συμβούν θετικά γεγονότα παρά αρνητικά σε σχέση με τους συνομηλίκους τους. Το ίδιο φαινόμενο 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 σπουδαιών 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.

ΟΙΚΕΙΟΤΗΤΑ (FAMILIARITY)

Οι άνθρωποι έχουν την τάση να δείχνουν προτίμηση σε ό,τι τους είναι οικείο. Η οικειότητα δημιουργεί την αίσθηση της σιγουριάς, της άνεσης και της ασφάλειας. Για παράδειγμα, όταν είμαστε αντιμέτωποι με δύο επιλογές που εμπεριέχουν ρίσκο, εκ των οποίων για τη μια έχουμε κάποιες γνώσεις ενώ για την άλλη δεν γνωρίζουμε τίποτα, θα προτιμήσουμε αυτήν για την οποία έχουμε κάποιες γνώσεις. Επίσης, αν μας ζητηθεί να επιλέξουμε μεταξύ δυο τυχερών παιχνιδιών στα οποία οι πιθανότητες να κερδίσουμε είναι οι ίδιες, θα επιλέξουμε εκείνο το οποίο μας είναι πιο οικείο. Στην πραγματικότητα, μπορεί να επιλέξουμε το πιο οικείο παιχνίδι ακόμα και αν οι πιθανότητες να κερδίσουμε σε αυτό είναι μικρότερες. Απτή απόδειξη του μεροληπτικού αυτού σφάλματος είναι η τάση των εργαζομένων να επενδύουν τη σύνταξή τους σε μετοχές της εταιρείας στην οποία εργάζονται. Η σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου προτείνει στους εργαζομένους να διαφοροποιούν τα χαρτοφυλάκιά τους επιλέγοντας διαφοροποιημένες μετοχές και ομόλογα. Παρόλα αυτά οι άνθρωποι επιλέγουν να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους σε μετοχές της εταιρείας που εργάζονται, αντιμετωπίζοντας έτσι τους κινδύνους ενός μη διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου και κάνοντας μεγαλύτερη την εξάρτησή τους από εταιρεία (δεν εξαρτάται μόνο ο μισθός και η σύνταξη από την αυτήν, αλλά και ολόκληρο το κεφάλαιο των εργαζομένων).

Αν για παράδειγμα μια εταιρεία χρεοκοπήσει, οι άνθρωποι όχι μόνο θα χάσουν τις δουλειές τους, αλλά και πολλά από τα χρήματα της σύνταξής τους που ήταν επενδυμένα σε μετοχές της εταιρείας. Αλλά και στην περίπτωση που μια εταιρεία δεν χρεοκοπήσει αλλά παρουσιάσει μια δραματική πτώση στην αξία της μετοχής της, οι άνθρωποι που ετοιμάζονται να συνταξιοδοτηθούν, θα πάρουν πολύ μικρότερη σύνταξη. Πόσο συχνό όμως είναι οι εργαζόμενοι να επενδύουν τη σύνταξή τους σε μετοχές της εταιρείας στην οποία εργάζονται; Σε έρευνα που διεξήχθη στην

Αμερική για τις 246 μεγαλύτερες Αμερικάνικες εταιρείες, βρέθηκε ότι το 42% των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων ήταν επενδυμένα σε μετοχές των εταιρειών αυτών. Οι ίδιοι οι εργαζόμενοι παίρνουν την απόφαση αυτή γιατί τους αρέσει να επενδύουν σε κάτι που τους είναι οικείο. Εξάλλου, όταν είμαστε εξοικειωμένοι με κάτι συνήθως έχουμε καλύτερη γνώμη γι' αυτό και το θεωρούμε ανώτερο από τις άλλες δυνατές επιλογές. Όπως οι οπαδοί μιας ομάδας θεωρούν ότι η ομάδα τους έχει περισσότερες πιθανότητες να κερδίσει σε σχέση με αυτούς που δεν είναι οπαδοί, έτσι και οι επενδυτές πιστεύουν ότι οι οικείες τους επενδύσεις θα φέρουν υψηλότερες αποδόσεις και μικρότερο κίνδυνο. Για παράδειγμα οι Αμερικάνοι πιστεύουν ότι το χρηματιστήριο των ΗΠΑ θα έχει καλύτερες αποδόσεις από το Γερμανικό χρηματιστήριο. Οι Γερμανοί από την άλλη πλευρά πιστεύουν ακριβώς το αντίθετο. Κατά τον ίδιο τρόπο και οι εργαζόμενοι σε μια εταιρεία υπερεκτιμούν τις μετοχές της εταιρείας αυτής, τοποθετούν τα περισσότερα χρήματά τους εκεί, με αποτέλεσμα ένα μη καλά διαφοροποιημένο και επικίνδυνο χαρτοφυλάκιο. Μια άλλη εφαρμογή της επιθυμίας των ανθρώπων για ανακούφιση 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.

Το χρηματιστήριο των ΗΠΑ αντιπροσωπεύει το 47,8% της αξίας όλων των μετοχών διεθνώς. Τα χρηματιστήρια της Ιαπωνίας και του Ηνωμένου Βασιλείου αντιπροσωπεύουν το 26,5% και το 13,8% αντίστοιχα. Επομένως για να επιτύχουμε μια πλήρη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου θα πρέπει να τοποθετήσουμε το 47,8% του χαρτοφυλακίου μας σε μετοχές των ΗΠΑ, το 26,5% σε μετοχές της Ιαπωνίας και το 13,8% σε μετοχές του Ηνωμένου Βασιλείου. Αυτή είναι η πρόταση της σύγχρονης θεωρίας χαρτοφυλακίου, προκειμένου να επιτύχουμε τη διεθνή διαφοροποίηση και τα οφέλη της. Παρόλα αυτά οι επενδυτές δεν τοποθετούνται έτσι. Οι Αμερικάνοι επενδυτές επενδύουν το 93% των χαρτοφυλακίων τους σε μετοχές των ΗΠΑ (και όχι το 47,8% που προτείνει η σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου). 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. Αλλά ακόμα και όταν επενδύουμε κάποια χρήματα σε μετοχές του εξωτερικού, συνήθως επιλέγουμε μεγάλες εταιρείες με προϊόντα γνωστά σε όλον τον κόσμο με τις οποίες νιώθουμε πιο εξοικειωμένοι. Επίσης θα πρέπει να αναφέρουμε ότι οι επενδυτές εκτός από το ότι προτιμούν τις εγχώριες εταιρείες

δείχνουν ιδιαίτερη προτίμηση και στις τοπικές εταιρείες. Για παράδειγμα τα κεντρικά γραφεία της Coca-Cola είναι στην Ατλάντα, Γεωργία . Οι επενδυτές που ζουν στην Γεωργία έχουν το 16% της Coke και οι περισσότεροι από αυτούς τους επενδυτές ζουν στην Ατλάντα.

Από όλα τα παραπάνω γίνεται φανερό ότι οι άνθρωποι επιδιώκουν καταστάσεις που τους είναι γνώριμες. Το άγνωστο δημιουργεί φόβο και ανασφάλεια. Οι επενδυτές επιθυμούν σιγουριά και ανακούφιση και γι' αυτό άλλωστε δημιουργούν μηχανισμούς άμυνας με τους οποίους εξυψώνουν τον εαυτό τους, εκθειάζουν τις επιτυχίες τους ως αποτέλεσμα ικανότητας και καλύπτουν τις αποτυχίες τους ως αποτέλεσμα κακής τύχης. Δικαιολογούν τα λάθη τους και μειώνουν τις επιτυχίες των άλλων. Όλα αυτά είναι μέσα στα πλαίσια της επιθυμίας τους για ανακούφιση και προστασία. Συναφές μεροληπτικό 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.

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΚΛΗΡΟΔΟΤΗΜΑΤΟΣ (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 μεροληπτικά σφάλματα που συνδέονται με αυτήν την τάση των ανθρώπων είναι το αποτέλεσμα κληροδοτήματος.

Το αποτέλεσμα κληροδοτήματος αναφέρεται στην τάση των ανθρώπων να απαιτούν συχνά πολύ περισσότερα για την πώληση ενός προϊόντος από όσα θα ήταν διατεθειμένοι να πληρώσουν για να το αγοράσουν. Ας δούμε το παρακάτω παράδειγμα: Φανταστείτε έναν συλλέκτη κρασιών, ο οποίος αγοράζει διάφορα μπουκάλια με κρασί προς \$5 το ένα και τα βάζει σε ένα κελάρι. Μετά από δέκα χρόνια το κρασί πωλείται προς \$200 το μπουκάλι. Τι θα κάνει ο συλλέκτης κρασιών; Θα πουλήσει το κρασί για να αγοράσει με τα χρήματα αυτά περισσότερα μπουκάλια από ένα λιγότερο ακριβό κρασί; Θα κρατήσει τα μπουκάλια; Θα αγοράσει περισσότερο κρασί προς \$200 το μπουκάλι; Το αποτέλεσμα του κληροδοτήματος

προβλέπει ότι ο συλλέκτης κρασιών θα κρατήσει τα μπουκάλια γιατί αισθάνεται ότι το κρασί αξίζει περισσότερο από \$200 το μπουκάλι και όμως δεν είναι πρόθυμος να πληρώσει αυτήν την τιμή για να αγοράσει περισσότερο κρασί.

Τι όμως δημιουργεί το αποτέλεσμα κληροδοτήματος; Υπερεκτιμούμε πραγματικά την αξία των πραγμάτων που κατέχουμε ή ο αποχωρισμός τους είναι πολύ επώδυνος; Στο πείραμα που ακολουθεί, ζητήθηκε από κάποιους φοιτητές να ιεραρχήσουν την ελκυστικότητα έξι βραβείων. Στους μισούς φοιτητές δόθηκε ένα λιγότερο ελκυστικό δώρο, ένα στυλό. Στους υπόλοιπους μισούς δόθηκε η δυνατότητα επιλογής μεταξύ ενός στυλό και μιας σοκολάτας. Από αυτούς μόνο το 24% διάλεξαν το στυλό, γιατί η σοκολάτα είναι πιο ελκυστική. Αργότερα, στους φοιτητές που αρχικά είχε δοθεί το στυλό, δόθηκε η επιλογή, εφ' όσον το επιθυμούσαν να ανταλλάξουν το στυλό με τη σοκολάτα. Παρότι αυτοί οι φοιτητές θεωρούσαν τη σοκολάτα πιο ελκυστική από το στυλό, εντούτοις το 56% εξ αυτών διάλεξαν να κρατήσουν το στυλό. Γίνεται λοιπόν φανερό ότι δεν υπερεκτιμούμε την αξία των πραγμάτων που έχουμε, αλλά πονάμε πολύ να τα αποχωριστούμε. Το αποτέλεσμα κληροδοτήματος επηρεάζει ιδιαίτερα τις επενδυτικές μας επιλογές. Αυτό συμβαίνει γιατί έχουμε την τάση να κρατάμε επενδύσεις τις οποίες έχουμε και να μην διαφοροποιούμε το χαρτοφυλάκιό μας. Ας υποθέσουμε ότι έχουμε κληρονομήσει ένα μεγάλο ποσό και μπορούμε να το επενδύσουμε είτε σε μετοχές μεσαίου κινδύνου είτε σε μετοχές υψηλού κινδύνου είτε σε έντοκα γραμμάτια δημοσίου. Σε όσους ερωτήθηκαν, η ερώτηση ετέθη με πολλές παραλλαγές. Σε μία εκδοχή, η κληρονομιά είχε ήδη επενδυθεί σε μετοχές υψηλού κινδύνου, ενώ σε άλλες εκδοχές η κληρονομιά φερόταν ότι είχε επενδυθεί και στις άλλες μορφές επένδυσης. Το πώς αρχικά είχε επενδυθεί η κληρονομιά αποτελούσε σπουδαίο παράγοντα για την απόφαση των ανθρώπων στο τι θα κάνουν τα χρήματα. Όταν η κληρονομιά φερόταν ότι είχε επενδυθεί σε μετοχές υψηλού κινδύνου, οι άνθρωποι επέλεξαν να επενδύσουν στις ίδιες μετοχές. Όταν η κληρονομιά φερόταν ότι αρχικά είχε επενδυθεί σε έντοκα γραμμάτια δημοσίου, τότε οι άνθρωποι θεωρούσαν καλύτερη επένδυση τα Ε.Γ.Δ.

Ασφαλώς, τόσο οι αποδόσεις όσο και ο κίνδυνος ανάμεσα στα Ε.Γ.Δ και στις μετοχές υψηλού κινδύνου διαφέρουν πάρα πολύ. Φαίνεται όμως ότι οι άνθρωποι επηρεάζονται πιο πολύ από την κατάσταση που κληρονομούν, δηλαδή το ήδη διαμορφωμένο status quo, παρά από τους δικούς τους στόχους και επιδιώξεις. 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. Ας 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 και να μην κωλυσιεργούμε στις επενδυτικές μας αποφάσεις. Το σημαντικό είναι να πάρουμε την απόφαση της επένδυσης. Το ποια επιλογή είναι η καλύτερη δεν έχει τόση σημασία. Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι έχετε κληρονομήσει ένα μεγάλο χρηματικό ποσό και έχετε τις εξής δύο επιλογές: ή να επενδύσετε αμέσως τα χρήματά σας σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο με απόδοση 10% ή να περιμένετε να βρείτε μια επένδυση που θα σας αποδώσει 11%. Το μεροληπτικό σφάλμα του status quo θα σας κάνει να περιμένετε. Μπορεί να χρειαστείτε ένα χρόνο να βρείτε μια επένδυση με μεγαλύτερη απόδοση. Και αν τη βρείτε, θα σας πάρει πάνω από 10 χρόνια, μετά την καθυστέρηση, επενδύοντας στο 11% για να συγκεντρώσετε όσα θα σας έδινε η επένδυση του 10%. Η σωστή λοιπόν στρατηγική είναι να επενδύσετε πρώτα και μετά να σκεφτείτε τροποποιήσεις για να τελειοποιήσετε την επένδυση. Για να είμαστε βέβαιοι δίκαιοι, θα πρέπει να πούμε πως τα μεροληπτικά αυτά σφάλματα σε πολλές περιπτώσεις φάνηκαν σωτήρια. Για παράδειγμα, υπήρχαν άνθρωποι που παρέμειναν προσκολλημένοι στις εταιρείες της «παλιάς οικονομίας» και δεν ακολούθησαν το νέο ρεύμα του χρηματιστηρίου, σώζοντας έτσι τον εαυτό τους από πολλές χρηματιστηριακές φούσκες.

Η ΑΠΟΣΤΡΟΦΗ ΤΗΣ ΑΜΦΙΒΟΛΙΑΣ (AMBIGUITY AVERSION)

Ας υποθέσουμε ότι σας δίνεται η δυνατότητα να επιλέξετε ανάμεσα σε σίγουρο κέρδος \$1.000 και σε ένα στοίχημα που είτε κερδίζετε \$2.000 είτε 0\$. Σε έρευνα που έγινε σε φοιτητές, περίπου το 40% απάντησαν ότι δέχονταν το στοίχημα. Συναφές είναι και το κάτωθι παράδειγμα:

Σε φοιτητές δόθηκε μια τσάντα που περιείχε 100 μάρκες, εκ των οποίων οι 50 ήταν κόκκινες και οι 50 ήταν μαύρες. Τους ζητήθηκε να επιλέξουν μεταξύ σίγουρου κέρδους \$1.000 και ενός στοιχήματος που πληρώνει \$2.000 αν τραβήξουν τυχαία μια μαύρη μάρκα από την τσάντα, και \$0 αν τραβήξουν μια κόκκινη μάρκα από την τσάντα. Το 40% των φοιτητών και σε αυτήν την περίπτωση δέχονται το στοίχημα. Ας δούμε τώρα μια παραλλαγή αυτού του παραδείγματος: Φανταστείτε ότι η τσάντα

περιέχει 100 χρωματιστές μάρκες, κόκκινες και μαύρες, αλλά η αναλογία είναι άγνωστη. Οι πιο πολλοί άνθρωποι, που στην προηγούμενη περίπτωση δέχτηκαν το στοιχείο γνωρίζοντας ότι οι πιθανότητες ήταν μισές- μισές, τώρα που οι πιθανότητες είναι άγνωστες προτιμούν το σίγουρο κέρδος των \$1.000. Το φαινόμενο αυτό είναι γνωστό ως αποστροφή στην αμφιβολία. Οι άνθρωποι δηλαδή προτιμούν το γνώριμο από το άγνωστο.

Έρευνες έδειξαν ότι η αποστροφή της αμφιβολίας ενισχύεται όταν οι άνθρωποι νιώθουν την ικανότητα τους να εκτιμήσουν τις πιθανότητες, περιορισμένη. Αυτό γίνεται φανερό είτε από τη σύγκριση με άλλους ανθρώπους ικανότερους είτε με τους ίδιους του τους εαυτούς που σε άλλες καταστάσεις έχουν μεγαλύτερη ικανότητα και εμπειρία. Πάντως, η αποστροφή προς την αμφιβολία μπορεί να επηρεάσει τους επενδυτές σε τέτοιο βαθμό, ώστε να μην κάνουν τις σωστές κινήσεις, δηλαδή την επιλογή των μετοχών εκείνων που οδηγεί στη μεγιστοποίηση του κέρδους και την ελαχιστοποίηση του κινδύνου.

Η ΑΠΟΣΤΡΟΦΗ ΤΗΣ ΜΕΤΑΝΟΙΑΣ (REGRET AVERSION)

Η μετάνοια είναι ο πόνος που νιώθει κανείς όταν συνειδητοποιεί ότι θα μπορούσε να έχει ενεργήσει διαφορετικά και να έχει αποφύγει ζημιές ή να έχει αποκομίσει μεγαλύτερα κέρδη. Η μετάνοια είναι επάδυνο συναίσθημα και γι 'αυτό οι άνθρωποι αποφεύγουν πράξεις που τους προκαλούν μετάνοια και αναζητούν πράξεις που τους προκαλούν υπερηφάνεια. Ας δούμε ένα παράδειγμα: Φανταστείτε ότι παίζετε λόττο. Έστω ότι επιλέγετε τους ίδιους αριθμούς κάθε εβδομάδα εδώ και αρκετούς μήνες. Ασφαλώς, δεν έχετε κερδίσει. Αν κάποιος φίλος σας προτείνει να στοιχηματίσετε διαφορετικούς αριθμούς, δέχστε τη συμβουλή του; Όπως είναι φυσικό οι πιθανότητες νίκης και για τους παλιούς και για τους καινούριους αριθμούς είναι οι ίδιες. Στο παράδειγμα αυτό μπορεί να προκύψουν δύο πιθανά ήδη μετάνοιας. Αν επιλέξετε τα παλιά νούμερα και κερδίσουν τα καινούρια, θα νιώσετε μετάνοια για κάτι που δεν κάνατε. Αν πάλι επιλέξετε τα καινούρια νούμερα και κερδίσουν τα παλιά, θα νιώσετε μετάνοια για κάτι που κάνατε. 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 τόσους μήνες. 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. Ας δούμε τώρα ένα άλλο παράδειγμα: Έστω ότι ο George έχει ένα χαρτοφυλάκιο από μετοχές και επειδή προβλέπει πτώση του χρηματιστηρίου αποφασίζει να πουλήσει τις μετοχές και να αγοράσει πιστοποιητικά κατάθεσης. Ένας άλλος επενδυτής, ο Paul, προβαίνει στην ίδια κίνηση, ενεργώντας όμως όχι αυτοβούλως, αλλά μετά από παρότρυνση του οικονομικού του συμβούλου. Τελικά, το χρηματιστήριο ανεβαίνει, και έτσι και οι δύο επενδυτές χάνουν. Ποιος από τους δύο πιστεύετε ότι νιώθει τον μεγαλύτερο πόνο μετάνοιας; Η πλειοψηφία των ερωτηθέντων απαντά ότι ο George νιώθει τον μεγαλύτερο πόνο. Αυτό συμβαίνει γιατί ο George δεν έχει κανέναν άλλο να κατηγορήσει για τη λανθασμένη επιλογή, παρά μόνο τον εαυτό του. Αναλαμβάνει δηλαδή εκατό τοις εκατό την ευθύνη.

Αντίθετα ο Paul, μπορεί να κατηγορήσει τον επενδυτικό του σύμβουλο. Άλλωστε, η μετατόπιση αυτή της ευθύνης είναι και ένας από τους βασικούς λόγους που πληρώνονται οι σύμβουλοι. Αν μια επένδυση πάει καλά, τότε ο επενδυτής περηφανεύεται και αποδίδει την επιτυχία στην εφύια και στις ικανότητές του. Αν αντίθετα η επένδυση δεν τελεσφορήσει, τότε ο επενδυτής προστατεύει το εγώ του και μειώνει τον πόνο της μετάνοιας ρίχνοντας την ευθύνη στον επενδυτικό του σύμβουλο.

Φυσικά, η μετατόπιση της ευθύνης σε άλλον μειώνει τον πόνο της μετάνοιας, μόνο όταν αυτός ο άλλος είναι κάποιος ειδικός. Αν ο επενδυτής στηριχτεί στις συμβουλές κάποιου αδαή, τότε νιώθει εξίσου μεγάλο πόνο γιατί βασίστηκε στα λόγια κάποιου ο οποίος δεν είχε τις απαιτούμενες γνώσεις.

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΔΙΑΘΕΣΗΣ (DISPOSITION EFFECT)

Η αποφυγή της μετάνοιας και η αναζήτηση της υπερηφάνειας επηρεάζει την ανθρώπινη συμπεριφορά και ειδικότερα τις επενδυτικές αποφάσεις. Ας δούμε το παρακάτω παράδειγμα: Φανταστείτε ότι θέλετε να επενδύσετε σε μια συγκεκριμένη μετοχή. Επειδή όμως δεν έχετε μετρητά, πρέπει να πουλήσετε μια άλλη μετοχή που ήδη έχετε στην κατοχή σας. Έχετε δύο επιλογές: α) Ή να πουλήσετε την IBM, η οποία έχει κερδίσει 20% πάνω από την τιμή αγοράς, ή β) την Microsoft, η οποία έχει χάσει 20% από την τιμή αγοράς. Πουλώντας την IBM, κλείνετε τη θέση σας με κέρδος, επιβεβαιώνετε τη σωστή σας απόφαση και νιώθετε συναισθήματα υπερηφάνειας. Αντίθετα, πουλώντας τη Microsoft κλείνετε τη θέση σας με ζημιές, συνειδητοποιείτε ότι η επιλογή σας ήταν κακή και νιώθετε τον πόνο της μετάνοιας. Το αποτέλεσμα της διάθεσης προβλέπει ότι θα πουλήσετε την κερδοφόρα μετοχή για να αποφύγετε τον πόνο της μετάνοιας.

Είναι λοιπόν σύνηθες να πουλάμε κερδοφόρες μετοχές και να κρατάμε ζημιογόνες. Αυτό αποτελεί πρόβλημα, πρώτα απ' όλα λόγω της φορολογίας. Πουλώντας μια μετοχή με κέρδη, φορολογούμαστε περισσότερο. Αντίθετα πουλώντας μια μετοχή με ζημιές μειώνουμε το ποσοστό φορολόγησης και άρα και τις ζημιές μας. Αυτό ασφαλώς δεν σημαίνει ότι πρέπει να πουλάμε μια μετοχή αμέσως μόλις πέσει η τιμή της, γιατί οι διακυμάνσεις των τιμών είναι σύνηθες φαινόμενο. Αντίθετα, το φαινόμενο της διάθεσης αναφέρεται στην επιμονή μας να κρατάμε μετοχές που η τιμή τους κατεβαίνει για τους τελευταίους έξι ή εννέα μήνες, οπότε πραγματικά θα πρέπει να σκεφτούμε την πώλησή τους.

Το αποτέλεσμα της διάθεσης όπως προαναφέρθηκε προβλέπει ότι οι επενδυτές έχουν την τάση να πωλούν πολύ γρήγορα τις κερδοφόρες μετοχές και να κρατούν για μεγάλο διάστημα τις ζημιογόνες. Όταν η τιμή μιας μετοχής ανεβαίνει, συνειδητοποιούμε πολύ γρήγορα το κέρδος και σπεύδουμε να το κλειδώσουμε νιώθοντας υπερήφανοι για το επίτευγμά μας. Αντίθετα, όταν η τιμή πέφτει, περιμένουμε μήπως αργότερα ανακάμψει και αποφύγουμε τον πόνο της μετάνοιας.

Έρευνες από τον Terrance Odean έδειξαν ότι οι επενδυτές είναι 50% πιο πιθανό να πουλήσουν μια κερδοφόρα μετοχή από μια ζημιογόνα. Επίσης

διαπιστώθηκε ότι όταν ένας επενδυτής πουλάει μια 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. Όταν λέμε ότι πωλούν πολύ γρήγορα τις κερδοφόρες, εννοούμε ότι οι μετοχές αυτές θα συνέχιζαν να πηγαίνουν καλά αν δεν τις πουλούσαμε. Επίσης όταν λέμε ότι οι επενδυτές κρατούν για πολύ τις ζημιογόνες μετοχές, εννοούμε ότι οι μετοχές αυτές θα συνεχίσουν να μην αποδίδουν και δεν θα ανακάμψουν γρήγορα. Σε έρευνα του **Odean** διαπιστώθηκε ότι όταν ένας επενδυτής πούλησε μια μετοχή, τον επόμενο χρόνο η απόδοσή της ξεπέρασε την αγορά κατά 2,35%. Οι ζημιογόνες μετοχές που κράτησε, κατά τη διάρκεια του ίδιου χρόνου υπολείπονταν της αγοράς κατά 1,06%.

Γίνεται λοιπόν φανερό ότι η αποφυγή της μετάνοιας και η αναζήτηση της υπερηφάνειας εναντιώνεται στο συμφέρον μας κατά δύο τρόπους: α) πληρώνουμε περισσότερους φόρους λόγω της διάθεσής μας να πουλάμε κερδοφόρες και να κρατάμε ζημιογόνες μετοχές και β) Εισπράττουμε μικρότερη απόδοση στο χαρτοφυλάκιό μας πουλώντας πολύ γρήγορα τις μετοχές που φέρνουν κέρδη και κρατώντας για πολύ τις μετοχές που θα συνεχίζουν να υποαποδίδουν. Το αποτέλεσμα της διάθεσης σχετίζεται στενά με τα μέσα ενημέρωσης και τις νέες πληροφορίες. Σε έρευνα που έγινε για την επίδραση 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 κακή 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 το μεροληπτικό σφάλμα της αποφυγής της μετάνοιας και του αποτελέσματος της διάθεσης, πρέπει πρώτα να κατανοήσει τη μεροληψία του αυτή και να ακολουθήσει τα εξής βήματα: α) Να παίρνει αποφάσεις για πώληση μετοχών, πριν δεθεί συναισθηματικά με τις μετοχές αυτές και β) Να έχει πάντα στο μυαλό του το πρόβλημα της αποφυγής της μετάνοιας. Για παράδειγμα, όταν αγοράζετε μια μετοχή στην τιμή των \$100, πρέπει να αποφασίσετε σε ποια τιμή θα πουλήσετε τη μετοχή, αν η τιμή της πέσει. Μπορεί να αποφασίσετε να πουλήσετε στα \$90. Αυτό όμως δεν αρκεί. Πρέπει να δράσετε πριν η τιμή αρχίσει να πέφτει και δημιουργηθούν συναισθήματα μετάνοιας. Αυτό μπορείτε να το επιτύχετε δίνοντας εντολή “stop loss”. Μια εντολή stop loss στα \$90, θα έχει ως συνέπεια η μετοχή να πουληθεί αυτόματα, αν η τιμή πέσει στα \$90. Η εντολή δίνεται όταν η μετοχή είναι ακόμη στα \$100 και τα συναισθήματα μετάνοιας δεν έχουν ακόμη εμφανιστεί. Μια άλλη στρατηγική είναι να πουλήσετε τις μετοχές που έχουν ζημιές και να επωφεληθείτε των φορολογικών ελαφρύνσεων. Αυτό παρότι μπορείτε να το κάνετε κατά τη διάρκεια όλου του έτους, ίσως νιώθετε πιο βολικά να το κάνετε το Δεκέμβριο ο οποίος είναι πιο κοντά στο τέλος του έτους και έτσι το κίνητρο της μείωσης της φορολογίας είναι πιο ισχυρό από το αποτέλεσμα της διάθεσης. Τέλος, έχετε πάντα στο νου σας το σφάλμα της αποφυγής της μετάνοιας. Είναι συνηθισμένη η παρακάτω φράση από πολλούς: « πρέπει να αγαπάτε τις ζημιές και να μισείτε τα κέρδη». Αυτό που αρχικά φαίνεται παράλογο, στη συνέχεια αποδεικνύεται σοφό. «Αγαπάτε τις ζημιές», σημαίνει να πουλάτε γρήγορα τις ζημιογόνες μετοχές, ενώ «μισείτε τα κέρδη», σημαίνει να μην βιάζεστε να πουλήσετε τις κερδοφόρες μετοχές.

Η ΑΠΟΣΤΡΟΦΗ ΤΗΣ ΖΗΜΙΑΣ (LOSS AVERSION)

Οι άνθρωποι σε όλες τις δραστηριότητες της ζωής τους και ασφαλώς και στις επενδυτικές, δείχνουν ιδιαίτερη αποστροφή προς τις ζημιές. Η συνειδητοποίηση των ζημιών προκαλεί συναισθήματα πόνου, μετάνοιας και αμφισβήτησης του «εγώ». Σε έρευνα που έγινε, ένα μεγάλο δείγμα ανθρώπων ρωτήθηκε αν θα δεχόταν ένα στοίχημα όπου με το στρίψιμο ενός ζαριού, αν ερχόταν κορώνα θα κέρδιζαν \$200, ενώ αν ερχόταν γράμματα θα έχαναν \$100. Το 40% εξ αυτών αρνήθηκαν το στοίχημα παρότι το πιθανό κέρδος ήταν διπλάσιο από την πιθανή ζημιά. Γίνεται λοιπόν φανερό

ότι ο πόνος που προκαλεί η ζημιά είναι πολύ μεγαλύτερος από τη χαρά που προκαλεί ακόμα και ένα διπλάσιο κέρδος.

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

Διαλέξτε ανάμεσα σε:

1.A) Σίγουρο κέρδος \$7.500

1.B) Κέρδος \$10.000 με πιθανότητα 80% και κέρδος 0 με πιθανότητα 20%.

Διαλέξτε ανάμεσα σε:

2.α) Σίγουρη ζημιά \$7.500

2.β) Ζημιά \$10.000 με πιθανότητα 80% και ζημιά 0 με πιθανότητα 20%.

Η πλειοψηφία των ανθρώπων στην πρώτη ερώτηση προτιμούν το σίγουρο κέρδος των \$7.500 και αρνούνται να ρισκάρουν σε περιβάλλον κερδών. Αντίθετα, στη δεύτερη ερώτηση οι περισσότεροι άνθρωποι επιλέγουν 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.

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.

Η ΜΥΩΠΙΚΗ ΑΠΟΣΤΡΟΦΗ ΤΗΣ ΖΗΜΙΑΣ (MYOPIC LOSS AVERSION)

Η μυωπική αποστροφή της ζημιάς αναφέρεται στην τάση των ανθρώπων να δίνουν περισσότερη σημασία στη ζημιά από το κέρδος και παράλληλα να δίνουν μεγάλη έμφαση στα βραχυχρόνια κέρδη και ζημιές, ακόμα και εκείνοι που έχουν μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα. Ας δούμε ένα παράδειγμα, για να γίνει το θέμα πιο κατανοητό. Φανταστείτε ένα στοιχείο που το αποτέλεσμα του εξαρτάται από το στρίψιμο ενός δίκαιου νομίσματος. Αν το αποτέλεσμα είναι κορώνα, κερδίζετε \$2.000. Αν το αποτέλεσμα είναι γράμματα, χάνετε \$1.000. Αν είχατε την ευκαιρία να παίξετε αυτό το στοιχείο μόνο μια φορά, θα στοιχηματίζατε;

Η ζημιά των \$1.000 είναι επώδυνη, παρότι έχετε ίσες πιθανότητες να κερδίσετε \$2.000. Σε έρευνα που έγινε, λιγότερο από το 40% των ερωτηθέντων απάντησαν ότι θα δέχονταν το στοιχείο. Σίγουρα μεγάλο ρόλο παίζουν τα ποσά του στοιχήματος. Αν δώσουμε το ίδιο στοιχείο με μικρότερα ποσά, δηλαδή ζημιά \$100 και κέρδος \$200, τότε το 60% δέχεται το στοιχείο. Και πάλι όμως μένει ένα 40% που φοβάται να χάσει \$100.

Ας υποθέσουμε τώρα ότι σας δινόταν η ευκαιρία να παίξετε το στοιχείο αυτό δύο φορές κρατώντας τα ποσά στα \$100 και \$200. Θα γινόταν το στοιχείο περισσότερο ελκυστικό; Η απάντηση είναι ναι, αφού το 70% των ερωτηθέντων απάντησαν ότι θα δέχονταν το στοιχείο. Τέλος, τι θα γινόταν αν σας δινόταν η ευκαιρία να παίξετε αυτό το παιχνίδι εκατό φορές; Το ποσοστό των ανθρώπων που δέχτηκαν το στοιχείο αυξήθηκε σε 90%.

Γίνεται λοιπόν φανερό ότι η ανοχή των ανθρώπων ως προς τον κίνδυνο αυξάνεται, όσο αυξάνεται ο αριθμός των επαναλήψεων του στοιχήματος.

Οι Shlomo, Benartzi και Thaler (1995) υποστηρίζουν ότι οι άνθρωποι αντιδρούν έτσι λόγω της μυωπικής αποστροφής της ζημιάς. Όσοι απορρίπτουν το πρώτο στοιχείο, θεωρούν πολύ σημαντικότερη τη ζημιά των \$1.000 από το κέρδος των \$2.000.

Παρόμοια, όσοι δέχονται το ίδιο στοιχείο με μικρότερα ποσά, θεωρούν ότι η ζημιά των \$100 αντισταθμίζεται από το κέρδος των \$200. Οι άνθρωποι εκτιμούν το στοιχείο που παίζεται μια φορά ξεχωριστά από τις υπόλοιπες αποφάσεις τους, και καταγράφουν το πιθανό αποτέλεσμα για κάθε στοιχείο σε ξεχωριστούς νοητούς

λογαριασμούς. Παίζοντας όμως το στοίχημα πολλές φορές, οι άνθρωποι αισθάνονται ότι ο νόμος του μέσου όρου είναι με το μέρος τους. Τώρα χρειάζονται μόνο μια κορώνα σε έναν από τους δυο γύρους για να σημειώσουν κέρδος. Οι πιθανότητες της ζημιάς είναι ακόμα 25%. Όμως οι πιθανότητες να κερδίσουν ανέβηκαν από 1 σε 2 και από 3 σε 4. Φυσικά και το μέγεθος της ζημιάς- αν αυτό συμβεί- διπλασιάστηκε από \$100 σε \$200. Όμως και το μέγιστο κέρδος διπλασιάστηκε από \$200 σε \$400. Απ' όλα αυτά ανακύπτουν δύο θέματα: α) Όσοι αρνούνται να στοιχηματίσουν, μας λένε ότι αν και οι πιθανότητες είναι οι ίδιες, εντούτοις ο πόνος της απώλειας των \$100 είναι μεγαλύτερος από τη χαρά ακόμα και του διπλάσιου κέρδους. β) Όσοι απορρίπτουν το στοίχημα της μιας φορές και δέχονται το στοίχημα που επαναλαμβάνεται, δείχνουν μυωπική αποστροφή της ζημιάς. Δηλαδή απομονώνουν το κάθε στοίχημα που αντιμετωπίζουν και το εκτιμούν ξεχωριστά από τα υπόλοιπα. Το βάζουν σε ένα στενό πλαίσιο και αρνούνται να το δουν σαν έναν γύρο από τους πολλούς που έχει η ζωή. Η εκδοχή του στοιχήματος με τις δύο προσπάθειες, ανοίγει τους ορίζοντες των ανθρώπων και τους κάνει λιγότερο μυωπικούς, ενώ η εκδοχή με τις πολλαπλές προσπάθειες οδηγεί σε ακόμα μικρότερη αποστροφή των ζημιών ενός μόνο γύρου.

Ο Benartzi και ο Thaler υποστηρίζουν ότι πολλοί επενδυτές κρατούν εξαιρετικά συντηρητικά χαρτοφυλάκια. Αυτό συμβαίνει επειδή εστιάζονται 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. Εξετάζοντας την πορεία των μετοχών με βάση τους μήνες, από το 1926 η απόδοση των μετοχών είναι 62%, ενώ η μέση ζημιά είναι περίπου όση και το κέρδος. Αξιολογώντας όμως τις μετοχές ανά διαστήματα πέντε χρόνων, η απόδοσή τους ήταν 90%, ενώ οι ζημιές αντιστοιχούσαν μόνο στο 63% του μέσου κέρδους. Εξαιτίας λοιπόν της μυωπικής αποστροφής της ζημιάς, πολλοί επενδυτές επιλέγουν χαρτοφυλάκια με αξιόγραφα 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 από την υπερβολική αισιοδοξία που οδηγεί τους επενδυτές στην επιλογή χαρτοφυλακίων άκρως επιθετικών. Η μυωπική αποστροφή της ζημιάς αποτελεί την πιθανότερη εξήγηση για το λεγόμενο Equity premium puzzle.

EQUITY PREMIUM PUZZLE

Οι Shlomo Benartzi και Richard Thaler(1995) πιστεύουν ότι στο παρελθόν η αποστροφή της ζημιάς προκάλεσε την απομάκρυνση των επενδυτών από τις μετοχές. Γι' αυτό, οι αποδόσεις των μετοχών ήταν πολύ μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες αποδόσεις των ομολόγων. Ο οικονομολόγος Jeremy Siegal αποδεικνύει ότι για τις τελευταίες δύο δεκαετίες η πραγματική απόδοση των μετοχών ήταν 7% περισσότερο από την απόδοση των ομολόγων χωρίς κίνδυνο. Από θεωρητική άποψη, ένα ποσοστό της τάξης των 7% θεωρείται τεράστιο και η διαφορά αυτή καλείται equity premium puzzle (Mehra και Prescott 1985). Για να κατανοήσουμε το χαρακτήρα αυτού του παζλ, ας δούμε την παρακάτω ερώτηση που έχει σχέση με την ανοχή των επενδυτών ως προς τον κίνδυνο. Φανταστείτε ότι είστε ο μόνος από την οικογένεια που έχει εισόδημα, και ότι έχετε μια δουλειά που σας εξασφαλίζει τον επιούσιο για όλη σας τη ζωή. Ας υποθέσουμε ότι σας δίνεται η δυνατότητα να έχετε μια άλλη εξίσου καλή δουλειά, με πιθανότητες 50% να διπλασιάσετε το εισόδημά σας για μια ζωή, και 50% να χάσετε το εισόδημά σας. Δείξτε ποιο θα ήταν το ποσοστό χ που θα σας έκανε αδιάφορους μεταξύ του να κρατήσετε την παλιά σας δουλειά ή να επιλέξετε την καινούρια αντιμετωπίζοντας 50- 50 πιθανότητα να διπλασιάσετε τον μισθό σας ή να τον χάσετε με ποσοστό χ . Ο μέσος όρος απαντήσεων έδινε ποσοστό 23%. Όμως η απάντηση που δικαιολογεί το ιστορικό μέσο equity premium είναι γύρω στο 4%. Η διαφορά ανάμεσα στο 23% και στο 4% δεν είναι μικρή. Στην πραγματικότητα, η πρόθεση να ανεχθεί κανείς πτώση όχι μεγαλύτερη του 4% είναι πολύ ακραία σε σχέση με την απάντηση που έδωσαν οι άνθρωποι. Ο Shmuel Kandel και ο Robert Stambaugh (1991) υποστηρίζουν ότι οι άνθρωποι είναι λιγότερο ανεκτικοί στους κινδύνους των οποίων τα μεγέθη είναι μικρότερα από αυτό που περιγράφηκε στο ανωτέρω παράδειγμα. Ο Hersh Shefrin εντούτοις, υποστήριξε ακριβώς το αντίθετο, ότι δηλαδή οι άνθρωποι γίνονται περισσότερο ανεκτικοί στον κίνδυνο όταν τα μεγέθη είναι μικρότερα.

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.

ΑΥΤΟΕΛΕΓΧΟΣ (SELF-CONTROL)

Οι άνθρωποι σε όλη τη διάρκεια της ζωής τους, έρχονται συχνά αντιμέτωποι με το δίλημμα να επιλέξουν ανάμεσα σε αποφάσεις που κάνουν τη ζωή πιο ευχάριστη στο παρόν και αποφάσεις που θα κάνουν τη ζωή πιο ευχάριστη στο μέλλον. Η χρυσή τομή είναι να μπορέσει κανείς να ισορροπήσει ανάμεσα στις δύο αυτές επιλογές. Το πρόβλημα του αυτοελέγχου μπορεί να οριστεί ως η σύγκρουση μεταξύ των δύο αυτών εαυτών, δηλαδή του σχεδιαστή(planner) και αυτού που πράττει(doer). Ο σχεδιαστής αποτελεί τη λογική πλευρά του εαυτού μας, ο οποίος αποταμιεύει για μελλοντική κατανάλωση, δείχνει ισχυρή θέληση και εκπληρώνει όλα τα δυσάρεστα καθήκοντα του παρόντος. Αντίθετα αυτός που πράττει, αποτελεί τη συναισθηματική πλευρά του εαυτού μας ο οποίος επιθυμεί την κατανάλωση στο παρόν, κωλυσιεργεί στην εκπλήρωση ανεπιθύμητων καθηκόντων και λειτουργεί με βάση τις επιθυμίες του. Έχει παρατηρηθεί ότι οι άνθρωποι έχουν την τάση να αποταμιεύουν περισσότερο όταν τους δίνεται συγκεντρωτικά ένα μεγάλο ποσό (bonus), παρά από τον κανονικό μισθό τους. Φανταστείτε δύο ανθρώπους οι οποίοι κερδίζουν \$25.000 το χρόνο. Ο πρώτος πληρώνεται σε 12 ίσες μηνιαίες πληρωμές. Ο δεύτερος παίρνει τα \$20.000 σε 12 ίσες μηνιαίες πληρωμές και τα \$5.000 όλα μαζί σαν μπόνους. Οι άνθρωποι αυτοί θα έπρεπε να έχουν τις ίδιες αποταμιεύσεις αφού παίρνουν τον ίδιο μισθό. Παρόλα αυτά, αυτός που πήρε το μπόνους πιθανότατα θα αποταμιεύσει περισσότερα. Αυτός είναι πιθανότατα και ο λόγος που οι αποταμιεύσεις στην Ιαπωνία είναι μεγαλύτερες

από τις ΗΠΑ. Μεγαλύτερο ποσοστό του εισοδήματος δίνεται στην Ιαπωνία ως μπόνους στο τέλος του χρόνου. Είναι λοιπόν ευκολότερο να ζει κανείς με τον κανονικό του μισθό και να αποταμιεύει μεγάλα ποσά που παίρνει συνολικά. Ως συνέπεια της έλλειψης αυτοελέγχου, αναπτύχθηκαν τα συνταξιοδοτικά προγράμματα τα οποία βοηθούν τους ανθρώπους να αποταμιεύουν για το μέλλον. Αυτά τα προγράμματα προσφέρουν φορολογικές απαλλαγές και επιπρόσθετα οι μεγάλες ποινές που επιβάλλουν για πρόωγη ανάληψη χρημάτων, μας αποτρέπουν από τους πειρασμούς για παρούσα κατανάλωση και μας βοηθούν στην αποταμίευση χρημάτων. Στον τομέα των επενδύσεων τώρα, οι άνθρωποι συχνά παρασύρονται από τα συναισθήματά τους και χάνουν τον αυτοέλεγχο. Ο πόνος της μετάνοιας, η αποστροφή της ζημιάς κάνουν συχνά τους ανθρώπους να κρατούν μετοχές με απώλειες για μεγάλο χρονικό διάστημα και να πωλούν πολύ γρήγορα μετοχές με κέρδη. Επίσης οι άνθρωποι, παρασύρονται από τις on line πληροφορίες μέσω Internet ή από συμβούλους που προσπαθούν να εκμεταλλευτούν τις ανθρώπινες αδυναμίες και προβαίνουν σε κινήσεις βιαστικές και παράλογες. Οδηγούνται σε υπερβολική αγοροπωλησία μετοχών και μακροπρόθεσμα σημειώνουν απώλειες. Ένας τρόπος να ελέγξει κανείς τον εαυτό του είναι να συμβιβάσει τους δύο εαυτούς του (τον σχεδιαστή και αυτόν που πράττει) και να ανοίξει δύο λογαριασμούς. Ο ένας, που θα έχει το μεγάλο όγκο των χρημάτων, θα εξυπηρετεί μια μακροπρόθεσμη στρατηγική, ενώ ο άλλος θα χρησιμοποιείται κυρίως για την ευχαρίστηση του επενδυτή. Φυσικά θα μπορούσε κανείς να παίζει με ένα μικρό ποσό έχοντας έναν και μόνο λογαριασμό, αλλά αυτό θα απαιτούσε μεγάλο αυτοέλεγχο, προκειμένου να μην χρησιμοποιήσει μεγαλύτερο τμήμα του κεφαλαίου.

Επίσης οι άνθρωποι θα πρέπει να εμπιστεύονται μόνο συμβούλους τους οποίους γνωρίζουν καλά, και να ελέγχουν τις προτάσεις τους προσαρμόζοντας τις στις δικές τους ανάγκες. Ας δούμε τώρα τον αυτοέλεγχο σε σχέση με τη διανομή μερισμάτων. Γιατί οι άνθρωποι προτιμούν τις μετοχές που δίνουν μερίσματα, παρότι πολλές φορές μπορεί να είναι λιγότερο κερδοφόρες από άλλες που δεν δίνουν μερίσμα; Αυτό συμβαίνει γιατί οι άνθρωποι, κυρίως οι συνταξιούχοι, οι οποίοι χρηματοδοτούν τα έξοδα διαβίωσης από το δικό τους χαρτοφυλάκιο, ανησυχούν μήπως ξοδέψουν τα χρήματά τους πολύ γρήγορα. Φοβούνται την απώλεια του αυτοελέγχου, όπου η επιθυμία για άμεση ικανοποίηση των αναγκών τους, τους οδηγεί σε υπερβολικά έξοδα. Εφαρμόζουν την αρχή, «μην ακουμπήσεις το κεφάλαιο», για να μην υποκύψουν στους πειρασμούς. Τα μερίσματα αντίθετα, τα

θεωρούν ως εισόδημα και όχι ως κεφάλαιο. Έτσι, νιώθουν καλύτερα όταν επιλέγουν μετοχές με μεγάλες μερισματικές αποδόσεις, οι οποίες αφού δε θεωρούνται κεφάλαιο, προορίζονται προς κατανάλωση. Γίνεται δηλαδή φανερό ότι οι μετοχές με μερίσματα βοηθούν τους ανθρώπους στον αυτοέλεγχο, ώστε να μην κατασπαταλήσουν το κεφάλαιό τους προς ικανοποίηση των τρεχουσών αναγκών.

ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΑΠΟΜΟΝΩΣΗΣ (THE ISOLATION EFFECT)

Οι Kahneman και Tversky έδειξαν ότι οι άνθρωποι προκειμένου να αποφασίσουν μεταξύ δυο εναλλακτικών επιλογών, αφαιρούν τα κοινά σημεία των επιλογών αυτών και εστιάζουν στα στοιχεία εκείνα που τις διαφοροποιούν. Παρόλα αυτά υπάρχουν περιπτώσεις που η ίδια αυτή αρχή μπορεί να οδηγήσει σε ασυνέπεια στις προτιμήσεις. Ας δούμε το παρακάτω παράδειγμα: Φανταστείτε το παρακάτω παιχνίδι, το οποίο αποτελείται από δύο στάδια: Στο πρώτο στάδιο υπάρχει πιθανότητα 0,25 να προχωρήσεις στο δεύτερο στάδιο(0,75 πιθανότητα να τελειώσει το παιχνίδι χωρίς κέρδη). Αν φτάσεις στο δεύτερο στάδιο έχεις τη δυνατότητα να επιλέξεις ανάμεσα σε α) \$3.000 σίγουρου κέρδους και β) 69 κέρδους \$4.000 με πιθανότητα 0.8 Η επιλογή σου πρέπει να γίνει πριν αρχίσει το παιχνίδι, δηλαδή πριν γίνει γνωστό το αποτέλεσμα του πρώτου γύρου. Περίπου το 80% των ερωτηθέντων επέλεξαν το α, αγνοώντας τελείως το πρώτο στάδιο του παιχνιδιού και επιλέγοντας το σίγουρο κέρδος. Παρόλα αυτά, αν λάβουμε υπ' όψιν μας και το πρώτο στάδιο του παιχνιδιού, οι επιλογές α και β ισοδυναμούν με τις ακόλουθες: α) 0,25 πιθανότητα να κερδίσεις \$3.000 και β) $0,25 \cdot 0,80 = 0,20$ πιθανότητα να κερδίσεις \$4.000. Σε αυτές τις ισοδύναμες επιλογές η πλειοψηφία των ερωτηθέντων επιλέγει την απάντηση β. Το φαινόμενο αυτό ονομάζεται φαινόμενο απομόνωσης. Γίνεται δηλαδή φανερό ότι οι προτιμήσεις των ανθρώπων καθορίζονται από τον τρόπο που αυτοί αναλύουν τα ενδεχόμενα, τα αποσυνθέτουν και τα ξανασυνθέτουν καθώς και από τον τρόπο που απομονώνουν τα εξαρτημένα ενδεχόμενα από το συνολικό πρόβλημα. Οι διαφορετικοί τρόποι διάσπασης οδηγούν σε διαφορετικές προτιμήσεις.

ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΣΙΓΟΥΡΙΑΣ(CERTAINTY EFFECT) ΚΑΙ ΤΟ ΠΑΡΑΔΟΞΟ ΤΟΥ ALLAIS

Ο Γάλλος οικονομολόγος Maurice Allais(1950) ήταν ο πρώτος που αμφισβήτησε την παραδοσιακή θεωρία της αναμενόμενης χρησιμότητας του Neumann Morgenstern με μια σειρά συστηματικών αποδείξεων και οδήγησε στη δημιουργία γενικευμένων μοντέλων που περιγράφουν τη συμπεριφορά των ανθρώπων κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας.

Σύμφωνα με την παραδοσιακή θεωρία των Neumann Morgenstern, οι άνθρωποι επιλέγουν πάντα ό,τι 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 ονομάζεται φαινόμενο σιγουριάς και οδηγεί τους ανθρώπους πολλές φορές σε επιλογές που δεν έχουν τη μέγιστη αναμενόμενη χρησιμότητα. Ας παρακολουθήσουμε το κάτωθι παράδειγμα που χρησιμοποίησε ο Allais: Φανταστείτε ότι δυο πλούσια ξαδέρφια σας, σας δίνουν τη δυνατότητα να επιλέξετε ανάμεσα σε δύο Χριστουγεννιάτικα δώρα: 1. Ο ξάδερφος Snip σου προσφέρει τη δυνατότητα να επιλέξεις ανάμεσα σε:

α) \$1 εκατομμύριο μετρητά.

β) Ένα στοίχημα στο οποίο έχεις 10% πιθανότητα να κερδίσεις \$5 εκατομμύρια, 89% πιθανότητα να κερδίσεις \$1 εκατομμύριο και 1% πιθανότητα να μην κερδίσεις τίποτα.

2. Ο ξάδερφος Snap σου προσφέρει τη δυνατότητα να διαλέξεις ανάμεσα σε:

γ) Ένα στοίχημα στο οποίο έχεις 11% πιθανότητα να κερδίσεις \$1 εκατομμύριο.

δ) Ένα στοίχημα στο οποίο έχεις πιθανότητα 10% να κερδίσεις \$5 εκατομμύρια. Τι θα επιλέγατε; Οι περισσότεροι συμμετέχοντες στην πρώτη ερώτηση διάλεξαν το α, παρότι το β έχει την μεγαλύτερη αναμενόμενη χρησιμότητα: $u(a) < u(\beta)$ αφού $u(\$1.000.000 \cdot 1) < u(0,1 \cdot \$5.000.000 + 0,89 \cdot \$1.000.000 + 0,01 \cdot \$0) = \$1.390.000$. Δηλαδή οι άνθρωποι φαίνεται ότι προτιμούν το σίγουρο κέρδος.

Αντίθετα στο δεύτερο ερώτημα επιλέγουν το δ, επειδή πιστεύουν ότι δεν υπάρχει σπουδαία διαφορά ανάμεσα στην πιθανότητα 10% και την πιθανότητα 11%,

ενώ αντιθέτως υπάρχει τεράστια διαφορά ανάμεσα στο ποσό των \$1.000.000 και \$5.000.000. Επίσης, η επιλογή δ έχει και τη μεγαλύτερη αναμενόμενη χρησιμότητα: $u(0,1*\$5.000.000) > u(0,11*\$1.000.000)$, δηλαδή $u(\$500.000) > u(\$110.000)$.

Το παράδοξο που παρατηρείται εδώ είναι ότι σε όρους χρησιμότητας οι δύο επιλογές είναι αντιφατικές:

Η επιλογή α συνεπάγεται ότι:

$$u(\$1.000.000) > u(0,1*\$5.000.000 + 0,89*\$1.000.000 + 0,01*\$0) \Rightarrow \\ 0,11*u(\$1.000.000) > 0,1*u(\$5.000.000).$$

Αντίθετα, η επιλογή δ υπονοεί ακριβώς το αντίθετο:

$$0,11*u(\$1.000.000) < 0,1*u(\$5.000.000).$$

Γίνεται λοιπόν φανερό ότι οι άνθρωποι προτιμούν τα σίγουρα κέρδη αντί των πολύ πιθανών, παρότι μπορεί να εισπράττουν μικρότερη χρησιμότητα. Το φαινόμενο αυτό, λέγεται φαινόμενο της σιγουριάς και οδηγεί σε προτιμήσεις κλειδώματος σίγουρων κερδών και αποφυγής σίγουρων ζημιών, τακτική όμως που όμως δεν αποδίδει την μέγιστη χρησιμότητα. Ο Allais επίσης έδειξε ότι οι άνθρωποι όταν τα ενδεχόμενα αφορούν κέρδη δυνατόν να επιτευχθούν, αλλά πολύ απίθανο να συμβούν, οι περισσότεροι επιλέγουν τα υψηλότερα κέρδη και ας έχουν την πιο μικρή πιθανότητα.

ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΑΝΤΑΝΑΚΛΑΣΗΣ (REFLECTION EFFECT)

Σύμφωνα με το φαινόμενο αυτό, οι προτιμήσεις των ανθρώπων ανάμεσα σε θετικά ενδεχόμενα είναι αντανάκλαση των προτιμήσεων ανάμεσα στα αρνητικά ενδεχόμενα. Για παράδειγμα, αν κανείς επιλέγει \$3.000 σίγουρου κέρδους από κέρδος \$4.000 με πιθανότητα 80%, τότε είναι πολύ πιθανό να προτιμά να χάσει \$4.000 με πιθανότητα 80% από το να χάσει σίγουρα \$3.000. Το φαινόμενο αυτό ονομάστηκε από τον Kahnemann και Tversy, φαινόμενο αντανάκλασης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

ΔΙΑΝΟΗΤΙΚΑ ΛΑΘΗ (COGNITIVE BIASES)

Οι επενδυτές λαμβάνουν τις αποφάσεις τους μέσα σε ένα περιβάλλον εξαιρετικά πολύπλοκο και αβέβαιο. Μέσα σε αυτές τις συνθήκες όπου ο ντετερμινισμός αποτελεί πολυτέλεια ενώ τα στοχαστικά φαινόμενα κυριαρχούν, η ανθρώπινη κρίση πολλές φορές δεν λειτουργεί σωστά, και οι άνθρωποι παρασύρονται από αυταπάτες και διανοητικά σφάλματα. Ο ορθολογισμός και η αναλυτική σκέψη συχνά αντικαθίστανται από μεροληψίες και ψυχολογικούς περιορισμούς, που διαστρεβλώνουν την πραγματικότητα. Παρακάτω αναφέρονται οι πιο σημαντικές μεροληψίες στην κρίση των επενδυτών που οδηγούν σε σημαντικά επενδυτικά λάθη και μείωση της ευημερίας των επενδυτών.

ΣΤΕΡΝΗ ΓΝΩΣΗ (HINDSIGHT BIAS)

Το φαινόμενο της στερνής γνώσης αποτελεί ένα πολύ συνηθισμένο μεροληπτικό σφάλμα των επενδυτών, σύμφωνα με το οποίο οι εξελίξεις των οικονομικών γεγονότων και οι ενέργειες που έπρεπε να γίνουν από τους επενδυτές, όταν τα γεγονότα έχουν ήδη πραγματοποιηθεί μοιάζουν λογικές, ξεκάθαρες και προβλέψιμες. Ο Fischhoff διαπίστωσε ότι όταν ένα συμβάν έχει ήδη πραγματοποιηθεί, αυξάνει από εμάς την πρόβλεψη ότι θα μπορούσε να συμβεί. Επίσης, οι άνθρωποι δεν αντιλαμβάνονται ότι η γνώση ενός γεγονότος που έχει ήδη λάβει χώρα, έχει ήδη επηρεάσει τις αρχικές τους αντιλήψεις για το γεγονός αυτό. Η εκ των υστέρων γνώση κάνει τους ανθρώπους να μεγεθύνουν τις αρχικές εκτιμήσεις τους προς την κατεύθυνση του τελικού αποτελέσματος. Σε έρευνα που έγινε από τον Fischhoff, διαπιστώθηκε ότι οι άνθρωποι τείνουν να υπερεκτιμούν τις αρχικές τους γνώσεις και να ξεχνούν τα αρχικά τους λάθη. Σε ομάδα συμμετεχόντων στην έρευνα ζητήθηκε να απαντήσουν ερωτήσεις γενικών γνώσεων. Κατόπιν τους δόθηκαν οι σωστές απαντήσεις και τους ζητήθηκε να θυμηθούν τι είχαν απαντήσει. Διαπιστώθηκε ότι οι περισσότεροι, παρασυρμένοι από τις ήδη γνωστές απαντήσεις, ξέχασαν τα λάθη τους και υπερεκτίμησαν την ποιότητα των αρχικών τους γνώσεων.

Χαρακτηριστικά παραδείγματα του φαινομένου της στερνής γνώσης στον τομέα της οικονομίας και ειδικότερα στο χώρο του χρηματιστηρίου αποτελούν οι εκ των υστέρων αναλύσεις των ειδικών για την πορεία των μετοχών. Μετά το κλείσιμο δηλαδή του χρηματιστηρίου, και αφού τα γεγονότα είναι τετελεσμένα, οι ειδικοί εμφανίζονται με μεγάλη αυτοπεποίθηση να εξηγούν γιατί οι συγκεκριμένες εξελίξεις ήταν αναπόφευκτες και γιατί η αγορά συμπεριφέρθηκε κατ' αυτόν τον τρόπο. Οι απλουστευμένες αυτές ερμηνείες τους μπορεί να οδηγήσουν κάποιον στο λανθασμένο συμπέρασμα ότι τα οικονομικά γεγονότα είναι απλοϊκά και προβλέψιμα, κάτι το οποίο ασφαλώς δεν συμβαίνει στην πράξη, όπου ακόμη και σπουδαίοι οικονομικοί αναλυτές αδυνατούν να προβλέψουν τις κινήσεις της αγοράς. Το φαινόμενο της στερνής γνώσης είναι ιδιαίτερα επικίνδυνο γιατί δημιουργεί την ψευδαίσθηση ότι ο κόσμος είναι απλός, λογικός και προβλέψιμος. Επίσης επιλογές και οικονομικές στρατηγικές που αρχικά έμοιαζαν λογικές και καλά τεκμηριωμένες, όταν η έκβαση των γεγονότων δεν είναι η αναμενόμενη, φαντάζουν ως τεράστια και αδικαιολόγητα λάθη. Έτσι, χρηματιστές και σύμβουλοι επενδύσεων που προτείνουν την αγορά μιας μετοχής ή ενός χαρτοφυλακίου, η οποία τελικά πέσει και η πτώση της αυτή, λόγω της στερνής γνώσης, φαίνεται αναπόφευκτη, μοιάζουν στα μάτια των επενδυτών ως μη καλοί επαγγελματίες.

ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΤΙΚΟΤΗΤΑ (REPRESENTATIVENESS)

Ένα από τα βασικά σφάλματα τα οποία επηρεάζουν τις οικονομικές αποφάσεις είναι η λεγόμενη αντιπροσωπευτικότητα. Αναφέρεται στις κρίσεις των ανθρώπων που βασίζονται σε στερεότυπα. Το ανθρώπινο μυαλό κάνει την υπόθεση ότι τα πράγματα τα οποία έχουν ομοιότητες μεταξύ τους είναι σχεδόν τα ίδια. Αυτό συνήθως γίνεται προκειμένου ο άνθρωπος νους να επεξεργαστεί και να οργανώσει γρήγορα μεγάλο όγκο 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 Μαίρη είναι άνθρωπος φιλήσυχος, μελετηρός με ιδιαίτερο ενδιαφέρον σε κοινωνικά θέματα. Όταν ήταν στο Λύκειο της άρεσε η

Φιλολογία και οι σπουδές με θέμα το περιβάλλον. Βασιζόμενοι σε αυτές τις πληροφορίες, ποιο από τα κάτωθι ενδεχόμενα θεωρείτε πιο πιθανό;

A) Η Μαίρη είναι βιβλιοθηκάριος.

B) Η Μαίρη είναι βιβλιοθηκάριος και μέλος οικολογικής οργάνωσης.

Γ) Η Μαίρη εργάζεται στον τραπεζικό τομέα.

Ποια απάντηση θεωρείτε πιθανότερη; Πάνω από τους μισούς από τους ερωτηθέντες επέλεξαν την απάντηση Β. Αυτό συνέβη γιατί οι άνθρωποι θεώρησαν ότι το να είναι κανείς βιβλιοθηκάριος και μέλος οικολογικής οργάνωσης είναι αντιπροσωπευτικό του είδους της καριέρας που θα ακολουθούσε ένας φιλομαθής άνθρωπος με ενδιαφέρον στις κοινωνικές και περιβαλλοντικές επιστήμες. Παρόλα αυτά η ερώτηση ήταν ποια απάντηση είναι πιο πιθανή και όχι ποιο σενάριο θα έκανε τη Μαίρη πιο ευτυχισμένη.

Η απάντηση Α είναι ανώτερη από την απάντηση Β, γιατί περιέχει μέρος της δεύτερης και άρα είναι πιθανότερο να είναι αληθής. Τα ένα τέταρτο με ένα τρίτο των ερωτηθέντων συνήθως το καταλαβαίνει αυτό γι' αυτό προτιμά την απάντηση Α από την απάντηση Β. Παρόλα αυτά η καλύτερη απάντηση είναι η Γ. Υπάρχουν πολύ περισσότεροι άνθρωποι που απασχολούνται στις τράπεζες παρά στις βιβλιοθήκες. Στην πραγματικότητα, υπάρχουν τόσοι άνθρωποι που εργάζονται στον τραπεζικό τομέα που είναι πολύ πιθανότερο η Μαίρη να εργάζεται σε τράπεζα παρά σε βιβλιοθήκη. Επειδή όμως το να εργάζεται ως τραπεζικός υπάλληλος δεν είναι αντιπροσωπευτικό των συνειρμών που κάνει το μυαλό μας για να περιγράψει τη Μαίρη, πολύ λίγοι άνθρωποι επιλέγουν την απάντηση Γ.

Ας μελετήσουμε ένα άλλο παράδειγμα: Ας προσπαθήσουμε να προβλέψουμε τη βαθμολογία αποφοίτησης από το Πανεπιστήμιο κάποιων φοιτητών βασισμένοι στη βαθμό με τον οποίο αποφοίτησαν από το Λύκειο. Παραθέτουμε πραγματικά στοιχεία για φοιτητές του Πανεπιστημίου Santa Clara που μπήκαν στο πανεπιστήμιο το 1990, 1991 και 1992. Ο μέσος όρος του απολυτηρίου λυκείου για τους φοιτητές αυτούς ήταν 3,44. Ο μέσος όρος βαθμολογίας πτυχίου του πανεπιστημίου για τους ίδιους φοιτητές ήταν 3,08. Ας υποθέσουμε ότι σας ζητάνε να προβλέψετε το βαθμό πτυχίου για τρεις φοιτητές βασισμένοι μόνο στη βαθμολογία του Λυκείου. Οι τρεις βαθμοί πτυχίου ήταν 2.20, 3.00 και 3.80. Ποια θα ήταν η πρόβλεψή σας για το βαθμό πτυχίου αυτών των φοιτητών; Η ερώτηση αυτή απευθύνθηκε σε μεγάλο δείγμα ερωτηθέντων και η μέση πρόβλεψη ήταν 2.03, 2.77 και 3,46 αντίστοιχα ενώ τα πραγματικά αποτελέσματα ήταν 2.70, 2.93 και 3.30 αντίστοιχα. Παρατηρούμε ότι

τόσο στις υψηλές όσο και στις χαμηλές βαθμολογίες η πρόβλεψη απέχει πολύ από το μέσο όρο 3.08 Αυτό σημαίνει ότι τα δύο άκρα (υψηλές και χαμηλές βαθμολογίες λυκείου) δίνουν βαθμούς στο πανεπιστήμιο που είναι πολύ πιο κοντά στον μέσο όρο απ' ό τι οι προβλέψεις. Αυτό δείχνει ότι οι άνθρωποι δεν εκτιμούν σωστά το βαθμό στον οποίο υπάρχει επιστροφή στο μέσο όρο.

Η αντιπροσωπευτικότητα λοιπόν είναι η εμπιστοσύνη σε στερεότυπα. Το πιο απλό παράδειγμα βασισμένο σε αυτήν την αρχή είναι να προβλέψουμε ότι οι βαθμοί του πανεπιστημίου θα είναι ίδιοι με εκείνους του λυκείου. Ωστόσο, οι περισσότεροι δεν χρησιμοποιούν αυτόν τον τόσο απλοϊκό κανόνα. Βασίζουν όμως την πρόβλεψή τους στην αντιπροσωπευτικότητα του φοιτητή. Γι' αυτό ένας φοιτητής με καλούς βαθμούς λυκείου θεωρείται αντιπροσωπευτικό δείγμα ενός καλού φοιτητή. Ας παρατηρήσουμε επίσης πόσο σκληροί είναι οι άνθρωποι με τους φοιτητές που είχαν χαμηλούς βαθμούς στο λύκειο. Οι περισσότεροι άνθρωποι παραβλέπουν το γεγονός ότι η χαμηλή βαθμολογία μπορεί να οφείλεται σε κακές συγκυρίες ή ότι οι φοιτητές αυτοί μπορεί να τα πάνε καλύτερα στο πανεπιστήμιο. Γι' αυτό λοιπόν η αντιπροσωπευτικότητα μπορεί να μας οδηγήσει σε λάθος συμπεράσματα. Στο χώρο του χρηματιστηρίου τώρα, ο Werner De Bondt και ο Richard Thaler (1985,1987) έδειξαν ότι μετοχές που παρουσίαζαν μεγάλες απώλειες στο παρελθόν τα επόμενα τρία χρόνια τα πήγαν πολύ καλύτερα από μετοχές που στο παρελθόν σημείωσαν μεγάλα κέρδη. Ο De Bondt επίσης σημειώνει ότι οι αναλυτές επηρεάζονται στις προβλέψεις τους από την πρόσφατη επιτυχία και υπεραντιδρούν δείχνοντας πολύ μεγαλύτερη αισιοδοξία για τους πρόσφατα κερδισμένους παρά για τους πρόσφατα χαμένους. Όπως και στο παράδειγμα των φοιτητών, οι άνθρωποι δείχνουν πεσσιμιστές στις προβλέψεις τους για μετοχές που είχαν πτώση στο παρελθόν, ενώ στην πραγματικότητα οι αποδόσεις των πρόσφατα χαμένων μετοχών στη συνέχεια παρουσίασαν θεαματική άνοδο, καταδεικνύοντας έτσι τη μεροληπτική στάση των επενδυτών.

Ας εξετάσουμε τώρα προσεκτικότερα την επιστροφή στο μέσο. Παρότι οι οικονομικοί αναλυτές την γνωρίζουν εντούτοις αρκετές φορές δεν την εξηγούν σωστά. Συνήθως μετά από μακροχρόνια ανοδική πορεία στη χρηματιστηριακή αγορά, οι ειδικοί προβλέπουν πτώση των αποδόσεων κάτω από το μέσο όρο λόγω της επιστροφής στο μέσο, δηλαδή της τάσης των αγορών να επιστρέφουν στο μακροχρόνιο μέσο όρο τους. Η πρόβλεψη αυτή είναι ασφαλώς λανθασμένη. Η επιστροφή στο μέσο σημαίνει ότι οι μελλοντικές αποδόσεις θα είναι πιο κοντά στον

ιστορικό μέσο όρο και όχι κάτω από αυτόν. Η λανθασμένη αυτή πρόβλεψη πηγάζει από τη λεγόμενη πλάνη του χαρτοπαίχτη (gambler's fallacy). Αν για παράδειγμα ρίξουμε ένα νόμισμα πέντε φορές και το αποτέλεσμα είναι κορώνα, ποια είναι η πιθανότητα την έκτη φορά το αποτέλεσμα να είναι γράμματα; Αν το νόμισμα είναι δίκαιο, οι πιθανότητες είναι μισές-μισές. Παρόλα αυτά οι άνθρωποι πιστεύουν ότι το αποτέλεσμα θα πρέπει να είναι ίσες φορές κορώνα και ίσες φορές γράμματα. Γι' αυτό μετά τις πέντε κορώνες προβλέπουν λανθασμένα ότι η έκτη 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 χαρτοπαίχτη προκύπτει από την παρερμηνεία του νόμου των μέσων, ή αλλιώς του νόμου των μεγάλων αριθμών. Ο Tversky και ο Kahneman περιέγραψαν την πλάνη του χαρτοπαίχτη 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 χεριού (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 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. Έτσι και στο χώρο του χρηματιστηρίου οι επενδυτές δίνουν βαρύτητα στα πρόσφατα γεγονότα, υπερτιμώντας τις μετοχές οι οποίες πρόσφατα σημείωσαν άνοδο και υποτιμώντας τις μετοχές που πρόσφατα σημείωσαν πτώση. Αγνοούν έτσι την

επιστροφή στο μέσο, βλέπουν τάσεις εκεί που δεν υπάρχουν, τοποθετούνται λανθασμένα στην αγορά και συνεπώς χάνουν χρήματα. Άλλη μια έκφραση της αντιπροσωπευτικότητας είναι η παραμέληση της αρχικής υπόθεσης (base rate neglect), σύμφωνα με την οποία οι άνθρωποι δίνουν ιδιαίτερη βαρύτητα στη νέα πληροφορία αγνοώντας τη βασική υπόθεση. Το παράδειγμα που ακολουθεί είναι αποκαλυπτικό: Ένα ταξί είχε τη νύχτα ένα ατύχημα. Στην πόλη υπάρχουν μόνο δυο εταιρείες ταξί, εκ των οποίων η μία έχει μόνο μπλε ενώ η άλλη έχει μόνο πράσινα. Η επιπρόσθετη πληροφορία είναι ότι α) το 85% των ταξί στην πόλη είναι πράσινα και το 15% είναι μπλε. β) Ένας μάρτυρας υποστήριξε ότι το ταξί ήταν μπλε. Το δικαστήριο απεφάνθη ότι ο μάρτυρας αναγνωρίζει σωστά το χρώμα σε 80% των περιπτώσεων. Ποια είναι η πιθανότητα το ταξί αυτό να είναι μπλε και όχι πράσινο; Οι περισσότεροι εκ των ερωτηθέντων απάντησαν ότι η πιθανότητα είναι 80%. Οι άνθρωποι δηλαδή αγνόησαν τη βασική υπόθεση ότι μόνο το 15% των ταξί είναι μπλε. Η σωστή πιθανότητα το ταξί να είναι μπλε είναι:

$$0,15 \cdot 0,8 / (0,15 \cdot 0,8) + (0,85 \cdot 0,2) = 0,12 / 0,29 = 0,41.$$

Τα άτομα δηλαδή αγνοούν τη βασική υπόθεση που είναι το ποσοστό των ταξί που είναι πράσινα και μπλε και δίνουν μεγάλη έμφαση στη νέα πληροφορία που δίνεται από το μάρτυρα.

ΤΟ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΟ ΠΛΑΙΣΙΟ (NARROW FRAMING)

Η μεροληψία αυτή αναφέρεται στην τάση των ανθρώπων να επηρεάζονται από τον τρόπο που διατυπώνεται ένα πρόβλημα παρότι το περιεχόμενο παραμένει το ίδιο καθώς επίσης και από την τάση τους να εξετάζουν τις επενδυτικές τους επιλογές ως μεμονωμένες δημιουργώντας νοητούς λογαριασμούς και εστιάζοντας στις ενδιάμεσες μεταβολές του πλούτου και όχι στο 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 ή

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

2) Διάλεξε μεταξύ

Γ) Σίγουρη ζημιά \$7.500 ή

Δ) 75% πιθανότητα να χάσεις \$10.000 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 Παρότι τα \$10.000 είναι πολύ περισσότερα από τα \$2.400, 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 και 75% πιθανότητα να χάσεις \$7.600

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

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 οι άνθρωποι υιοθετούν επιλογές εξετάζοντας τις μεμονωμένα και όχι συνδυάζοντάς τις και βλέποντας τον τελικό πλούτο που τους αποφέρει, ενώ η σημασία της διατύπωσης ενός προβλήματος είναι τεράστια γιατί αλλάζει τις επενδυτικές επιλογές.

ΤΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΤΗΣ ΔΙΑΤΥΠΩΣΗΣ (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 παραπλανώνται 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.

ΝΟΗΤΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ (MENTAL ACCOUNTING)

Η νοητική λογιστική είναι ένα σύνολο γνωστικών διεργασιών, σύμφωνα με το οποίο ο ανθρώπινος νους προσπαθεί να οργανώσει και να αξιολογήσει τις οικονομικές του δραστηριότητες δημιουργώντας νοητούς λογαριασμούς και τοποθετώντας κάθε απόφαση σε έναν ξεχωριστό λογαριασμό. Ο κάθε νοητός λογαριασμός περιλαμβάνει τα κόστη και τα οφέλη που σχετίζονται με τη συγκεκριμένη απόφαση. Ας αναφέρουμε ένα παράδειγμα: Σε έρευνα που διεξήχθη διαπιστώθηκε ότι τα άτομα είναι λιγότερο πρόθυμα να αγοράσουν ένα θεατρικό εισιτήριο αν το έχουν χάσει προηγουμένως, παρά αν έχουν χάσει το ίδιο ποσό που κοστίζει το εισιτήριο. Αυτό συμβαίνει γιατί το κόστος για την αγορά του δεύτερου θεατρικού εισιτηρίου συμπεριλαμβάνεται στον ίδιο νοητό λογαριασμό που αφορά τη θεατρική έξοδο, ενώ η απώλεια του χρηματικού ποσού αφορά άλλο λογαριασμό.

Ας δούμε άλλο ένα παράδειγμα: Μια οικογένεια έχει αποταμιεύσει \$15.000 προκειμένου να αγοράσει μια εξοχική κατοικία. Ελπίζουν να την αγοράσουν σε πέντε χρόνια. Τα χρήματά τους τοκίζονται στην τράπεζα με επιτόκιο 10%. Αγόρασαν όμως και ένα καινούριο αυτοκίνητο αξίας \$11.000 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 \$11.000 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 εξοχικού θα ήταν σίγουρα κατά \$1.000 περισσότερα στο τέλος των τριών χρόνων. Η οικογένεια όμως κατατάσσει τα χρήματα για το εξοχικό 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. Οι άνθρωποι συνήθως χρησιμοποιούν νοητούς λογαριασμούς θέλοντας να κατατάξουν τα οφέλη και τα κόστη από μια αγορά στον ίδιο νοητό λογαριασμό. Συνήθως επιθυμούν την εξόφληση μιας οφειλής προερχόμενη από μια αγορά, ταυτόχρονα με την απόλαυση του οφέλους από την αγορά αυτή. Αυτό όμως δεν είναι πάντα εφικτό. Ας δούμε ένα παράδειγμα: Ας φανταστούμε ότι σε έξι μήνες από τώρα σχεδιάζετε να αγοράσετε ένα καινούριο πλυντήριο και ένα καινούριο στεγνωτήριο για το νέο σας σπίτι. Και τα δύο μηχανήματα μαζί θα κοστίσουν \$1.200. Έχετε δύο επιλογές για να πληρώσετε: α) Έξι μηνιαίες δόσεις των \$200 για έξι μήνες πριν παραλάβετε τις συσκευές και β) Έξι μηνιαίες πληρωμές των \$200 για έξι μήνες αφού παραλάβετε τις συσκευές. Ας σημειώσουμε ότι το συνολικό κόστος της αγοράς και στις δύο περιπτώσεις είναι το ίδιο. Το μόνο που αλλάζει είναι ο χρόνος πληρωμής. Από τους 91 ανθρώπους που ρωτήθηκαν το 84% απάντησε ότι ήθελε να πληρώσει αφού παραλάβει τις συσκευές. 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 δούμε τώρα ένα άλλο παράδειγμα το οποίο δεν είναι σύμφωνο με την παραδοσιακή οικονομική θεωρία:

Ας φανταστούμε ότι σχεδιάζετε μια εβδομάδα διακοπές στην Καραϊβική έξι μήνες από τώρα. Οι διακοπές θα κοστίσουν \$1.200. Έχετε δύο τρόπους πληρωμής: α) Έξι μηνιαίες πληρωμές των \$200 για έξι μήνες πριν από τις διακοπές και β) Έξι μηνιαίες πληρωμές των \$200 για έξι μήνες αφού επιστρέψετε από τις διακοπές. Παρατηρείστε ότι οι τρόποι πληρωμής είναι οι ίδιοι και τώρα όπως και στην προηγούμενη ερώτηση. Το μόνο που αλλάζει είναι το προϊόν της αγοράς. Η

ουσιαστική διαφορά είναι ότι τα οφέλη των διακοπών εξαντλούνται μέσα σε ένα 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 β λόγω του ότι έτσι έχουν τη δυνατότητα χρησιμοποίησης ενός άτοκου δανείου. Παρόλα αυτά όμως, οι άνθρωποι επιλέγουν το α γιατί πιστεύουν ότι οι προπληρωμένες διακοπές είναι πιο ευχάριστες, λόγω του ότι έχει πια περάσει ο πόνος της πληρωμής. Αν όμως η πληρωμή είναι να γίνει αργότερα, τότε μειώνεται η απόλαυση των διακοπών σκεπτόμενοι « πόσο μου κοστίζει αυτή η διασκέδαση;»

Σε ένα άλλο συναφές παράδειγμα που ακολουθεί, θα διαπιστώσουμε και πάλι την αδυναμία των ανθρώπων να δράσουν αμερόληπτα, σύμφωνα με την παραδοσιακή οικονομική θεωρία: Άνθρωποι που ρωτήθηκαν πώς θα ήθελαν να πληρωθούν για την εργασία τους τα σαββατοκύριακα για τους επόμενους έξι μήνες, πριν εργαστούν ή μετά το τέλος των έξι μηνών. Το μεγαλύτερο ποσοστό απάντησε ότι ήθελε να πληρωθεί μετά το πέρας της εργασίας, χάνοντας έτσι την ευκαιρία να μεγιστοποιήσει τον πλούτο του όντας πληρωμένος νωρίτερα και όχι αργότερα. Αυτό συμβαίνει γιατί οι άνθρωποι προτιμούν να ταιριάζουν τη διάρκεια των πληρωμών με τη διάρκεια των αγαθών. Συνεπώς, στη συγκεκριμένη περίπτωση δε θέλουν να δημιουργήσουν ένα μακροχρόνιο χρέος (έξι μήνες δουλειάς τα σαββατοκύριακα) για ένα βραχυχρόνιο όφελος (μισθός).

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 δούμε τα παρακάτω δύο σενάρια: Μια οικογένεια έχει εισιτήρια για έναν αγώνα μπάσκετ και περιμένει τον αγώνα με ανυπομονησία για πολύ καιρό. Τα εισιτήρια αξίζουν \$40. Την ημέρα του αγώνα έχει χιονοθύελλα και παρότι μπορούν ακόμα να πάνε στον αγώνα, η παγωνιά θα μειώσει την ευχαρίστηση της παρακολούθησης. Είναι πιο πιθανό η οικογένεια να πάει στον αγώνα αν αγόρασε τα εισιτήρια έναντι \$40 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 \$40 δεν επηρεάζει την παγωνιά 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.

Αυτό το παράδειγμα δείχνει ότι το μέγεθος του κόστους επηρεάζει τις αποφάσεις των ανθρώπων. Στο επόμενο παράδειγμα θα δείξουμε ότι και ο χρονικός ορίζοντας του κόστους επηρεάζει τις αποφάσεις μας:

Μια οικογένεια ανυπομονεί να πάει στον αγώνα μπάσκετ που διεξάγεται την επόμενη εβδομάδα. Την ημέρα του αγώνα υπάρχει χιονοθύελλα. Είναι πιθανότερο η οικογένεια να πάει στον αγώνα αν αγόρασε τα εισιτήρια αξίας \$40 ένα χρόνο πριν ή την προηγούμενη ημέρα; Και σε αυτό το σενάριο όπως και στο προηγούμενο το κόστος είναι \$40. Αυτό που αλλάζει είναι ο χρόνος. Η οικογένεια είναι πιθανότερο να πάει στον αγώνα αν αγόρασε τα εισιτήρια εσχθές 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 άνθρωποι θεωρούν την πώληση μιας μετοχής με ζημιές ως το κλείσιμο αυτού του νοητού λογαριασμού και την αγορά της καινούριας μετοχής ως το άνοιγμα ενός άλλου. Ο συνδυασμός των δύο λογαριασμών αυξάνει τον πλούτο μας, ενώ το κλείσιμο του πρώτου μας δημιουργεί πόνο. Τείνουμε να αγνοούμε την αλληλεπίδραση των δύο λογαριασμών και για να αποφύγουμε τον πόνο προτιμούμε να μην μεγιστοποιήσουμε τον πλούτο μας. Παρόμοια οι συνδυασμοί δύο επενδύσεων οδηγούν σε καλύτερη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου με αποτέλεσμα την μεγιστοποίηση του κέρδους και την ελαχιστοποίηση του κινδύνου. Ας θεωρήσουμε δύο μετοχές της εταιρείας Teckfitt και της εταιρείας Bankfitt οι οποίες παρουσιάζουν μεγάλες διακυμάνσεις στην τιμή και περίπου τις ίδιες αποδόσεις, αλλά

κινούνται αντίθετα: Όταν η Techfirm ανεβαίνει, η Bankfirm κατεβαίνει. Λόγω της αντίθετης κατεύθυνσης των μετοχών, αγοράζοντας και τις δύο μετοχές δημιουργούμε ένα χαρτοφυλάκιο με μειωμένο κίνδυνο, αφού το χαρτοφυλάκιο δοκιμάζει μικρότερες διακυμάνσεις αγοράζοντας δύο μετοχές παρά μόνο τη μία. Παρόλα αυτά δημιουργώντας ένα χαρτοφυλάκιο με μειωμένο κίνδυνο σημαίνει πως λαμβάνουμε υπ' όψιν μας τις αλληλεπιδράσεις των μετοχών μεταξύ τους. Δυστυχώς όμως οι άνθρωποι, αντιμετωπίζουν κάθε επένδυση σαν έναν ξεχωριστό νοητό λογαριασμό και τείνουν να αγνοούν την αλληλεπίδραση μεταξύ των νοητών αυτών λογαριασμών. Η απόφαση για την αγορά μιας νέας μετοχής αποτελεί άνοιγμα ενός καινούριου λογαριασμού και δεν περιλαμβάνει την κίνηση αυτής της μετοχής με άλλες μετοχές, γιατί απλώς οι νοητοί λογαριασμοί δεν αλληλεπιδρούν μεταξύ τους. 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 \$15 και τώρα σας δίνεται η ευκαιρία να στοιχηματίσετε \$4.50 με το στρίψιμο ενός νομίσματος. Θα βάζατε το στοίχημα; Το 77% από τους φοιτητές οικονομικών που ρωτήθηκαν απάντησαν ότι θα στοιχημάτιζαν. Μετά το κέρδος των \$15 οι περισσότεροι θέλουν να αναλάβουν τον κίνδυνο. Αντίθετα, όταν οι φοιτητές ρωτήθηκαν αν θα στοιχημάτιζαν, μη έχοντας κερδίσει πριν τα \$15, μόνο το 41% απάντησε ότι θα έβαζε το στοίχημα. Το φαινόμενο αυτό ονομάζεται house money effect και στο χώρο των επενδύσεων προβλέπει ότι είναι πιθανότερο να αγοράσουμε μετοχές υψηλού κινδύνου μετά το κλείσιμο μιας θέσης με κέρδη. Δηλαδή μετά την πώληση μετοχών με κέρδη, συνήθως αγοράζουμε μετοχές ακόμα πιο επικίνδυνες. 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. Μετά από ζημιές, οι άνθρωποι είναι λιγότερο πρόθυμοι να αναλάβουν τον κίνδυνο. Έρευνα έδειξε ότι φοιτητές που αρχικά έχασαν \$7.50 και μετά τους ζητήθηκε να στοιχηματίσουν \$2.25 με το στρίψιμο ενός ζαριού, το 60% αρνήθηκε το στοίχημα. Το φαινόμενο αυτό ονομάζεται snake-bit effect. Στο χώρο των επενδύσεων, 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 ξαναπαίξουν στο χρηματιστήριο. Αυτό είναι φυσικά αρνητικό, όμως σε μερικές περιπτώσεις μπορεί να λειτουργήσει και θετικά και να μας βοηθήσει να αποφύγουμε κακές επενδύσεις. Εντούτοις, οι άνθρωποι δεν αποφεύγουν πάντα τον κίνδυνο. Συχνά τον θεωρούν σαν ευκαιρία να αντισταθμίσουν τις ζημιές τους. Το φαινόμενο αυτό ονομάζεται breakeven effect. Στο προηγούμενο παράδειγμα με τους φοιτητές, η πλειοψηφία - αφού ήδη είχε χάσει κάποιο ποσό- δέχτηκε να στοιχηματίσει «όλα ή τίποτα» με το στρίψιμο ενός ζαριού. Στην πραγματικότητα η πλειοψηφία δέχτηκε αυτό το στοίχημα ακόμα και όταν τους είπαν ότι το ζάρι δεν ήταν δίκαιο. Οι φοιτητές δηλαδή δέχτηκαν να αναλάβουν τον κίνδυνο ακόμα και όταν ήξεραν ότι οι πιθανότητές τους να κερδίσουν ήταν κάτω από 50%. Γίνεται δηλαδή φανερό πως η ανάγκη για αντιστάθμιση των ζημιών είναι πολλές φορές μεγαλύτερη από το φόβο του κινδύνου.

ΤΟ ΑΓΚΥΡΟΒΟΛΗΜΑ (ANCHORING)

Το αγκυροβόλημα αναφέρεται στην τάση των ανθρώπων να μην αφήνουν τη σκέψη τους ελεύθερη και αμερόληπτη. Ξεκινούν από προηγούμενες εκτιμήσεις και δεδομένα, τα οποία λειτουργούν ως σημείο αναφοράς (άγκυρα) για την ανθρώπινη κρίση και δεν ενσωματώνουν σωστά τις νέα πληροφορίες που λαμβάνουν. Αγκυροβολούν στις αρχικές τους κρίσεις και ασφαλώς δεν μπορούν να κάνουν σωστές και ασφαλείς προβλέψεις για το μέλλον. Ας δούμε ένα παράδειγμα: Φανταστείτε 100 τσάντες οι οποίες περιέχουν 1.000 μάρκες. Εξ αυτών, 45 τσάντες περιέχουν 700 μαύρες και 300 κόκκινες μάρκες. Οι υπόλοιπες 55 τσάντες περιέχουν 300 μαύρες και 700 κόκκινες μάρκες. Το περιεχόμενο των τσαντών δεν σας είναι γνωστό. Επιλέγεται στην τύχη κάποια τσάντα, και σας τίθενται τα κάτωθι δύο ερωτήματα για την τσάντα αυτή:

A) Ποια θεωρείται ότι είναι η πιθανότητα η τυχαία αυτή επιλεγμένη τσάντα να περιέχει στην πλειοψηφία μαύρες μάρκες;

B) Φανταστείτε ότι τραβάμε τυχαία 12 μάρκες από την επιλεγμένη τσάντα και το αποτέλεσμα είναι 8 μαύρες μάρκες και 4 κόκκινες. Θα σας επηρέαζε αυτή η νέα πληροφορία και ποια θα ήταν τώρα η εκτίμησή σας για την πιθανότητα το

περιεχόμενο της τσάντας να αποτελείται στην πλειοψηφία του από μαύρες μάρκες; Το πρόβλημα είναι ανάλογο με αυτά που αντιμετωπίζουν οι οικονομικοί αναλυτές. Η τσάντα είναι σαν μια εταιρεία που στο μέλλον μπορεί να έχει σημαντικά κέρδη (μαύρες μάρκες) ή χαμηλή απόδοση (κόκκινες μάρκες). Οι άνθρωποι και οι αναλυτές ξεκινούν με τις πληροφορίες που επιβεβαιώνουν την αρχική τους εκτίμηση. Ως εκ τούτου στην πρώτη ερώτηση η πιο συνηθισμένη απάντηση είναι το ποσοστό 45%. Δηλαδή η τσάντα είναι πιο πιθανό να έχει κόκκινες μάρκες παρά μαύρες. Κατ' επέκταση η εταιρεία είναι πιο πιθανό να παρουσιάσει στο μέλλον χαμηλή απόδοση παρά σημαντικά κέρδη. Η δεύτερη ερώτηση τώρα είναι πολύ πιο δύσκολη από την πρώτη. Το γεγονός ότι τραβήχτηκαν από την τσάντα 8 μαύρες και 4 κόκκινες μάρκες μοιάζει με την ανακοίνωση μιας εταιρείας για κέρδη. Πώς όμως αντιδρά κανείς σε μια ανακοίνωση κερδών από μια εταιρεία που μέχρι τώρα δεν εμπιστευόμαστε;

Οι πιο συνηθισμένες απαντήσεις στην ερώτηση αυτή είναι 45% και 67%. Το 45% σχετίζεται άμεσα με τον αριθμό των τσαντών (45) που περιέχουν πιο πολλές μαύρες μάρκες και το 67% σχετίζεται με το γεγονός ότι τραβήχτηκαν από την τσάντα 8 μαύρες και 4 κόκκινες μάρκες. Οι άνθρωποι που απάντησαν 45% φαίνεται ότι δεν ξέρουν πώς να ενσωματώσουν τη νέα πληροφορία. Γι' αυτό μένουν αγκυροβολημένοι στην αρχική τους εκτίμηση. Μετά την θετική ανακοίνωση για κέρδη, υποαντιδρούν. Οι άνθρωποι που απάντησαν 67% δίνουν ιδιαίτερη βαρύτητα στο γεγονός ότι τα 2/3 από τις μάρκες που τραβήχτηκαν ήταν μαύρες και αγνοούν την προηγούμενη πληροφορία. Η σωστή απάντηση στην δεύτερη ερώτηση είναι 96,04%. Περίπου 55% των ερωτηθέντων απάντησαν ή 45% ή 67%. Οι υπόλοιποι έδωσαν διάφορες άλλες απαντήσεις. Σχεδόν όλοι είναι κάτω από το 96% και οπωσδήποτε κάτω από το 75%. Με άλλα λόγια οι περισσότεροι άνθρωποι αντιδρούν συντηρητικά στη νέα πληροφορία. Γι' αυτό λοιπόν οι οικονομικοί αναλυτές δεν αναθεωρούν τις αρχικές τους εκτιμήσεις όταν λαμβάνουν μια νέα πληροφορία. Συνεπώς, εκπλήξεις για θετικά αποτελέσματα διαδέχονται άλλες θετικές εκπλήξεις και αρνητικές εκπλήξεις ακολουθούνται από περισσότερες αρνητικές εκπλήξεις. Επίσης επενδυτές που έχουν ζήσει χρηματιστηριακές κρίσεις, χρησιμοποιούν την εμπειρία τους αυτή ως άγκυρα και είναι επιφυλακτικοί ως προς τις θετικές νέες πληροφορίες, πιστεύοντας ότι είναι πιθανόν η κρίση αυτή να συμβεί και στο μέλλον.

ΕΠΙΠΕΔΑ ΑΝΑΦΟΡΑΣ (REFERENCE LEVELS)

Σύνηθες φαινόμενο στην καθημερινή μας ζωή αποτελεί να μας ενδιαφέρει περισσότερο πώς μια κατάσταση διαφέρει από ένα επίπεδο αναφοράς, παρά το ίδιο το απόλυτο επίπεδο της κατάστασης αυτής. Για παράδειγμα, την ίδια θερμοκρασία, άνθρωποι που ζουν στις βόρειες χώρες και έχουν συνηθίσει στο κρύο μπορεί να την εκλαμβάνουν ως θερμή, ενώ άνθρωποι που ζουν κοντά στον Ισημερινό και έχουν ως σημείο αναφοράς τις υψηλές θερμοκρασίες τη θεωρούν ως ψυχρή. Στο επίπεδο των επενδύσεων τώρα, η ευχαρίστηση που προκύπτει από την αποκόμιση κερδών και αντίθετα ο πόνος που συνεπάγεται η απώλεια χρημάτων αποτελούν τα πιο σημαντικά κίνητρα της ανθρώπινης συμπεριφοράς. Παρόλα αυτά, είναι ίσως δύσκολο κάποιες φορές να αποφασίσουμε αν κάποιες επενδύσεις μας δίνουν κέρδος ή ζημιά. Για παράδειγμα, μπορεί κάποιος να αγοράσει μια μετοχή στην τιμή των \$50 και στο τέλος του χρόνου η μετοχή να διαπραγματεύεται στην τιμή των \$100. Κάνοντας τον απολογισμό του στο τέλος του χρόνου, διαπιστώνει ένα κέρδος της τάξης των \$50. Έξι μήνες αργότερα ο επενδυτής αυτός πουλάει τη μετοχή στην τιμή των \$75, σημειώνοντας κέρδος \$25. Παρόλα αυτά, το κέρδος του είναι κατά \$25 λιγότερο από το αν πούλαγε τη μετοχή στο τέλος του χρόνου. Το καθαρό του κέρδος παραμένει \$25, αλλά νιώθει ότι έχει κερδίσει ή ότι έχει χάσει χρήματα;

Όλα εξαρτώνται από το επίπεδο αναφοράς. Επίπεδο αναφοράς ονομάζουμε την τιμή της μετοχής που συγκρίνεται με την τρέχουσα τιμή. Η τρέχουσα τιμή είναι \$75, αλλά η τιμή αναφοράς είναι η τιμή αγοράς (\$50) ή η τιμή στο τέλος του χρόνου (\$100); Η επιλογή του επιπέδου αναφοράς καθορίζει το αν θα νιώσουμε ευχαρίστηση από την αποκόμιση κερδών ή πόνος από την ύπαρξη ζημιών. Έρευνες έχουν δείξει ότι οι επενδυτές θεωρούν ως σημείο αναφοράς την τιμή αγοράς μιας μετοχής. Παρόλα αυτά οι επενδυτές παρακολουθούν και καταγράφουν την επίδοσή των επενδύσεών τους μέσα στο χρόνο. Αν η αγορά έγινε πριν από μεγάλο χρονικό διάστημα, οι επενδυτές χρησιμοποιούν μια πιο πρόσφατη τιμή ως σημείο αναφοράς. Ένα πιθανό τέτοιο σημείο αναφοράς είναι ο μέσος όρος των τιμών της περυσινής χρονιάς. Πάντως το πιο συνηθισμένο σημείο αναφοράς που χρησιμοποιείται είναι η υψηλότερη τιμή της προηγούμενης χρονιάς.

Επιστρέφοντας τώρα στο προηγούμενο παράδειγμα, ο επενδυτής μας μπορεί να νιώθει ότι έχασε χρήματα γιατί θεωρεί ως σημείο αναφοράς την τιμή των \$100 που σημειώθηκε στο τέλος του χρόνου. Αν λοιπόν αισθάνεται έτσι, πιθανόν να μην πουλήσει στην τιμή των \$75 για να αποφύγει τον πόνο της μετάνοιας. Μπορεί να περιμένει να ανεβεί περισσότερο η μετοχή για να αντισταθμίσει τη ζημιά. Γίνεται λοιπόν φανερό ότι το σημείο αναφοράς καθορίζει αν μια θέση κλείνει με κέρδος ή ζημιά. Ασφαλώς μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε πολλά σημεία αναφοράς.

Τέτοια σημεία αναφοράς μπορεί να είναι ο Γενικός Δείκτης του χρηματιστηρίου, η απόδοσή μας την προηγούμενη χρονιά ή η σύγκρισή μας με άλλους (συνεργάτες, γείτονες, συγγενείς κ.λ.π.).

ΜΕΙΟΥΜΕΝΗ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑ (DIMINISHING SENSITIVITY)

Σχετικό με το φαινόμενο των επιπέδων αναφοράς είναι και το φαινόμενο της μειούμενης ευαισθησίας. Σύμφωνα με το φαινόμενο αυτό τα αποτελέσματα αλλαγών που βρίσκονται πιο κοντά στα επίπεδα αναφοράς που έχουμε ορίσει είναι πιο αισθητά από αυτά που προκαλούν αλλαγές σε απομακρυσμένα επίπεδα. Για παράδειγμα, αντιλαμβανόμαστε ευκολότερα μια αλλαγή θερμοκρασίας από τους 6 στους 9 βαθμούς, παρά μια μεταβολή από τους 24 στους 27. Επίσης μια μεταβολή από 0% σε 1% σε κάποια επένδυσή μας είναι πιο έντονη από μια μεταβολή από 30% σε 31%, όταν έχουμε ορίσει ως επίπεδο αναφοράς το 0.

ΜΗ ΓΡΑΜΜΙΚΟ ΖΥΓΙΣΜΑ ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΩΝ (NON- LINEAR WEIGHTING OF PROBABILITIES)

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 1%, θα πρέπει ζυγίζεται δέκα φορές περισσότερο από ένα ενδεχόμενο που έχει πιθανότητα 0,1%. 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 από ένα σίγουρο κέρδος των \$10. Επίσης, οι περισσότεροι άνθρωποι που έχουν 99% πιθανότητα να κερδίσουν \$1.000 θα είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν πολύ περισσότερα από \$10 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.

ΔΙΑΝΟΗΤΙΚΗ ΔΙΑΦΩΝΙΑ(COGNITIVE DISSONANCE)

Έρευνες από ψυχολόγους έχουν δείξει ότι οι άνθρωποι θεωρούν τους εαυτούς τους ως έξυπνους και ικανούς. Κάθε στοιχείο το οποίο εναντιώνεται σε αυτήν την εικόνα κρίνεται ως απορριπτέο, γιατί ο ανθρώπινος νους δεν αποδέχεται μια εικόνα χαμηλής αυτοεκτίμησης. Οι ψυχολόγοι ονομάζουν αυτό το συναίσθημα διανοητική διαφωνία.

Προκειμένου λοιπόν οι άνθρωποι να μειώσουν τον πόνο που προέρχεται από τη διαπίστωση λανθασμένων επιλογών, αγνοούν ή υποβαθμίζουν νέες πληροφορίες που έρχονται σε αντίθεση με τη θετική εικόνα του εαυτού τους. Το μεροληπτικό αυτό σφάλμα που σχετίζεται στενά με την διατηρησιμότητα των πεποιθήσεων και την επιβεβαιωτική μεροληψία (belief perseverance & confirmatory bias), 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. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι αυτοί που στοιχηματίζουν στον ιππόδρομο. Πριν στοιχηματίσουν

νώθουν 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. 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 ειλημμένη 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. Οι περισσότεροι λοιπόν άνθρωποι αποζητούν να μειώσουν τον ψυχολογικό πόνο προσαρμόζοντας τα πιστεύω τους για την επιτυχία των παρελθουσών επενδυτικών τους επιλογών. Για παράδειγμα αγοράζοντας ένα αμοιβαίο κεφάλαιο, με το πέρασμα του χρόνου τα γεγονότα και οι νέες πληροφορίες ή θα επαληθεύσουν την επιλογή μας ή θα τη θέσουν υπό αμφισβήτηση. Για να μειώσουμε τη διανοητική διαφωνία, επικεντρωνόμαστε στη θετική πληροφορία και υποβαθμίζουμε την αρνητική. Η μνήμη μας γίνεται επιλεκτική και γι' αυτό η μνήμη μας για τις παρελθούσες αποδόσεις δίνει αποτελέσματα υψηλότερα από τις πραγματικές αποδόσεις. Σε έρευνα που διεξήχθη, δύο γκρουπ ρωτήθηκαν τις εξής δύο ερωτήσεις για τις περυσινές αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων τους, για να διαπιστωθεί πόσο κοντά είναι η μνήμη του επενδυτή με τις πραγματικές αποδόσεις.: α) Ποια ήταν η περυσινή σας απόδοση; β) Κατά πόσο ξεπεράσατε το Γενικό Δείκτη; Οι περισσότεροι άνθρωποι δεν θυμούνται την περυσινή απόδοση. Εντούτοις, αν δεν ήταν επηρεασμένοι από τη διανοητική διαφωνία, κάποιοι θα έλεγαν ότι είχαν απόδοση μεγαλύτερη από την πραγματική και κάποιοι ότι είχαν απόδοση μικρότερη από την πραγματική. Ο μέσος όρος των απαντήσεων θα πρέπει να πλησίαζε την πραγματική απόδοση. Παρόλα αυτά οι επενδυτές στην πλειοψηφία τους θεωρούσαν ότι τα πήγαν πολύ καλύτερα απ' ότι πραγματικά συνέβη. Το πρώτο γκρουπ αποτελείται από αρχιτέκτονες οι οποίοι έχουν μεν υψηλό μορφωτικό επίπεδο, αλλά οι γνώσεις τους για επενδύσεις είναι πολύ λίγες. Οι αρχιτέκτονες λοιπόν υπερτίμησαν τις περυσινές τους αποδόσεις κατά ποσοστό 6,22% από ότι πραγματικά συνέβη. Σε

ότι αφορά το δεύτερο ερώτημα, η ομάδα αυτή θεώρησε ότι ξεπέρασε το Γενικό Δείκτη κατά ποσοστό 4,62%.

Το δεύτερο γκρουπ αποτελείται από επενδυτές οι οποίοι ήταν μέλη της Αμερικανικής Οργάνωσης ΑΑΠ (American Association of Individual Investors) και οι οποίοι ήταν καλά εκπαιδευμένοι και πληροφορημένοι σε θέματα επενδύσεων. Οι επενδυτές αυτοί υπερεκτίμησαν τις περυσινές αποδόσεις τους κατά ποσοστό 3,40% κατά μέσο όρο, ενώ την απόδοση σε σχέση με το Γενικό Δείκτη κατά 5,11%. Γίνεται λοιπόν φανερό ότι ακόμα και για ανθρώπους καλά εκπαιδευμένους, ο άνθρωπος λειτουργεί υπεραισιόδοξα και αναπτύσσει τέτοιους ψυχικούς μηχανισμούς άμυνας ώστε να υπερεκτιμά τις παρελθούσες αποδόσεις και να ενισχύει τη θετική εικόνα του εαυτού και των επενδυτικών μας αποφάσεων.

ΣΦΑΛΜΑ ΑΥΤΟΕΠΙΒΡΑΒΕΥΣΗΣ (SELF ATTRIBUTION BIAS)

Οι άνθρωποι έχουν την τάση, προκειμένου να νιώθουν καλά με τον εαυτό τους, να επιβραβεύουν τον εαυτό τους για τις επιτυχίες τους, ενώ αντίθετα να υποβαθμίζουν τις αποτυχίες. Τις επιτυχίες τις αποδίδουν στις ικανότητες και την εξυπνάδα τους, ενώ τις αποτυχίες στους επενδυτικούς τους συμβούλους ή στην κακή τύχη. Επιπρόσθετα, θεωρούν τις επιτυχίες των άλλων ως τυχαία γεγονότα προκειμένου να τους υποτιμήσουν και να ανεβάσουν έτσι τη δική τους εικόνα. Αυτή η άρνηση της πραγματικότητας, η μη κριτική αντιμετώπιση των επενδυτικών επιλογών, τόσο των ίδιων όσο και των ξένων οδηγεί σε λανθασμένες κινήσεις και μείωση των κερδών. Οι επενδυτές αποφεύγοντας να αντιμετωπίσουν την αλήθεια και το ψυχολογικό κόστος που έχει η αναγνώριση των λαθών, δεν διδάσκονται από τα λάθη τους και ως εκ τούτου δεν μπορούν να προχωρήσουν σε επιτυχή διάρθρωση του χαρτοφυλακίου τους. Αρνούμενοι επίσης να δουν τις επιτυχίες των άλλων και να αναλύσουν τους λόγους και τις στρατηγικές που οδήγησαν σε αυτήν την έκβαση, δεν βελτιώνουν τις γνώσεις και τον εαυτό τους με αποτέλεσμα να μένουν στάσιμοι σε κινήσεις και πρακτικές που οδηγούν σε ζημιές. Ταυτόχρονα εκλαμβάνοντας τυχαίες επιτυχίες τους ως αποτέλεσμα ικανότητας και γνώσης, εκθέτουν τον εαυτό τους σε μεγαλύτερο κίνδυνο καθώς αναλαμβάνουν μεγαλύτερο ρίσκο και συναλλάσσονται περισσότερο χωρίς να έχουν το κατάλληλο γνωστικό υπόβαθρο.

ΚΡΙΣΗ ΕΚ ΤΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΟΣ (OUTCOME BIAS)

Ένα ακόμα μεροληπτικό σφάλμα στο οποίο υποπίπτουν οι επενδυτές είναι το να εκτιμούν την επιτυχία μιας απόφασης με βάση το αποτέλεσμα και όχι με βάση τα δεδομένα, την κριτική ανάλυση των γεγονότων και τις πιθανότητες. Ως εκ τούτου επικροτούν κινήσεις άστοχες που όμως έτυχε και είχαν θετικά αποτελέσματα, ενώ αποδοκιμάζουν στρατηγικές καλά οργανωμένες που όμως δεν έτυχε να τελεσφορήσουν. 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.

Ο ΠΙΣΩ ΚΑΘΡΕΦΤΗΣ (BUFFET'S REARVIEW MIRROR)

Ο επιτυχημένος 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 πάντων να υφίστανται. Για παράδειγμα, ένας επενδυτής που σημείωσε ζημιές από την επένδυση σε συγκεκριμένη κατηγορία A/K, συμπεραίνει ότι η κατηγορία αυτή δεν αποδίδει και άρα σταματά να επενδύει σε αυτήν ακόμα και αν οι καινούριες τάσεις και πληροφορίες είναι θετικές.

ΜΙΜΗΣΗ (IMITATION)

Οι άνθρωποι σε όλες τις εκδηλώσεις της ζωής τους δημιουργούν πρότυπα τα οποία θαυμάζουν και προσπαθούν να τους μοιάσουν. Έτσι και στο χώρο των επενδύσεων, οι άνθρωποι επιδοκιμάζουν και εκτιμούν τους επιτυχημένους επενδυτές, οι οποίοι αναπτύσσοντας τις σωστές στρατηγικές σημειώνουν μεγάλα κέρδη. Αυτό το στοιχείο είναι θεμιτό στο βαθμό που τα άτομα εκδηλώνουν μια υγιή άμιλλα έναντι των προτύπων τους και αναλύουν τους λόγους επιτυχίας τους, οδηγώντας έτσι και τους ίδιους στην ανεύρεση των σωστών κινήσεων για την αύξηση των κερδών τους. Αντίθετα, όταν οι επενδυτές δεν αναλύουν τους λόγους επιτυχίας των προτύπων τους αλλά απλώς επιθυμούν να τους μοιάσουν προκειμένου να αποδείξουν τόσο στον εαυτό τους όσο και στους άλλους ότι είναι πλούσιοι και επιτυχημένοι, τότε μιλάμε για έναν στείρο μιμητισμό που φυσικά δεν μπορεί να οδηγήσει σε θετικά αποτελέσματα. Οι επενδυτικές τους κινήσεις είναι απλή παπαγαλία χωρίς γνώση και λογική οπότε και η διάρθρωση των χαρτοφυλακίων τους είναι λανθασμένη.

ΣΦΑΛΜΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΟΤΗΤΑΣ (AVAILABILITY BIAS)

Το μεροληπτικό αυτό σφάλμα αναφέρεται στην τάση των ανθρώπων να αξιολογούν μια κατάσταση με βάση τις πληροφορίες που έχουν εύκολα διαθέσιμες από το κοντινό τους περιβάλλον. Ας σκεφτούμε την παρακάτω ερώτηση: Ποια είναι η πιο συχνή αιτία θανάτου στις ΗΠΑ, 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 περιλαμβάνει μεροληπτικά σφάλματα, που οδηγούν σε λάθος συμπεράσματα. Στο ανωτέρω 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 περισσότερα περιστατικά θανάτου του ενός είδους σε σχέση με το άλλο. Έτσι προβαίνουν σε λάθος εκτιμήσεις και υπολογισμούς.

Πράγματι, στις ΗΠΑ η πιο συχνή αιτία θανάτου είναι τα εγκεφαλικά. Στην πραγματικότητα τα εγκεφαλικά συμβαίνουν έντεκα φορές πιο συχνά απ' ό τι 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.

Η ΨΥΧΟΛΟΓΙΑ ΤΗΣ ΑΓΕΛΗΣ (PART OF THE HERD)

Ψυχολογικά πειράματα έχουν δείξει ότι οι άνθρωποι όταν λειτουργούν ως μονάδες, δίνουν σωστές απαντήσεις σε ερωτήσεις παρατηρητικότητας, ενώ αντίθετα όταν εντάσσονται σε μια ομάδα η οποία δίνει λάθος απαντήσεις, παρασύρονται και ακολουθώντας την ομάδα δίνουν και αυτοί λάθος απαντήσεις, παρότι δεν τις πιστεύουν. Το φαινόμενο αυτό ονομάζεται φαινόμενο μαζικής συμπεριφοράς ή ψυχολογία της αγέλης, και δείχνει το φόβο του ατόμου να εκφράσει διαφορετική άποψη από την άποψη του πλήθους. Το να ακολουθείς το πλήθος σε όλες τις εκδηλώσεις της ανθρώπινης ζωής αλλά κυρίως στις επενδυτικές επιλογές, σε βοηθά να εξοικονομείς χρόνο, αφού δεν χρειάζεται να προβαίνεις ο ίδιος σε εκτενείς αναλύσεις. Επίσης, προφυλάσσει τους ανθρώπους από συναισθήματα πόνου και μετάνοιας αφού η λανθασμένη επιλογή είναι λιγότερο επώδυνη, όταν ξέρει κανείς ότι το ίδιο λάθος έκαναν και πολλοί άλλοι. Έτσι, δεν τίθεται θέμα αμφισβήτησης των ικανοτήτων του ατόμου αλλά απλώς αρνητική πορεία μεγάλου τμήματος της αγοράς. Η ψυχολογία της αγέλης μελετήθηκε πρώτα από εντομολόγους, οι οποίοι έκαναν το εξής πείραμα: Έφτιαξαν δυο εστίες τροφής για τα μυρμήγκια, οι οποίες ήταν απόλυτα ίδιες. Τα μυρμήγκια στατιστικά θα έπρεπε να μοιράζονται 50-50 στις δύο εστίες και έτσι η τροφή να τελειώσει ταυτόχρονα και στις δύο εστίες. Στην πραγματικότητα όμως τα μυρμήγκια συγκεντρώθηκαν σε ποσοστό 80% στη μία εστία και σε ποσοστό 20% στην άλλη εστία με αποτέλεσμα η τροφή στη μία εστία να τελειώσει πιο

γρήγορα. Τα μυρμήγκια δηλαδή ακολούθησαν το ένστικτο της αγέλης. Το ίδιο φαινόμενο μπορούμε να παρατηρήσουμε και στην κοινωνία των ανθρώπων σε διάφορες εκδηλώσεις της ζωής. Για παράδειγμα έχει παρατηρηθεί πως σε εστιατόρια τα οποία βρίσκονται κοντά και τα οποία είναι ίδια από άποψης κουζίνας, τιμών, ποιότητας και εξυπηρέτησης, στο ένα υπάρχει ουρά αναμονής, ενώ το άλλο είναι άδειο. Οι άνθρωποι λοιπόν οδηγούνται σε πολλές επιλογές βασιζόμενοι στην ψυχολογία της αγέλης. Παρόμοια λειτουργούν και οι άνθρωποι στο χώρο των επενδύσεων. Όταν έχουν να επιλέξουν ανάμεσα σε δύο μετοχές ίδιας αξίας για τις οποίες θα έπρεπε να είναι αδιάφοροι στο ποια θα διαλέξουν, οι άνθρωποι επιλέγουν αυτήν την οποία αγοράζουν οι πολλοί, σύμφωνα με τις φήμες που κυκλοφορούν και όχι βασιζόμενοι στα θεμελιώδη μεγέθη. Το αποτέλεσμα είναι ότι η μία μετοχή παρουσιάζει υπερβάλλουσα ζήτηση και η τιμή της ανεβαίνει, ενώ η άλλη παρουσιάζει μειωμένη ζήτηση και η τιμή της κατεβαίνει. Οι άνθρωποι λειτουργούν δηλαδή ως αγέλη και οδηγούνται σε μαζικές αγορές ή μαζικές πωλήσεις μιας μετοχής. Όταν λειτουργούν ως αγέλη τους κυριεύει η τρέλα μαζικά, ενώ ανακτούν τη λογική ένας ένας. Η σωστή όμως κίνηση είναι να ακολουθήσει κανείς κατεύθυνση αντίθετη από αυτήν της αγέλης. Όταν η αγέλη αγοράζει μαζικά και κατευθύνει την αγορά ανοδικά, ο ορθολογικός επενδυτής αρχίζει να πουλάει. Και αυτό πρέπει να το πράξει, γιατί σε μια αγορά ήδη πολύ ανεβασμένη οι πιθανότητες να συνεχίσει να ανεβαίνει είναι πολύ λιγότερες από τις πιθανότητες η αγορά να αρχίσει να κατεβαίνει. Αντίθετα όταν η αγέλη προβαίνει σε μαζικές πωλήσεις και ωθεί την αγορά προς τα κάτω, ο ορθολογικός επενδυτής αγοράζει αφού βρίσκει σπουδαίες 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 τις βάσιμες και σοβαρές οικονομικές πληροφορίες.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί 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.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ

Ορισμοί

Θα χρησιμοποιήσουμε τους όρους "Ορθολογικοί Επενδυτές" για τους information traders και "Παρορμητικοί" για τους Noise Traders

Noise Trading

Ο όρος του noise στις χρηματαγορές, χρησιμοποιείται με πολλούς τρόπους, αλλά ο καλύτερος ίσως όρος είναι το αντίθετο των νέων πληροφοριών.

Θα πρέπει να αναφέρουμε ενδεικτικά, ποιες είναι οι πληροφορίες, η μάλλον ποιες είναι οι πηγές των πληροφοριών των ορθολογικών επενδυτών. Σαν πηγές χαρακτηρίζονται οι :

1. Οι δημοσιεύσεις των Ισολογισμών των εισηγμένων εταιρειών
2. Τα οικονομικά νέα που έρχονται από όλο τον κόσμο
3. Οι αποφάσεις που παίρνουν τα θεσμικά όργανα των Χρηματαγορών
4. Η πορεία των χρηματαγορών των ανεπτυγμένων κρατών
5. Η μελλοντική πορεία της εγχώριας αλλά και της διεθνούς οικονομίας
6. Οι ισοτιμίες των νομισμάτων
7. Η διεθνής πορεία των τιμών του πετρελαίου

Μια αλλαγή σε έναν από τους πιο πάνω σημαντικούς παράγοντες μπορεί να επιφέρει σημαντικές αναταράξεις στις χρηματαγορές. Είναι αναγκαία επομένως η ταυτόχρονη ενημέρωση των επενδυτών από όλες τις ανωτέρω πηγές πληροφοριών ώστε να είναι δυνατόν να προβλέπονται πιο εύκολα οι τιμές των μετοχών των χρηματαγορών. Οι ορθολογικοί traders (Information traders) παίρνουν αποφάσεις στηριζόμενοι στις πληροφορίες (γεγονότα, προβλέψεις) ενώ οι noise traders (παρορμητικοί traders) παίρνουν αποφάσεις στηριζόμενοι σε οτιδήποτε άλλο. Οι επενδυτές μερικές φορές επενδύουν στηριζόμενοι στις πληροφορίες, και σωστά αναμένουν κέρδος από την επένδυσή τους. Από την άλλη μεριά όμως επενδύουν και με θόρυβο, στηριζόμενοι σε αυτόν σαν να ήταν πληροφορίες. Εάν όμως επενδύοντας

με θόρυβο αναμένουν κέρδη, κάνουν λάθος. Στο μοντέλο αυτό από τον τρόπο που παρατηρούμε τον κόσμο , θόρυβος είναι το τι κάνει τις παρατηρήσεις μας ατελείς. Ο θόρυβος μας συγκρατεί από το να γνωρίζουμε τα αναμενόμενα κέρδη σε ένα χρηματιστήριο, ή ένα χαρτοφυλάκιο. Ο θόρυβος μας συγκρατεί από το να γνωρίζουμε εάν κάτι από αυτό που κάνουμε κάνει καλύτερα τα πράγματα. Στο μοντέλο του επιχειρηματικού κύκλου και της ανεργίας, θόρυβος είναι οι πληροφορίες που δεν έχουν φθάσει ακόμη. Γιατί οι άνθρωποι κάνουν πράξεις με θόρυβο; Ένας λόγος είναι ότι αυτοί θέλουν και το κάνουν. Ένας άλλος λόγος είναι ότι υπάρχει τόσος πολύς θόρυβος στην χρηματαγορά πού δεν καταλαβαίνουν ότι εμπορεύονται με θόρυβο.

Όταν μια πληροφορία έχει ήδη ενσωματωθεί στις τιμές ,γίνονται πράξεις με θόρυβο γιατί οι συμβαλλόμενοι νομίζουν ότι έχουν πληροφορίες, ενώ στη πραγματικότητα δεν έχουν. Κανένας από αυτούς τους λόγους δεν ταιριάζει σε έναν κόσμο όπου οι επενδυτές κάνουν πράξεις μόνον για να μεγιστοποιήσουν την αναμενόμενη ωφέλεια τους, και όπου χρησιμοποιούν όσο το δυνατό περισσότερο στις επενδύσεις τους τις πληροφορίες. Όταν ένα σύνολο (παρορμητικών επενδυτών) noise traders αυξάνεται θα γίνει περισσότερο επικερδές για τους information traders , αλλά όχι γιατί οι τιμές έχουν περισσότερο θόρυβο. Η αύξηση στο σύνολο του information trading δεν σημαίνει ότι οι τιμές είναι περισσότερο αποδοτικές. Αυτό το αποτέλεσμα είναι συγκεκριμένο σε ένα μοντέλο όπου οι παρορμητικοί επενδυτές εμπορεύονται με θόρυβο σαν να ήταν πληροφορίες. Στο μοντέλο του Kyle το 1984, 1985, έχοντας περισσότερους παρορμητικούς επενδυτές , μπορείς να δημιουργήσεις αγορές περισσότερο αποδοτικές. Οι ορθολογικοί επενδυτές δεν θα πάρουν αρκετά μεγαλύτερες θέσεις για να μειώσουν τον θόρυβο. Ο λόγος είναι ότι οι πληροφορίες τους δίνουν συγκριτικό πλεονέκτημα , αλλά δεν τους εγγυώνται κέρδος. Παίρνοντας μεγαλύτερη θέση σημαίνει ότι παίρνουν μεγαλύτερο ρίσκο. Έτσι υπάρχει ένα όριο το πόσο μεγάλη θέση θα πάρει ένας επενδυτής. Για έναν άλλο λόγο, οι ορθολογικοί επενδυτές δεν θα είναι ποτέ σίγουροι ότι επενδύουν με πληροφορίες ,παρά με θόρυβο.

Οι πληροφορίες που έχουν ,ήδη έχουν ενσωματωθεί στις τιμές ; Η υπερβολική αντίδραση σε τρέχουσες πληροφορίες χαρακτηρίζει τις αγορές χρεογράφων και μελλοντικών συμβολαίων. Εάν αυτό είναι σωστό , θα μπορούσε να οφείλεται στην επένδυση με πληροφορίες που ήδη είναι προεξοφλημένες.

Τα πραγματικά κέρδη σε ένα χαρτοφυλάκιο είναι μία πολύ παρορμητική εκτίμηση των αναμενόμενων κερδών , ακόμη και εάν μετά την διόρθωση των τιμών της αγοράς και άλλων συντελεστών , θα είναι δύσκολο να δείξεις ότι οι ορθολογικοί

επενδυτές έχουν συγκριτικό πλεονέκτημα. Για τον ίδιο λόγο θα είναι δύσκολο να δείξεις ότι οι παρορμητικοί επενδυτές χάνουν επενδύοντας .

Υπάρχουν ένα σωρό αμφιβολίες για το ποιος είναι ορθολογικός επενδυτής και για το ποιος είναι παρορμητικός επενδυτής. Ο θόρυβος που οι παρορμητικοί επενδυτές σωρευτικά βάζουν στις χρηματαγορές ,είναι ακριβώς η ίδια αίσθηση που έχει ένας πότης που εκτρέπεται όλο και περισσότερο από το αρχικό σημείο. Αν και το τελικό αποτέλεσμα, θα είναι η έρευνα και οι ενέργειες που θα γίνουν από τους ορθολογικούς επενδυτές.

Μελλοντικά όσο περισσότερο απομακρύνονται οι τιμές από τις αξίες τόσο περισσότερο επιθετικά θα επενδύουν οι ορθολογικοί επενδυτές. Περισσότεροι από αυτούς θα εισέλθουν στη χρηματαγορές παίρνοντας μεγαλύτερες θέσεις. Όσο περισσότερο απομακρύνονται οι τιμές από τη πραγματική τους αξία τόσο περισσότερο επιθετικά θα επενδύουν οι ορθολογικοί επενδυτές. Αυτοί θα προκαλέσουν συγχωνεύσεις θα υπομοχλεύσουν εξαγορές και άλλες αναδιαρθρώσεις της αγοράς. Συνέπεια αυτής της διαδικασίας θα είναι η τιμή της μετοχής να τείνει να επιστρέψει στη διαχρονική της αξία. Η κίνηση αυτή θα είναι συχνά τόσο σταδιακή, ώστε να είναι απρόβλεπτη. Εάν η κίνηση είναι τόσο γρήγορη, οι τεχνικοί αναλυτές θα την ανπληφθούν και θα την επιταχύνουν. Εάν η κίνηση είναι τόσο αργή, οι τεχνικοί αναλυτές δεν θα καταφέρουν να τη διαπιστώσουν ή θα είναι αβέβαιοι για αυτό το οποίο συμβαίνει και δεν θα πάρουν μεγαλύτερες θέσεις. Όσο περισσότερο η τιμή μιας μετοχής απομακρύνεται από την αξία της τόσο γρηγορότερα τείνει να επιστρέψει.

Αυτό περιορίζει το βαθμό απομάκρυνσης της τιμής από τη πραγματική αξία της. Όλες οι εκτιμήσεις της πραγματικής αξίας είναι παρορμητικές και έτσι δεν μπορούμε να ξέρουμε πόσο μακριά είναι η αξία από τη τιμή. Εν τούτοις μπορούμε να ορίσουμε σαν αποδοτική αγορά μια αγορά στην οποία οι τιμές θα είναι προς τα πάνω η προς τα κάτω από τη πραγματική αξία με ένα συντελεστή 2. Βεβαίως ο συντελεστής 2 είναι αυθαίρετος υπό το πρίσμα της αβεβαιότητας για τη τιμή της μετοχής. Αν και διαισθητικά φαίνεται ότι ο συντελεστής 2 είναι ικανοποιητικός , υπό τη παρουσία των πηγών θορύβου και της ορμής των δυνάμεων της αγοράς που προκαλούν τις μετακινήσεις της τιμής προς τη πραγματική της αξία. Με αυτό τον ορισμό νομίζω ότι όλες οι τιμές της αγοράς είναι αποδοτικές σχεδόν συνέχεια. Το σχεδόν συνέχεια είναι σε ποσοστό 90% περίπου. Η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών υποστηρίζει ότι η τιμή μιας μετοχής θα λαμβάνει υπόψη , και άρα θα μεταβάλλεται παράλληλα με κάθε είδηση που επηρεάζει τη θεμελιώδη αξία της.

Ποιες είναι όμως οι ειδήσεις που επηρεάζουν την θεμελιώδη αξία μιας μετοχής; Θα χρησιμοποιήσουμε σαν παράδειγμα την μετοχή της Τραπεζικής Εργασίας η οποία τιμάται σήμερα στο Χρηματιστήριο προς 45 Ευρώ . Σε αυτή την τιμή ενσωματώνονται και προεξοφλούνται πλήθος δεδομένων και παραγόντων , που συχνά συσχετίζονται μεταξύ τους όπως :

1. Ο ρυθμός αύξησης των αναμενόμενων κερδών ανά μετοχή κατά την τρέχουσα χρήση και οι εκτιμήσεις της αγοράς για την πορεία των κερδών της τραπεζικής στο άμεσο μέλλον.
2. Ο ρυθμός αύξησης των κερδών της τελευταίας πενταετίας
3. Η συνολική εικόνα του Τραπεζικού κλάδου για την τρέχουσα χρήση , και ιδίως η πορεία των 2-3 σημαντικότερων Τραπεζικών εταιρειών
4. Τα τρέχοντα επιτόκια της χρηματαγοράς , τα οποία εάν είναι ελκυστικά και ανταγωνιστικά πιέζουν προς τα κάτω την τιμή της μετοχής
5. Το επίπεδο της ρευστότητας της αγοράς και ο ρυθμός αύξησης της προσφοράς χρήματος (M3)
6. Το πολιτικό κλίμα της εποχής , η κυβερνητική σταθερότητα και το κυβερνητικό πρόγραμμα.

Εκτός από τους παραπάνω πρωτεύοντες παράγοντες υπάρχουν και πλήθος δευτερευόντων παραγόντων οι οποίοι ασκούν επίδραση είτε απευθείας είτε εμμέσως στην τιμή της μετοχής επηρεάζοντας τους πρωτεύοντες παράγοντες που αναφέραμε. Στο παράδειγμα της μετοχής της Τραπεζικής Εργασίας , τέτοιοι δευτερεύοντες παράγοντες είναι το επίπεδο του Management και της οργάνωσης της εταιρείας , ο βαθμός ανταγωνισμού μέσα στο Τραπεζικό κλάδο , δηλαδή με τι περιθώριο κέρδους δουλεύουν αυτή τη περίοδο οι Τράπεζες , οι προβλέψεις , οι επισφάλειες και οι αποσβέσεις στον ισολογισμό της εταιρείας , τα νέα προϊόντα , οι εργασιακές σχέσεις της εταιρείας , η μερισματική της πολιτική , η κατοχή της μετοχής και η υποστήριξη της από τους θεσμικούς επενδυτές κ.α.

Όλοι οι παραπάνω παράγοντες, αναλύονται και ζυγίζονται από την αγορά , η οποία τελικά προσδιορίζει την τιμή της μετοχής. Υπάρχουν όμως ερευνητές οι οποίοι υποστηρίζουν ότι η αγορά δεν προεξοφλεί τα πάντα δηλαδή ότι η αγορά σφάλει. Ο Γενικός Δείκτης των Χρηματαγορών απεικονίζει όχι μόνον τα μακροοικονομικά και μικροοικονομικά δεδομένα της Οικονομίας, αλλά και την ψυχολογία και τις προσδοκίες κάθε εποχής. Σε περίπτωση που προσπαθήσουμε να εκτιμήσουμε εάν οι τιμές στις χρηματαγορές είναι σωστές ή λογικές με χρηματοοικονομικά κριτήρια ,

τότε θα βρούμε την αγορά "ατελή". Σε περίπτωση που οι τιμές περιέχουν επιπλέον ψυχολογικούς και πολιτικούς παράγοντες και προσδοκίες, τότε εξ' ορισμού η αγορά είναι "τέλεια" και οι τιμές δεν σφάλλουν.

Η απόκλιση της τιμής ενός χρηματιστηριακού τίτλου από τη θεμελιώδη αξία του ονομάζεται φούσκα. Το ιδιαίτερο χαρακτηριστικό αυτής της απόκλισης είναι ότι υπάρχει συνεχιζόμενη, συστηματική, αυξανόμενη και μακροχρόνια απόκλιση των τιμών από τις θεμελιώδεις αξίες. (Santoni G J). Οι αποκλίσεις αυτές μπορούν να προκληθούν από εξωγενείς παράγοντες που δεν έχουν σχέση με την αγορά και τη πραγματική οικονομία ή από τη λάθος εκτίμηση των θεμελιωδών μεγεθών των επιχειρήσεων. Στη πρόσφατη βιβλιογραφία υποστηρίζεται ότι οι αποκλίσεις αυτές μπορεί να δημιουργηθούν λόγω ατελειών πληροφόρησης της αγοράς. Ανεξάρτητα με το πώς δημιουργούνται, το αποτέλεσμα είναι η συστηματική αυξανόμενη απόκλιση των τιμών από την θεμελιώδη αξία τους. Στην αγορά έχουμε έλλειμμα προσδιορισμού των τιμών, δηλαδή απόκλιση από την θεμελιώδη τιμή (η ελλιπής ερμηνεία αποδόσεων από τα κλασσικά μοντέλα), όταν οι Ορθολογικοί επενδυτές βασίζονται και στα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας και στη προσδοκία για τις μελλοντικές τιμές για να λάβουν επενδυτικές αποφάσεις. Σε αυτή τη περίπτωση η παρούσα αξία της μετοχής εξαρτάται από την αναμενόμενη μελλοντική αξία της ενώ η αναμενόμενη μελλοντική της αξία είναι συνάρτηση της παρούσας. Κατ' αυτό τον τρόπο οι τιμές καθορίζονται μόνο σε ένα ποσοστό από τα θεμελιώδη μεγέθη, και κατά κύριο λόγο από τις σωστές ή λανθασμένες προσδοκίες για το επίπεδο των μελλοντικών τιμών.

Εάν λοιπόν οι Παρορμητικοί Επενδυτές προβλέπουν αύξηση των τιμών των μετοχών θα αυξηθεί η ζήτηση με αποτέλεσμα την αύξηση των τιμών στη τρέχουσα περίοδο και εάν δεν μεταβληθούν οι προσδοκίες θα παραμείνουν αυξημένες επιβεβαιώνοντας τις προσδοκίες. Είναι προφανές βέβαια ότι αυτός ο μηχανισμός δεν λαμβάνει καθόλου υπόψη του τα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας. Κάτω από τέτοιες συνθήκες δεν είναι δυνατόν να βρούμε τιμή ισορροπίας παρά μόνο μια σειρά τιμών ισορροπίας όπου η προσφορά ισούται με τη ζήτηση. Από αυτή τη σειρά μόνο ένα σετ τιμών θα είναι Ορθολογικό, ενώ τα υπόλοιπα θα είναι Φούσκες. Αξίζει να αναφέρουμε δύο ερευνητές τους Gilles & LeRoy οι οποίοι απέδειξαν μαθηματικά ότι οποιοδήποτε συνεχές δυναμικό σύστημα τιμών μπορεί να διαιρεθεί σε δύο μέρη: α) στο θεμελιώδες και β) στη φούσκα. Κάθε υποσύνολο τιμών χαρακτηρίζεται από ορισμένες ιδιότητες. Το θεμελιώδες υποσύνολο έχει τη δυνατότητα να διαμορφώνεται

σύμφωνα με ένα σταθερό άθροισμα απείρων όρων (μερίσματα) ,και το μέγεθος του ισούται με το άθροισμα αυτών. Αντίθετα η φούσκα είναι ένα σύνολο μελλοντικών τιμών της οποίας το μέγεθος είναι μεγαλύτερο από το άθροισμα αυτών. Σε αυτό το σημείο θα αναφέρουμε τις Ορθολογικές κερδοσκοπικές μεταβολές (φούσκες) .

Βασικό στοιχείο των μεταβολών αυτών είναι ότι οι τιμές των μετοχών είναι υπερτιμημένες , οι επενδυτές όμως δεν είναι διατεθειμένοι να εγκαταλείψουν την αγορά ρευστοποιώντας τους τίτλους τους. Η εξήγηση για αυτή τη συμπεριφορά είναι το ψεύτικο αίσθημα ασφάλειας που διακατέχει τους επενδυτές στο ότι δεν θα υπάρξει διόρθωση των τιμών (περίπτωση συλλογικού παραλογισμού) . Η τιμή μιας μετοχής όπως αναφέραμε παραπάνω περιλαμβάνει το θεμελιώδες και το κερδοσκοπικό μέρος.

Ο αναμενόμενος ρυθμός αύξησης του κερδοσκοπικού μέρους είναι το κίνητρο που έχει ο επενδυτής για να μη κλείσει τη θέση του στην αγορά. Ορθολογική φούσκα στη τιμή μιας μετοχής υπάρχει όταν τόσο το θεμελιώδες όσο και το Ορθολογικά κερδοσκοπικό μέρος προσφέρουν την αναμενόμενη απόδοση στον επενδυτή .Οι Fama et al υποστηρίζουν ότι αναμενόμενη απόδοση είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο που συνδέει μία παρούσα αξία με τις μελλοντικές χρηματικές της ροές. Σε αυτή τη περίπτωση ο επενδυτής δε μπορεί να αποκομίσει υπερκέρδη προπωλώντας τη μετοχή και αγοράζοντάς την σε μεταγενέστερο χρόνο. (Gilles & LeRoy) .Βασικό στοιχείο της Ορθολογικής φούσκας είναι ο αποκλεισμός του ενδεχόμενου ύπαρξης αρνητικής ορθολογικής φούσκας .(Η τιμή της μετοχής θα μηδενιζόταν σε πεπερασμένο χρόνο αφού το θεμελιώδες μέρος δεν μεγαλώνει τόσο γρήγορα όσο το κερδοσκοπικό).

Εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει πως οι τιμές των μετοχών μάλλον υπεραντιδρούν στα νέα της αγοράς. Αυτή η υπερβολική αντίδραση μπορεί να οφείλεται σε παράγοντες που έχουν να κάνουν με προσδοκίες , και άρα είναι μη παρατηρήσιμοι οικονομικά. Ένα κομμάτι ερευνητών υποστηρίζει ότι η ύπαρξη κερδοσκοπών μειώνει τη μεταβλητότητα της αγοράς καθώς η στρατηγική της (αγορά σε χαμηλές τιμές ,πώληση σε υψηλές) οδηγεί τη τιμή της μετοχής σε μια περιοχή ισορροπίας μειώνοντας έτσι την μεταβλητότητά της. Γιατί η αξία μιας μετοχής δεν μπορεί να παρατηρηθεί; Είναι πιθανό γεγονότα τα οποία δεν έχουν σχετικές πληροφορίες να επηρεάσουν τη τιμή. Για παράδειγμα η εισαγωγή μιας μετοχής στο δείκτη S&P 500 θα προκαλέσει ενδιαφέρον στους επενδυτές να την αγοράσουν. Η αγορά της μετοχής θα προκαλέσει άνοδο της τιμής της για κάποιο χρονικό διάστημα. Οι ορθολογικοί επενδυτές, θα οδηγήσουν την τιμή της πίσω στη πραγματική της αξία αλλά σταδιακά.

Όταν μια εταιρεία με δυο κατηγορίες μετοχών εκδίδει περισσότερες από μία κατηγορία η τιμή της μετοχής της κατηγορίας που εκδόθηκε θα μειωθεί ,σε σχέση με τη κατηγορία της τιμής της μετοχής που δεν εκδόθηκε. Η αξία και η τιμή της μετοχής χονδρικά θα φαίνονται σαν διαδικασία γεωμετρικών τυχαίων διαδρομών με μη μηδενικούς μέσους. Ο μέσος της μεταβολής της τιμής και της αξίας της μετοχής θα μεταβάλλεται κατά τη διάρκεια του χρόνου. Ο μέσος της διαδικασίας θα αλλάξει γιατί οι προτιμήσεις η τεχνολογία και η αποδοτικότητα θα αλλάξουν. Μπορεί να μειώνεται όταν οι τιμές αυξάνουν και ενίοτε αυξάνει όταν η αξία μειώνεται. Ο μέσος της μεταβολής της τιμής θα αλλάξει γιατί η σχέση μεταξύ τιμής και αξίας αλλάζει. Οι τιμές τελικά θα τείνουν προς τη πραγματική τους αξία.

Η βραχυχρόνια τιμή της μετοχής θα είναι μεγαλύτερη από την βραχυχρόνια αξία της μετοχής .Αφότου ο θόρυβος είναι ανεξάρτητος της πληροφορίας η μεταβολή του ποσοστού της τιμής που κινείται εξαιτίας του θορύβου , είναι ίση με τη μεταβολή του ποσοστού της τιμής που κινείται εξαιτίας των πληροφοριών. Η μεταβολή του ποσοστού της τιμής που κινείται από μέρα σε μέρα θα είναι απότομα διπλάσια του ποσοστού της αξίας της.

Αυτό ισχύει μόνον για βραχυχρόνια διαστήματα και όχι για μακροχρόνια. Οι διακυμάνσεις θα συγκλίνουν μακροχρόνια. Η μεταβολή της αξίας μιας μετοχής επηρεάζεται από συντελεστές όπως ο ρυθμός άφιξης της πληροφορίας για την εταιρεία καθώς και από την αποδοτικότητα της εταιρείας. Όλοι οι συντελεστές που επιδρούν στη μεταβολή της αξίας της εταιρείας θα αλλάξουν. Επίσης και η μεταβλητότητα της τιμής θα αλλάξει για όλους αυτούς τους λόγους. Οτιδήποτε αλλάζει το σύνολο που χαρακτηρίζει το noise trading θα αλλάξει την μεταβλητότητα της τιμής. Οι επενδυτές που επενδύουν με θόρυβο μπορεί να προτιμούν χαμηλές τιμές μετοχών σε σχέση με τις υψηλές. Εάν επενδύουν με αυτό τον τρόπο κατόπιν γίνεται split στις τιμές των μετοχών και αυξάνονται συγχρόνως και η ρευστότητα και η διακύμανση. Οι τιμές δεν κινούνται τόσο πολύ όταν οι χρηματαγορές είναι κλειστές όσο όταν κινούνται όταν οι χρηματαγορές είναι ανοιχτές. Η σχετική αγορά στη συγκεκριμένη περίπτωση είναι η αγορά που επενδύουν οι παρορμητικοί επενδυτές. Η τιμή της μετοχής στη χρηματαγορά θα είναι ένας παρορμητικός υπολογισμός της αξίας της. Τα κέρδη της εταιρείας πολλαπλασιαζόμενα με έναν κατάλληλο συντελεστή κερδών θα δώσουν μια άλλη εκτίμηση της τιμής της μετοχής της εταιρείας. Αυτή η εκτίμηση θα περιέχει θόρυβο . Καθώς οι παρορμητικοί επενδυτές δεν κοιτάζουν συνήθως τις αποδόσεις για να αποφασίσουν πως θα επενδύσουν, ο

υπολογισμός των κερδών θα δώσει πληροφορίες που δεν περιλαμβάνονται ήδη στον υπολογισμό της τιμής. Γιατί ο υπολογισμός της αξίας βασίζεται στα κέρδη που θα έχουν τόσο πολύ θόρυβο, και δεν θα είναι εύκολο να χρησιμοποιηθεί η αναλογία των κερδών της τιμής στη διαχείριση του χαρτοφυλακίου. Ακόμη και εάν οι χρηματαγορές με ποσοστό χαμηλών κερδών, έχουν υψηλότερα αναμενόμενα κέρδη από ότι άλλες χρηματαγορές θα υπάρχουν περίοδοι πιθανόν διαρκείς όπου χρηματαγορές με χαμηλή αναλογία κερδών θα έχουν χαμηλότερα κέρδη από ότι άλλες παρεμφερείς αγορές.

Ίσως το πιο σημαντικό στις ανωτέρω αναφορές θα είναι ότι η όλη διαδικασία θα φαίνεται σαν μια διαδικασία που οδηγεί σε αποδεκτά και σχετικά συμπεράσματα μόνον πολύ σπάνια. Αυτό οφείλεται στο θόρυβο που υπεισέρχεται σε κάθε βήμα. Με άλλα λόγια το noise δημιουργεί ευκαιρίες για κέρδος αλλά συγχρόνως την ίδια στιγμή γίνεται δύσκολο να επενδύσεις με κέρδος εξαιτίας του θορύβου.

Η έννοια του noise, εισάγει ένα νέο είδος ρίσκου. Η αλλαγή στα συναισθήματα των noise traders επιφέρει αλλαγή στις τιμές των χρεογράφων χωρίς να υπάρχουν αντικειμενικοί λόγοι. Το μοντέλο αυτό έχει ειδική εφαρμογή στα close-end funds. Το πρόβλημα με τα αμοιβαία είναι ότι το Efficient Market Hypothesis δεν μπορεί να εξηγήσει γιατί οι τιμές τους διαφέρουν σημαντικά από την αξία του χαρτοφυλακίου τους. Οι αποκλίσεις οφείλονται στην ύπαρξη των noise traders οι οποίοι αναλαμβάνουν μεγαλύτερο κίνδυνο για να έχουν υψηλότερη αναμενόμενη απόδοση σε σχέση με τις τιμές του χαρτοφυλακίου τους. Οι τιμές των μετοχών θα είναι υποτιμημένες (πωλούνται φτηνά για να καλύπτουν τον κίνδυνο) Οι αρνητικές αποκλίσεις των close-end funds οφείλονται σύμφωνα με τη θεωρία αυτή στην ύπαρξη των μη ορθολογικών επενδυτών. Για να γίνουμε πιο συγκεκριμένοι οι ορθολογικοί επενδυτές δεν μπορούν να προβλέψουν τις κινήσεις των παρορμητικών με συνέπεια να μην είναι βέβαιοι για τις μετοχές τους, δηλαδή σε ποια τιμή θα πουλήσουν αν χρειαστεί. Κατ' αυτό τον τρόπο όμως αυξάνεται ο κίνδυνος που αναλαμβάνουν. Έτσι όμως οι μετοχές επειδή υπόκεινται στο κίνδυνο που προκαλούν οι παρορμητικοί επενδυτές έχουν και μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση. Σε σχέση με τα στοιχεία του χαρτοφυλακίου τους θα είναι υποτιμημένες. (πωλούνται φτηνά για να καλύπτουν το κίνδυνο).

Ερχόμαστε τώρα να δούμε τι γίνεται όταν οι παρορμητικοί επενδυτές κατέχουν μετοχές που εμφανίζονται και στο χαρτοφυλάκιο του αμοιβαίου κεφαλαίου. Βασιζόμενοι σε αυτή την υπόθεση οποιαδήποτε προσδοκία και οποιαδήποτε

μετακίνηση των επενδυτών από αυτή τη συγκεκριμένη θέση επηρεάζει τόσο την καθαρή εσωτερική αξία της μετοχής καθώς και τη τιμή του αμοιβαίου κεφαλαίου με αποτέλεσμα καμία μεταβολή στις αποκλίσεις.

Συνήθως οι επενδυτές που έχουν αμοιβαία κεφάλαια δεν έχουν και μετοχές του χαρτοφυλακίου του αμοιβαίου, και επομένως οποιεσδήποτε αποκλίσεις οφείλονται σε διαφορετικές εκτιμήσεις μεταξύ των διαχειριστών του αμοιβαίου και των επενδυτών των μετοχών του χαρτοφυλακίου.

Όπως αναφέραμε παραπάνω μια επένδυση σε αμοιβαία εμπεριέχει κίνδυνο εξαιτίας της παρουσίας παρορμητικών επενδυτών. Μια εταιρεία πώλησης αμοιβαίων πρέπει να πείσει τους επενδυτές να αγοράσουν, πωλώντας φτηνά. Κατά συνέπεια γνωρίζουμε ότι έχουμε αρνητική απόκλιση. (Το πριμ το οποίο δίδεται από την εταιρεία του αμοιβαίου αποτελεί ένδειξη ότι οι επενδυτές διακατέχονται από υπερβολική αισιοδοξία, ενώ οι διαχειριστές του αμοιβαίου αναμένουν σημαντική διόρθωση των τιμών. Οι υπερβολικά παρορμητικοί επενδυτές μπορούν να οδηγήσουν την τιμή ενός τίτλου μακριά από τη θεμελιώδη αξία του ακόμη και εάν υπάρχουν arbitrageurs που απορροφούν την μη ορθολογική αυτή συμπεριφορά.) Παρατηρούμε ότι αρχικά οι επενδυτές που αγοράζουν αμοιβαίο κεφάλαιο αγοράζουν με θετική απόκλιση. Αυτό οφείλεται στην ύπαρξη παρορμητικών επενδυτών που εμφανίζονται αισιόδοξοι και των οποίων οι εκτιμήσεις δεν είναι δυνατόν να εξηγηθούν από τους ορθολογικούς επενδυτές. Συγχρόνως όμως έχουμε και την απάλειψη των αρνητικών αποκλίσεων όταν το κεφάλαιο μετατρέπεται από κλειστού τύπου σε ανοιχτού τύπου.

Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, όταν ανακοινώνεται το άνοιγμα απαλείφεται ο κίνδυνος των παρορμητικών επενδυτών. Αυτό έχει σαν συνέπεια να απαλειφθούν και οι αρνητικές αποκλίσεις. (Shleifer and Thaler). Σε τι οφείλονται όμως αυτές οι αποκλίσεις και οι διακυμάνσεις των τιμών; Οι αρνητικές αποκλίσεις οφείλονται στη μη προβλεψιμότητα της ψυχολογίας των παρορμητικών επενδυτών. Η μη προβλεψιμότητα της ψυχολογίας αυτής αυξάνει το κίνδυνο της τιμής της μετοχής, σε σχέση βέβαια με το κίνδυνο του χαρτοφυλακίου της. Επομένως η μετοχή πωλείται φτηνά ως αντάλλαγμα για τον υψηλότερο κίνδυνο που αναλαμβάνει ο επενδυτής.

Μία πρόσφατη έρευνα έδειξε ότι η πλειοψηφία των σημερινών επενδυτών αμοιβαίων κεφαλαίων όταν αντιμετωπίζουν κίνδυνο πτώσης των τιμών της χρηματαγοράς, δεν θα ρευστοποιήσουν τις μετοχές τους. Με άλλα λόγια ανέχονται το κίνδυνο (μένοντας σε μια ασταθή αγορά) από ότι να αποδεχθούν μια σίγουρη ζημία. Αυτή η θεωρία μπορεί να βοηθήσει στην εξήγηση μεγάλων ρευστοποιήσεων.

Έχει παρατηρηθεί ότι μετά από μια περίοδο κερδών , η χρηματιστηριακή αγορά περνά μια περίοδο αδυναμίας , καθώς οι επενδυτές πουλούν μετοχές προκειμένου να κλειδώσουν τα κέρδη τους. Αυτό συμβαίνει συχνά , ακόμη και εάν υπάρχουν ενδείξεις για περαιτέρω άνοδο του δείκτη τιμών.

ΜΟΝΤΕΛΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Θα πρέπει να αναφέρουμε για μία ακόμη φορά σε μία Αποτελεσματική αγορά, πάνω σε μια βάση παίρνουν τις αποφάσεις οι Ορθολογικοί Επενδυτές και σε μια βάση οι Παρορμητικοί. Οι Ορθολογικοί Επενδυτές παίρνουν αποφάσεις στηριζόμενοι στην πληροφόρηση και τη λογική, ενώ οι Παρορμητικοί Επενδυτές παίρνουν αποφάσεις στηριζόμενοι σε οτιδήποτε άλλο. Τι σημαίνει ο όρος Αποτελεσματική Αγορά;* Η αγορά θεωρείται ότι είναι αποτελεσματική όταν οι χρηματιστηριακές τιμές των αξιογράφων είναι ίσες κατά προσέγγιση με τη πραγματική ή αληθινή αξία τους. Πραγματική ή αληθινή αξία εννοούμε τη παρούσα αξία των εσόδων τα οποία αναμένονται από τα αξιόγραφα.

Οι προϋποθέσεις που οδηγούν στην αποτελεσματικότητα της αγοράς είναι οι εξής:

1. Πρέπει να υπάρχουν πολλοί επενδυτές πληροφορημένοι για τις προοπτικές των εταιρειών, που σκοπός τους είναι να μεγιστοποιούν την αξία του χαρτοφυλακίου τους.
2. Πρέπει να υπάρχουν ειδήμονες με ειδικές γνώσεις και πλήρη πληροφόρηση ως προς τις προοπτικές των εταιρειών
3. Οι αποφάσεις των επενδυτών για πώληση η αγορά να βασίζονται στους ειδήμονες

Με τον όρο Αγορά στα πλαίσια της υπόθεσης της Αποτελεσματικής Αγοράς εννοούμε όλους εκείνους τους επαγγελματίες με εξειδικευμένες γνώσεις που είναι ικανοί να επεξεργαστούν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες που απορρέουν από την εταιρεία, από το κλάδο στον οποίο ανήκει η εταιρεία, από την εθνική οικονομία και από τη διεθνή ,καθώς επίσης και όλους τους επενδυτές που χρησιμοποιούν για τις επενδυτικές τους αποφάσεις τις προτάσεις των ειδικών αναλυτών ή οι ίδιοι είναι ικανοί να επεξεργαστούν τις πληροφορίες που απορρέουν από διάφορες σημαντικές πηγές.

Την έννοια της αποτελεσματικότητας της χρηματαγοράς εισήγαγε το 1970 ο E.Fama στο πρωτοποριακό του άρθρο "Efficient Capital Markets: A review of theory and Empirical work" στο Journal of Finance. Ο Fama αναφέρει ότι η υπόθεση της αποτελεσματικότητας μπορεί να ορισθεί και να ελεγχθεί σε τρεις μορφές.

1. Ασθενής Αποτελεσματικότητα
2. Ημισχυρή αποτελεσματικότητα
3. Ισχυρή αποτελεσματικότητα

Η διαφορά των τριών μορφών αγοράς έγκειται στο επίπεδο της πληροφόρησης πού ενσωματώνουν. Εν συντομία θα αναφέρουμε το τι υιοθετεί η κάθε μορφή.

Η ασθενής αποτελεσματικότητα λαμβάνει υπόψη της ότι οι τρέχουσες τιμές των μετοχών αντανακλούν πλήρως όλες τις πληροφορίες της χρηματαγοράς συμπεριλαμβάνοντας την ιστορική σειρά των τιμών, τις μεταβολές των τιμών, και τον όγκο των συναλλαγών. Οι μεταβολές των τιμών είναι ανεξάρτητες και οποιαδήποτε αγοραπωλησία η οποία εξαρτάται από παρελθούσες μεταβολές των τιμών, ή χρησιμοποίηση δεδομένων παλαιότερων περιόδων για να προβλεφθούν οι μελλοντικές τιμές δεν έχουν καμία αξία. Όπως ήδη αναφέρθηκε, σε μια ελεύθερη και ανταγωνιστική χρηματαγορά, η τρέχουσα τιμή μιας μετοχής αντιπροσωπεύει την καλύτερη εκτίμηση για την αξία της μετοχής. Άρα πρέπει να συμπεριλαμβάνει οτιδήποτε είναι γνωστό για τις προοπτικές της εταιρείας σε κάθε δεδομένη χρονική στιγμή. Αν αργότερα υπάρχουν νέες πληροφορίες και γίνουν διαθέσιμες στο επενδυτικό κοινό οι επιπτώσεις των νέων πληροφοριών θα εξετασθούν και εάν θεωρηθούν σημαντικές θα καθορίσουν νέα τιμή για τη μετοχή. Επειδή όμως μια πληροφορία θεωρείται νέα μόνο εάν δεν έχει σχέση με το παρελθόν το αποτέλεσμα στη τιμή της μετοχής θα είναι ανεξάρτητο από οτιδήποτε συνέβη προηγουμένως. Με άλλα λόγια κάθε μεταβολή στη τιμή της μετοχής θα είναι ανεξάρτητη από προηγούμενες μεταβολές. Σαν συμπέρασμα μπορούμε να πούμε ότι ο ανταγωνισμός μεταξύ των καλά πληροφορημένων ειδημόνων και των επενδυτών θα έχει σαν αποτέλεσμα τη διαμόρφωση τιμών σε επίπεδα πού δεν επιτρέπουν τη πραγματοποίηση υπερκερδών αλλά φυσικά επιτρέπουν τη πραγματοποίηση αποδόσεων το μέγεθος των οποίων εξαρτάται από τον κίνδυνο της μετοχής. Όταν η

αγορά λειτουργεί όπως τη περιγράψαμε λέμε ότι η αγορά είναι αποτελεσματική ή ότι οι μετοχές ακολουθούν την υπόθεση του τυχαίου περιπάτου. (Random walk Theory) .

Η θεωρία του Τυχαίου Περιπάτου* μας λέει ότι οι κινήσεις των τιμών στα χρηματιστήρια είναι τυχαίες και απρόβλεπτες. Δεν υπάρχει καμία τάση και οι συναλλασσόμενοι στο χρηματιστήριο πραγματοποιούν κέρδη τυχαία. Το να επενδύει κανείς στο χρηματιστήριο είναι σαν να παίζει ζάρια. Κέρδη αποκομίζουν μόνον οι μακροπρόθεσμοι επενδυτές με τη στρατηγική του αγόρασε και διακράτησε 'buy and hold strategy' και τούτο γιατί έχει παρατηρηθεί μακροχρόνια αύξηση των τιμών των μετοχών λόγω οικονομικής προόδου. Πράγματι ο Dow Jones το 1970 είχε μέση τιμή 900 μονάδες, το 1980 είχε μέση τιμή 1000 μονάδες , το 1990 είχε 3000 μονάδες και το 1997 είχε 7000 μονάδες. Ανάλογες καταστάσεις παρατηρούνται και σε άλλα χρηματιστήρια του κόσμου.

Η θεωρία της τυχαίας πορείας στηρίζεται με τη σειρά της στην υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς (Efficient market theory), η οποία στηρίζεται στον εξής λογικό συνειρμό: Οι χρηματοοικονομικές πληροφορίες φτάνουν τυχαία και εφόσον οι τιμές ανταποκρίνονται τέλεια στις νέες πληροφορίες ,αυτό συνεπάγεται και ότι οι τιμές κυμαίνονται τυχαία.

Η Ημισχυρή αποτελεσματικότητα μας λέει ότι οι τιμές των μετοχών προσαρμόζονται με ταχύτητα στην ανακοίνωση όλων των νέων δημόσιων πληροφοριών. Σαν συνέπεια οι τιμές αντανakλούν πλήρως όλες τις επίσημες πληροφορίες. **Η μορφή της Ημισχυρής Αποτελεσματικότητας εμπερικλείει την υπόθεση της ασθενούς αποτελεσματικότητας** γιατί όλες οι πληροφορίες της αγοράς είναι δημόσιες. Οι δημόσιες πληροφορίες περιλαμβάνουν επιπρόσθετες πληροφορίες όπως κέρδη εταιρειών διασπάσεις μετοχών (split) οικονομικά νέα καθώς και πολιτικά. Το τι περιλαμβάνουν οι δημόσιες πληροφορίες οι επενδυτές θα το αξιολογήσουν και θα αποφασίσουν το μέγεθος της επένδυσης πού θα κάνουν. Βεβαίως μετά τη δημοσιοποίηση των πληροφοριών οι επενδυτές δεν αναμένουν υπερκέρδη γιατί ήδη οι πληροφορίες έχουν ενσωματωθεί στις τιμές των μετοχών. **Τέλος η Ισχυρή αποτελεσματικότητα** μας λέει ότι οι τιμές των μετοχών αντανakλούν πλήρως όλες τις πληροφορίες όχι μόνο τις δημοσιευθείσες αλλά οποιασδήποτε φύσης πληροφορία, ακόμη και εάν δεν έχει δημοσιευθεί. Συνεπώς κανείς επενδυτής δεν έχει αποκλειστική πρόσβαση στις πληροφορίες πού αφορούν σχηματισμό τιμών.

Πρακτικά αυτές οι τρεις θεωρίες μας λένε ότι κανείς επενδυτής δεν μπορεί να επιτύχει υπερκέρδη για μεγάλο χρονικό διάστημα .Επιπλέον ισχύει ότι εκτός από την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών όπου οι τιμές προσαρμόζονται άμεσα στην ανακοίνωση των νέων δημόσιων πληροφοριών, ισχύει και η υπόθεση των τέλειων αγορών σύμφωνα με την οποία οι πληροφορίες είναι διαθέσιμες την ίδια χρονική στιγμή για οποιονδήποτε επενδυτή.

Η υπόθεση της Ισχυρής Αποτελεσματικότητας εμπερικλείει και τις δύο προαναφερθείσες μορφές Αποτελεσματικότητας.

Αυτοί που υποστηρίζουν τις αποτελεσματικές αγορές θεωρούν ότι οι αγορές των αξιογράφων είναι τέλειες ή όχι πολύ ατελείς. Σε τέτοιες αγορές οι τιμές των μετοχών αντανακλούν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες και όλες οι τιμές είναι ανεξάρτητες από οποιεσδήποτε παρελθούσες συμπεριφορές και στοιχεία αναφορικά με την εταιρεία .Σε αυτό το σημείο υπάρχει μια ένσταση για τους τεχνικούς αναλυτές οι οποίοι βασίζονται σε ιστορικά στοιχεία για να κάνουν πρόβλεψη. Σαν συμπέρασμα μπορούμε να πούμε ότι η αξία μίας μετοχής είναι ίση με την μελλοντική αξία όλων των αναμενόμενων μερισμάτων. Θα πρέπει να αναφέρουμε επίσης και τις συνέπειες της αποτελεσματικότητας της αγοράς αξιογράφων για τους επενδυτές και για τις εταιρείες.

Συνέπειες για τους επενδυτές

- **Η μελέτη των ιστορικών τιμών δεν αποδίδει υπερκέρδη.**
- **Η απόδοση της μετοχής είναι συνάρτηση του κινδύνου της.**
- **Οι επενδυτές πρέπει να προσδιορίζουν το κίνδυνο που επιθυμούν να αναλάβουν και να επιλέγουν τις μετοχές τους ,**
- **ή ακόμη καλύτερα τα χαρτοφυλάκια τους ανάλογα με το κίνδυνο τους.**

Συνέπειες για τις εταιρείες

- **Οι υπεύθυνοι των εταιρειών πρέπει να έχουν εμπιστοσύνη στις τιμές της αγοράς**
- **Οι τιμές της αγοράς αντιπροσωπεύουν τη καλύτερη δυνατή εκτίμηση της αξίας της μετοχής** Οι τιμές της αγοράς μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αποτίμηση της συνολικής αξίας της εταιρείας ,για το προσδιορισμό του κόστους του κεφαλαίου για την αξιολόγηση των επενδυτικών της έργων ,για την αξιολόγηση της διοίκησης της εταιρείας.

Ερχόμαστε να εξετάσουμε τη βασική αδυναμία του μοντέλου της αποτελεσματικής αγοράς η οποία έγκειται στο ότι δεν επιτρέπει τη συστηματική ΟΡΘΟΛΟΓΙΚΗ ΑΠΟΚΛΙΣΗ των τιμών των μετοχών από τις θεμελιώδεις αξίες τους. Στο μοντέλο της αποτελεσματικής αγοράς η ύπαρξη υπερβάλλουσας μεταβλητότητας , υπερβάλλουσας απόδοσης η μη στασιμότητας στη χρονολογική σειρά των τιμών αποδίδεται στην ύπαρξη κερδοσκοπικής φύσκας η οποία προκαλεί τη συστηματική απόκλιση των τιμών από τη παρούσα αξία των μερισμάτων. Οι West, Potterba & Summers ,Froot & Obstfeld κ.α υποστηρίζουν πως αυτές οι αποκλίσεις από τις θεμελιώδεις αξίες δεν μπορούν να ερμηνευτούν από τα μοντέλα αναμενόμενων αποδόσεων η ορθολογικών αποκλίσεων και μάλλον η περιγραφή τέτοιων φαινομένων θα πρέπει να γίνει με μοντέλα ψυχολογίας και αυτό-ενισχυόμενων προσδοκιών. Τέτοια μοντέλα είναι ικανά να ανιχνεύσουν προσωρινές αστοχίες στην αγορά , επιτρέπουν την απόκλιση των τιμών από τη παρατηρήσιμη θεμελιώδη αξία τους και μπορούν να περιγράψουν συμπεριφορές επενδυτών που δεν είναι ορθολογικές.(noise traders).Οι Potterba & Summers δείχνουν μέσω ενός fads μοντέλου πως η σχέση μεταξύ των προεξοφλημένων μερισμάτων και των τιμών αντιστρέφεται όσο αυξάνουμε το χρονικό ορίζοντα ανάλυσης.Fads είναι τάσεις που επικρατούν στην αγορά χωρίς κάποια ορθολογική θεμελίωση και θα μπορούσαν να χαρακτηρισθούν σαν μόδα της χρηματαγοράς. Intrinsic τάσεις είναι αυτές που σχηματίζονται με βάση τις προσδοκίες για τα θεμελιώδη μεγέθη και η πορεία τους εξαρτάται από αυτά με αποτέλεσμα να είναι πολύ δύσκολη η ανίχνευσή τους. Sunspots είναι προσωρινές αποκλίσεις από τις θεμελιώδεις αξίες οι οποίες δεν προκαλούνται από σχετικές με τις χρηματαγορές μεταβλητές. (<http://lowrisk.com>) .

Ειδικότερα ,η πορεία μίας μετοχής στο χρόνο καθορίζεται σύμφωνα με το επενδυτικό κλίμα που επικρατεί στην αγορά,ενώ αυτό το επενδυτικό κλίμα, δηλαδή η τάση , αντιστρέφεται καθώς μεταβάλλεται ο χρόνος. Οι ερευνητές καταλήγουν στο συμπέρασμα πως οι τιμές έχουν θετική αυτοσυσχέτιση στη βραχυπρόθεσμη χρονική περίοδο και αρνητική στη μακροπρόθεσμη. Βεβαίως τέτοια μοντέλα περιέχουν το στοιχείο του παραλογισμού , στοιχείο το οποίο χαρακτηρίζει τους noise traders. Οι noise traders είναι επενδυτές οι οποίοι δεν συμπεριφέρονται απολύτως ορθολογικά επειδή δεν έχουν τέλεια πληροφόρηση (ή αν έχουν τη χρησιμοποιούν με λάθος τρόπο),και συγχρόνως έχουν προσαρμοζόμενες προσδοκίες και γενικότερα μπορούμε να τους χαρακτηρίσουμε και ως αφελείς. (DeLong et al The Survival of noise traders in financial markets journal of business 1991). Η συμπεριφορά τέτοιων επενδυτών

χαρακτηρίζεται από συμπεριφορά κοπαδιού αφού εξαρτάται άμεσα από τη συμπεριφορά των άλλων επενδυτών. Όταν υπάρχουν τέτοιοι επενδυτές (noise traders) ,η συμπεριφορά τους μπορεί να οδηγήσει τη χρηματαγορά σε κατάσταση στάσιμης ισορροπίας , η οποία όμως θα απέχει από τη θεμελιώδη αξία της. Βεβαίως ο όρος στάσιμη είναι σχετικός καθώς βασικό χαρακτηριστικό τέτοιων αγορών είναι η συνεχόμενη κατάρρευση και η εναλλαγή της τάσης της αγοράς. Για τη βραχυχρόνια περίοδο όμως μπορούμε να πούμε πως αυτές οι τάσεις είναι συστηματικές και επίμονες .Έτσι η προσδοκία της αγοράς είναι μια ενδογενής μεταβλητή η οποία συνεχώς μεταβάλλεται, και επηρεάζεται από τη κατάσταση της αγοράς την οποία όμως η ίδια διαμορφώνει. Πιο αναλυτικά , ακόμη και όταν η τιμή μιας μετοχής βρίσκεται σε ισορροπία , αν το χρηματιστήριο λειτουργεί σύμφωνα με ένα fads μοντέλο , ένα μικρό ερέθισμα , που θα οδηγήσει στιγμιαία τη τιμή μακριά από τα θεμελιώδη μεγέθη , μπορεί να προκαλέσει συστηματική απόκλιση των τιμών από τη παρούσα αξία των μερισμάτων η οποία βέβαια είναι μια φυσιολογική αντίδραση στη προσδοκία της αγοράς .

Μπορούμε λοιπόν να δούμε πως αφού η αγορά αποτελείται από noise επενδυτές οι οποίοι επιμένουν να παρατηρούν μόνο τις πραγματοποιηθείσες αποδόσεις τους, αντιδρώντας κάθε φορά σε προσαρμοζόμενες προσδοκίες , η ύπαρξη θετικής υπερβάλλουσας απόδοσης θα οδηγήσει σε μαζικές αγορές αυξάνοντας κατ 'αυτό τον τρόπο τις τιμές των μετοχών. Η απόκλιση η οποία δημιουργείται από αυτό το πανικό αύξησης των τιμών ο οποίος στην αρχή είναι κλιμακούμενη , στη συνέχεια όμως φθίνει. Όταν ο ρυθμός αύξησης των τιμών των μετοχών αρχίσει να μειώνεται το κλίμα στην αγορά αρχίζει να μεταστρέφεται. Κάθε επενδυτής θα παρατηρήσει τη μεγιστοποίηση των τιμών (the rationality struggle :illustrations from financial markets papers Behavioral finance 1991), και λόγω της συμπεριφοράς της υπόλοιπης αγοράς θα οδηγηθεί σε μαζικές ρευστοποιήσεις αφού σκοπός του είναι να μεγιστοποιήσει τα πραγματοποιηθέντα κέρδη. Σκοπός του βέβαια επίσης είναι να εξέλθει από την αγορά και να κλείσει τη θέση του. Συνέπεια της όλης αυτής διαδικασίας θα είναι η κατάρρευση της αγοράς. Η συμπεριφορά κάθε επενδυτή επηρεάζει έτσι και τη συμπεριφορά των άλλων και οδηγούμαστε με αυτό τον τρόπο σε μία συμπεριφορά κοπαδιού η οποία θα οδηγήσει σε μία συστηματική υποτίμηση των τιμών των μετοχών. Η υποτίμηση των τιμών θα συνεχιστεί μέχρι η αγορά να αναστρέψει ενδογενώς τις προσδοκίες της, καθώς κάθε επενδυτής θα έχει τη προσδοκία ότι η αγορά έχει φθάσει στο χαμηλότερο επίπεδό της και άρα θα προσπαθήσει να αγοράσει

μετοχές. Την ίδια ακριβώς συμπεριφορά θα έχουν και οι άλλοι επενδυτές και έτσι κατ' αυτό τον τρόπο θα έχουμε και πάλι αποκλίσεις από τις θεμελιώδεις τιμές της αγοράς καθώς θα υπάρχει μία αυξημένη παρορμητική ζήτηση για μετοχές.

Ας δούμε όμως ποιοι είναι οι παράγοντες που καθορίζουν τη συμπεριφορά του κοπαδιού και οδηγούν τους επενδυτές σε αυτή την ασυνήθιστη παρορμητική συμπεριφορά. Οι επενδυτές στηρίζονται στη πορεία της Χρηματαγοράς (Kirman) για να λάβουν την απαραίτητη πληροφόρηση. Συνήθως ακολουθούν τους άλλους επενδυτές και πράττουν ανάλογα με τη στρατηγική που πιστεύουν ότι ακολουθεί η αγορά. Αυτή η συμπεριφορά δεν είναι παρορμητική αν δεν υπάρχει άλλη πηγή πληροφοριών (δεν μπορεί να υπάρξει μακροχρόνια ισορροπία λόγω ελλιπούς πληροφόρησης) (Orlean). Αν δε, δεχτούμε ότι αυτή η συμπεριφορά χαρακτηρίζει τους περισσότερους επενδυτές τότε ένας κερδοσκόπος θα έχει κίνητρο να αγοράσει η να πουλήσει όταν βλέπει τους υπόλοιπους επενδυτές να αγοράζουν η να πουλάνε. Αυτό θα μπορούσε να συμβαίνει γιατί ο κερδοσκόπος πιστεύει ότι οι άλλοι επενδυτές έχουν καλύτερη πληροφόρηση για τις μελλοντικές εξελίξεις. Συμπέρασμα όλης αυτής της διαδικασίας είναι ότι οι τιμές των μετοχών που διαμορφώνονται στην αγορά είναι μια έμμεση μέθοδος πληροφόρησης του επενδυτή. Μια τέτοια όμως παρορμητική συμπεριφορά μπορεί να είναι λανθασμένη καθώς μπορεί να οδηγήσει σε αυτοενισχυόμενες διακυμάνσεις των τιμών . Η ανάλυση τέτοιων διακυμάνσεων γίνεται σύμφωνα με τη θεωρία των συνεργιών , δηλαδή την μακρο-ανάλυση που περιγράφει τη δυναμική ενός συστήματος σύνθετου που αποτελείται από πολλά συνθετικά στοιχεία. Οι αλληλεπιδράσεις των στοιχείων αυτών οριοθετούν και χαρακτηρίζουν το σύστημα και η περιγραφή αυτής της διαδικασίας στηρίζεται σε πιθανότητες. Στη συγκεκριμένη περίπτωση οι μονάδες του συστήματος είναι οι κερδοσκόποι των οποίων η γνώμη και η συνδυασμένη δράση δημιουργούν το αποτέλεσμα στην αγορά.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ

ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΡΟΛΗΠΤΙΚΩΝ ΣΦΑΛΜΑΤΩΝ

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, τα μεροληπτικά σφάλματα επηρεάζουν την κρίση των επενδυτών και τους οδηγούν σε λανθασμένες κινήσεις, με αποτέλεσμα τη μείωση του συνολικού πλούτου τους. Για να αποφευχθούν αυτά τα σφάλματα, παραθέτουμε κάποιες στρατηγικές οι οποίες βοηθούν τον επενδυτή να εστιάσει στις μακροχρόνιες επενδύσεις και να αποφύγει τις βραχυχρόνιες που στηρίζονται σε συναισθηματική φόρτιση.

Στρατηγική πρώτη: Να συνειδητοποιήσει ο επενδυτής τα μεροληπτικά σφάλματα. Το πρώτο βήμα για να αντιμετωπίσει κανείς ένα πρόβλημα είναι να το αποδεχθεί και να το καταλάβει. Όπως έχουμε δει οι επενδυτές αντιμετωπίζουν ένα πλήθος μεροληψιών, που αφορούν την κρίση τους, τις προτιμήσεις και τις αποφάσεις τους κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας. Οι επενδυτές χρειάζεται να μελετήσουν τα σφάλματα αυτά, να τα επεξεργάζονται ανά τακτά χρονικά διαστήματα, ώστε να τα αναγνωρίζουν και να τα κατανοούν. Γνωρίζοντας ότι μια συγκεκριμένη συμπεριφορά είναι απόρροια μεροληψίας και οδηγεί σε λανθασμένες επιλογές, ο επενδυτής έχει κάνει το πρώτο βήμα προς τη σωστή κατεύθυνση.

Στρατηγική δεύτερη: Να γνωρίζει ο επενδυτής γιατί επενδύει.

Θα πρέπει να ξέρει κανείς γιατί επενδύει. Οι περισσότεροι επενδυτές δεν δίνουν την δέουσα σημασία σε αυτό το απλό βήμα της επενδυτικής διαδικασίας και έχουν μια πολύ συγκεχυμένη εικόνα για τους επενδυτικούς τους στόχους: «Θέλω πολλά χρήματα για να μπορώ να ταξιδεύω όταν συνταξιοδοτηθώ», «θέλω να έχω χρήματα για να στείλω τα παιδιά μου στο πανεπιστήμιο», « δε θέλω να είμαι φτωχός όταν συνταξιοδοτηθώ». Τέτοιες ασαφείς σκέψεις και στόχοι δεν μας βοηθούν να αναγνωρίσουμε τις μεροληψίες μας και να αποφασίσουμε σωστά. Οι στόχοι μας πρέπει να είναι συγκεκριμένοι και σαφείς. Αντί λοιπόν να λέει κάποιος ότι επιθυμεί να ταξιδεύει όταν συνταξιοδοτηθεί, πρέπει να γίνει πιο συγκεκριμένος και να καταστρώνει ένα συγκεκριμένο επενδυτικό σχέδιο: « Χρειάζομαι εισόδημα \$40.000 ετησίως όταν πάρω σύνταξη, για να μπορώ να κάνω δύο διεθνή ταξίδια το χρόνο. Αφού θα παίρνω σύνταξη \$15.000 το χρόνο, θα χρειαστώ άλλα \$25.000 τα οποία θα

προκύπτουν από επενδύσεις. Το επενδυμένο κεφάλαιο που θα μου δώσει αυτά τα έσοδα πρέπει να είναι \$400.000. Θέλω να συνταξιοδοτηθώ σε 10 χρόνια». Θέτοντας συγκεκριμένους στόχους, κερδίζουμε σημαντικά πλεονεκτήματα. Πρώτα απ' όλα, επικεντρωνόμαστε στις μακροπρόθεσμες επενδύσεις και βλέπουμε τη συνολική εικόνα, χωρίς να είμαστε εγκλωβισμένοι σε βραχυπρόθεσμες αποφάσεις. Έπειτα, η ύπαρξη σαφών στόχων μας επιτρέπει να βλέπουμε και να μετράμε την πρόοδό μας. Επίσης μας δίνει τη δυνατότητα να δούμε αν η συμπεριφορά μας ταιριάζει με τους στόχους μας.

Άλλο ένα παράδειγμα μπορεί να αποτελέσει η τοποθέτηση χρημάτων από πολλούς εργαζόμενους(οι οποίοι μάλιστα θέλουν να συνταξιοδοτηθούν γρήγορα) σε μετοχές της εταιρείας που εργάζονται, λόγω της μεροληψίας της οικειότητας(familiarity). Μια πτώση όμως της τιμής της μετοχής κατά 60% απαιτεί μια απόδοση 150% για να αντισταθμιστούν οι ζημιές. Έτσι οι εργαζόμενοι στην εταιρεία θα χρειαστούν πολλά χρόνια για να καλύψουν τις ζημιές, με αποτέλεσμα η γρήγορη συνταξιοδότηση να μην είναι πια εφικτή. Η επένδυση λοιπόν σε μια μόνο εταιρεία είναι πολύ επικίνδυνη. Αν οι εργαζόμενοι του ανωτέρω παραδείγματος είχαν απλώς συγκρίνει τις συγκεκριμένες συνέπειες της στρατηγικής τους με τους συγκεκριμένους επενδυτικούς τους στόχους, θα είχαν εντοπίσει το πρόβλημα. Θα είχαν δηλαδή να επιλέξουν ανάμεσα σε α) Επένδυση σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών και ομολόγων που θα επιτρέπει μια άνετη συνταξιοδότηση σε δύο χρόνια ή β) Επένδυση σε μετοχές της εταιρείας, οι οποίες θα δώσουν είτε μια υψηλή απόδοση και μια ελαφρώς πιο άνετη συνταξιοδότηση σε δύο χρόνια, ή θα επιφέρουν ζημιές που θα καθυστερήσουν τη σύνταξη για επτά χρόνια. Γίνεται σαφές ότι ενώ η επιλογή α εκπληρώνει τους στόχους, η επιλογή β ρισκάρει πέντε χρόνια δουλειάς για μια πιθανότητα επίτευξης του στόχου, και ισοδυναμεί με το να στοιχηματίζει κανείς τα χρήματά του στο στρίψιμο ενός νομίσματος.

Στρατηγική τρίτη: Να έχει ο επενδυτής ποσοτικά επενδυτικά κριτήρια.

Τα ποσοτικά κριτήρια μας επιτρέπουν να αποφεύγουμε επενδύσεις βασιζόμενες σε συναισθήματα, φήμες και μεροληπτικά σφάλματα. Μερικά ποσοτικά κριτήρια τα οποία εύκολα μπορούν να ακολουθηθούν είναι τα ακόλουθα:

A) Μετοχές εταιρειών με κέρδη

B) Δείκτης P/E έως 50

Γ) Ελάχιστος ρυθμός ανάπτυξης των πωλήσεων 15%

Δ) Ελάχιστο διάστημα που εμπορεύεται δημόσια μια εταιρεία πέντε χρόνων.

Αν επενδύετε σε μετοχές αξίας, τότε ο πιο κατάλληλος δείκτης P/E για εσάς ίσως είναι μάξιμουμ 20. Αν επενδύετε σε μετοχές ανάπτυξης, τότε ο πιο κατάλληλος δείκτης P/E είναι μάξιμουμ 80 και ο ελάχιστος δείκτης ρυθμού ανάπτυξης των πωλήσεων 25%. Επίσης, μπορεί κανείς να εξετάζει ποσοτικά κριτήρια όπως το περιθώριο κερδών και τον δείκτη PEG.

Είναι λοιπόν σημαντικό να έχει κανείς συγκεκριμένα επενδυτικά κριτήρια. Πριν αγοράσει ο επενδυτής μια μετοχή πρέπει να συγκρίνει τα χαρακτηριστικά της εταιρείας με τα κριτήρια που έχει θέσει. Αν αυτά δεν συμφωνούν, τότε δεν πρέπει να προβεί στην επένδυση. Ασφαλώς πέραν των ποσοτικών κριτηρίων και τα ποιοτικά κριτήρια είναι πολύ σημαντικά και δεν πρέπει να αγνοούνται. Το καλό μάνατζμεντ μιας εταιρείας ή η ποιότητα των προϊόντων και των υπηρεσιών της είναι στοιχεία πολύ χρήσιμα. Αν λοιπόν μια μετοχή πληροί τα ποσοτικά κριτήρια, τότε θα πρέπει κανείς να εξετάζει και τα ποιοτικά.

Στρατηγική τέταρτη: Διαφοροποίηση

Όπως για την αγορά ενός οικοπέδου το πιο σημαντικό κριτήριο είναι η τοποθεσία, έτσι και για τις χρηματιστηριακές επενδύσεις το πιο σημαντικό κριτήριο είναι η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου.

Ένα χαρτοφυλάκιο θεωρείται καλά διαφοροποιημένο όταν αποτελείται από 15 περίπου μετοχές διαφορετικού μεγέθους και διαφορετικού κλάδου. Χαρτοφυλάκια τα οποία αποτελούνται από παραπάνω από 15 μετοχές θεωρούνται περιττά διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια, καθώς η μείωση του μη συστηματικού κινδύνου μετά τις 15 μετοχές είναι αμελητέα. Επίσης ένα καλά διαφοροποιημένο αμοιβαίο κεφάλαιο θα προσέφερε οφέλη, ενώ αντίθετα ένα χαρτοφυλάκιο αποτελούμενο από πέντε αμοιβαία κεφάλαια τεχνολογίας δε θα το θεωρούσαμε καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο.

Ένας άλλος σημαντικός κανόνας διαφοροποίησης είναι να επενδύει κανείς ελάχιστα στην εταιρεία στην οποία δουλεύει. Δουλεύοντας σε μια εταιρεία, το εισόδημά μας εξαρτάται από την πορεία της εταιρείας, γι' αυτό καλό είναι να μην επενδύουμε περισσότερο στην επιχείρηση αυτή. Τέλος, ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο θα πρέπει να περιέχει κάποια ομόλογα ή αμοιβαία κεφάλαια ομολόγων. Η διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων κατά τους παραπάνω τρόπους βοηθά τους επενδυτές να αποφύγουν τραγικές απώλειες, οι οποίες μπορεί να επηρεάσουν ολόκληρη τη ζωή τους. Επίσης, η διαφοροποίηση μας βοηθά να

αποφύγουμε τα μεροληπτικά σφάλματα της οικειότητας(familiarity) και της προσκόλλησης σε κάποια επένδυση (attachment).

Στρατηγική πέμπτη: Έλεγχος του επενδυτικού περιβάλλοντος

Για να ξεπεράσει κανείς τα μεροληπτικά του σφάλματα, πρέπει να ελέγχει το επενδυτικό του περιβάλλον. Οι επενδυτές πρέπει να λειτουργούν όπως ακριβώς οι αλκοολικοί που βρίσκονται σε πρόγραμμα απεξάρτησης και αποφεύγουν να βγαίνουν έξω σε μπαρ με φίλους τους που πίνουν. Ή όπως οι άνθρωποι που κάνουν δίαιτα και αποφεύγουν να συχνάζουν σε εστιατόρια και ζαχαροπλαστεία. Παρακολουθείτε την πορεία των μετοχών σας κάθε μέρα ή κάθε ώρα; Χρησιμοποιείτε το Internet και απασχολείστε ατελείωτες ώρες βλέποντας την πορεία των επενδύσεών σας; Για να ελέγξετε το περιβάλλον σας πρέπει να περιορίσετε τέτοιου είδους δραστηριότητες που μεγιστοποιούν τις μεροληψίες σας. Παρακάτω εκθέτουμε μερικές χρήσιμες συμβουλές που θα βοηθήσουν τους επενδυτές να ελέγξουν το επενδυτικό περιβάλλον τους:

A) Παρακολουθήστε την πορεία των μετοχών σας μια φορά το μήνα. Παρακολουθώντας τις μετοχές σας μια φορά το μήνα, αντί κάθε μέρα ή κάθε ώρα αποφεύγετε μεροληπτικά σφάλματα όπως η αποστροφή του κινδύνου(snake bit effect), η αποστροφή της μετάνοιας και η αναζήτηση της υπερηφάνειας,

B) Να κάνετε συναλλαγές μια φορά το μήνα και την ίδια μέρα κάθε μήνα. Διαλέξτε μια συγκεκριμένη ημέρα του μήνα, για παράδειγμα την 15^η και κάντε αγοραπωλησίες μόνο εκείνη τη συγκεκριμένη ημέρα. Αυτό θα σας βοηθήσει να αποφύγετε την παρανόηση της έννοιας της ταχύτητας. Η ταχύτητα θεωρείται από τους περισσότερους επενδυτές πολύ σημαντική. Στην πραγματικότητα η ταχύτητα παίζει ρόλο μόνο αν κάποιος κυνηγάει μια μετοχή που στηρίζεται στο θόρυβο και θέλει να προλάβει πριν εκραγεί η φούσκα. Από την άλλη μεριά η συναλλαγές μία φορά το μήνα, θα σας βοηθήσουν να αποφύγετε την υπερβολική αυτοπεποίθηση (overconfidence).

Γ) Επανεξετάζετε το χαρτοφυλάκιό σας μια φορά το χρόνο και συγκρίνετέ το με τους συγκεκριμένους στόχους που έχετε θέσει, καθώς επίσης και με το βασικό στόχο της διαφοροποίησης. Να έχετε πάντα στο μυαλό σας μεροληπτικά σφάλματα όπως το status quo, το αποτέλεσμα κληροδοτήματος(endowment effect), την αντιπροσωπευτικότητα (representativeness) και την οικειότητα (familiarity). Επίσης, να κρατάτε αρχείο για να αποφύγετε την διανοητική διαφωνία και άλλα σφάλματα

μνήμης. Εάν κάποιος επενδυτής δεν αντέχει να προβαίνει στις παραπάνω κινήσεις, είναι πιθανόν εξαρτημένος από το παιχνίδι του χρηματιστηρίου. Για να ελέγξει λοιπόν το επενδυτικό του περιβάλλον, καλό είναι να βάλει ένα μικρό ποσό χρημάτων σε έναν ξεχωριστό λογαριασμό, το οποίο θα προορίζεται μόνο για «παιχνίδι» και δεν θα πρέπει να ανταποκριθεί σε κάποιο συγκεκριμένο στόχο. Κατ' αυτόν τον τρόπο, θα μπορεί κανείς να ελέγξει τον εαυτόν του και να μην μπει στον πειρασμό να χρησιμοποιήσει περισσότερα χρήματα. Επίσης, πρέπει κανείς να γνωρίζει ότι το χρηματιστήριο ως παιχνίδι και όχι ως σοβαρή επενδυτική δραστηριότητα είναι σαν τα τυχερά παιχνίδια. Οι επιτυχίες είναι απλά θέμα τύχης. Κερδίζεις ή χάνεις, αλλά αυτό δεν έχει καμιά σχέση με τις ικανότητες σου. Και φυσικά, κατά μέσο όρο, χάνεις. Αυτό όμως το οποίο φαίνεται λογικό τώρα, είναι δύσκολο να το πιστέψει κανείς όταν κερδίζει.

ΑΛΛΟΙ ΚΑΝΟΝΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΠΟΦΥΓΗ ΜΕΡΟΛΗΨΙΩΝ

- 1) Αποφύγετε να αγοράσετε μετοχές που πωλούνται σε υπερβολικά χαμηλές τιμές. Οι περισσότερες επενδυτικές απάτες σχετίζονται με τέτοιες φτηνές μετοχές.
- 2) Τα chat rooms και τα μηνύματα μέσω internet είναι μόνο για σκοπούς διασκέδασης. Αυτού του είδους η επικοινωνία ενισχύει την υπερεμπιστοσύνη, την οικειότητα και τον θόρυβο.
- 3) Πριν αγοράσετε μια μετοχή που δεν πληροί τα κριτήριά σας, σκεφτείτε ότι είναι απίθανο να γνωρίζετε περισσότερα από ότι η αγορά. Όταν επλέγετε μετοχές πέρα από τα κριτήρια που έχετε θέσει, αυτό υπονοεί ότι έχετε κάποια μεγαλύτερη πληροφόρηση από τους άλλους. Είστε σίγουροι ότι γνωρίζετε περισσότερα;
- 4) Έχετε ως στόχο να ξεπεράσετε την αγορά. Οι περισσότερες συναλλαγές πραγματοποιούνται λόγω της επιθυμίας των ανθρώπων να κερδίσουν περισσότερα από ότι κερδίζουν οι άλλοι. Αυτές οι στρατηγικές όμως ενισχύουν τα μεροληπτικά σφάλματα και τελικά οδηγούν σε χαμηλότερες αποδόσεις. Αντίθετα, στρατηγικές που έχουν ως στόχο να ξεπεράσουν την αγορά, όπως τα καλά διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια, νικούν τις μεροληψίες και οδηγούν σε επιτυχή αποτελέσματα.

Συμπεράσματα

- Όταν οι επιλογές των ανθρώπων βρίσκονται αντιμέτωπες με την αβεβαιότητα αποκαλύπτουν το Παραλογισμό την Ασυνέπεια και την ανικανότητα των ανθρώπων .
- Οι επενδυτές ενεργούν Ορθολογικά και σκοπός τους είναι η μεγιστοποίηση των κερδών τους.
- Οι επενδυτές δημιουργούν Προσδοκίες για το μέλλον και αυτές επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών.
- Οι αντιδράσεις των επενδυτών σε περιβάλλον κερδών είναι κατά της ανάληψης κινδύνου , ενώ σε περιβάλλον ζημιών αναλαμβάνουν μεγαλύτερους κινδύνους.
- Οι άνθρωποι δίνουν περισσότερο βάρος στις ζημιές παρά στα κέρδη.
- Ο θόρυβος μας συγκρατεί από το να γνωρίζουμε τα ορθά αναμενόμενα κέρδη σε ένα χαρτοφυλάκιο ή ένα χρηματιστήριο.
- Το noise δημιουργεί ευκαιρία για κέρδος αλλά συγχρόνως την ίδια στιγμή γίνεται δύσκολο να επενδύσεις με κέρδος εξαιτίας του θορύβου.
- Τα Μαζικά μέσα ενημέρωσης επηρεάζουν θετικά ή αρνητικά ένα μεγάλο αριθμό επενδυτών
- Τα καλά νέα είναι ευκαιρία επένδυσης ενώ τα άσχημα νέα είναι προειδοποιητικό μήνυμα.

Προτάσεις

- Η εκπαίδευση των Επενδυτών πάνω στα μοντέλα Συμπεριφοράς πριν την επιλογή της επένδυσης βοηθά στο περιορισμό φαινομένων κοπαδιού και μη Ορθολογικής Συμπεριφοράς .
- Προκαθορισμός των Επενδυτικών στόχων.
- Καθορισμός επενδυτικού Ορίζοντα
- Τέλος δεν υπάρχει αμφιβολία ότι Οικονομολόγοι Ψυχολόγοι και επενδυτές πρέπει να συνεργάζονται με σκοπό τη κατανόηση της ανθρώπινης συμπεριφοράς.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Αλεξιάκης Α Χρήστος (2003) : «Χρηματιστήριο, Το παιχνίδι της λογικής και της παρόρμησης», Εκδόσεις Κριτική ΑΕ.

Φίλιππας Δ Νικόλαος, (2005): «Επενδύσεις», Εκδόσεις Κων/νος Σμπιλιας

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

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

Benartzi Shlomo, Thaler Richard (1999): “ Risk Aversion or Myopia? Choices in Repeated Gambles and Retirement”, Management Science/Vol 45.

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

Camerer C (1989): “ Bubbles and Fads in Asset Prices:, Journal of Economic surveys, 3,3-41, 289-321.

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

Cohn R.A and Lessard D.R (1981): “ Are markets efficient? Tests of alternative hypothesis. The effect of inflation on Stock Prices: International Evidence:, Journal of Finance, XXXVI, 277-289.

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.

DeLong b., Shleifer A., Summers L.H and Waldmann R.J (1990): “ Noise Trader Risk in Financial Markets:, Journal of Political Economy, 98,703-738.

Diba B.T and Grossman H.I (1988): “ The Theory of Rational Bubbles in Stock Prices”, *The Economic Journal*,98, 746-754.

Ellsberg(1961): “ Risk, Ambiguity and The Savage Axioms”, *Quarterly Journal of Economics*.

Fama E. (1970): “ Efficient Capital Markets: A Review of the Theory and Empirical Work”, *Journal of Finance*, 25,383-416.

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

Fama E.(1965): “ The behavior of stock market prices”, *Journal of business*,38,34-105.

Festinger(1957): “ A theory of Cognitive Dissonance”, *Stanford University Press*.

Fischhoff B (1975): “ Hindsight/ foresight: The effect of outcome knowledge on judgment under uncertainty”, *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, 1,288-299

Fischhoff, Baruch (1982): “ For those condemned to study the past: Heuristics and biases in Hindsight”, *Cambridge University Press*.

French K., (1980): “ Stock returns and Weekend Effect”, *Journal of Financial Economics*,8,55-69.

Fuller R.J and Kling J.K (1990): “ Is the stock market predictable?” *The Journal of Portfolio Management*, 16,28-36.

Gilovich T., Vallone R., and A Tversky (1985): “ The hot hand in basketball: On the misperception of random sequences” *Cognitive Psychology*, Vol 17, pp.295-314.

Gowland D., and Baker S. (1970): “ Efficiency, Rationality and Causality”, University of York Discussion, Paper No23.

Greaves Simon, Tversky Amos (1993): “ The weighting of Evidence and the Determinants of Confidence”, Cognitive Psychology.

Haugen R. (1998): “ The inefficient Stock Market’ , Prentice Hall.

Haugen R., (1995): “ The New Finance. The case against Efficient Markets”, Prentice Hall.

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

Jegadeesh N., Titman S., (1993): “ Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency”, Journal of Finance, Vol. XLVIII, No 1, pp.65-90.

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*.

Kindleberger C. (1978): *Manias, Panics and Crashes*, Basic Books, N.Y.

Lawellen Wilbert, Lease RONALD, Schlarbaum Gary(1977): “ Patterns of Investment Strategy and Behavior among Individual Investors”, *Journal of Business*.

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

Lustic I.L and Leinbach P.A (1983): “ The small firm effect”, *Financial Analyst Journal*, 46-49.

Mac Crimmon K.R., and Larsson S., (1979): “ Utility Theory: Axioms versus Paradoxes” in: Allais M. and Hagen O. eds “Expected Utility Hypotheses and the Allais Paradox” Dordrecht/Boston Reidel, pp 333-409.

Narayana R., Kocherlakota, (1996): *The Equity Premium: It’s Still a Puzzle*” *Journal of Economic Literature*, Vol 34, No 1, pp. 42-47.

Nofsinger R. John (2001): “ Investment Madness”, published by Financial Times Prentice Hall.

Reinganum R.M (1983) : “The anomalous stock market behavior of small firms in January: Empirical Tests for Tax- Loss Selling Effects”, *Journal of Financial Economics*, Vol 12, pp. 89-104.

Ritter R.J (1988): “The buying and selling behavior of individual investors at the turn of the year”, *Journal of Finance*, Vol XLIII, No 3. pp. 701-719.

Russel S. Philip and Torbey M. Violet: “ The efficient Market hypothesis on trial: A

Survey”.

Shapiro D., (1996): “ On the psychology of self- deception” Social Research, Vol 63,3 Research Library pp.785-800.

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.

Shleifer A. (2000): “ Inefficient Markets. An introduction to behavioral finance”, Oxford University Press.

Shleifer A., and Summers L.H (1990): “ The noise Trader Approach In finance”, Journal of Economic Perspectives, 4,19-33.

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.

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.

Zielonka Piotr: “ Technical Analysis and typical cognitive biases”, Warsaw University and Leon Kozminski Academy of Entrepreneurship and Management, Poland.